股票研究 Equity Research

策略报告 Strategy Report

证券研究报告 Equity Research Report

2021年港股中期展望 2H2021 Hong Kong Market Outlook

国泰君安证券 GUOTAI JUNAN SECURITIES

2021年港股中期展望

2H2021 Hong Kong Market Outlook

国泰君安国际研究部

Guotai Junan International Research Department

国泰君安证券
GUOTAI JUNAN SECURITIES

2021 年港股中期展望

国泰君安国际研究部

2021 年 06 月 30 日

阅读提示：
本书行业及公司股价、分析、盈利预测和目标价均截止至 2021 年 6 月 30 日。有关更新请参阅最新的研究报告。同时，敬请阅读尾页免责声明。

Please subscribe GTJAI Research Wechat subscription account and service account. Wechat subscription account ID: 国泰君安国际研究部
Wechat service account ID: 国泰君安国际策略研究 Please scan the QR codes on the right-hand side.
Research Report Database: (1) www.gtjai.com – "Research" – "Focus: Company"/ "Research Highlights"
(2) Bloomberg Report Page: RESP GJIR or NH GTJ
欢迎订阅国泰君安国际研究部微信公众号及服务号。 公众号账号：国泰君安国际研究部 服务号账号：国泰君安国际策略研究
研究报告库：(1) www.gtjai.com – "研究报告" – "公司点评" / "专题研究"
(2) Bloomberg 报告页面： RESP GJIR 或 NH GTJ

国泰君安证券
GUOTAI JUNAN SECURITIES

国泰君安国际研究部名单

Grace Liu	刘　谷	Head of Research, Market Strategy, Petrochemicals	主管，市场策略、石化	grace.liu@gtjas.com.hk	(852) 2509 7516
Noah Hudson	Noah Hudson	Consumer (Hotels), Gaming	消费（酒店）、博彩	noah.hudson@gtjas.com.hk	(86755) 2397 6684
Gary Wong	黄家玮	Environmental Protection, Infrastructure	环保、基建	gary.wong@gtjas.com.hk	(852) 2509 2616
Kevin Guo	郭　勇	Raw Materials, Gas	原材料、燃气	kevin.guo@gtjas.com	(86755) 2397 6671
Richard Cao	曹　柱	Banking	银行	caozhu013592@gtjas.com	(86755) 2397 6870
Jun Zhu	朱俊杰	Solar, Electric Equipment, Conglomerate	太阳能、电力设备、综合业务	junjie.zhu@gtjas.com.hk	(852) 2509 7592
Johnny Wong	王俊浩	Property	房地产	johnny.wong@gtjas.com.hk	(852) 2509 5348
Toliver Ma	马守彰	Aviation, Automobiles & Components	航空、汽车	toliver.ma@gtjas.com.hk	(852) 2509 5317
Jake Wang	汪昌江	Market Strategy, Wind Energy& others	市场策略、风电及其它	wangchangjiang@gtjas.com	(86755) 2397 6675
Wiley Huang	黄重钧	Insurance	保险	wiley.huang@gtjas.com.hk	(852) 2509 5409
Kay Mai	麦梓琪	Health care	医药	maiziqi@gtjas.com	(86755) 2397 6685
Danny Law	罗沛达	Internet (E-commerce)	互联网（电子商务）	danny.law@gtjas.com.hk	(852) 2509 7768
David Feng	冯廷帅	Machinery, Construction Materials	机械、建材	david.feng@gtjas.com.hk	(852) 2509 2113
Gin Yu	余劲同	Telecommunication Service & Equipment	电信服务及设备	gin.yu@gtjas.com.hk	(86755) 2397 6686
Jack Liu	柳　晨	Property	房地产	chen.liu@gtjas.com.hk	(852) 2509 2149
Andy Huang	黄凯鸿	Market Strategy	市场策略	kaihong.huang@gtjas.com.hk	(86755) 2397 6702
Jack Wu	吴　狄	Market Strategy	市场策略	di.wu@gtjas.com.hk	(86755) 2397 6718
Peter Shao	邵俊樨	Petrochemicals, Electricity	石化、电力	peter.shao@gtjas.com.hk	(852) 2509 5464
Kevin Zhuo	卓仕凯	Shipping & Logistics, Ports	航运物流、港口	shikai.zhuo@gtjas.com.hk	(86755)2397 6725
Teddy Lin	林荣叶	Education	教育	rongye.lin@gtjas.com.hk	(86755)2397 6692
Jerrimy Wang	王　瀚	Property	房地产	han.wang@gtjas.com.hk	(86755) 2397 6756
James Zhan	詹春立	Property	房地产	james.zhan@gtjas.com.hk	(852) 2509 7745
Alfred Chen	陈　傲	Consumer (Food, Catering)	消费（食品、餐饮）	ao.chen@gtjas.com.hk	(86755) 2397 6672
Andy Chen	陈思超	Consumer (Beverage, Household Products)	消费（饮料、日用品）	andy.chen@gtjas.com.hk	(852) 2509 2665
Alex Bai	白　舸	Market Strategy	市场策略	ge.bai@gtjas.com.hk	(852) 2509 7202
Peter Huang	黄冠雄	Consumer (Retailing), Home Appliances	消费（零售）、家电	peter.huang@gtjas.com.hk	(86755) 2397 6748
Ivan Wu	吴凯翔	Research Assistant	研究助理	ivan.wu@gtjas.com.hk	(852) 2509 2649
Esabella Zhao	赵舒蔓	Research Assistant, Translator	研究助理、翻译员	zhaoshuman013399@gtjas.com	(86755) 2397 6681
Penny Pan	潘凌蕾	Secretary, Translator	秘书、翻译员	penny.pan@gtjas.com.hk	(852) 2509 2632

封面摄影: 潘凌蕾

目录

摘要 ---- 1
2021 年港股中期投资策略 ---- 2
一. 股市表现总结 ---- 2
1.1 市场表现总结 ---- 2
1.2 市场运行特征 ---- 3
1.3 覆盖行业表现 ---- 4
二. 中国经济基本面持续改善 ---- 6
2.1 经济数据显示经济持续恢复 ---- 6
2.2 疫苗对全球经济复苏逐渐显现成效 ---- 8
2.3 人口保持低速增长 ---- 9
2.4 全年固定资产投资增速料将回升 ---- 11
2.5 出口预期前高后低，进口受价格因素拉动 ---- 14
2.6 后疫情时代消费稳步复苏，提质升级趋势延续 ---- 17
2.7 互联网行业最新发展 ---- 21
2.8 多维度调控引导房地产行业长期健康发展 ---- 26
2.9 2021 年中国 GDP 大幅回升 ---- 30
三. 新冠疫情对经济活动的干扰未能消除，但情况逐步改善 ---- 31
3.1 新冠肺炎疫情进展 ---- 31
3.2 新冠病毒变异情况及影响 ---- 32
3.3 新冠肺炎疫苗真实世界数据证实是有效的 ---- 34
3.4 对未来疫情的展望 ---- 36
3.5 对未来经济活动的展望 ---- 36
四. 极度宽松的货币政策还有多久 ---- 37
4.1 全球央行资产负债表现况 ---- 37
4.2 大宗商品价格和各国通胀情况 ---- 38
4.3 各国货币政策最新进展 ---- 41
4.4 货币政策转向的可能时间表及影响 ---- 42
五. 全球政治环境的变化及对经济和产业格局的影响 ---- 44
5.1 亚洲成为政治战略核心 ---- 44
5.2 全球产业链区域化趋势明显，技术竞争将加剧 ---- 45
六. 美国货币政策面临转向 ---- 46
6.1 美国经济延续复苏，通胀水平上升 ---- 46
6.2 美国三大股指继续创新高，但估值水平回落 ---- 49
6.3 预期年末开始讨论缩减购债规模 ---- 50
6.4 美元短期上升，中长期回落 ---- 51
七. CPI 预计温和回升 ---- 52
7.1 猪肉价格下半年有限度反弹 ---- 52
7.2 食品价格论述及预测 ---- 53
7.3 油气、煤炭电力、水、基础材料、建筑材料价格 ---- 54
7.4 预计下半年国内 CPI 将温和回升 ---- 56
八. 国内货币政策维持稳健且灵活精准、合理适度 ---- 56
8.1 央行稳健的货币政策灵活精准、合理适度 ---- 56
8.2 内地货币政策预计仍将稳健且灵活精准、合理适度 ---- 57
九. 资金流情况 ---- 58
9.1 港元流动性预期维持充裕 ---- 58
9.2 内地流动性预计仍将相对宽松 ---- 62

十. 人民币保持在合理均衡水平 ----64
10.1 2021 年上半年人民币温和升值 ----64
10.2 人民币将继续保持双向波动态势----65
十一. 欧洲和日本 ----67
11.1 欧元区制造业复苏程度领先服务业----67
11.2 日本经济形势或到达复苏拐点----70
十二. 互联互通及市场变化 ----71
十三. 债券市场分析及预测 ----79
十四. 香港本地经济发展及预测 ----81
十五. 盈利预测 ----85
十六. 恒生指数及国企指数技术分析 ----92
十七. 市场策略、选股及主题性受益股----93
公司和行业 ----97
汽车行业 ----98
吉利汽车(00175 HK)---- 103
五菱汽车(00305 HK)---- 104
东风汽车(00489 HK)---- 105
华晨汽车(01114 HK) ---- 106
耐世特(01316 HK)---- 107
浦林成山(01809 HK)---- 108
北京汽车(01958 HK)---- 109
广州汽车集团(02238 HK)---- 110
长城汽车(02333 HK)----111
中国重汽(03808 HK)---- 112
航空行业 ---- 113
中国国际航空(00753 HK)---- 117
中国东方航空(00670 HK)---- 118
银行业 ---- 119
汇丰控股(00005 HK)---- 125
建设银行(00939 HK)---- 126
中信银行(00998 HK)---- 127
农业银行(01288 HK)---- 128
工商银行(01398 HK)---- 129
甘肃银行(02139 HK)---- 130
中银香港(02388 HK)---- 131
徽商银行(03698 HK)---- 132
招商银行(03968 HK)---- 133
中国银行(03988 HK)---- 134
水泥建材行业 ---- 135
信义玻璃(00868 HK)---- 139
海螺水泥(00914 HK)---- 140
华润水泥控股(01313 HK)---- 141
中国建材(03323 HK)---- 142
清洁能源行业—天然气 ---- 143
香港中华煤气(00003 HK)---- 147
北京控股(00392 HK)---- 148
华润燃气(01193 HK)---- 149
新奥能源(02688 HK)---- 150
滨海投资(02886 HK)---- 151

清洁能源行业—太阳能 ---- 152
协鑫新能源(00451 HK) ---- 157
信义光能(00968 HK) ---- 158
清洁能源行业—风电及其它 ---- 159
龙源电力(00916 HK) ---- 163
大唐新能源(01798 HK) ---- 164
综合业务公司 ---- 165
粤海投资(00270 HK) ---- 165
上实控股(00363 HK) ---- 166
消费—食品饮料及日用品行业 ---- 167
统一企业中国(00220 HK) ---- 173
华润啤酒(00291 HK) ---- 174
康师傅(00322 HK) ---- 175
大家乐(00341 HK) ---- 176
维他奶国际(00345 HK) ---- 177
中国食品(00506 HK) ---- 178
达利食品(03799 HK) ---- 179
天韵国际(06836 HK) ---- 180
恒安国际(01044 HK) ---- 181
中国波顿(03318 HK) ---- 182
消费—酒店行业 ---- 183
华住集团(01179 HK) ---- 186
锦江资本(02006 HK) ---- 187
携程集团(09961 HK) ---- 188
消费—零售行业 ---- 189
周大福珠宝(01929 HK) ---- 192
教育行业 ---- 193
中国东方教育(00667 HK) ---- 198
新东方在线(01797 HK) ---- 199
电力设备行业 ---- 200
东方电气(01072 HK) ---- 204
哈尔滨电气(01133 HK) ---- 205
金风科技(02208 HK) ---- 206
上海电气(02727 HK) ---- 207
电力行业 ---- 208
中电控股(00002 HK) ---- 210
电能实业(00006 HK) ---- 211
环保行业 ---- 212
光大环境(00257 HK) ---- 216
北控水务(00371 HK) ---- 217
中国水务(00855 HK) ---- 218
东江环保(00895 HK) ---- 219
博彩行业 ---- 220
银河娱乐(00027 HK) ---- 223
永利澳门(01128 HK) ---- 224
金沙中国(01928 HK) ---- 225
美高梅中国(02282 HK) ---- 226
新濠博亚(MLCO US) ---- 227

医药行业 ---- 228
四环医药(00460 HK) ---- 235
石药集团(01093 HK) ---- 236
国药控股(01099 HK) ---- 237
基建行业 ---- 238
中国中铁(00390 HK) ---- 242
中国铁建(01186 HK) ---- 243
承达控股(01568 HK) ---- 244
中交建(01800 HK) ---- 245
中石化炼化工程(02386 HK) ---- 246
中国建筑国际(03311 HK) ---- 247
中国通号(03969 HK) ---- 248
中国能建(03996 HK) ---- 249
保险行业 ---- 250
中国太平(00966 HK) ---- 257
友邦保险(01299 HK) ---- 258
人保集团(01339 HK) ---- 259
中国财险(02328 HK) ---- 260
众安在线(06060 HK) ---- 261
互联网行业 ---- 262
京东集团-SW(09618 HK) ---- 265
阿里巴巴-SW(09988 HK) ---- 266
拼多多(PDD US) ---- 267
唯品会(VIPS US) ---- 268
微博(WB US) ---- 269
机械行业 ---- 270
创科实业(00669 HK) ---- 274
海天国际(01882 HK) ---- 275
中航科工(02357 HK) ---- 276
中集安瑞科(03899 HK) ---- 277
工业制造行业 ---- 278
中国中车(01766 HK) ---- 278
有色金属行业 ---- 279
江西铜业(00358 HK) ---- 283
中国忠旺(01333 HK) ---- 284
中国宏桥(01378 HK) ---- 285
洛阳钼业(03993 HK) ---- 286
石油化工行业 ---- 287
中国石化(00386 HK) ---- 291
中国石油(00857 HK) ---- 292
中国海洋石油(00883 HK) ---- 293
中国旭阳集团(01907 HK) ---- 294
港口行业 ---- 295
招商局港口(00144 HK) ---- 299
中远海运港口(01199 HK) ---- 300
贵金属行业 ---- 301
招金矿业(01818 HK) ---- 304
中国黄金国际(02099 HK) ---- 305
紫金矿业(02899 HK) ---- 306

房地产行业 ---- 307
恒基地产(00012 HK) ---- 319
信和置业(00083 HK) ---- 320
恒隆地产(00101 HK) ---- 321
深圳控股(00604 HK) ---- 322
建业地产(00832 HK) ---- 323
旭辉控股集团(00884 HK) ---- 324
当代置业(01107 HK) ---- 325
宝龙地产(01238 HK) ---- 326
禹洲集团(01628 HK) ---- 327
华南城(01668 HK) ---- 328
合景泰富集团(01813 HK) ---- 329
中骏集团控股(01966 HK) ---- 330
弘阳地产(01996 HK) ---- 331
新力控股集团(02103 HK) ---- 332
中梁控股(02772 HK) ---- 333
融信中国(03301 HK) ---- 334
中国奥园(03883 HK) ---- 335
绿城中国(03900 HK) ---- 336
金融街物业(01502 HK) ---- 337
永升生活服务(01995 HK) ---- 338
雅生活服务(03319 HK) ---- 339
奥园健康(03662 HK) ---- 340
宝龙商业(09909 HK) ---- 341
航运及物流行业 ---- 342
深圳国际(00152 HK) ---- 346
中远海控(01919 HK) ---- 347
通信设备行业 ---- 348
中兴通讯(00763 HK) ---- 353
中国铁塔(00788 HK) ---- 354
联想集团(00992 HK) ---- 355
小米集团-W(01810 HK) ---- 356
瑞声科技(02018 HK) ---- 357
舜宇光学(02382 HK) ---- 358
电信服务行业 ---- 359
中国电信(00728 HK) ---- 363
中国联通(00762 HK) ---- 364
中国移动(00941 HK) ---- 365
非银金融行业 ---- 366
海通国际(00665 HK) ---- 366
中关村科技租赁(01601 HK) ---- 367
中金公司(03908 HK) ---- 368

2021 年港股中期展望

Grace Liu 刘谷
Jake Wang 汪昌江
Jack Wu 吴狄
Andy Huang 黄凯鸿
Alex Bai 白舸
Noah Hudson
Gary Wong 黄家玮
Kevin Guo 郭勇
Richard Cao 曹柱
Jun Zhu 朱俊杰
Johnny Wong 王俊浩
Toliver Ma 马守彰
Wiley Huang 黄重钧
Kay Mai 麦梓琪
Danny Law 罗沛达
Gin Yu 余劲同
David Feng 冯廷帅
Jack Liu 柳晨
Peter Shao 邵俊樨
Kevin Zhuo 卓仕凯
Teddy Lin 林荣叶
Jerrimy Wang 王瀚
Chunli Zhan 詹春立
Alfred Chen 陈傲
Andy Chen 陈思超
Peter Huang 黄冠雄

摘要

国内经济持续恢复，海外疫苗接种工作初显成效，下半年全球经济预期将继续随疫苗的普及而复苏。短期内由于接种进度的差异，疫情对全球供应链的扰动可能仍将持续。同时，变异毒株的影响亦不容忽视，各国经济复苏程度将取决于对疫情的控制。

国内就业情况继续改善但压力仍然存在，且人口的惯性增长阶段正趋近尾声。2021 年受较为强劲的制造业与房地产投资带动，固定资产投资增速料将回升。下半年出口增速可能出现边际下滑，增长结构或有所调整。后疫情时代国内消费稳步复苏，人口结构和主流消费群体的变化将为服务型消费领域带来新机遇，“中国制造”的替代效应逐渐增强。云计算、大数据、物联网、线上教育等领域的进步将继续推动国内数字经济的发展。房地产行业延续多维度调控基调，整体仍以稳定预期为主。下半年国内经济基本面总体依然稳健，全年 GDP 预期将录得高单位数同比增长。

在疫情逐渐企稳的背景下，全球量宽力度预期将有所减弱。美联储或根据经济恢复程度逐步相应缩减购债规模及加息，实际利率的抬升可能对高估值资产造成波动。内地通胀保持温和上升，货币政策仍为稳健且灵活精准、合理适度；流动性预计将维持相对宽松。

全球政治环境的转变或将对经济和产业格局造成影响，加速产业链区域化的趋势。为争夺长期发展战略优势，全球技术竞争格局可能加剧。地缘政治风险仍然存在，并可能成为国际阵营之间对抗的导火索，从而引发金融市场波动。中美之间的贸易关税问题有望缓和但长期博弈局势不变，后续摩擦可能主要集中在政治及外交政策等领域。

新经济企业赴港上市和中概股的加速回归预计将在 2021 下半年为港股持续吸引资金流入。下半年市场或以结构性行情为主；指数表现预期呈区间波动，接近下限时有较强支撑，中枢相比年中可能略有抬升。具体估值方面，基于目前恒生指数 2021 年 13.8%的盈利增长预期，我们预计下半年指数波动区间为(26,000 - 31,000)，相当于 12.2 倍-14.5 倍的 2021 年恒指预测市盈率。

对于我们覆盖的公司而言，以市值加权平均计算，2021－2023 年的盈利增长预测分别为 21.6%、16.1%和 11.6%。下半年港股的板块轮动预期仍将以估值和业绩为基础，市场投资风格可能由价值型向成长型切换，新经济板块或将继续成为机构持仓的重点标的。我们看好汽车及零部件、消费（食品饮料）、医药、清洁能源（天然气、风电）以及互联网行业；水泥建材、石化、港口、通信设备等行业则或有阶段性的交易机会。

国泰君安国际荐股名单

行业	公司名称	代码	评级	6 至 18 个月目标价(港元)
汽车及零部件	长城汽车	02333 HK	买入	28.91
航空	中国国航	00753 HK	买入	7.65
银行	招商银行	03968 HK	买入	82.89
水泥建材	中国建材	03323 HK	买入	14.40
清洁能源 -- 天然气	华润燃气	01193 HK	买入	57.10
清洁能源 -- 天然气	新奥能源	02688 HK	买入	176.50
清洁能源 -- 太阳能	信义光能	00968 HK	买入	20.00
清洁能源 -- 风电及其它	大唐新能源	01798 HK	收集	2.75
综合	上实控股	00363 HK	买入	16.50
消费 -- 食品饮料	华润啤酒	00291 HK	买入	78.20
消费 -- 酒店	锦江资本	02006 HK	买入	2.50
电力设备	东方电气	01072 HK	买入	9.50
环保	光大环境	00257 HK	买入	7.20
医药	石药集团	01093 HK	买入	14.00
基建	中国建筑国际	03311 HK	买入	8.30
保险	友邦保险	01299 HK	买入	120.00
互联网	京东集团-SW	09618 HK	买入	350.00
机械	中航科工	02357 HK	买入	6.90
港口	中远海运港口	01199 HK	买入	8.30
房地产	旭辉控股集团	00884 HK	买入	9.20
房地产	永升生活服务	01995 HK	买入	24.00
通信设备	中兴通讯	00763 HK	买入	26.00
电信服务	中国电信	00728 HK	买入	3.30

资料来源：国泰君安国际。

2021 年港股中期投资策略

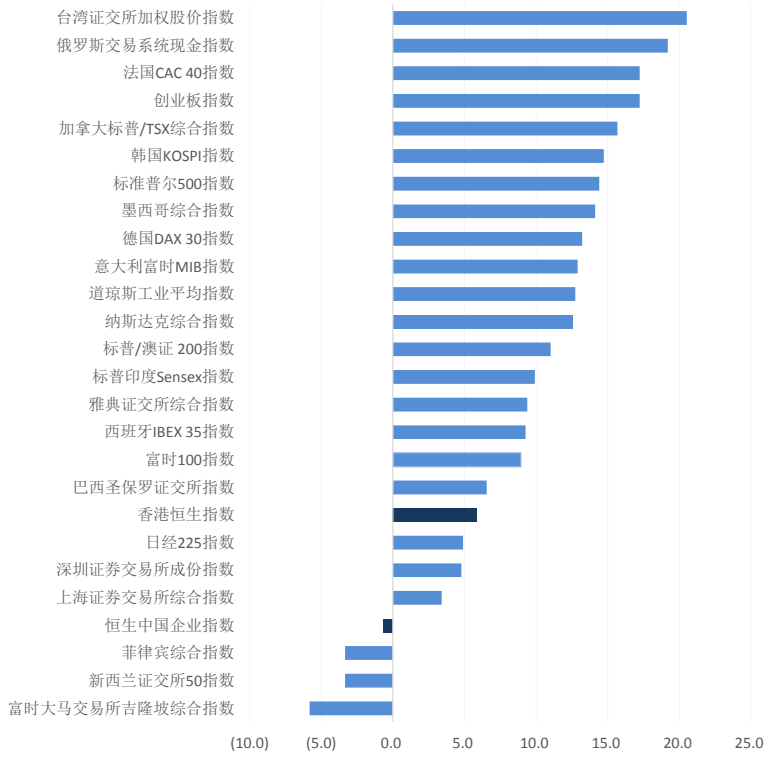
一. 股市表现总结

1.1 市场表现总结

上半年港股市场先升后跌，随后进入区间震荡。随着中国经济继续稳步恢复以及全球疫苗接种计划推进，市场情绪乐观。1 月 20 日，美国总统拜登顺利就职。2 月 5 日，美国众议院通过了预算决议，该决议将允许美国国会在没有共和党支持的情况下通过 1.9 万亿美元的新冠纾困救济法案。南下资金持续流入，港股继续上涨，触及 31,183 点年内高位。其后美国十年期国债收益率快速上涨，市场担忧美联储货币政策可能提前收紧，外围股市波动幅度上升。2 月 24 日，香港政府发布 2021 年财政预算案，提出将印花税率由当前的 0.10%，调升至 0.13%。投资者情绪受到影响，港股出现回调。3 月 18 日，中美两国举行高层战略对话，双方态度保持强硬。恒指继续回落，一度跌破 28,000 点。4 月 10 日，中国市场监管总局对阿里巴巴垄断行为罚款 182 亿元。美联储议息 6 月会议决定维持利率不变，但言论鹰派，市场预期美联储将提早收紧货币政策，科技股承压，带动香港股市下跌。美国总统拜登与民主党及共和党参议员就 5,790 亿美元的基础设施支出计划达成了初步协议。3 月份后港股市场处于区间震荡格局。年初至今（6 月 30 日），恒生指数累计上涨 5.86%至 28,827.95 点，恒生国企指数累计下跌 0.70%至 10,663.39 点，恒生科技指数累计下跌 3.21%至 8,155.37 点。

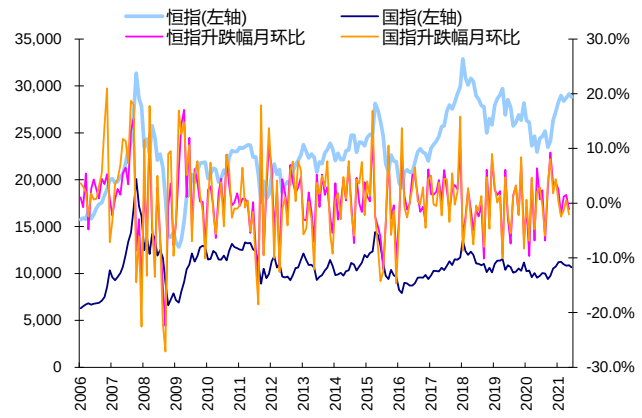
欧美股市呈稳步上升趋势，A 股宽幅震荡。年初至今（6 月 30 日），A 股宽幅震荡上升，上证指数累计上涨 3.40%，深证成指累计上涨 4.78%。欧美股市呈稳步上升趋势，标准普尔 500 指数累计上涨 14.41%，道琼斯工业平均指数累计上涨 12.73%，纳斯达克综合指数则累计上涨 12.54%。欧洲股指同样稳步上升。英国富时 100 指数累计上升 8.93%，德国 DAX 指数累计上涨 13.21%，法国 CAC 40 指数累计上涨 17.23%。日经平均指数累计上升 4.91%。

年初至今主要股指表现对比



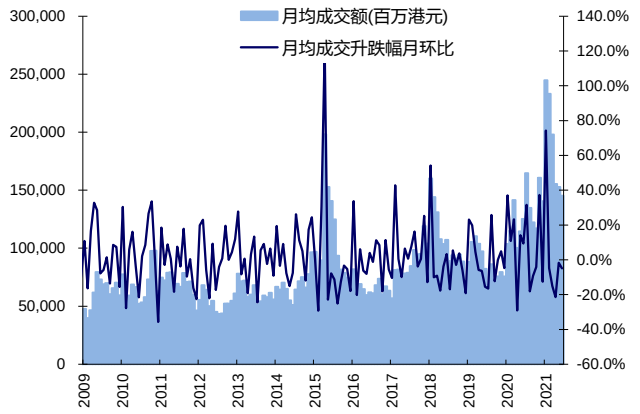
资料来源：Bloomberg、国泰君安国际。注：股指价格截至 6 月 30 日。

恒指和国指走势



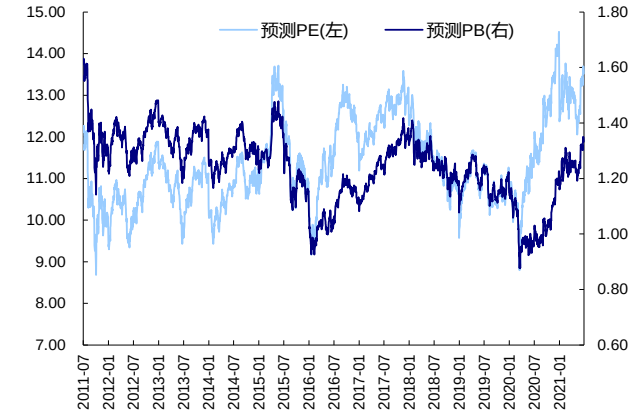
资料来源：港交所、国泰君安国际。

港股成交



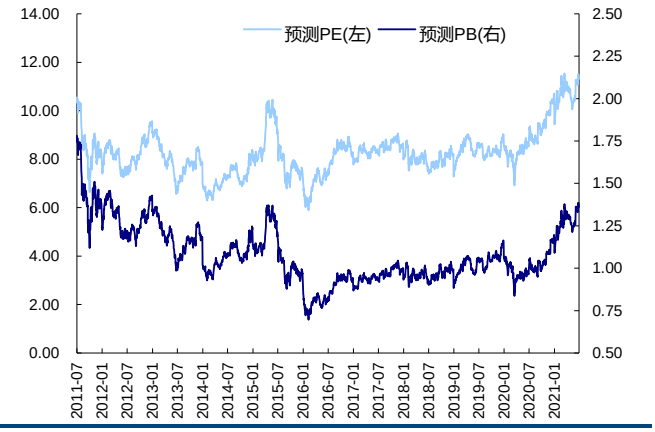
资料来源：港交所、国泰君安国际。

恒指动态估值



资料来源：Bloomberg、国泰君安国际。

国指动态估值

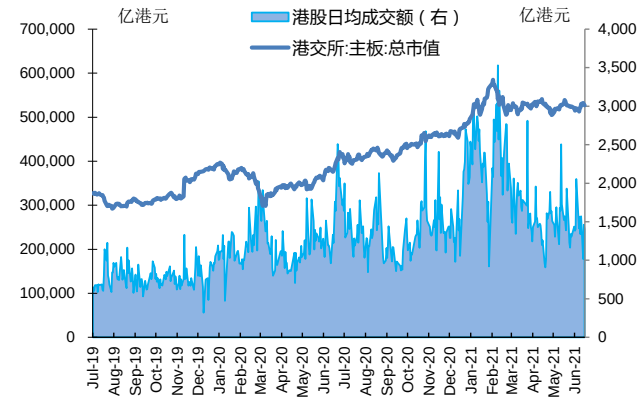


资料来源：Bloomberg、国泰君安国际。

1.2 市场运行特征

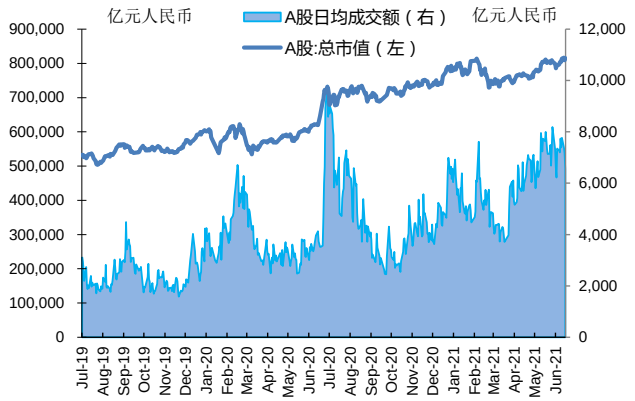
2021 年上半年港股经过年初的上涨行情后有所回撤，自 2 季度起维持区间波动，多数股份上半年录得累计上升；跑赢指数的行业主要集中在医疗保健、工业产品、石油与天然气等。2021 上半年港股日均成交额为 1,876.3 亿港元，同比显著上升 60.0%。年初以来随着各主要经济体新冠疫苗研发和接种工作稳步推进，市场对于全球经济复苏及企业盈利增速的预期明显好转，带动港股快速上涨。但由于受美国通胀压力影响，外围股市波动幅度上升，港股科技板块出现回调拖累股指表现。随后美联储重申将继续维持当前利率水平和资产购买力度，市场通胀担忧部分缓解，港股大体维持波动趋势。截至 6 月 30 日，全市场 2,544 只个股以简单平均计算累计上升 26.3%，升幅相比同期恒指高 20.5 个百分点。上半年股价累计实现上涨的股票数量达到 1,527 只，占全市场比例为 60.0%。以彭博 BICS 二级分类来看，20 个行业当中，市值涨幅居前的分别是医疗保健，工业产品，石油与天然气等行业，跑赢同期恒指 2.0 - 39.6 个百分点。零售与批发-必需品，保险以及必需消费品等上半年跑输恒指，相对回报介于负 3.2 - 18.5 个百分点。根据以市值划分的市场表现来看，中小市值企业上半年股价表现普遍比较强劲，市值 50 亿-100 亿、100 亿-500 亿的个股合计分别录得 37.7%、30.1%的平均涨幅；千亿市值以上的大盘股表现相对平缓，上半年累计平均上涨 15.4%并跑赢指数 9.6 个百分点。

港股总市值及日成交金额



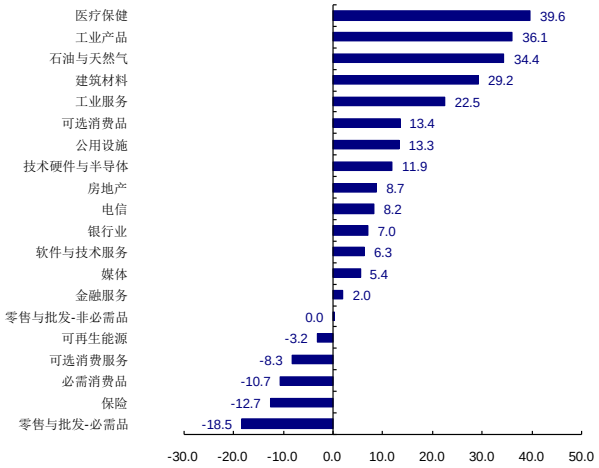
资料来源：Bloomberg、国泰君安国际。

A 股总市值及日成交金额



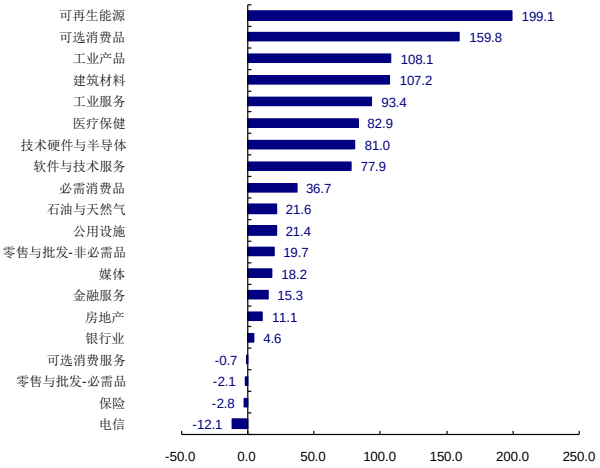
资料来源：Bloomberg、国泰君安国际。

过去半年主板上市公司行业相对恒指表现(百分点)



资料来源：Bloomberg。注：行业分类来自彭博BICS分类法。

过去 1 年主板上市公司行业相对恒指表现(百分点)



资料来源：Bloomberg。注：行业分类来自彭博BICS分类法。

全市场股价表现（以市值划分）

		绝对回报 %		相对回报 %	
市值（港元）	公司数目	过去半年	过去 1 年	过去半年	过去 1 年
恒指	**58**	**5.9**	**18.0**		
1,000 亿以上	127	15.4	65.1	9.6	47.1
500 亿~1,000 亿	88	23.1	70.1	17.3	52.1
100 亿~500 亿	301	30.1	69.5	24.2	51.5
50 亿~100 亿	169	37.7	62.1	31.8	44.1
50 亿以下	1,859	25.6	36.9	19.7	18.9
全市场合计	**2,544**	**26.3**	**45.0**	**20.5**	**27.0**

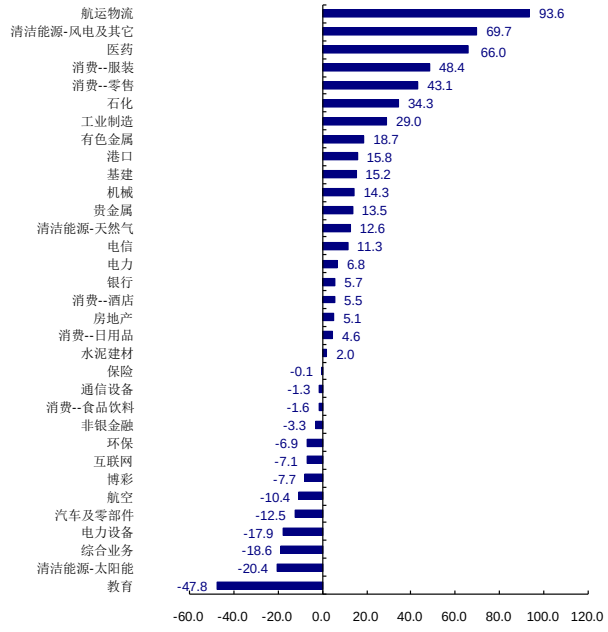
资料来源：Bloomberg、国泰君安国际。注：回报率以算术平均计，收盘价截至 6 月 30 日。

1.3 覆盖行业表现

在我们覆盖的行业当中，航运物流、清洁能源-风电及其它、医药等行业于 2021 上半年显著跑赢恒指；教育、清洁能源-太阳能、电力设备等行业则跑输指数。上半年货运需求的增长叠加运输链效率受阻使得集运运价维持高位，推升航运物流行业的股价表现；风电板块由于年初以来强劲的月度发电量同比表现强化了市场对发电企业的业绩增长预期，此外行业龙头之一的龙源电力（00916 HK）提出将以发行 A 股的方式完成吸收合并平庄能源（000780

SZ）以及后续的母公司资产注入，预示着行业在十四五期间或将维持高速扩张，行业估值同步上行；医药板块受医美概念的驱使获南下资金的大力追捧，同时由于覆盖公司 1 季度业绩良好，叠加板块轮动，行业股价录得较明显升幅。另一方面，对于清洁能源行业上游的设备制造商和材料供应商而言，在抢装潮结束后市场预期 2021 年风电新增装机可能出现同比回落，此外国内光伏材料价格也由于新增产能较多而出现明显下滑，导致电力设备行业和清洁能源-太阳能行业股价表现承压；教育行业因国内监管政策趋严，政府大力整顿包括线上线下的校外教培机构，我们覆盖的两家教育公司上半年股价表现均跑输指数。

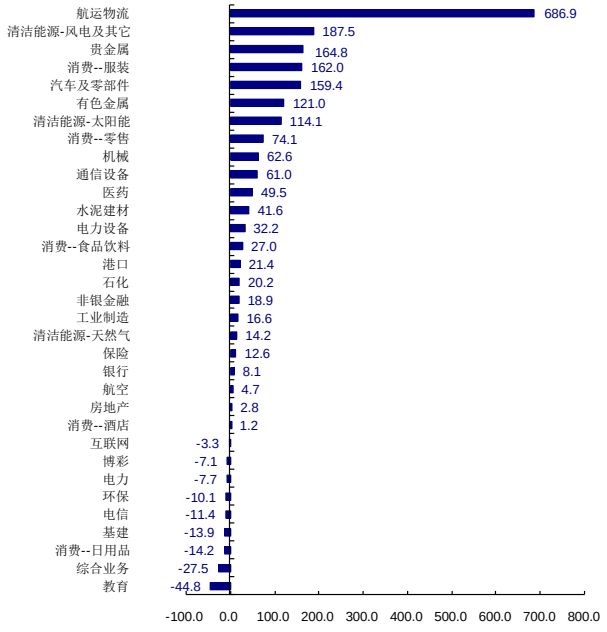
过去半年覆盖行业相对恒指表现（百分点）



资料来源：Bloomberg、国泰君安国际。

注：部分行业因覆盖个股为美股，行业表现为相对纳指计算。

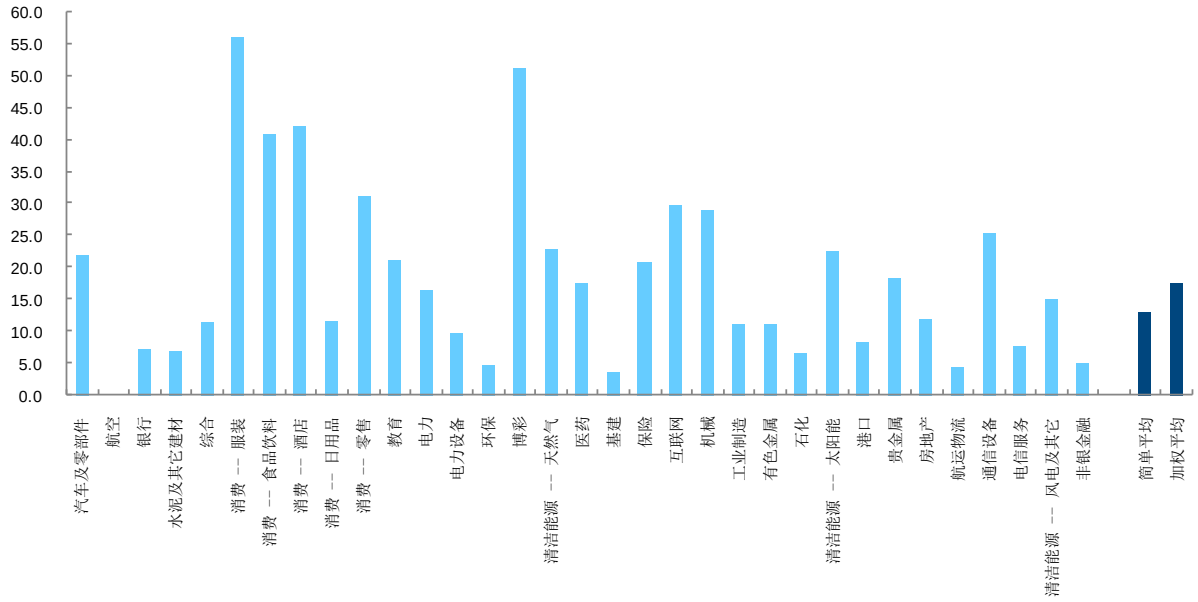
过去 1 年覆盖行业相对恒指表现（百分点）



资料来源：Bloomberg、国泰君安国际。

注：部分行业因覆盖个股为美股，行业表现为相对纳指计算。

覆盖行业 2021 年预测市盈率



资料来源：Bloomberg、国泰君安国际。

二. 中国经济基本面持续改善

2.1 经济数据显示经济持续恢复

第二产业增速最快，环比显示整体经济增速仍较疫情爆发前水平慢。从新冠疫情受控至今，中国整体经济持续稳步恢复。因 2020 年第一季度低基数效应，2021 年第一季度实际国内生产总值（GDP）同比增长 18.3%，季调后环比增长 0.6%，环比增速较疫情爆发前增速水平有所放缓。其中第二产业复苏最快，同比增速达到 24.4%，对 GDP 同比的拉动略超过 8.6%；第三产业同比增长 15.6%；第一产业速度最慢，同比增长 8.1%，对 GDP 同比的拉动仅接近 0.4%。按支出法来看，对比 2020 年同期，最终消费支出取代资本形成总额成为对 GDP 同比的最大拉动项，两者分别拉动 GDP 同比 11.6%和 4.5%，货物和服务净出口拉动 2.2%。2021 年初至今，规模以上工业增加值保持高增长，主要是外需驱动制造业生产强劲；其中，高技术制造业为主要拉动项。

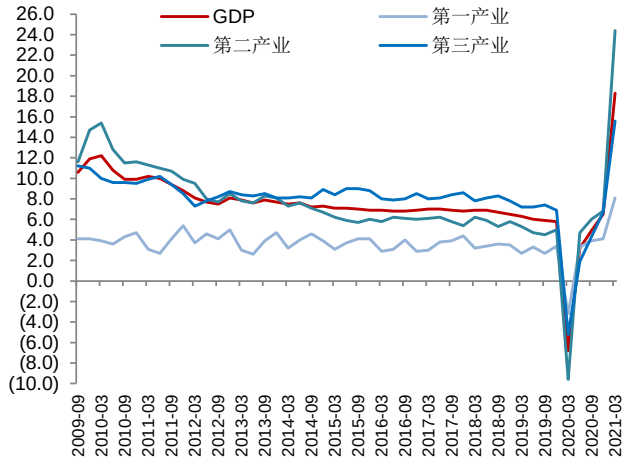
消费者物价通胀水平温和，生产者物价通胀触及高点。在高基数的影响下，上半年消费者物价指数（CPI）由低位上升，1-5 月其累计同比增速上升至 0.4%，非食品项累计同比增长 0.5%，主要受国际原油价格上升导致；食品项累计同比上升 0.1%，猪肉价格持续下行拖累食品项 CPI 表现。生产者物价指数（PPI）1-5 月累计同比上升 4.4%，原油价格和工业金属等大宗商品价格快速上涨推动 PPI 回升。其中，生产资料累计同比上升 5.8%，生活资料累计同比上升 0.1%。CPI 上升速度大幅慢于 PPI 上升速度将令部分下游企业利润承压，国务院金融稳定发展委员会提出要保持物价基本稳定，关注大宗商品价格走势。

2021 年初至今，消费温和增长，进出口贸易差额有所扩大。商品消费稳步复苏，餐饮消费受局部地区零星疫情影响不及市场预期。一季度全国居民人均可支配收入 9,730 元，两年平均增长 7.0%，城镇调查失业率稳步回落至 5 月的 5.0%。收入的稳定恢复与就业形势好转对居民消费支出起到支撑作用，但居民高杠杆率则限制商品消费增速上升的空间。总体而言，区域疫情零星爆发以及居民杠杆较高使消费修复缓慢。贸易方面，出口增速略低于市场预期，进口增速有所提升，贸易差额仍扩大，5 月单月贸易逆差 455 亿美元。出口方面，在美国、欧盟等国家在经济从疫情中复苏的背景下，外需回升，中国产能替代海外产能支撑出口景气度。高技术产品，防疫物资和家具、玩具等传统产品为 2021 年上半年出口增速形成拉动作用，但防疫物资出口增速有高位回落的趋势。进口高增速主要是由大宗商品价格上涨所致。

固定资产投资（不含农户）年初至今维持稳步增长，1-5 月累计两年平均增长 4.2%。制造业投资增速相对较低，年初至今增速呈现边际回升，1-5 月累计投资两年平均增长 0.6%，主要是由高技术制造业拉动，而传统制造业投资增长不及市场预期。房地产投资仍有韧性，1-5 月累计投资两年平均增长 8.6%，但在“房住不炒”的总基调下，房企融资“三条红线”和“房地产贷款集中度管理”政策约束房地产投资，房企施工竣工速度加快。受集中供地政策出台影响，土地成交量有所下滑。基建投资增速边际回落，1-5 月累计投资两年平均增长 2.6%，主要是 2021 年专项债发行节奏放缓，财政资金基建领域支持不及市场预期。

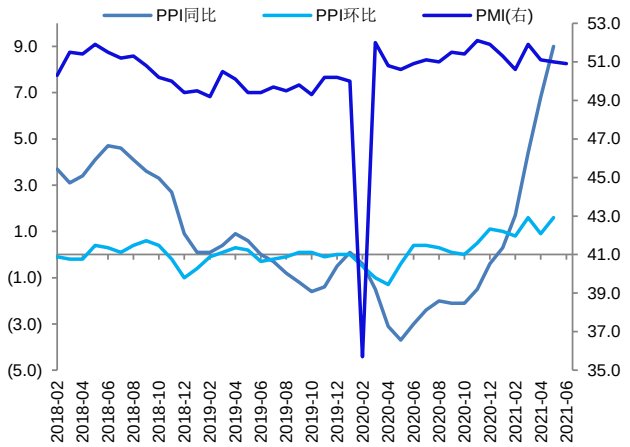
上半年社会融资规模增量走弱，人民币贷款结构良好。1-5 月新增社会融资规模累计 14.05 万亿元人民币，较 2020 年同期少增 3.35 万亿元，新增社会融资规模走弱，主要是资管新规制约非标融资，城投债缩量导致企业债券融资减少。1-5 月，新增人民币贷款 10.62 万亿元，比 2020 年同期多增 0.20 万亿元，人民币贷款结构良好，主要是实体经济融资需求强劲，企业中长贷表现良好；消费复苏、购房需求上升带动上半年居民贷款。年初至今 M1、M2 同比增速持续滑落，主要受高基数以及当月财政支出力度影响。央行货币政策委员会在 6 月 28 日召开第二季度例会，会议强调国内、外环境复杂严峻，要求防范外部冲击，维持经济整体平稳。

中国 GDP 与三大产业季度同比增速（%）



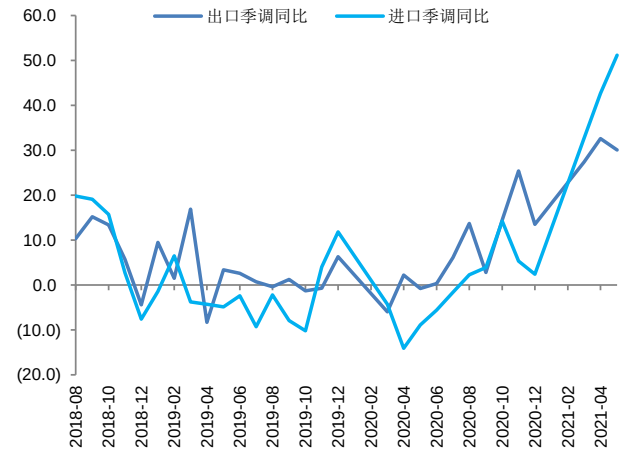
资料来源：国家统计局，国泰君安国际。

中国官方制造业 PMI 和 PPI（%）



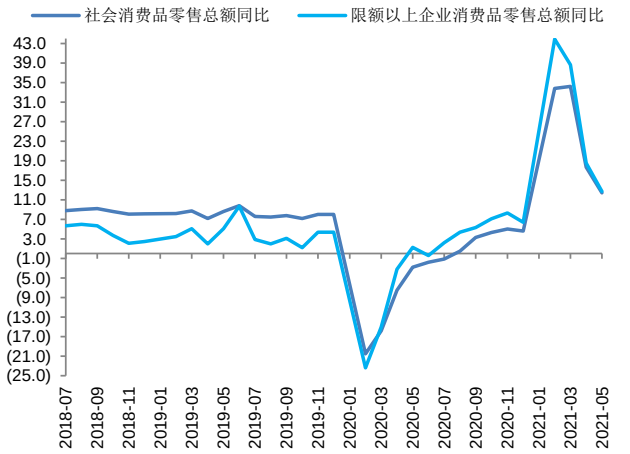
资料来源：国家统计局，国泰君安国际。

中国进出口同比增速（%）



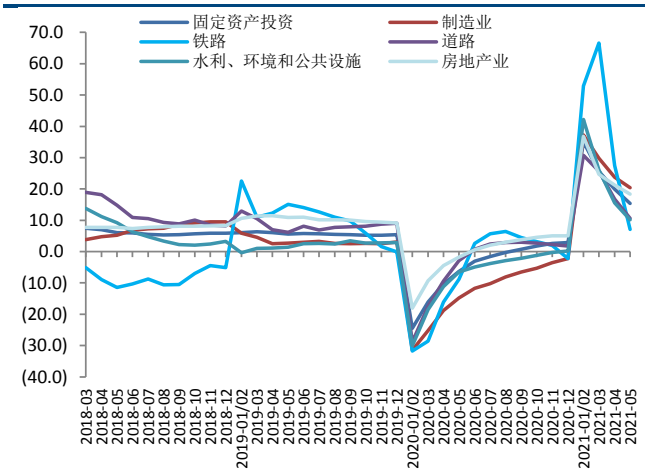
资料来源：中国海关总署，国泰君安国际。
注：图中1-2月没有数据。

中国消费表现（%）



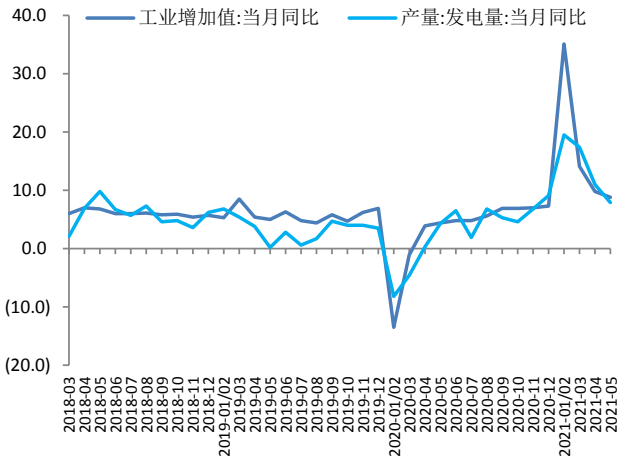
资料来源：国家统计局，国泰君安国际。
注：图中 2 月数值为 1-2 月的累计值。

中国固定资产投资累计同比增速（%）



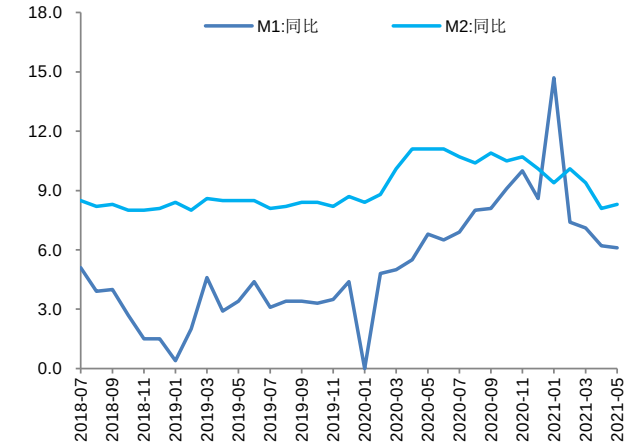
资料来源：国家统计局，国泰君安国际。
注：图中2月数值为1-2月的累计值。

中国工业表现（%）



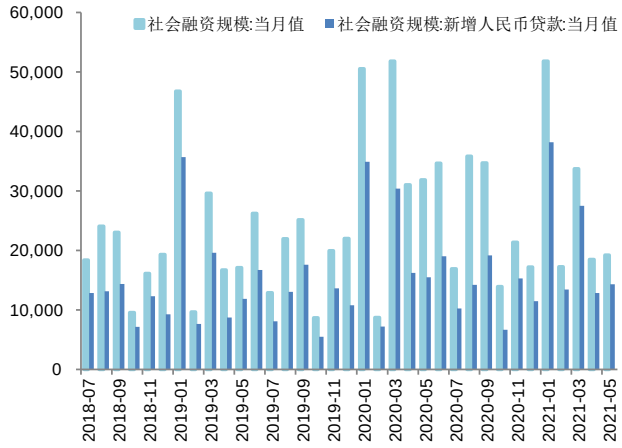
资料来源：国家统计局，国泰君安国际。
注：图中 2 月数值为 1-2 月的累计值。

中国货币供应增长（%）



资料来源：中国人民银行，国泰君安国际。

中国信贷投放（亿元人民币）



资料来源：中国人民银行，国泰君安国际。

2021 年上半年中国主要宏观经济数据同比增速(%)

指标/期间	Jan-21	Feb-21	Mar-21	Apr-21	May-21	Jun-21	Jan-May 2021/ Jan-Jun 2021
官方 PMI	51.3	50.6	51.9	51.1	51.0	50.9	n.a.
CPI	(0.3)	(0.2)	0.4	0.9	1.3	n.a.	0.4
PPI	0.3	1.7	4.4	6.8	9.0	n.a.	4.4
名义社会消费品零售总额	33.8		34.2	17.7	12.4	n.a.	25.7
固定资产投资累计	35.0		25.6	19.9	15.4	n.a.	15.4
房地产开发投资累计	38.3		25.6	21.6	18.3	n.a.	18.3
房屋施工面积累计	11.0		11.2	10.5	10.1	n.a.	10.1
房屋新开工面积累计	64.3		28.2	12.8	6.9	n.a.	6.9
工业增加值	35.1		14.1	9.8	8.8	n.a.	17.8
出口，美元值	24.7	154.8	30.6	32.3	27.9	n.a.	40.2
进口，美元值	27.3	17.6	38.2	43.1	51.1	n.a.	35.6
出口 SA，美元值	n.a.	n.a.	27.4	32.6	30.1	n.a.	n.a.
进口 SA，美元值	n.a.	n.a.	32.7	42.7	51.2	n.a.	n.a.
发电量	19.5		17.4	11.0	7.9	n.a.	14.9
新增人民币贷款（亿元）	38,182	13,413	27,511	12,840	14,294	n.a.	106,240
新增人民币贷款 (yoy,%)	9.3	86.2	(9.5)	(20.9)	(7.8)	n.a.	1.9
M1	14.7	7.4	7.1	6.2	6.1	n.a.	n.a.
M2	9.4	10.1	9.4	8.1	8.3	n.a.	n.a.
社会融资规模增量（亿元）	51,838	17,239	33,709	18,502	19,205	n.a.	140,493
社会融资规模增量 (yoy,%)	2.6	97.3	(35.0)	(40.4)	(39.7)	n.a.	(19.3)
GDP 单季度 (yoy)			18.3				n.a.

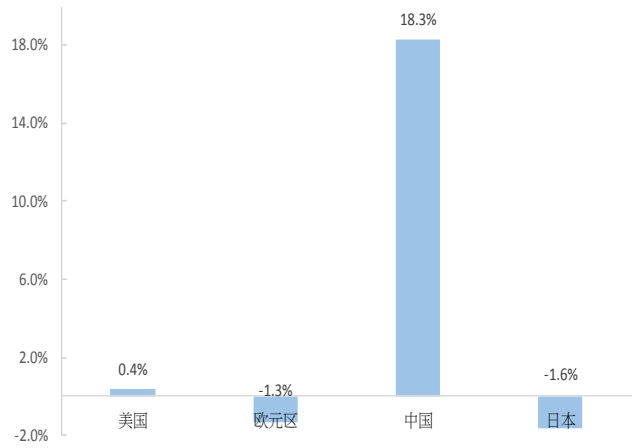
资料来源:国家统计局、中国海关、国家能源局、中国人民人银、国泰君安国际。
注 1:社零、固定资产投资、房地产投资、工业增加值、发电量的 2 月份数字为 1-2 月累计值。

2.2 疫苗对全球经济复苏逐渐显现成效

全球经济随着疫苗接种率的提高稳步复苏。2021 年初多款新冠疫苗投入应用，美国、中国、英国、欧盟、以色列等多个国家开启接种计划。一季度由于疫苗接种率较低，海外国家疫情仍然处于扩散状态，欧洲、日本受影响较为显著。中国受益于有效的防疫措施，经济复苏较快，一季度 GDP 同比增 18.3%。进入二季度，欧洲、美国疫苗接种率不断提升，疫情得到了有效控制，同时积极的货币政策和财政政策逐步起效，欧美居民消费需求提升显著，带动全球经济复苏。而大部分发展中国家疫苗接种率普遍较低，经济仍然受到显著影响。中国受益于发达国家需

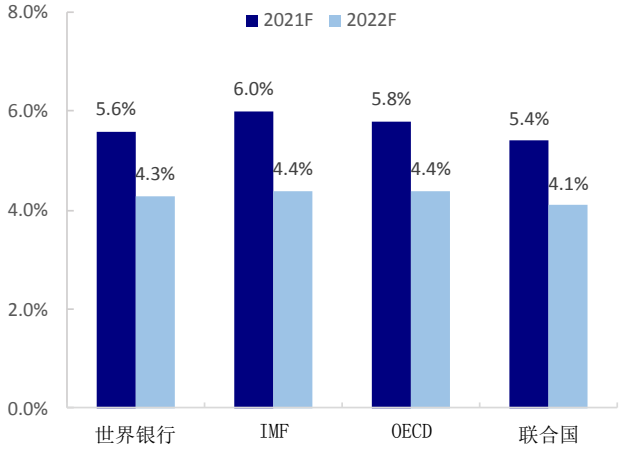
求复苏和发展中国家供给受困的不平衡，进出口总额连续保持双位数增长。尽管近期全球多种传染力更强的变种病毒出现扩散，对各国控制疫情的成果形成了挑战，但目前并未有充分研究显示变种病毒会突破现有疫苗的保护。因此未来全球经济仍然会随着疫苗接种的普及而继续复苏。然而在大部分发展中国家短期疫苗接种率较难提高的情况下，疫情对全球供应链的扰动仍将持续。世界银行、IMF、OECD、联合国等多个世界组织最新发布的经济展望预测对 2021 年全球经济保持乐观，但预计 2022 年全球经济增速将有所回落。综合各个组织的预测，2021 年和 2022 年世界 GDP 增速将分别介乎 5.4%--6.0%及 4.1%-4.4%之间。

全球主要经济体 2021 年第一季度 GDP 增速同比



资料来源：各国统计机构、国泰君安国际。

世界 GDP 年增长预测

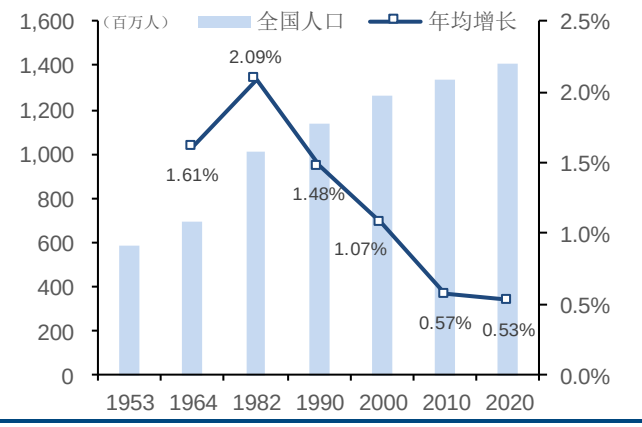


资料来源：国泰君安国际根据各机构最新报告整理。

2.3 人口保持低速增长

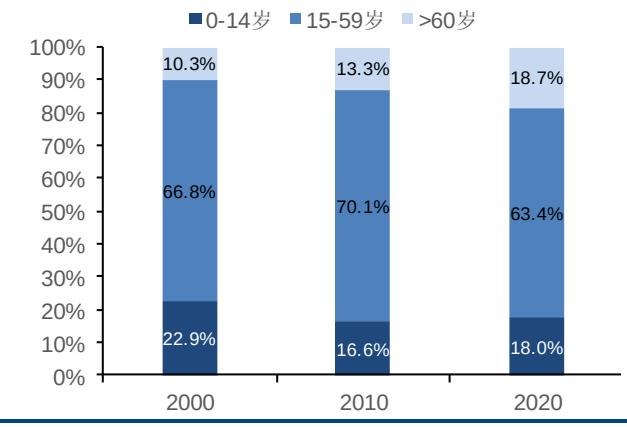
全国人口达到 14.1 亿人，10 年间的平均年化增长率为 0.53%。根据第七次人口普查，全国人口在 2020 年 11 月达到 141,178 万人，与 2010 年的第六次全国人口普查相比增长 5.38%。2010 年到 2020 年间的平均年化增长率为 0.53%，比 2000 年到 2010 年间的平均年化增长率下降 0.04 个百分点，这表明中国人口 10 年来继续保持低速增长的态势，人口高速甚至于超高速增长的时期已渐行渐远，人口惯性增长阶段正渐趋尾声，人口零增长乃至负增长的时代则渐行渐近。2020 年的新生人口为 1,200 万，生育率为 1.3，育龄妇女的生育意愿 1.8。较低的生育率主要是因为育龄妇女的减少和生活、工作及新冠肺炎疫情导致的生育意愿不强。5 月 31 日的《关于优化生育政策促进人口长期均衡发展的决定》，作出了“实施一对夫妻可以生育三个子女政策及配套支持措施”的重要战略部署。这是继单独两孩和全面两孩政策后，这是中国在生育政策又一次重大调整。虽然政策层面已经放开三孩的限制，但是参考“全面二孩”政策的经验，在放开生育政策的同时，也应制定一系列的配套政策降低生育和养育成本，刺激年轻夫妇的生育意愿。

历次人口普查结果及年均增长



资料来源：国家统计局。

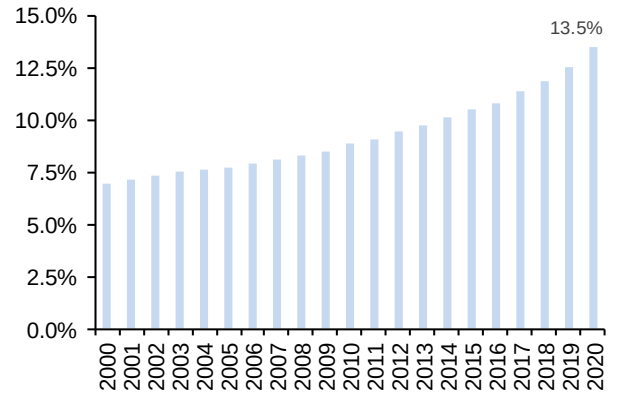
历年人口普查人口年龄分布



资料来源：国家统计局。

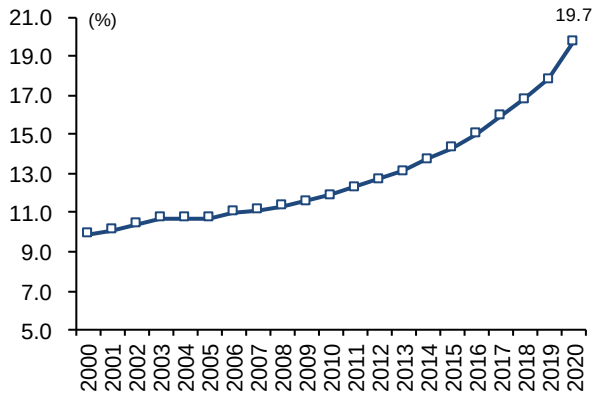
中国 65 岁以上的人口占比对比 2010 年提升 4.6 个百分点至 13.5%，人口老龄化程度进一步加深。第七次人口普查的数据显示，60 岁及以上人口的比重从 2000 年的 10.3%增加至 2010 年的 13.3%，该比重在 2020 年进一步增加至 18.7%。其中，65 岁以上人口的比重也从 2000 年的 6.96%增至 2010 年的 8.87%，并在 2020 年增至 13.50%。60 岁以上人口，特别是 65 岁以上人口占总人口比重的增加表明中国的人口老龄化程度进一步加深。通常而言，一个国家 60 岁以上人口占全部人口的比重超过 10%，这个国家进入到老龄化社会，10%到 20%之间属于轻度老龄化，20%到 30%之间为中度老龄化，超过 30%是重度老龄化。因此，中国目前仍然处于轻度老龄化的状态。但是，相关预测指出“十四五”时期中国 60 周岁及以上人口将突破 3 亿，从轻度老龄化迈入中度老龄化阶段。人口老龄化所带来的问题仍然是人口抚养比的上升和劳动年龄人口的减少。近 20 年来，中国的老年人口抚养比从 2000 年的 9.9%上升到 2020 年的 19.7%。伴随着出生率的下滑以及老年人口占比的不断增加，我们预计老年人口抚养比将会进一步上升。

中国 65 周岁及以上人口占比



资料来源：国家统计局。

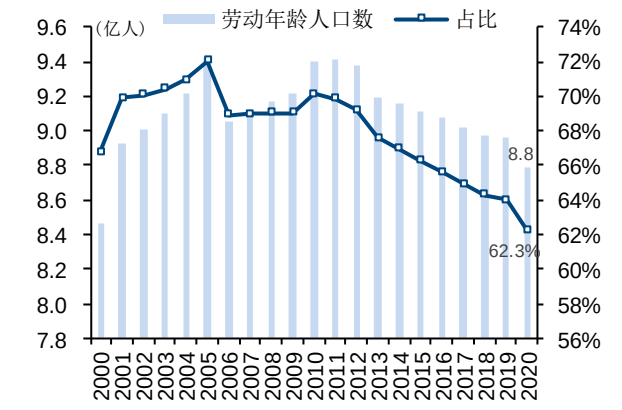
中国老年抚养比



资料来源：国家统计局。

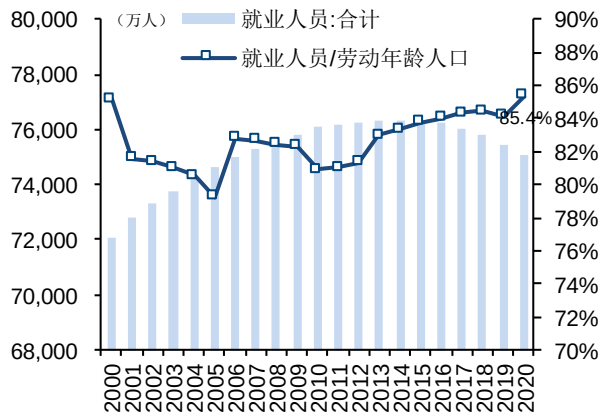
劳动年龄人口为 8.8 亿人，人口红利转向人才红利。第七次人口普查数据显示，中国 16 岁至 59 岁劳动年龄人口为 8.8 亿人，占总人口的 62.3%。与第六次人口普查相比，劳动年龄人口的总量和占比都出现了下滑。虽然总量出现了下滑，但是中国的劳动年龄人口总量仍然是全球第一，劳动力资源依然丰富，人口红利依然存在。专家预计，未来中国劳动年龄人口总量和比例仍将继续降低，但劳动力的供给优势还在。预计到 2050 年，国内劳动年龄人口仍有望保持相对较大的规模，在全球继续位居前列。另外，本次普查也显示出人口素质显著提高。2020 年 15 岁及以上人口的平均受教育年限为 9.91 年，比 2010 年提高 0.83 年。其中，16-59 岁劳动年龄人口平均受教育年限达到了 10.75 年，比 2010 年的 9.67 年提高了 1.08 年。同时，劳动年龄人口中，高中及以上受教育程度的人口达到 3.85 亿人，占比为 43.79%，比 2010 年提高了 12.8 个百分点。大专及以上受教育程度的人口占比达到 23.61%，也比 2010 年提高了 11.27 个百分点。

中国 16-59 周岁劳动年龄人口数量及占比



资料来源：国家统计局。

中国就业人口数量及占比

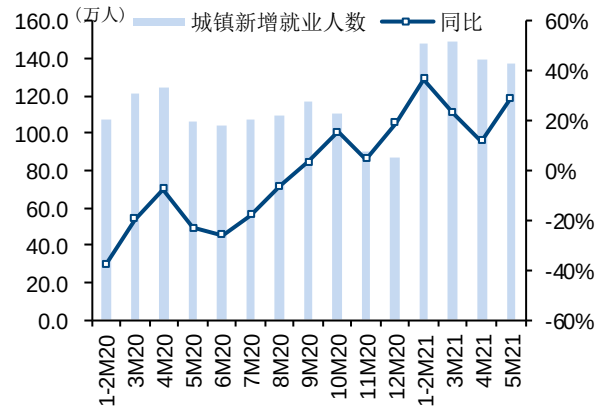


资料来源：国家统计局。

就业情况继续改善，失业率恢复疫情前水平，但是压力仍然存在。随着经济的稳定恢复，每月新增就业人数逐步也在 2020 年 9 月后逐步恢复正增长， 2021 年 5 月的单月新增就业人数同比增长 29.2%。1-5 月份，全国城镇新

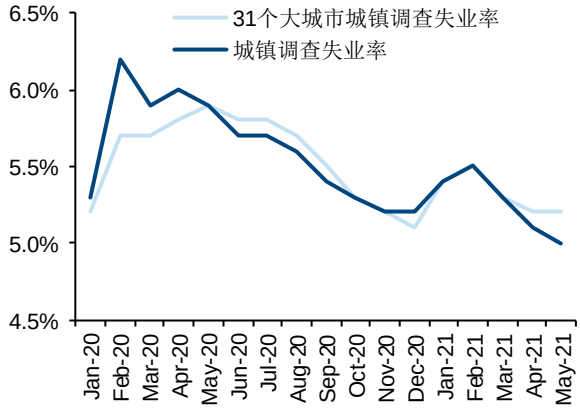
增就业 574 万人，完成全年目标的 52.2%。此外，城镇调查失业率也从疫情期间 6.0%的高位下降至 2021 年 5 月的 5.0%，基本恢复到疫情前的水平。就业的改善主要是因为经济恢复所带来的用工需求增加、服务业加快恢复利于就业的增加以及就业优先政策稳定了就业形势。虽然就业形势总体上是改善的，但就业情况确实还是有压力。今年城镇新增劳动力大概有 1,400 多万，其中大学毕业生达到 909 万，总量压力还是存在的。同时，在结构方面，大学生就业难和企业招工难并存。此外，部分接触型的服务业恢复还比较慢，可能对就业也带来了一些不利的影响。

中国城镇新增就业人数及增长



资料来源：国家统计局。

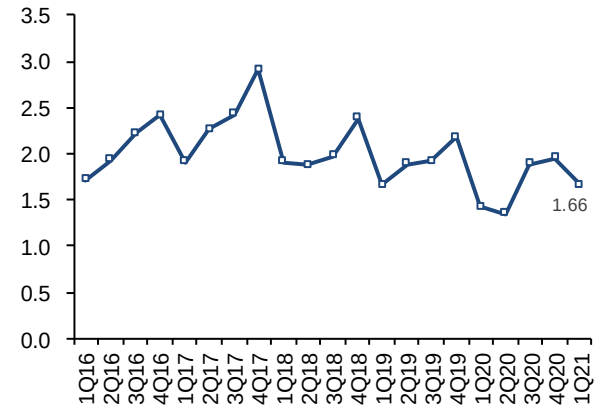
中国城镇调查失业率



资料来源：国家统计局。

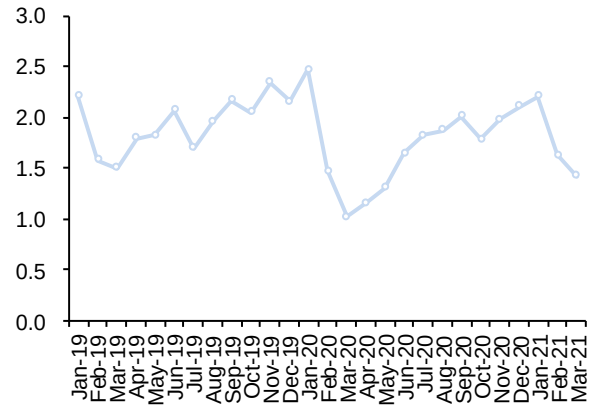
2021 年一季度中国就业市场景气指数企稳，连续三个季度录得回升。根据《中国就业市场景气报告》，2021 年一季度的 CIER（中国就业市场景气）指数受季节性因素影响从上季度的 1.95 下降至 1.66。但是，CIER 基本企稳。受益于基本稳定的国内疫情形势，经济逐步恢复，招聘需求人数较去年同期增加 16.38%，求职申请人数也较去年同期增加 0.08%，所以 CIER 指数高于 2020 年第一季度的 1.43。分行业看，中介服务行业景气度仍处于榜首，教育/培训/院校、专业服务/咨询和娱乐/体育/休闲等行业的 CIER 指数也仍相对较高。分职业看，技工/操作工职业的景气指数仍最高，教育/培训、影视/媒体/出版/印刷和烹饪/料理/食品研发等职业的 CIER 指数也较高。分区域和城市来看，东部、中部、西部和东北地区指数依次呈递减趋势。长三角和珠三角地区的二线和三线城市景气指数仍相对较高，而一线和新一线城市，以及东北地区二线城市等就业竞争仍较为激烈。

中国就业市场景气指数（季度）



资料来源：中国就业研究所。

中国就业市场景气指数（月度）



资料来源：中国就业研究所。

2.4 全年固定资产投资增速料将回升

2021 年 1-5 月全国固定资产投资同比增 15.4%，较预期低 1.6 个百分点。据国家统计局的数据显示，2021 年 1-5 月全国固定资产投资额(不含农户)为 193,917 亿元(人民币,下同)，同比增 15.4%，较预期低 1.6 个百分点，与 2019 年 1-5 月相比年化平均增速为 4.2%。此外，1-5 月民间固定资产投资增速为 18.1%，较 1-4 月 21.0%的增幅收窄 2.9 个百分点，符合预期。分行业看，1-5 月制造业投资增速为 20.4%，较 1-4 月 23.8%的增幅收窄 3.4 个百分点；房地产开发投资增速为 18.3%，较 1-4 月 21.6%的增幅收窄 3.3 个百分点；基建投资(不含电力、热力、燃气及水

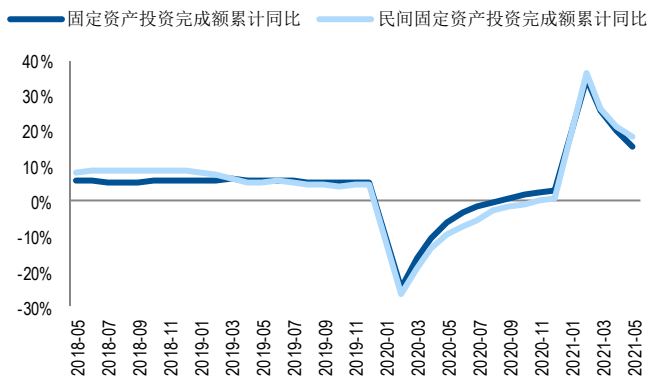
生产和供应业)的增速为 11.8%，较 1-4 月 18.4%的增幅收窄 6.6 个百分点。基建投资细分行业中，1-5 月水利、环境和公共设施管理业投资增速为 10.2%，较 1-4 月 15.6%的增幅收窄 5.4 个百分点；交通运输、仓储和邮政业投资增速为 12.1%，较 1-4 月 19.8%的增幅收窄 7.7 个百分点。数据显示除了制造业及房地产投资增速反弹力度较大外，其他项目投资增速回升力度减弱。

我们预计 2021 年制造业投资增速可反弹至 3%。据国家统计局的数据显示，2021 年 1-5 月民间投资增速为 18.1%，增幅较 1-4 月的 21.0%收窄 2.9 个百分点。在各行业中，制造业占整体民间投资额的比例较高。1-5 月制造业投资增速为 20.4%，增幅高于整体民间投资 2.3 个百分点。这与去年同期-14.8%的同比跌幅及较同期民间投资增速低 5.2 个百分点的情况截然不同，反映制造业投资实实在在的强劲复苏。制造业投资主要受库存周期、进出口贸易增速，以及工业产能利用率等因素影响。我们观察到工业企业产成品存货的同比增速于 2019 年 11 月达到 0.3%后逐步回升，即使在 2020 年第 1 季度疫情最严重时期增速仍然为正。反映三年一次的库存周期低点已经出现 (对上一个低点为 2016 年 6 月的-1.9%)。由于制造业投资短周期与工业成品库存周期高度同步(一般相差仅 2 至 3 个月)，我们原预计 2020 年的制造业投资应将回升。但受新冠疫情影响，2020 年第 1 季度工业产能利用率仅为 67.3%，远低于 2019 年同期的 75.9%，部份缓解了产能的压力；然而，随着疫情影响减退，工业产能利用率从 2020 年第 1 季度的低点回升至 2020 年第 4 季度的 78.0%，为 2017 年第 4 季度以来的最高位。即使 2021 年第 1 季度轻微回落至 77.2%，仍然维持较高水平，反映新增产能的需求压力仍较大。另一方面，2021 年 1-5 月进出口贸易同比增速达到 38.1%，远高于去年同期的-8.2%，即使考虑到去年同期疫情影响，这样的增速水平仍是非常高的，反映中国作为世界最早从疫情回复的主要工业及贸易国，吸收了部份东南亚及印度原来的制造业订单，甚至吸引了部份制造业产能的回流。我们认为这些因素均对制造业投资构成强力的支持，预计 2021 年制造业投资增速将可反弹至 3%。

我们预计 2021 年房地产投资增速可达 6%。据国家统计局的数据显示，2021 年 1-5 月全国房地产开发投资达 54,318 亿元，同比增 18.3%，增幅较 1-4 月的 21.6%收窄 3.3 个百分点。在供给端方面，1-5 月房地产开发企业房屋施工面积 839,962 万平方米，同比增 10.1%，增速比 1-4 月回落 0.2 个百分点；房屋新开工面积则为 74,349 万平方米，同比增 6.9%，增幅比 1-4 月收窄 5.9 个百分点。在需求端方面，1-5 月全国商品房销售额及销售面积增速分别为 52.4%及 36.3%，增幅比 1-4 月份分别收窄 15.8 及 11.8 个百分点，增幅虽然收窄，但整体需求仍相当强劲。此外，1-5 月全国房地产开发企业到位资金同比增 29.9%，增幅比 1-4 月收窄 5.3 个百分点；5 月份房地产开发景气指数则为 101.17，同比提高 1.71 点，环比下跌 0.11 点，虽然较 2 月时的高位回落 0.25 点，但高于去年任何一个月。作为综合反映全国房价的重要指标，5 月份 70 大中城市新建商品住宅销售价格指数按年升 4.5%，虽低于 4 月时的 4.8%升幅，但自 2021 年以来一直维持正数，其中新房价格环比上涨城市达 62 个，二手房价格环比上涨城市 50 个，均高于去年同期，反映楼市持续回暖。虽然 2021 年政府工作报告重申“房住不炒”的地位，但在经济稳步回升，人民币长期升值预期导致外资流入及“三孩政策”增加房屋置换需求等有利因素的支持下，2021 年房地产投资维持较快增长应是大概率的事件。我们预计即使在 2020 年房地产投资增速略超预期的情况下，2021 年的投资仍将维持较快增长，预计可达 6%。

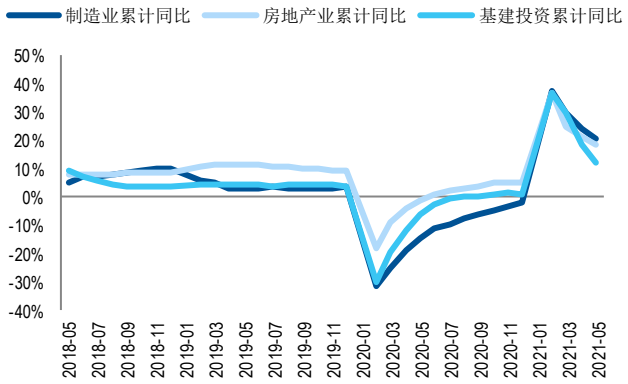
我们预计 2021 年基建投资增速预测至少达 2.5%。据国家统计局的数据，2021 年 1-5 月基建投资(不含电力、热力、燃气及水生产和供应业)增速为 11.8%，降幅较 1-4 月的 18.4%收窄 6.6 个百分点。国务院总理李克强于 2021 年政府工作报告提到今年中央预算投资规模为 6,100 亿元，仅比去年增加 100 亿元；地方政府专项债额度甚至减少 1,000 亿元至 3.65 万亿元，并且将不会像去年一样向铁路基金注资 1,000 亿元。我们认为这反映支持基建投资的政策力度将低于去年，虽然与 2019 年同期相比 2021 年 1-5 月基建投资实际两年的平均增速为 2.6%，与 1-4 月时的增速相比提高 0.2 个百分点，增长动力略有增强，但改善并不显著，预计 2021 年基建投资显著增加的空间较为有限。然而，2021 年 1-5 月财政收入同比增速达 24.2%，较去年同期的-13.6%同比增速有极大改善；1-5 月国有土地使用权出让收入同比增速更达到 23.9%。作为政府性基金预算收入的最重要组成部份(占比超过 70%)，以及基建投资的重要资金来源，卖地收入的强劲复苏意味着今年基建投资的到位资金将有一定保障。因此，我们认为专项债发行额减少对基建投资的负面影响将在财政收入及政府性基金预算收入的增加中获得弥补，我们认为今年基建投资仍将有足够的资金支撑温和增长。从微观角度看， 2020 年大部份投资项目受疫情影响均于下半年才大规模动工，这些项目的密集施工期顺延到 2021 年，因此 2021 年基建投资规模整体应高于 2020 年。虽然 2020 年下半年基建投资额基数较高，但我们认为前述项有利因素将促使 2021 年下半年基建投资额至少与去年同期持平，对应全年基建投资增速为 2.9%。即使以较保守估计，我们认为 2021 年基建投资增速至少可达 2.5%。

固定资产及民间固定资产投资



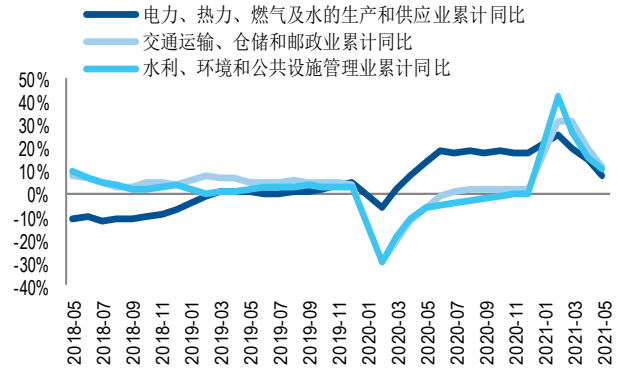
资料来源：国家统计局。

基建、制造业及房地产固定资产投资增速



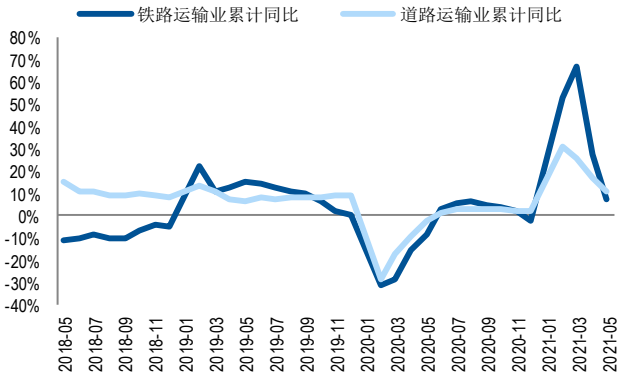
资料来源：国家统计局。

基建分部固定资产投资增速



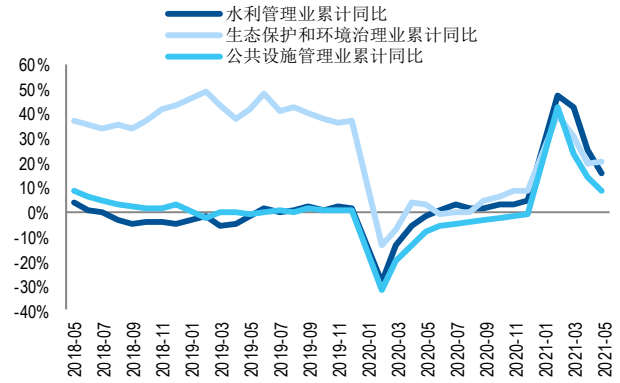
资料来源：国家统计局。

铁路及道路运输固定资产投资增速



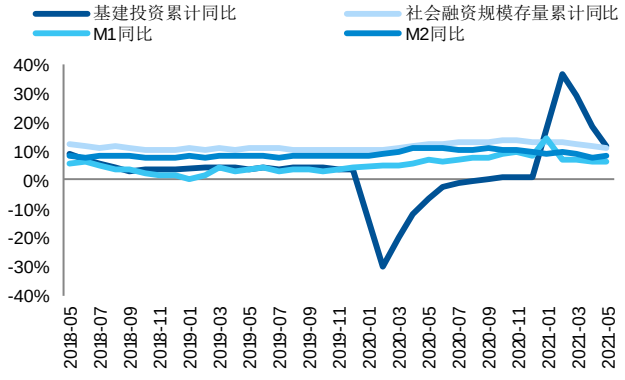
资料来源：国家统计局。

水利、环境和公共设施管理固定资产投资增速



资料来源：国家统计局。

基建投资与货币及社融增速对比



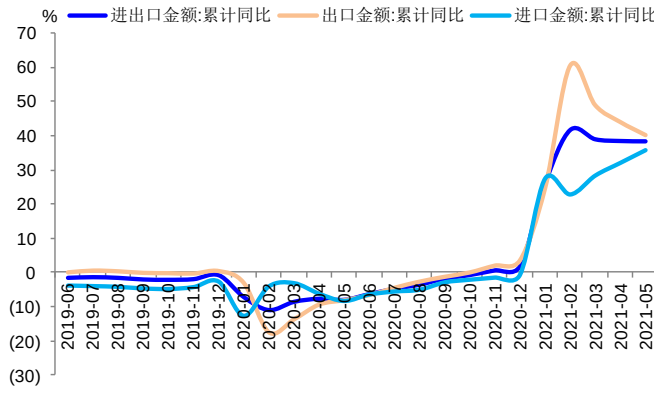
资料来源：国家统计局、中国人民银行。

我们预计 2021 年全国固定资产投资增速可达 4.7%。我们认为 2021 年制造业投资在库存周期见底，及经济转型导致高端装备资本开支大增等有利因素推动下将回复增长，预计全年增速可反弹至 3%。此外，我们认为 2021 年房地产市场供需仍相对健康，加上首 5 个月房地产投资数据相对强劲，预计全年投资增速可达到 6%。最后，虽然 2021 年经济维稳压力低于去年，导致支持基建投资的政策力度弱于去年。但考虑到去年大量新开工的基建项目今年将进密集施工期，加上 2021 年作为“十四五”的开局之年，根据过往经验基建投资将稳中有增，我们认为全年基建投资仍至少达 2.5%。假设其他投资项目的增速能同比持平于 7%，我们预计 2021 年全国固定资产投资增速可达 4.7%。

2.5 出口预期前高后低，进口受价格因素拉动

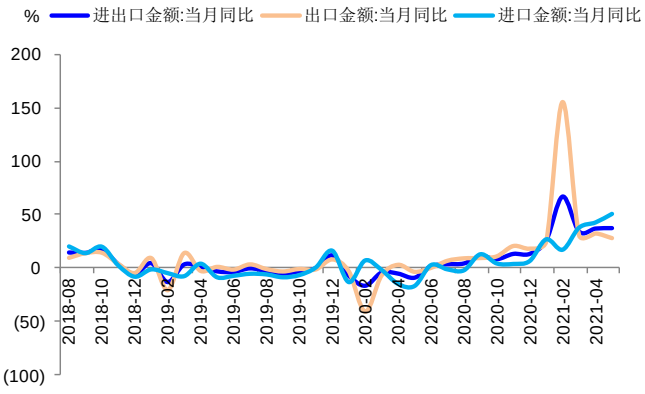
总体上国内进出口保持较快增长节奏。2021 年 1-5 月，中国进出口共计 22,717.5 亿美元，实现 38.1%的同比上升。其中累计出口同比增长 40.2%达 12,376.0 亿美元；累计进口同比增长 35.7%达 10,341.5 亿美元。总体增速保持较快，我们认为这主要受益于疫情下海外对中国物资需求、出口替代作用以及后疫情时期海外经济体消费需求的拉动。主要体现在疫情期间海外对中国防疫用品，居家办公用品的强劲需求；2021 年主要经济体 PMI 表现向好支撑各品类出口景气度；中国制造替代下中国外贸占比世界贸易的提升。2021 年 5 月，中国进出口同比上升 37.4%至 4,823.1 亿美元，其中出口同比上升 27.9%至 2,639.2 亿美元，进口同比上升 51.1%至 2,183.8 亿美元，基本符合预期。总体上看，受益于疫情下中国供应链的稳定以及整体经济的稳定，短期内进出口动能仍存,预计将利于中国进出口增长。

中国累计进出口额同比（按美元计）



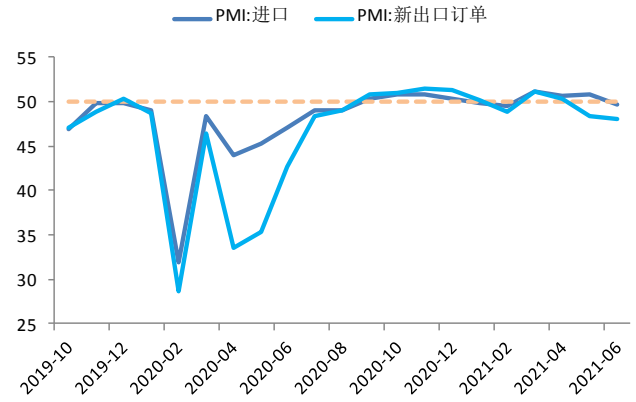
资料来源：中国海关总署。

中国月度进出口额同比（按美元计）



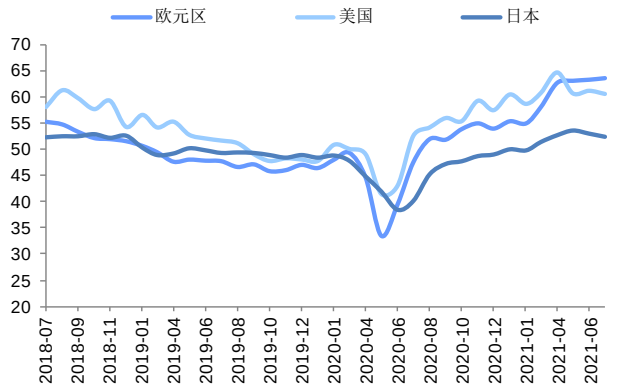
资料来源：中国海关总署。

中国制造业 PMI 新出口订单与 PMI 进口指数



资料来源：国家统计局。

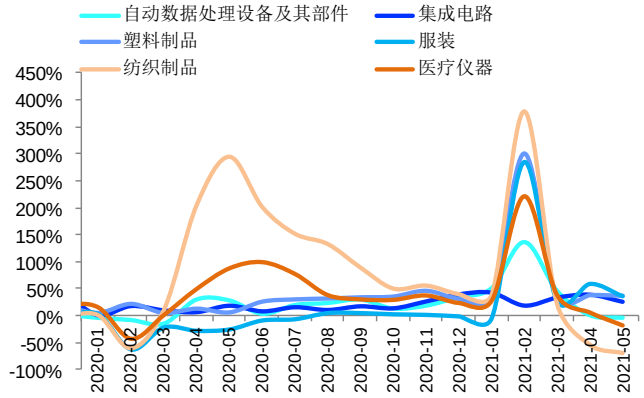
美国、欧元区制造业 PMI



资料来源： Markit，美国供应管理协会。

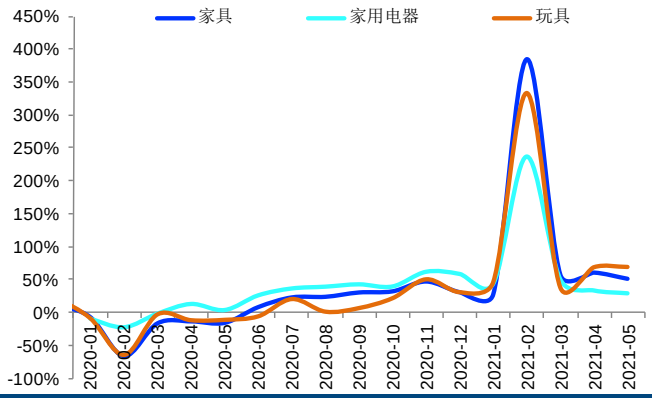
随海外需求在疫情下发展，我国出口增长结构略有调整。大类上看，机电商品仍是我国主要出口拉动因素，2021 年 1-5 月累计同比上升 42.2%，5 月同比上升 27.0%。细分品类上看，随着低基数效应的消失和海外产能的恢复，防疫物质同比增长在近月录得显著回落。5 月纺织制品和医疗仪器出口分别下降 68.7%和 17.3%。具有耐用品属性以及满足疫情早期居家办公需求的自动数据处理设备及其部件在 5 月同比下降 3.9%。另外，家具、家居用品以及玩具品类保持较快增长，5 月家具、家用电器以及玩具出口分别同比上升 51.3%、29.3%和 69.7%。受疫情后期主要贸易伙伴消费增加以及东南亚疫情下中国的替代作用所影响，服装出口出现恢复式上升，在 5 月同比上升 35.2%。集成电路出口在 5 月仍保持稳健出口，同比增 25.8%。总体上看，我国出口增长结构在 4-5 月由于基数效应以及海外疫情和消费需求出现一定调整，但整体上增长仍保持比较强劲。

部分出口货品出口额当月同比（按美元计）



资料来源：中国海关总署。

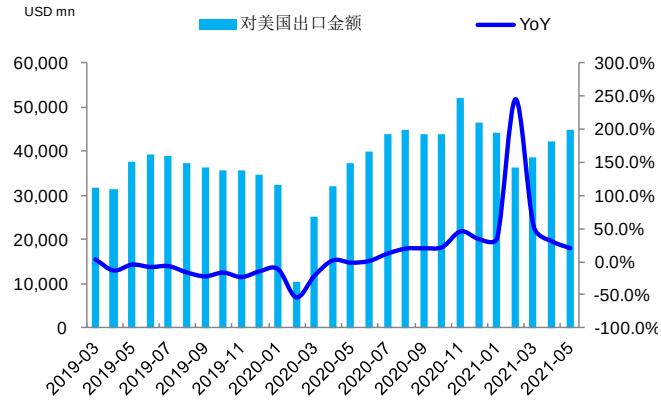
部分出口货品出口额当月同比（按美元计）



资料来源：中国海关总署。

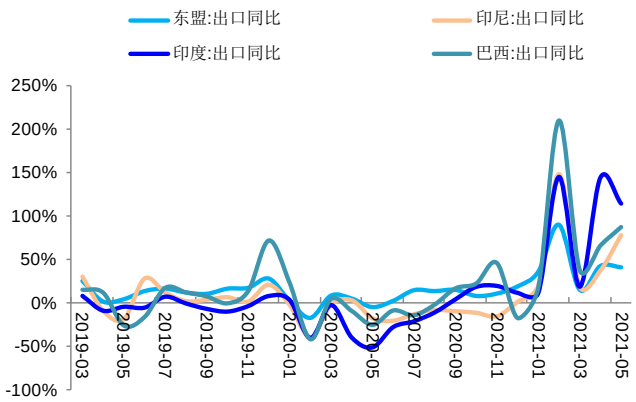
欧美日制造业维持景气以及新兴经济体疫情好转拉动中国外贸增长。从 PMI 指数上看，美国、欧盟以及日本在 6 月保持高位，分别录得 62.1、63.4 以及 52.4,展现出良好的疫情恢复趋势。5 月中国对美国和欧盟出口分别实现 20.6%和 12.6%的较快同比增长。从出口地区上看，我们观察到 5 月我国对东盟、巴西、印尼以及印度等新兴经济体出口有边际上升趋势，分别实现 40.6%、87.1%、78.0%以及 114.1%的同比上升。除了低基数的原因外，我们认为和 2020 年疫情时期相比，新兴经济体的生产能力正逐步恢复，后续全球产业链的恢复将有望带动加工贸易的进一步增长。另一方面，由于经济发展的稳定，农产品、消费品以及原材料内需均保持稳定，中国对各地区进口保持较高同比增长。从总体占比上看，截止 2021 年 5 月，东盟仍为我国第一大外贸伙伴，后续区域全面经济伙伴关系协定（RCEP）的执行预计将使得贸易关系进一步巩固。从出口上看，在连续地快速增长下，中国 2021 年 1-5 月对美国出口实现 2,060.5 亿美元，占比总出口 16.6%，为中国第一大出口贸易伙伴。

中国对美国月出口额及同比



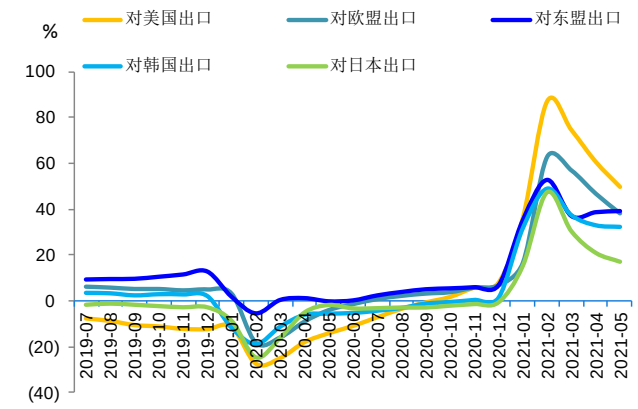
资料来源：中国海关总署。

中国对部分新型经济体月同比增长



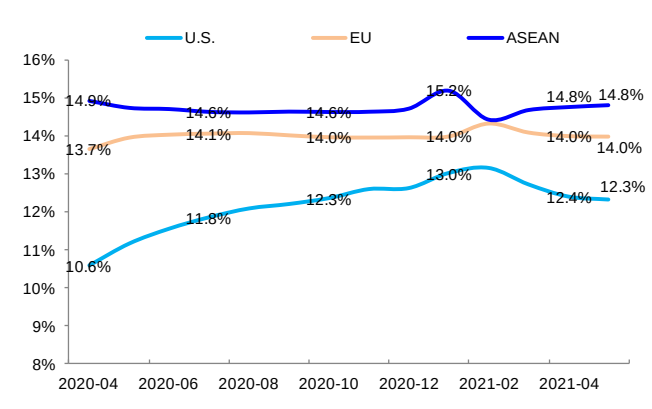
资料来源：中国海关总署。

中国对主要贸易伙伴出口额累计同比（按美元计）



资料来源：中国海关总署。

中国对美国、欧盟、东盟外贸额累计占比（按美元计）

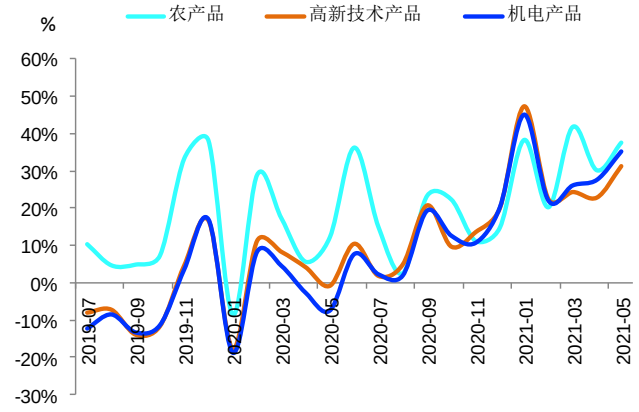


资料来源：中国海关总署。

海外消费恢复的补存库需求预计将继续为中国出口提供动力，但低基数效应走弱后全年出口前高后低。由于现时海外疫情反复，防疫物资出口的绝对水平仍维持，低基数效应消失后同比有望持平；疫情下居家办公需求导致的自动数据处理设备和体育用具等耐用品出口，预计将在 2021 年下半年出现比较明显的边际同比下滑。中国 5 月和 6 月新出口 PMI 跌至荣枯线下可能与出口增速放缓相对应。因此，我们认为疫情的缓解可能减弱部分商品消费对服务消费的替代作用，疫情在主要经济体的长时间持续将不利于中国出口的提升。从近月主要经济体疫情后期消费恢复的情况上看，我们认为其零售补库存阶段有望持续，而这将带动中国出口上升。短期上，东南亚疫情预计将造成中国替代作用暂时性上升，这将维持 2021 年下半年出口动力，并可能与海外需求恢复产生共振。总体上，我们认为前期疫情拉动出口品类后续边际增速将走弱，但全球疫情受控、财政刺激消费预期以及短期内中国制造的替代作用将继续支撑中国出口增长，全年出口预计维持高双位数的同比增长。

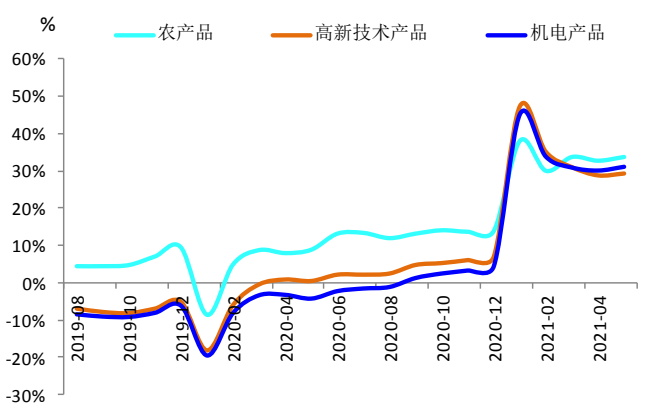
大宗材料和能源价格因素为进口主要拉动因素，电子品类进口持续亮眼表现。大宗商品进口主要由价格拉动。从数量上看，铁矿砂和原油进口 2021 年 1-5 月分别同比上升 6.0%和 2.3%；5 月分别同比上升 3.3%和下降 14.6%。由价格带动，铁矿砂和原油进口为中国进口额主要拉动因素，其 5 月同比增幅分别在 101.1%和 99.6%，对中国进口同比拉动均在 5 个百分点以上。另外，其他品类上，由于中国经济的逐步恢复，农产品、机电产品和高新技术产品 1-5 月分别同比增长 33.8%、31.1%和 29.3%；5 月分别同比增长 37.4%、35.2%和 31.3%。电子品类上集成电路进口保持稳健，5 月同比上升 25.2%，拉动当月进口增长 4.6 个百分点。鉴于疫情受控下经济的平稳运行，中国 1-6 月 PMI 均保持在荣枯线以上，6 月制造业 PMI 为 50.9，我们预计 2021 年中国内需将维持稳健。固定资产投资和基建预计维持稳健增长。原油价格预期以及全球“缺芯”下集成电路的涨价预期也有望对中国 2021 年下半年进口形成支撑。我们认为 2021 年下半年商品价格因素仍将成为中国进口额增长的主要动力，全年进口额同比增长预计将达高双位数以上。

主要进口货物类型进口额当月同比（按美元计）



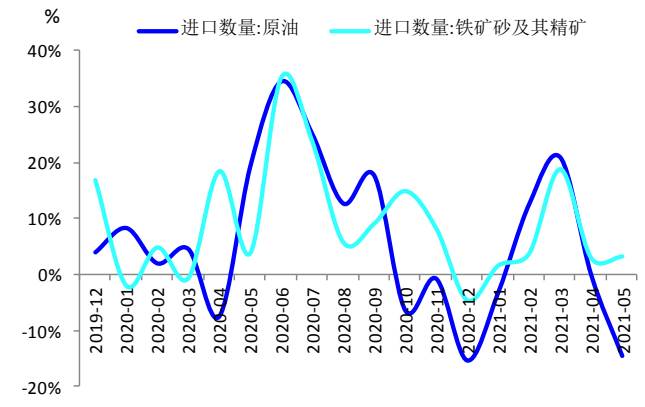
资料来源：中国海关总署。

主要进口货物类型进口额累计同比（按美元计）



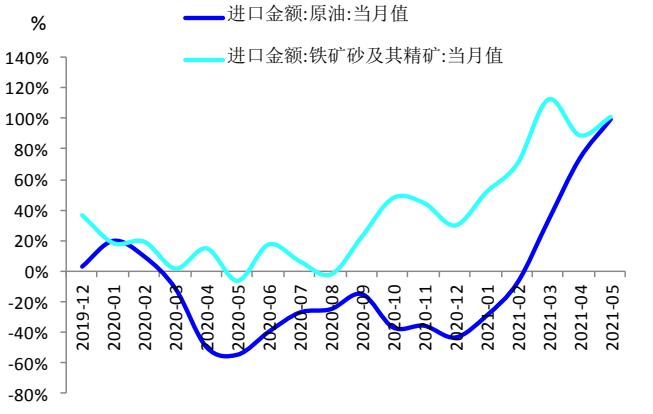
资料来源：中国海关总署。

大宗原料和能源进口数量月同比



资料来源：中国海关总署。

大宗原料和能源进口额月同比（按美元计）

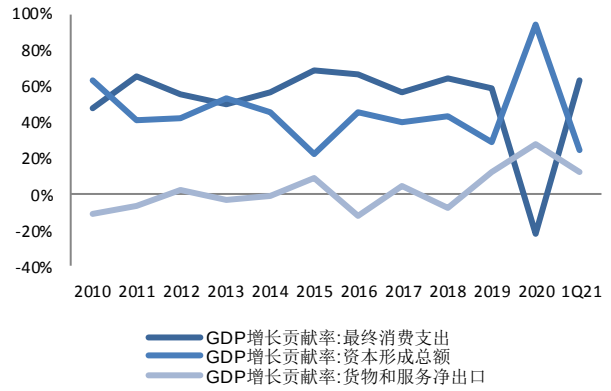


资料来源：中国海关总署。

2.6 后疫情时代消费稳步复苏，提质升级趋势延续

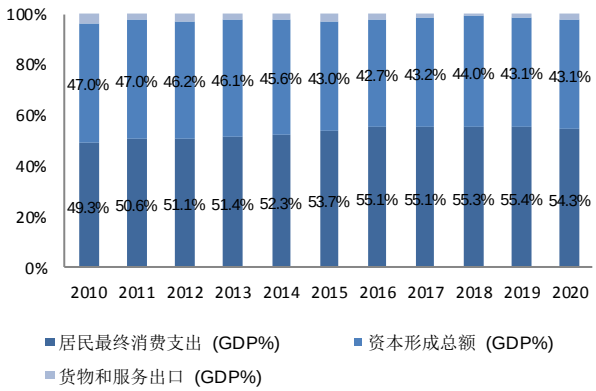
消费支出复苏态势明显，预计将持续。尽管 2020 年受到疫情冲击，全年 GDP 依然录得 2.3%的正增长。分季度来看，由于全国范围内采取停工停产以及居家隔离等措施，2020 年第一季度 GDP 增速倒退 6.8%。随着疫情逐步受控，各地逐渐恢复日常生活，在全球疫情依然肆虐的背景下，第二、第三以及第四季度分别取得 3.2%、4.9%、6.5%的同比增幅。受疫情影响，2020 年最终消费支出对 GDP 同比增速的拉动为-0.5 个百分点。按消费支出的绝对值统计，2020 年最终消费支出为 55.7 万亿元人民币，占 GDP 总量的 54.3%。2021 年第一季度，由于新冠疫情造成的低基数，一季度 GDP 增速达到 18.3%，两年平均增速为 5%，消费对第一季度 GDP 的增长贡献率为 63.4%，我们预计低基数效应将持续至第二季度，全年呈现前高后低的趋势。相对于工业以及投资，消费的恢复存在滞后性，我们预计消费的复苏趋势将继续保持，并拉动全年 GDP 增长。

支出法下中国 GDP 增长贡献率



资料来源：国家统计局。

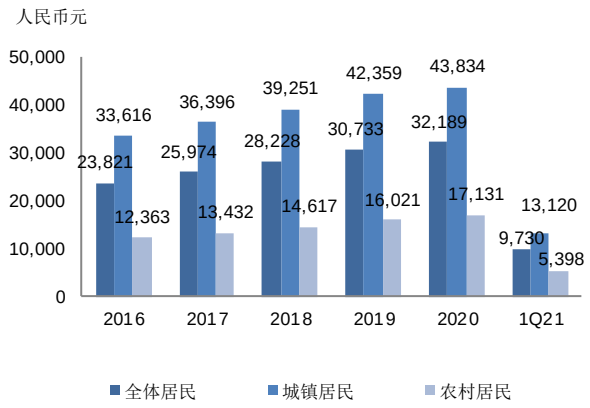
支出法下中国 GDP 构成



资料来源：国家统计局。

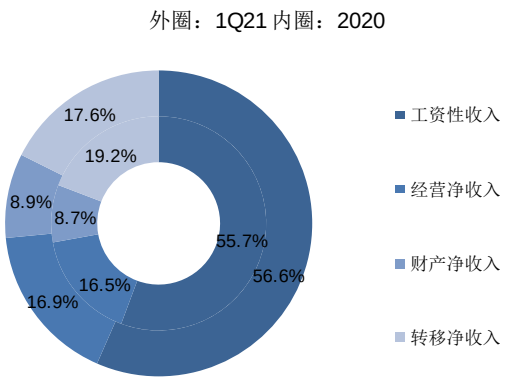
受疫情影响，2020 年居民人均可支配收入同比下降。2020 年全国居民人均可支配收入同比名义增速 4.7%，实际增速 2.1%，同比分别下降 4.2 个百分点和 3.7 个百分点；其中城镇居民和农村居民的实际人均可支配收入增长分别为 1.2%和 3.8%，相比去年同期分别放缓 3.8 个百分点和 2.4 个百分点。按收入绝对值比较，城镇居民人均可支配收入为 43,834 元人民币，而农村居民则仅为 17,131 元人民币，城乡居民收入水平差距仍然明显。2021 年第一季度，人均可支配收入延续恢复趋势，全国人均可支配收入同比增长 13.7%，其中城镇居民和农村居民人均可支配收入分别同比增长 12.2%和 16.3%。从收入结构上来看，工资性收入、财产性收入、经营净收入和转移净收入均录得同比增长，分别为 12.4%、17.0%、19.5%和 10.7%。

城镇居民与农村居民人均可支配收入



资料来源：国家统计局。

全国居民人均可支配收入结构

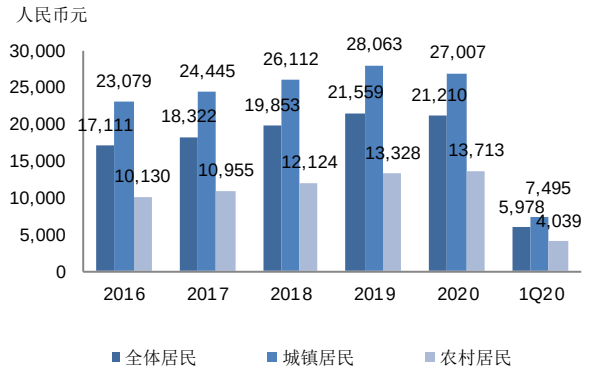


资料来源：国家统计局。

预计居民消费将持续复苏。根据国家统计局数据，在 2020 年新冠疫情爆发的背景下，全年总体居民消费支出累计同比下降 4.0%至 21,210 元人民币，其中城镇居民人均消费支出实际同比下降 6.0%至 27,007 元人民币；农村居

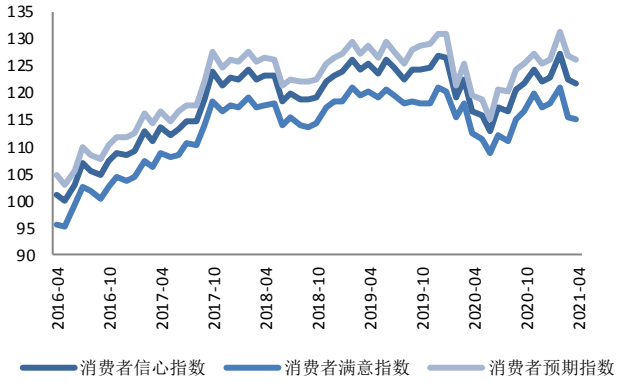
民人均消费支出则实际同比下降 0.1%，变化较平缓。随着疫情缓解，居民外出活动增多。分季度来看，人均消费自 2020 年第二季度开始逐步恢复，2021 年第一季度，全国人均消费支出同比增长 17.6%。从社零数据来看，受益于疫情后重点城市适度放松限购条件并增加购买指标，汽车销售在 1-2 月以及 3 月分别同比增长 77.6%和 48.7%，1-5 月同比增长 37.8%，拉动社零数据增长。此外，餐饮延续增势，在 1-2 月以及 3 月分别同比增长 68.9%和 91.6%，分别比 2019 年同期下降 2.3%和上升 1.5%，1-5 月同比增长 64.2%。我们预计随着疫苗注射率的提升，餐饮行业将继续保持增长。

城镇居民与农村居民人均消费支出



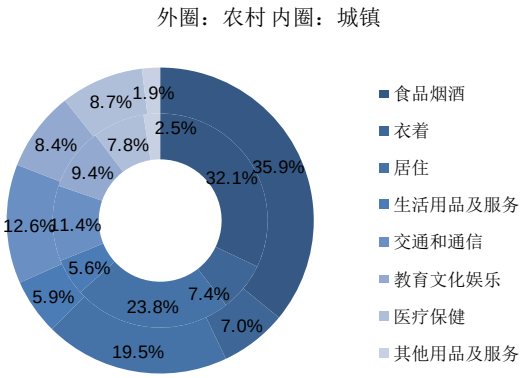
资料来源：国家统计局。

消费者景气指数



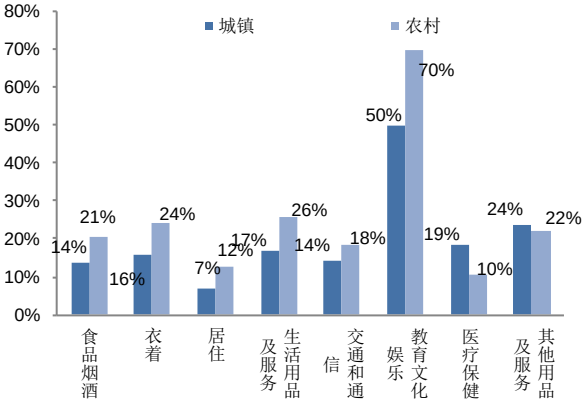
资料来源：国家统计局。

2021 年 1 季度城镇居民与农村居民消费支出构成



资料来源：国家统计局。

2021 年 1 季度消费支出构成名义同比增长



资料来源：国家统计局。

后疫情时代各消费子行业的预期

消费子行业		2021年上半年回顾	2021年下半年预期
必选消费品	食品饮料	方便食品行业受制于去年同期的高基数和棕榈油价格的上涨，利润端承压，但方便面行业高端化进程得以延续。其他方便食品（如螺蛳粉及自热火锅/米饭等）受疫情催化亦维持增长。今年以来内地餐饮市场恢复加快，3 月份单月餐饮收入自疫情以来首次高于 2019 年同期，香港餐饮行业自一季度末持续复苏。内地户外/即饮消费需求自 2021 年二季度显著回暖，加上宅家消费需求在后疫情时代保持旺盛，带动电商/KA 等渠道继续恢复，饮料和乳制品行业 2021 年上半年产销反弹强劲。得益于餐饮和夜生活渠道的全面开放， 2021 年 1 季度啤酒产销录得中双位数的反弹，而（由于 2020 年同期的高基数）2021 年 4-5 月份录得小幅的同比下滑，但相信 6 月份的啤酒产销将恢复同比增长。	方便食品预计将维持高端化与健康化的主线，随着棕榈油价格的回调与高基数效应的消退，预计将在下半年重回正增长。预计内地餐饮行业的复苏势头将在下半年延续，香港餐饮得益于疫苗接种的推进也将继续复苏。由于户外/即饮渠道将继续回暖，2021 年下半年饮料行业有望维持量价齐升。酷热的夏季和大型体育赛事纷至，我们看好啤酒行业渠道铺货和动销在旺季的表现。

	日用品	2020 年上半年纸品/湿巾、女性卫生用品、纸尿裤、烟草制品（包括电子烟）等有限影响类别的生活必需品的零售端表现较亮眼，高基数的条件下，2021 年上半年该等品类的零售端销售同比下滑。而从出厂端来看，因 2020 年上半年生产和物流运输中断，主要的生活必需品生产厂商的营收表现疲软，但从 2020 年 4 季度至今持续环比改善，我们认为 2021 年上半年该等厂商的营业收入将录得强劲的同比增长。	2021 年下半年出厂端的营收同比增长料放缓。但我们相信在后疫情时代，消费者的个护卫生消费习惯将继续得到巩固，预计 2021 年下半年零售端的表现将较上半年有所增强，且各品牌会继续重视电商化和高端化进程。总体而言，我们认为生活必需品厂商的全年收入增速将会呈现“前高后低、全年温和增长”的态势。
	零售	在低基数的背景下，可选消费持续复苏，并带动百货店和购物中心的销售显著提升。疫情期间，线上渠道渗透率逐步上升，网上实物商品零售额同比增长 19.9%，占社会消费品零售总额的 22.6%。在线上渠道推动下，化妆品品类保持高速增长。由于其刚需性，必选消费品表现相对平稳。	预计可选消费品将继续维持增长。随着 6 月份网购节开展，化妆品品类零售大概率维持上行。预计黄金珠宝行业的低基数效应将会在六月份之后逐步消退。从登记结婚累计对数来看，目前还未恢复至疫情前水平，因此预计下半年黄金珠宝行业将继续保持高景气度。
可选消费品	服装	2021 年上半年，国内服装行业继续延续复苏态势，各大品牌折扣率、库存销售比持续改善，部分企业经营效率已经回升至疫情前的正常水平。尽管国内疫情缓解使得线上服装零售规模占比有所回落，但在去年线上业务蓬勃发展的基础上，今年上半年服装行业线上增长依然整体强劲，显示出疫情对消费者习惯的长久性改变。与此同时，伴随海外疫苗接种的推广普及，海外服装需求上半年出现明显复苏，加之东南亚疫情反复，带动海外订单回流国内。整体来看，服装行业在今年上半年展现出了更强劲的整体复苏。	随着主要国家疫苗接种的持续推进，全球经济已出现复苏态势，总需求日益向好。国内服装行业已经基本恢复正常，疫情所带来的库存积压问题已基本消化完毕，企业得以在下半年轻装上阵。海外需求的提振也拉动了出口型服装企业的经营改善，并且东南亚疫情的持续反复也将进一步利好国内出口型服装企业。伴随全球经济的持续改善，行业整体向好的态势料将在下半年继续延续。我们预计疫情将长期存在并时有反复，这将推动服装行业线上销售渠道的持续发展。在行业内各板块中，我们认为体育用品板块将取得远远好于行业整体的表现，这部分得益于疫情后国内消费者加大对健康的关注并带动体育用品需求持续增长。
出行服务类	酒店	由于在中国春节假期前上海、北京及河北省的新冠肺炎疫情反复，政府颁布了“就地过年”的指引。许多国内连锁酒店 2021 年 1 月及 2 月的平均可出租客房收入分别相当于 2019 年新冠疫情前 70%以上及 50%以上的水平。2021 年第一季度的酒店开业亦受到疫情反复的负面影响。然而，国内酒店的表现于春节假期过后开始再次稳定恢复。尤其是，在全国人民代表大会及中国人民政治协商会议于三月第一周举行后，中国政府自 2021 年 3 月 16 日起进一步放宽旅游限制。自此，北京地区的酒店需求得到较强劲恢复，而随后其他主要一线城市的需求亦相继恢复。主要在商旅需求强劲恢复的带动下，许多连锁酒店 2021 年 3 月的平均可出租客房收入已恢复至 2019 年水平的 90%以上。于 4 月及 5 月，该恢复势头仍在持续。但新冠肺炎或将成为全球范围内长期反复爆发的流行病，将可能对酒店业造成长期挑战和负面影响。	我们预计中国内地所报告的本土新冠疫情仍将会受控，中国国内旅游市场将在 2021 年剩余时间和 2022 年继续复苏。虽然不时有中国某些地区爆发新冠疫情的消息，但每次疫情都被完全化解，并没有转变为新冠报告病例的全国性反弹。5 月到 6 月，据报道广州、深圳及周边城市出现许多例新冠肺炎病例，其病毒属于印度变异株。我们相信，此次报告的疫情与此前报告的本土疫情一样，也将得到遏制，并不会导致新冠肺炎报告病例出现全国性反弹。
	博彩	2021 年初至 5 月，澳门博彩毛收入上升 28.7%。5 月份博彩毛收入金额是自从新冠病毒疫情在 2020 年 1 月（博彩毛收入为 221.26 亿澳门元）开始以来最高的月度金额，也仅相当于 2019 年的月平均金额（243.71 亿澳门元）的 42.9%。6 月，广东省疫情再度反复，再次打击博彩业复苏进度。	我们预计中国内地将继续不时出现小规模新冠肺炎本地感染病例，但疫情仍将受控并且不会出现重大的全国性反弹。对来自中国内地低风险城市的入境没有隔离要求。中国内地居民在进入澳门前 7 天内必须进行新冠病毒核酸检测且为阴性。他们必须亲自前往现场申请澳门签注（而非线上）。在这些障碍的影响下，加上不时有新冠肺炎本地病例的消息，我们认为至少在 2021 年底前很多内地居民将不愿前往澳门旅游，转而选择在内地旅游。

资料来源：国泰君安国际。

十四五期间，预计服务消费和新型消费将进一步得到促进。服务业的发展将分为两方面：生产性服务业和生活性服务业。通过提高行业创造力、提升资源利用率和加强行业纵向以及横向联动，推动生产性服务业发展。自2013年以来，居民终端需求中“衣”“食”“行”等占比逐步降低，教育、文化、医疗等服务消费比例上升。“十四五”

建设期间，将进一步吸引和优化外资投资、放宽市场准入，以提高方便性以及体验性为方向，促进生活性服务业的提质扩容，并扩大节假日消费。疫情期间，以数字化生态为核心的新型消费为经济复苏起到推动作用，也暴露出传统行业数字化智能化程度较低等问题。以电商为例，根据社零数据，2020年，实物商品网上零售额同比累计增长14.8%，网上商品零售额中吃、穿、用分别累计同比增长30.6%、5.8%和16.2%。为了推动新型消费，国家将在十四五期间加快如信息、网络设施等新型基础设施的建设，同时加强数字技术应用、推进数字产业化和产业数字化。

第七次人口普查数据公布，细分消费领域挑战机遇并存。第七次全国人口普查数据于 2021 年 5 月公布，数据显示 2020 年我国总人口约 14.12 亿人，相比 2010 年六普数据（总人口 13.32 亿人）增长 5.4%，2010-2020 年年平均增长率为 0.53%，维持低速增长态势。我们认为，第七次人口普查数据及其背后反映的趋势将对以下的细分消费领域产生重要影响：1）城镇化水平加速提升，消费升级趋势延续：根据七普数据，2010-2020 年间，常住人口城镇化率增长速度较 2000-2010 年有所提升，并于 2020 年达到 63.9%。我们预计，随着城镇化水平的持续提升及国民收入水平的增长，特别是年轻消费群体的日益发展，以本地生活服务、文化旅游、珠宝饰品及颜值经济等为代表的体验式消费及消费升级品类将稳步增长；2）生育率压力显现，母婴、儿童消费等增长空间或将受限：根据七普数据，尽管相比 2010 年我国 0-14 岁人口比重上升 1.35 个百分点至 17.95%，但由于二孩政策效应的减弱及育龄妇女数量的减少，2020 年我国育龄妇女总和生育率为 1.3，出生人口 1,200 万人，相比 2016 年二孩政策后 1800 万出生人口的高点明显回落。然而，根据国家统计局数据，我国育龄妇女的生育意愿子女数为 1.8，显著高于 2020 年的现实总和生育率，并且伴随近期公布的三孩政策及相关配套生育政策，我们认为生育潜力仍具有一定释放空间，同时 90 后父母在母婴、儿童消费上的精细化趋势日益明显，有望成为母婴、育儿领域消费增长的推动力；3）人口老龄化加速，“银发经济”市场不断扩大：2020 年我国 60 岁以上人口占比达 18.7%，较 2010 年上升 5.44 个百分点，人口老龄化速度加快。根据中国人口与发展研究中心的预测，“十四五”期间 60 岁以上老年人将年均增长 1,150 万，于 2025 达到 3.16 亿人，预计 2022 年我国 65 岁人口占比将超过 14%，按联合国标准将进入中度老龄化社会。我们预计随着老龄化进程的加速，医疗保健消费及面向老年人的商品服务消费将迎来高速增长。

国潮已成燎原之势，消费领域国产替代加速前行。近年来，伴随中国综合国力走向强盛，在文化自信和科技进步的共同推动下，国产替代趋势已势不可挡，并从纯商用领域蔓延开来，深入国人生活的方方面面。中国李宁、回力鞋成潮人必备，中式雪糕火爆全网，故宫联名产品成送礼尚品，华为、小米生态圈热潮叠起，各地新中式商品房在高溢价下仍然一屋难求，自主品牌智能汽车纷纷赴美上市。消费领域国产品牌的快速崛起无处不在，国潮已成燎原之势。所谓国潮，即蕴含特定中国文化元素的时尚潮流。据百度与人民网研究院于 2021 年 5 月 10 日联合发布的《百度 2021 国潮骄傲搜索大数据》报告，从国潮相关内容的关注人群年龄段来看，90 后新生代消费群体占比高达 48.6%，00 后则紧随其后，占比达 25.8%，年轻人成为推动国潮文化发展的绝对主力。根据该报告，中国品牌和国际品牌关注度占比则由 2016 年的 45%和 55%分别升降至 2021 年的 75%和 25%，从品类来看，国货数码、国潮服饰、国货美妆则位列 2021 年国潮关注度前三。过去三年，国际政治局势复杂多变，中外摩擦波及领域越来越广，然而，这也推动了民族情绪的空前高涨，进一步加速了国潮的兴起和国产替代趋势的发展。2021 年 3 月末，新疆棉花事件快速升温，根据天猫数据，4 月份阿迪达斯、耐克、优衣库的天猫销售额分别同比下降 78%、59%和 21%，而安踏、李宁当月天猫销售额则分别同比上升 59%、92%。尽管事件本身的短期影响顶峰已过，但我们更加在意近年来层出不穷的类似事件对国产消费品牌持续崛起的巨大促进作用。我们认为，中国消费者购买国货的动机在过去十年已发生明显转变。伴随国产消费品牌的产品力持续提升，如今，部分国货已具有完全不弱于国际品牌的产品水准，而在价格上却仍然维持着相当的优势，这为国货消费者创造了真正的消费价值，并促使国货消费者的购买动机由单纯的追求价格便宜转向开始追求更高的性价比。同时，更加时尚的设计和更加丰富的中国文化元素，亦迎合了新生代消费者的心理诉求，使支持国货由爱国情怀所引发的短期激烈行为转变成为一种由价值认同所驱动的更加长期、稳定的消费行为。根据 Euromonitor 数据和我们的统计，以 2020 年中国服装市场占有率排名为依据，前 20 家国际品牌的合计市占率由 2016 年的 8.5%提升至 2020 年的 9.5%，而前 20 家中国品牌的合计市占率则由 2016 年的 7.2%提升至 2020 年的 10.1%，即使剔除疫情影响，也不改变我们的统计结论，并且该现象亦发生在诸多其他消费领域当中。国货性价比和价值认同度的全面提升，将持续驱动国产品牌在中国的市场份额提升，而类似新疆棉花事件等摩擦的发生，则将不断加速并强化这一趋势的演变。

新消费品牌的加速崛起正在为国内消费行业注入新的活力。得益于消费者需求升级和主力消费群体的年轻化，以及数字化新基建为消费品牌营造了优质的流量平台和多样化的社交营销方式，人货场的逻辑正在被重新定义。1）新品牌的诞生和涌现正在填补新消费人群的未被满足的需求。广泛活跃在互联网社区的新世代，拥有高学历高收

入的新锐白领，注重品质生活和健康元素的 90 后新晋父母，以及积极拥抱国潮和外在时尚的新小镇青年等，已成为国内消费市场的引领者并催生新的需求。2）借助差异化，个性化以及富有社交属性的产品，新品牌以使用价值和情感价值作为其品牌价值观的核心表达。国内的新消费群体不再盲目追求国际大牌，而是更注重生活消费品的细节品质，设计工艺，以及与自身的匹配度，并且乐于为产品的高颜值（独特的瓦片外形和顶部回字设计的钟薛高）、国潮国风（主打“东方彩妆/以花养妆”的国风美妆品牌花西子）、小品类极致细分（缤兔迷你小冰箱）、健康养生（高纤维无糖非膨化的健康麦片品牌王饱饱，无糖无卡无脂肪的健康气泡水元气森林）、新奇特（泡泡玛特潮流盲盒，DJI 飞行眼镜竞速版）等，甚至是品牌故事和调性以及代言人带来的附加价值买单。我们预计新品牌的崛起将刺激传统消费品牌（为防止品牌老化和被迭代）重新审视产品生命周期管理，扩大对国内年轻人市场的产品研发和渠道资源的投入。3）品牌方，营销场和交易平台形成社交化的消费闭环。社交营销作为新品牌崛起的重要驱动力，预计也将为传统消费品牌年轻化赋能。相比传统营销，社交营销对全网域立体式覆盖，深度洞悉消费者行为轨迹，将所形成的千人千面的个性化营销方案通过主动分发的方式，实现信息精准找人和销售入口的投送，有利于实时触发交易和提升销售转化效率。内容种草（种草平台上的内容引流+品牌方的话题活动和粉丝运营），销售入口（包括直播带货等即刻购买方式，由各类社交平台一键跳转至电商平台，高颜值线下体验门店等）以及私域转化所构成的社交营销生态闭环，预计将为国内消费市场继续提供增长红利。

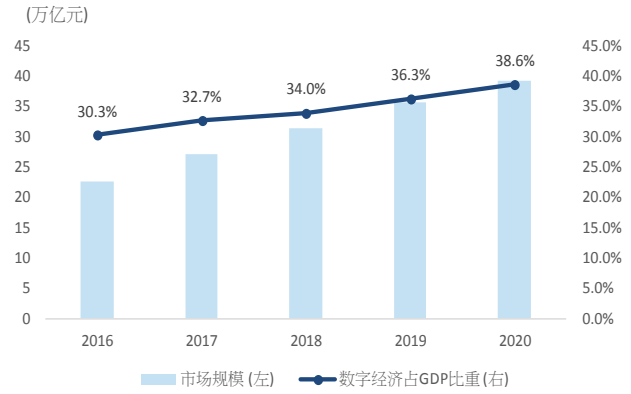
2.7 互联网行业最新发展

政策监管将变成互联网发展的不可分割的一环。自去年底开始，中国政府对互联网相关企业监管有增无减。以电商为例，监管以反垄断、打击不当市场行为及不当价格行为以确保公平的竞争环境为主要目的，先后多家互联网巨头受到调查并处以巨额罚款。其中，阿里巴巴-SW 在去年 12 月受到市场监管总局调查，并在今年 4 月因调查结果确定其在中国境内网络零售平台服务市场实施“二选一”垄断，遭受行政处罚人民币 182.28 亿元。此罚款金额相当于阿里巴巴-SW 于 2019 年中国境内销售额的 4%（人民币 4,557.12 亿元），这亦是自国内反垄断法实施以来在电商行业最大的罚款金额。除巨额罚款外，阿里巴巴-SW 亦需于未来 3 年向监管机构交出自我审查整改报告。除了对原有互联网业务加强监管外，监管机构亦对新兴互联网产业，如直播，社区团购，互联网金融，互联网医疗，及网约车等不同新兴领域立法或进行行业约谈，以确保相关行业在高速发展时亦需要合法利用其技术优势并采用符合社会责任的做法去发展业务。在“十四五”规划纲要强调发展数字经济的背景下，预期数字经济将产生出不同种类的数据，并对将来的经济发展、社会治理、人民生活都会产生重大而深刻的影响。除推动互联网企业合法合规地发展外，用户信息安全也成为影响行业发展的重要因素。一方面，企业过度违法违规收集用户数据，使得互联网巨头产生形成数据垄断的同时，也侵犯了公民基本权利；另一方面，鉴于互联网巨头已能产生左右政治局势的影响，各国政府逐渐意识到信息安全与信息主权的重要性，近年来相关立法进度与执法力度均有所加大。2017 年 6 月 1 日，《中华人民共和国网络安全法》开始实施；2020 年 6 月 1 日，中国 12 个部委联合制定的《网络安全审查办法》正式实施；2021 年 6 月 10 日，全国人民代表大会常务委员会通过《数据安全法》并于 2021 年 9 月 1 日起施行。今年以来国内对互联网企业关于用户信息违法违规行为明显加强了监管。2021 年 5 月 21 日，国家互联网信息办公室通报 105 款违法违规收集使用个人信息的 APP，其中短视频类 19 款、浏览器类 34 款、求职招聘类 51 款以及实用工具类 1 款。被通报的 APP 当中，包括百度、腾讯、字节跳动旗下产品。2021 年 7 月 2 日，网络安全审查办公室公告，为防范国家数据安全风险，维护国家安全，保障公共利益，依据《中华人民共和国国家安全法》、《中华人民共和国网络安全法》，按照《网络安全审查办法》，对“滴滴出行”实施网络安全审查。随后“滴滴出行”被要求暂停新用户注册并下架整改。滴滴出行是《网络安全审查办法》出台以来首次被公开实施网络安全审查的企业。除此之外，中共中央办公厅、国务院办公厅近日印发了《关于依法从严打击证券违法活动的意见》当中提到，要进一步加强跨境监管执法司法协作，并且要完善数据安全、跨境数据流动、涉密信息管理等相关法律法规；加强中概股监管；以及建立健全资本市场法律域外适用制度，进一步提醒中概股对用户信息及数据处理亦需更为关注。互联网企业作为收集数据的起点之一，同时亦是处理及储存该些数据的主要介体，而这些数据有可能涉及不同领域范畴并较为敏感，因此相信互联网企业对用户信息安全的处理将受到更多政策监管。此外，数字经济在国内经济发展中越趋重要，我们相信未来政策监管将会持续并变得跟互联网行业发展变得不可分割。

随着中国行业持续数字化，数字经济将继续将增加其 GDP 比重。数字经济是继农业经济、工业经济之后的新发展的经济社会发展形态。据中国通讯院定义，数字经济是以数字化的知识和信息作为关键生产要素，以数字技术为核心驱动力，以现代信息网络为重要载体，通过数字技术与实体经济深度融合，不断提高数字化、网络化、智能化水平，加速重构经济发展与治理模式的新型经济形态。根据中国通讯院统计，2020 年中国数字经济规模达人民币 39.2 万亿元，较 2019 年增 3.3 万亿元，占 GDP 比重为 38.6%，同比上升 2.4 个百分点，是自 2016 年 30.3% 进一步提升自 2020 年 38.6%。同时，按三大产业的数字经济渗透率来看，第三产业数字经济发展明显高于第一产

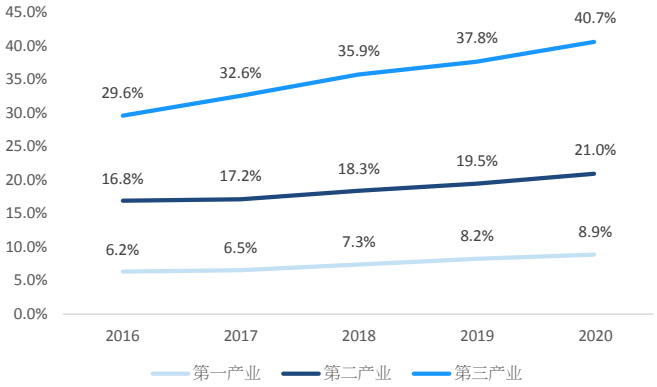
业及第二产业。截至 2020 年底，第三产业数字经济渗透率为 40.7%，第二产业为 21.0%，及第一产业为 8.9%；三大产业均于 2016 年开始逐年提升其数字经济渗透率，可见数字经济已经在中国三大产业中举足轻重。然而，数字经济在增加影响力的同时，将对传统经济的细分市场带来各种不同程度的挑战，如在线零售对线下零售，网约车对传统出租车，传统金融对新型在线金融，以至最近较火的社区团购对线下菜市场等等。数字经济理应视为传统经济转型和升级的结果，然而在转型升级时免不了会为传统经济带来冲击，因此转型升级的过程并不能操之过急，不然将有可能为传统经济带来不良的连锁反应。从 2020 年的三大产业的数字经济渗透率来看，虽然该些比率逐年提升，但以第三产业数字经济渗透率为最高亦只达 40.7%，反映传统产业仍是各大产业的最大部份。这亦解释了为何监管机构于去年底开始加大互联网行业监管力度，其目的在于确保传统经济转型循序渐进，避免在短期内太多的不良影响溢出。而中国政府在今年的“十四五”规划纲要已将数字经济独立成篇，阐述未来 5 年数字中国建设的发展方向。从“十四五”规划纲要透露的信息足以看出，中国政府重视数字经济的发展。而云计算、大数据、物联网、工业互联网等在规划纲要中列为七大重点产业，并明确了具体的发展目标：2025 年数字经济核心产业增加值将占 GDP 比重达到 10%，而 2020 年数字经济核心产业增加值则 GDP 比重为 7.8%。

2016 年至 2020 年中国数字经济规模



资料来源：中国信通院，国泰君安国际。

2016 年至 2020 年中国数字经济三大产业渗透率



资料来源：中国信通院，国泰君安国际。

元宇宙概念兴起，增长潜力巨大。元宇宙（Metaverse）的概念最早在科幻小说中提及，指的是一个平行于现实世界但又独立的虚拟宇宙，而人们在此虚拟宇宙拥有虚拟化身的身份，可以从事与现实世界无异的绝大多数活动。沙盒游戏平台 Roblox（RBLX.US）首次将元宇宙概念写进招股书，并于 2021 年 3 月 10 日于纽交所上市。《Roblox》的日活跃用户及日付费用户分别从 2019 年的 1,760 万和 18.4 万增长至 2020 年的 3,260 万和 49.0 万；而估值则暴增至上一年的 10 倍。国内方面，腾讯等头部游戏公司已经开展布局，《Roblox》同款游戏《罗布乐思》已在 2020 年 12 月 2 日获得游戏版号。根据腾讯研究院的观点，Epic Games 的《堡垒之夜》和《Roblox》代表了元宇宙发展的两种路径，前者通过核心玩法吸引用户，添加新元素与丰富联动；后者通过开放式平台和创作激励机制实现了玩家主导的去中心化世界。我们认为，虽然增长潜力巨大，但虚拟宇宙在游戏行业并非全新的概念，而在目前的现实条件制约下，距真正的元宇宙游戏产品问世为时尚早：1）在端游领域，如《侠盗猎车手》、《我的世界》以及《赛博朋克 2077》等游戏，同样构建在虚拟世界之上。虽然这些游戏开放度与自由度已经很高，但仍然没有突破传统的显示器限制、自由活动场景较少，相对真正的元宇宙游戏而言，沉浸度与真实感仍然不足；2）真正的元宇宙游戏的硬件条件要求相当高。一方面，游戏的开放性以及场景真实性要求 VR/AR、区块链及 AI 的技术性能有大幅提升，另一方面大量玩家同时在线进行不同类型的互动活动也要求 5G 等网络通讯技术的应用十分成熟。而目前绝大部分游戏主要为硬件要求更低的手机游戏及 PC 端游戏，新的游戏形态短期内发展有限；3）元宇宙游戏的基本特色是开放平台以及自由创作，这对于更倾向创造封闭虚拟世界的游戏发行商而言，要保持兼容开放的生态存在一定的矛盾；4）对于国内游戏市场而言，日趋严格的监管要求也对元宇宙游戏形成挑战。2021 年 3 月 15 日，中宣部出版局下发《游戏审查评分细则》文件，要求只有均分超过 3 的游戏才能获版号批复。相信开放与内容自建的元宇宙游戏在趋严的游戏内容审查环境之下，在发行前或需作出一定程度的改动；加上兼备社交属性，游戏时间会比一般的游戏类型更长。而我国对青少年游戏时间及服务提供的严格限制或对重度游戏的增长形成阻力。鉴于实现元宇宙的技术要求仍有难度，我们认为，中短期内拥有内容自建+社交+虚拟世界特性的沙盒类端游或手游将有较大的发展。

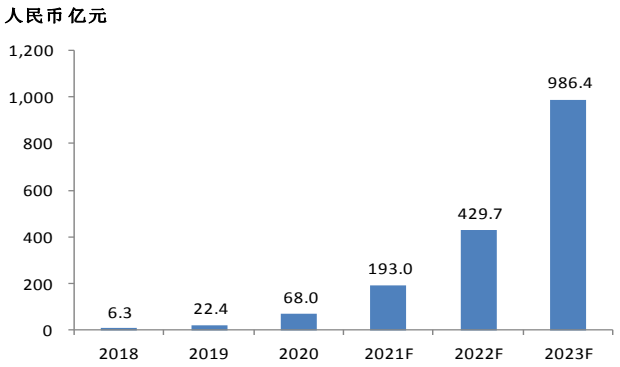
近年部分科技和游戏公司对元宇宙领域的布局

公司	时间	事件
国外		
Roblox	2006 年	《Roblox》发行
	2021 年	纽交所上市 提出元宇宙 8 个关键特征：身份、朋友、沉浸感、低延迟、多元化、随地、经济系统和文明
Epic Games	2018 年	《堡垒之夜》发行
	2020 年	《堡垒之夜》沉浸式演唱会“Astronomical”，共吸引了超过 2,770 万名玩家
	2021 年	完成新一轮 10 亿美元融资
Facebook	2014 年	20 亿美元收购虚拟现实公司 Oculus
	2019 年	发布 VR 社交平台 Facebook Horizon
英伟达	2020 年	打造开放式平台 Omniverse，为虚拟协作和物理属性准确的实时模拟
国内		
腾讯	2012 年	3.3 亿美元购入 Epic Games 40%的股份，代理《堡垒之夜》国内运营
	2020 年	参与 Roblox 1.5 亿美元 G 轮融资，开发国内版游戏《罗布乐思》
MetaApp	2021 年	完成 1 亿美元 C 轮融，为国内行业内最大的单笔领投金额

资料来源：Roblox、国泰君安国际。

5G 预计将推动云游戏行业的发展。由于技术和成本方面的限制，云游戏的市场规模目前还较小，中国的游戏厂商大多还处在观望的状态。由于 5G 网络有用高速率、低时延、大容量等特性，5G 网络可以提升云游戏的清晰度以及稳定性，从而提升用户的游戏的用户体验。因此，随着 5G 技术的发展、5G 网络规模的快速扩大，预计游戏厂商对于云游戏的投入力度将会有所加大，这将进一步丰富云游戏的内容。此外，AR、VR 技术的发展有望为云游戏带来新的交互模式和业态，将进一步丰富行业的生态圈。

中国云游戏市场规模

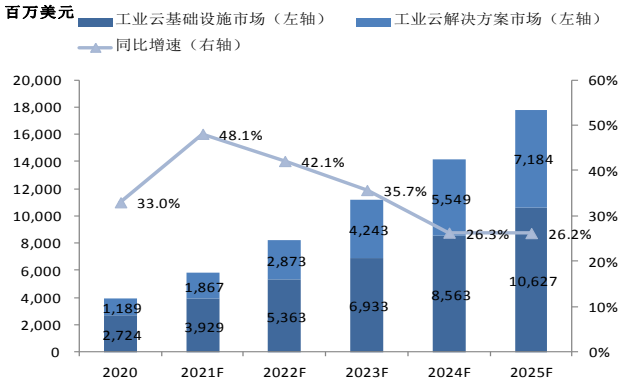


资料来源：艾媒咨询、国泰君安国际。

工业云发展迅速并且空间广阔。据 IDC，2020 下半年中国工业云市场规模达到 23.0 亿美元，同比增长 33.9%。其中，工业云基础设施市场增速与云解决方案市场基本持平，分别达到 32.7%和 36.7%。随着工业云应用在不同行业、场景渗透程度的不断提高，云应用形态愈加丰富，从设备监控与运维、生产执行与管理到企业运营与管理应用；从靠近生产现场的智能检测与识别应用到基于海量后端数据的用户画像、智能营销应用；从设计资源共享、制造能力共享到金融服务对接，工业云市场展现了广阔的成长潜力，付费客户规模、解决方案质量不断上升，为资本市场做高相关业务预期的垫底了初步基础。智能化营销、线上渠道管理、线上连接与协同等场景成为驱动云应用增长主要动力的同时，部分中型客户期望在短期内完成生产现场的数字化升级，故采用基于云计算基础设施的轻量化智能生产解决方案——订阅付费、按需付费、分润付费等创新商业模式将逐步获得市场认可。IDC 预测

未来五年，中国工业云市场仍将保持快速增长，2020-2025 年复合增长率预计达 35.4%。疫情下的各类生产、商业、社交限制，成为了最直接的市场性教育，甚至从根本上改变工业客户对工业云解决方案的态度，部分客户已经不在聚焦于个别“灯塔工厂”建设等任务，转而开始主动探索适合自身的上云、用云场景，并寻求非接触连接形态下的全新 IT 解决方案，对远期工业云市场成长形成利好。

中国工业云市场规模与预测



资料来源：IDC 中国、国泰君安国际。

2021 年上半年对于在线教育行业来说，是迎来巨大改革的开端。自今年 4 月份起，整个校外教培行业弥漫着紧张的气氛，各地的政府就存在违规招生收费、虚假宣传、价格欺诈等行为，展开了严厉的整治活动，截止 5 月底，十余家教培机构已被点名甚至处以顶格罚款。国家市场监督管理总局于 6 月 1 日召开新闻发布会，会中提到市场监管部门在 5 月初在对“作业帮”“猿辅导”两家机构开展检查的基础上，对新东方、学而思、精锐教育、掌门 1 对 1、华尔街英语、哒哒英语、卓越、威学、明师、思考乐、邦德、蓝天、纳思 13 家校外培训机构进行重点检查。检查发现，15 家校外培训机构均存在虚假宣传违法行为，13 家校外培训机构存在价格欺诈违法行为。市场监管部门对 15 家校外培训机构分别予以顶格罚款，共计 3,650 万元。一连串的严监管行动很快反应在资本层面，已经上市的涉及校外在线教育公司近 3 个月的股价都大幅回调。其中，近三个月（自 3 月 31 日截止 6 月 28 日）高途集团（前跟谁学）、好未来、新东方和 51Talk 就分别跌去了 56.9%、53.8%、41.5%和 58.6%的市值。在营运层面，大批涉及教培行业的企业在过去一年面临注销或吊销的宿命。企查查曾统计 2020 年 5 月 12 日至 2021 年 5 月 12 日教育机构注册、注销及吊销数据，从数据上看，每个月都有几十家甚至上百家的教培机构注销或吊销。其中，2021 年 3 月注销和吊销的教培公司有 310 家，4 月有 307 家，达到了近一年教培机构注销和吊销的最高峰。随着在线教育专业委员会和校外教育培训监管司分别于 3 月 16 日和 6 月 15 日成立，我们预计未来将会陆续出台一系列关于在线教育的监管新政策。由于目前对于新政策仍然充满不确定性，我们认为校外在线教育这一赛道将会在短期内出现较大波动，建议持观望的态度。

我们认为，过去半年关于校外教培行业的一系列整治活动，其核心根源来自其商业模型的非可持续性发展。高昂的销售费用、随着拓展日渐沉重的运营费用以及盈利上的长期亏损是各大涉及校外在线教育的机构背后的真实模样，而这模样的实质是其商业模型的反映。教培机构的违规招生收费、虚假宣传、价格欺诈等乱象，我们认为归咎到底还是因为整个行业目前所摸索出的商业模型依然是以线下行销为导向，线上教育的“线上”只是将交易和服务的交割转移到线上，然而这个“线上”其实并不“互联网”。行业内的企业承受着互联网的营销开支,但是却无法实现互联网的规模经济效应。行业乱象是商业模式的不持续而产生的恶性竞争。

在线教育目前面临的政策风险的本质是其行业的商业模型普遍所面临的发展问题。在疫情的催化下，在线教育对传统地面教育造成了沉重打击。随后，融合了在线教育在时间、空间的优势和传统地面教育在体验、效果的优势的 OMO (Online-Merge-Offline) 模式成为众多大型教培机构转型的方向。根据艾瑞咨询的报告，新东方表示自疫情爆发以来一直将 OMO 作为核心战略，并已在大多数现有城市和 25 个新的周边卫星城市推行 OMO 课程；好未来也在不断改进自身的 OMO 模式，表示目前的 OMO 是过渡期，将根据学生的学习行为数据，不断探索服务学生的最佳方式；精锐教育、学大教育、卓越教育等等均宣布了加大 OMO 投入的决心。然而，我们认为 OMO 模式始终不能从根本上解决机构个体低转化率和低留存率的痛点，也并没有充分发挥出线上教育的互联网属性。目前转化率的主要推动力还是来自在线教育机构的“售”课老师激进的行销行为。不管是纯在线教育还是 OMO 模式的在线教育，始终摆脱不了沉重的销售费用和拓展过程中更加庞大的资金投入，规模经济效应被削弱，同时获客成本高

企，短期来看，在线教育对于教育机构商业模式的改善效果不够显著。而绝大部分的新增资本投入并非用于提升其核心的教学服务上，教育机构的发展渐渐偏离教育本身。根据艾瑞咨询的报告，OMO 在在线教育的发展趋势已经被大部分人所认可，从实施主体看，线上教育公司和地面教育公司都在进行 OMO 布局，现阶段线上教育公司主要进行获客 OMO，较少深入到教学和服务维度；地面教育公司则在获客、教学和服务多环节探索 OMO。我们认为，未来关于在线教培的新政策所承担的核心功能是旨在引导在线教育走向健康和可持续的商业模型，在线教育目前面临的政策风险的本质是其行业的商业模型普遍所面临的发展问题。

教育智能硬件所发展出的K-12校外教育科技服务为线上教育带来了新的发展可能。尽管目前整个在线校外教培行业呈现百废待兴的状态，然而，家长对于孩子的教育是刻不容缓。教育智能硬件所发展出的K-12校外教育科技服务为整个在线教育行业带来了另一种盈利的模式，有望重塑在线教育。一方面，作为承载内容的媒介，教育智能硬件的基础功能是让用户随时随地与云端海量内容进行连接，泛在互联是硬件智能化的基础条件；另一方面，互联网企业拥有海量的用户基础与广泛的用户连接，用户数据资产丰富，可深度赋能终端硬件，提升其智能化水平。根据艾瑞咨询的报告，在移动互联网和物联网的商业逻辑下，教育智能硬件的盈利点逐渐从硬件本身向配套内容和增值服务延伸：

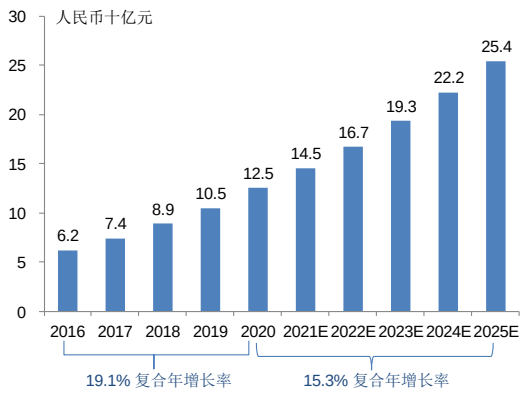
1)“以硬件为基础，用户为功能付费”，通过解决某个细分的需求痛点，以短平快的操作流程和功能交付，迅速成为爆款，例如扫描笔、儿童智能手表和智能作业灯；

2)“以内容为核心，用户为资源付费”，对于功能属性弱，平台属性强的教育智能硬件而言，通过深度绑定优质教育内容，夯实产品的教育价值，以提升产品的议价能力，例如点读笔、早教机和学生平板；

3)“以服务为保障，用户为体验付费”，对于用户群体相对成熟的品类而言，追求教学效果的诉求终将落在深化教学服务解决方案上，基于社群的学习训练营，基于网校的名师直播课，基于AI的自适应学习，一度成为了细分品类通过核心单品破局同质化竞争与盘活存量用户的关键。

K-12校外教育科技综合服务市场已充分利用线上教育内容及硬件设备，形成了相对较高的准入壁垒。因此，行业的竞争更多会来自竞争者之间教学内容的优化、技术的迭代和产品用户体验的优化的角力，而不会出现过去在线教育上演的跑马圈地的销售大战。而其设备和学习内容的捆绑销售保障了其盈利能力的稳定性和持续性，这是目前涉及在线教育的机构所不具备的高续课率和高转化率，因为只要购买了设备用户很大机率就会持续使用其产品和服务。只要市场是对其核心服务具有需求，生产出高品质的产品和提供优质的教学内容的企业便能持续发展。尽管，相比于纯线上教育的快速拓展，先以教育智能硬件渗透核心人群的速度会相对较慢，但是，围绕教育智能硬件而发展的校外教育科技服务成为未来教育的必然趋势已经在近几年逐渐呈现。根据弗若斯特沙利文的报告，教育平板电脑仍然是中国K-12校外教育科技综合服务市场的核心部分，教育平板电脑于2020年的总出货量达4,455,000台，相当于人民币125亿元的零售市场总额。根据弗若斯特沙利文的统计，2020年，K-12校外教育科技市场的渗透率为13.8%，比2016年的2.5%有了大幅提升。伴随着线上教育内容和硬件产品学习体验的不断升级和创新，预计2025年K-12校外教育科技服务市场的渗透率将进一步提升至28.5%，届时预计教育平板电脑将录得人民币254亿元的零售市场总额，和2020年的零售市场总额相比几乎翻了一倍。由于其企业的主要新投入都是用于内容和技术的研发，K-12校外教育科技服务的规模经济效应会随着教育智能硬件的普及而得到高速的提升。

K-12 校外教育平板电脑市场规模



资料来源：弗若斯特沙利文、国泰君安国际。

响应国家对信息化时代教育变革的需求，教育智能硬件发展受政策利好。由于校外教育科技服务的技术壁垒较高，因此难以滋生出行业乱象，同时其服务本质是响应国家在信息化时代对智能教学的需求，因此是一个处于政策利好的赛道。2016 年，工信部发布《智能硬件产业创新发展专项行动（2016-2018 年）》，提出要深入挖掘教育等领域智能硬件应用需求，加强教育等领域智能化提升，为教育智能硬件的发展奠定了政策基调。2018 年，教育部发布《教育信息化 2.0 行动计划》，提出要构建“个性化”的教育体系和“泛在化”的学习环境，推动新技术支持下教育的生态重构，为教育智能硬件的发展明确了方向。个性化教学的前提条件是获取足够多的用户数据，在此基础之上通过软件和算法，实现对用户学情的深入分析以及学习路径的个性化设计。2019 年，中共中央办公厅、国务院办公厅印发了《加快推进教育现代化实施方案（2018-2022 年）》，大力推进教育信息化，着力构建基于信息技术的新型教育教学模式、教育服务供给方式以及教育治理新模式。2019 年，中共中央、国务院印发了《中国教育现代化 2035》，提出加快信息化时代教育变革，建设智能化校园，统筹建设一体化智能化教学、管理与服务平台。

2.8 多维度调控引导房地产行业长期健康发展

房地产政策基调得以延续，稳定市场预期仍是主要目标。2021 年全国两会有关房地产调控的表述基本延续了先前的基调，即坚持“房住不炒”和“因城施策”，不将房地产作为短期刺激经济的手段，同时一切调控政策的目标仍然是“稳地价、稳房价、稳预期”。微观层面，我们预计各地方政府仍将根据实际情况，通过调整房贷首付成数和房贷利率、限制购房资格、限制备案销售均价、限制预售条件等措施对当地的房地产市场进行灵活的调控。在当前全球新冠肺炎疫情持续，内外部环境充满挑战的大背景下，房地产行业仍然是国民经济的重要组成部分。政府的调控目标将不会是单纯打压楼市造成量价齐跌，而是希望房价涨幅不要过快过猛并维持供需关系稳定。2021 年 5 月财政部等四部门在北京召开了“房地产税改革试点工作座谈会”并听取了部分城市负责同志及部分专家学者对房地产税改革试点工作的意见。我们认为当前商品住宅的房地产税仍处于研究制定阶段，未来具体的实施也应当是先试点后铺开，同时部分以实际居住为目的而持有的住宅将很有可能获得部分甚至全额的税务豁免。

中央决策层重点关注住宅市场中存在的部分问题，多部门联合打击投机炒房。2021 年全国两会中提到要解决好大城市住房突出问题，尽最大努力帮助新市民、青年人等缓解住房困难，而 4 月的政治局会议还专门提到学区房的炒作问题。2021 年 1-2 月，上海市先后发布多条楼市新政，要求明确严格执行住房限购政策，二手房交易增值税免征年限由 2 年升至 5 年，同时楼盘认购组数超过可售房源套数 1.3 倍时，将转入按积分高低排序和公证摇号的选房流程。2021 年 3 月，多部门联合下发文件要求各地清查经营性贷款违规流入房地产市场的违规行为并加强对贷款的全流程管控。2021 年 4 月，深圳市住建局等七部门对涉及“深房理”涉嫌违法违规炒房问题进行了调查，对于过程中发现涉嫌犯罪的线索，将移交公安机关依法处理。未来一段时间，在多部门的大数据动态监管下，各地出现的新问题将更快地暴露出来并纳入监管，而遏制投机炒房和引导稳定的市场预期将成为各地方政府工作的重点之一。此外，近期的多个中央级别政策文件和会议纪要均提到要大力发展住房租赁市场，这或将在一定程度上缓解大城市中的新市民和青年人的住房紧张。

重点城市开始施行集中供地，主要针对住宅用地的招拍挂过程。2021 年 2 月，自然资源部要求 22 个一二线重点城市实施更为集中的住宅用地出让制度，即年内对住宅用地只允许进行不超过 3 次的集中出让。该政策主要针对纯住宅用地，而商业、工业、教育、医疗、政府公建配套、农业、科研等其他类型的用地出让仍将维持较为灵活的出让模式。我们大致上将住宅用地的获取方式总结为四大类，即招拍挂、收并购、产业勾地以及城市更新（旧改），其中产业勾地和城市更新有时也需要通过一般的招拍挂流程来完成。本次土地出让新政主要针对的是招拍挂这一多数房企使用的主流购地渠道。截至 2021 年 6 月底，所有城市均已经完成了首轮住宅用地集中出让或发布了首轮住宅用地的出让公告。从实际情况来看，近年来招拍挂中屡屡出现的溢价率限制、竞自持比例、配建公共设施、地块备案均价限制等附加条款仍然是存在的。鉴于这种更加集中的土拍规则对土地保证金支付和现金流管理的要求更高，新政可能使得中大型房企获得相对优势同时加速小地产商出清。此外，一些擅长开发商住综合体项目、产业勾地项目和城市更新项目等更为多样化经营的房企也将获得一定的相对优势，因为他们对于纯招拍挂渠道的依赖度相对较低。我们认为政府推行这一新政的主要目的还是为了更加有效地监管和调整土地出让流程，同时通过控制地价来抑制重点城市的房价涨幅。从首次集中出让的初步结果来看，许多未设置溢价率上限的重点城市依然出现了地价上扬的趋势。一些企业在首次集中供地中抱持着观望态度，希望等到下半年举行的后两次集中供地再拿地。同时也有许多企业由于害怕后续竞争更为激烈而拿不到地，在首次集中供地中就采取了较为激进的策略。我们认为住建部门和地方政府很有可能根据首次集中供地的结果，对 2021 年下半年可能进行的第二次和第三次住宅用地集中出让细则进行调整，因此重点城市下半年的土地市场仍然存在变数。

2021年上半年影响房地产行业的会议和政策摘要

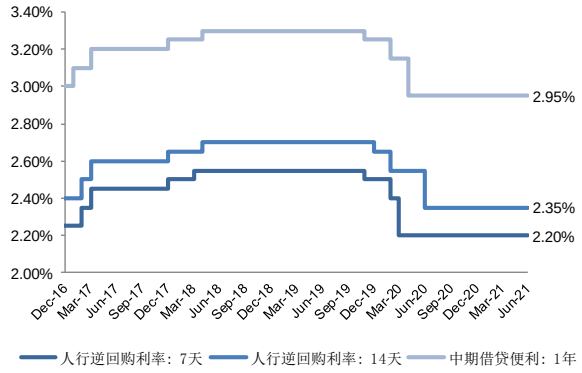
会议/政策	时间	涉及房地产行业主要内容
自然资源部 要求重点城市住宅用地实现“两集中”	2 月 18 日	按照住宅用地分类调控文件要求，22 个重点城市实现“两集中”，即（1）集中发布住宅用地出让公告，以及（2）2021 年住宅用地出让公告不能超过三次。重点城市包括北上广深四个一线城市以及武汉、长春、重庆主城区、青岛、南京、郑州、杭州、成都、天津、长沙、沈阳、济南、宁波、苏州、福州、无锡、合肥、厦门。
2021 年全国两会 《政府工作报告》	3 月 5 日	（1）“十四五”时期常住人口城镇化率要提高到 65%，要发展壮大城市群和都市圈，实施城市更新行动，完善住房市场体系和住房保障体系，提升城镇化发展质量；（2）要坚持“房住不炒”和“因城施策”，稳地价、稳房价、稳预期。通过增加土地供应、安排专项资金、集中建设等办法，切实增加保障性租赁住房和共有产权住房供给，规范发展长租房市场，降低租赁住房税费负担，尽最大努力帮助新市民、青年人等缓解住房困难；（3）积极的财政政策要提质增效、更可持续；稳健的货币政策要灵活精准、合理适度。
银保监会、住建部、人行 《关于防止经营用途贷款违规流入房地产领域的通知》	3 月 26 日	近期一些企业和个人违规将经营用途贷款投向房地产领域问题突出，影响房地产调控政策效果，挤占支持实体经济特别是小微企业发展的信贷资源。现要求加强（1）借款人资质核查，（2）信贷需求审核，（3）贷款期限管理，（4）贷款抵押物管理，（5）贷中贷后管理，（6）银行内部管理，（7）中介机构管理等。各银保监局、地方住房和城乡建设部门、人民银行分支机构要联合开展一次经营用途贷款违规流入房地产问题专项排查，于 2021 年 5 月 31 日前完成排查工作，并加大对违规问题督促整改和处罚力度。
政治局会议听取 《第三次全国国土调查主要情况汇报》	4 月 30 日	会议强调（1）要坚持“房住不炒”，增加保障性租赁住房和共有产权住房供给，防止以学区房等名义炒作房价；（2）要坚持最严格耕地保护制度，优化调整农村用地布局，确定各地耕地保有量和永久基本农田保护任务，规范耕地占补平衡，确保可以长期稳定利用的耕地总量不再减少。（3）要压实地方各级党委和政府责任，实行党政同责，从严查处各类违法违规占用耕地或改变耕地用途行为，遏制耕地“非农化”、严格管控“非粮化”。
财政部等四部门在京召开“房地产税改革试点工作座谈会”	5 月 11 日	财政部、全国人大常委会预算工委、住房城乡建设部、税务总局负责同志在京主持召开房地产税改革试点工作座谈会，听取部分城市人民政府负责同志及部分专家学者对房地产税改革试点工作的意见。
人民银行 《中国货币政策执行报告(2021 年第一季度)》	5 月 11 日	（1）2020 年末房地产贷款集中度管理制度出台后，人民银行会同银保监会指导省级分支机构合理确定地方法人银行房地产贷款集中度管理要求，督促集中度超出上限的商业银行制定过渡期调整方案。目前，信贷结构优化有序推进，房地产贷款集中度管理制度进入常态化政策执行和实施阶段；（2）要牢牢坚持“房住不炒”，坚持将不将房地产作为短期刺激经济的手段，坚持稳地价、稳房价、稳预期，保持房地产金融政策的连续性、一致性、稳定性，实施好房地产金融审慎管理制度，加大住房租赁金融支持力度。
政治局会议审议 《关于优化生育政策促进人口长期均衡发展的决定》	5 月 31 日	会议听取了“十四五”时期积极应对人口老龄化重大政策举措汇报。（1）我国人口总量庞大，近年来人口老龄化程度加深。进一步优化生育政策，实施一对夫妻可以生育三个子女政策及配套支持措施，有利于改善我国人口结构、落实积极应对人口老龄化国家战略、保持我国人力资源禀赋优势；（2）会议强调，要完善生育休假与生育保险制度，加强税收、住房等支持政策，保障女性就业合法权益。
财政部 《关于将国有土地使用权出让收入、矿产资源专项收入、海域使用金、无居民海岛使用金四项非税收入划转税务部门征收有关问题的通知》	6 月 4 日	（1）将由自然资源部门负责征收的国有土地使用权出让收入、矿产资源专项收入、海域使用金、无居民海岛使用金四项政府非税收入（以下简称四项政府非税收入），全部划转给税务部门负责征收；（2）先试点后推开。自 2021 年 7 月 1 日起，选择在河北、内蒙古、上海、浙江、安徽、青岛、云南省（自治区、直辖市、计划单列市）以省（区、市）为单位开展征管职责划转试点，探索完善征缴流程、职责分工等，为全面推开划转工作积累经验。暂未开展征管划转试点地区要积极做好四项政府非税收入征收划转准备工作，自 2022 年 1 月 1 日起全面实施征管划转工作。

资料来源：中国政府网、新华社、人民银行、国泰君安国际。

当前总体货币环境仍偏宽松，但房贷实际利率有所上升。《2021 年政府工作报告》提到，积极的财政政策要提质增效、更可持续；稳健的货币政策要灵活精准、合理适度。在这一政策基调推动下，人民银行在 2021 年上半年仍然通过多种工具向市场释放流动性。中期借贷便利(MLF)期末余额由 2020 年 12 月末的 51,500 亿元增长至 2021 年 4 月末和 5 月末的 54,000 亿元。然而，一年期 MLF 利率自 2020 年 4 月至今维持在 2.95%，同时 7 天以及 14

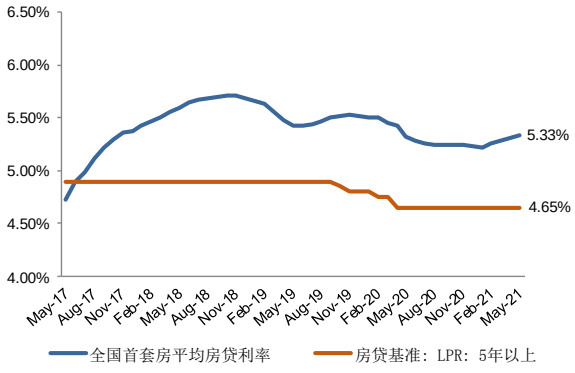
天公开市场操作(OMO)逆回购利率自 2020 年 6 月至今分别维持在 2.20%和 2.35%的水平。受此影响，作为房贷基准利率的 5 年期贷款市场报价利率(LPR)自 2020 年 4 月至 2021 年 6 月也维持在 4.65%的水平。一些其他国家在新冠疫情持续的背景下，通过长期维持超低利率甚至零利率水平来刺激经济。而中国自 2020 年以来则通过相对“正常化”的货币政策维持了适度宽松的货币环境，这有助于包含房企在内的实体企业降低融资成本，也有助于降低个人购房者的住房按揭贷款利率。人民银行 5 月发布的第一季度《货币政策执行报告》显示，2021 年第一季度境内发债成本环比有所下降，一般贷款的平均利率季度环比持平在 5.30%，但个人住房贷款加权平均利率季度环比上升 0.03 个百分点至 5.37%。融 360 大数据研究院数据也显示，全国首套房贷平均利率自 2021 年 1 月的 5.22%逐步升高至 2021 年 5 月的 5.33%。这说明许多地方提高了个人住房按揭贷款利率时基于 5 年期 LPR 利率上的加点要求，最终推高了实际的房贷利率。长久以来，购买首套和二套住房时的首付比例和贷款的利率一直地方政府调控房地产市场的重要工具之一，不同城市之间的房贷利率水平也存在较大差异。在当前总体流动性合理充裕和 LPR 维持稳定的大背景下，我们预计 2021 年下半年为配合相关调控政策，房贷实际利率有可能继续小幅走高，一定程度上抑制购房需求。

人民银行MLF利率和逆回购利率



资料来源：中国人民银行、国泰君安国际。

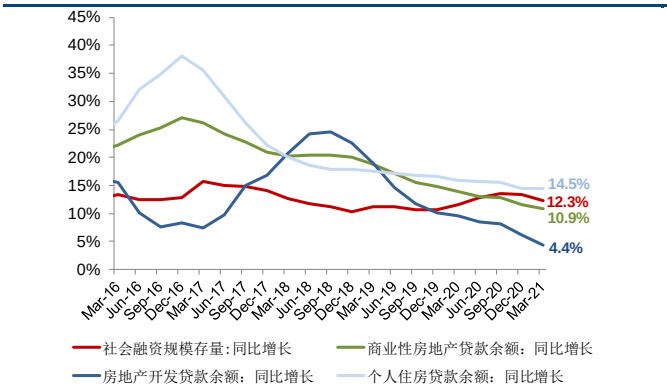
中国房贷利率和5年期LPR



资料来源：融 360 大数据研究院、中国人民银行、国泰君安国际。

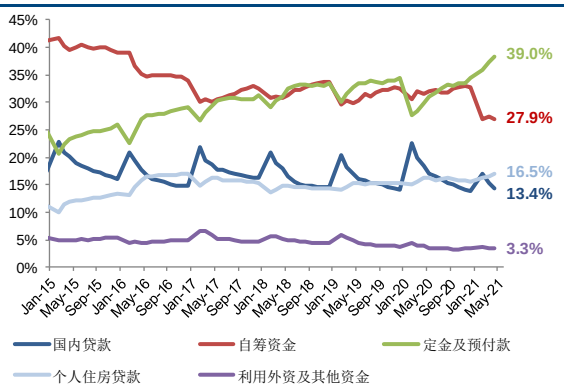
房企依然受到针对性的外部融资限制，自身销售回款成为开发资金主要来源。早在 2019 年，银保监会就发布了“23 号文”要求各金融机构严控地产融资，各信托机构随即受到窗口指导要求严控地产信托规模，而发改委则要求房企发行海外债券只能用于置换未来一年内到期的中长期境外债务。2020 年监管层对地产融资的管控再度加码，先后推出了针对高杠杆房企的“三道红线”政策以及针对各个商业银行的“房地产贷款集中度管理制度”。受此影响，与地产相关的贷款余额增速自 2020 年第三季度末以来持续弱于社会融资规模存量的增速。中国人民银行数据显示，2021 年第一季度末的社会融资规模存量同比增长 12.3%至约 294.55 万亿元，增速较上年末低 1 个百分点。而同期的全国主要金融机构商业性房地产贷款余额同比增长 10.9%至约 50.0 万亿元，增速较上年末回落 0.6 个百分点。其中个人住房贷款余额在 2021 年第一季度同比增长 14.5%至约 35.7 万亿元，增速较上年末回落 0.1 个百分点；而房地产开发贷款余额同比增长 4.4%至约 12.4 万亿元，增速较上年末回落 1.7 个百分点，这主要是受其中占比较高的住房开发贷款增速下滑所拖累。人民银行数据显示，住房开发贷款余额在 2021 年第一季度同比仅增长 5.8%至约 9.5 万亿元，增速较上年末大幅回落 2.4 个百分点。据国家统计局数据显示，2021 年 1-5 月房地产开发到位资金同比增长 29.9%至约 8.1 万亿元。其中自筹资金的占比自 2020 年 11 月的 33.1%持续下滑至 2021 年 5 月的 27.9%，而同期定金及预付款的占比则由 33.5%快速上升至 39.0%并成为最大的开发资金来源。这说明来自信用债、股权型信托、资产证券化 ABS、民间借贷、私募基金、明股实债等自筹资金渠道的融资受到了严格限制，导致部分房企不得不通过加速推盘销售来回笼资金以维持开发节奏。2021 年下半年，我们预计针对房企的外部融资限制仍将持续，这有助于房企降低自身的杠杆水平，也符合国家对于房地产行业“去金融化”的方针政策。但从房企自身发展的角度来说，未来基本不可能再通过大幅增加杠杆来实现快速的规模扩张，部分对外部融资依赖度较强而自身造血能力又较弱的房企可能被迫进行战略收缩。

社会融资规模存量和商业性房地产贷款余额同比增速



资料来源：中国人民银行、国泰君安国际。

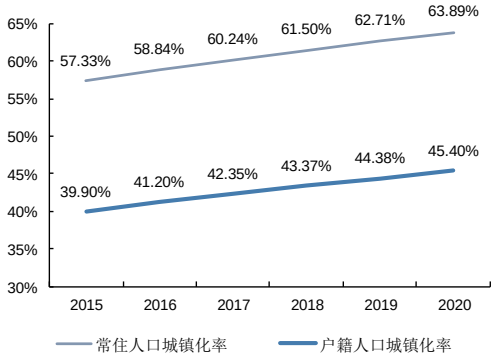
房地产开发到位资金来源占比



资料来源：国家统计局、国泰君安国际。

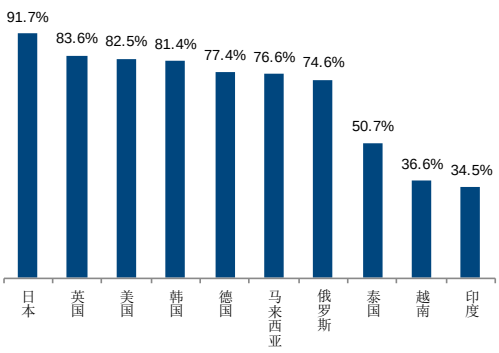
十四五规划将常住人口城市化率目标设定为 65%，潜在利好房地产行业。国家统计局数据和全国第七次人口普查的初步结果显示，中国城市常住人口占总人口的比例从 2010 年的 49.95%快速增长至 2020 年的 63.89%，相当于在 2010-2020 年期间平均每年增长约 1.4 个百分点。根据联合国和世界银行的数据，2019 年全球高收入、中等收入和低收入国家的平均城市化率分别约为 81.0%、52.9%和 33.3%。目前中国的城市化率已经超过了中等收入国家的平均水平，但仍远低于高收入国家的平均水平。考虑到户籍改革的加快和中国经济的长期稳定增长前景，我们认为中国的城市化率还远未见顶。《2021 年政府工作报告》提到，第十四个国家“五年计划”中要推动常住人口城市化率进一步提高至 65%。我们预计未来 3-5 年内，中国大部分地区仍将处在高速的城市化进程中，这将带来持续的城市人口流入并支撑住宅和商业地产的租售需求。但是，随着中国户籍制度的逐步放开和人口的自由流动，部分经济欠发达地区和一些低线城市人口净流出可能加剧。国家统计局局长宁吉喆在第七次人口普查主要数据结果发布会上透露，2020 年中国东北三省总人口约为 9,851 万人，相比 10 年前减少了约 1,101 万人。而国家统计局公布的全国 70 个大中城市房价指数也显示，近年来包含部分东北城市在内的一些城市的房价出现了同比下降的情况。因此，未来高线城市和主要经济圈周边城市与低线城市间的房地产市场表现可能会进一步分化。

中国常住人口及户籍人口城镇化率



资料来源：国家统计局、发改委、国泰君安国际。

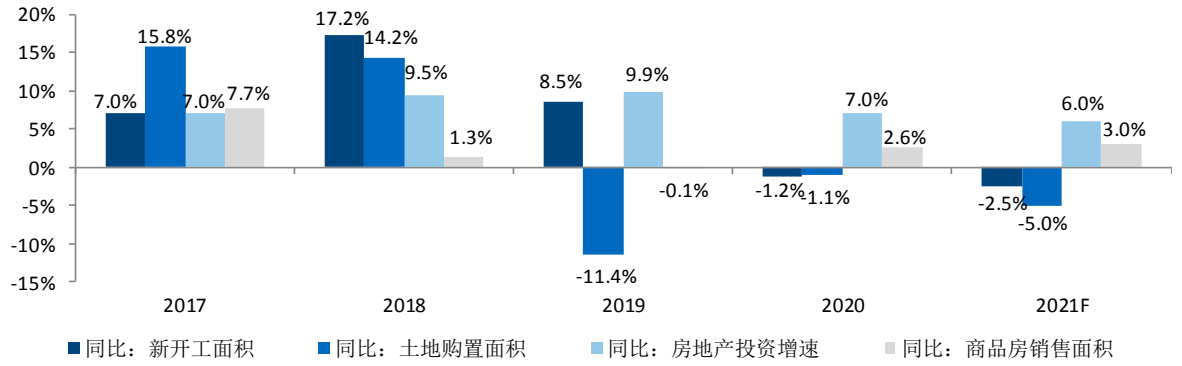
2019年末世界部分国家城镇化率



资料来源：世界银行、联合国、国泰君安国际。

2021 年商品房销售金额有望录得较高同比增速。2020 年上半年，新冠疫情给中国经济和房地产市场造成了较为严重的打击，商品房销售表现触底。由于中国政府卓有成效的疫情管控，包含房地产业在内的各行各业陆续复工复产，随后地产行业的一些关键性指标呈现强劲复苏。2021 年 1 至 5 月的商品房销售金额升至约人民币 7.05 万亿元，较 2020 年和 2019 年同期分别同比增长 52.4%和 36.2%。2021 年 1 至 5 月的房地产开发投资额也升至约人民币 5.43 万亿元，较 2020 年和 2019 年同期分别增长 18.3%和 17.9%。考虑到开发商出于保持销售增长、加快现金回款和降低杠杆水平等目的而在 2021 年下半年加速推盘，我们预计 2021 年的商品房销售面积将同比增长 3.0%至约 18.14 亿平方米。我们假设 2021 年商品房销售均价同比增长 6.5%，以反映当前重点城市集群不断升温的房地产市场以及多维度的房价调控。结合销售面积预测和均价假设，我们预计 2021 年商品房销售金额将同比增长 9.7%至人民币 190,444 亿元。我们预计新的集中供地政策将给 2021 年下半年土地市场带来更大的不确定性，同时不断攀升的地价、严格的备案均价限制和外部融资限制将使得部分地产开发企业在新开工的节奏把握和拿地策略上更趋谨慎。因此，我们预计 2021 年土地购置和新开工面积将依旧录得同比中低单位数下滑。考虑到开发投资完成额相对新开工和拿地指标的滞后效应，以及不断攀升的土地和建安成本，预计 2021 年全年的开发投资完成额有望维持 6%左右的中单位数正增长。

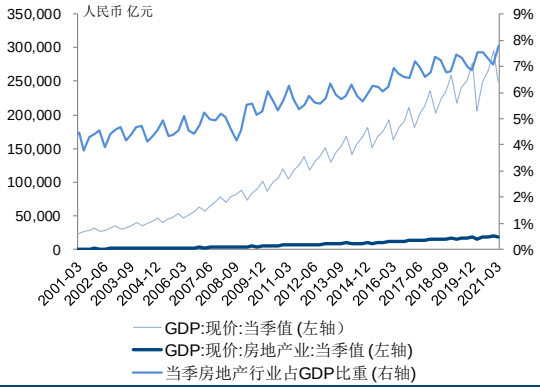
房地产行业关键数据



资料来源：国家统计局，国泰君安国际。

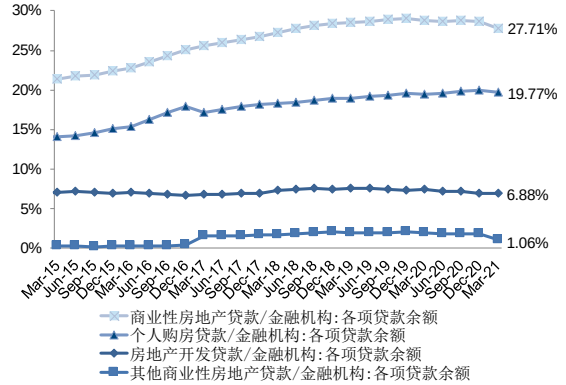
作为以国内大循环为主的新经济发展格局的一个重要组成部分，房地产行业仍将会长期稳健发展。国家统计局 2021 年第一季度国内生产总值(GDP)初步核算结果显示，一季度中国 GDP 总额同比增长 18.3%至 249,310 亿元。其中房地产业 GDP 同比增长 21.4%至 19,460 亿元，占同期 GDP 总额的 7.81%。截至 2021 年一季度末，全国金融机构人民币各项贷款余额达到约人民币 180.41 万亿元；其中商业性房地产贷款余额约为人民币 50.00 万亿元，占到了金融机构各项贷款余额的 27.71%；而同期个人购房贷款余额约为人民币 35.67 万亿元，占到了金融机构各项贷款余额的 19.77%。虽然房地产已经不再是中国经济增长的最主要动能，但其在保持经济增长和稳定社会就业中仍然扮演着重要角色，并带动钢铁、煤炭、工程机械、水泥建材、家居家装以及家电等上下游行业的发展。而且不动产除了具有实际的使用价值之外，由于其保值增值的特性还具有一定程度的投资品属性。2020 年新冠疫情的爆发给宏观经济带来了巨大不确定性，中国政府未设立具体的 GDP 增长目标。今年中国政府审时度势，将 2021 年总体 GDP 增速目标设定为 6%。随着实体经济在后疫情时代逐步企稳并恢复增长，体量仍然巨大的中国房地产市场仍将被动地承接一部分新增流动性。总而言之，我们认为中国宏观经济稳定的基本面、长期正面的增长预期以及灵活的产业调控和货币政策将确保房地产行业发挥国民经济“稳定剂”和“蓄水池”的作用，最终保持长期稳健发展。

2001至2021年第一季度中国GDP及房地产行业GDP



资料来源：国家统计局、国泰君安国际。

中国房地产相关贷款占人民币贷款总量比例

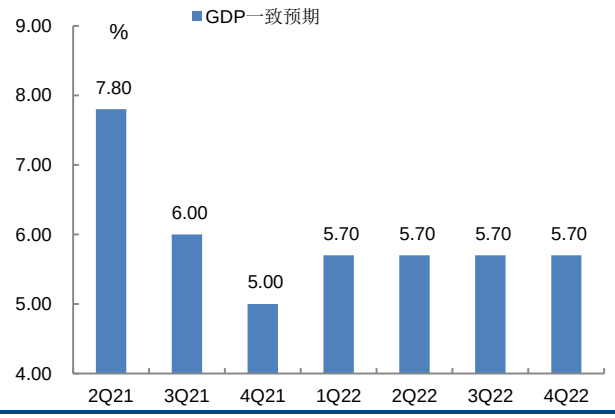


资料来源：中国人民银行、国泰君安国际。

2.9 2021 年中国 GDP 大幅回升

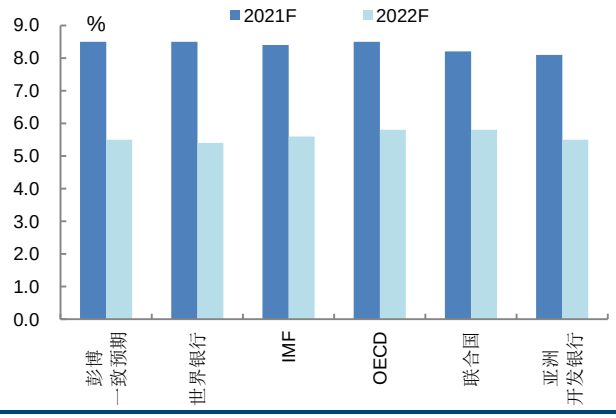
2021 年初至今，新冠疫苗大规模接种工作在全球各国家进行，全球经济开始出现复苏。中国的新冠疫情防控工作领先世界，经济基本面持续改善。中国 2021 年第一季度实际 GDP 同比增长 18.3%。对外贸易方面，出口产能替代海外产能支撑出口景气度，海外需求也将持续上升。国内消费温和增长，餐饮消费受区域疫情零星复发所拖累，但随着新冠疫苗注射率上升，国内消费将继续温和回升。投资方面，虽各项房地产调控政策制约房企资金面，房地产投资将在下半年保持韧性；基建投资将维持稳健的基调；全球经济逐渐修复，制造业生产不确定性下降，制造业投资将保持温和上升。**综合各家主流机构的预测，我们预计 2021 年和 2022 年中国的 GDP 同比增速将分别在 7.2%-8.5%及 5.4%-5.8%区间。**

中国 GDP 季度增长预测



资料来源： Bloomberg，国泰君安国际。

中国 GDP 年增长预测



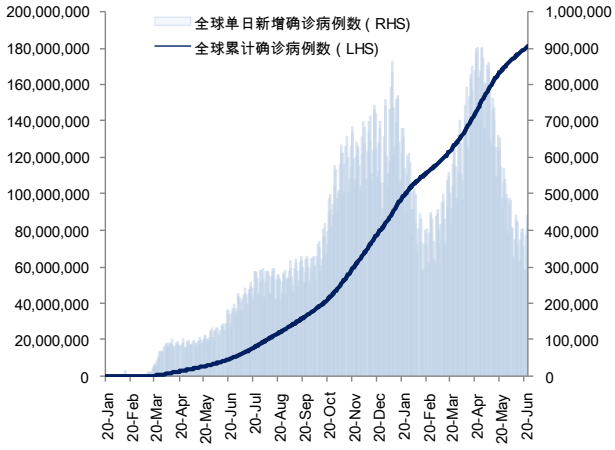
资料来源：国泰君安国际根据各机构最新报告整理。

三. 新冠疫情对经济活动的干扰未能消除，但情况逐步改善

3.1 新冠肺炎疫情进展

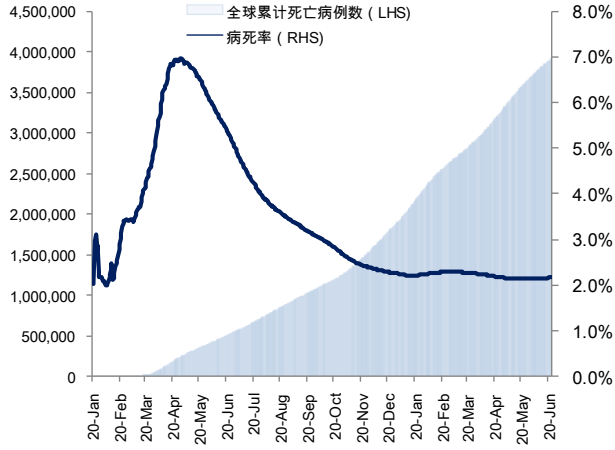
2021 年 4 月底以来，全球整体疫情形势有所好转，与防疫措施、疫苗接种以及天气均有关系。根据世界卫生组织，全球新冠肺炎新增确诊病例数（七日平均）从 2021 年 4 月中下旬的超过 80 万人下降至目前的 40 万人左右；我们认为与防疫措施、疫苗接种以及天气均有关系。截至 2021 年 6 月 25 日，世界共确诊 181,178,009 例病例，占世界人口的 2.3%；全球累计死亡人数达 3,923,873 人，对应病死率为 2.2%。新冠肺炎病死率近半年稳定在 2.1-2.3%水平，一方面是突变株加重了病死率，另一方面是新冠肺炎疫苗接种缓解了病死率。

全球新冠肺炎累计确诊病例数及每日新增确诊病例数



资料来源：世界卫生组织、国泰君安国际。
注：统计数据截至2021年6月25日。

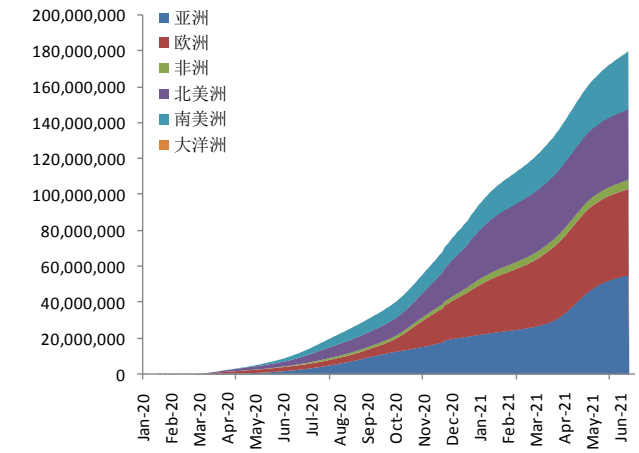
全球新冠肺炎死亡病例数目及病死率



资料来源：世界卫生组织、国泰君安国际。
注：统计数据截至2021年6月25日。

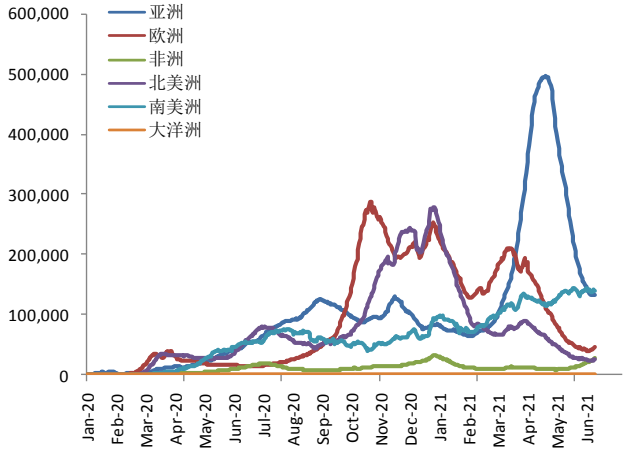
突变株主导多地疫情并引起多地疫情出现反弹。亚洲和南美洲报告最多的新增病例，流行株分别是 Delta 突变株与 Gamma 突变株；亚洲有边际好转，而南美疫情僵持;受多个突变株入侵影响，非洲疫情加速恶化；受 Delta 突变株入侵影响，美洲、欧洲与大洋洲疫情出现反弹。根据世界卫生组织，亚洲(尤其是印度)以及南美洲（尤其是巴西、阿根廷、哥伦比亚）分别占全球新增确诊病例数 35%以上。截至 6 月 25 日，就新冠肺炎每百万人新增确诊病例数（七日平均）而言，南美洲疫情最为严重，其新冠肺炎每百万人新增确诊病例数（七日平均）超过 300 人，而其他洲则处于 60 人及以下。除非洲与南美洲外，其余大洲所报告的新冠肺炎每百万人新增确诊病例数（七日平均）自 2021 年 4 月起均出现持续下降，但欧洲、北美洲以及大洋洲的疫情在 6 月中下旬开始出现反弹，与 Delta 变异株入侵有关。

各大洲新冠肺炎累计确诊病例数



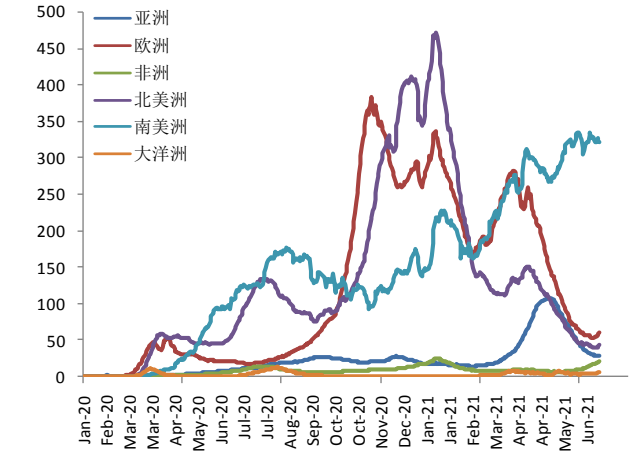
资料来源：Our World in Data、国泰君安国际。
注：统计数据截至2021年6月25日。

各大洲新冠肺炎新增确诊病例数（七日平均）



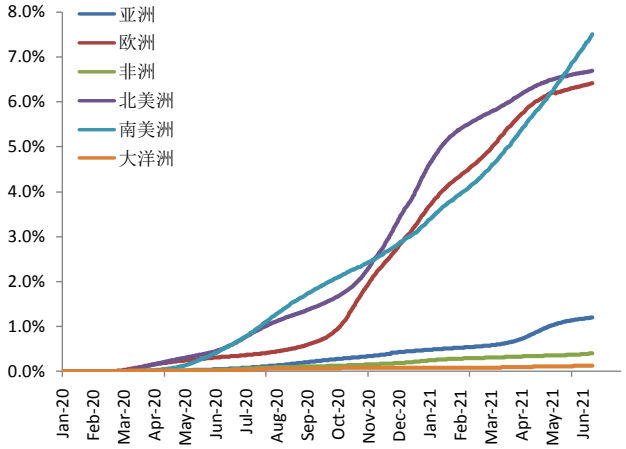
资料来源：Our World in Data、国泰君安国际。
注：统计数据截至2021年6月25日。

各大洲新冠肺炎每百万人新增确诊病例数（七日平均）



资料来源：Our World in Data、国泰君安国际。
注：统计数据截至2021年6月25日。

各大洲新冠肺炎人口感染率



资料来源：Our World in Data、国泰君安国际。
注：统计数据截至2021年6月25日。

3.2 新冠病毒变异情况及影响

世界卫生组织（WHO）目前已经认定了 4 个突变株为重点关注突变株，该等毒株尤其是 Delta 突变株已被证明可增加传染性、致病性甚至降低疫苗效用，并已在全球传播中占据优势，对全球防疫造成挑战。2020 年底至 2021 年 4 月，英国、南非、日本、美国和印度等国发现了多种 SARS-CoV-2 流行突变株，世界卫生组织从中列出了四个值得全球关注的关切突变株（variant of concern，“VOC”），分别是：在英国首次发现的 Alpha 突变株，在南非首次发现的 Beta 突变株，在巴西首次发现的 Gamma 突变株，在印度首次发现的 Delta 突变株。VOC 的主要特点包括⑴传播力增强或流行特点出现有害变化；⑵致病力增强或临床表现趋重，或⑶公共卫生、社会措施或现有诊断、疫苗、治疗方法的有效性降低。参见下表，Delta 突变株传播速度最快，其次是 Alpha 突变株；Beta 突变株暂时被证明逃逸人免疫反应最显著，其次是 Delta 突变株和 Gamma 突变株；但已有部分疫苗证明对这些突变株均有效。

关切突变株（VOC）的特性

突变株	Alpha (B.1.1.7)	Beta (B.1.351)	Gamma (P.1)	Delta (B.1.617.2)
受体结合域基因突变	N501Y	K417N/E484K/N501Y	K417T/E484K/N501Y	L452R/T478K
流行国家/地区数量	170	119	71	85
首发国家/地区	英国	南非	巴西	印度
首发时间	2020 年 9 月	2020 年 5 月	2020 年 11 月	2020 年 10 月
传染性	+++ 传染性和二次感染率增加	+ 传染性增加	++ 传染性增加	+++++ 传染性和二次感染率增加
病情严重性	增加住院风险； 可能会增加重症率及死亡率	未确认，可能会增加住院死亡风险	未确认，可能会增加住院风险	未确认，可能会增加住院风险
康复者再次感染的风险	中和抗体活性维持	中和抗体活性下降；D614G 毒株引发的 T 细胞反应保持有效	中等中和抗体活性下降	中和抗体活性下降
对诊断的影响	有一定影响：刺突基因靶向失败；不影响多靶标 RT-PCR/Ag RDTs	不影响 RT-PCR/Ag RDTs	暂未有报告	暂未有报告
对疫苗效果的影响	对疾病的保护不变	对疾病的保护下降；证据有限	对疾病有保护；但目前仅有三款疫苗的有限证据	对重症仍保留保护；可能降低对疾病和感染保护；但目前仅有两款疫苗的有限证据
- 重症	无/微小下降： Pfizer&BioNTech-Comirnaty	无/微小下降： Pfizer&BioNTech-Comirnaty Janssen-Ad26.COV		无/微小下降： Pfizer&BioNTech-Comirnaty AstraZeneca-Vaxzevria
- 轻中症		无/微小下降： Janssen-Ad26.COV 中等下降： Novavax-Covavax 显著下降;样本数受限： AstraZeneca-Vaxzevria		无/微小至轻微下降： PfizerBioNTech-Comirnaty 无/微小至中等下降： AstraZeneca-Vaxzevria
- 有症状	无/微小下降： Pfizer&BioNTech-Comirnaty Novavax-Covavax AstraZeneca-Vaxzevria		无/微小下降： 科兴中维-CoronaVac 无/微小至轻微下降： Pfizer&BioNTech-Comirnaty（单针） Moderna-mRNA-1273(单针)	
- 无症状	无/微小下降： Pfizer&BioNTech-Comirnaty 中等-显著下降;样本数受限： AstraZeneca-Vaxzevria			
- 感染	无/微小下降： Pfizer&BioNTech-Comirnaty	中等下降： Pfizer&BioNTech-Comirnaty	无/微小下降： 科兴中维-CoronaVac	无/微小至中等下降： Pfizer&BioNTech-Comirnaty AstraZeneca-Vaxzevria
对疫苗中和效应的影响				
- 无/微小下降	Bharat-Covaxin 中国生物北京所-BBIBP-CorV 科兴中维-CoronaVac Pfizer&BioNTech-Comirnaty Moderna-mRNA-1273 Gamaleya-Sputnik V Novavax-Covavax	Bharat-Covaxin 中国生物北京所-BBIBP-CorV 科兴中维-CoronaVac 安徽智飞 - Recombinant	AstraZeneca-Vaxzevria	Bharat-Covaxin
- 微小-中等下降	AstraZeneca-Vaxzevria	Pfizer&BioNTech-Comirnaty Moderna-mRNA-1273	Pfizer&BioNTech-Comirnaty Moderna-mRNA-1273 Janssen-Ad26.COV	Pfizer&BioNTech-Comirnaty Bharat-Covaxin
- 中等-严重下降		Janssen-Ad26.COV Gamaleya-Sputnik V AstraZeneca-Vaxzevria Novavax-Covavax		
- 显著下降				AstraZeneca-Vaxzevria（单针）

资料来源：世界卫生组织、国泰君安国际。

注：

1）数据截至2021年6月22日。Delta突变株的数据需要更多证据确认。

2）世界卫生组织根据SARS-CoV-2突变株的传播力、致病力等不同将其分为「关切突变株」（variant of concern，"VOC"）和「关注突变株」（variant of interest，"VOI"）；关切突变株（variant of concern，VOC）的主要特点包括⑴传播力增强或流行特点出现有害变化；⑵致病力增强或临床表现趋重，或⑶公共卫生、社会措施或现有诊断、疫苗、治疗方法的有效性降低；与早期参考株相比，关注突变株（variant of interest，VOI）应满足⑴病毒表型发生变化，或氨基酸变异引起或潜在引起病毒表型发生变化；⑵病毒突变株引起社区传播、或在多个地区或国家传播。

多个国家/地区因为 Delta 突变株的传入，疫情出现反弹。截至 2021 年 6 月 22 日，该突变株已快速蔓延传播至全球 85 个国家和地区，对全球抗疫造成挑战。由于 Delta 突变株的传入，并接替成为主流毒株，多个国家/地区的疫情出反弹，如非洲、英国、俄罗斯、中国广东省、美国部分洲等等。

Delta 突变株因存在免疫逃逸以及增加病毒感染力的基因表型，引起全球广泛关注。根据《SARS-CoV-2 Spike L452R Variant Evades Cellular Immunity and Increases Infectivity》，Delta 突变株受体结合域（RBD）的 L452R 突变可以逃逸人体 HLA-A24 提呈的 T 细胞应答。另外，L452R 突变增强了病毒对受体 ACE2 的亲和力。值得注意的是，L452R 突变还增加了刺突蛋白的稳定性、病毒的感染能力与病毒融合性，从而促进了病毒复制。亦有其他研究指出，RBD 的 T478K 突变，可能对体液免疫应答具有抵抗作用。

Delta 突变株传染性及致病性同时显著提高，医疗系统压力骤增。根据 Nature 期刊，Delta 突变株比 2020 年底在英国发现的具有高度传染性的 Alpha 突变株的传染性高出约 60%；初步证据表明，感染 Delta 突变株的人最终住院的可能性是感染 Alpha 突变株的人的 2 倍。另外，近期中国广东省疫情的发展情况亦揭露出，Delta 突变株的传播指数（R0）大幅提高，达到 4.0-5.0，是普通株的 1 倍；其潜伏期变短，从武汉疫情时期的平均 3-7 天缩短至 1-3 天；而且病毒载量变高，感染者体内病毒载量比普通株高 100 倍；患者体内病毒转阴的时间为 13-15 天，少数可达 20 天以上，远远长于与普通株的 7-9 天；病情进展快，重症比例达到 15%，转化为重症的时间缩短约一半。

Delta 突变株提高了二次感染的可能性并降低疫苗的中和作用，对全球防控疫情造成压力。根据《Reduced Neutralization of SARS-CoV-2 B.1.617 by Vaccine and Convalescent Serum》，感染野生毒株的康复者血清以及基于该等毒株研发的疫苗对 Delta 突变株的中和作用有所降低，但没有证据表明存在抗体的广泛逃逸。然而，Beta 突变株和 Gamma 突变株感染康复者血清显示出对 Delta 的中和作用显著降低，这说明 Delta 突变株和 Beta 与 Gamma 这两个突变株缺乏交叉中和，亦表明先前被 Beta 与 Gamma 这两个突变株感染的个体可能更容易被 Delta 突变株再次感染；而造成这个现象的原因可能是 Delta 突变株和 Beta 与 Gamma 这两个突变株的受体结合域（RBD）的突变位点显著不同。而 Alpha 突变株感染康复者血清则无显示出对 Delta 的中和作用有显著下降。

根据世界卫生组织以及广州疫情的经验，疫苗仍能有效预防严重疾病和死亡病例。近日，世界卫生组织流行病学家表示，看到疫苗对预防 Delta 变种毒株的有效性有所下降，但仍能有效预防严重疾病和死亡病例。根据钟南山院士，通过观察近期广州 Delta 突变株感染者及密接者的疫苗接种效果发现，完成全程免疫接种的预防效果明显，预防密接接触者感染的效果为 69%，预防发展为肺炎的效果为 73%，预防重症效果达 95%以上。

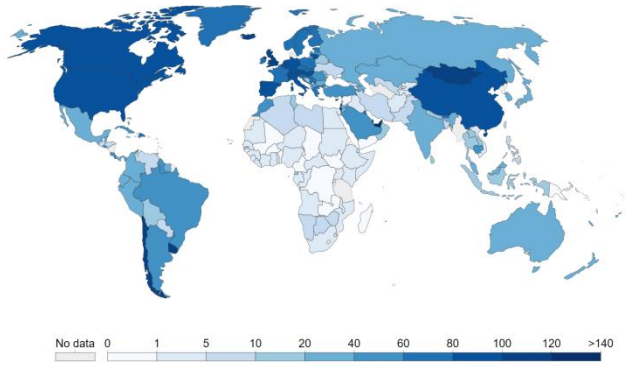
总的来说，Delta 因拥有更高的 R0 值并降低疫苗的中和作用，它的全球流行将推高需要达到群体免疫所需的疫苗接种率至 80%-90%；亦因为其致病性显著提高并可造成二次感染，在达到群体免疫前，各国/地区依然需要严格实施公共卫生及社会防疫措施以干预和降低病毒传播。新加坡国立大学苏瑞福公共卫生学院副院长 Alex Cook 指出，由于 Delta 病毒的传播力比其他变种病毒更强，也让疫苗的效果减弱，因此应该要有 80％至 90％的人完成接种，整体防疫措施才能稳定，高于此前 60%-70%的估算。

3.3 新冠肺炎疫苗真实世界数据证实是有效的

根据 Our World in Data，截至 2021 年 6 月 27 日，约 23%的世界人口至少接种了一剂新冠肺炎疫苗；约 11%的人口完成了全程接种；北美洲与欧洲的接种率最高。从地理分区看，目前接种新冠肺炎疫苗的人口比例最多的是北美洲，约 32%/42%的人口完成全程/第一针接种；其次是欧洲，分别为 26%/40%；南美洲分别为 12%/27%；亚洲分别为 8%/23%；大洋洲与非洲进度较落后，分别为 4%/17%以及 1%/3%。

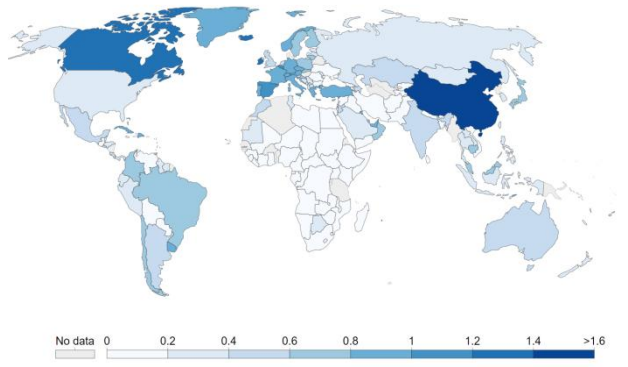
根据 Our World in Data，全球接种速度显著提高，截至 2021 年 6 月 27 日，7 日平均接种速度达到 0.54 剂每百人，亚洲与欧洲的接种速度最快。从地理分区看，目前接种新冠肺炎疫苗速度最快的是亚洲达到 0.71 每百人，其次是欧洲与南美洲分别达到 0.57 每百人与 0.54 每百人；北美洲的接种速度于 2021 年第 2 季度开始有明显下滑，目前为 0.34 每百人；大洋洲为 0.29 每百人；而非洲仅有 0.03 每百人。

各国家/地区新冠肺炎疫苗每百人累计接种情况



资料来源：Our World in Data、国泰君安国际。
注：统计数据截至2021年6月27日。

各国家/地区新冠肺炎疫苗每百人单日接种速度



资料来源：Our World in Data、国泰君安国际。
注：统计数据截至2021年6月27日，为7日平均数据。

全球面临疫苗分配不均的困境，发达国家接种率高，预计该等国家将于 2021 年年底前通过疫苗完成群体免疫；而低收入国家，可能在 2022 年以后。根据 Our World in Data，发达经济体如美国、英国等国家疫苗推广进度领跑，欧盟最近一个月疫苗接种速度大幅攀升。从目前情况预测，大部分发达国家，将于 2021 年底前通过疫苗完成群体免疫。目前，除阿联酋、巴林、智利等国外，绝大多数新兴经济体的疫苗推广严重滞后，而这些国家年内可能更多寄希望于美欧等发达国家疫情收尾后对外援助疫苗；但目前，疫苗援助的前景依然不明。根据世界卫生组织，整体低收入国家只有 0.9%的人至少接受了一剂。而低收入国家因财力有限，叠加目前 WHO、全球疫苗免疫联盟以及流行病预防创新联盟主导的 COVAX 计划交付量不足（目前仅向全球 131 国运送 8,700 多万剂疫苗，远远低于预期），可能在 2022 年之后才能实现群体免疫。

根据目前疫苗接种率较高的国家/地区初步分析，疫苗接种率达到一定比例后与新冠病毒感染及致病情况存在一定负相关关系，说明目前已上市的疫苗是有效的。目前，新冠肺炎疫苗全程接种率较高的国家/地区主要包括以色列、英国、巴林、智利、乌拉圭、匈牙利、美国等（详情请见下表）。该等国家/地区疫情控制情况却有所区别，但总体都得到控制：一部分国家新增确诊病例已经出现显著减少，如美国、匈牙利、卡塔尔；另一部分国家虽然新增确诊病例没有显著减少，但是官方公布的住院病例及死亡病例中，均以未全程接种疫苗的患者为主，如阿联酋、巴林、塞舌尔等。我们认为有几个原因造成部分国家/地区的新增病例在大规模接种疫苗后仍没有/推迟显著下降：1）部分国家在接种初期就已经大幅度放开防疫措施（包括社会及卫生），如智利以及塞舌尔等，导致疫情长时间没有出现明显好转；2）重要节日与疫苗接种加速期汇合，导致群众聚集加剧，疫情控制有所延缓，比如阿拉伯国家阿联酋与巴林等因为 4 至 5 月是斋月和开斋节举行了密集的宗教活动；3）由于不同疫苗的有效率有所不同（>50%至>90%），低保护力的疫苗接种，需要更高的接种率才能达到群体免疫，因此，接种相对低效的疫苗的国家，接种比例需要达到一个比接种相对高效的疫苗的国家更高的水平，才会看到明显的效果；以及 4）不同地区所面临的突变株的不同，亦将影响接种效果，譬如英国，原来疫情在疫苗加大接种以及严格执行社会与卫生防疫措施的背景下已经受到良好控制，但是因为 Delta 突变株的入侵，新增病例于 6 月开始迅速增长。总的来说，评估一款疫苗在真实世界中的保护效力如何，既需要看感染率、新增病例数，也需要考虑该国的防疫措施、民众的配合程度、是否广泛存在变异毒株、重症与死亡率等一系列因素。综合考虑当前接种率较高的各国家/地区的上述情况，我们认为目前已上市的疫苗是有效的。

节选国家/地区新冠肺炎疫苗接种率与新冠肺炎疫情变化情况

国家	2021 年第 2 季度疫情走势	使用疫苗	全程接种率（%）			每百万人新增确诊病例（7 日平均）			每百万人死亡确诊病例（7 日平均）		
			20210425	20210525	20210625	20210425	20210525	20210625	20210425	20210525	20210625
塞舌尔	↗↘	中国生物北京所-BBIBP-CorV AstraZeneca-Vaxzevria	55.6	65.1	68.4	540.4	1,417.8	722.0	1.5	4.4	5.8
美国	↘~	Janssen-Ad26.COV Pfizer&BioNTech-Comirnaty Moderna-mRNA-1273	28.3	39.2	45.3	175.8	72.8	36.6	2.2	1.6	0.9
阿联酋	↘↗	中国生物北京所-BBIBP-CorV Pfizer&BioNTech-Comirnaty	n.a.	n.a.	n.a.	196.2	153.3	211.4	0.2	0.3	0.6
卡塔尔	↘	Pfizer&BioNTech-Comirnaty	19.3	34.9	46.2	247.7	110.9	47.4	2.1	0.6	0.3

		Moderna-mRNA-1273									
匈牙利	↘	Pfizer&BioNTech-Comirnaty 中国生物北京所-BBIBP-CorV	17.2	33.1	49.0	281.1	52.6	7.1	21.3	4.5	0.4
乌拉圭	↗↘	科兴中维-CoronaVac Pfizer&BioNTech-Comirnaty	14.4	28.6	43.9	827.5	1,062.4	501.8	17.2	16.2	9.9
巴林	↗↘	Pfizer&BioNTech-Comirnaty 中国生物北京所-BBIBP-CorV AstraZeneca-Vaxzevria Janssen-Ad26.COV Gamaleya-Sputnik V	30.6	43.1	56.4	609.5	1,602.6	227.1	2.5	8.5	4.1
英国	~↗	AstraZeneca-Vaxzevria Pfizer&BioNTech-Comirnaty Moderna-mRNA-1273	19.0	34.8	47.5	36.6	35.7	187.6	0.3	0.1	0.2
以色列	~	Pfizer&BioNTech-Comirnaty	58.0	59.2	59.6	16.1	3.7	14.3	0.3	0.2	0.0
马耳他	↘	Pfizer&BioNTech-Comirnaty AstraZeneca-Vaxzevria	22.8	42.8	69.7	67.3	7.4	4.9	1.3	0.3	0.0
智利	~↘	科兴中维-CoronaVac Pfizer&BioNTech-Comirnaty AstraZeneca-Vaxzevria 康希诺-Convidecia	32.3	40.9	53.8	334.9	325.5	242.7	5.1	4.6	5.6

资料来源：世界卫生组织、Our World in Data、国泰君安国际。

注：除以色列与塞舌尔外，多个国家的新冠肺炎疫苗接种率从第2季度才开始放量，因此，我们选取第2季度作为观察时段。

阿联酋于 6 月 27 日首次公布的真实世界里新冠肺炎疫苗保护力数据报告揭露：通过新冠肺炎疫苗达到群体免疫后，在面对不同新冠病毒突变株时，疫苗可有效降低感染率，并能显著减少重症及死亡病例。根据阿联酋，目前，阿联酋 16 岁以上人口完成新冠肺炎疫苗全程接种的比例已经超过 90%，已达到群体免疫阈值；近期在阿联酋发现的最常见的毒株是 Beta 突变株，占 39%；其次是 Delta 突变株，占 34%；最后是 Alpha 突变株，占 11%；从致病情况看，接种新冠肺炎疫苗能极大地保护人们免于重症及死亡威胁：94%死亡病例都未接种新冠肺炎疫苗；92%重症监护室患者未接种疫苗；89%住院患者未接种疫苗；84%感染病例未接种新冠肺炎疫苗。

3.4 对未来疫情的展望

总的来说，新冠肺炎疫苗已初显成效，在坚持公共卫生防疫措施的前提下，世界有望逐步开放；但病毒变异或将延缓社会交流正常化的速度甚至令社会交流动态调整，皆因病毒变异会影响达到群体免疫的最低疫苗接种率甚至令疫苗失效。目前，新冠肺炎疫苗在全球范围内分配不均且疫苗接种速度慢于变异速度的情况，将导致新冠病毒在部分缺乏严格社会及公共卫生防疫措施的地区如印度广泛传播；病毒传播得越多，突变机会也越大，实现免疫逃逸的可能性也越大。若病毒突破免疫逃逸，则可能导致疫苗失效，并带来疫情卷土重来的风险。所以，只要有一个国家尚未控制住疫情，人类面对新冠病毒就并未获得真正的安全。科学家预计新冠病毒将长期存在并有流感化倾向，因此，与新冠病毒的拉锯战还得继续。或许将来在病毒不断变异之下，世界各地区将在加大新一代/多价疫苗或特效药研发的背景下寻求新平衡，并在暂缓与恢复正常的经济和社会活动间不断动态调整，直至重症率及病死率得到有效的控制。

3.5 对未来经济活动的展望

各国限制措施的实施主要取决于对疫情的控制。新冠疫情爆发以来，大部分国家均实行较为严格的限制措施对抗疫情，包括限制人群聚集，强制佩戴口罩，关停部分娱乐场所等。随着部分国家疫苗接种率的提高，疫情得到了有效控制，相应的限制措施也有所放宽。美国、中国、英国、德国、法国等国家在疫情已大幅好转的情况下，解除大部分社交隔离限制，各国内部的人员流动已基本恢复正常。印度、智利、南非等国家受到变种病毒的影响，疫情状况并未好转，因此仍然实施较为严格的防疫措施。因此全球供给与需求间仍然存在较为严重的不平衡。疫情控制较好的国家在放宽限制措施后，部分消费行业显著恢复，带动经济逐步复苏。而疫情控制较差的国家仍然实施较为严格的防疫措施，社会活动仍然难以恢复常态，对经济复苏形成拖累。

各国目前基本维持“外紧内松”，未来可能有限度放松跨境人员流动。目前包括中国、美国在内的多个国家在疫情控制较好的情况下，对内维持较为宽松的防疫措施，基本实现无障碍人员流动。但对外仍然实施较为严格的入境

限制。中国禁止境外游客入境，美国、英国则禁止疫情严重的部分国家游客入境。目前美国已放宽对 110 多个国家和地区的旅行限制，建议完成疫苗接种的本国居民可以出境旅游。欧盟也放松对 8 个国家地区的入境管制。在当前全球疫情仍然反复的情况下，各个国家可能仍然会维持“外紧内松”的防疫措施，避免国际间的人员流动，限制疫情扩散。而当前全球接种率仍然较低，国际间的人员交流可能仍将维持低迷。

各国仍将依据自身疫情情况实施相应的限制措施，经济复苏或将持续受到扰动，但不会改变复苏趋势。一年多来疫情全球扩散并不断反复，各国的限制措施也依据自身疫情的控制情况不断调整。短期在全球接种率较低的情况下，疫情的区域性传播不可避免。同时变种病毒也为各国的防疫成果带来了挑战。以色列在接种率接近 60%的情况下，因近期确诊人数有所上升而收紧防疫措施。中国则一直针对突发疫情，实施较为严格的大规模检测措施。这些限制措施对社会行为和经济活动都产生了一定影响。在短期全球较难实现群体免疫的情况下，病毒仍将不断反复，对全球经济复苏继续形成扰动。不过随着疫苗产能的不断提高，全球疫苗接种率将会随着时间的推移而提升，病毒再次造成大规模扩散的可能性较低，供需关系仍将持续改善，全球经济复苏的趋势不会改变。

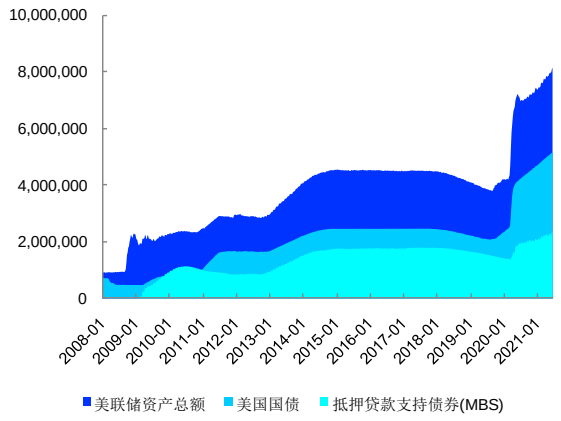
四. 极度宽松的货币政策还有多久

4.1 全球央行资产负债表现况

美联储资产规模较 2020 年初增 3.93 万亿美元。截至 2021 年 6 月 23 日，美联储资产负债表资产规模增至 8.10 万亿美元（较 2020 年初增 94.1%），其中美国国债为 5.16 万亿美元（较 2020 年初增 121.7%），抵押贷款支持债券（MBS）为 2.35 万亿美元（较年初增 67.1%），合计占比美联储总资产规模 92.8%。

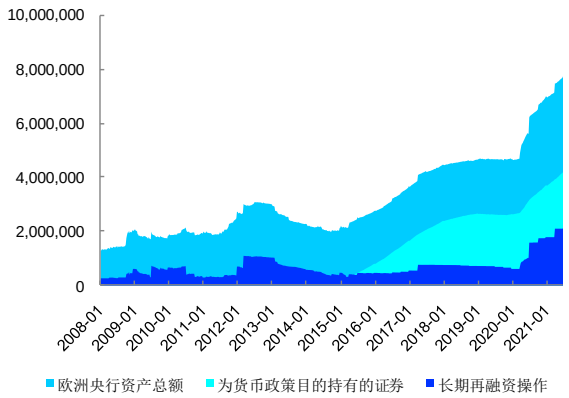
欧央行资产规模较 2020 年初增 3.21 万亿欧元。截至 2021 年 6 月 25 日，欧央行资产负债表规模增至 7.88 万亿欧元（较 2020 年初增 68.9%）。其中因货币政策持有证券规模 4.21 万亿欧元（较 2020 年初增 60.1%），公共部门债券购买计划（PSPP）为 2.42 万亿欧元（较 2020 年初增 15.2%），紧急抗疫购债计划（PEPP）为 1.17 万亿欧元。而长期再融资 2.22 万亿欧元（较 2020 年初增 159.8%），长期再融资及因货币政策持有证券规模二者合计共占比欧央行总资产 81.6%。

美联储资产负债表资产项目（百万美元）



资料来源：美联储。（截至2021年6月23日）

欧央行资产负债表资产项目（百万欧元）

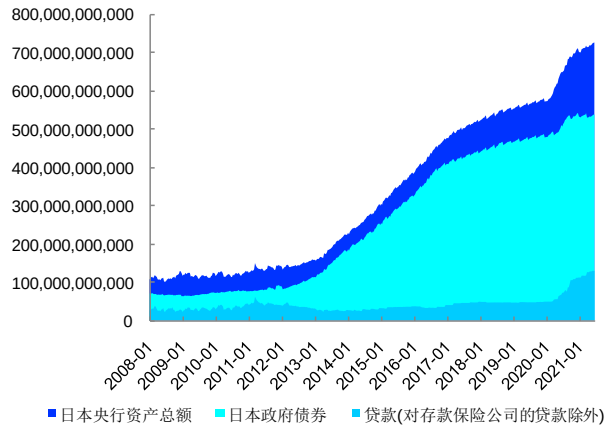


资料来源：欧央行。（截至 2021 年 6 月 25 日）

日本央行资产负债表规模较 2020 年初增 153.67 万亿日元。截至 2021 年 6 月 20 日，日本央行资产负债表资产规模增至 726.90 万亿日元(较 2020 年初增 26.8 %)，其中日本国债规模 540.83 万亿日元(较 2020 年初增 12.3%)，贷款(对存款保险公司的贷款除外)规模 129.23 万亿日元（较 2020 年初增 165.59%），二者合计共占比日本央行总资产 92.2%。

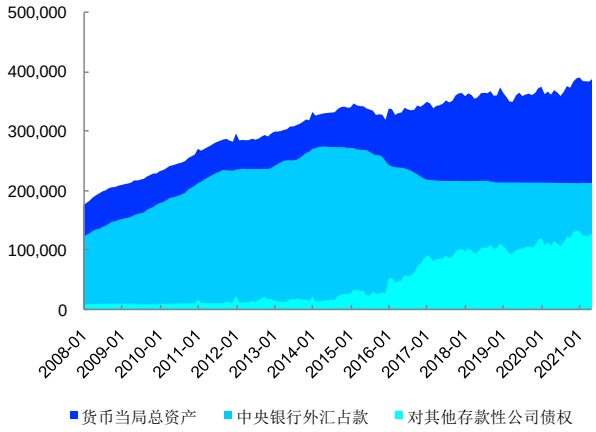
中国央行资产负债表较 2020 年初增 13,421 亿元人民币。截至 2021 年 5 月，中国资产负债表资产规模增至 38.69 万亿元人民币（较 2020 年初增 3.59%），其中外汇占款 21.19 万亿元人民币（较 2020 年初降 0.20%），对其他存款性公司债权 12.92 万亿人民币（较年初增 6.92%）。二者合计占比中国央行总资产 88.2%。

日本央行资产负债表资产项目（千日元）



资料来源：日本央行。（截至2021年6月20日）

中国央行资产负债表资产项目（亿元人民币）



资料来源：中国人民银行。（截至2021年5月）

4.2 大宗商品价格和各国通胀情况

4.2.1 大宗商品可能仍将维持相对高位 1-2 年

原油价格在去库背景下上行仍有空间。供给方面 OPEC+执行原定增产计划，由于当前 OPEC+的月例会制度促使价格调节机制更为灵活，OPEC+近期多次表示将根据市场合理调节需求并不会过度冲击市场，页岩油复产方面进度相对缓慢，增产的不确定的因素来自于伊朗供应。需求方面印度疫情逐步渡过第二波高峰，美国及全球机场航空客流也在恢复，全球经济复苏仍有空间。金融属性方面，虽然美元指数当前处于相对低位，而美联储临近 Taper，总体看美元指数和美债收益率均有反弹走势。在某种程度上存在部分抑制原油价格的因素。但当前原油库存仍处于去库阶段，地缘政治风险亦在升高，我们预计原油价格仍有上行空间。

农产品价格年内可能仍将维持相对高位。USDA 最新的季度种植面积报告，2021 年玉米种植面积预估 9,270 万英亩，比 2020 年高 2%，大豆种植面积预估 8,755 万英亩，比 2020 年高 5%，均低于市场预期。USDA 最新季度库存报告显示，美国 6 月 1 日当季玉米库存为 41.1 亿蒲式耳，为 2014 年同期以来最低水平；大豆库存 7.67 亿蒲式耳，为六年最低；小麦库存 8.44 亿蒲式耳，亦为六年最低。截至 6 月 27 日当周，21/22 年度美豆优良率 60%，远低于去年同期的 71%；美玉米优良率 64%，远低于去年同期的 73%。2021 年天气异常情况频发，巴西和美国均遭遇较为严重的干旱天气，根据美国国家海洋和大气局综合干旱系统报告，极端和异常干旱水平已经连续三周创下纪录，49.7%的美国西部地区正在经历极端干旱。2021 年极端天气频发叠加多数农产品低库存限制了农产品下跌幅度，年内仍可能保持相对高位。

贵金属将逐步回落：在 6 月美联储议息会议中，美联储将超储利率和隔夜逆回购利率分别上调了 5.0bp，也调高了通胀预期，预计市场对于 Taper 的讨论不远，而点阵图也显示 2023 年底前有两次加息，整体偏鹰派预期，美债短端收益率和长端收益率均应会逐步上行，预计美联储将逐步回归政策常态化，美联储可能 2022 年初开启缩减 QE，2023 年加息，贵金属预计将逐步回落。

基本金属预计将缓慢回落，但仍可能维持相对高位 1-2 年。供给方面，受疫情影响智利、秘鲁、几内亚、澳大利亚等矿产国仍有不确定性影响，但整体矿端资本开支暂未增大，电解环节也受碳中和政策约束，美国新财政刺激政策、其他国家复苏政策以及部分类似于新能源汽车产业链的快速增长对于基本金属等仍有需求，但全球金属产品主要消费国中国的社融存量同比增速自 2021 年 3 月逐步回落，投资需求增速将趋缓，而且随着美联储货币政策正常化的逐步推进，以及中国高层对于炒作大宗商品价格的严厉打击，投机性需求将逐步减少，我们认为以铜、铝为代表的基本金属价格上行空间有限，可能将缓慢回落，但仍可能维持相对高位 1-2 年。

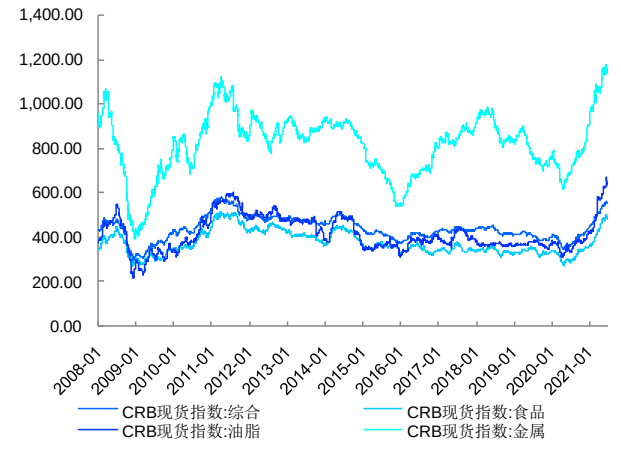
全球主要大宗商品活跃合约期货价格情况

指标	收盘价	同比涨幅
纽交所西德克萨斯轻质原油期货（美元/吨）	73.47	81.6%
北海布伦特原油期货（美元/吨）	74.62	71.0%
COMEX 黄金 100 盎司期货（美元/盎司）	1,771.60	-3.4%
郑商所动力煤期货合约（元/吨）	785.80	42.0%
新交所铁矿石期货（美元/吨）	211.19	169.8%
上期所螺纹钢期货（元/吨）	5,107.00	43.3%
LME 铜 3 个月滚动合约（美元/吨）	9,374.50	55.9%
LME 铝 3 个月滚动合约（美元/吨）	2,523.50	55.8%
LME 铅 3 个月滚动合约（美元/吨）	2,274.00	28.2%
LME 镍 3 个月滚动合约（美元/吨）	18,214.00	42.2%
LME 锡 3 个月滚动合约（美元/吨）	31,255.00	86.9%
LME 锌 3 个月滚动合约（美元/吨）	2,974.50	45.3%
芝加哥期货交易所大豆期货合约（美元/蒲式耳）	1,399.00	60.4%
芝加哥期货交易所玉米期货合约（美元/蒲式耳）	588.50	72.8%
芝加哥期货交易所豆粕期货合约（美元/蒲式耳）	381.70	28.6%

资料来源：Bloomberg，国泰君安国际。（截至 2021 年 6 月 30 日）

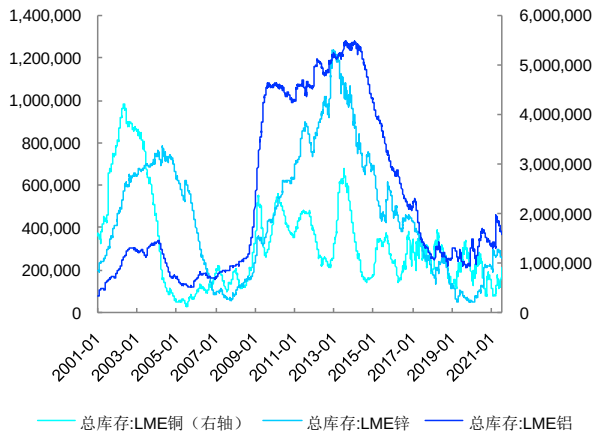
总结来看，大宗商品可能仍将维持相对高位 1-2 年。近一年来大宗商品价格大幅上行，更多原料或生产国家由于商品价格高企、利润激励有望重返供应市场，但供给的释放无论是农产品还是工业品均需时，其中工业品的供给弹性可能较农产品相对高些，但当前库存重建过程仍然缓慢。本轮大宗商品上行是需求端全球经济复苏推动的，存基本面支撑，疫情仍对于生产、供给、流通存在相应限制。假定疫情在疫苗和口罩等措施的防护下逐步可控，变种病毒本身并未引起过度的大规模扩散传播，全球经济恢复常态仍有增量复苏空间，那么叠加相应的美国基建计划，欧洲复苏基金等后续经济刺激政策。大宗商品本身价格短期有望在相对高位维持 1-2 年。虽然美联储可能逐步开启类似 2014 年开始的 Taper-加息-缩表进程，美元指数和美债收益率大概率逐步上行，部分可能压制大宗商品价格表现，但金融影响仅可成为干扰因素，并有时滞性。

CRB 指数及相关细分指数



资料来源：美国商品研究局。

LME 铜、铝、锌库存（吨）



资料来源：LME。

4.2.2 各国通胀情况

多重不确定性决定美国通胀幅度和时间，在稳定复苏状态下美国超过 2%以上的通胀抬升仍有望持续 2-3 年。5 月美国 CPI 同比增 5.0%，CPI 分项中同比涨幅靠前的领域集中在能源和交通运输，中期来看美国经济秩序恢复正常仍有空间，经济复苏仍有潜在增量。职位空缺加快释放，2021 年 4 月美国职位空缺达到 928.6 万，就业的持续短缺推动了薪资上行。与此同时占比 CPI 比重最大的租金价格将面临着房价上行后的跟随上涨。当前美联储倾向于认为此次通胀为一次性冲击影响导致的通胀，包括但不限于价格低基数、新冠肺炎疫情管控所导致的供给、流动、出行受限及财政刺激的现金及失业金救助发放等一次性原因，中长期通胀逻辑并不存在。随着经济和就业的持续复苏，价格上行空间有限，通胀水平相对可控。我们认为有以下几个方面可能决定此次通胀是否为短期通胀或者此次通胀可能到达的高度。

第一、疫情的反复及美国就业市场持续摩擦可能导致退出宽松政策时间延长。就业数据仍是美联储货币政策的主要目标，但疫情后面临着人们就业态度的变化和公司经营方式的转变，当前部分就业者可能存在担忧疫情或者领取救济金后不积极就业的问题，随着新的财政刺激计划更多在推进基建、制造业等复苏，美国就业市场需求可能出现结构变化，是否具有充足的技术员工可能将制约就业复苏速度和进度，部分行业可能存在由于就业不足所导致的供给不足。同时美国最低工资提到 15 美元/小时建议的方案也是拜登政府力主推进，不排除可能出现类似 70 年代工资-物价螺旋上升局面。货币政策的施行节奏仍然是通胀的最关键因素，近期变种病毒尤其是 Delta 病毒疫情在不同国家有反弹迹象，如果就业不达预期或者疫情反复而导致退出宽松的货币政策的时间延长，美国通胀上行压力将变大。

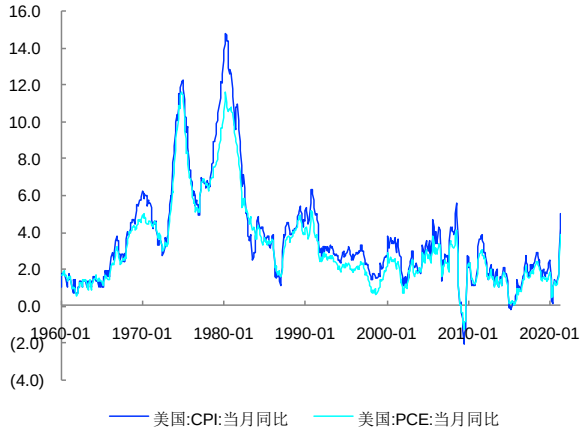
第二、全球生产恢复可能由于疫情对不同国家的差异出现阶段性或者部分全面性的供给影响。新冠肺炎疫情对于不同国家影响有差异，当前变种病毒的影响仍存不确定性，各国的复苏进度不一，疫苗接种进度发达国家也远好于发展中和欠发达国家。与此同时美联储及其他全球主要经济体可能将于不久后逐步开启货币政策正常化进程，一些主要的生产国和原料国的新兴经济体可能迎来美元回流带来压力，经济体存滞涨和外汇波动风险。全球政经环境近年波动较多，贸易摩擦频发，基于全球分工产业链的现状，部分产品可能出现短期的供给短缺，疫情期间的粮食短缺及半导体短缺、运力供给瓶颈等问题均已显现这种风险，当前美国零售、批发库存持续下行，终端库存较低，这将可能给主要消费进口国的美国带来物价上行压力。

第三、石油价格可能因地区冲突升级大幅上行。由于美国逐步撤出中东军事力量，中东诸国冲突风险抬高，拜登政府上台后，乌克兰与俄罗斯冲突、以色列与巴勒斯坦冲突频繁出现。OPEC+内部政治和经济利益仍存固有分歧，美国内部页岩油复产缓慢，这给原油价格带来不确定因素，如果地缘风险致原油价格出现大幅上行则可能将促进通胀水平的提升。

第四、极端天气可能带来的农产品短缺推升通胀。自今年入夏以来，美国西部地区气温较以往更高，出现了广泛的，普遍性的干旱。虽然目前对美豆、玉米等产区影响有限，但随着干旱情况的东移，时间进入 7、8 月份大豆的关键生长期，如果干旱情况持续则可能对大豆产区的影响加重。另一全球关键的农产品出口国巴西也同样遭受干旱的侵袭，5 月 28 日，巴西政府发出干旱警告，称该国正面临 91 年来最严重干旱期，严重影响了水力发电和农业，巴西是全球大豆、糖、咖啡、玉米等大宗商品的主要生产国和出口国。极端天气后期如果发酵则可能推升农产品价格助力通胀的持续。

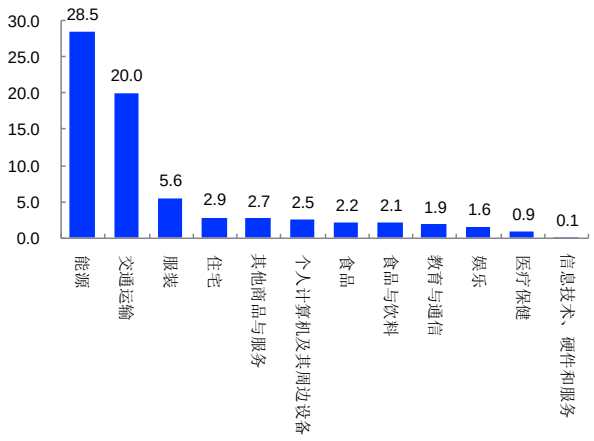
第五、美国财政过度负债可能约束美联储政策的退出进程。疫情过后全球各国面临着负债规模的大幅增长，美联储扩表速度空前，美元信用受到冲击，中、俄等国逐步减持美债。美国拜登政府近期向美国国会递交了总额高达 6 万亿美元的致力投资于基础设施、教育、研究等领域的 2022 年财政预算草案，并预计未来十年的年赤字额超过 1.3 万亿美元。如果在美联储货币政策政策正常化的过程中，美国国债利率上行过快，那么美国联邦政府融资压力将加大。当前海外多数经济体内部均面临较高的经济复苏压力，如果外部美债购买者萎缩，那么美债的发行可能需要美联储的货币政策配合。

美国 CPI 同比增速与 PCE 同比增速（%）



资料来源：美国劳工部，美国经济分析局。

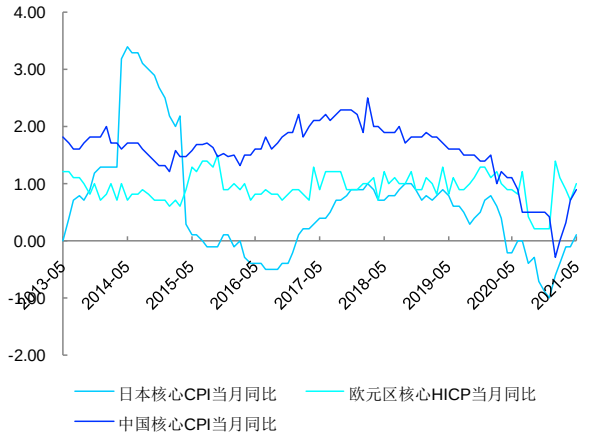
美国 5 月 CPI 细分项目同比增速（%）



资料来源：美国劳工部。

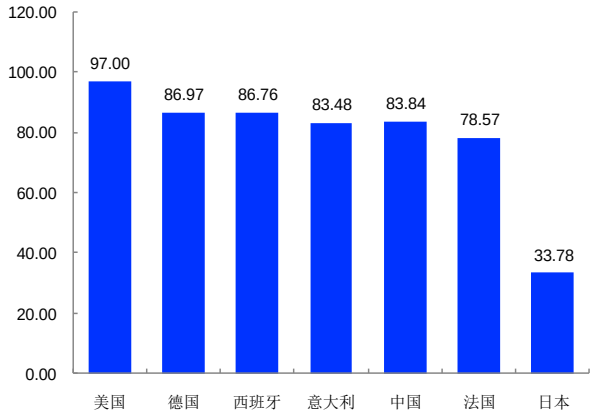
欧洲通胀压力不大，日本通胀上行艰难，中国通胀平稳。由于美联储的扩表速度规模和财政刺激力度方面均强于欧元区和日本，美国接种新冠肺炎疫苗的进度也相对更快，因此放松管控居民恢复正常生活、企业正常经营的进度也相对领先，美国通胀水平高于欧元区和日本等地。欧元区通胀上行较快的领域集中在出行和能源方面，而欧元区 5 月核心 CPI 同比上涨 0.9%，仍然低于疫情前水平，通胀压力相对有限；日本方面通胀水平则更低，日本 5 月核心 CPI 年率仅同比增长 0.1%，欧、日通胀仍面临着老龄化、劳动力短缺、劳动生产率下降等长期问题，而且本次并未大幅采用类似美国现金发放的财政刺激政策，居民收入恢复仍需时。中国方面由于应对新冠肺炎危机刺激力度合适，而且疫情管控远领先于世界其他国家，中国央行早就开启货币政策正常化，叠加猪肉价格周期性回落，CPI 同比增速平稳甚至略低于历史平均水平。

中国、欧元区、日本核心 CPI 同比增速（%）



资料来源：中国国家统计局，欧盟统计局，日本统计局。

各国每百人接种新冠疫苗数目



资料来源：Our World in Data。（截至 2021 年 6 月 28 日）

4.3 各国货币政策最新进展

部分发展中国家已开启加息，美联储 6 月议息会议偏鹰。当前全球各主要经济体央行仍大致维持宽松的货币政策，但部分发展中国家已提前上调利率，包括但不限于俄罗斯、巴西、土耳其等国；加拿大央行于 4 月的利率会议中决定在购债规模上进行缩减，由原先每周 40 亿加元缩减到 30 亿，成为 G7 国家中首个缩减购债规模的国家。6 月美联储议息会议后相继调高超额准备金率和隔夜回购利率，加息预期较之前提速，整体偏鹰。

全球各大央行最新货币政策汇总

央行	各国央行最新货币政策表态
美联储	美联储宣布将基准利率维持在 0%-0.25%不变，将超额准备金利率（IOER）从 0.1%调整至 0.15%，同时将隔夜逆回购利率由 0%调整至 0.05%。将继续每月增持至少 800 亿美元的国债和至少 400 亿美元的住房抵押贷款支持证券，直到委员会的充分就业和物价稳定目标取得实质性进展。美联储官员的加息路径点阵图显示，到 2023 年底美联储将加息两次。
英国央行	英国央行 6 月利率会议宣布维持 0.1%的利率决议不变，并维持 5 月 8,750 亿英镑的政府债券购买目标。其表示除非有迹象表明通胀率可以持续地维持在 2%的目标水平之上，否则不会收紧政策。对于购债速度，英国央行表示，英国 5 月央行企业债购买规模为 200 亿英镑，将放缓每周债券购买步伐。
欧央行	欧央行 6 月利率会议决定维持三大基准利率不变以及 1.85 万亿欧元的紧急抗疫购债计划（PEPP）规模不变。二季度购债速度较一季度已经明显加快，已完成约 60%的购债计划，不过，欧央行行长拉加德表示不一定要用完 PEPP 的额度。
中国央行	央行货币政策委员会召开 2021 年第二季度例会表示稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，把握好政策时度效，保持流动性合理充裕，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定，维护经济大局总体平稳，增强经济发展韧性。要加强国际宏观经济政策协调，防范外部冲击，搞好跨周期政策设计，优化存款利率监管，调整存款利率自律上限确定方式，继续释放贷款市场报价利率改革潜力，推动实际贷款利率进一步降低。
日本央行	日本央行于 6 月利率会议决定将基准利率维持在-0.1%不变的决定，符合市场预期。同时，将在不设定上限的情况下购买日本政府债券（JGBs），以维持 0%的 10 年期日本国债收益率目标。
俄罗斯央行	俄罗斯央行于 6 月议息会议上加息 50 个基点，将基准利率上调至 5.5%。自 3 月以来，俄罗斯已经连续第 3 次加息，累计已将利率提高了 125 个基点。
加拿大央行	加拿大央行于 4 月的利率会议中决定维持基准利率在 0.25%不变。但加拿大央行在购债规模上进行缩减，由原先每周 40 亿加元缩减到 30 亿，成为 G7 国家中首家缩减购债规模的国家。加拿大央行表示按照他们的预计超低利率将继续维持到 2022 年下半年，暗示央行可能会提前于明年下半年加息，这比此前预计的 2023 年进行提前。加拿大中央银行（BOC）于 6 月议息会议上宣布保持 0.25%的政策利率不变。还将维持其每周 30 亿美元的资产购买量化宽松目标。
澳大利亚央行	澳洲央行公布 6 月的利率决议维持基准利率在 0.1%不变，并重申为达至充分就业，以及通胀达 2%至 3%目标区间，不大可能早于 2024 年提高现金利率。

资料来源：美联储，英国央行，欧央行，中国央行，日本央行，俄罗斯央行，加拿大央行，澳大利亚央行。

4.4 货币政策转向的可能时间表及影响

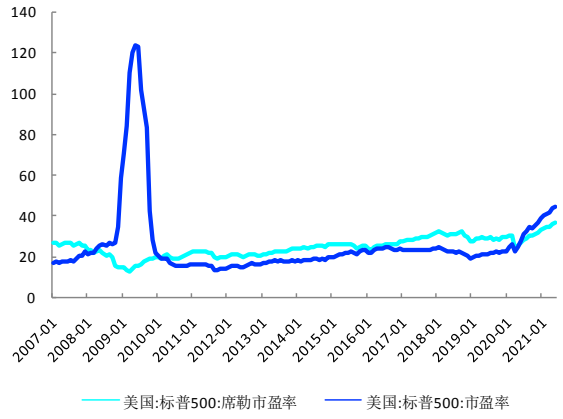
此次美联储应对新冠肺炎疫情与之前金融危机过程中启动的量化宽松政策存部分差异，因为当前疫情仍然存在不确定性，变种病毒疫情仍在反复干扰多国，这将可能使得经济复苏过程更为曲折，第二此次美联储的扩表速度和幅度均以往力度更强，这给予后续货币政策正常化过程跟之前存异，可能在执行过程中面临更多的流动性波动问题。在疫情相对稳定的前提下，我们预计 2021 年四季度美联储可能开启讨论 Taper，并于 2022 年初逐步缩减 QE 规模至年底退出 QE，并于 2023 年逐步开启加息。其相应影响我们认为存在于以下几个方面：

美国实际利率有望提升，股市高估值资产存波动可能。美联储资产规模较疫情前大幅增高，随着经济复苏的好转，多余的流动性泛滥，美联储 3 月以来通过隔夜逆回购工具吸纳了大量的短期的美元流动性，当前美国 10 年通胀指数国债(TIPS)收益率仍为负，美股在经济复苏叠加后期财政刺激的推动下持续回升，随着讨论 Taper 的临近，市场可能提前交易实际利率上行逻辑，根据 2013 年中数据，随着 Taper 的临近美债实际利率存大幅抬升可能，短端和长端美债均有提升空间，高估值资产面临估值重估压力。随着美元流动性回流，全球其他地区资本市场高估值资产同样存波动可能。

美国 10 年通胀指数国债(TIPS)收益率（%）

资料来源：美联储。

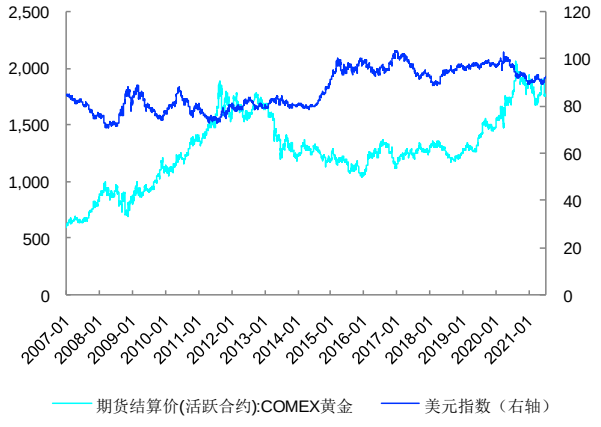
标普 500 市盈率及席勒市盈率



资料来源：标准普尔。

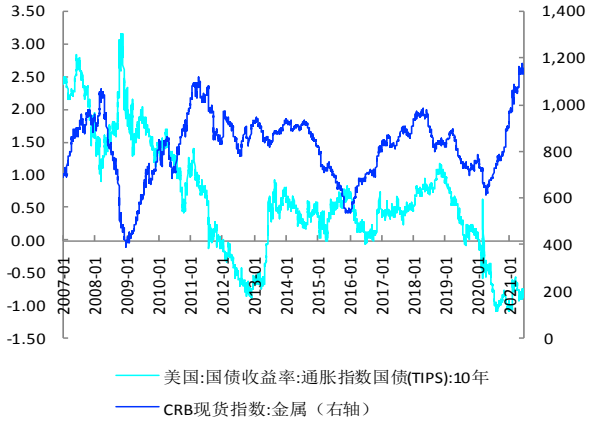
美元指数、美债短端和长端收益均可能抬升部分利空贵金属和基本金属价格。美联储即将开启货币政策正常化进程，而此次美国对于疫情的管控要优于多数新兴经济体，同时后续的财政刺激政策力度较强，经济增长预期要好于新兴经济体，随着流动性预期的边际收紧，美元指数及美债的短端和长端收益率均可能逐步上行，对相应的基本金属和贵金属影响相对负面。

美元指数与 COMEX 黄金期货指数结算价（美元/盎司）



资料来源：美联储，COMEX。

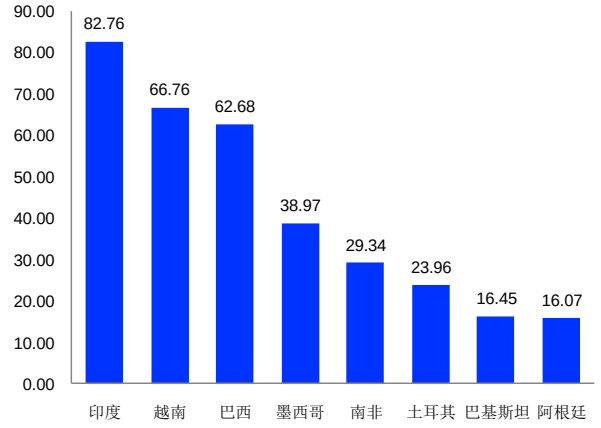
美国 10 年通胀指数国债(TIPS)收益率及 CRB 现货指数:金属



资料来源：美联储，美国商品研究局。

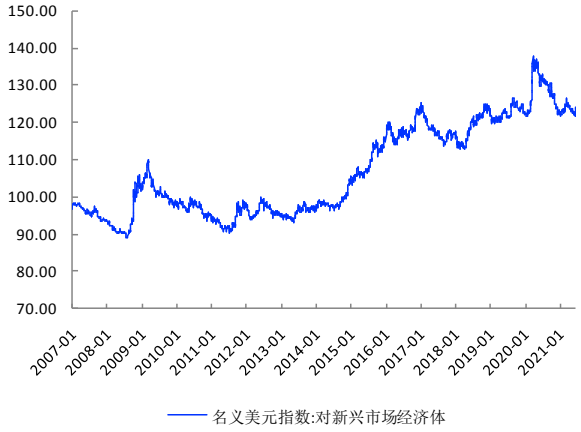
部分新兴经济体汇率面临大幅回落风险，经济可能陷入滞涨。美国此次应对新冠肺炎危机采取多样的财政刺激和货币政策，政策强度均较之前危机处理有所提升，经济复苏的力度和进度有望超预期。由于疫苗本身产能受限，不同国家应对危机管理能力存差异，部分新兴经济体国家疫情仍趋反复，经济复苏缓慢甚至部分停滞，美国经济复苏带来的输入性的通胀及美联储货币政策正常化带来的美元流动性回流可能促使其他多数国家陷入恶性滞涨，面临汇率危机，包括印度、越南、巴西、墨西哥、南非、土耳其、巴基斯坦、阿根廷等国面临较高外债和低外储情况，汇率风险和经济滞涨风险较高。

部分新兴经济体总储备占外债总额比重（%）



资料来源：世界银行.（截止2019年数据）

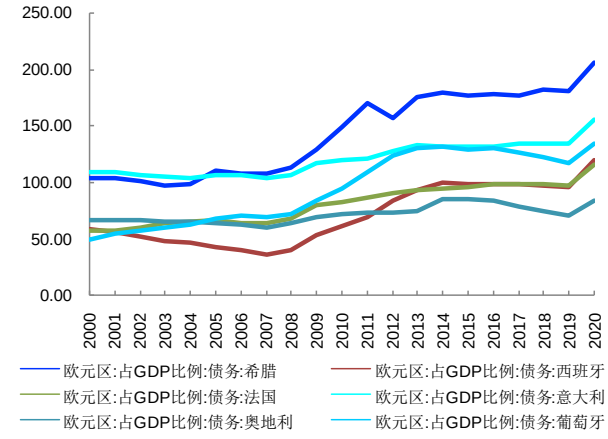
名义美元指数:对新兴市场经济体



资料来源：美联储。

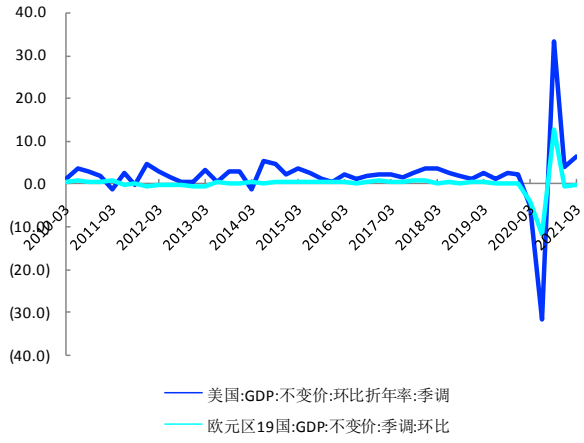
欧元区经济体应对新冠肺炎危机后债务大幅上行，欧元区可能需要在汇率和经济增速间作出平衡。此次疫情后各国多数以财政赤字化和货币政策来刺激复苏，欧元区诸国国家债务持续走高，原来欧债危机受影响国家包括西班牙、意大利、希腊等国债务均大幅增长，其债务占 GDP 比例均超过欧债危机期间数据。而欧元区当前经济复苏的进度节奏慢于美国，随着美联储率先迈入货币政策正常化，将促使欧元区货币政策化提速，这将使得融资利率持续走升，但两个区域经济复苏的节奏不同。面对大幅上行的欧债存量规模，欧元区可能需要在汇率和经济增速作出平衡。而欧元区财政协同本身存制度劣势，复苏基金的具体落地细节也存不确定性，随着财政方面的约束欧元区整体经济复苏受多样条件约束。

部分欧洲国家债务总额占 GDP 比例（%）



资料来源：欧央行。

美国和欧元区 GDP 不变价季环比（%）



资料来源：美国经济分析局，欧盟统计局。

五. 全球政治环境的变化及对经济和产业格局的影响

5.1 亚洲成为政治战略核心

美、日、印、澳联合遏制中国，韩国尽量维持中立，东盟与中美双方均试图合作，阿富汗内部纷争重燃。美国、日本、印度和澳大利亚四国协同是美国之前印太战略的主要构成，拜登政府的亚洲策略基本也延续此布局，3 月初四国领导人首次召开“四方安全对话”峰会，其中日本和澳大利亚均与美国签署过机制成熟的安全同盟协议，昭示着后续四国在军事、外交、经济、贸易等方面可能有更多协同，拜登政府上台后，日本政治外交上继续靠近美国并与中方关系依然较差，日本首相菅义伟多次公开言论伤及中日关系；澳大利亚多次在疫情问题上指责中国，双方多次在世界贸易组织针对对方提起诉讼，中澳对话暂停；印度方面与中国边境摩擦频频发生。澳大利亚、日本国家防务基本依托于美国，政治外交无独立性，其必然跟随美国战略，而且随着美国对中国的遏制，印度、日本、澳洲可能获得更多的经济和贸易空间，遏制中国符合其经济战略意义。韩国方面，虽然日韩联合声明存多种针对中国言论，但韩国总统文在寅在很多场合尽量避免损害中韩关系，出席 G7 峰会也表示没有参与关于中国方面问题的探讨。美国放开了对韩国研发制造 800KM 射程以上导弹的限制，此举使得中日韩三国可能萌生嫌隙。新冠肺炎疫情应对不利，韩国房价的大幅上行及韩国地方选举的失利使得文在寅的执政之路未来并不乐观，所以中韩关系暂时稳定，但中期关系并不乐观。同时日韩本身关系相对紧张，由于美国多方策略制衡，东北亚外交关系不确定性较多。东盟与中国关系密切，贸易额度来往频繁，当前东盟是中国第一大贸易来源国，RCEP 协议也在逐步推进过程。但东盟内部国家构成复杂，越南、泰国等生产制造国与中国存相当的竞争关系、新加坡倾向于西方、缅甸动荡，在南海问题上中国与东盟多数国家存有争端，东盟也试图与和美国进一步加强战略伙伴关系。美军撤出阿富汗驻军和北约相关驻军，阿富汗政府军在与塔利班的对抗升级，这可能将诱发更多恐怖主义活动，随着美军的撤出，土耳其也逐步增添其在阿富汗的影响力，阿富汗内部斗争局势复杂化。

美欧关系逐步修复，欧洲内部成员国对中国态度有分歧，中俄关系紧密。虽然拜登政府上台前便表示将要修复与欧盟关系，但美国总的外交策略已经从中东和欧洲不断向亚太和印度洋、太平洋地区转移，欧洲的战略地位总的来说是削弱的。在拜登政府上台之初，国务卿布林肯与防长奥斯汀、拜登相继访欧，美欧双方发表题为迈向新的跨大西洋关系的联合声明，双方还就持续 17 年的航空补贴争端达成五年关税休战协议；并争取 2021 年年底前解决钢铝产品关税分歧，总体来说美国与欧盟关系在持续回暖。随后的北约峰会联合声明称中国对基于规则的国际秩序和与北约安全相关的领域构成了“系统性挑战”，但其中法、德、意领导人均公开表示不应对中国抱有偏见。而且其欧洲内部也存矛盾，主要集中在英国与欧盟关于北爱尔兰的协议问题。德国今年年末开启大选，德中关系存变数，如果对华强硬派贝尔伯克上台，则与中国关系不容乐观。德国作为欧洲主导国家其与中国的态度基本主导欧盟与中国的关系。虽然欧洲、美国之间仍有嫌隙包括不限于在阿富汗撤军、新冠疫苗知识产权保护等问题，但拜登政府上台后欧盟冻结中欧投资协定，显示美国对欧洲政治经济影响力仍强，而且中国正加速迈向高附加值产业链，部分与西欧国家经济体形成竞争关系，欧洲经济强国本身对中国也存防备。中欧长期关系偏谨慎，经济利益仍是最佳连接。俄罗斯方面，拜登政府上台后俄美关系迅速恶化，乌克兰在顿巴斯地区战火重新燃起，俄罗斯强硬屯兵对阵，美国仍试图压制俄罗斯西拓空间，尤其是对欧洲的影响力。美国致力于阻挠北溪-2 号项目的顺利推进，再次开启多轮对俄制裁。但俄美会晤后就战略稳定发表了一份联合声明，美国似乎寻求美俄关系的可预测性。即便如此中俄关系正处在历史最高水平，在政治、经济、技术、军事技术合作方面双方均有意开展深度合作，俄中双边贸易额已连年超过 1,000 亿美元，俄中无论在地缘政治，战略部署还是经济结构方面均有互补需求，俄中关系有望持续深化。

中东混乱可能加剧，巴以冲突、以色列和伊朗的对抗成为不确定因素。拜登政府上台后以色列多次袭击加沙地带，巴以冲突再次发酵，内塔尼亚胡下台后新总理贝内特组成了 8 个政党联合的内阁，但贝内特本身也是右翼的民族主义者，刚一上台便再次袭击加沙地带。以色列和伊朗的矛盾则是当前多数问题核心，以色列以攻击加沙地带想阻止美伊重返伊核协议和美军撤走中东武装力量，防止后续伊朗逐步在中东扩大势力范围，但美军撤出中东态势明确，伊朗更有可能借机扩大其战略纵深，伊朗和以色列对抗可能加剧。伊朗方面，由于其较强的军事实力和握有霍尔木兹海峡的关键战略地位，美伊虽然历史矛盾较多，但仍未有明显直接武力冲突。由于美国战略重心转向亚洲，拜登政府致力于重返伊核协议，强硬派代表莱西就任伊朗新一届总统，谈判难度可能增高。但伊朗近年来由于美国制裁经济下滑明显，通胀水平大幅抬升，所以伊朗也有诉求重返伊核协议。当前美伊双方大概率重返伊核协议，但在解除伊朗制裁方面美伊仍有分歧。与此同时中国与伊朗签署了为期 25 年的价值 4,000 亿美元的全面合作计划以保证中国稳定能源供应，中国逐步参与中东事务，增加投资。由于美伊矛盾由来已久，伊朗更有可能

政治经济上倾向俄罗斯和中国，同时缓和与美国矛盾以发展经济及军事能力，随着美军逐步撤出中东，伊朗更有可能扩张其战略纵深，对于伊拉克、叙利亚等国影响力将持续上升。沙特方面，美国正在从沙特、科威特、伊拉克和约旦等国撤出军队和军事装备，常年以来政治方面倾向美国。拜登希望中东保持稳定局面，其可以专注于亚洲事务，试图促进伊朗和沙特和解。而沙特本身在没有美国支持的情况下也不希望发生更多摩擦，双方外交频繁释放利好，预计沙特伊朗和解也是大概率事件，这样阿拉伯半岛短期可能相对平稳。由于美国高调宣布推进新能源计划这与沙特利益存根本冲突，沙特阿美宣布将在未来的 50 年内，将确保中国能源安全作为其国内的首要任务之一，沙特更有可能在美、中之间保持平衡。

总结来看，我们认为全球政治战略局势正围绕着美国践行回归亚洲策略深刻变化。美国在亚洲建立以美、日、印、澳为主的类似北约联盟，试图不仅在国际政治和军事安全治理方面向中国施压，后期还有望在贸易、科技和跨国合作等方面对中国进行战略遏制。美军在亚洲的军事力量也可能加强，南海问题纷争频频，亚洲各国摩擦风险提升。由于美国长期的全球战略布局及较强的军事、科技、金融力量后盾，在全球外交层面多占据主动，无论是相同文化的欧洲，还是混乱的中东各国，美国与其同盟关系方面均较强。随着美国全球战略的变化，在政治上我们认为亚洲和中东内部摩擦将增多，欧洲与美国关系将回归盟友关系；中国、伊朗和俄罗斯关系将会深化。**中国方面凭借其完善的生产制造工业体系和庞大的进口消费市场，多以经贸往来扩大进口、输出制造和工业能力与多数发展中和发达国家保持友好往来，并开启内外双循环战略应对新的全球格局。**

5.2 全球产业链区域化趋势明显，技术竞争将加剧

全球产业链区域化趋势明显，北美、欧洲、亚洲三大区域产业链地位将进一步凸显。美国重返亚洲战略的开启，主要以多方位围堵中国展开，而中国作为全世界重要的制造业加工基地战略优势使得美国上一届特朗普政府多项制华策略效果大打折扣。近年来全球民粹主义盛行，经济结构过度金融化和全球贸易过度细分化使得各国收入分配结构愈发畸形，新冠肺炎疫情后多数主要发达国家均计划开启了再工业化进程。近二十年来全球产业链基于经济成本和效率最大化，形成了专业化、细分化分工，但环节过多、物流成本高、运输时间长以及部分产业链过于集中在某个国家或地区等问题，使得全球产业链脆弱性高。在新冠肺炎疫情后，此问题凸显，中国较强的全国动员能力和全球唯一拥有全部工业门类国家的生产能力促使全球经济体对中国依赖度增强，美、英、日、德、法等发达国家均出台政策鼓励重要性战略物资生产迁回国内或实现基地多元化。近年来，三星、苹果等科技公司均迁出中国生产线至东南亚国家。随着美国遏制中国战略的深化，美国可能致力于推动产业链的区域化、分散化进而削弱中国在全球国家间制造层面的优势竞争力，并试图通过新的贸易协定将中国排除在世界分工之外，全球化水平可能呈现加速倒退。发达国家可能会以政府补贴支持制造业回归本国或临近区域，合理的运输距离、合理分工区域、合理的分工环节可能将逐步替代经济成本和效率最大化，区域化、生产地多元化可能、生产环节缩短化成为长期趋势。全球基本形成了以美国为核心的北美洲供应链，以德国为核心的欧洲供应链和以中国、日本、韩国为核心的东亚供应链。与此同时中、美、欧、日等发达经济体近年来签订了多项区域自贸协定，产业链的区域属性将愈发增强。

全球商品贸易占总产出的百分比

资料来源：麦肯锡。

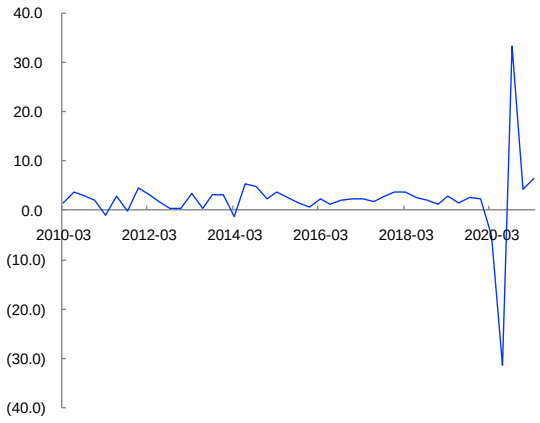
全球技术竞争可能加剧。由于中美均属于核武器大国，直接热战的可能性较低。更多可能在于经济贸易、金融、社会、文化层面进行抗争，这在近十年来中美竞争中也已验证。而随着由于经济业态逐步向信息化、智能化、数字化过度，新技术为传统业态赋能，使得新技术本身不仅承载着新的经济业态的增长，更承载这部分国家安全的保障。当前世界临近在人工智能、量子技术、生物技术，太空技术、5G 和物联网技术、机器人技术、无线充电技术、各种无人载具技术、区块链技术以及新能源新材料技术等领域出现技术性突破。全球各主要经济均在科技领域大力投资，随着中美竞争持续，美对中国在政治意识形态上逐步流出到科技、经济领域的竞争，对科技规范标准制定权的争夺上也将愈加激烈。

六. 美国货币政策面临转向

6.1 美国经济延续复苏，通胀水平上升

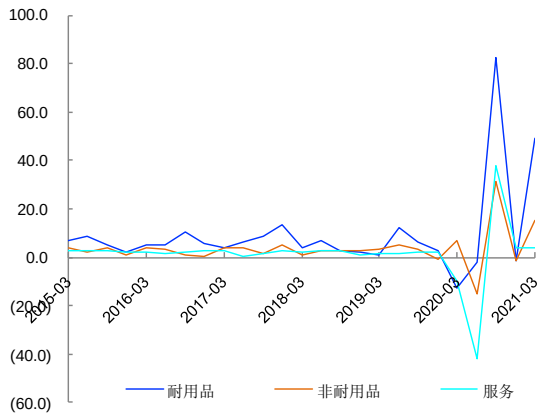
美国经济复苏持续，服务和非耐用品消费复苏加快。美国 1 季度实际 GDP 年化季环比增 6.4%，其中个人消费季环比增 11.4%，个人消费中的耐用品消费，非耐用品消费和服务消费季度环比增速分别为 49.2%，15.2%和 4.2%，耐用品边际同比增速在放慢，而非耐用品和服务消费边际增速在加快，显示美国经济逐步由商品消费步入服务消费复苏阶段。5 月美国个人收入环比下降 2.0%，财政刺激计划对于居民收入的支持逐步减退；但 5 月消费支出月环比基本保持不变，4 月环比增速为 0.9%。由于拜登政府上台后推行口罩令、快速接种疫苗计划，以及 1.9 万亿美元的财政刺激计划含有相应的现金支票和失业救济金，美国经济加速复苏。美国 6 月 Markit 制造业 PMI 初值为 62.6，前值为 62.1。6 月 Markit 服务业 PMI 初值为 64.8，前值为 70.4。截至 6 月 30 日，CNN 和穆迪分析公司（CNN Business and Moody's Analytics）合作编制的“回归正常指数”（Back-to-Normal Index）为 93%，显示美国经济的复苏在持续加速。

美国 GDP 年率季环比（%）



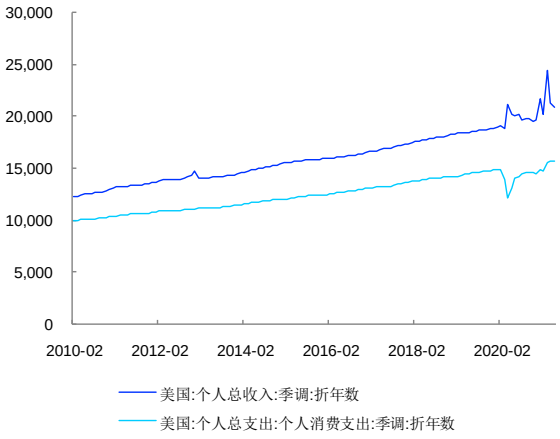
资料来源：美国经济分析局。

美国 GDP 个人消费季度环比细项数据（%）



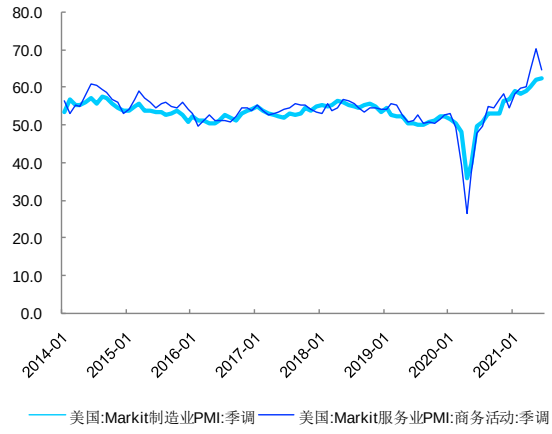
资料来源：美国经济分析局。

美国月度个人收入和消费支出总额（十亿美元）



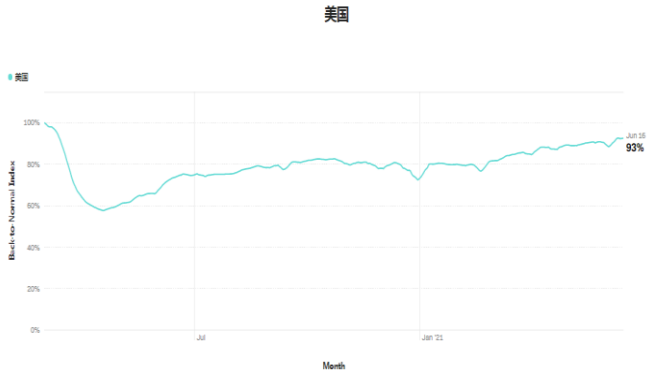
资料来源：美国经济分析局

美国 Markit 制造业和服务业 PMI



资料来源：美国经济分析局。

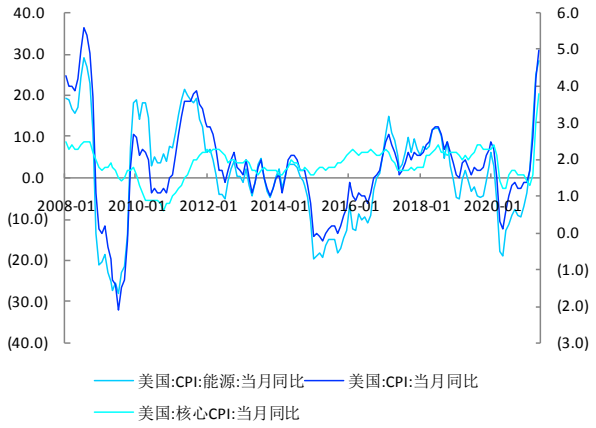
Back-to-Normal Index



资料来源：CNN Business and Moods' Analytics.

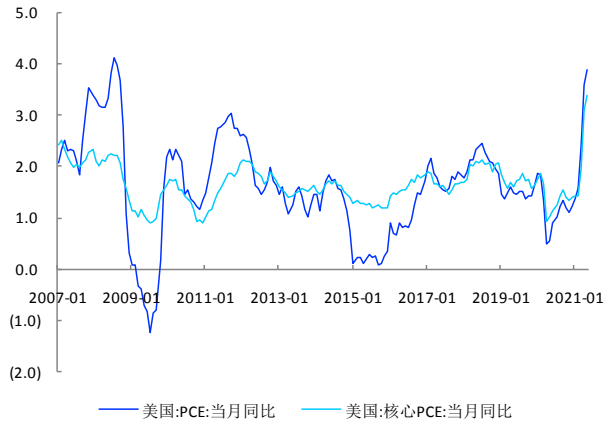
通胀水平走高，有望维持 2%以上 2-3 年水平。美国通胀水平持续上行，5 月 PCE 和核心 PCE 分别同比增 3.9%和 3.4%，美国 5 月的 CPI 和核心 CPI 分别同比增 5.0%和 3.8%，其中 CPI 能源同比上行 28.5%，是通胀数据推动项目；CPI 数据当前同比增速的领域主要在能源交通、运输、服装等领域，部分是由于低基数及一次性的管控放开促使经济恢复常态的原因。经济复苏的阶段逐步从商品消费向服务消费过渡，美国复苏还有空间。而当前仍远没有达到充分就业水平，随着薪酬指数和就业情况的持续好转，我们认为通胀仍有上行空间。

美国 CPI、核心 CPI 和 CPI 能源项目同比增速（%）



资料来源：美国商务部。

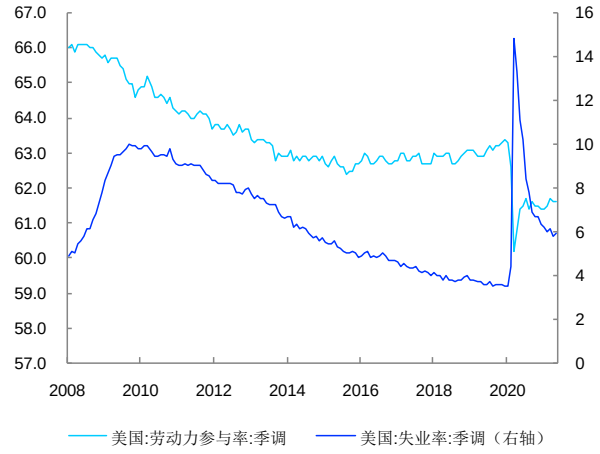
美国 PCE 和核心 PCE 同比增速（%）



资料来源：美国商务部。

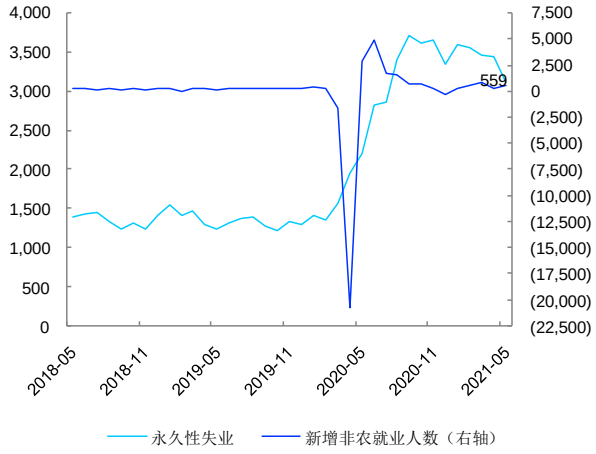
美国就业市场持续改善，美国职位空缺数创新高。当前美国劳动参与率仍相对较低，但失业率持续改善。5 月美国劳动参与率为 61.6%；5 月失业率为 5.8%，失业率环比下降 0.3 个百分点。其中永久失业人数持续下滑，5 月美国永久失业人数为 311.3 万人，前值为 343.8 万人。5 月新增非农就业 55.9 万人。随着经济的快速复苏，美国职位空缺数大幅增加，美国国 4 月 JOLTS 职位空缺 928.6 万人,前值 812.3 万人。多轮的财政刺激政策包含的现金支票和失业救济金使得人们当前找工作意愿不强，同时就业者对于疫情的担忧也防止他们回归就业市场，所以招工企业逐步提高薪酬吸引就业者，随着就业供求匹配持续优化，美国失业情况仍有大幅改善空间。

失业率（%）和劳动参与率（%）



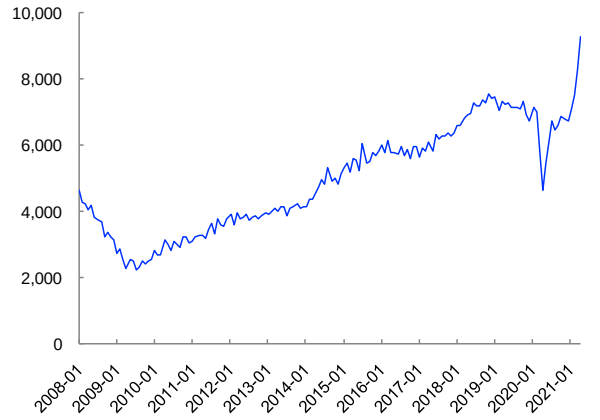
资料来源：美国劳工部。

新增非农就业人数（千人）和永久失业人数（千人）



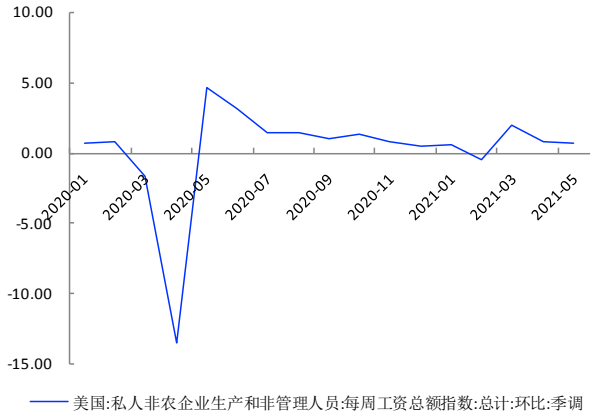
资料来源：美国劳工部。

美国劳工部职位空缺及劳动力流动调查(JOLTS)（千人）



资料来源：美国劳工部。

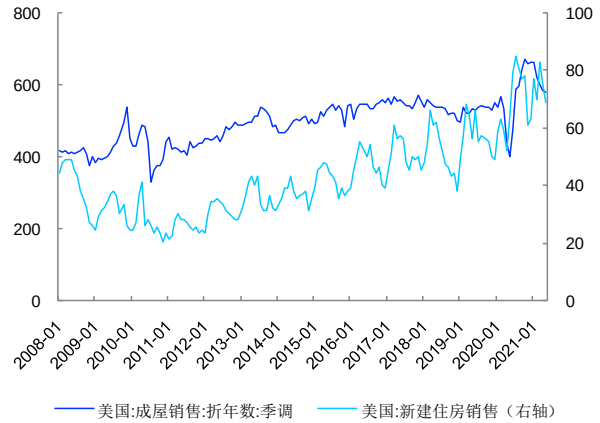
美国私人非农企业生产和非管理人员每周工资总额指数环比:季调



资料来源：美国劳工部。

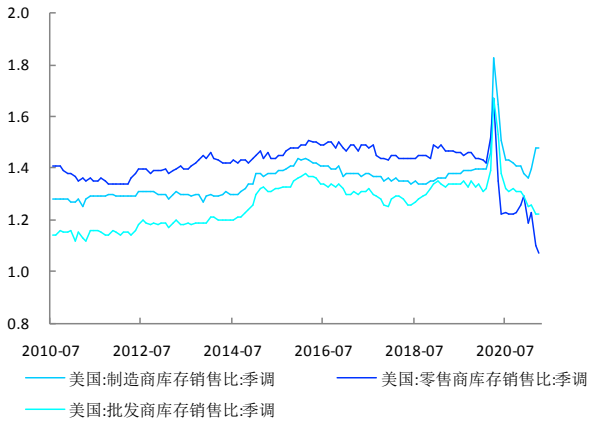
美国成屋销售恢复并已高于疫情前水平，批发、零售等终端库存处于低位。美国新屋销售和成屋销售逐步下滑，五月新屋销售季调之后为年化 76.9 万户，低于市场预期的 86.5 万户，环比跌 5.9%。5 月份季调后年化成屋销售为 580 万套，也是连续第四个月出现下降，随着美国房价的持续走高和房贷利率触底回升，房屋销售显疲态，美国地产周期似乎逐步迈入常态化。随着美国经济持续复苏，制造商的库销比在回升，但零售批发方面的库销比仍在下降，显示终端消费的复苏仍然快于生产，美国当前仍处于去库水平，终端库存较低，后续补库仍有空间。

美国新屋销售（千套）和成屋销售（千套）



资料来源：美国商务部。

美国制造商、零售商、批发商库存销售比



资料来源：美国商务部。

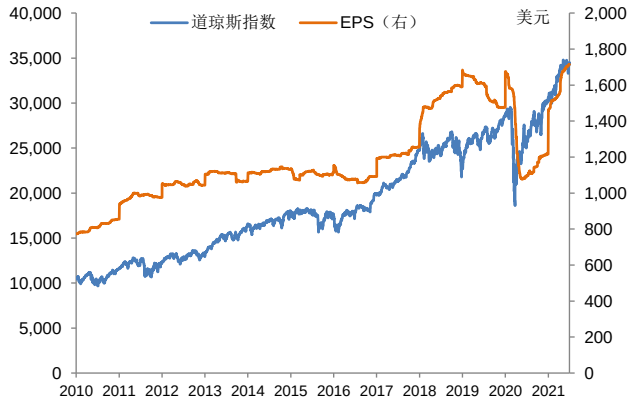
6.2 美国三大股指继续创新高，但估值水平回落

美国疫情可控经济复苏推升三大股指创历史新高，美国上半年新冠肺炎疫情逐步受控，同时拜登政府推出 1.9 万亿美元的财政刺激法案及 5,790 亿美元框架达成初步协议在国会通过，使得美国实体经济复苏预期升温，加上美联储的极度宽松货币政策，美国三大股指年初以来持续上升并叠创新高。

道琼斯动态市盈率

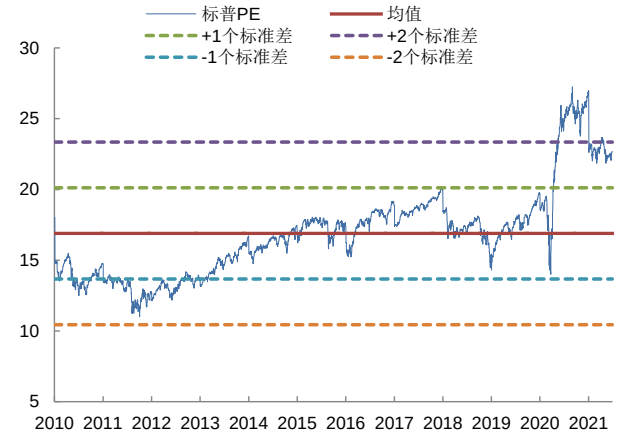
资料来源：Bloomberg、国泰君安国际。

道琼斯指数及盈利预期



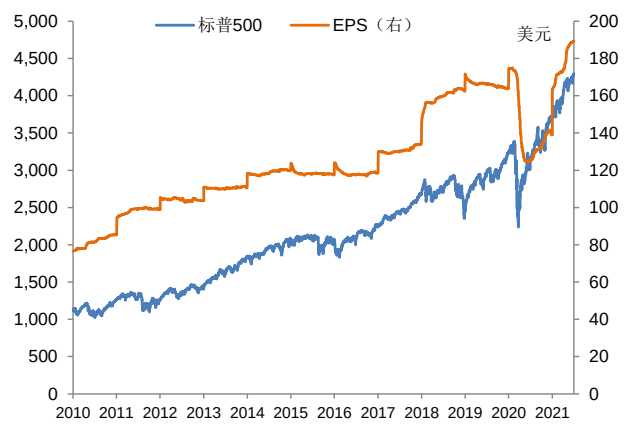
资料来源：Bloomberg。

标普 500 动态市盈率



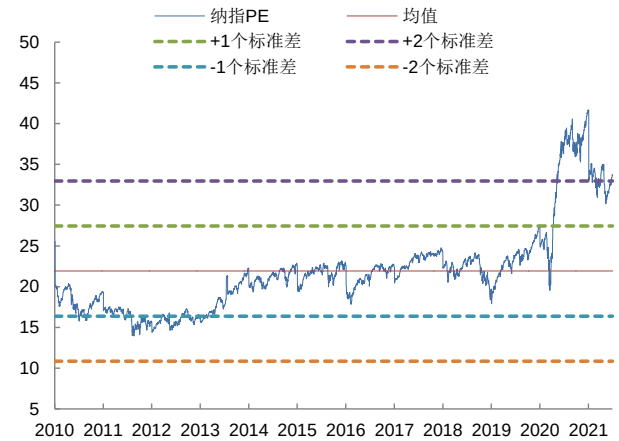
资料来源：Bloomberg、国泰君安国际。

标普 500 指数及盈利预期



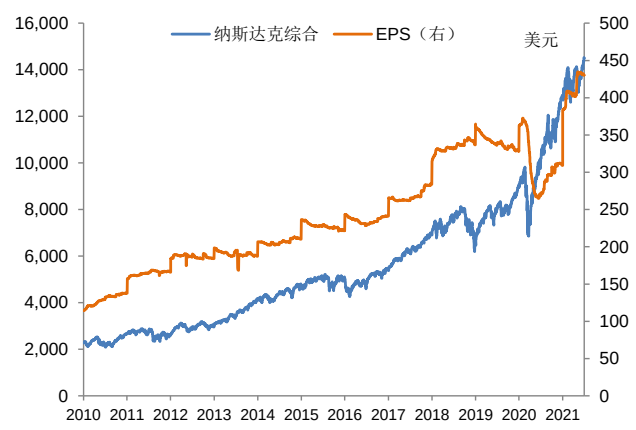
资料来源：Bloomberg。

纳斯达克动态市盈率



资料来源：Bloomberg、国泰君安国际。

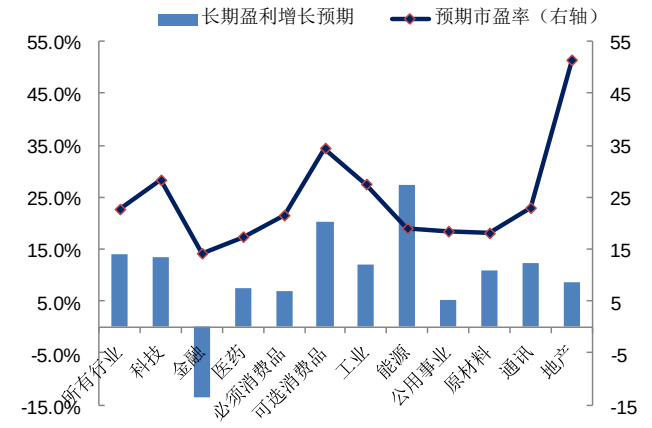
纳斯达克指数及盈利预期



资料来源：Bloomberg。

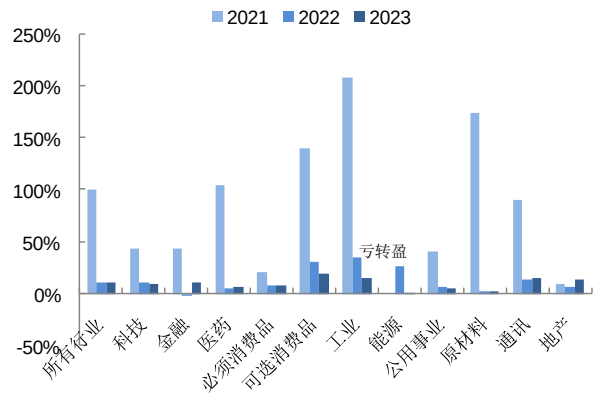
美国经济复苏推动传统行业业绩回升，工业、可选消费品、通讯未来两年业绩增速预期靠前。标普 500 指数行业中传统产业的业绩复苏力度加快，可选消费品、工业、原料、金融行业业绩增速均有良好表现，科技、医药仍保持相对较高增速，地产和必选消费品业绩增速相对排名靠后。美国疫情逐步受控，经济复苏提速。以原油、铜为代表的原料价格上行较快，随着美拜登政府的 1.9 万亿美元的刺激计划的获批，居民收入和支出水平仍较疫情前持续上行，部分支撑了经济的延续复苏。而拜登推出的 5,790 亿美元框架达成初步协议，及未来计划的 1.7 万亿的基建项目使得后期实体经济复苏预期较高。根据彭博业绩预测可选消费、工业、通讯行业未来三年业绩增速排名靠前，估值方面，美股随业绩增速的企稳估值逐步回归，当前标普 500 指数和道琼斯工业指数回落至十年历史均值的 1 倍标准差到 2 倍标准差区间，估值水平已逐步随美债收益率上行及业绩增速回升而回归合理区间。

标普 500 指数各行业长期盈利预期和估值



资料来源：Bloomberg、国泰君安国际。

标普 500 指数各行业 2021-2023 盈利增长预期



资料来源：Bloomberg、国泰君安国际。
注：2021 年标普 500 能源行业 EPS 亏转盈。

美国三大指数盈利增长预测

	2021	2022	2023	长期盈利增长
标普 500	100.1%	11.5%	10.6%	14.0%
道琼斯指数	68.6%	7.5%	9.7%	11.7%
纳斯达克 100 指数	49.1%	12.5%	13.0%	15.8%

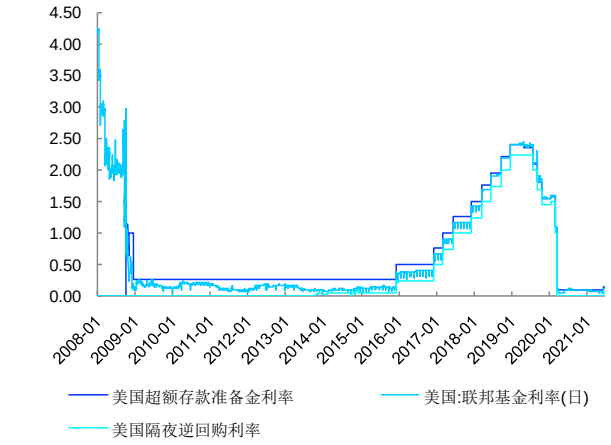
资料来源：Bloomberg。

6.3 预期年末开始讨论缩减购债规模

预计美联储 2022 年初缩减 QE 规模，2023 年退出 QE 并逐步加息。6 月美联储宣布将超额准备金利率（IOER）从 0.1%调整至 0.15%，同时将隔夜逆回购利率由 0%调整至 0.05%。将继续每月增持至少 800 亿美元的国债和至少 400 亿美元的住房抵押贷款支持证券，直到委员会的充分就业和物价稳定目标取得实质性进展。美联储官员的加息路径点阵图显示，到 2023 年底美联储将加息两次。美联储目前预计 2021 年实际国内生产总值（GDP）将增长 7.0%，而 3 月份会议上的预测为增长 6.5%。美联储还将 2023 年实际 GDP 预期从此前的 2.2%上调至 2.4%。美联储目前预计今年的通胀率将达到 3.4%，高于此前预测的 2.4%。我们预计 2021 年四季度美联储可能开启讨论 Taper，并于 2022 年初美联储可能逐步缩减 QE 规模至年底退出 QE，并于 2023 年逐步开启加息。

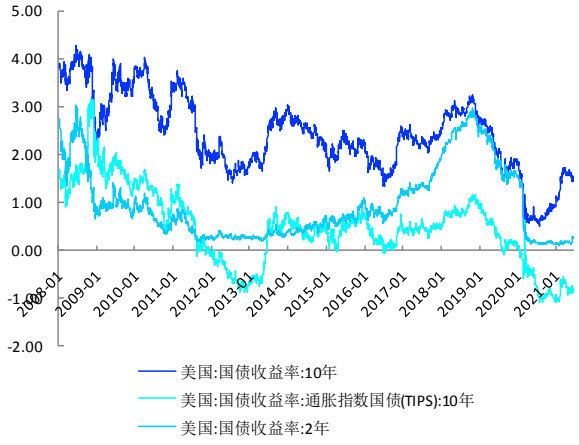
美国实际利率可能将在第四季度迎来上行，届时美国长端和短端收益率均将抬升。美国国债 10 年收益率领先短端收益率反弹，但当前的美国 10 年通胀保值国债收益率仍为负值，其中通胀预期的持续走高推升美债长端收益率。在 2013 年美联储年中讨论 Taper 时，美国 10 年通胀保值国债收益率快速由负转正推升利率水平，但短端收益率上行仍需较长过程。我们认为市场临近美联储讨论 Taper 具体过程的时点，美国实际利率可能将在第四季度迎来上行，届时美国长端和短端收益率均将抬升。

美国联邦基金利率，超额准备金率和隔夜逆回购利率走势（%）



资料来源：美联储。

美国 2 年国债收益率，10 年国债收益率，美国 10 年期通胀保值国债（%）

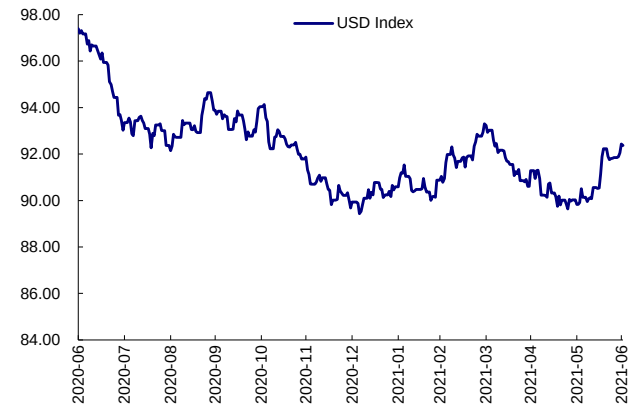


资料来源：美联储。

6.4 美元短期上升，中长期回落

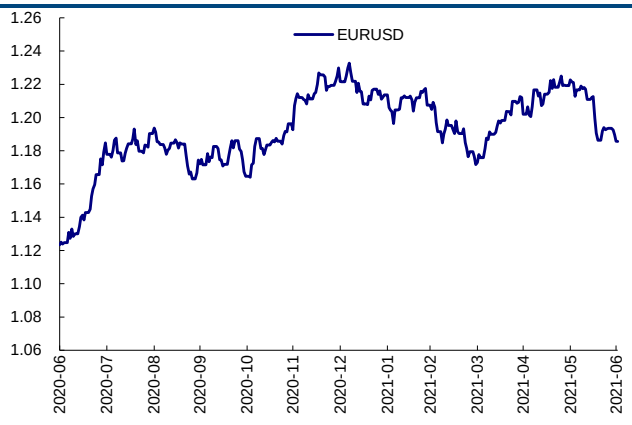
年初至今，美元区间震荡，美元指数呈现“N 型”走势，预计下半年美元指数走势小幅升高后回落。美国总统拜登 1 月 20 日顺利就职，他主张的 1.9 万亿美元的新冠纾困救济法案在 2 月 5 日获得国会通过。此外，拜登加强美国新冠疫情防控工作，号召民众注射新冠疫苗，呼吁民众佩戴口罩，美国新冠疫情防控情况好于欧洲国家，美元指数由今年初低位 89.41 上升至 3 月底的高位 93.28。其后美国新冠疫苗接种速度边际放缓，就业市场复苏遇到瓶颈，非农就业人数不及市场预期；美国通胀水平大幅上升，CPI 和 PPI 触及历史高位;而欧元区疫情开始受控，欧元上涨施压美元指数，美元指数逐渐回落至低位 89.67。近期受美联储鹰派言论影响，市场对美联储提前缩减购债规模和加息计划的预期上升，美元指数出现反弹。展望下半年，我们认为，美国新冠接种率将持续上升，美国经济活动逐步开放，服务业进一步修复和失业救济政策到期将令就业市场再次加快改善，美联储将在下半年继续进行缩减购债规模的讨论，美元近期有支撑，预计美元指数未来短期小幅升高。中长期来看，美、欧疫苗接种进程分化将逐渐缩小，欧元区经济也将紧跟美国经济复苏，欧元将上涨限制美元指数上升空间，美元指数中期将小幅回落，预计下半年美元指数走势维持在 87-95 的区间范围。

美元指数



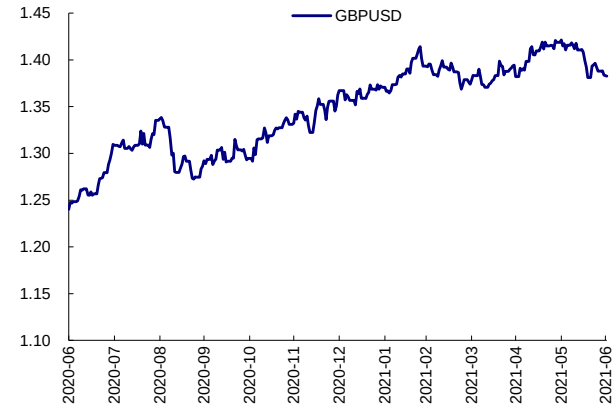
资料来源：Bloomberg。

欧元兑美元



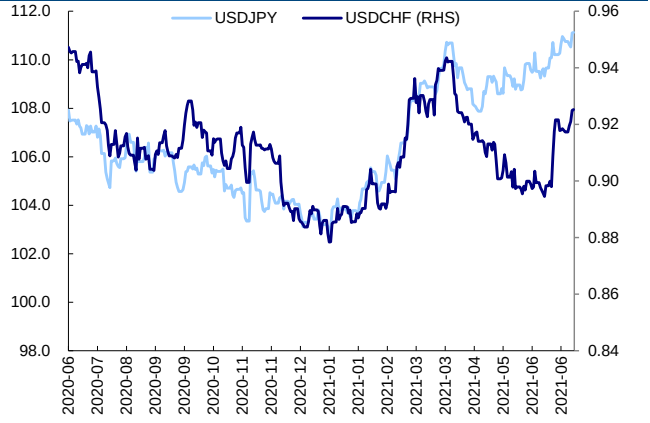
资料来源：Bloomberg。

英镑兑美元



资料来源：Bloomberg。

美元兑日元及美元兑瑞士法郎



资料来源：Bloomberg。

七. CPI 预计温和回升

7.1 猪肉价格下半年有限度反弹

生猪、猪肉价格在 2021 年 1 月触及高点后持续走低；2021 年下半年猪价或将出现有限度反弹。进入 2021 年以来，生猪产能恢复步入正轨。根据农业农村部数据，5 月份全国能繁母猪存栏量同比增长 19.3%，生猪存栏量同比增长 23.5%，分别相当于 2017 年年末的 98.4%和 97.6%，生猪生产恢复取得了超预期的积极成果。此外根据农业农村部预计，生猪存栏有望在 6、7 月份恢复到正常年份的水平，生猪出栏有望在 10 月份之后逐步恢复到常年水平。总体来看，生猪的产能恢复已经步入正轨，叠加猪肉消费淡季下较低需求与生猪集中出栏的影响，导致了 1 月份以来猪肉价格的持续回落。猪价的下跌幅度自 4 月份以来加速下跌的主要原因在于：i) 消费淡季终端需求疲软；ii) 生猪产能恢复较快；及 iii) 养殖户“卖跌不卖涨”心态下，市场出现大体重商品猪集中出栏抛售现象，截至 5 月底商品猪平均出栏体重已经达到约 138 公斤，其中 150 公斤以上的大体重商品猪出栏占比达到 27%左右，相比 2 月底增长 18 个百分点。截至 2021 年 6 月 18 日，全国 22 省市猪肉批发平均价格为 24.72 元/公斤，同比下降 46.3%，月环比下跌 20.7%，较 1 月 22 日的年内高点 52.17 元/公斤已累计下跌 52.6%。向前看，我们预计生猪及猪肉价格或已在 2021 年第二季度接近年内低点，并将在今年三四季度出现有限度的反弹。我们对 2021 年下半年猪价走势的判断主要基于：i）按历史规律来看，春节后至年中为猪肉消费淡季，猪价往往处于当年的较低区域，不考虑疫情等特殊因素，往年年内生猪价格的在下半年都会出现一定程度反弹；ii）据国家发展改革委监测，6 月 21 日 - 25 日，全国平均猪粮比价为 4.90：1，已进入《完善政府猪肉储备调节机制做好猪肉市场保供稳价工作预案》中的过度下跌一级级预警区间，相关部门将引导养殖户平稳有序减栏，避免恐慌性集中出栏，并且中央和地方将启动猪肉储备收储工作。我们预计年内剩余时间饲料等原材料成本对猪价的支撑相对较强，同时国内经历猪瘟疫情后日渐完善的预警与调节机制将有效防止猪价过度下跌；iii）由于受 2020 年末 2021 年初非洲猪瘟疫情损害的能繁母猪存栏将负面影响 2021 年第三季度的生猪产能，我们预计随着猪肉消费需求的回升，2021 年三四季度生猪价格将会出现一定程度反弹，但由于市场供应较为宽松，因此我们预计上述情况对生猪/猪肉价格反弹的影响有限。总体而言，受前期养殖户“卖跌不卖涨”心态下生猪的集中出栏抛售或导致产能的快速出清，叠加消费需求回暖预期、较强的成本支撑及年初猪瘟疫情对三季度生猪产能干扰影响，我们预计猪价将在三季度出现有限度的反弹。

22 省市生猪及猪肉平均价格

资料来源：中国畜牧业信息网。

猪粮比价及猪粮比价平衡点

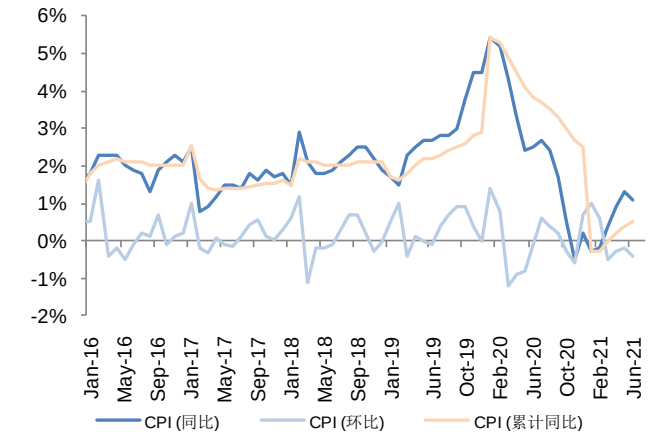
资料来源：中国国家发改委。

7.2 食品价格论述及预测

食品价格于 2021 年上半年温和运行，成为中国居民消费价格总水平(CPI)增长的稳定器。2021 年上半年 CPI 累计同比上涨 0.5%，较 2020 年上半年 3.8%的涨幅下降 3.3 个百分点。2021 年上半年食品价格累积同比下降 0.2%，较 2020 年上半年 16.2%的涨幅下降 16.0 个百分点，拉低 2021 年上半年 CPI 约 0.05 个百分点。2021 年上半年食品烟酒价格累计同比上涨 0.4%，推高 2021 年上半年 CPI 约 0.11 个百分点。而非食品价格维持温和上涨，累计同比增长 0.7%，与 2020 年同期 0.7%的涨幅持平。2021 年上半年食品价格的温和运行主要得益于猪肉价格下降的影响。由于生猪产能快速恢复叠加去年同期高基数效应影响，2021 年上半年猪肉价格累计同比下降 19.3%，拉低 CPI 约 0.45 个百分点。在猪肉价格持续下降的影响下，蛋白价格出现回调。2021 年上半年肉禽及其制品价格累计按年下跌 9.5%，影响 CPI 下降约 0.41 个百分点。由于生猪产能快速恢复及 2020 年上半年高基数的影响，中国猪肉价格在 2021 年 1 月触及高点后持续回落，导致中国食品 CPI 从 1 月 1.6%的通胀水平下降到 6 月-1.7%的水平。

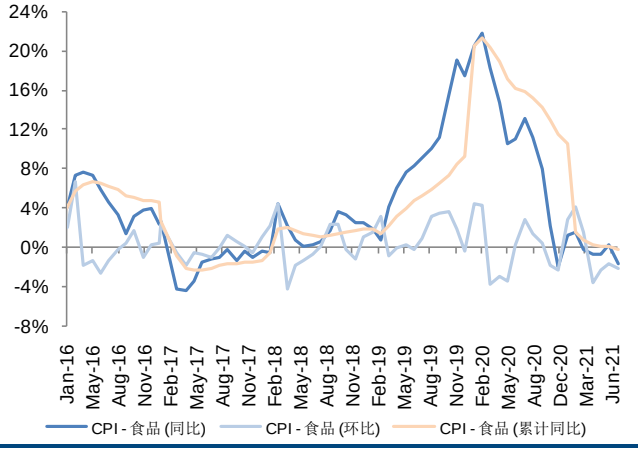
6 月份食品价格增幅由正转负，预计 2021 年下半年食品价格涨幅仍将受猪肉价格下行压制。2021 年 6 月，CPI 同比上涨 1.1%，略低于一致预期（1.2%），增速较上月环比下降 0.2 个百分点。2021 年 6 月，中国食品 CPI 同比下降 1.7%，较 2021 年 5 月减少 2.0 个百分点，影响 CPI 下降 0.31 个百分点。受供给持续改善、肥猪集中出栏及猪肉消费淡季下的低需求影响，猪肉价格同比下降 36.5%，影响 CPI 下降 0.80 个百分点。受饲料价格上升影响，水产品价格同比上涨 14.2%，带动 CPI 上涨 0.26 个百分点；蛋类价格同比上升 17.9%，影响 CPI 上涨 0.10 个百分点。非食品 CPI 同比上涨 1.7%，涨幅较 5 月扩大 0.1 个百分点，带动 CPI 上升 1.38 个百分点。交通通信价格同比上涨 5.8%，主要受飞机票、汽油和柴油价格分别同比上涨 27.0%、24.3%和 26.8%所带动。我们预计生猪及猪肉价格或已在 2021 年第二季度接近年内低点，并将在今年三四季度出现有限度的反弹。此外，经农业农村部研判，截至 6 月 23 日，占全年粮食总产量四分之一的夏粮收获已接近尾声，夏收小麦面积增加 300 多万亩，今年我国夏粮再将获丰收，为全年粮食产量保持在 1.3 万亿斤以上打下坚实基础，我们预计 2021 年下半年粮食价格将维持稳定。水产品及鸡蛋价格受气温上升及饲料价格高企的影响，目前处于相对高位，预计其将维持强势但继续上涨空间有限。我们预计 2021 年下半年食品价格的主要影响因素仍是猪肉价格，食品价格将在 2021 年下半年维持温和运行，在一定程度上对 2021 年下半年 CPI 涨幅起到稳定作用。

居民消费价格指数 – 综合



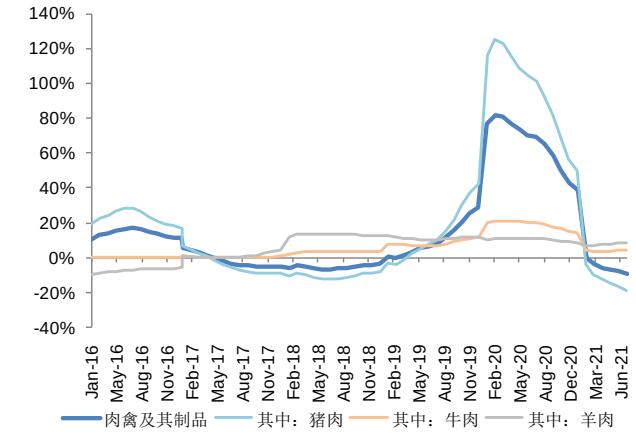
资料来源：国家统计局。

居民消费价格指数 – 食品



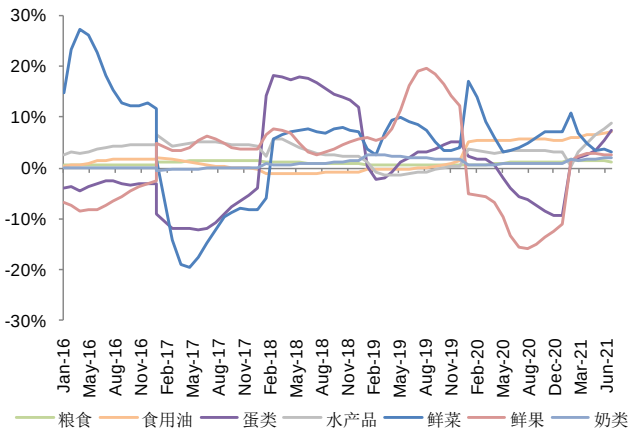
资料来源：国家统计局。

肉禽及其制品价格累计同比涨跌幅



资料来源：国家统计局。

其他主要食材价格累计同比涨跌幅



资料来源：国家统计局。

7.3 油气、煤炭电力、水、基础材料、建筑材料价格

石油天然气：2021 年上半年，布伦特原油录得均价 64.70 美元/桶，同比上升 57.7%；2021 年 6 月起，布伦特原油更是突破 70 美元/桶，较年初上涨逾 45%。截至 2021 年 6 月底，中国上调成品油价格共计 11 次，标准汽油、柴油分别累计上调 1,495 元/吨和 1,440 元/吨。目前，国际油价持续走高，其背后原因是 OPEC +控产令原油供给缺口持续存在。目前 OPEC+对原油的供给乃至价格的操控能力有所提升，预计年内原油供需将维持在偏紧状态。我们预计 2021 年布伦特原油均价中枢在 68 美元/桶，较去年上涨 57.4%，国内成品油预计同比上涨约 18.0%，对通胀构成压力。

煤炭：2021 上半年国内煤炭供需关系较为复杂。年初由于低温寒潮天气及经济增长拉动，季节性煤炭需求超预期增加，煤炭消费环比快速增长。春节过后煤炭供给有所恢复，同时气温回暖导致电厂日耗降低，市场整体供需偏宽松。3 月份以来国内经济稳步复苏，投资与消费端保持强劲增长，火电发电量同比显著上升，带动煤炭需求快速增加。产地煤矿开工率维持平稳，但有部分产能受到环保、安监等因素制约；2021 年首 5 个月全国规模以上煤炭企业的累计原煤产量同比上升 8.8%至 16.21 亿吨。与此同时，煤炭进口受政策影响出现显著的同比及环比下滑，进口煤价格偏高。市场整体供给增速小于消费增速，电厂库存有所下降。截至 5 月末，全国重点电厂煤炭库存可用天数仅为 16 天，煤炭供需维持偏紧。在较为波动的供需环境下，煤炭价格表现反复且同比明显上涨。动力煤价格曾于 1 月下旬达到 958 元/吨的年内高位，其后逐步回落，但自 3 月份起再度攀升。截至 5 月末，秦皇岛 5,500 大卡的年均平仓价为 760 元/吨，较 2020 年同期大幅上升 43.1%。展望下半年，国内经济预期平稳扩张，对煤炭消费的拉动力度将维持强健。基建、房地产投资增速或将保持，制造业投资仍有提升空间。供给端大体平稳，但由于澳洲煤炭进口继续受限且现时进口煤价格维持高位，后期煤炭进口量可能保持相对偏低。此外，夏季用煤高峰临近，终端补库需求持续向好。在煤炭需求旺盛的局面下，短期内煤炭市场预计仍将呈现供需偏紧格局。综合以上判断我们认为 2021 下半年煤价可能维持高位波动，用电高峰过后部分行业耗煤需求可能受清洁能源的替代效

应而略有减少，带动煤价部分回落。全年来看 5,500 大卡动力煤均价预计在 730 元/吨附近。对 PPI 而言，2021 年 5 月煤炭开采和洗选业 PPI 同比上升 29.7%，1-5 月累计同比升 13.8%，月度增幅呈加快趋势。由于 2020 年煤炭价格大体平稳，全年略有上升但运行中枢显著低于 2021 年，我们预计下半年煤炭开采和洗选业 PPI 将维持双位数同比正增长，自 4 季度开始增幅可能逐渐收窄。

电力：根据国家发改委 2020 年底发布的电力市场化改革通知，多个省市陆续调整了 2021 年的输配电价与销售电价。从调整幅度来看，东部沿海省份降价幅度较高，西部省份降价幅度略低。近日，国家发改委、工信部、财政部及人民银行四部委联合印发了《关于做好 2021 年降成本重点工作的通知》，明确平稳执行新核定的 2021 年输配电价和销售电价，继续推动降低一般工商业电价。我们认为本次通知主要的降价空间可能会集中于输配电价和转供电的不合理加价，企业用电成本有望继续降低。同时通知强调将持续推进电力市场化改革，允许所有制造业企业参与电力市场化交易，意味着下半年电力市场化交易规模将稳中有升，使得发电侧电价保持小幅同比下跌。对于 PPI 而言，2021 年 5 月电力、热力的生产和供应业 PPI 同比下滑 0.5%，首 5 个月的累计同比跌幅为 1.0%。我们预计 2021 下半年电力行业的 PPI 仍将维持轻微负增长态势。

水价：据发改委 36 个大中城市居民服务价格数据，2021 年 5 月不含污水处理费的居民生活用水水价为 2.33 元/吨，同比上涨 1.3%；2021 年 5 月污水处理费为 1.01 元/吨，同比上涨 3.1%。因此，2021 年 5 月含污水处理费的居民生活用水价格为 3.34 元/吨，同比上涨 1.8%。发改委于 2021 年 5 月 25 日发布《关于“十四五”时期深化价格机制改革行动方案的通知》(“《通知》”)，提出要建立健全激励提升供水质量、促进节约用水的价格形成和动态调整机制，合理制定城镇供水价格；要结合污水处理排放标准提高情况，将收费标准提高至补偿污水处理和污泥无害化处置成本且合理盈利的水平，并建立动态调整机制。鼓励通过政府购买服务，以招投标等市场化方式确定污水处理服务费水平，建立与处理水质、污染物削减量等挂钩的污水处理服务费奖惩机制。我们认为上述方案的实施预示含污水处理费的居民生活用水价格于未来将更趋于市场化，将维持稳中有升的趋势。由于此前 3 年居民用水价格上调幅度较低(低于 CPI 涨幅)，我们预计 2021 年含污水处理费的居民用水价格涨幅或加快，预计将同比上涨 2-5%。

基础材料：我们认为 2021 年全球经济将温和复苏。随着新冠疫苗接种率的上升，疫情将得到控制，全球经济活动将逐步恢复正常。由于中国经济的增长稳定，且欧美国家陆续推出财政刺激政策，全球有色金属消费需求将有明显增长。在供应基本保持稳定的条件下，供需将处于紧平衡状态。中国市场仍然全球金属市场的稳定剂，在外部需求的推动下中国制造业对金属的消费增长十分稳定。我们认为从短期和中期来看有色金属的价格处于相对高位，进一步上涨需要更多的催化剂。2021 年铜价将会保持在相对高位，全年均价在 9,000 美元/吨左右，同比上升 45.4%。全球铝市场的供应不存在问题，高铝价会推动更多产能复产。我们认为 2021 年铝价将在 1,600-2,300 美元/吨之间波动，全年均价在 2,150 美元/吨左右，同比上升 17.1%。全球镍的供应虽然仍不稳定，但在经济复苏的背景下需求因素将主导价格的波动。我们认为 2021 年镍价将会小幅上涨，全年均价在 16,500 美元/吨左右。由于有色金属价格在 2021 年均有较大幅度上涨，将推动 PPI 上升。

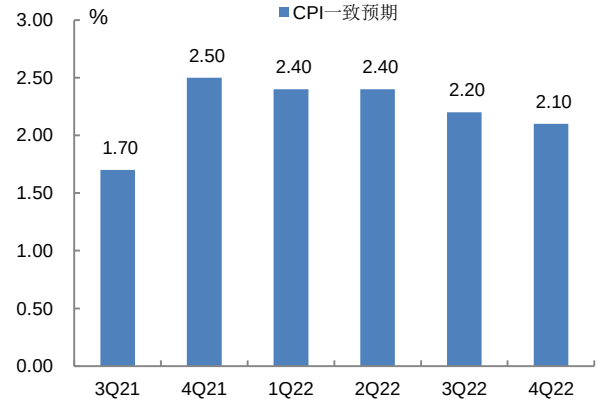
建筑材料：截至 2021 年 6 月 25 日，全国高标水泥(P.O 42.5)均价为人民币 439 元/吨，较 2020 年同期高 2.6%，2021 年上半年均价同比上升 4.7%。全国熟料均价为人民币 328 元/吨，较 2020 年同期高 12.9%，2021 年上半年均价同比上升 4.1%。尽管 2021 年一季度的水泥价格延续了 2020 年第四季度的颓势，然而进入二季度以来，水泥价格首先在施工旺季需求和成本压力的双重带动下逐步攀升并突破了历史同期的最高水平。然而，自 5 月下旬起，水泥与熟料价格因需求转弱开始回落，需求转弱的原因一方面是大范围强降雨天气的影响，另一方面由于钢材价格暴涨，导致部分工程项目预算超标，资金短缺，进而导致施工速度放缓，间接影响水泥需求。整体而言，水泥价格近期淡季回调的时间点早于往年，回调幅度亦超出预期。熟料价格第二季度的整体走势与水泥价格基本一致。我们认为增长乏力的房屋新开工将继续令水泥需求承压，不利于水泥价格走势转好，熟料跨区域运输量的快速增长也令华东、华南等高价区域的水泥市场不断受到来自外来低价熟料的冲击。然而另一方面，随着水泥产业碳配额制度未来逐步落地，碳排放要求的提升将抑制行业整体供给并改善供需格局，对水泥价格形成一定支撑。玻璃方面，截至 2021 年 6 月 25 日，全国建筑用白玻价格为人民币 2,759 元/吨，较 2020 年同期高 83.9%，2021 年上半年均价同比上涨 49.6%。尽管在高盈利水平的刺激下，全国浮法玻璃的在产产能同比出现小幅增长，但在竣工强周期及建筑节能要求提升的拉动下，玻璃需求维持高景气并充分吸收了供给方面的增长。步入 6 月后，随着生产线库存的小幅回升，本轮浮法玻璃价格的上涨逐渐步入尾声。然而鉴于房屋销售仍然维持较快增长，我们预计年内的玻璃需求仍将维持高景气。PPI 方面，2021 年 1-5 月建筑材料及非金属类价格同比升 1.7%，较 1-4 月上升 1.5 个百分点，主要受水泥价格与浮法玻璃共同上涨的拉动。尽管水泥价格短期内易跌难涨，浮法玻璃价

格上涨近期也暂告一段落，但我们预计在下半年施工旺季再度开启后，水泥价格在去年同期的低基数上仍有实现同比增长的可能，而玻璃价格或将迎来新一波上涨，综合而言，我们预计 2021 年建筑材料价格整体对于 PPI 将产生小幅的正向贡献。

7.4 预计下半年国内 CPI 将温和回升

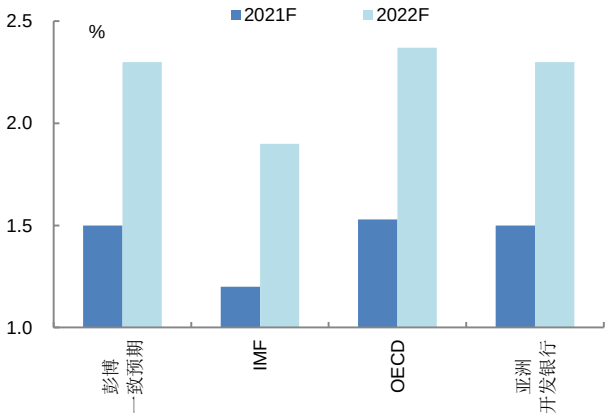
预计 2021 年下半年 CPI 将维持温和的增长。年初至今，由于猪肉产能恢复，在高基数的作用下猪肉价格持续下跌，拖累上半年食品项 CPI。国际原油等大宗商品价格上涨，拉动非食品项 CPI 表现。总体来看，今年上半年 CPI 呈现微幅上涨。对于下半年，我们认为，由于猪肉生产持续恢复，猪肉供给充足，猪肉价格虽有反弹，仍将维持在低位，在基数效应的作用下猪肉价格同比增速将继续拖累食品项 CPI 的表现。全球经济复苏使国际原油价格下半年维持高位，将对整体 CPI 拉动上行。新冠疫苗接种率上升以及防疫工作更成熟将提高居民外出信心，对服务型消费价格增长起到支撑作用，拉动整体 CPI 表现。综合来看，我们预计 2021 年全年 CPI 将随着经济恢复和疫苗接种率上升而温和地增长。**根据各家机构预期显示，2021 和 2022 年中国 CPI 按年增长率将分别在 1.2%–1.5%和 1.9%-2.4%区间。**

中国 CPI 季度增长预测



资料来源： Bloomberg，国泰君安国际。

中国 CPI 年增长预测



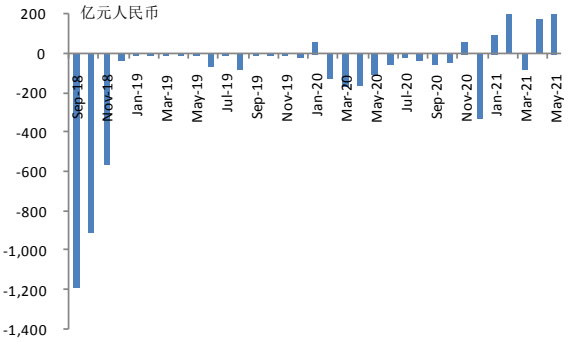
资料来源：国泰君安国际根据各机构最新报告整理。

八. 国内货币政策维持稳健且灵活精准、合理适度

8.1 央行稳健的货币政策灵活精准、合理适度

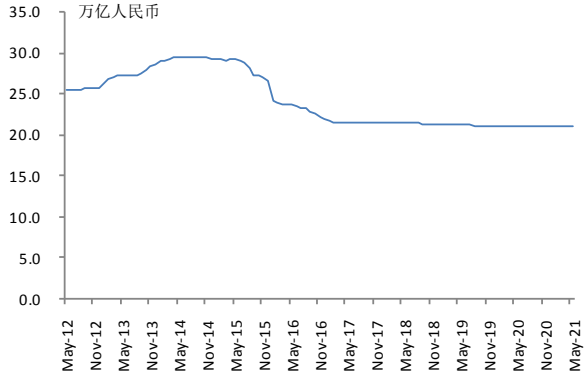
2021 年上半年，央行稳健的货币政策灵活精准、合理适度。2021 年上半年，尽管新冠疫苗逐渐推广，但全球新冠疫情仍未得到有效控制，新冠疫情对全球经济及中国经济的负面影响仍在持续。面对新冠疫情，中国进行常态化疫情防控，疫情在中国仍得到有效控制，中国经济呈现稳定恢复态势，需求持续回暖，市场活力不断释放。为了应对外部环境的不确定性、降低新冠疫情的负面影响、支持经济恢复、支持小微企业和民营企业融资、控制经济风险，2021 年上半年中国人民银行稳健的货币政策灵活精准、合理适度。综合运用再贷款、再贴现、结构性货币政策工具、公开市场操作等多种货币政策工具投放流动性，保持流动性合理充裕及货币市场利率平稳运行。主要操作包括：一、适时适度开展逆回购操作。2021 年 1-6 月，央行通过逆回购操作净回笼资金 3,400 亿元人民币；二、开展 SLF、MLF、PSL、TMLF 操作。2021 年 1-6 月，央行通过 SLF 净回笼资金 112.9 亿元人民币、通过 MLF 净投放资金 2,500 亿元人民币、通过 TMLF 净回笼资金 2,405 亿元人民币、通过 PSL 净回笼资金 1,424 亿元人民币。通过逆回购操作、MLF、TMLF、PSL，央行 2021 年上半年净回笼资金约 4,729 亿元人民币。

中国内地月度新增外汇占款



资料来源：中国人民银行。

中国内地月度外汇占款余额



资料来源：中国人民银行。

中国主要货币政策汇总

亿元人民币	逆回购	SLF	MLF	TMLF	PSL	利率变化	降准及其他	净释放资金
2020 年 7 月	(5,000)	(48)	0	(2,977)	(524)	下调再贷款、再贴现利率各 0.25 个百分点，同时下调金融稳定再贷款利率 0.5 个百分点。	开展了 CBS 操作，操作量 50 亿元人民币。	(8,501)
2020 年 8 月	6,000	(16)	1,500	0	(26)		1、金融机构存量浮动利率贷款定价基准向 LPR 的转换工作于 2020 年 8 月末顺利完成，转换率达 92.4%；2、开展了 CBS 操作，操作量 50 亿元人民币。	7,474
2020 年 9 月	2,900	15	4,000	0	(197)		开展了 CBS 操作，操作量 50 亿元人民币。	6,703
2020 年 10 月	(6,600)	(18)	3,000	n.a.	(73)		开展了 CBS 操作，操作量 50 亿元人民币。	(3,673)
2020 年 11 月	700	74	4,000	n.a.	(1,588)		开展了 CBS 操作，操作量 50 亿元人民币。	3,112
2020 年 12 月	200	117	3,500	0	(332)		开展了 CBS 操作，操作量 50 亿元人民币。	3,368
2021 年 1 月	(1,760)	133	2,000	n.a.	0		开展了 CBS 操作，操作量 50 亿元人民币。	240
2021 年 2 月	(3,040)	(332)	0	n.a.	(246)		开展了 CBS 操作，操作量 50 亿元人民币。	(3,286)
2021 年 3 月	0	64	0	561	(164)		开展了 CBS 操作，操作量 50 亿元人民币。	397
2021 年 4 月	(200)	(64)	500	n.a.	(178)		开展了 CBS 操作，操作量 50 亿元人民币。	122
2021 年 5 月	(100)	30.0	0	n.a.	(396)		开展了 CBS 操作，操作量 50 亿元人民币。	(496)
2021 年 6 月	350	55.5	0	n.a.	(440)		开展了 CBS 操作，操作量 50 亿元人民币。	(90)

资料来源：中国人民银行、国泰君安国际根据公开资料整理。

2015 年以来央行通过主要货币政策工具资金净投放量

单位：亿元人民币	公开市场操作	MLF	TMLF	PSL	降准	合计
2015 年	700	213	n.a.	10,812	n.a.	11,725
2016 年	16,672	27,915	n.a.	9,714	n.a.	54,301
2017 年	(650)	10,642	n.a.	6,350	n.a.	16,342
2018 年	(4,100)	4,100	n.a.	6,919	23,000	29,919
2019 年	(2,400)	(12,415)	8,226	1,579	29,300	24,290
2020 年	(1,680)	14,600	(5,260)	(3,024)	17,500	22,136
2021 年上半年	(3,400)	2,500	(2,405)	(1,424)	n.a.	(4,729)

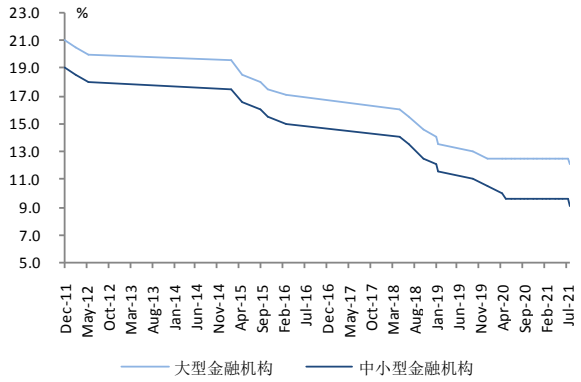
资料来源：中国人民银行、国泰君安国际。

8.2 内地货币政策预计仍将稳健且灵活精准、合理适度

预计 2021 年下半年中国货币政策仍将稳健且灵活精准、合理适度。展望 2021 年下半年，随着新冠疫苗的普及加快，预计新冠疫情对全球经济的负面影响将会一定程度上得到缓解。但新冠病毒变异及部分国家和地区疫情防控不足仍使得新冠疫情存在着不确定性。全球极度宽松的货币政策造成的流动性上升而带来的相关负面影响在 2021 年上半年已有显现。未来一段时间内，极度宽松的货币政策带来的通胀预期升温、负债率高企、贫富差距加大、

流动性波动加大等潜在风险预计仍将困扰全球经济。与此同时，地缘政治风险仍较高等因素亦将会给全球经济的复苏带来不确定性。为此，2021 年下半年，尽管预计全球经济仍将复苏，但仍存在着一定的不确定性。“十四五”规划提出中国以推动高质量发展为主题，加快建设现代化经济体系，加快构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。目前，中国经济发展的韧性仍较好，经济长期向好的基本面没有改变。展望 2021 年下半年，新冠疫苗逐步普及、疫情预计仍将可以得以有效控制。在全球经济整体预计仍继续复苏的背景下，尽管中国经济仍面临新冠疫情的不确定性、全球经济复苏的不确定性、美国同其联盟国与中国对抗上升的风险、地缘政治风险等不利因素，我们预计中国经济仍将继续恢复并录得较好的增长。在 2021 年第一季度的《中国货币政策执行报告》中，央行强调货币政策方向：1）稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置，珍惜正常的货币政策空间，处理好恢复经济和防范风险的关系；2）保持流动性合理充裕，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定；3）进一步发挥好再贷款、再贴现和直达实体经济货币政策工具的牵引带动作用，构建金融有效支持实体经济的体制机制；4）健全市场化利率形成和传导机制，完善央行政策利率体系，优化存款利率监管，继续释放改革促进降低贷款利率的潜力，推动实际贷款利率进一步降低；5）加强监测分析和预期管理，保持物价水平基本稳定；6）健全金融风险预防、预警、处置、问责制度体系，牢牢守住不发生系统性金融风险的底线。2021 年 7 月 7 日，国务院常务会议提出：保持货币政策稳定性、增强有效性，适时运用降准等货币政策工具，进一步加强金融对实体经济特别是中小微企业的支持，促进综合融资成本稳中有降。美联储在 6 月议息会议表示将维持零利率水平不变。尽管美国通胀风险上升，但为了支持经济增长及就业，预计 2021 年下半年美联储仍将维持零利率水平不变。在全球经济受新冠疫情影响仍存在下行压力的情况下，为了稳定经济增长、降低新冠疫情的负面影响、控制经济风险、支持小微企业和民营企业融资，我们预计 2021 年下半年中国人民银行的货币政策仍将稳健且灵活精准、合理适度。从货币政策工具选择方面，预计央行将会继续通过逆回购操作、SLF、MLF、TMLF、PSL 等货币政策组合调整市场利率水平及流动性。2021 年 7 月 9 日，中国人民银行决定于 2021 年 7 月 15 日下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点，将释放长期资金约 1 万亿元人民币。

金融机构存款准备金率



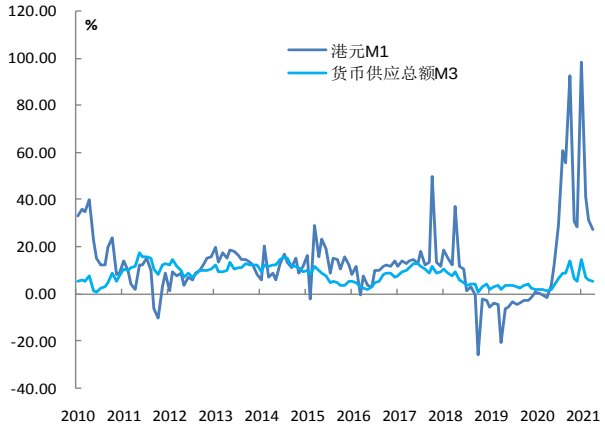
资料来源：Wind。

九. 资金流情况

9.1 港元流动性预期维持充裕

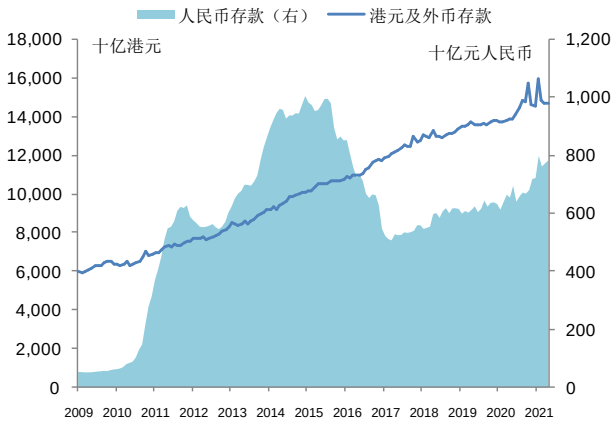
2021 上半年香港市场流动性整体宽松，港元汇率于强方兑换水平附近波动。受益于本地疫情的缓解，上半年香港经济呈现出较强的复苏趋势，带动投资相关活动回升，港元货币供应亦随之录得持续的同比增长。港元货币供应量 M1 于 4 月份同比增长 27.3%（经季调后为 27.4%），1-4 月累计同比升 49.9%；4 月货币供应总额 M3（包含外币掉期存款）同比升 5.5%，但增速环比呈现出收窄趋势。存款规模于年初受到大型新股认购活动的影响而出现阶段性增加，其后保持平稳。截至 4 月末港元及外币存款合计同比升 5.7%，人民币存款总规模则同比增长 19.5%至 7,820 亿人民币。港元汇率相比 2020 下半年小幅回落，于 3 月份美联储维持宽松货币政策论调后再有反弹，总体位于 7.75 强方兑换水平附近波动，上半年金管局并未再度入市干预港元汇率。外汇基金票据及债券亦无明显变化，至 6 月末时总规模与年初基本持平。香港银行体系总结余上半年保持在 2016 年以来的高位 4,574.5 亿港元附近，银行间市场流动性稳定充裕。

港元货币供应月度同比增长



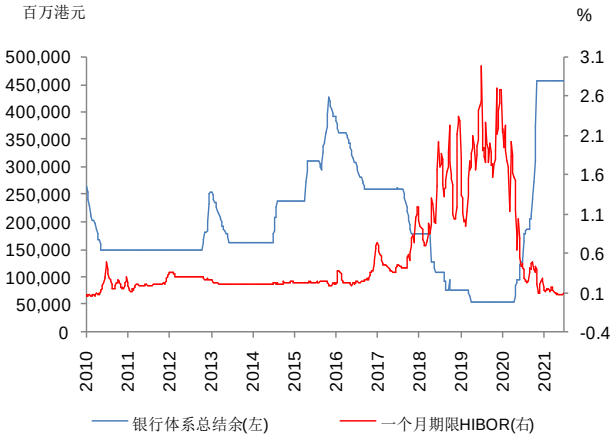
资料来源：香港金融管理局。

香港人民币以及港元和外币存款规模



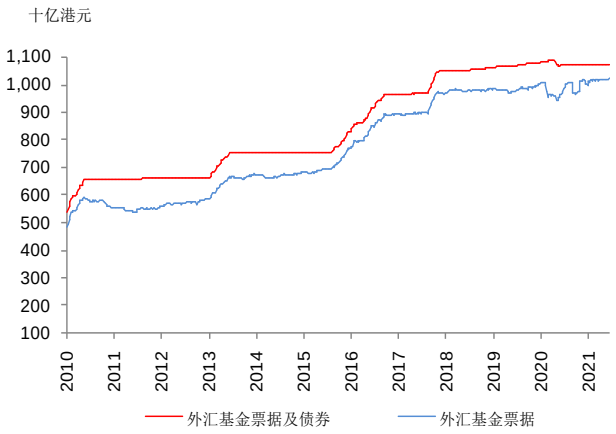
资料来源：香港金融管理局。

香港银行体系总结余及 1 个月期限 HIBOR



资料来源：香港金融管理局，香港财资市场公会，Bloomberg。

外汇基金票据及债券



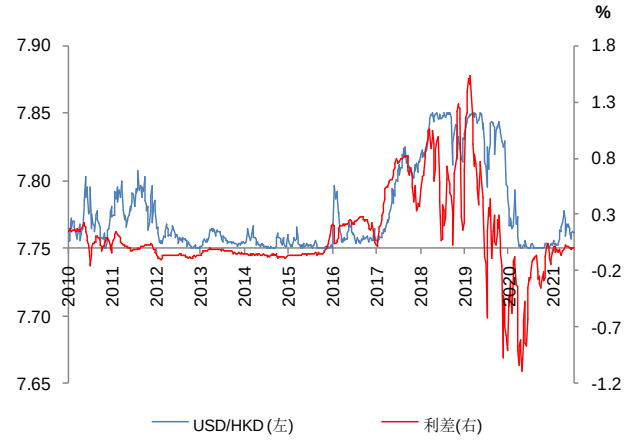
资料来源：香港金融管理局，Bloomberg。

下半年港元短线拆息率或将于历史低点附近徘徊。2021 上半年香港市场资金充裕，银行间拆借成本维持低位，港元拆息率随之波动下行。除隔夜拆息曾出现短暂升幅以外，港元短线拆息全面下跌，1 个月期港元 HIBOR 由年初时的 0.18 厘水平附近降至 0.10 厘以内，截至 6 月 25 日为 0.09286%，接近 2009 年以来的低点。同期 LIBOR 亦保持在 0.25 厘以下水平运行，港美息差上半年大体处于零点附近并偶有倒挂现象。截至 6 月 25 日，一个月 LIBOR 减同期 HIBOR 利差仅为 0.3 个基点。展望后续，美联储的宽松政策力度或有部分减弱，但预期在 2023 年之前仍将维持利率区间在 0%-0.25%不变。同时在全球央行量宽影响之下，香港银行体系总结余下半年可能会保持在 4,500 亿港元以上的充裕水平。因此我们认为港元息口跟随美息应将于下半年于历史低位徘徊。考虑短期或季节性因素影响，一个月期 HIBOR 可能将在 0.1 厘附近上落。港元汇率则预期将受到下半年新股融资活动的支撑而维持在强方兑换水平附近。

离岸人民币流动性预期将维持。上半年国内经济基本面稳健向好，货物出口呈现高增速叠加服务贸易逆差收窄，推升经常账户顺差。此外同期美元指数下行使得人民币汇率维持强势，增加了资本流入对于人民币的需求，离岸人民币市场流动性有所收紧。离岸人民币短线 HIBOR 于年初快速上行，其后逐渐企稳并略有回落。5 月末国内央行宣布上调外汇存款准备金率，但离岸人民币需求并无明显减弱，短线 HIBOR 再度反弹。截至 6 月底，3 个月期人民币 HIBOR 为 3.01 厘左右，较年初升约 0.16 厘；隔夜人民币 HIBOR 上半年整体亦录得小幅抬升，且曾于 1 月末及 6 月末时急升至 7.08 厘/9.74 厘水平。国内央行于 2021 上半年在港发行了共计 600 亿元的离岸人民币央行票据，其中 3 个月期央行票据 200 亿元，6 个月期央行票据 100 亿元，1 年期央行票据 300 亿元；中标利率为 2.48%至 2.74%不等。对于下半年的判断，我们认为近期美联储的鹰派信号和国内出口增速放缓或将部分减弱对人民币继续升值的支撑，离岸人民币需求预期略有下降；但国内疫情防控常态化期间的良好基本面以及政策管理

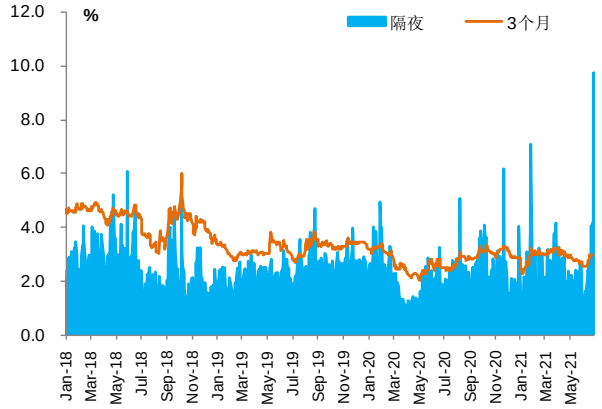
仍将继续吸引互联互通北向资金的流入。另一方面，为丰富香港市场人民币投资产品系列和流动性管理工具，央行将继续在港发行人民币票据，对离岸人民币流动性起到收紧作用。综上，我们预期下半年人民币在港流动性可能维持在现有水平附近，离岸人民币 HIBOR 或呈窄幅波动趋势。

美元兑港元走势及 1 个月期限 LIBOR-HIBOR 利差



资料来源：Bloomberg。

离岸人民币 3 个月和隔夜银行间拆息

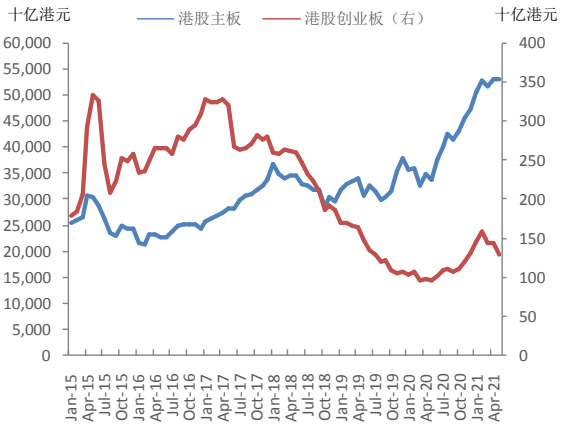


资料来源：香港银行公会，Bloomberg。

注：利差计算是以1个月LIBOR减去1个月HIBOR。

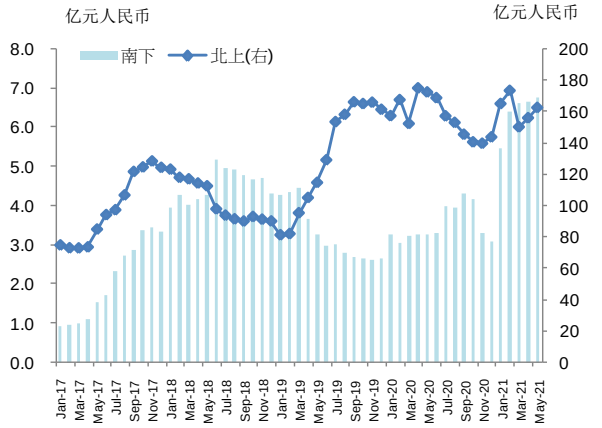
港股市场资金流入料将平稳增长，互认基金销售额预计保持高位。2021 上半年，在估值优势和流动性盈余的驱使下，南向资金接连流入香港股票市场，加仓港股新经济板块以及传统金融板块。截至 2021 年 5 月，港股市场主板总市值为 53.2 万亿港元，相比年初时增长 12.3%。内地与香港互认基金的销售情况大体和两地股票市场同期表现相一致。香港基金北上销售额于 2021 年首 2 个月录得较明显的同比及环比增长，其后随港股调整而出现回落。截至 5 月底，香港基金北上销售的累计资金净流入额为人民币 163.03 亿元，相比年初上升 13.1%；南下互认基金继续受到追捧，截至 5 月末的累计净销售额相比年初增加 3.66 亿元至 6.76 亿元，但月度销售额增速相比 1、2 月份有所放缓。现时内地与香港互认基金的累计销售规模均处于历史高位附近。近期投资者对长期通胀压力的担忧有所减缓，市场情绪转暖有助于两地股票市场下半年逐渐回升，港股市场资金流入料将平稳增长。互认基金可选标的不断扩充，上半年部分香港债券基金获批在内地销售。从总规模上来看两地互认基金销售额预期将于下半年保持升势，内地基金南下销售的增长情况可能较香港北上基金更为稳定。

香港股票市场总市值



资料来源：港交所。

基金互认下两地基金累计净销售规模对比



资料来源：国家外管局。

中概股回归支撑港股 IPO 市场筹资额创新高。2021 上半年香港新股 IPO 发行从数量上来看同比有所减少。据港交所统计数据，截至 6 月 30 日，年内赴港上市的新股总数为 46 家，较 2020 年同期减少 18 家或 28.1%；其中仅

有 1 家公司于创业板新上市，另有 1 家以转介形式上市。尽管新股数量延续下滑趋势，但由于上市企业中有多只二次上市和不同权架构的超大型新股，港交所上半年的总集资金额同比激增 148.3%至 2,089.3 亿港元，突破 2011 年同期高位且于全球各主要交易所当中排名前列。以融资规模来看，上半年大多数新股属于来自中国内地的新经济概念相关企业。新股集资额前三名的企业分别为：快手科技(01024 HK)、京东物流(02618 HK)以及百度(09888 HK)，三者皆以不同股权架构上市，其中两只同时为第二上市；融资金额比例合计达到了上半年港股集资总额的 48.1%。其余新上市企业主要分布在科技、生物医药与健康、传媒、通信等行业。展望后续，港股市场与中国内地经济增长的联动进一步增强，国内创新和新经济型的企业预计仍将是港股 IPO 市场的主要动力。上市制度改革后，中概股回归港股的门槛降低，此外不同权架构的企业挂牌上市后有望纳入港股通标的，这将持续利好后续海外中资独角兽企业的回归。目前市场预计 2021 下半年香港新股 IPO 可能录得超 2,000 亿港元的融资金额，意味着全年的集资总额或将达到 4,000 亿港元或以上；新上市企业的数目预期为 120 家-130 家。

2021 年港股市场新股发行情况

公司名称	代码	发行价 (HKD)	融资金额 (百万港元)	上市日	上市首日收盘价 (HKD)	上市首日涨跌幅	最新收盘价 (HKD)	最新收盘较发行价涨跌幅
新纽科技	9600 HK	4.360	872.0	2021/1/6	4.100	-0.5%	2.040	-53.2%
中邦环境	1855 HK	2.000	137.5	2021/1/6	2.050	3.0%	2.080	4.0%
德运控股	1440 HK	0.400	126.0	2021/1/13	0.415	-1.2%	0.720	80.0%
Legion Consortium Ltd	2129 HK	0.400	125.0	2021/1/13	0.350	-23.9%	0.173	-56.8%
达丰设备	2153 HK	1.730	644.8	2021/1/13	1.580	12.9%	1.540	-11.0%
裕程物流	8489 HK	0.740	55.5	2021/1/13	0.870	17.6%	0.500	-32.4%
网上车市	1490 HK	1.230	288.6	2021/1/15	1.500	-11.8%	0.810	-34.1%
荣万家	2146 HK	13.460	1,265.2	2021/1/15	12.360	-3.4%	11.300	-16.0%
稻草熊娱乐	2125 HK	5.880	1,121.0	2021/1/15	10.800	54.3%	6.230	6.0%
现代中药集团	1643 HK	1.180	177.0	2021/1/15	1.260	7.7%	0.930	-21.2%
医渡科技	2158 HK	26.300	4,731.8	2021/1/15	65.200	11.9%	40.800	55.1%
宋都服务	9608 HK	0.250	200.0	2021/1/18	0.160	-28.9%	0.106	-57.6%
麦迪卫康	2159 HK	3.000	150.0	2021/1/19	3.790	-5.3%	2.280	-24.0%
星盛商业	6668 HK	3.860	1,044.7	2021/1/26	3.958	-9.1%	5.780	49.7%
心通医疗	2160 HK	12.200	2,884.8	2021/2/4	18.820	-12.5%	16.340	33.9%
健倍苗苗	2161 HK	1.200	53.6	2021/2/5	2.160	45.9%	1.480	23.3%
快手	1024 HK	115.000	48,300.1	2021/2/5	300.000	-11.2%	194.800	69.4%
贝康医疗	2170 HK	27.360	2,011.7	2021/2/8	27.700	-7.7%	22.200	-18.9%
诺辉健康	6606 HK	26.660	2,348.4	2021/2/18	84.000	10.5%	79.200	197.1%
环联连讯	1473 HK	0.560	140.0	2021/2/19	0.710	6.0%	0.550	-1.8%
昭衍新药	6127 HK	151.000	6,548.2	2021/2/26	98.321	-6.8%	125.000	-17.2%
赛生药业	6600 HK	18.800	2,180.5	2021/3/3	18.800	1.6%	14.900	-20.7%
朝云集团	6601 HK	9.200	3,066.7	2021/3/10	7.942	1.3%	8.220	-10.7%
广联工程控股	1413 HK	0.540	135.0	2021/3/11	0.420	-17.6%	0.295	-45.4%
汽车之家	2518 HK	176.300	6,141.4	2021/3/15	180.000	-0.6%	127.500	-27.7%
久久王	1927 HK	0.750	148.5	2021/3/16	0.550	-20.3%	0.390	-48.0%
百度	9888 HK	252.000	23,940.0	2021/3/23	252.000	-0.8%	199.400	-20.9%
智欣集团控股	2187 HK	1.500	280.5	2021/3/26	1.060	-26.9%	1.260	-16.0%
哔哩哔哩	9626 HK	808.000	23,230.0	2021/3/29	800.000	1.3%	956.000	18.3%
百融云	6608 HK	31.800	3,937.3	2021/3/31	26.700	-9.3%	20.650	-35.1%
美佳音控股	6939 HK	1.260	181.1	2021/3/31	1.328	-3.6%	1.920	52.4%
盈汇企业控股	2195 HK	0.560	140.0	2021/3/31	0.330	-17.5%	0.425	-24.1%
联易融科技	9959 HK	17.580	9,155.8	2021/4/9	19.320	0.0%	17.440	-0.8%
携程集团	9961 HK	268.000	9,750.1	2021/4/19	280.200	-0.3%	276.000	3.0%
兆科眼科	6622 HK	16.800	2,075.9	2021/4/29	14.320	-7.7%	11.760	-30.0%
赛迪顾问	2176 HK	n.a.	n.a.	2021/5/14	0.529	-1.9%	0.480	n.a.
新希望服务	3658 HK	3.800	813.7	2021/5/25	3.820	0.5%	3.050	-19.7%
京东物流	2618 HK	40.360	28,273.6	2021/5/28	41.700	-9.4%	42.300	4.8%
中原建业	9982 HK	3.000	984.5	2021/5/31	2.640	5.6%	2.290	-23.7%
时代天使	6699 HK	173.000	2,911.5	2021/6/16	401.000	0.2%	400.600	131.6%
科济药业	2171 HK	32.800	3,107.7	2021/6/18	30.000	10.9%	30.450	-7.2%
优然牧业	9858 HK	6.980	4,993.7	2021/6/18	6.150	-2.1%	6.190	-11.3%
森松国际	2155 HK	2.480	620.0	2021/6/28	8.900	79.4%	8.070	225.4%
越秀服务	6626 HK	4.880	369.7	2021/6/28	4.880	1.7%	5.550	13.7%
和黄医药	13 HK	40.100	4,170.4	2021/6/30	60.300	17.3%	60.300	50.4%
奈雪的茶控股	2150 HK	19.800	5,093.9	2021/6/30	17.120	-9.2%	17.120	-13.5%
全部新股平均		（合计：）	**208,927.6**			**0.9%**		**7.1%**
主板新股平均						**0.5%**		**8.0%**

资料来源：港交所，Bloomberg，国泰君安国际。

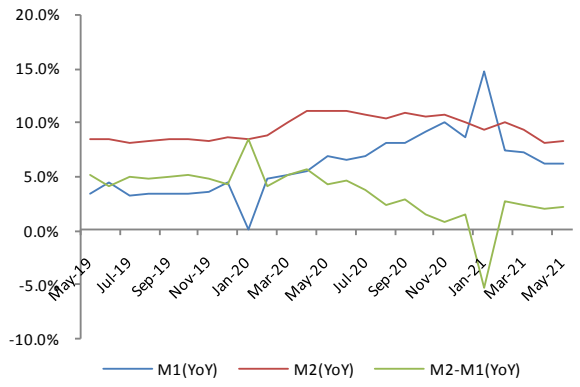
注：最新收盘价截至 2021 年 6 月 30 日。以介绍形式上市或由创业板转主板上市的股份发行价和融资金额不适用。

综合以上判断，我们认为 2021 下半年港元流动性将维持充裕。香港本地疫情现时趋于稳定，投资及消费增速呈现出持续的同比好转迹象，经济基本面对于港元流动性的需求预期将在下半年逐渐攀升。银行体系总结余维持充裕水平，港元拆息率跟随美息预期将在低位窄幅波动，而港元汇率则预计仍在接近强方的位置。货币供应及存款规模料将大体平稳，但可能出现阶段性的较快增长以支持下半年的新股融资活动；全年港股 IPO 市场预计将在新经济股上市以及中概股批量回归的作用下吸引超过四千亿港元的资金流入。下半年人民币对美元的升值预期或将有所减弱，离岸人民币流动性可能维持在现有水平附近。股票市场资金规模稳健增长，港股通净流入有望超过 2020 年，互认基金北上销售维持升势，为港元流动性提供支撑。

9.2 内地流动性预计仍将相对宽松

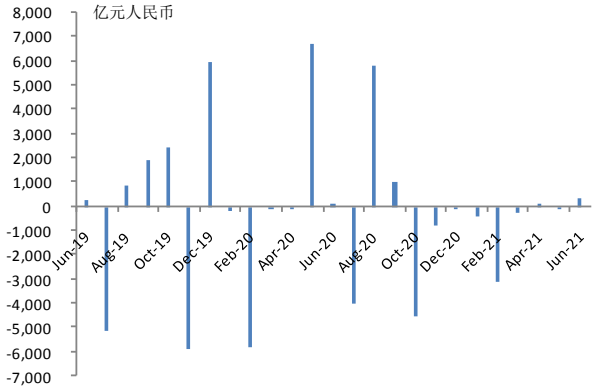
我们预计 2021 年下半年中国流动性仍将相对宽松。2021 年 1-5 月，央行实施稳健且灵活精准、合理适度的货币政策。为减少新冠疫情的负面影响、有效支持实体经济增长、支持小微企业和民营企业融资，同时为了控制经济风险，平衡恢复经济和防范风险的关系，中国 M2 的同比增速同比有所回落，平稳运行。截止 2021 年 5 月底，中国的 M1 同比增速达 6.1%，同比下滑 0.7 个百分点；M2 同比增速达 8.3%，同比下滑 2.8 个百分点；M2 与 M1 同比增速剪刀差为 2.2%。截止 2021 年 6 月 25 日，央行通过逆回购操作、MLF、TMLF、PSL，净回笼资金约 4,729 亿元人民币。2021 年上半年，流动性总体合理充裕；货币供应量、社会融资规模适度增长；金融机构贷款合理增长，结构优化，利率处于较低水平；人民币汇率在合理均衡水平上保持基本稳定，跨境人民币业务保持增长。下半年，预期美联储继续维持零利率不变、全球经济受新冠疫情影响仍存在下行压力，为了稳定经济增长、降低新冠疫情的负面影响、控制经济风险、支持小微企业和民营企业融资，我们预计下半年中国的流动性仍将相对宽松。下半年流动性环境相比上半年将有所宽松，但相对 2020 年整体仍将会一定程度上收紧，2021 年 M2 同比增速将与名义国内生产总值增速基本匹配。

中国 M1, M2 和 M2-M1 的同比增速



资料来源：中国人民银行。

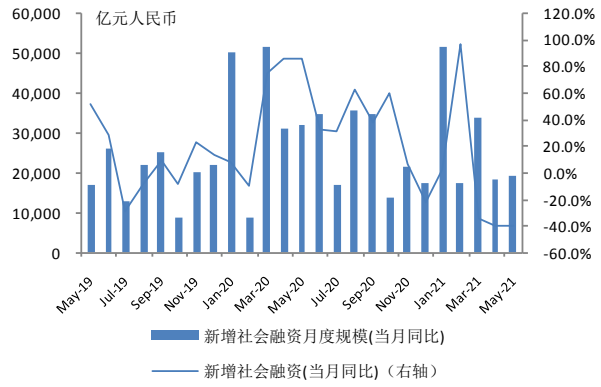
银行间资金净投放



资料来源：中国人民银行。

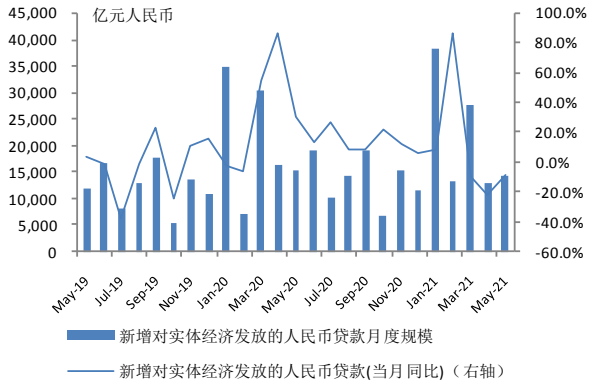
预计 2021 年下半年新增人民币贷款规模增速将好于上半年。2021 年上半年，信贷维持为国家支持实体经济发展的主要融资渠道，贷款规模平稳增长。2021 年 1-5 月，新增对实体经济发放的人民币贷款达 10.6 万亿元人民币，同比小幅上升了 1.9%，新增对实体经济发放的人民币贷款占新增社会融资的比重达 75.8%。主要受新增对实体经济发放的人民币贷款、新增外币贷款、新增承兑汇票、新增企业债券、新增股票融资、新增政府债券、新增资产支持证券、新增贷款核销增长的拉动，1-5 月社会融资规模增量累计为 14.0 万亿元人民币，比去年同期下滑了 19.3%。从结构上看，新增对实体经济发放的人民币贷款前 5 个月累计同比增长了 1,998 亿元人民币；新增外币贷款累计同比下降了 1,697 亿元人民币；新增委托贷款累计同比增加了 1,151 亿元人民币；新增信托贷款累计同比下降了 5,748 亿元人民币；新增承兑汇票累计同比下滑了 1,506 亿元人民币；新增企业债券累计同比下降了 18,710 亿元人民币；新增股票融资累计同比上升了 2,075 亿元人民币；新增政府债券累计同比下滑了 13,476 亿元人民币；新增存款类金融机构资产支持证券累计同比增长了 1,215 亿元人民币；新增贷款核销累计同比上升了 145 亿元人民币。展望 2021 年下半年，在预计央行的货币政策稳健且灵活精准、合理适度的背景下，预计信贷仍将会成为国家释放流动性支持实体经济发展的主要渠道，贷款规模仍将同比保持平稳增长。由于预计 2021 年下半年中国流动性环境相比上半年将有所宽松，2021 年中国的流动性环境相对 2020 年整体仍将会一定程度上收紧，预期 2021 年新增人民币贷款规模相对 2020 年将会小幅上升，新增人民币贷款将达 20.9 万亿元人民币，人民币贷款存量规模同比增长 12.1%，有所下降；预计新增社会融资 2021 年可达 30.5 万亿元人民币，社会融资存量规模同比增长 10.7%，有所下降。

新增社会融资月度规模及当月同比增速



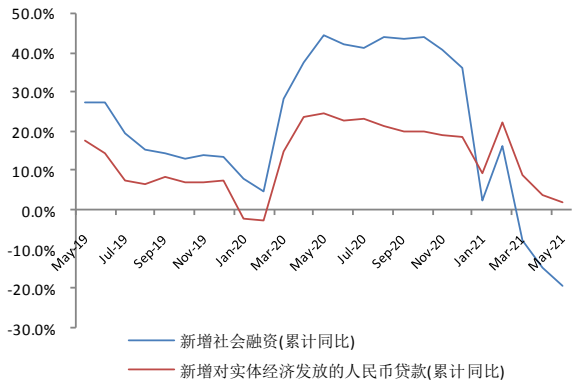
资料来源：中国人民银行。

新增对实体经济发放的人民币贷款月度规模及当月同比增速



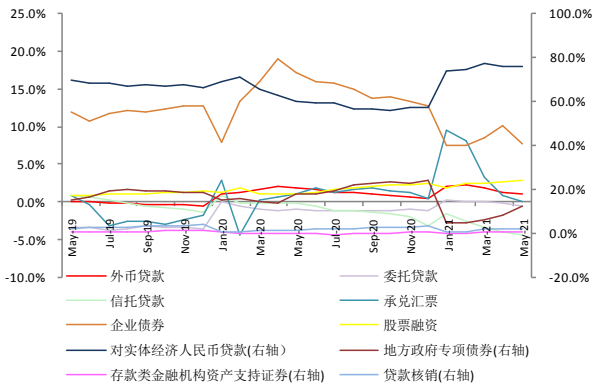
资料来源：中国人民银行。

新增社会融资规模、新增对实体经济发放的人民币贷款累计同比增速



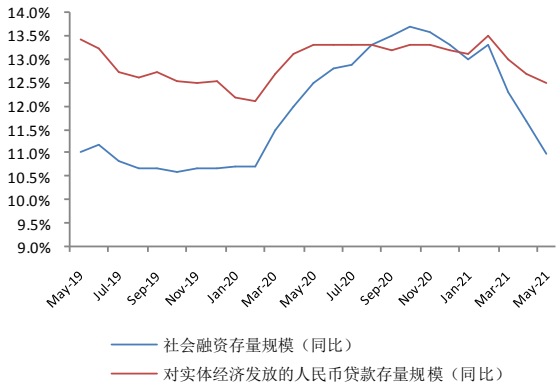
资料来源：中国人民银行。

新增社会融资规模（累计）各细分部分占比



资料来源：中国人民银行。

社会融资存量规模、对实体经济发放的人民币贷款余额同比增速

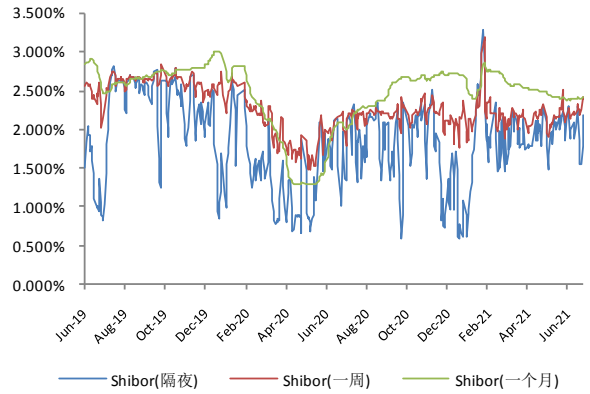


资料来源：中国人民银行。

预计 2021 年下半年社会融资成本仍将整体大致平稳，处于较低水平运行。2021 年上半年，央行按照稳健且灵活精准、合理适度的要求，综合运用逆回购操作以及 SLF、MLF、PSL、TMLF 等多种货币政策工具组合，引导市场利率平稳运行，市场利率水平整体略有攀升。尽管市场利率水平整体略有攀升，但在央行持续推进贷款市场报价利率（LPR）改革，进一步推动 LPR 运用，一般贷款及个人住房贷款融资成本整体平稳运行，且同比下降。截至 2021 年 6 月 30 日，年内 SHIBOR（隔夜）平均值与 SHIBOR（一周）平均值同比分别上升 0.35 个百分点与 0.09 个百分点至 1.94%与 2.20%。2021 年 3 月，金融机构人民币贷款加权平均利率达 5.10%，较 2020 年 12

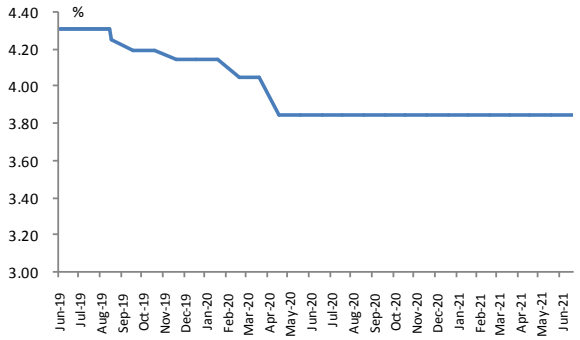
月上升了 0.07 个百分点，同比上升了 0.02 个百分点。其中，金融机构人民币贷款一般贷款加权平均利率达 5.30%，与 2020 年 12 月持平，同比下降了 0.18 个百分点；金融机构人民币贷款个人住房贷款加权平均利率达 5.37%，较 2020 年 12 月上升了 0.03 个百分点，同比下降了 0.23 个百分点。在 2021 年第一季度的《中国货币政策执行报告》中，央行表示要推动实际贷款利率进一步降低。2021 年 7 月 7 日，国务院常务会议表示要促进综合融资成本稳中有降。展望 2021 年下半年，在预期美联储继续维持零利率不变、预计中国流动性仍将相对宽松、控制经济风险的背景下，为了稳定经济增长、降低新冠疫情的负面影响、支持小微企业和民营企业融资，我们预计社会融资成本仍将整体大致平稳，处于较低水平运行。

银行间同业拆借利率走势



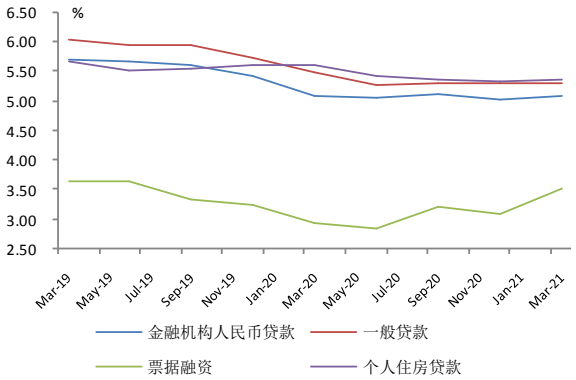
资料来源：中国人民银行。数据截至2021年6月30日。

LPR 一年期利率



资料来源：中国人民银行。

金融机构人民币贷款加权平均利率及其中的一般贷款平均利率、票据融资平均利率、个人住房贷款平均利率



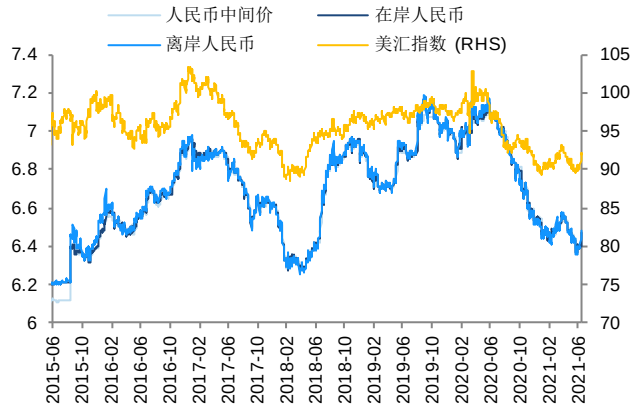
资料来源：中国人民银行。

十. 人民币保持在合理均衡水平

10.1 2021 年上半年人民币温和升值

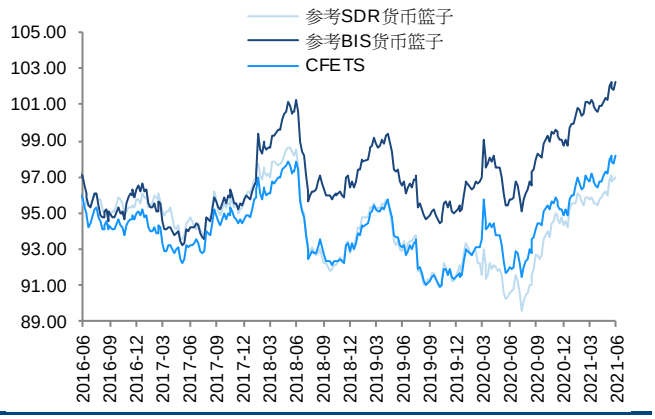
2021 年人民币温和升值。截至 2021 年 6 月 28 日，人民币兑美元中间价以及在岸汇率相比 2020 年 12 月 30 日分别上升 1.0%及 1.1%。人民币在 2021 年上半年先贬后升。2021 年第一季度在岸人民币贬值 0.4%。3 月一度呈现阶段性贬值，主要为欧洲疫情反复和美国国债收益率显著上涨等因素刺激下，美元指数 3 月份出现反弹行情。4 月份以来，又因为美债收益率下行，中美国债收益率重新走阔，美元指数走弱，外资回流中国，导致人民币汇率重新走强。5 月 26 日，人民币兑美元升破 6.4 元关口，是 3 年来的首次，并引发一波结汇潮，市场交投意愿高涨，成交量连续两个交易日突破 500 亿美元。 随着人民币汇率连续大幅上涨，中国人民银行 5 月 31 日宣布，自 6 月 15 日起，上调金融机构外汇存款准备金率 2 个百分点。此举也释放了较为明显的政策信号，即不希望汇率继续单边快速上行。其后人民币兑美元快速回落，在 6 月 4 日重回 6.4。6 月 17 日美联储宣布维持利率 0-0.25%不变，符合预期，但美联储措辞略偏鹰派，美联储上调了通胀预期，点阵图显示美联储加息时间点略有提前。在决议公布后，美元指数短线上扬近 50 点，人民币其后走势偏弱。

人民币兑美元汇率以及美元指数走势



资料来源：Bloomberg、中国人民银行、国泰君安国际。

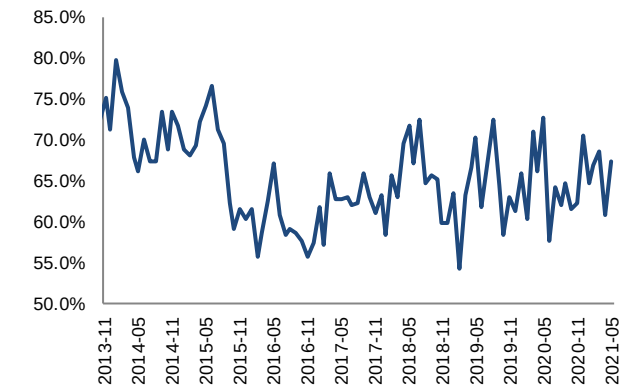
人民币兑一篮子汇率走势



资料来源：中国货币网、国泰君安国际。

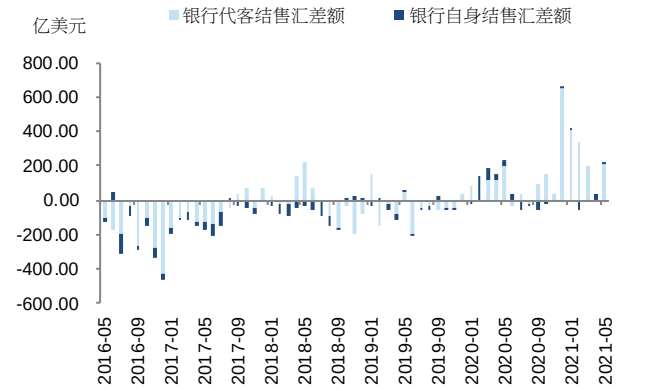
结汇意愿基本平稳。以结汇金额占外币收入（银行代客涉外收款-涉外人民币收款）的比重计，2021 年 5 月结汇意愿为 67.4%，好于 2020 年全年的平均。结汇意愿在 2020 年 12 月开始走高，在 2021 年 1-5 月平均 65%以上。中国外汇市场运行平稳，市场主体呈现理性交易模式，汇率预期保持稳定。5 月银行结售汇顺差 228 亿美元，与 1 至 4 月月均水平基本相当，也是连续 9 个月录得顺差。1-5 月结售汇顺差 1,136 亿美元，同比上升 46.1%。从详细数据看，5 月代客结售汇顺差为 217 亿美元，其中货物顺差保持在 260 亿美元高位，代客服务贸易逆差继续在低位；另外资本与金融及直接投资项目同样继续录得顺差。累计看，1-5 月代客结售汇顺差 1,151 亿美元，同比上升 118.6%。外汇市场预期更趋平稳，主要渠道跨境资金流动稳中向好。当前中国外贸保持增长态势，进出口呈现一定规模顺差，是中国银行结售汇和非银行部门涉外收支维持顺差格局的主因。

结汇意愿



资料来源：国家外汇管理局、国泰君安国际。

银行结售汇差额

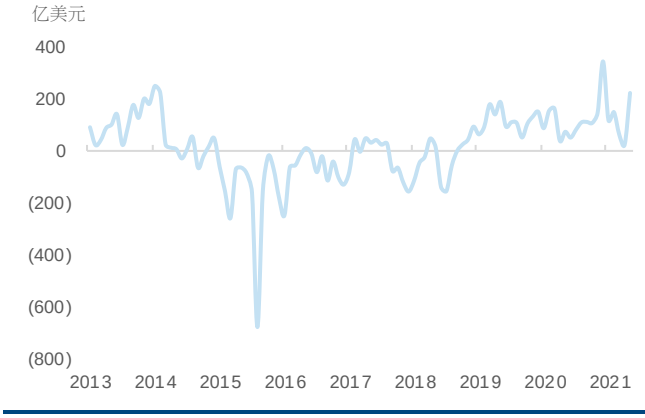


资料来源：国家外汇管理局、国泰君安国际。

10.2 人民币将继续保持双向波动态势

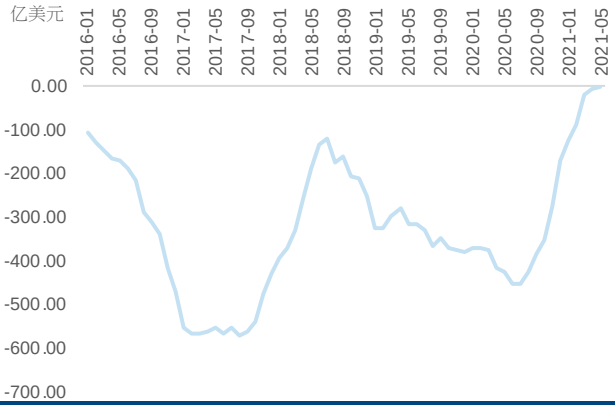
贬值预期不强。人民币处于较高水平，因此结汇意愿也是近年高位。另外，中国国家外管局公布 2021 年 5 月的当月银行代客远期结售汇签约净额同比增 197.0%至 226 亿美元，录得连续 33 个月净结汇。2021 年 1-5 月银行代客远期结售汇签约净额同比增 11.4%至 592 亿美元。总括而言，今年市场结汇意愿仍较高。另外，外管局公布的明细数据还显示，5 月未到期期权 Delta 净敞口规模继续下降，为连续十一个月下降；未到期期权 Delta 净敞口总规模不足一亿美元，为该数据 2016 年 1 月公布以来的最低水平。之前期权受“追捧”，多因政策调整，企业从成本考虑不得不选择期权作为套保工具，但随着远期售汇风险准备金归零，而期权专业要求较高，可以预计 2021 年期权净敞口将会很低。

银行代客远期结售汇签约净额



资料来源：国家外汇管理局、国泰君安国际。

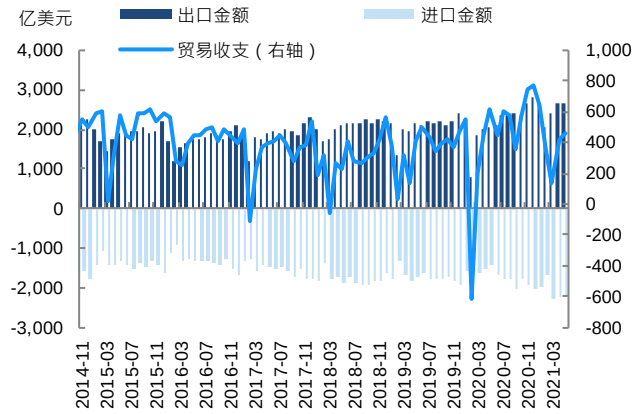
未到期期权 Delta 净敞口



资料来源：国家外汇管理局、国泰君安国际。

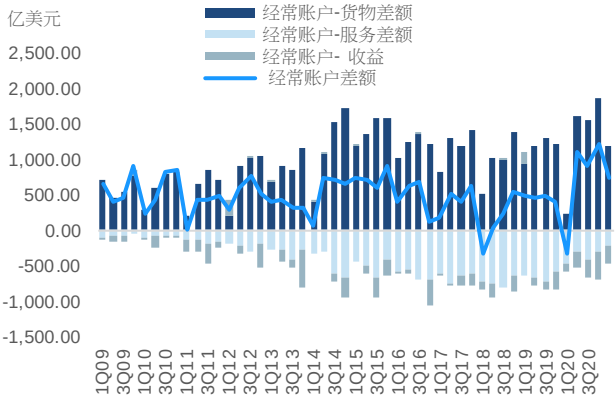
新冠疫情影响的错位，提升了中国企业在全球产业链上的重要性。新冠疫情期间，中国在全球经济中起到基石作用。联合国指出，2020 年中国全球出口比重提升至接近 15%，遥遥领先于排名第二的美国。2020 全年进出口、出口总值双双创历史新高，国际市场份额也创历史最好纪录，成为全球唯一实现货物贸易正增长的主要经济体，货物贸易第一大国地位进一步巩固。此趋势在 2021 年延续。2021 年 1-5 月，中国货物贸易顺差为 2,034 亿美元，较 2020 年及 2019 年 1-5 月分别上升 70.2%及 60.3%，显著提升全球贸易地位。2021 年 5 月，中国货物贸易顺差达到 454 亿美元，显著高于 2021 年一季度月度均值。在全球疫情得到一定的控制、世界经济缓慢复苏、中国经济稳定增长的背景下，预计中国贸易将继续受益，全年顺差有望超 2020 年。另外 RCEP 为外贸发展注入新动力。RCEP 在 2020 年 11 月 15 日正式签署。协定超越欧盟自由贸易区成为世界上最大自由贸易经济体系，并提升中国对东盟的贸易发展。前 5 个月，东盟为中国第一大贸易伙伴，与东盟贸易总值人民币 2.19 万亿元，同比增长 29.2%，占中国外贸总值的 14.8%，对东盟贸易顺差人民币 2,249.3 亿元，增加 30.6%。

进出口贸易收支



资料来源：海关总署、国泰君安国际。

经常账户差额



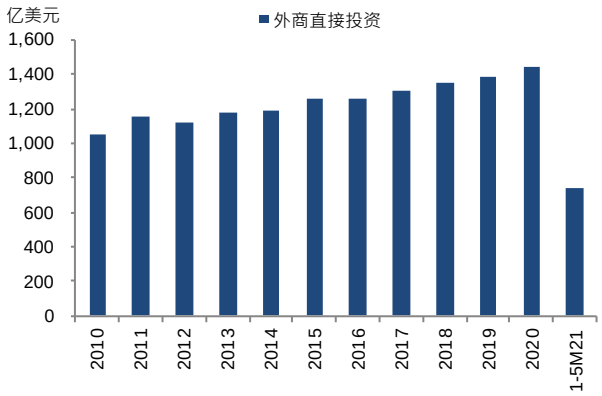
资料来源：国家外汇管理局、国泰君安国际。

资本流入的动力也较强。在国际收支资本和金融账户下，不论股票还是债券市场，外资持续流入改善境内外汇市场供求关系，客观上支撑了人民币汇率。2020 年国内资本市场改革开放的步伐未有因疫情而受到影响，随着中国资本项目开放稳步推进，金融市场互联互通和双向开放不断加大，人民币资产对金融市场投资者的吸引力持续提升。10 年美债收益率从 2021 年 3 月高位 1.77%下跌至 1.4%水平，令中美利差重新扩大，提振了人民币国债的吸引力。5 月份，直接投资项下保持小幅净流入。证券项下双向投资总体稳定，外资净增持境内股票和债券 237 亿美元，与 1 至 4 月月均水平相当；“港股通”项下境内市场主体净买入港股 366 亿元人民币。人民币汇率已回落至均衡合理区间附近，令外资减少了汇率风险对冲操作成本，相应增厚了人民币资产配置收益。预计下半年外资流入较强。

美国中国国债利差

资料来源：Bloomberg、国泰君安国际。

外商直接投资



资料来源：商务部、国泰君安国际。

央行取态不变。2021 年上半年，人民币汇率有升有贬，双向浮动，在合理均衡水平上保持了基本稳定。未来人民币汇率的走势将继续取决于市场供求和国际金融市场变化，双向波动成为常态。央行重申汇率不能作为工具，既不能用贬值来刺激出口，也不能用升值来抵消大宗商品价格上涨影响。从央行、外管局官员的表态可以推断，若人民币汇率继续在均衡水平附近双向波动，则央行不会干预汇率；如若人民币汇率出现过快的升值或贬值，且持续性较强，则不排除央行通过多种措施进行调整。从具体调整的措施来看，央行、外管局可以采取如下几类方式：直接干预外汇市场、委托特定机构在外汇市场进行操作、调整外汇存款准备金率、引导市场预期、对跨境资本流动管理进行调整等。

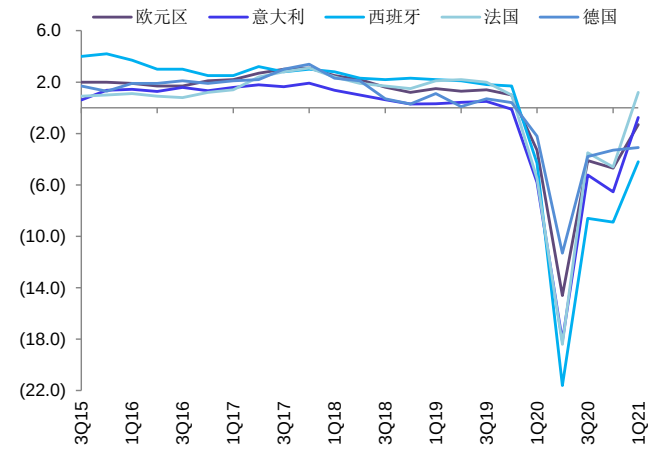
政策上合理调节。汇率政策也是人民币走势的关键因素，包括汇率制度改革、逆周期调控因子、资本管制与开放、央行表态等等。在 2020 年，人民银行在 10 月对远期售汇业务的外汇风险准备金率从 20%下调为 0，旨在避免人民币过快升值。2021 年，中国人民银行 5 月 31 日宣布，自 6 月 15 日起，上调金融机构外汇存款准备金率 2 个百分点，即外汇存款准备金率由现行的 5%提高到 7%。此举或冻结约 200 亿美元外汇流动性，有助于缩小境内本外币利差，促进境内外汇市场平衡。预计外汇市场将趋于理性，人民币汇率走势将逐步回归基本面。外汇存款准备金率最近一次调整是在 2007 年，由 4%上调至 5%。此后一直保持不变，直到此次上调。此次外汇存款准备金率调整的背景是，近期外汇资金流入增多，人民币汇率升值明显，在一定程度上偏离基本面。央行此次没有使用外汇风险准备金等过去几年常用的政策工具，说明央行“政策工具箱”中的工具还很多，选择空间很大。如果外汇市场出现明显的投机迹象，央行还会推出其他宏观审慎工具。

十一. 欧洲和日本

11.1 欧元区制造业复苏程度领先服务业

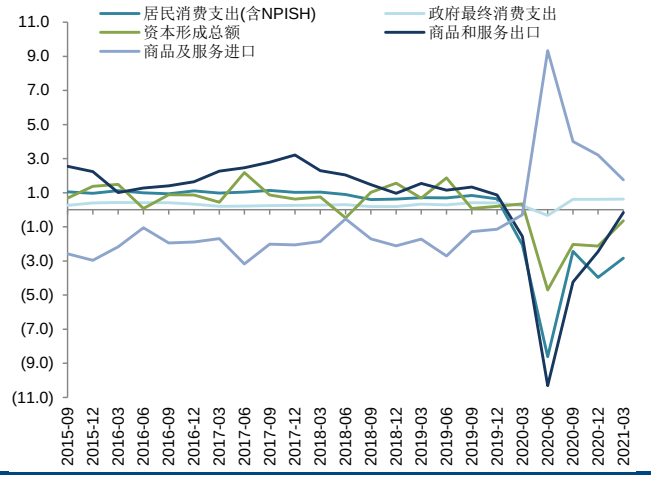
欧元区经济制造业复苏进程快于服务业复苏进程。新冠疫情的反复和对其的隔离措施继续制约欧元区 2021 上半年经济活动，上半年的一波疫情对欧元区经济活动的制约程度较 2020 年第一波疫情打击程度温和，主要是企业与家庭较 2020 年更好的适应疫情隔离措施，以及全球经济复苏带来的贸易支撑。欧元区第一季度 GDP 季环比下降 0.3%，出口及库存的上升抵消私人消费的下滑，居民储蓄水平提高。分国家来看，意大利 GDP 环比上升 0.1%，而德国 GDP 环比下降 1.8%。大体来看，制造业复苏进程快于服务业。劳动力市场在政府保护政策中避免严重恶化，并在 2021 上半年缓慢复苏。欧元区 5 月失业率为 7.9%，较去年同期上升 0.4 个百分点。国际原油价格以及运费上升，供应端受限，叠加低基数效应共同推动通胀水平上升。6 月 HICP 环比增长 0.3%，同比增长 1.9%，核心 HICP 同比增长 0.9%。截至 2020 年末，欧元区政府债务规模占 GDP 比重为 98.0%，较去年同期上升 14.1 个百分点。展望未来，欧元区的经济发展取决于新冠疫苗接种计划的进展阶段以及防控新冠病毒封锁措施的松严程度，随着新冠疫苗注射率上升和隔离政策放松，居民受抑制的消费需求将在高个人储蓄率的状态下顺利释放，拉动私人消费。宽松的融资环境和欧元区内、外需不断改善的前景或将拉动投资支出，但部分板块企业仍面临困境，制约企业投资。根据欧洲委员会春季的预测，2021-2022 年欧元区实际 GDP 增速分别为 4.3%和 4.4%，失业率分别为 8.4%和 7.8%，通胀分别为 1.7%和 1.3%。

欧元区 19 国及主要成员国 GDP 同比（%）



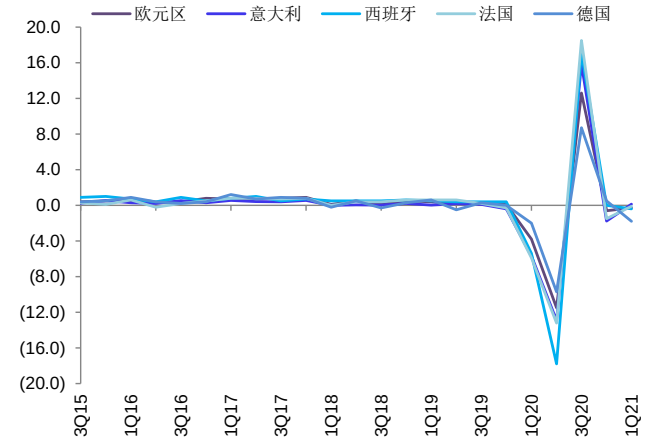
资料来源：欧盟统计局，国泰君安国际。

对欧元区 19 国 GDP 同比的拉动率（%）



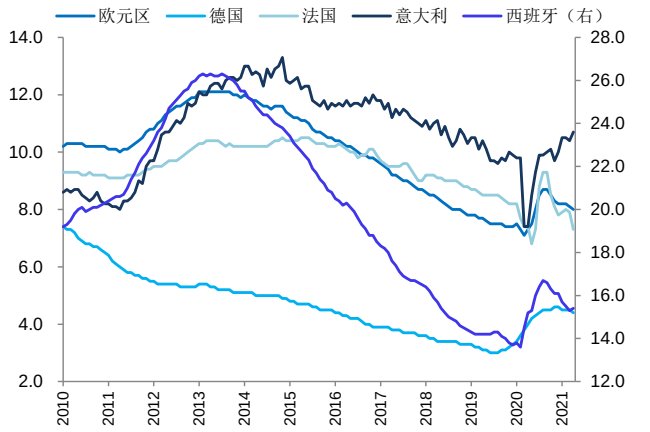
资料来源：欧盟统计局，国泰君安国际。

欧元区 19 国及主要成员国 GDP 环比（%）



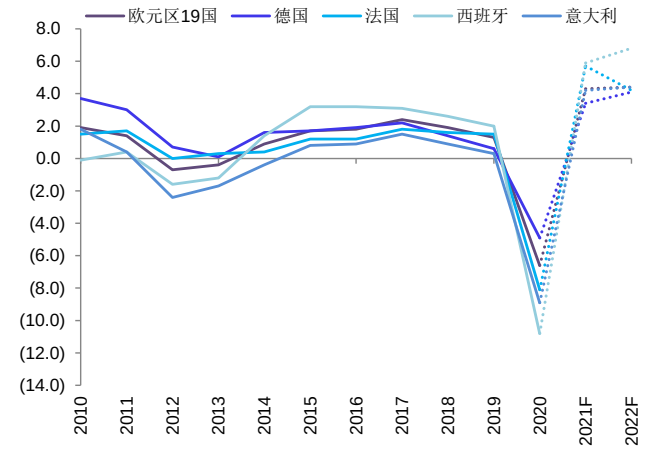
资料来源：欧盟统计局，国泰君安国际。

欧元区 19 国及主要成员国失业率（%）



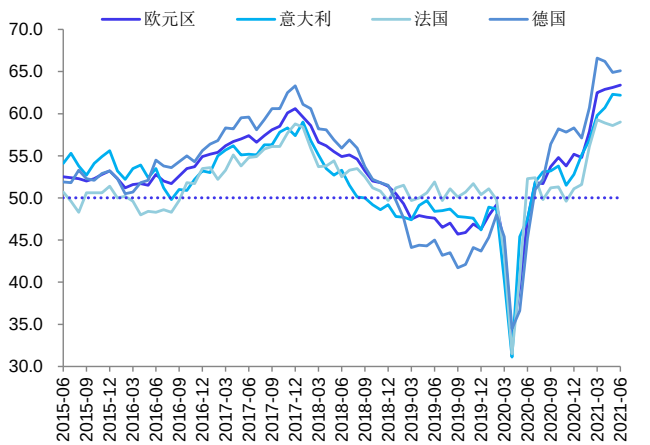
资料来源：欧盟统计局，国泰君安国际。

欧元区 19 国及主要成员国 GDP 增速预测（%）



资料来源：欧盟委员会《2021 年春季经济预测》，国泰君安国际。

欧元区及部分成员国制造业 PMI

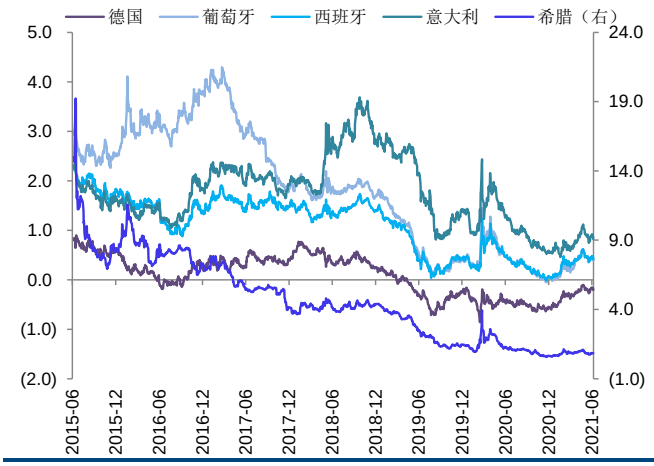


资料来源：Markit、Bloomberg，国泰君安国际。

欧央行下半年或将加快 PEPP 购债速度。欧央行 2021 年 6 月利率会议决定，维持主要再融资利率为 0.00%不变，维持边际贷款便利利率为 0.25%不变和维持存款便利利率为-0.50%不变。除非欧央行判定新冠疫情危机阶段已度过，欧央行将继续通过疫情紧急购债计划（PEPP）购买总值不超过 1.85 万亿欧元的净资产至少至 2022 年 3 月底，避免融资环境变紧。同时，欧央行将再投资 PEPP 项目中到期证券的本金至少到 2023 年底。资产购买计划（APP）下的净购买量将继续以每月 200 亿欧元的速度增长，直到欧央行加息前不久。欧央行维持第三期目标长

期再融资操作（TLTRO III），以提供大量流动性支持银行向企业和家庭提供贷款。截止 6 月 25 日，欧洲央行总资产为 78,771 亿欧元，超额流动性为 42,258 亿欧元。我们认为，欧元区融资环境以及通胀前景影响欧央行货币政策决定，当前欧元区流动性充裕，HICP 通胀同比增速在 5 月一度达到欧央行的略低于 2.0%的目标水平，但在 6 月回落 0.1 个百分点，核心 HICP 通胀水平仍不及欧央行通胀目标，此外，欧洲新冠病毒变异毒株扩散增加经济前景的风险，预计欧央行将维持当前的利率水平以及继续实施购债计划以保持有利的融资条件，直到通胀前景稳健地收敛至略低于 2.0%的水平。

欧元区部分成员国 10 年期国债收益率（%）

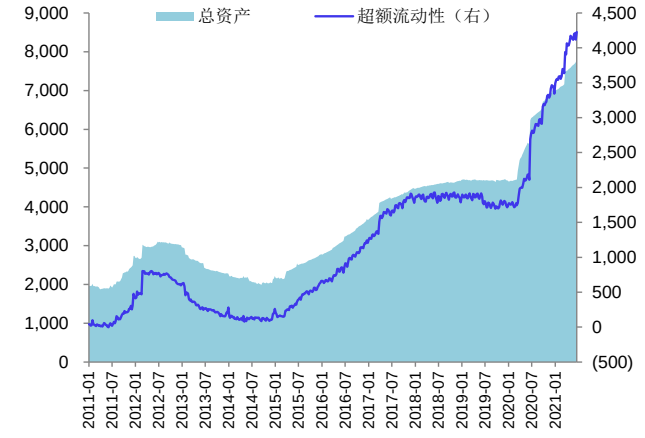


资料来源：Bloomberg，国泰君安国际。

欧元兑美元汇率

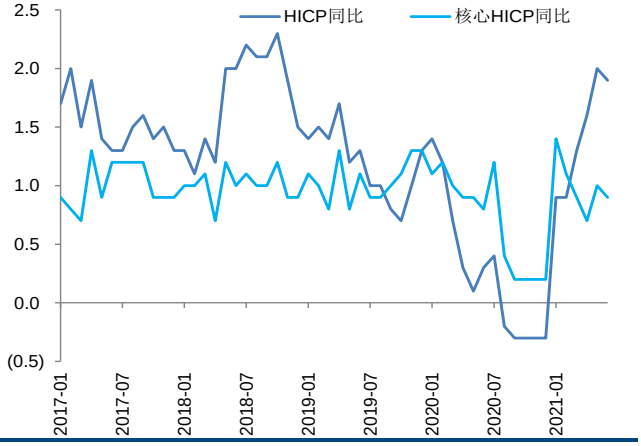
资料来源：Bloomberg，国泰君安国际。

欧洲央行总资产和超额流动性规模（十亿欧元）



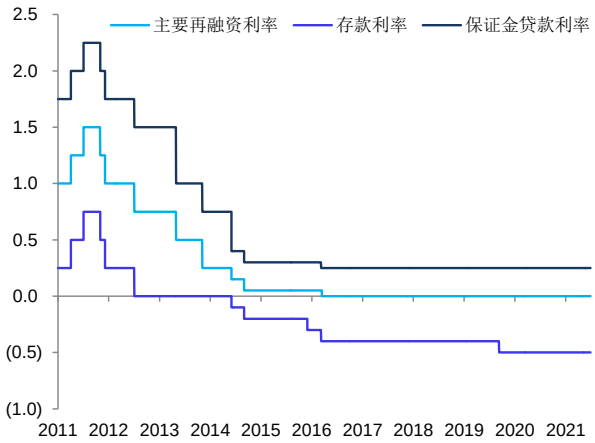
资料来源：欧洲央行，国泰君安国际。

欧元区 19 国通胀水平（%）



资料来源：欧盟统计局，国泰君安国际。

欧洲央行主要基准利率（%）

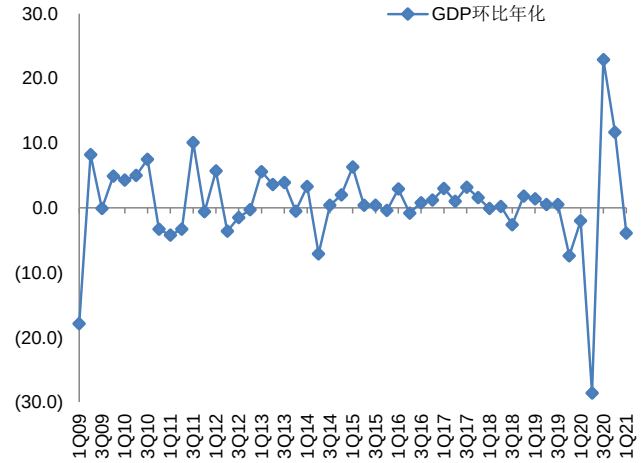


资料来源：欧洲央行，国泰君安国际。

11.2 日本经济形势或到达复苏拐点

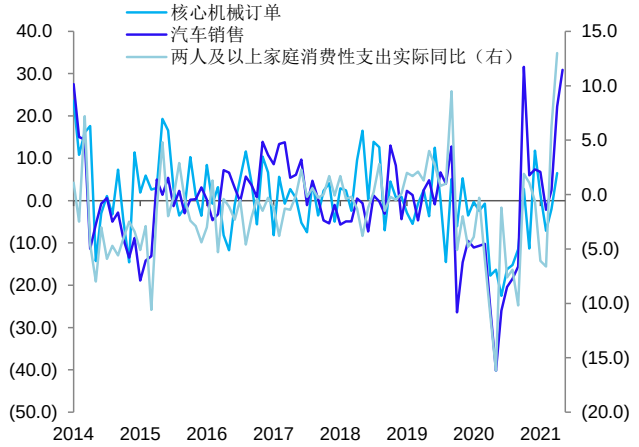
日本经济形势仍然严峻，但经济活动出现复苏趋势。因受国内、外受新冠疫情冲击，日本 2021 年第一季度实际 GDP 环比年化下降 3.9%，经济形势仍然严峻。5 月剔除新鲜食品影响的核心 CPI 同比上涨 0.1%，今年首次增速转正，主要是石油等能源价格上升和需求恢复导致；剔除新鲜食品和能源影响的核心 CPI 为-0.2%。5 月日本失业率为 3.0%，较去年同期上升 0.2 个百分点，主要是新冠疫情在日本反复限制经济活动。就业市场和收入仍然疲软，虽私人消费出现增长，餐饮、住宿等服务业消费仍面临一定压力。5 月日本两人及以上家庭消费性支出实际同比上升 11.6%，日本汽车销售同比上升 30.9%，部分是因低基数效应，去年同期分别为同比下降 16.2%和下降 40.2%。部分商业领域仍然疲弱，但企业利润和商业信心总体在改善，商业固定投资上升。衡量企业资本支出的核心机械订单在 4 月录得同比上升 6.5%，前值下降 2.0%。公共投资继续温和上升海外经济整体出现复苏，出口和工业生产回升。5 月日本出口同比增长 49.6%，进口同比上升 27.9%，进、出口均出现快速增长。我们认为，新冠疫情对日本国内外经济的冲击仍然存在不确定性，在人员密集接触型服务领域的经济活动仍然不及新冠疫情前的水平，但新冠疫情对该领域的冲击在逐步减弱，经济活动出现复苏趋势。随着海外经济进入复苏阶段，外需上升；积极的财政政策和宽松的货币政策支撑经济复苏，内需有支撑，预计日本经济将温和复苏。

日本实质 GDP 年化环比，季调（%）



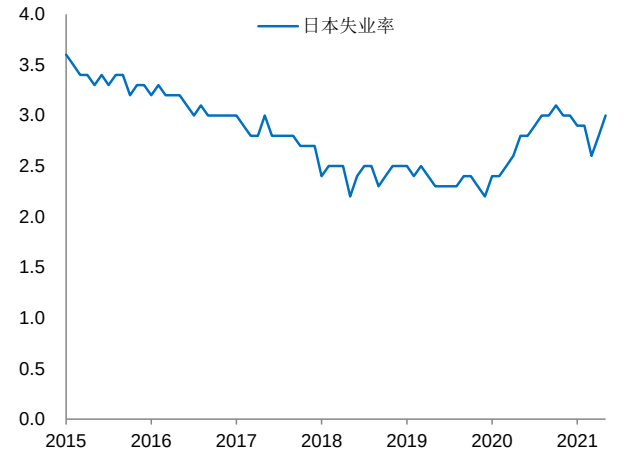
资料来源：日本内阁府，国泰君安国际。

日本部分经济指标同比（%）



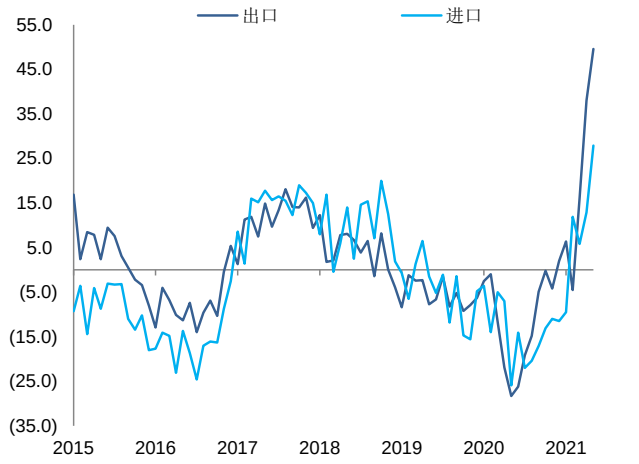
资料来源：日本内阁府，国泰君安国际。

日本失业率（%）



资料来源：日本内阁府，国泰君安国际。

日本进出口同比增速（%）

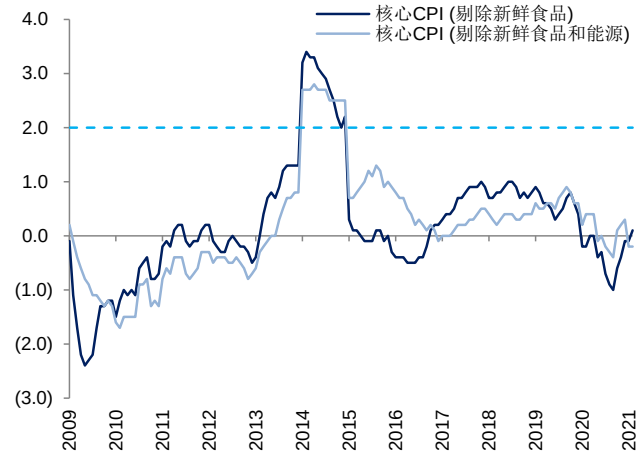


资料来源：日本内阁府，国泰君安国际。

2021 年日本央行延长购买计划期限，并加大商业票据和公司债券购买规模。日本央行 6 月议息会议决定，延长用于应对新冠病毒的特别融资支持计划 6 个月至 2022 年 3 月底，维持政策利率在-0.1%不变，继续无上限按需购买日本政府债券从而使日本 10 年期国债收益率维持在 0.0%附近不变。除购买日本国债以外，日本央行将按需购买每年不超过 12 万亿日元 ETFs 和不超过 1,800 亿日元日本房地产投资信托（J-REITs）。值得注意的是，日本央行

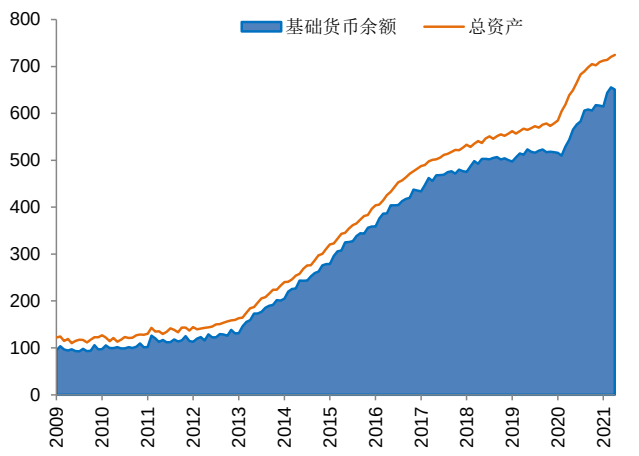
从 3 月议息会议开始，在会议陈述中删除了“每年将分别以约 6 万亿日元和约 900 亿日元的速度购买 ETFs 和 J-REITs”的购买指引。日本央行将购买总值不超过 20 万亿日元的商业票据和公司债券，期限为 2022 年 3 月底。尽管部分企业财务状况仍然疲弱，日本总体金融环境仍然宽松。截至 5 月，日本基础货币量达到 650.96 万亿日元，日本央行总资产升至 724.6 万亿日元。年初至今（6 月 30 日），日本 10 年期国债收益率在 0.01%至 0.15%的区间波动，日元兑美元由年初 103.2 下跌至 111.1。展望未来，随着全球新冠疫苗注射率上升，外需将逐渐复苏。日本通胀水平短期内仍将维持在低位，在通胀水平达到日本央行的目标水平之前，日本央行或将维持当前超宽松的货币政策以及控制收益率曲线。

日本核心 CPI（%）



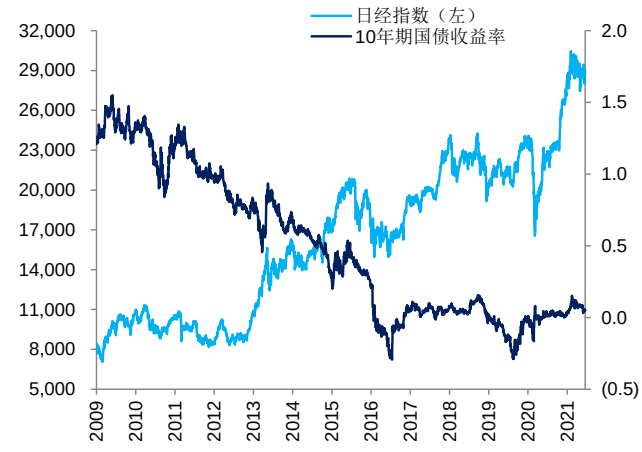
资料来源：日本内阁府，国泰君安国际。

日本央行总资产和基础货币规模（万亿日元）



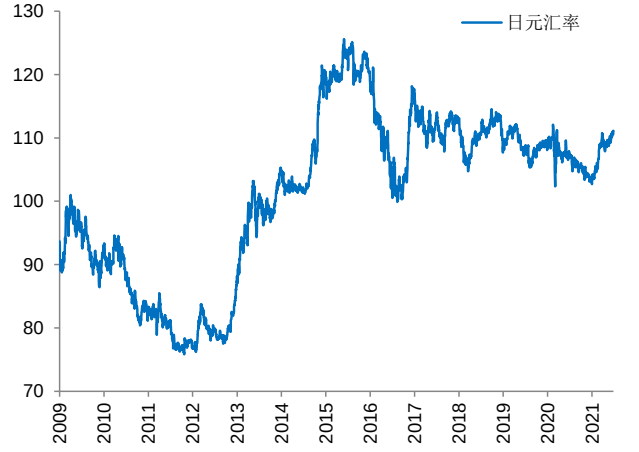
资料来源：日本央行，国泰君安国际。

日本股市和国债市场（%）



资料来源：Bloomberg，国泰君安国际。

美元兑日元



资料来源：Bloomberg，国泰君安国际。

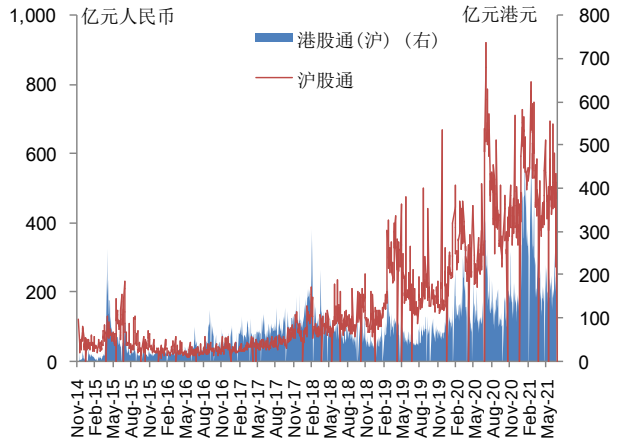
十二. 互联互通及市场变化

12.1 沪港通统计数字

沪港通双向成交额显著提升，北上资金布局热情高涨，AH 价差有所收窄。沪港通开通至 2021 年 6 月 30 日，北上和南下的日均成交金额分别为 168.3 亿元人民币和 78.4 亿港元，分别占 A 股和港股市场同期日均成交额的 2.6%和 7.6%。2021 年初国内经济复苏迹象稳定，吸引外资流入配置人民币资产。其后受美国通胀预期攀升影响，市场担忧美联储提前收紧宽松政策，A 股随外围股市下跌，沪股通资金增幅短暂回落。2 季度以来，短期通胀压力有所缓解，人民币持续升值，北上资金布局再度加码。截至 6 月 30 日，沪股通年内日均成交额相比 2020 年增长 33.7%至 514.1 亿元人民币，上半年资金净流入为 925 亿元人民币，已超过 2020 全年水平；自开通以来的累计净流入

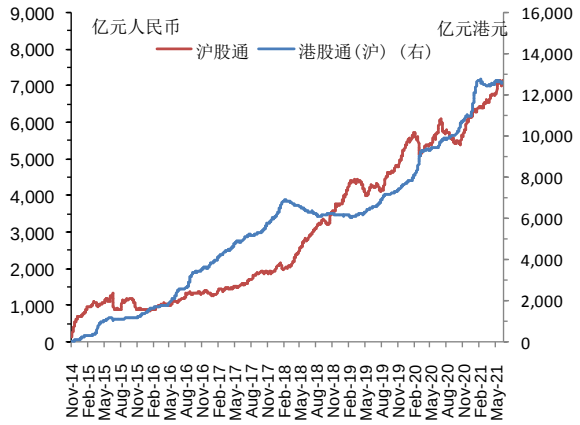
则达到 7,114 亿元人民币。南下资金净流入经过年初的上涨行情后大体保持平稳，内地经济反弹带动了中资企业的盈利增长预期，港股市场的中资股份标的受到追捧。2021 上半年港股通(沪)的日均成交额为 222.9 亿港元，相比 2020 年提高 77.3%；年内合计净流入为 1,527 亿港元。折溢价方面，2021 上半年 A 股表现略微跑输其 H 股，沪港通估值溢价相比年初有所收窄。沪港 AH 溢价指数持续下行，曾一度跌至 131.6 的年内低位；6 月份出现部分反弹，截至月末时 AH 溢价指数回升至 137.1。

沪港通每日成交额



资料来源：上海证券交易所、港交所、国泰君安国际。

沪港通累计资金净流入



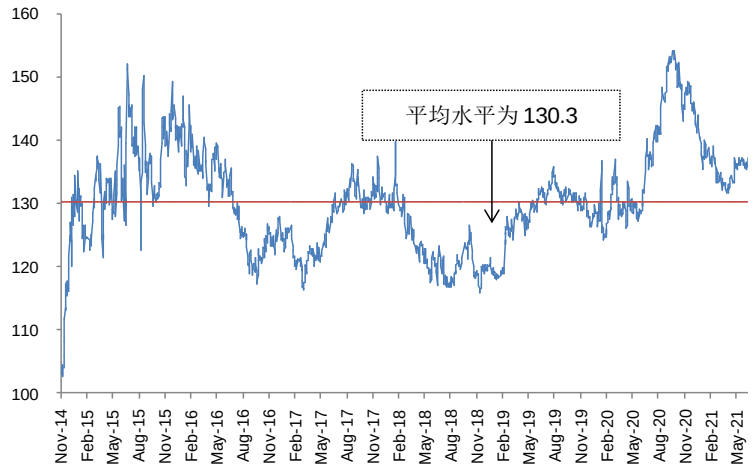
资料来源：上海证券交易所、港交所、国泰君安国际。

沪港通日均成交情况及资金净流入

	2014.11 -2015.12	2016	2017	2018	2019	2020	2021 YTD	合计/平均
日均成交额								
沪股通(亿元)	61.1	31.7	55.2	113.8	209.7	384.5	514.1	168.3
港股通(沪)(亿港元)	30.0	35.2	72.5	77.9	65.7	125.7	222.9	78.4
占 A 股日均成交额 %	0.6%	0.6%	1.2%	3.1%	4.0%	4.6%	5.7%	2.6%
占港股日均成交额 %	2.9%	5.3%	8.3%	7.3%	7.5%	9.7%	11.9%	7.6%
合计净流入								
沪股通(亿元)	871	455	630	1,811	1,566	855	925	7,114
港股通(沪)(亿港元)	1,403	2,393	2,268	132	1,495	3,340	1,527	12,558
日均额度使用								
沪股通	4.5%	3.3%	2.6%	2.9%	1.9%	2.5%	3.9%	3.1%
港股通(沪)	6.0%	11.2%	12.3%	3.7%	2.3%	4.7%	5.1%	6.6%

资料来源：港交所、上交所、Bloomberg、国泰君安国际。

上证沪港通 AH 溢价



资料来源：上海证券交易所、中证指数公司。

2021 上半年港股通(沪)股份的加权平均回报率跑赢同期恒指 3.4 个百分点，A+H 股份(H 股)跑赢指数 4.2 个百分点。截至 6 月 30 日，港股通(沪)股份自开通以来的累计加权平均回报率跑赢同期恒指 57.4 个百分点，A+H 股份(H 股)亦跑赢同期恒指 13.9 个百分点。分行业表现来看，以彭博划分的 20 个行业计，其中 17 个行业自沪港通开通以来实现上涨，累计加权平均回报率超过 100%的行业大致集中在可选消费、软硬件、医疗、工业产品及服务等领域。2021 上半年表现较好的行业主要包括零售与批发-非必需品、医疗保健、石油和天然气等，上涨行业的涨幅介于 2.4%－45.4%；软件与技术服务、可再生能源、零售与批发-必需品等板块则录得下跌，跌幅介于 6.6%－16.1%。AH 价差方面，目前 H 股相比 A 股沪市以市值加权平均计算的折价为 29.9%，较年初收窄 1.8 个百分点，A 股较 H 股溢价率较高的个股仍集中于金融服务、石化、工业产品等行业。展望后续，国内电子、软件、医药生物及精密制造等板块受政策导向驱动有较强的业绩增长预期，外资的配置比例仍有提升空间。但同时港股市场整体估值仍然吸引，具备投资性价比方面的优势。我们认为下半年港股与 A 股表现可能大体相近，加之现时 AH 价差已接近历史平均水平，后续再度明显收窄的可能性不大，A 股相比 H 股溢价预期将维持窄幅波动。

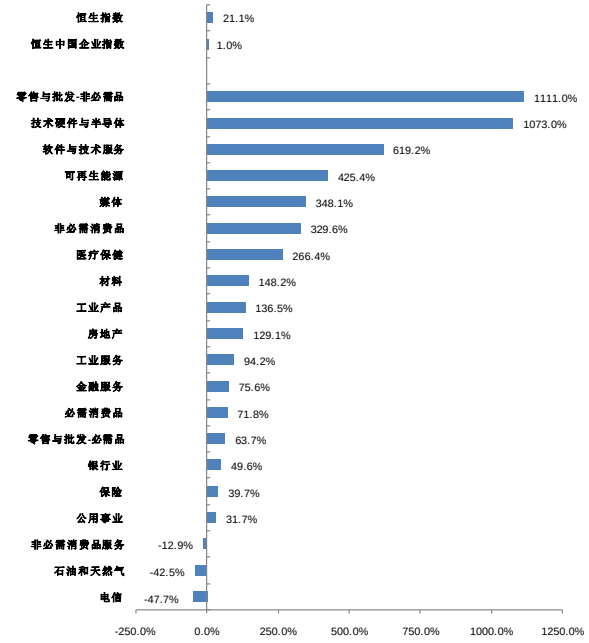
港股通（沪）合资格股份表现总结

	自开通(2014 年 11 月 17 日)以来	2021 YTD
恒生指数	21.1%	5.9%
恒生中国企业指数	1.0%	-0.7%
港股通(沪)合资格股份		
简单平均 跑赢/跑输	-36.0%	5.1%
加权平均 跑赢/跑输	57.4%	3.4%
A+H 股份(H 股)		
简单平均 跑赢/跑输	-21.5%	8.6%
加权平均 跑赢/跑输	13.9%	4.2%
A+H 溢价/折让		
简单平均	-19.5%*	-44.5%
加权平均	-2.2%*	-29.9%
A+H 溢价/折让变化(百分点)		
简单平均^	(21.5)	2.8
加权平均^	(25.9)	1.8

资料来源：Bloomberg、港交所、国泰君安国际。

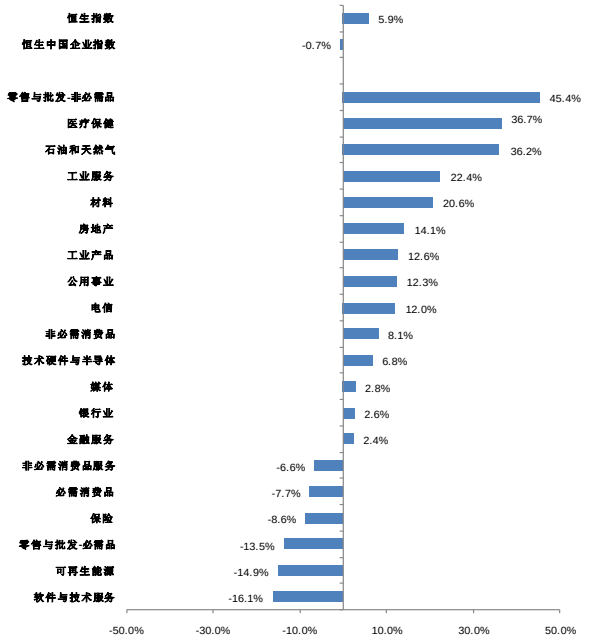
注：股价截至 2021 年 6 月 30 日；HKD/CNY 汇率为 0.8316。^ 负数相当于 H 股对 A 股折价扩大。 2014 年 11 月 17 日的折让。*

港股通（沪）合资格股份行业表现，自开通以来



资料来源：Bloomberg、国泰君安国际。

港股通（沪）合资格股份行业表现，2021 年

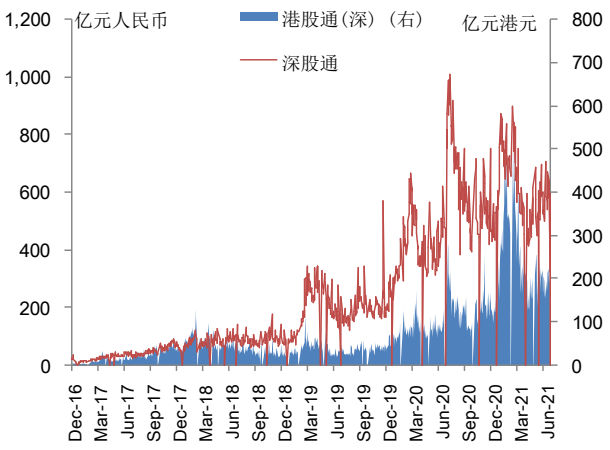


资料来源：Bloomberg、国泰君安国际。

12.2 深港通统计数字

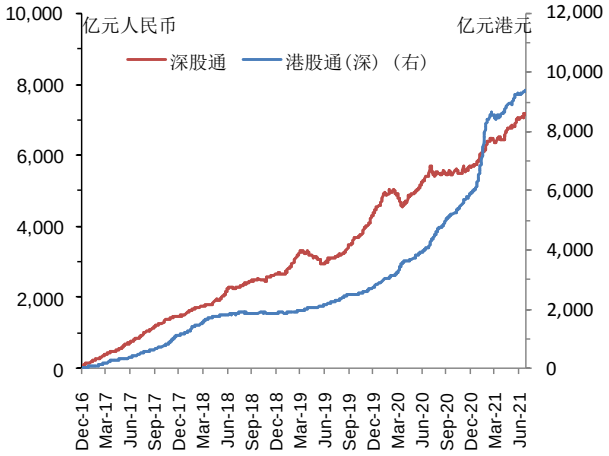
深港通南下交易放量增长，港股板块估值优势吸引资金持续流入。深港通自开通至 2021 年 6 月 30 日，北上和南下的日均成交金额分别为 247.7 亿元人民币和 72.4 亿港元。2021 上半年，深股通及港股通(深)的日均成交额分别为 599.8 亿元人民币和 241.8 亿港元，较 2020 年分别上升 17.0%和 122.5%，占各自市场的比例较 2020 年分别提升 0.6 个百分点和 4.5 个百分点至 6.7%和 12.9%。南向资金交易活跃度大幅提升主要体现在科技、生物医药等新经济板块，以及回归港股市场的中概股。上半年港股通(深)的日均资金净流入相比 2020 年提高 88.6%至 27.1 亿港元，截至 6 月底的累计净流入为 3,120 亿港元。相比南下资金而言，深港通北上成交额增幅较为平稳，但资金流入保持强势。2021 上半年深股通的日均净流入为 11.4 亿元人民币，同比激增 117.1%，年内实现累计净流入 1,311 亿元人民币；从资金偏好来看，北向资金对维持高景气度的电气设备、电子板块、新能源汽车概念股等有持续的买入情况，表明资金仍然看好国内科技和工业制造领域的投资价值。

深港通每日成交额



资料来源：深圳证券交易所、港交所、国泰君安国际。

深港通累计资金净流入



资料来源：深圳证券交易所、港交所、国泰君安国际。

深港通日均成交情况及资金净流入

	2016.12-2017.12	2018	2019	2020	2021 YTD	合计/平均
日均成交额						
深股通(亿元人民币)	38.2	86.0	200.2	512.9	599.8	247.7
港股通(深)(亿港元)	21.3	43.2	38.6	108.7	241.8	72.4
占 A 股日均成交额 %	0.8%	2.2%	3.8%	6.1%	6.7%	4.3%
占港股日均成交额 %	2.5%	4.0%	4.4%	8.4%	12.9%	6.5%
合计净流入						
深股通(亿元人民币)	1,519	1,131	1,951	1,234	1,311	7,147
港股通(深)(亿港元)	1,199	695	998	3,381	3,120	9,393
日均额度使用						
深股通	5.0%	2.1%	2.2%	3.0%	4.8%	3.3%
港股通(深)	5.5%	3.3%	1.6%	4.6%	8.1%	4.2%

资料来源：港交所、深交所、Bloomberg、国泰君安国际。

2021 上半年港股通(深)加权平均跑赢指数 8.5 个百分点，A+H 股份(H 股)整体跑赢恒指 6.6 个百分点。深港通开通以来至 2021 年 6 月 30 日，以市值加权平均计，港股通(深)股份跑赢同期恒指 59.5 个百分点，A+H 股份(H 股)则累计跑赢恒指 158.7 个百分点。2021 上半年港股通(深)表现较好的行业与港股通(沪)基本一致，依然集中在零售与批发-非必需品、医疗保健、石油和天然气等领域，上涨行业的涨幅介于 3.6%－44.0%。零售与批发-必需品、保险、必需消费品等板块则录得部分下跌，跌幅介于 4.2%－13.2%。深股通 A+H 股份于 2021 上半年小幅跑赢指数，包括山东墨龙(00568 HK)、浙江世宝(01057 HK)、鞍钢股份(00347 HK)等个股涨幅明显，但市值权重占比较低。折溢价方面，深港通目前 H 股相比 A 股的整体加权平均折价为 24.9%，AH 价差较年初时略微扩大 1.8 个百分点。

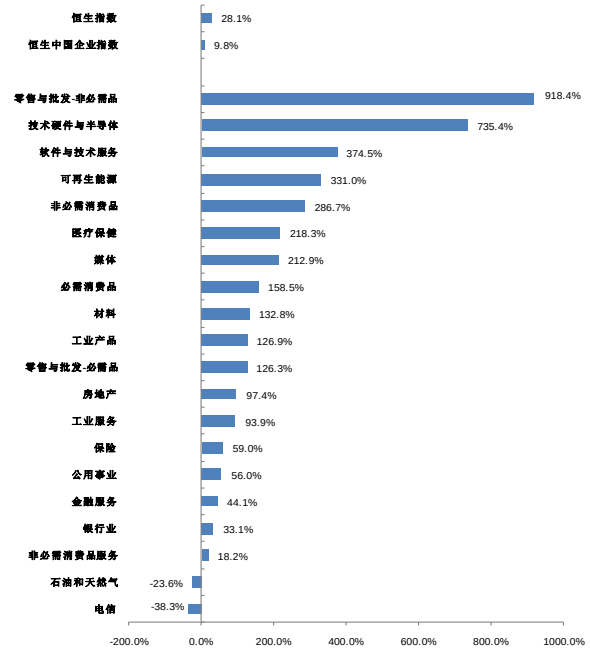
港股通（深）合资格股份表现总结

	自开通(2016 年 12 月 05 日) 以来	2021 YTD
恒生指数	28.1%	5.9%
恒生中国企业指数	9.8%	-0.7%
港股通(深)合资格股份		
简单平均 跑赢/跑输	-2.2%	9.5%
加权平均 跑赢/跑输	59.5%	8.5%
A+H 股份 (H 股)		
简单平均 跑赢/跑输	-0.3%	37.8%
加权平均 跑赢/跑输	158.7%	6.6%
A+H 溢价/折让		
简单平均	-37.9%*	-36.1%
加权平均	-25.2%*	-24.9%
A+H 溢价/折让变化(百分点)		
简单平均^	3.1	4.9
加权平均^	0.3	(1.8)

资料来源：Bloomberg、港交所、国泰君安国际。

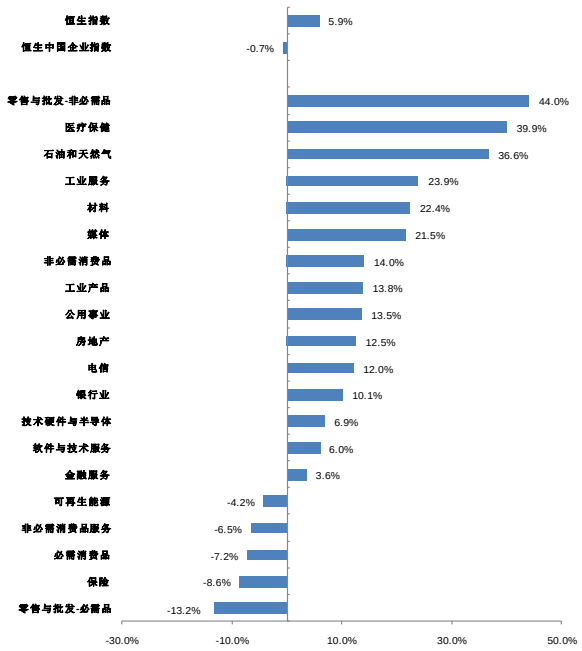
注：股价截至 2021 年 6 月 30 日；HKD/CNY 汇率为 0.8316。^ 负数相当于 H 股对 A 股折价扩大。 2016 年 12 月 5 日的折让。*

港股通（深）合资格股份行业表现，自开通以来



资料来源：Bloomberg、国泰君安国际。

港股通（深）合资格股份行业表现，2021 年



资料来源：Bloomberg、国泰君安国际。

12.3 互联互通合计总结

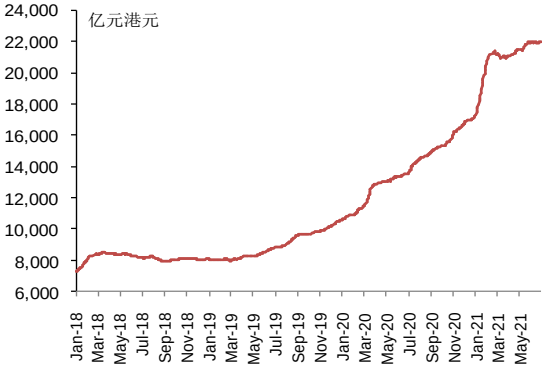
沪深港股通 2021 上半年南向净流入大幅上升，但主要集中在 1-2 月。2021 上半年港股通沪深两市的合计日均成交额相比 2020 年增长 98.2%至 464.7 亿港元，占港股市场日均成交额的比例提高 6.6 个百分点至 24.8%。上半年国内经济持续好转，港股中资企业同步获益，盈利增速预期向上。同时港股相比于全球主要权益市场估值仍处于较低水平，从而吸引了大量内地公募基金以及保险资金配置。尤其是今年 1、2 月份，自年初至 2 月下旬沪深港股通净流入已超过 4,000 亿港元，达到上半年合计净流入的约 86.9%。从持仓情况来看，南向资金净买入靠前的股份多属消费、科技等新经济板块，包括回归港股二次上市的中概股企业。此外以银行股为代表的低估值高股息板块依然是机构重点持仓标的。展望下半年，全球经济复苏周期延续但仍存波折，宽松的货币和财政政策预期将持续为流动性提供支撑。弱美元环境或将维持，驱使国际资本流向港股估值洼地以及通过互联互通投资人民币标的，同时内地南下资金的长线配置需求亦将延续。我们预计下半年互联互通运作将保持升势，南向资金净流入有望超过 2020 全年水平。

沪深港股通汇总

亿港元	2014.11 - 2015.12	2016	2017	2018	2019	2020	2021 YTD	合计/平均
日均成交金额								
港股通(沪)	30.0	35.2	72.5	77.9	65.7	125.7	222.9	78.4
港股通(深)	n.a.	5.1	22.5	43.2	38.6	108.7	241.8	72.4
合计	30.0	40.3	94.9	121.1	104.3	234.4	464.7	150.9
港股日均成交额	1,031	664	876	1,069	870	1,291	1,876	1,036
港股通成交额占比	**2.9%**	**6.1%**	**10.8%**	**11.3%**	**12.0%**	**18.2%**	**24.8%**	**14.6%**
港股通(沪)	1,403	2,393	2,268	132	1,495	3,340	1,527	12,558
港股通(深)	n.a.	67	1,132	695	998	3,381	3,120	9,393
合计净流入	**1,403**	**2,460**	**3,399**	**827**	**2,493**	**6,721**	**4,647**	**21,951**

资料来源：港交所、上交所、深交所、Bloomberg、国泰君安国际。

沪深港股通合计资金净流入



资料来源：港交所、国泰君安国际。

12.4 港股市场新趋势

港股市场投资风格发生改变，交易重心由传统金融股向新经济股转移。内地香港两地互联互通已开通 6 年多，除去运作机制愈加成熟、交易规模持续增长之外，内地资金的投资风格与偏好也在发生转变，从而影响整个港股市场。南向资金的重点持仓标的由之前以内资银行为首的金融股逐渐向着以科技、互联网、生物医药等为代表的新经济股倾斜。此外，港交所上市制度改革后，同股不同权架构的中概股企业同样纳入了港股通标的，受到内地资金追捧。据港交所数据统计，2021 年港股通南向交易成交最为活跃的股份当中，多属上述提及的新经济股概念，以及回归港股的中概股，前 18 只个股合计占港股市场总市值的比重达到 24.7%。我们认为港股资金流入在行业偏好上的变化反映出以科技股为代表的新经济行业的快速发展，较高的成长性使其获得市场青睐，而其中基本面稳健、盈利模式清晰的个股股价表现则尤为抢眼。自新经济股逐渐纳入恒指及国企指数成分股以来，对于港股市场的影响也日趋明显。由于新经济股多为高增长预期、高估值的成长型企业，其交易权重占比的提升稀释了传统金融、地产行业长期处于折价状态的特性，提升了港股的估值水平，同时也优化了指数的行业结构。优质中概股公司的回归增强了港股对投资者的吸引力，使投资股票、港股打新、基金买卖等都有了更多机会和盈利空间。后续来看，新经济概念相关的行业占互联互通市场交易的比重预计仍会上升，利好港股市场流动性。

2021 年港股通南向成交活跃股份

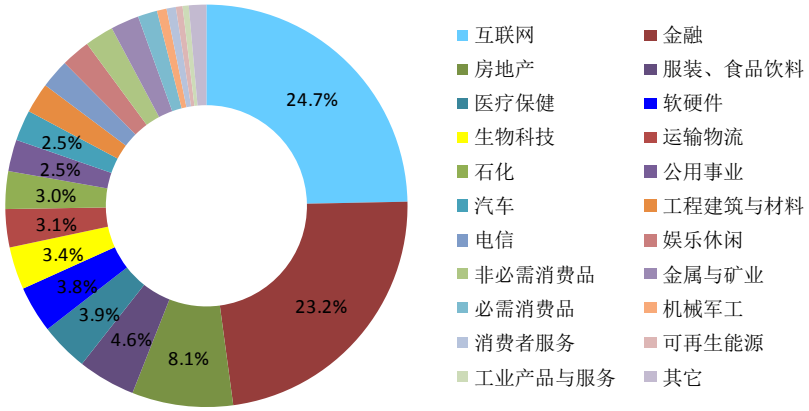
顺次	股份代码	公司名称	所属行业	YTD 股价表现	市价总值(百万港元)	占港股总市值	年内买入+卖出金额(百万港元)
1	00700	腾讯控股	互联网媒体与服务	3.83%	5,603,601	10.63%	600,399
2	03690	美团－W	互联网媒体与服务	8.76%	1,958,157	3.72%	323,096
3	00941	中国移动	电信	13.69%	994,085	1.89%	206,092
4	01810	小米集团	技术硬件	-18.67%	677,251	1.28%	285,576
5	00388	香港交易所	机构金融服务	9.97%	586,755	1.11%	91,416
6	02269	药明生物	医疗保健设施与服务	38.42%	602,968	1.14%	58,919
7	02020	安踏体育	零售-非必需品	49.24%	494,169	0.94%	6,815
8	00883	中国海洋石油	石油与天然气生产商	26.58%	394,237	0.75%	129,590
9	00175	吉利汽车	汽车	-6.79%	240,116	0.46%	55,556
10	02382	舜宇光学科技	技术硬件	45.41%	269,167	0.51%	51,161
11	06969	思摩尔国际	烟草与大麻	-27.69%	256,919	0.49%	123,230
12	00728	中国电信	电信	41.67%	235,513	0.45%	9,347
13	02331	李宁	零售-非必需品	78.44%	236,463	0.45%	5,804
14	00981	中芯国际	半导体	8.14%	188,835	0.36%	195,891
15	02196	复星医药	生物科技和制药	69.23%	159,241	0.30%	5,238
16	03800	保利协鑫能源	可再生能源	60.98%	49,624	0.09%	66,993
17	02013	微盟集团	互联网媒体与服务	22.81%	41,629	0.08%	9,893
18	00460	四环医药	生物科技和制药	304.78%	31,219	0.06%	4,561
		市值总额			13,019,948	24.70%	
		港股总市值			52,704,700	100.00%	

资料来源：港交所、Bloomberg、国泰君安国际。

新经济股占港股总市值比例合计已超过三成。截至 2021 上半年，新经济企业较为集中的互联网、软硬件、生物科技等行业占港股市值的比例分别为 24.7%、3.8%和 3.4%。其中互联网行业由于近几年众多中概股企业赴港二次上市，总市值占比已超过金融、房地产、能源等传统领域。已完成赴港上市的中概股当中，大部分属于消费、信息科技、医疗保健等新经济龙头企业。随着阿里巴巴（09988 HK）、百度（09888 HK）、京东（09618 HK）、小

米集团（01810 HK）等企业的回归，香港市场的新经济聚集效应已初步显现。由于新经济板块有望享受更高的估值溢价，从而吸引更多新经济企业赴港上市，下半年香港新股市场预期仍将主要依靠新经济企业支撑。此外，港交所上市制度的持续优化将使中概股回归更加容易，后续如蔚来汽车、爱奇艺、虎牙直播等美股中概股亦将可能选择回归港股，提升港股活跃度和估值中枢。高增长的新经济股比重增加，将有助于使港股成为高增长市场，提升其投资前景并吸引更多外资流入，巩固其全球离岸人民币中心的地位。

港股行业市值分布



资料来源：Bloomberg、国泰君安国际。注：市值 50 亿以下的企业未参与统计。

二次上市的中概股以及未盈利的生物科技股

股份代码	公司名称	所属行业	市价总值(百万港元)
二次上市中概股			
01179	华住集团-S	休闲设施与服务	136,091
02057	中通快递-SW	运输与物流	193,548
02518	汽车之家-S	互联网媒体与服务	64,368
09618	京东集团-SW	电子商务非必需品	952,228
09626	哔哩哔哩-SW	娱乐内容	367,450
09688	再鼎医药-SB	生物科技和制药	129,456
09698	万国数据-SW	电信	114,979
09888	百度集团-SW	互联网媒体与服务	564,071
09901	新东方-S	消费者服务	109,710
09961	携程集团-S	互联网媒体与服务	175,938
09987	百胜中国-S	休闲设施与服务	213,033
09988	阿里巴巴-SW	电子商务非必需品	4,771,569
09991	宝尊电商-SW	技术服务	22,674
09999	网易-S	娱乐内容	590,127

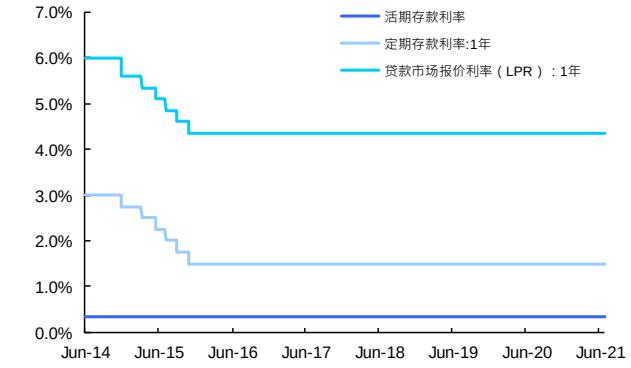
股份代码	公司名称	所属行业	市价总值(百万港元)
生物科技股（未盈利）			
01167	加科思-B	生物科技和制药	17,396
01477	欧康维视生物-B	生物科技和制药	16,127
01672	歌礼制药-B	生物科技和制药	3,978
01875	东曜药业-B	生物科技和制药	2,617
01952	云顶新耀-B	生物科技和制药	21,138
02126	药明巨诺-B	生物科技和制药	8,475
02142	和铂医药-B	生物科技和制药	6,834
02160	心通医疗-B	医疗设备与装置	34,962
02162	康诺亚-B	生物科技和制药	18,807
02170	贝康医疗-B	生物科技和制药	5,432
02171	科济药业-B	生物科技和制药	18,581
02181	迈博药业-B	生物科技和制药	5,073
02190	归创通桥-B	医疗设备与装置	17,350
02500	启明医疗-B	医疗设备与装置	26,946
02552	华领医药-B	生物科技和制药	4,473
02616	基石药业-B	生物科技和制药	17,630
03681	中国抗体-B	生物科技和制药	3,170
06185	康希诺生物-B	生物科技和制药	150,815
06606	诺辉健康-B	医疗保健设施与服务	31,349
06622	兆科眼科-B	生物科技和制药	5,829
06855	亚盛医药-B	生物科技和制药	11,403
06978	永泰生物-B	生物科技和制药	9,057
06996	德琪医药-B	生物科技和制药	12,068
06998	嘉和生物-B	生物科技和制药	7,574
09926	康方生物-B	生物科技和制药	46,572
09939	开拓药业-B	生物科技和制药	21,240
09966	康宁杰瑞制药-B	生物科技和制药	22,881
09969	诺诚健华-B	生物科技和制药	42,141
09995	荣昌生物-B	生物科技和制药	49,963
09996	沛嘉医疗-B	医疗设备与装置	22,268
09688	再鼎医药-SB	生物科技和制药	129,456

资料来源：Bloomberg、国泰君安国际。

十三. 债券市场分析及预测

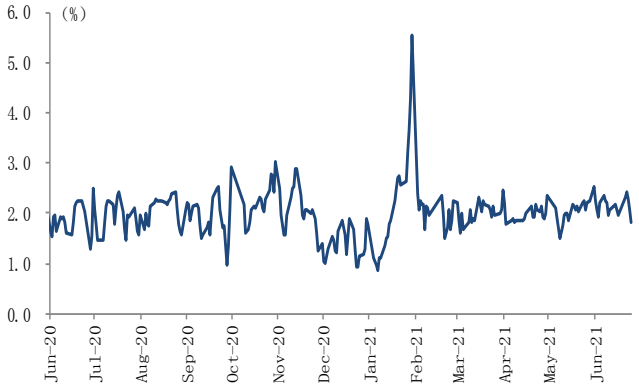
2021 年下半年宏观环境不确定性仍然显著，货币政策将继续维持稳健，预计国债收益率将呈现区间波动。受益于较好的疫情控制，中国经济复苏依然维持稳健。2021 年 1 月，中国人民银行提出货币政策不急转弯，稳健的货币政策要灵活精准、合理适度。但边际流动性有所收紧，中国十年期国债收益率在年初继续上行，最高触及 3.28%。随后海外疫情不断反复，同时国内的消费复苏维持疲弱，中国经济恢复的进程存在不确定性。国债收益率逐渐回落。随后中国人民银行在《第一季度中国货币政策执行报告》中表态要加强逆周期调节，保持流动性合理充裕。十年期国债收益率进一步回落，最低触及 3.05%。但通胀压力逐步凸显，大宗商品价格在上半年继续上涨，带动中国 PPI 连创新高，为中国央行的政策选择带来压力。十年期国债收益率维持在 3.05%至 3.20%间波动。当前变种病毒对经济复苏带来挑战，通胀压力对货币政策形成掣肘，预计下半年宏观环境的不确定性仍然显著，国债收益率难以出现单向走势。我们认为下半年十年期国债收益率或将继续呈现区间波动，收益率中枢或为 3.0%左右。

基准利率：中国月度基准利率概览



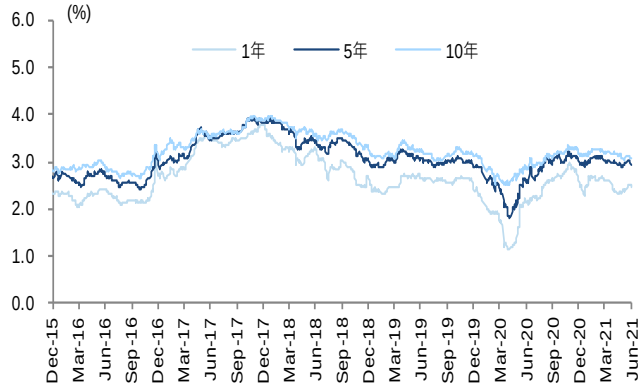
资料来源：中国人民银行、国泰君安国际。

银行间市场利率：质押式回购加权平均利率



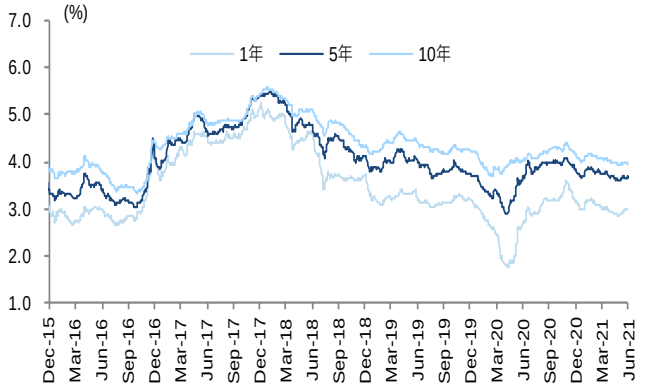
资料来源：中国货币网、国泰君安国际。

利率产品市场：固定利率国债到期收益率



资料来源：Wind、国泰君安国际。

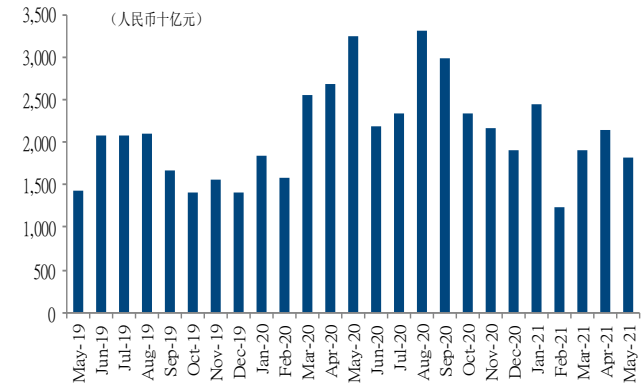
信用产品市场：银行间 AAA 企业债到期收益率



资料来源：Wind、国泰君安国际。

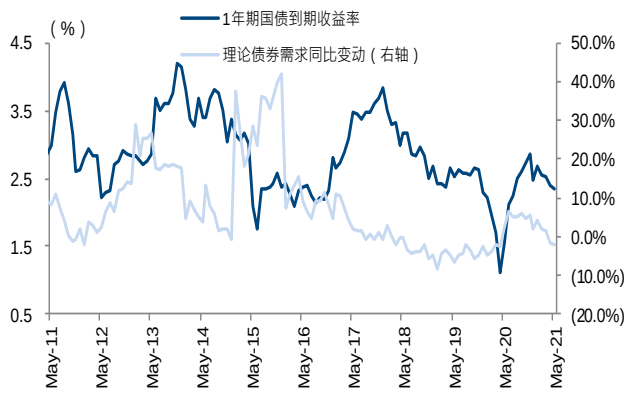
2021 年下半年利率债供给规模将有所增加，但整体供需关系仍将维持平衡。2021 年上半年的国债、地方债和政金债发行金额分别达到人民币 27,590 亿元、33,411 亿元、27,642 亿元。根据财政部披露的数据，1-5 月已发行新增地方政府专项债券 5,840 亿元，仅完成全年新增专项债额度的 16%，剩余专项债额度约 3 万亿元。因此下半年地方政府专项债的发行规模可能会有显著增加，对市场带来一定供给压力。不过近年来海外海外市场对中国利率债的配置需求显著增加，在全球低利率环境的情况下，海外市场对中国资产的需求仍将维持维持强劲。同时国内银行、保险等大型机构的资产配置需求仍然旺盛，供给压力对市场的影响有限。下半年利率债市场的供需关系预计仍将维持平衡。

中国债券市场月度债券发行金额统计



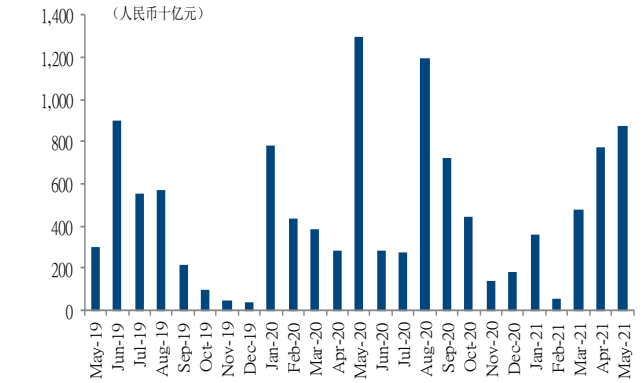
资料来源：中国债券信息网、国泰君安国际。

债券需求和国债到期收益率



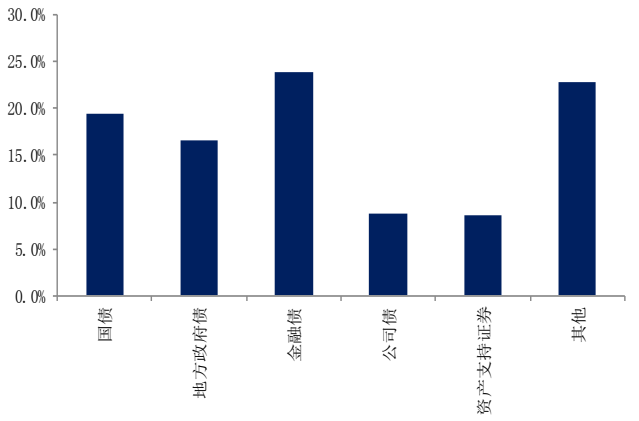
资料来源：Bloomberg、国泰君安国际。

地方政府债券月度发行金额统计



资料来源：中国债券信息网、国泰君安国际。

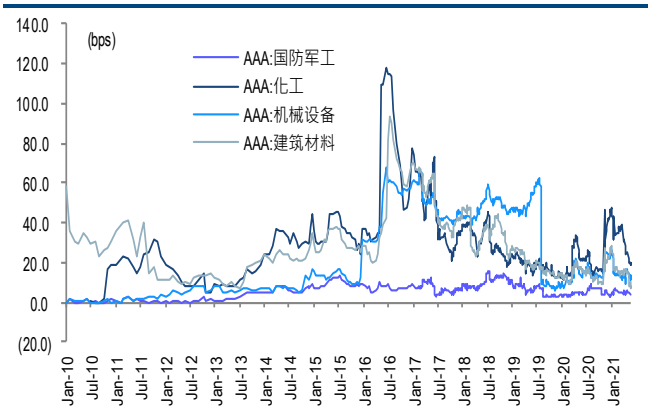
2021 年上半年中国债券市场发行品种占比



资料来源：中国债券信息网、国泰君安国际。
数据截止至 2021 年 6 月 28 日。

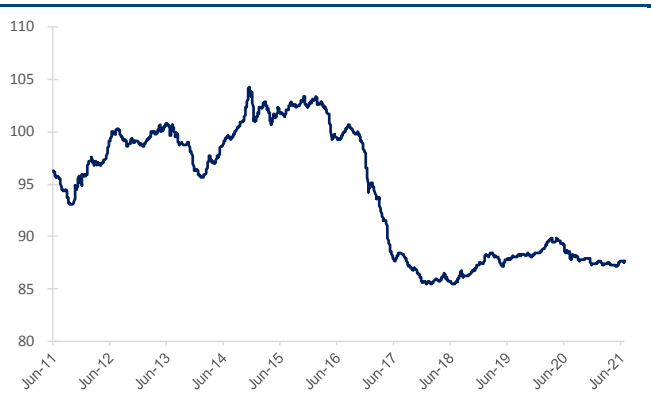
2021 年信用风险整体有限，信用利差有所缩减。2020 年底受华晨、永煤等信用事件影响，信用环境恶化，信用利差走阔。但随着央行维持稳健的货币政策，对市场信用环境起到了稳定作用。同时中国经济基本面继续向好，市场情绪转暖，信用利差逐步收窄。3 月底中国华融的债务危机对境外美元债市场形成了一定冲击，但尚未产生信用违约，引发市场性信用风险的可能性较低。地产行业受到国家的限制，融资压力巨大，部分企业的信用风险有所累积，但对整体信用债市场的影响有限。在货币环境保持合理充裕的情况下，预计 2021 年下半年的信用市场环境将维持稳定。但市场分化或将更加明显，资质较差的企业将面临压力。

按债券发行人所属行业划分的信用债利差



资料来源：Bloomberg、国泰君安国际。

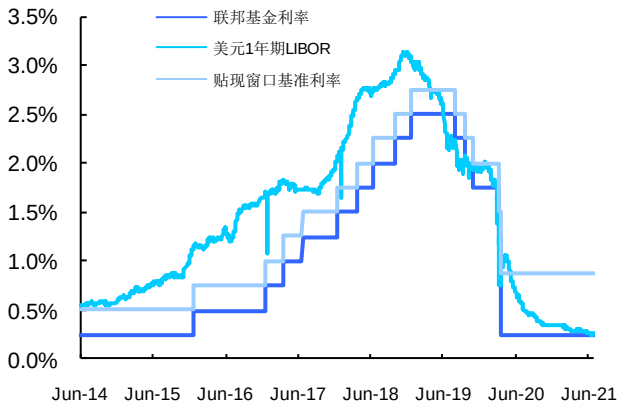
中债企业债总全价指数



资料来源：Wind、国泰君安国际。

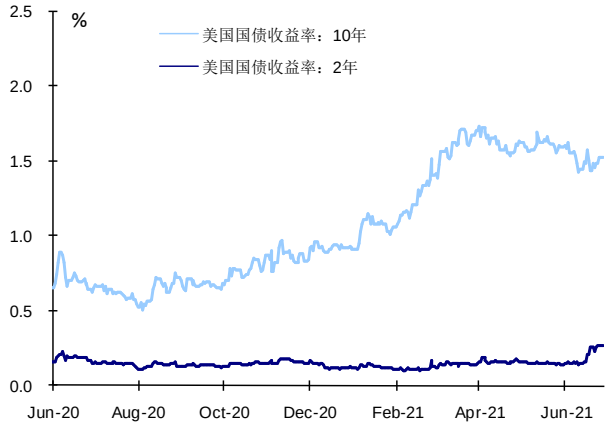
美联储货币政策逐渐转向，美国十年期国债收益率预计将逐步上行。2021 年初，市场担忧美联储提前收紧货币政策，美国十年期国债收益率快速上涨。大宗商品价格持续上涨，也加剧了市场对通胀的担忧。美国十年期国债收益率在一季度维持上行的趋势，最高触及 1.72%，较年初上涨约 80bps。美联储多次表态经济复苏的路径仍然受到疫情的影响，将继续维持当前宽松的货币政策。美国 4 月核心 PCE 同比增长 3.1%，超出市场预期。但美联储对短期的通胀压力表现出较强的定力，仍然不改其维持宽松政策的态度。市场对通胀的担忧有所减弱，美国十年期国债收益率缓慢下行。美国 5 月通胀数据再超预期，对美联储造成了一定压力。在其 6 月份议息会议上，美联储多位官员预计将加息的时间节点提前到 2023 年。但美联储并未明确表明可能的加息路径及具体的时间安排，市场短期避险情绪有所增强，美国国债收益率曲线走平。我们认为美联储短期仍将不改变其当前的货币政策及资产购买计划，但长期收紧货币政策的趋势较为明确。随着疫苗接种率的提高，以及财政政策和货币政策不断展现效果，美国经济将维持稳步复苏的趋势。因此美国十年期国债收益率将会随着经济的复苏而逐步上行。

美国基准利率



资料来源：Bloomberg、国泰君安国际。

美国国债收益率



资料来源：Bloomberg、国泰君安国际。

十四. 香港本地经济发展及预测

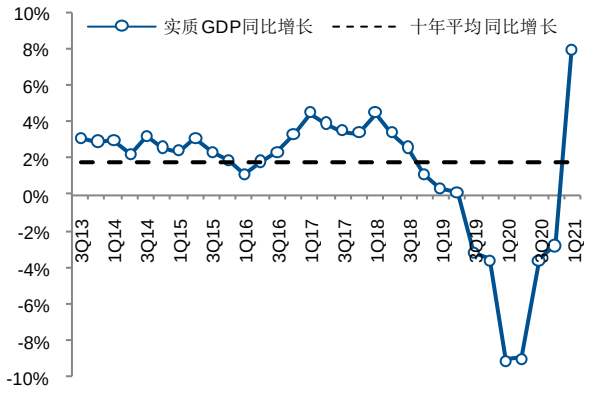
由于强劲的外贸表现及消费和投资气氛的好转，2021 年 1 季度香港实质 GDP 同比上升 7.9%且环比上升 5.4%。因本地第四波疫情的影响，2021 年 1 季度私人消费支出相比于 2020 年同期的极低基数仅录得同比 1.6%的温和上升。外部环境的改善使得营商气氛有所恢复，固定资本形成总额延续升势。受全球主要经济体在货币和财政政策端的大力支持，以及大范围的疫苗接种工作的推进，有形贸易的上升动能进一步增强。1 季度总体货物出口和进口同比分别增长 30.2%和 22.7%；服务业输出的同比下滑相对前一个季度亦显著收窄 21.2 个百分点。劳动力市场显示出边际复苏，失业率于 2021 年 3 月-5 月期间降至 6.0%。但整体劳动力需求仍然疲弱，雇主招聘意愿相对谨慎。通胀水平保持温和上升，5 月份的综合消费物价指数同比上升 1.0%，季调后的综合消费物价截至 5 月末时连续 3 个月平均升幅仅为 0.2%。总体而言，1 季度香港经济的大幅反弹好于我们此前预期。实质 GDP 结束了连续 6 个季度的同比收缩趋势。但与此同时，本地经济复苏也呈现出不均衡的情况，与消费相关的行业仍受旅行限制的影响而承压。整体经济活动仍低于疫情前的水平。

2021 年香港经济概况

经济指标	数据期间	当期值	前值	同比 (%)	环比 (%)
本地生产总值 (十亿港元)	2021 年 1 季度	697.5	713.8	7.9	5.4
劳动人口 ('000)	2021 年 3 月-5 月	3,863.7	3,869.5	0.4	(0.1)
失业率 (经季调)	2021 年 3 月-5 月	6.0	6.4	0.1 pts	(0.4) pts
名义工资指数同比变动	2021 年 3 月	0.9%	1.0%	(1.3) pts	(0.1) pts
整体出口 (十亿港元)	2021 年 5 月	393.8	384.9	24.0	2.3
进口 (十亿港元)	2021 年 5 月	419.3	416.7	26.5	0.6
商品贸易差额 (十亿港元)	2021 年 5 月	(25.5)	(31.8)	85.5	(19.9)
零售总销货价值 (十亿港元)	2021 年 5 月	29.6	27.0	10.5	9.5
累计零售销货价值 (十亿港元)	2021 年 1 月-5 月	146.3	116.7	8.9	n.a.
综合消费物价指数同比变动	2021 年 5 月	1.0%	0.8%	(0.5) pts	0.2 pts

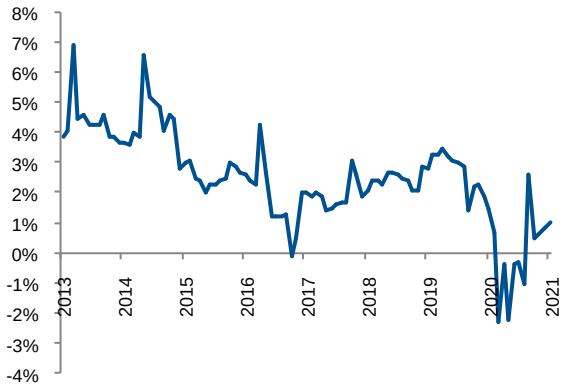
资料来源：香港政府统计处。注：本地生产总值的环比变动为季调后数字。

香港实质 GDP 当季同比增长



资料来源：香港政府统计处。

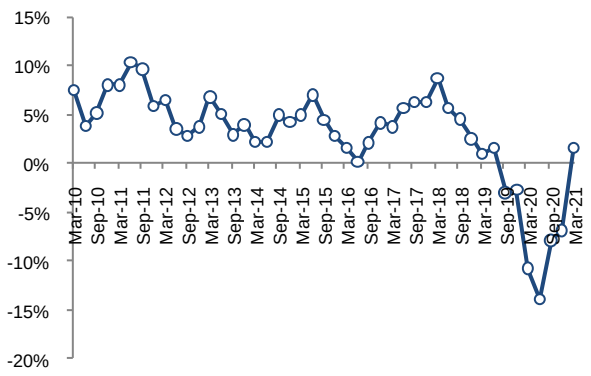
香港综合 CPI 当月同比增长



资料来源：香港政府统计处。

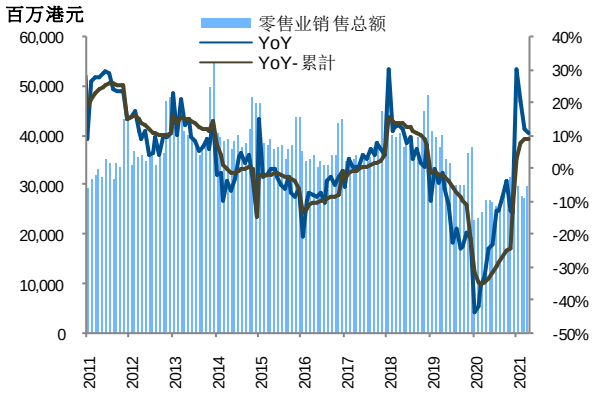
香港零售业及旅游业预期将于下半年继续恢复。香港本地零售销售自 2 月份起录得持续的双位数反弹，1 - 5 月累计零售额同比上升 8.9%（5 月份单月同比升 10.5%）。尽管月度零售销售额的显著增长有部分是因为 2020 年同期的低基数效应，非必需消费品零售额及网上零售销售额的增长亦是主要的贡献因素。入境旅游经过连续 14 个月超 90.0%的同比下跌之后出现好转迹象，5 月份访港旅客人数较去年同期跌 34.8%至 5,305 人次，且曾于 4 月份录得短暂同比增长。酒店入住率按月小幅上升至 60.0%左右。随着本地疫情减退、经济复苏，劳动力市场得到部分改善。2021 年 3 月-5 月期内，香港总失业人数按月减少 5.7%至 23.3 万人，其中零售、住宿及餐饮服务业的合计失业率较上一期下跌 0.5 个百分点至 9.4%。目前香港第四波疫情已基本过去，现阶段有近 170 万人完成了新冠疫苗第一剂的接种。据此进度推算，香港有望在 8 月底时达到更为理想的疫苗接种比例，从而有可能于 4 季度实现与内地的通关。我们认为零售业的增长趋势或将于下半年延续并逐步恢复。此外，本地营商环境的好转以及访港旅客数量的回升预计将支持香港的劳工市场，失业率可能于下半年降至 6.0%以内。

香港私人消费支出季度同比表现



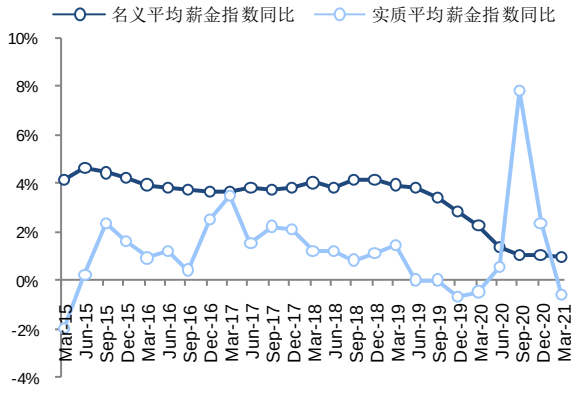
资料来源：香港政府统计处。

香港月度零售销售及同比变化



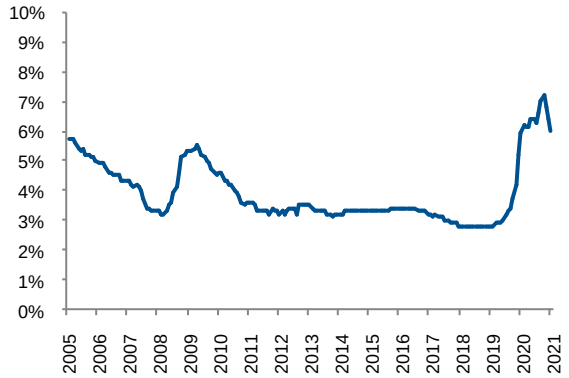
资料来源：香港政府统计处。

香港薪金指数同比表现



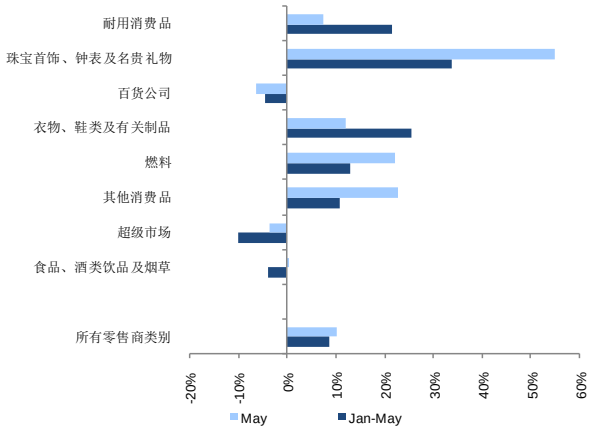
资料来源：香港政府统计处。

香港经季节性调整失业率



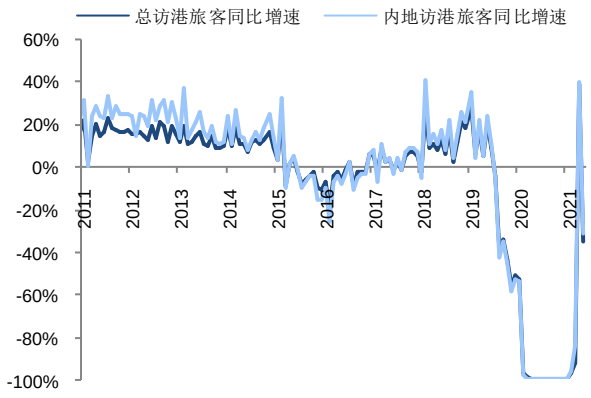
资料来源：香港政府统计处。

2021 年香港零售销售同比表现



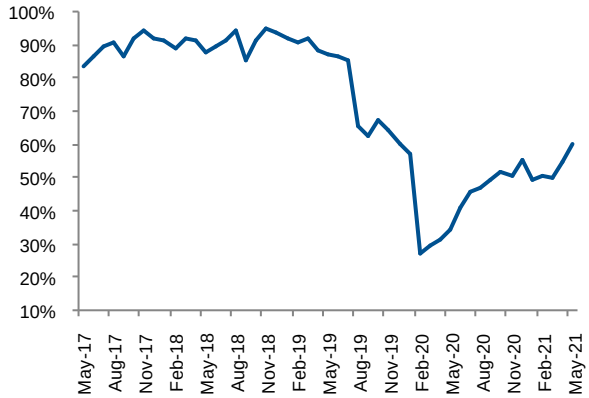
资料来源：香港政府统计处。

访港游客人数同比表现



资料来源：香港旅游发展局。

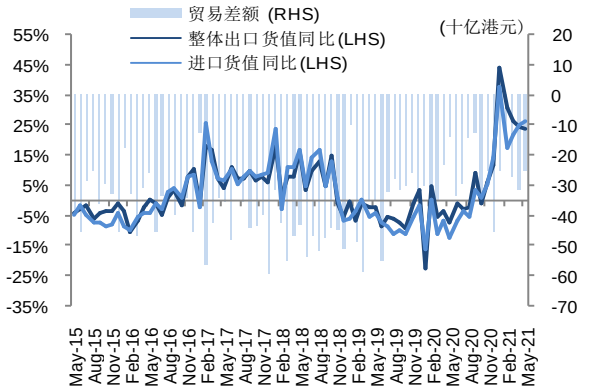
香港酒店平均入住率



资料来源：香港旅游发展局。

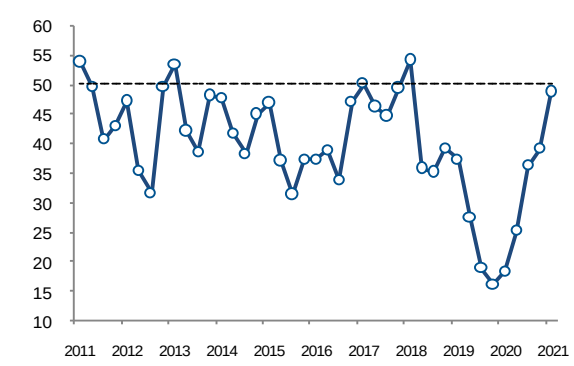
货物进出口的强劲增长势头预计将延续，服务输出表现亦有望得到部分改善。自 2020 年 4 季度起香港的商品贸易逐渐显现出恢复增长的势头，且该趋势于 2021 年首 4 个月进一步扩大。出口至中国大陆的商品货值明显增加，而对于美国、欧盟国家以及其它亚洲国家的出口表现也均有不同程度的好转。5 月份货物出口同比增长 24.0%，进口同比增长 26.5%。其中，香港对内地出口达 2,373 亿港元，同比增长 26.9%；进口自内地的货物总值为 1,832 亿港元，同比增长 20.5%；两者分别占当月出口和进口总额的 60.3%/ 43.7%。展望后续，内地经济复苏预期将持续，而全球其他主要经济体也将从各种财政和货币刺激措施（尽管其宽松程度可能低于 2020 年）以及疫苗接种计划的推进中获得进一步的上行动力。我们认为在内地的支持和全球经济复苏的背景下，香港的有形贸易将在下半年继续保持双位数的同比增长。由于区域贸易和货物流动的恢复，运输服务的出口也可能略有增加。但旅游服务输出在与内地实现通关前应会保持低迷。对于中美关系的判断，我们预计后续摩擦将主要集中在政治及外交政策等领域。近期拜登政府提出了针对中国企业的新的遏制措施。然而，对黑名单上实体的限制主要体现在投资许可和资本流入等方面，而非贸易管制。我们认为尽管拜登政府的制裁政策将导致中美之间长期化、常态化的对抗，但未必会进一步提高现有的关税壁垒。

香港有形贸易



资料来源：香港政府统计处。

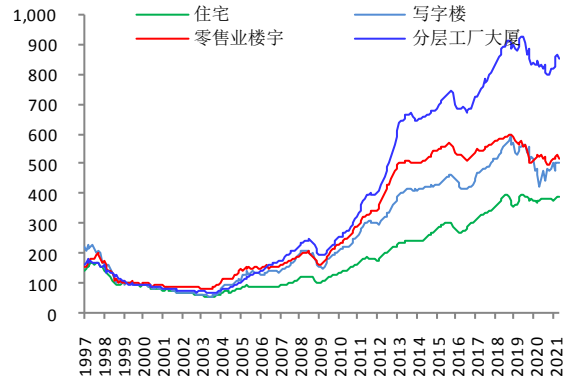
香港贸发局出口指数



资料来源：香港贸发局。

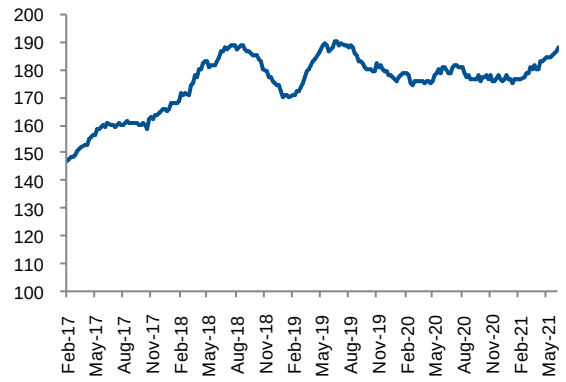
房地产市场或将受益于经济环境的好转及本地疫情的缓和。由于受持续的低利率环境和住房需求反弹所带动，香港房地产市场转趋活跃。截至 6 月 25 日当周，中原城市领先指数(CCL)为 188.10 点，按月上升 1.96%；香港房地产市场价格指数亦与历史高位附近波动。短期来看，我们预计房屋价格将受楼市气氛好转的影响而继续走高。商业物业的租赁需求或有部分回暖，但由于前期空置率仍然高企，写字楼租金可能维持在现有水平附近。从贷款利率角度而言，美联储维持其宽松的货币政策论调，下半年预期将维持政策利率在 0%-0.25%不变，因此香港的楼市按息亦将保持在较低水平。在低利率预期和疫情缓和的共同作用下，住房刚需将进一步释放；供给端现时仍维持偏紧，开发商推盘时多数开价进取。综上，我们认为 2021 下半年香港房地产市场将呈现稳定升势，一二手楼盘成交量均预期维持畅旺，楼价可能加快上升。

香港物业市场价格指数



资料来源：香港差饷物业估价署。

中原城市领先指数



资料来源：中原地产。

2021 年香港实质 GDP 预期将录得 6.0%左右的同比增长。香港的疫苗接种比例预计将于下半年进一步改善。港府已部分放宽零售、餐饮等行业的社交距离限制，零售业销售增速有望保持。劳动力市场或出现小幅好转，但由于失业人士重新寻求工作需要较长时间，失业率短期内难以恢复至疫情前的水平。外围贸易环境的改善，尤其是中国内地与美国的持续复苏预计将利好香港的进出口表现，有形贸易将继续作为香港经济复苏的主要动力。下半年香港的营商气氛预期向好，社会环境维持稳定，楼市及资本市场运行畅旺，经济有望延续上升趋势。若能于 4 季度实现与内地通关，复苏动能将进一步增强。

香港实质 GDP 历史增速及预测

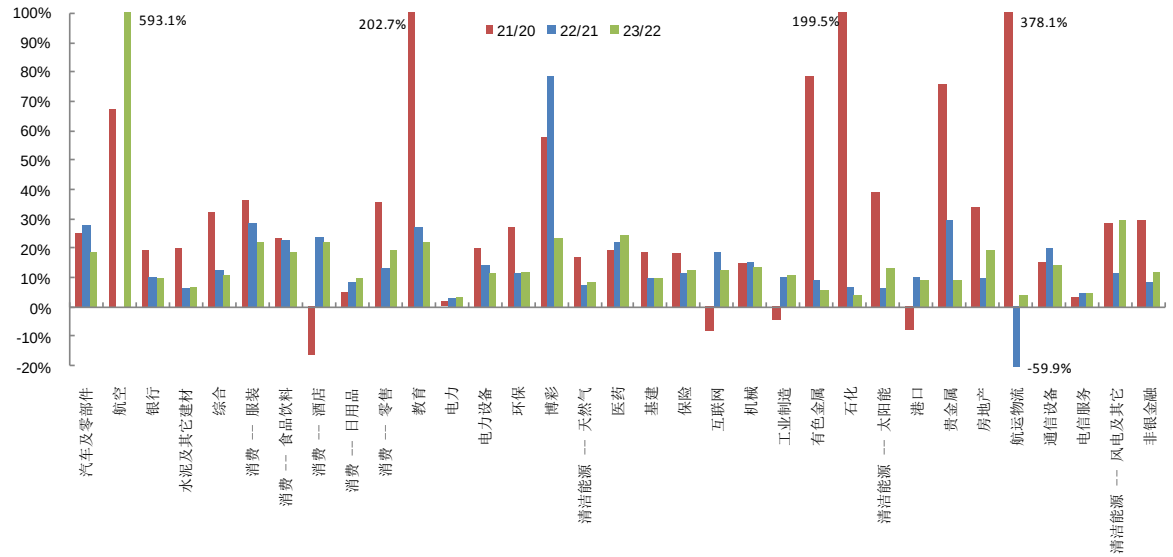
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021F
实质 GDP (%)	1.7	3.1	2.8	2.4	2.2	3.8	2.9	-1.2	-6.1	6.2*/6.0^

*资料来源：香港政府统计处，Bloomberg。注：*Bloomberg 一致预期；^国泰君安国际预测。*

十五. 盈利预测

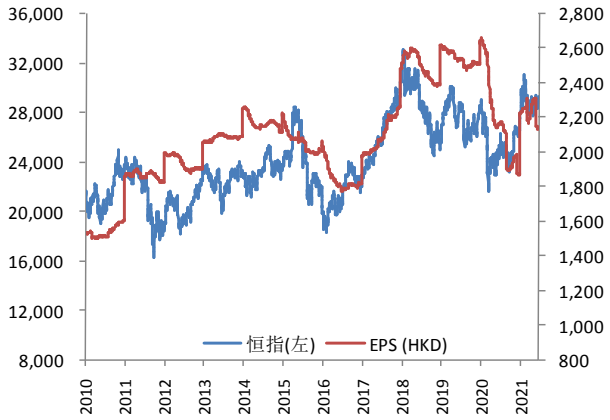
我们覆盖的公司 2021、2022 年盈利增长预期均好于指数。以市值加权平均计，我们覆盖的公司 2021–2023 年盈利增长分别为 21.6%、16.1%和 11.6%。对比市场指数盈利涨跌的一致预期，恒生指数同期预计分别升 13.8%、12.7%和 11.9%，国指则预期变动-5.9%、13.5%和 12.1%。我们覆盖公司 2021 年盈利增速最高的行业为航运物流、教育以及石化，预期将分别增长 378.1%、202.7%和 199.5%。相比 2021 年初，覆盖行业 2021 年业绩增幅预测上调的行业主要包括：航运物流、石化、有色金属等共计 18 个行业，调整幅度介于 1.0–385.8 个百分点。增幅调低的主要包括：房地产、互联网、保险等行业，下调幅度介于 0.1–62.6 个百分点。2022 年我们覆盖行业中盈利增长预期最快的行业为博彩、贵金属和消费-服装行业，预计分别增长 78.7%，29.6%和 28.2%。

覆盖各行业 2021 - 2023 年盈利增长



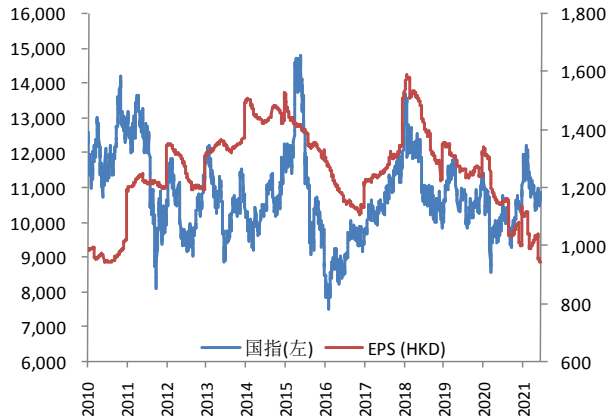
资料来源：Bloomberg、国泰君安国际。

恒指及其盈利预测



资料来源：Bloomberg。

国指及其盈利预测



资料来源：Bloomberg。

国泰君安国际覆盖公司盈利汇总

行业	覆盖公司	盈利增长 (%)			评级	ROE(%)			PE			PB			息率(%)		
		FY21 vs. FY20	FY22 vs. FY21	FY23 vs. FY22		2021F	2022F	2023F	2021F	2022F	2023F	2021F	2022F	2023F	2021F	2022F	2023F
汽车及零部件	00175, 00489, 02333, 01114, 02238, 01958, 03808, 01316, 01809, 00305	25.1	28.0	19.0	跑赢大市	11.7	12.7	13.3	21.9	16.5	13.3	1.9	1.7	1.6	2.9	3.4	4.0
航空	00753, 00670	67.2	n.a.	593.1	跑赢大市	(6.9)	1.8	8.3	n.a.	120.1	15.0	1.0	0.9	0.9	0.0	0.1	1.5
银行	00939, 00998, 01398, 02139, 03968, 03988, 01288, 00005, 03698, 02388	19.5	10.7	9.7	跑赢大市	11.1	11.2	11.3	7.3	6.4	5.7	0.8	0.7	0.7	6.0	6.5	7.0
水泥及其它建材	00914, 01313, 03323, 00868	20.0	6.7	6.8	跑赢大市	22.7	20.7	19.4	6.9	6.6	6.1	1.6	1.4	1.2	5.9	6.3	6.8
清洁能源 -- 天然气	02886, 00392, 02688 , 01193, 00003	17.4	7.6	8.7	跑赢大市	15.3	15.4	15.5	22.7	21.3	19.7	2.8	2.7	2.5	2.7	2.8	3.0
清洁能源 -- 太阳能	00438, 00451, 00968	39.1	6.7	13.0	中性	22.8	20.7	20.1	22.5	20.9	18.6	4.6	4.0	3.5	2.2	2.2	2.5
清洁能源 -- 风电及其它	01798, 00916	28.2	11.3	29.8	跑赢大市	9.3	9.5	11.3	14.9	13.4	10.3	1.3	1.2	1.1	1.4	1.6	2.1
综合	00363, 00270	32.2	12.6	10.9	n.a.	12.1	13.3	14.2	11.3	9.9	8.9	1.4	1.4	1.3	6.7	7.5	8.3
消费 -- 服装	00709, 02020, 01368, 01361, 01913, 02313, 02331, 01234, 03998	36.5	28.2	22.0	n.a.	23.2	25.1	26.0	56.0	43.2	35.2	11.7	9.9	8.5	1.0	1.3	1.6
消费 -- 食品饮料	00322, 00220, 06836, 00291, 00345, 00341, 00506, 03799	23.1	22.7	18.9	跑赢大市	15.6	17.5	19.0	40.9	32.0	26.3	5.8	5.3	4.8	2.5	2.8	3.2
消费 -- 酒店	01179, 09961, 02006	(16.1)	23.7	22.4	跑输大市	9.1	9.5	8.7	42.0	33.5	27.5	4.5	2.8	2.3	0.0	0.1	0.1
消费 -- 日用品	01044, 03318	5.3	8.5	10.0	跑赢大市	22.0	21.4	21.3	11.7	10.7	9.7	2.4	2.2	2.0	5.6	5.8	6.3
消费 -- 零售	06808, 01929, 00116, 01910, 01169, 00856, 01212	35.7	13.3	19.2	跑赢大市	14.5	20.0	21.6	21.7	19.8	16.8	4.4	4.0	3.6	2.4	2.8	3.2
教育	01797, 00667	202.7	27.1	22.0	跑赢大市	(5.3)	1.4	7.0	21.2	16.9	15.7	3.3	3.3	3.2	1.6	2.0	2.1
电力	00002, 00006	2.1	3.3	3.7	跑赢大市	9.3	9.3	9.4	16.5	15.9	15.4	1.4	1.4	1.3	4.7	4.8	4.8
电力设备	01072, 01133, 02727, 02208	19.8	14.6	11.5	跑赢大市	7.9	8.3	8.5	9.7	8.6	7.9	0.8	0.7	0.7	3.8	4.4	4.9
环保	00371, 00257, 00895, 00855	27.2	11.7	12.0	跑赢大市	14.4	14.3	14.1	4.7	4.3	3.8	0.6	0.6	0.5	7.1	7.9	8.9
博彩	01128, 02282, 00027, 01928, MLCO US	57.8	78.7	23.2	跑输大市	9.1	20.2	24.6	51.2	28.5	131.8	8.5	7.4	6.9	0.3	1.4	2.7
医药	00460, 01099, 01093	19.4	22.3	24.5	跑赢大市	18.1	18.7	19.7	17.6	14.1	11.3	3.0	2.6	2.2	2.1	2.5	3.0
基建	01186, 00390, 01800, 01568, 01829, 03311, 03996, 03969, 02386	18.9	9.8	9.7	跑赢大市	9.8	9.9	10.0	3.5	3.2	2.9	0.3	0.3	0.3	6.9	7.5	8.2
保险	00966, 02328, 01339, 06060, 01299	18.2	11.4	12.7	中性	10.4	10.7	11.2	20.8	18.4	16.1	1.9	1.8	1.7	2.7	3.0	3.3
互联网	BIDU US, 02660, 06820, 00700, 00772, 09988, 09618, WB US, NTES US, PDD US, VIPS US	(8.0)	18.6	12.5	跑赢大市	13.3	13.9	14.5	29.8	26.0	93.6	6.1	5.8	5.3	0.1	0.1	0.2
机械	01882, 02357, 03899, 00669	14.9	15.6	13.6	跑赢大市	19.5	19.7	19.7	28.8	25.0	21.9	5.6	4.9	4.3	1.5	1.7	2.0
工业制造	01766, 03898, 00751	(4.0)	10.5	11.0	n.a.	7.9	8.4	8.8	11.1	10.5	9.3	0.9	0.8	0.8	3.9	4.1	4.3
有色金属	00358, 03993, 01378, 01333	78.8	9.1	5.6	跑赢大市	13.7	13.8	13.4	11.0	10.0	9.4	1.3	1.2	1.1	5.7	6.2	6.5
石化	00857, 00386, 00883, 01907	199.5	7.3	4.3	跑赢大市	9.1	9.3	9.2	6.5	6.1	5.9	0.5	0.5	0.5	7.2	7.8	8.1
港口	00144, 01199	(7.6)	10.5	9.3	跑赢大市	5.7	6.0	6.3	8.2	7.4	6.8	0.5	0.4	0.4	4.9	5.4	5.9
贵金属	01818, 02899, 02099	75.9	29.6	9.1	跑赢大市	18.5	21.5	20.8	18.3	14.0	12.9	3.2	2.9	2.6	2.5	3.2	3.5
房地产	00012, 00884, 01966, 01995, 01107, 00604, 03883, 01238, 01813, 01668, 00101, 00083, 03301, 03662, 03900, 01628, 02103, 00832, 09909, 03319, 01502, 01996, 02772	34.0	10.0	19.7	跑赢大市	12.7	12.8	13.3	12.2	11.1	9.1	1.4	1.2	1.0	5.8	6.5	7.2
航运物流	00152, 01919	378.1	(59.9)	4.1	跑赢大市	73.9	17.8	15.7	4.2	11.7	11.3	2.3	2.0	1.7	0.6	0.7	0.8
通信设备	00763, 00992, 01810, 02018, 02382, 00788	15.4	20.2	14.2	跑赢大市	17.6	17.3	16.8	25.4	21.0	18.2	4.4	3.6	3.0	1.0	1.3	1.6
电信服务	00728, 00762, 00941	3.7	4.7	4.5	跑赢大市	8.4	8.4	8.4	7.8	7.5	7.1	0.6	0.6	0.6	6.5	6.9	7.1
非银金融	01601, 03908, 00665	29.5	8.5	12.3	n.a.	8.6	9.2	9.8	5.0	4.6	4.1	0.4	0.4	0.4	9.7	10.9	12.2
覆盖公司简单平均		39.1	19.9	15.5		12.2	13.5	14.6	15.2	13.1	12.0	2.4	2.2	2.0	4.2	4.8	5.5
覆盖公司加权平均		21.6	16.1	11.6		13.2	13.5	13.9	19.9	17.4	17.1	3.8	3.5	3.2	2.7	3.0	3.3
恒指一致预期		13.8	12.7	11.9		10.9	10.9	10.7	13.5	12.0	10.7	1.3	1.2	1.1	2.6	2.9	3.2
国指一致预期		(5.9)	13.5	12.1		11.3	11.3	11.1	11.3	9.9	8.9	1.4	1.2	1.1	2.7	3.0	3.3

资料来源：国泰君安国际。

注：股价基于2021年6月30日

注：盈转亏和亏转盈的公司不参加统计。统计过程中部分异常数值经过调整。

国泰君安证券 GUOTAI JUNAN SECURITIES

国泰君安国际覆盖公司盈利预测

代码	代码公司名称	评级	6至18个月目标价(HKS)	货币	每股净利					每股股息					净利润(百万)					每股净资产					ROE(%)				
					19A	20A	21F	22F	23F	19A	20A	21F	22F	23F	19A	20A	21F	22F	23F	19A	20A	21F	22F	23F	19A	20A	21F	22F	23F
汽车及零部件																													
00175	吉利汽车	买入	28.16	RMB	0.902	0.565	0.616	0.875	1.157	0.250	0.200	0.313	0.449	0.599	8,190	5,534	7,326	10,400	13,744	5.938	7.089	11.195	12.112	13.300	16.5	9.4	8.9	9.9	12.1
00489	东风集团股份	收集	7.95	RMB	1.492	1.274	1.437	1.494	1.566	0.350	0.000	0.575	0.597	0.626	12,858	10,974	12,379	12,869	13,493	15.549	16.380	18.881	19.751	20.663	10.4	8.3	8.4	8.0	8.0
02333	长城汽车	买入	28.91	RMB	0.493	0.584	0.746	0.957	1.163	0.250	0.280	0.368	0.465	0.570	4,497	5,362	6,843	8,778	10,668	5.960	6.249	6.621	7.113	7.706	8.4	9.6	11.6	13.9	15.7
01114	华晨中国汽车	无评级	N/A	RMB	1.340	0.941	1.999	2.134	1.327	0.097	0.097	0.097	0.097	0.097	6,763	4,745	10,083	10,765	6,697	6.724	5.172	6.392	7.701	8.359	20.8	15.8	34.6	30.3	16.5
02238	广州汽车集团	收集	7.33	RMB	0.646	0.583	0.659	0.738	0.833	0.200	0.182	0.198	0.221	0.250	6,616	5,964	6,750	7,557	8,528	7.834	8.241	8.703	9.219	9.802	8.4	7.2	7.8	8.2	8.8
01958	北京汽车	中性	2.71	RMB	0.609	0.239	0.376	0.540	0.650	0.170	0.080	0.126	0.181	0.218	4,996	2,031	3,015	4,329	5,213	6.350	6.487	6.744	7.113	7.557	10.2	4.0	5.8	7.9	9.0
03808	中国重汽	收集	25.99	RMB	1.258	2.481	2.606	2.926	3.148	0.390	1.040	0.867	0.949	1.062	3,474	6,851	7,194	8,080	8,692	9.547	11.632	13.197	15.257	17.456	13.4	23.4	21.0	20.6	19.2
01316	耐世特	买入	13.89	USD	0.093	0.047	0.089	0.127	0.150	0.033	0.009	0.022	0.032	0.037	232	117	224	317	375	0.723	0.751	0.817	0.912	1.025	13.3	6.3	11.4	14.6	15.5
01809	浦林成山	收集	10.00	RMB	0.755	0.952	1.242	1.549	1.973	0.179	0.169	0.220	0.274	0.349	480	605	790	985	1,255	5.376	5.950	6.966	8.240	9.864	14.9	16.8	19.2	20.4	21.8
00305	五菱汽车	买入	2.50	RMB	(0.060)	(0.016)	0.060	0.078	0.106	0.003	0.002	0.009	0.012	0.016	(124)	(33)	197	256	350	0.639	0.480	0.640	0.716	0.814	(9.0)	(2.4)	11.0	11.4	13.9
航空																													
00753	中国国航	买入	7.65	RMB	0.467	(1.049)	(0.442)	0.026	0.228	0.044	0.000	0.000	0.006	0.052	6,420	(14,403)	(6,416)	379	3,313	6.434	5.339	4.897	4.923	5.145	6.9	(16.8)	(8.6)	0.5	4.5
00670	东方航空	买入	4.28	RMB	0.211	(0.723)	(0.133)	0.111	0.462	0.050	0.000	0.000	0.000	0.055	3,192	(11,836)	(2,177)	1,820	7,562	4.213	3.434	2.948	3.059	3.465	5.0	(18.9)	(4.2)	3.7	14.2
银行																													
00939	建设银行	收集	8.08	RMB	1.051	1.062	1.135	1.196	1.266	0.320	0.326	0.347	0.365	0.386	266,733	271,050	288,471	303,680	321,254	8.386	9.059	9.827	10.694	11.614	13.2	12.2	12.0	11.7	11.4
00998	中信银行	收集	5.39	RMB	0.954	0.939	1.023	1.072	1.167	0.239	0.254	0.275	0.296	0.320	48,015	48,980	53,057	57,127	61,776	8.976	9.533	10.280	11.056	11.902	11.1	10.2	10.3	10.0	10.2
01398	工商银行	收集	6.42	RMB	0.863	0.862	0.909	0.947	1.000	0.263	0.266	0.277	0.288	0.304	312,224	315,906	333,662	350,065	368,616	7.174	7.728	8.589	9.289	10.025	12.8	11.6	11.1	10.6	10.4
02139	甘肃银行	买入	1.81	RMB	0.051	0.055	0.064	0.123	0.186	0.000	0.000	0.013	0.025	0.037	509	558	972	1,854	2,801	2.449	2.086	2.137	2.236	2.384	2.0	2.0	3.1	5.6	8.0
03968	招商银行	买入	82.89	RMB	3.616	3.794	4.240	4.865	5.594	1.200	1.253	1.376	1.579	1.816	92,867	97,342	110,547	126,326	144,697	22.888	25.365	28.401	31.890	35.904	16.8	15.7	15.8	16.1	16.5
03988	中国银行	收集	3.63	RMB	0.613	0.614	0.646	0.686	0.726	0.191	0.197	0.194	0.206	0.218	187,405	192,870	204,827	215,313	227,072	5.611	5.982	6.437	6.922	7.439	10.4	9.3	9.1	9.0	9.0
01288	农业银行	收集	3.48	RMB	0.593	0.590	0.614	0.648	0.688	0.182	0.185	0.196	0.207	0.218	212,098	215,925	229,052	240,993	254,801	5.567	6.300	6.695	7.187	7.708	11.8	10.4	10.1	10.0	9.8
00005	汇丰控股	收集	63.21	USD	0.296	0.193	0.416	0.553	0.663	0.298	0.151	0.208	0.277	0.331	7,383	5,229	9,831	12,699	14,939	8.071	8.622	8.739	8.869	9.453	3.7	2.3	4.8	6.3	7.2
03698	徽商银行	收集	3.29	RMB	0.777	0.717	0.812	0.939	1.090	0.157	0.000	0.170	0.194	0.224	9,819	9,570	12,126	13,887	15,988	5.859	6.267	6.923	7.714	8.637	14.1	11.0	12.3	12.8	13.3
02388	中银香港	收集	36.28	HKD	3.044	2.505	2.582	2.829	3.109	1.537	1.242	1.280	1.403	1.541	33,574	27,863	28,674	31,291	34,248	28.588	29.678	31.004	32.509	34.166	11.5	9.0	8.9	9.3	9.7
水泥及其它建材																													
00914	海螺水泥	买入	59.10	RMB	6.346	6.636	6.239	6.446	6.726	2.000	2.120	1.995	2.060	2.150	33,630	35,164	33,061	34,158	35,641	25.888	30.510	34.628	39.076	43.736	26.9	23.5	19.2	17.5	16.2
01313	华润水泥	收集	10.10	HKD	1.234	1.283	1.204	1.242	1.285	0.595	0.615	0.580	0.595	0.615	8,618	8,960	8,407	8,674	8,971	6.012	7.107	7.713	8.370	9.055	21.6	19.6	16.2	15.4	14.7
03323	中国建材	买入	14.40	RMB	1.301	1.488	1.780	2.128	2.415	0.350	0.470	0.560	0.670	0.765	10,975	12,553	15,015	17,946	20,373	9.538	10.699	12.005	13.554	15.280	14.4	14.7	15.7	16.6	16.8
00868	信义玻璃	收集	34.30	HKD	1.118	1.595	2.788	2.956	3.203	0.550	0.790	1.375	1.460	1.580	4,478	6,422	11,277	11,992	13,028	5.187	6.902	8.821	10.387	12.160	22.7	26.4	35.5	30.8	28.4
清洁能源 – 天然气																													
02886	滨海投资	买入	1.93	HKD	0.069	0.290	0.357	0.416	0.455	0.035	0.079	0.107	0.125	0.137	81	355	437	509	556	1.158	1.636	1.894	2.193	2.522	6.1	21.8	20.9	21.0	19.9
00392	北京控股	收集	28.54	HKD	6.382	4.189	5.296	5.724	6.164	1.140	1.140	0.953	1.030	1.109	8,055	5,287	6,684	7,225	7,779	59.650	67.269	71.612	76.306	81.360	11.1	6.6	7.6	7.7	7.8
02688	新奥能源	买入	176.50	RMB	5.049	5.588	6.541	7.137	7.785	1.190	1.530	3.663	3.997	4.360	5,670	6,278	7,348	8,018	8,747	27.622	32.197	35.574	39.264	43.294	24.0	22.3	22.8	22.5	22.3
01193	华润燃气	买入	57.10	HKD	2.315	2.308	2.856	3.229	3.557	0.870	0.930	0.714	0.807	0.889	5,043	5,151	6,375	7,209	7,939	16.446	20.995	22.927	25.150	27.631	19.8	16.3	16.7	17.1	16.9
00003	香港中华煤气	收集	13.40	HKD	0.412	0.338	0.383	0.397	0.428	0.350	0.350	0.350	0.350	0.350	6,966	6,007	6,799	7,046	7,599	3.794	3.944	3.789	3.836	3.913	11.0	9.2	10.1	10.4	11.0
清洁能源 – 太阳能																													
00438	彩虹新能源	买入	36.00	RMB	0.834	1.649	2.979	3.452	4.609	0.000	0.000	0.894	0.968	1.320	93	220	525	654	981	1.684	9.904	12.637	19.080	25.422	66.2	22.7	26.4	21.5	20.6
00451	协鑫新能源	中性	0.25	RMB	0.015	(0.072)	0.005	0.008	0.012	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	295	(1,368)	108	176	262	0.338	0.264	0.287	0.301	0.321	4.7	(23.8)	1.9	2.8	4.0
00968	信义光能	买入	20.00	HKD	0.303	0.554	0.763	0.794	0.881	0.140	0.249	0.366	0.378	0.422	2,416	4,561	6,724	7,007	7,775	1.754	3.011	3.472	3.966	4.525	19.6	22.4	23.5	21.4	20.7
清洁能源 – 风电及其他																													
01798	大唐新能源	收集	2.75	RMB	0.113	0.127	0.246	0.278	0.341	0.030	0.030	0.049	0.056	0.068	936	1,187	2,296	2,562	2,892	1.522	3.304	3.795	4.024	3.485	8.0	6.8	8.9	9.0	10.6
00916	龙源电力	收集	14.00	RMB	0.538	0.588	0.697	0.774	1.013	0.108	0.118	0.139	0.155	0.203	4,325	4,726	5,598	6,219	8,137	6.585	7.178	7.770	8.416	9.286	8.5	8.5	9.3	9.6	11.4
航台																													
00363	上海实业控股	买入	16.50	HKD	3.081	2.041	3.076	3.283	3.534	1.530	0.890	1.231	1.313	1.413	3,350	2,219	3,345	3,569	3,842	37.012	40.175	42.292	44.165	46.268	8.2	5.3	7.5	7.6	7.8
00270	粤海投资	收集	17.35	HKD	0.772	0.690	0.890	1.011	1.127	0.578	0.589	0.668	0.758	0.845	5,044	4,510	5,820	6,611	7,367	6.295	6.765	6.991	7.215	7.474	12.4	10.6	12.9	14.2	15.3
消费 -- 服装																													
00709	佐丹奴国际	收集	1.77	HKD	0.146	(0.071)	0.111	0.163	0.191	0.146	0.100	0.111	0.163	0.191	230	(112)	175	256	302	1.672	1.566	1.552	1.578	1.592	8.5	(4.4)	7.1	10.4	12.1
02020	安踏体育	买入	163.00	RMB	1.987	1.919	3.020	3.934	4.863	0.617	0.578	1.208	1.967	2.431	5,344	5,162	8,163	10,635	13,146	7.432	8.883	10.906	13.252	15.916	29.8	23.4	30.5	32.6	33.3
01368	特步国际	买入	5.85	RMB	0.307	0.208	0.271	0.350	0.417	0.174	0.121	0.158	0.204	0.243	728	513	671	867	1,030	2.743	2.836	2.958	3.117	3.298	11.9	7.3	9.1	11.2	12.6
01361	361度	收集	2.35	RMB	0.209	0.201	0.196	0.236	0.256	0.095	0.000	0.000	0.094	0.102	432	415	405	488	529	3.221	3.659	3.898	4.134	4.343	7.2	6.4	5.9	6.8	7.0
01913	普拉达	收集	57.00	EUR	0.100	(0.021)	0.080	0.117	0.158	0.000	0.035	0.048	0.070	0.095	256	(54)	204	298	405	1.160	1.107	1.164	1.227	1.318	8.8	(1.9)	7.0	9.7	12.4
02313	申洲国际	买入	188.80	RMB	3.390	3.397	4.238	4.918	5.654	1.690	1.750	2.119	2.459	2.827	5,095	5,107	6,370	7,393	8,499	16.746	18.145	20.398	23.027	26.038	21.5	19.5	22.0	22.7	23.0
02331	李宁	买入	61.10	RMB	0.619	0.692	0.925	1.200	1.458	0.155	0.205	0.281	0.363	0.586	1,499	1,698	2,353	3,071	3,758	3.076	3.491	4.038	4.874	5.803	23.2	21.5	25.0	27.3	27.6
01234	中国利郎	买入	6.50	RMB	0.678	0.465	0.599	0.713	0.765	0.522	0.377	0.432	0.513	0.551	812	557	718	854	916	3.012	3.051	3.208	3.448	3.681	23.2	15.4	19.2	21.4	21.5
03998	波司登	买入	5.14	RMB	0.093	0.113	0.155	0.186	0.214	0.071	0.082	0.107	0.130	0.150	981	1,203	1,672	2,012	2,321	0.926	0.952	1.016	1.053	1.120	10.1	12.0	15.8	18.0	19.7

国泰君安证券 GUOTAI JUNAN SECURITIES

代码	代码公司名称	评级	6至18个月目标价(HK$)	货币	每股净利					每股股息					净利润(百万)					每股净资产					ROE (%)				
					19A	20A	21F	22F	23F	19A	20A	21F	22F	23F	19A	20A	21F	22F	23F	19A	20A	21F	22F	23F	19A	20A	21F	22F	23F
消费 - 食品饮料																													
00322	康师傅控股	收集	17.10	RMB	0.593	0.722	0.657	0.727	0.808	0.593	0.722	0.558	0.618	0.687	3,331	4,062	3,695	4,087	4,546	3.481	3.754	3.699	3.876	4.076	17.0	20.0	17.6	19.2	20.3
00220	统一企业中国	收集	10.00	RMB	0.316	0.376	0.378	0.424	0.459	0.316	0.376	0.321	0.361	0.390	1,366	1,626	1,633	1,832	1,981	3.156	3.215	3.216	3.318	3.418	10.2	11.8	11.8	13.0	13.6
06836	天韵国际控股	买入	1.98	RMB	0.172	0.151	0.237	0.285	0.328	0.043	0.000	0.000	0.000	0.000	169	149	233	280	323	0.915	1.040	1.278	1.565	1.896	20.4	15.6	20.6	20.2	19.1
00291	华润啤酒	买入	78.20	RMB	0.404	0.645	0.952	1.285	1.630	0.165	0.259	0.381	0.514	0.652	1,312	2,094	3,090	4,170	5,288	6.063	6.540	7.171	8.009	9.056	6.8	10.2	13.9	16.9	19.1
00345	维他奶国际#	中性	28.80	HKD	0.504	0.515	0.565	0.640	0.730	0.322	0.328	0.362	0.410	0.467	536	548	602	682	777	2.946	3.388	3.570	3.797	4.066	17.0	16.3	16.2	17.3	18.5
00341	大家乐集团#	收集	18.20	HKD	0.127	0.620	0.594	0.782	1.026	0.190	0.380	0.360	0.500	0.632	74	359	348	458	601	4.553	5.171	5.503	5.975	6.601	2.5	12.6	11.1	13.6	16.3
00506	中国食品	买入	3.95	RMB	0.149	0.178	0.185	0.206	0.232	0.044	0.089	0.093	0.103	0.116	418	499	518	575	648	1.623	1.771	1.864	1.966	2.082	9.5	10.5	10.2	10.7	11.4
03799	达利食品	买入	5.70	RMB	0.280	0.281	0.296	0.315	0.343	0.281	0.138	0.222	0.237	0.257	3,841	3,849	4,052	4,320	4,698	1.189	1.275	1.433	1.527	1.633	24.2	22.8	21.8	21.3	21.7
消费 - 酒店																													
01179	华住集团	卖出	328.00	RMB	0.622	(0.749)	0.587	0.902	1.071	0.572	0.000	0.000	0.000	0.000	1,769	(2,192)	1,835	2,864	3,451	2.595	3.870	3.903	6.814	8.594	26.1	(23.4)	15.6	16.9	14.0
09961	携程集团	卖出	250.00	RMB	12.350	(5.404)	7.802	7.487	9.377	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	7,011	(3,247)	4,733	4,559	5,721	182.157	167.009	179.605	191.840	206.202	7.4	(3.2)	4.5	4.0	4.7
02006	锦江资本	买入	2.50	RMB	0.121	0.054	0.045	0.098	0.119	0.062	0.010	0.018	0.039	0.048	676	298	250	543	662	1.650	1.706	1.677	1.804	1.996	5.3	3.2	2.7	5.6	6.3
消费 - 日用品																													
01044	恒安国际	收集	59.50	RMB	3.285	3.864	3.967	4.138	4.432	2.250	2.500	2.579	2.690	2.881	3,908	4,595	4,707	4,909	5,258	15.023	16.362	17.840	19.319	21.015	22.6	24.6	23.2	22.3	22.0
03318	中国波顿	收集	4.80	RMB	0.134	0.118	0.165	0.271	0.403	0.000	0.000	0.017	0.027	0.040	119	117	178	293	435	2.925	2.753	2.684	2.939	3.314	4.7	4.4	6.3	9.7	12.9
消费 - 零售																													
06808	高鑫零售	收集	10.00	RMB	0.297	0.301	0.292	0.326	0.381	0.135	0.090	0.088	0.098	0.114	2,834	2,872	2,785	3,110	3,633	2.580	2.672	2.873	3.112	3.395	12.3	11.6	10.5	10.9	11.7
01929	周大福珠宝#	中性	14.41	HKD	0.290	0.603	0.704	0.789	0.899	0.240	0.400	0.493	0.553	0.629	2,901	6,026	7,044	7,893	8,987	2.634	3.077	3.288	3.525	3.794	10.2	21.1	22.1	23.2	24.6
00116	周生生	收集	14.50	HKD	0.950	0.804	1.455	1.859	2.173	0.390	0.470	0.582	0.744	0.869	644	544	985	1,258	1,471	15.695	17.742	18.629	19.744	21.048	6.1	4.8	8.0	9.7	10.7
01910	新秀丽	买入	17.60	USD	0.093	(0.891)	(0.131)	0.078	0.125	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	133	(1,278)	(188)	111	180	1.362	0.442	0.311	0.388	0.514	6.8	(98.9)	(34.8)	22.2	27.8
00856	伟仕佳杰	买入	9.00	HKD	0.570	0.755	0.827	0.945	1.060	0.167	0.226	0.248	0.284	0.318	810	1,068	1,169	1,336	1,498	3.981	4.806	5.382	6.040	6.779	15.1	17.1	16.2	16.5	16.5
01212	利福国际	买入	8.00	HKD	1.259	0.092	0.556	0.732	1.038	0.370	0.000	0.083	0.220	0.311	1,891	139	834	1,100	1,559	2.558	2.560	3.116	3.655	4.427	55.8	3.6	19.6	21.6	25.7
教育																													
01797	新东方在线#	买入	31.28	RMB	(0.060)	(0.791)	(1.500)	(1.012)	(0.398)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	(40)	(742)	(1,453)	(1,011)	(398)	3.983	1.987	2.646	1.849	1.687	(2.3)	(33.2)	(65.6)	(45.8)	(22.5)
00667	中国东方教育	买入	19.03	RMB	0.426	0.117	0.480	0.600	0.648	0.190	0.226	0.216	0.270	0.292	848	258	1,054	1,320	1,426	3.075	2.757	3.043	3.460	3.869	24.2	4.2	16.6	18.5	17.7
电力																													
00002	中电控股	买入	88.00	HKD	1.843	4.534	4.632	4.810	5.055	3.080	3.100	3.162	3.225	3.290	4,657	11,456	11,704	12,151	12,770	47.232	49.861	51.388	53.032	54.859	4.3	10.5	10.3	10.3	10.4
00006	电能实业	买入	50.00	HKD	3.340	2.870	2.931	2.994	3.028	2.800	2.810	2.810	2.810	2.810	7,131	6,132	6,254	6,391	6,463	40.057	39.717	40.055	40.474	40.918	8.3	7.2	7.3	7.4	7.4
电力设备																													
01072	东方电气	买入	9.50	RMB	0.413	0.597	0.800	0.979	1.194	0.207	0.180	0.240	0.294	0.358	1,278	1,862	2,495	3,056	3,726	9.530	9.907	10.567	11.358	12.307	4.4	6.2	7.8	8.9	10.1
01133	哈尔滨电气	收集	3.00	RMB	0.062	(0.004)	0.099	0.170	0.244	0.000	0.011	0.015	0.026	0.037	106	(7)	169	290	417	9.129	9.187	9.216	9.392	9.628	0.7	(0.0)	1.1	1.8	2.6
02727	上海电气	买入	3.35	RMB	0.235	0.248	0.282	0.328	0.362	0.000	0.074	0.099	0.115	0.127	3,501	3,758	4,277	4,979	5,496	4.181	4.374	4.810	5.276	5.768	5.8	5.8	6.1	6.5	6.6
02208	金风科技	买入	19.10	RMB	0.512	0.673	0.797	0.848	0.900	0.160	0.250	0.248	0.264	0.280	2,109	2,844	3,367	3,583	3,801	7.260	8.087	8.576	9.116	9.691	7.6	8.8	9.6	9.6	9.6
环保																													
00371	北控水务集团	买入	4.00	HKD	0.498	0.419	0.531	0.579	0.641	0.185	0.162	0.196	0.214	0.237	4,926	4,183	5,316	5,798	6,421	3.048	3.726	4.142	4.596	5.103	16.1	11.2	12.8	12.6	12.6
00257	光大环境	买入	7.20	HKD	0.847	0.979	1.251	1.447	1.650	0.260	0.300	0.360	0.420	0.480	5,203	6,016	7,683	8,887	10,133	5.917	7.336	8.470	9.774	11.259	14.8	14.8	15.8	15.9	15.7
00895	东江环保	收集	7.20	RMB	0.482	0.345	0.559	0.605	0.670	0.150	0.110	0.160	0.180	0.200	424	303	492	532	589	4.941	5.163	5.661	6.197	6.790	9.8	6.7	9.9	9.8	9.9
00855	中国水务#	买入	8.50	HKD	1.021	1.063	1.203	1.322	1.458	0.300	0.310	0.360	0.390	0.430	1,639	1,692	1,915	2,104	2,321	5.304	6.633	7.479	8.415	9.448	19.9	17.8	17.1	16.7	16.4
博彩																													
00027	银河娱乐	卖出	52.00	HKD	3.011	(0.916)	0.999	1.745	2.303	0.910	0.450	0.000	0.528	0.696	13,042	(3,973)	4,343	7,609	10,065	16.980	15.521	15.752	17.391	18.771	19.2	(5.6)	6.4	10.5	12.7
01128	永利澳门	卖出	11.60	HKD	0.975	(1.392)	(0.722)	(0.300)	0.017	0.450	0.000	0.000	0.000	0.000	5,057	(7,217)	(3,746)	(1,558)	87	0.383	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	288.5	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
02282	美高梅中国	卖出	10.10	HKD	0.508	(1.369)	(0.592)	(0.264)	0.018	0.177	0.000	0.000	0.000	0.006	1,931	(5,202)	(2,249)	(1,005)	68	2.753	1.320	0.755	0.536	0.581	19.9	(67.2)	(57.0)	(41.0)	3.2
MLCO US	新濠博亚	卖出	14.00	USD	0.779	(2.647)	(0.830)	(0.023)	0.215	0.640	0.000	0.620	0.660	0.660	373	(1,263)	(396)	(11)	102	5.093	2.309	1.569	1.723	1.863	15.8	(71.4)	(42.8)	(1.4)	12.0
01928	金沙中国	卖出	26.00	USD	0.251	(0.188)	0.106	0.198	0.226	0.254	0.127	0.000	0.079	0.215	2,033	(1,523)	856	1,602	1,833	0.550	0.238	0.365	0.505	0.538	45.9	(47.8)	35.1	45.5	43.4
医药																													
00460	四环医药	买入	4.33	RMB	(0.291)	0.050	0.094	0.149	0.253	0.017	0.150	0.028	0.046	0.081	(2,753)	473	890	1,405	2,393	1.015	0.971	1.042	1.157	1.352	(24.9)	5.0	9.3	13.5	20.2
01099	国药控股	收集	28.00	RMB	2.105	2.310	2.620	2.981	3.399	0.600	0.690	0.786	0.894	1.020	6,253	7,187	8,176	9,301	10,608	15.958	18.114	19.990	22.184	24.689	13.9	13.9	13.8	14.1	14.5
01093	石药集团	买入	14.00	RMB	0.311	0.432	0.460	0.545	0.651	0.095	0.075	0.115	0.136	0.163	3,714	5,160	5,508	6,530	7,798	1.544	1.868	2.219	2.649	3.164	22.2	25.3	22.5	22.4	22.4
基建																													
01186	中国铁建	买入	8.50	RMB	1.396	1.649	1.885	2.046	2.220	0.210	0.230	0.283	0.307	0.333	20,197	22,393	25,593	27,785	30,145	15.461	18.727	19.753	21.196	22.366	9.6	8.8	9.5	9.7	9.9
00390	中国中铁	买入	6.70	RMB	0.950	0.963	1.104	1.236	1.365	0.169	0.180	0.206	0.231	0.256	23,678	25,188	28,643	31,897	35,053	10.540	12.741	13.657	14.638	15.824	10.7	9.9	10.2	10.4	10.4
01800	中国交建	收集	4.90	RMB	1.157	0.921	1.250	1.347	1.452	0.233	0.181	0.243	0.261	0.280	19,999	16,475	21,230	22,798	24,501	14.214	15.151	16.221	17.368	18.602	8.7	6.7	8.1	8.1	8.1
01568	承达集团	收集	2.50	HKD	0.191	0.188	0.202	0.212	0.238	0.025	0.080	0.080	0.080	0.090	413	406	436	458	515	1.175	1.389	1.511	1.643	1.801	17.1	14.7	13.9	13.5	13.8
02386	中石化炼化工程	买入	5.80	RMB	0.493	0.538	0.577	0.619	0.656	0.320	0.300	0.318	0.340	0.361	2,183	2,382	2,556	2,739	2,903	6.159	6.381	6.645	6.937	7.244	8.2	8.6	8.9	9.7	9.2
03311	中国建筑国际	买入	8.30	HKD	1.072	1.191	1.321	1.496	1.676	0.320	0.360	0.390	0.440	0.480	5,413	6,015	6,672	7,551	8,462	8.348	9.723	11.044	12.540	14.216	13.4	13.2	12.7	12.7	12.5
03969	中国通号	收集	4.30	RMB	0.380	0.343	0.399	0.426	0.472	0.200	0.200	0.220	0.210	0.220	3,816	3,819	3,947	4,508	4,997	3.883	4.019	4.218	4.434	4.686	9.3	9.0	9.5	9.6	10.1
03996	中国能源建设	收集	1.19	RMB	0.170	0.151	0.199	0.224	0.257	0.031	0.023	0.036	0.045	0.051	5,072	4,517	5,980	6,727	7,703	1.837	1.963	2.071	2.187	2.311	9.6	7.9	9.9	10.5	11.4

国泰君安证券 GUOTAI JUNAN SECURITIES

代码	代码公司名称	评级	6或12个月目标价(HK$)	货币	每股净利					每股股息					净利润(百万)					每股净资产					ROE (%)				
					19A	20A	21F	22F	23F	19A	20A	21F	22F	23F	19A	20A	21F	22F	23F	19A	20A	21F	22F	23F	19A	20A	21F	22F	23F
保险																													
00966	中国太平	收集	18.00	HKD	2.457	1.822	2.441	3.123	3.471	0.300	0.400	0.488	0.625	0.694	9,009	6,549	8,772	11,222	12,476	21.232	25.222	27.174	29.672	32.449	12.7	7.8	9.3	11.0	11.2
02328	中国财险	中性	7.90	RMB	1.092	0.938	1.117	1.190	1.299	0.461	0.375	0.447	0.476	0.520	24,282	20,868	24,851	26,459	28,900	7.641	8.431	9.173	9.916	10.739	15.6	11.7	12.7	12.5	12.6
01339	人保集团	中性	2.88	RMB	0.500	0.450	0.567	0.581	0.631	0.116	0.156	0.198	0.203	0.221	22,135	20,036	25,061	25,702	27,911	4.148	4.579	4.989	5.372	5.800	13.2	10.4	11.8	11.2	11.3
06060	众安在线	中性	48.70	RMB	(0.310)	0.380	0.524	0.637	0.839	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	(454)	554	771	937	1,234	10.145	10.685	11.187	11.639	12.283	(3.0)	3.6	4.8	5.6	7.0
01299	友邦保险	买入	120.00	USD	0.500	0.480	0.555	0.620	0.698	0.162	0.174	0.188	0.211	0.239	5,979	5,779	6,708	7,508	8,467	4.545	5.225	5.588	5.993	6.449	12.7	9.8	10.3	10.7	11.2
互联网																													
BIDU US	百度	买入	USD 395.00	RMB	5.680	65.540	67.158	73.498	80.711	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	2,057	22,472	22,810	24,926	27,332	469.647	536.797	640.834	729.216	826.360	1.3	13.0	11.4	10.7	10.4
02660	神游科技	买入	2.00	RMB	0.167	0.217	0.259	0.298	0.336	0.047	0.030	0.031	0.032	0.028	161	221	277	334	396	0.619	0.783	0.946	1.154	1.364	27.0	27.7	27.4	25.8	24.6
06820	友谊时光	买入	3.60	RMB	0.214	0.230	0.276	0.379	0.465	0.053	0.144	0.173	0.238	0.292	416	506	604	828	1,018	0.672	0.717	0.819	0.961	1.134	44.2	35.0	36.0	42.6	44.4
00700	腾讯	买入	790.00	RMB	9.856	16.844	15.212	17.374	19.632	0.877	1.101	1.065	1.216	1.374	93,310	159,847	145,068	166,498	189,060	45.702	74.182	88.854	105.505	124.218	24.7	28.1	18.7	17.9	17.1
00772	阅文集团	买入	88.00	RMB	1.098	(4.480)	1.363	1.442	1.507	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	1,096	(4,484)	1,433	1,591	1,746	19.434	15.080	15.644	16.269	16.939	5.8	(26.0)	9.1	9.3	9.7
09988	阿里巴巴-SW#	买入	280.00	RMB	7.103	6.954	7.034	7.781	8.470	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	149,263	150,308	155,119	175,009	194,329	41.421	49.723	56.072	62.993	70.450	21.9	17.8	15.3	14.8	14.2
09618	京东-SW	买入	350.00	RMB	4.183	16.350	6.152	8.202	10.450	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	12,184	49,405	19,333	26,087	33,633	29.066	67.670	71.829	79.847	90.120	15.4	32.7	9.0	11.0	12.5
WB US	新浪微博	买入	USD 60.00	USD	2.194	1.381	2.078	2.417	2.700	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	495	313	475	557	628	10.128	12.394	14.011	15.755	17.422	24.6	12.3	15.6	15.8	15.5
09999	网易	买入	215.00	RMB	4.122	3.649	4.838	5.569	6.473	2.745	1.295	1.133	1.304	1.515	13,275	12,063	15,497	17,784	20,609	22.680	28.376	28.779	32.192	34.908	24.6	16.8	19.1	21.1	22.2
PDD US	拼多多	收集	USD 148.00	RMB	(6.023)	(6.023)	(7.465)	(2.652)	0.996	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	(6,968)	(7,180)	(9,388)	(3,436)	1,329	21.306	50.479	32.853	30.128	31.304	(32.1)	(16.9)	(18.5)	(8.6)	3.3
VIPS US	唯品会	收集	USD 32.00	RMB	6.017	8.746	9.522	11.922	14.225	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	4,017	5,907	6,560	8,320	10,056	33.327	43.500	52.179	63.431	76.842	20.6	23.5	20.6	21.2	20.7
机械																													
01882	海天国际	收集	32.90	RMB	1.097	1.496	1.545	1.627	1.775	0.360	0.760	0.604	0.636	0.694	1,751	2,388	2,466	2,597	2,833	8.220	9.259	9.386	10.390	11.281	14.0	17.1	16.6	16.5	16.4
02357	中航科工	买入	6.90	RMB	0.174	0.258	0.277	0.330	0.369	0.030	0.050	0.055	0.065	0.070	1,347	1,995	2,132	2,546	2,844	2.620	2.925	3.160	3.446	3.745	7.0	9.3	9.1	10.0	10.3
03899	中集安瑞科	收集	9.20	RMB	0.464	0.293	0.403	0.549	0.643	0.181	0.118	0.160	0.206	0.232	911	580	810	1,105	1,296	3.550	3.620	3.916	4.274	4.644	13.5	8.0	10.7	13.3	14.2
00669	创科实业	收集	142.80	USD	0.337	0.438	0.511	0.589	0.674	0.133	0.174	0.212	0.253	0.300	615	801	936	1,081	1,237	1.855	2.130	2.473	2.836	3.241	19.1	21.9	22.2	22.2	22.2
工业制造																													
01766	中国中车	收集	4.60	RMB	0.411	0.395	0.374	0.434	0.469	0.150	0.180	0.150	0.160	0.170	11,795	11,331	10,747	12,450	13,447	4.735	4.984	5.208	5.482	5.780	8.9	8.1	7.3	8.1	8.3
03898	中车时代电气	收集	52.00	RMB	2.262	2.106	2.112	2.097	2.448	0.450	0.000	0.450	0.450	0.450	2,659	2,475	2,653	3,139	3,665	18.639	20.292	23.962	25.702	27.814	12.7	10.8	9.2	8.9	9.7
00751	创维集团	收集	3.20	RMB	0.246	0.489	0.365	0.451	0.487	0.000	0.000	0.091	0.113	0.122	747	1,440	1,074	1,329	1,433	5.970	6.451	6.884	7.329	7.794	4.7	8.9	6.4	7.4	7.5
有色金属																													
00358	江西铜业	收集	18.20	RMB	0.704	0.643	1.278	1.362	1.440	0.100	0.100	0.192	0.204	0.216	2,438	2,228	4,424	4,715	4,987	15.232	17.301	18.388	19.545	20.769	4.8	4.0	7.2	7.2	7.1
03993	洛阳钼业	中性	5.06	RMB	0.086	0.108	0.215	0.239	0.261	0.043	0.033	0.129	0.143	0.157	1,857	2,329	4,634	5,154	5,640	1.889	1.801	1.887	1.983	2.087	4.5	5.8	11.6	12.3	12.8
01378	中国宏桥	收集	12.50	RMB	0.709	1.221	1.752	1.870	1.888	0.340	0.650	0.876	0.935	0.944	6,095	10,496	15,063	16,077	16,229	7.676	8.935	9.840	10.832	11.837	9.9	15.6	20.1	19.5	17.9
01333	中国忠旺	买入	2.30	RMB	0.428	0.253	0.524	0.652	0.731	0.167	0.000	0.173	0.215	0.241	3,022	1,789	3,701	4,608	5,164	4.881	5.144	5.547	6.049	6.611	8.4	4.9	9.0	9.8	10.2
石化																													
00857	中国石油	收集	4.60	RMB	0.250	0.104	0.423	0.439	0.449	0.144	0.175	0.190	0.197	0.202	45,682	19,006	77,403	80,290	82,188	6.721	6.639	6.870	7.106	7.345	3.7	1.6	6.3	6.3	6.2
00386	中国石化	收集	4.70	RMB	0.475	0.273	0.554	0.579	0.589	0.310	0.200	0.277	0.289	0.294	57,493	33,096	67,053	70,082	71,288	6.103	6.124	6.451	6.749	7.047	7.9	4.5	8.8	8.8	8.5
00883	中国海洋石油	收集	9.40	RMB	1.370	0.560	1.308	1.525	1.685	0.703	0.382	0.589	0.686	0.758	61,045	24,956	58,402	68,104	75,231	10.039	9.719	10.522	11.411	12.374	14.1	5.7	12.9	13.9	14.2
01907	旭阳集团	买入	6.00	RMB	0.345	0.420	0.831	0.917	1.009	0.104	0.131	0.166	0.183	0.202	1,363	1,700	3,400	3,751	4,129	1.723	2.024	2.667	3.409	4.226	24.1	22.9	36.0	30.6	26.8
港口																													
00144	招商局港口	收集	15.40	HKD	2.478	1.463	1.343	1.454	1.561	0.800	0.690	0.537	0.582	0.624	8,362	5,151	4,915	5,324	5,715	23.646	24.951	24.705	25.703	26.770	10.8	6.1	5.5	5.8	5.9
01199	中远海运港口	买入	8.30	USD	0.098	0.108	0.101	0.117	0.132	0.039	0.043	0.041	0.047	0.053	308	347	336	387	439	1.580	1.674	1.734	1.807	1.890	6.1	6.6	5.9	6.6	7.2
黄金类																													
01818	招金矿业	买入	11.95	RMB	0.149	0.322	0.540	0.659	0.721	0.041	0.050	0.162	0.198	0.216	479	1,052	1,766	2,154	2,359	5.390	5.216	5.730	6.165	6.685	3.5	7.7	12.3	13.7	13.8
02899	紫金矿业	中性	10.20	RMB	0.169	0.256	0.451	0.590	0.644	0.100	0.120	0.203	0.265	0.290	4,284	6,509	11,436	14,972	16,350	2.017	2.228	2.476	2.800	3.155	9.3	12.1	19.2	22.4	21.6
02099	中国黄金国际	收集	26.05	USD	(0.083)	0.282	0.583	0.629	0.661	0.000	0.000	0.204	0.220	0.232	(33)	112	231	249	262	3.659	4.025	4.440	4.850	5.283	(2.3)	7.4	14.0	13.8	13.3

代码	代码公司名称	评级	6至18个月目标价(HK$)	货币	每股净利					每股股息					净利润(百万)					每股净资产					ROE(%)				
					19A	20A	21F	22F	23F	19A	20A	21F	22F	23F	19A	20A	21F	22F	23F	19A	20A	21F	22F	23F	19A	20A	21F	22F	23F
房地产																													
00012	恒基地产	中性	36.00	HKD	3.024	3.078	2.508	2.700	2.910	1.800	1.800	1.800	1.800	1.800	14,640	14,899	12,141	13,073	14,087	66.276	67.672	68.883	70.306	71.944	4.6	4.6	3.7	3.9	4.1
00884	旭辉控股集团	买入	9.20	RMB	0.826	1.002	1.187	1.339	1.528	0.340	0.333	0.365	0.414	0.476	6,443	8,032	9,759	11,009	12,561	3.824	4.386	5.244	6.218	7.331	23.1	24.2	24.7	23.4	22.5
01966	中骏集团控股	买入	5.40	RMB	0.849	0.906	1.022	1.242	1.485	0.215	0.242	0.305	0.371	0.443	3,510	3,803	4,317	5,246	6,268	4.203	4.973	5.755	6.693	7.807	21.2	19.7	19.1	20.0	20.5
01995	永升生活服务	买入	24.00	RMB	0.146	0.243	0.368	0.541	0.759	0.048	0.084	0.132	0.195	0.274	224	390	614	904	1,269	0.748	1.798	2.030	2.461	3.058	21.9	19.3	19.5	24.1	27.5
01107	当代置业	收集	1.34	RMB	0.262	0.264	0.274	0.321	0.362	0.065	0.066	0.068	0.080	0.090	731	739	766	897	1,011	3.078	3.928	4.264	4.675	5.143	12.4	11.5	10.9	11.7	12.1
00604	深圳控股	买入	3.09	HKD	0.475	0.420	0.662	0.716	0.805	0.180	0.180	0.265	0.286	0.322	4,063	3,723	5,893	6,372	7,163	5.203	5.715	6.229	6.864	7.578	9.4	7.8	11.1	10.9	11.1
03883	中国奥园	买入	12.10	RMB	1.565	2.188	2.376	2.788	3.091	0.550	0.770	0.832	0.976	1.082	4,201	5,908	6,422	7,535	8,355	5.587	6.882	8.472	10.428	12.544	31.2	35.2	31.0	29.5	26.9
01238	宝龙地产	买入	8.00	RMB	1.004	1.471	1.476	1.777	2.118	0.354	0.387	0.369	0.444	0.529	4,041	6,093	6,112	7,360	8,773	7.684	8.744	9.906	11.305	13.423	13.7	17.9	15.8	16.8	17.1
01813	合景泰富集团	买入	14.30	RMB	3.089	2.102	2.535	3.004	3.571	0.740	0.930	1.138	1.349	1.606	9,806	6,677	8,064	9,555	11,357	11.268	13.688	15.388	17.292	19.556	30.4	16.8	17.4	18.4	19.4
01668	华南城#	买入	1.15	HKD	0.325	0.299	0.318	0.348	0.366	0.030	0.030	0.040	0.040	0.050	2,633	2,415	2,576	2,814	2,959	4.295	5.101	5.390	5.697	6.023	7.4	6.3	6.1	6.3	6.2
00101	恒隆地产	收集	22.00	HKD	0.995	0.934	1.085	1.261	1.761	0.760	0.760	0.780	0.800	0.800	4,474	4,201	4,880	5,672	7,920	30.831	30.748	30.771	31.522	32.791	3.2	3.0	3.5	4.0	5.4
00083	信和置业#	中性	12.50	HKD	0.697	0.668	1.589	0.862	1.047	0.550	0.550	0.570	0.570	0.570	4,671	4,557	11,196	6,319	7,674	21.314	20.571	20.619	21.061	21.711	3.3	3.1	7.6	4.1	4.9
03301	融信中国	买入	7.50	RMB	1.867	1.426	1.474	1.872	2.189	0.537	0.421	0.431	0.547	0.639	3,154	2,428	2,482	3,152	3,686	9.563	10.511	11.575	13.017	14.660	21.6	14.2	13.3	15.2	15.8
03662	奥园健康	买入	7.65	RMB	0.238	0.345	0.515	0.758	1.075	0.090	0.140	0.206	0.303	0.430	162	250	374	551	780	1.164	1.427	1.802	2.354	3.126	33.4	26.6	31.9	36.5	39.2
03900	绿城中国	收集	12.70	RMB	0.551	1.048	1.251	1.471	1.719	0.300	0.350	0.438	0.515	0.602	1,193	2,474	3,120	3,669	4,288	12.734	12.919	13.732	14.689	15.806	4.3	8.3	9.4	10.4	11.3
01628	禹洲集团	中性	2.30	RMB	0.711	0.001	0.465	0.611	0.748	0.358	0.279	0.161	0.211	0.259	3,495	5	2,646	3,476	4,261	4.020	3.990	4.188	4.650	5.200	18.1	0.0	11.4	13.8	15.2
02103	新力控股集团	买入	4.80	RMB	0.638	0.549	0.606	0.661	0.728	0.130	0.140	0.154	0.169	0.187	1,958	1,960	2,164	2,359	2,600	2.288	2.763	3.230	3.736	4.296	31.5	21.7	20.2	19.0	18.1
00832	建业地产	收集	2.80	RMB	0.737	0.647	0.654	0.800	1.037	0.417	0.315	0.237	0.293	0.381	2,015	1,802	1,891	2,363	3,062	3.548	4.024	4.191	4.757	5.501	21.7	17.1	15.9	17.9	20.2
09909	宝龙商业	收集	29.80	RMB	0.440	0.491	0.658	0.930	1.232	0.172	0.237	0.263	0.372	0.493	179	305	424	599	794	2.645	3.343	4.238	5.431	6.664	19.7	16.3	17.4	19.2	20.4
03319	雅生活服务	买入	48.00	RMB	0.923	1.316	1.801	2.414	3.057	0.450	0.520	0.720	0.966	1.223	1,231	1,754	2,402	3,219	4,076	4.643	5.516	6.797	8.491	10.582	21.2	25.9	29.3	31.6	32.1
01502	金融街物业	买入	9.00	RMB	0.390	0.327	0.421	0.494	0.585	0.307	0.154	0.168	0.198	0.234	105	104	157	185	218	1.454	2.843	3.110	3.436	4.021	33.8	14.3	14.1	15.1	15.7
01996	弘阳地产	买入	3.50	RMB	0.442	0.500	0.533	0.613	0.699	0.111	0.122	0.137	0.158	0.181	1,468	1,661	1,772	2,039	2,325	4.183	4.566	4.978	5.454	5.995	11.0	11.4	11.2	11.8	12.2
02772	中梁控股	买入	7.20	RMB	1.174	1.045	1.120	1.258	1.399	0.437	0.411	0.448	0.503	0.560	3,834	3,743	4,011	4,506	5,011	2.437	3.045	3.742	4.534	5.411	67.8	38.1	33.0	30.4	28.1
航运物流																													
00152	深圳国际	买入	15.60	HKD	2.340	1.840	1.385	1.716	1.965	1.170	0.960	0.693	0.858	0.982	5,021	4,007	3,041	3,767	4,312	14.009	15.666	16.091	17.115	18.221	17.2	12.4	8.7	10.3	11.1
01919	中远海控	收集	22.30	RMB	0.550	0.810	4.202	1.327	1.367	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	1,355	9,927	59,243	21,149	21,788	2.884	3.582	6.473	7.800	9.167	4.7	25.0	80.6	18.6	16.1
通信设备																													
00763	中兴通讯	买入	26.00	RMB	1.224	0.924	1.316	1.499	1.616	0.219	0.200	0.290	0.375	0.404	5,148	4,260	6,071	6,914	7,455	6.854	9.387	10.526	11.735	12.976	19.9	11.8	13.2	13.5	13.1
00992	联想集团#	收集	10.50	USD	0.056	0.095	0.110	0.110	0.108	0.036	0.039	0.043	0.044	0.044	665	1,178	1,414	1,457	1,470	0.268	0.299	0.538	0.591	0.641	20.2	34.9	26.9	19.7	17.8
01810	小米集团	收集	32.50	RMB	0.423	0.849	0.846	1.028	1.187	0.000	0.000	0.000	0.051	0.118	10,044	20,356	21,321	25,900	29,889	3.425	5.157	5.757	6.786	7.921	13.2	19.9	15.9	16.4	16.1
02018	瑞声科技	中性	46.80	RMB	1.836	1.247	2.083	2.425	2.706	0.361	0.249	0.833	0.970	1.082	2,222	1,507	2,518	2,931	3,270	15.999	18.056	19.824	21.430	23.191	11.6	7.4	11.3	12.1	12.5
02382	舜宇光学	收集	248.00	RMB	3.648	4.458	5.423	6.731	8.133	0.728	0.888	1.080	1.341	1.620	3,991	4,872	5,926	7,356	8,889	11.473	15.187	19.718	25.365	32.152	36.6	33.4	31.1	29.9	28.3
00788	中国铁塔	收集	1.35	RMB	0.030	0.037	0.047	0.059	0.067	0.015	0.022	0.030	0.038	0.043	5,222	6,428	8,180	10,336	11,775	1.039	1.065	1.089	1.118	1.147	2.9	3.5	4.3	5.4	5.9
电信服务																													
00728	中国电信	买入	3.30	RMB	0.254	0.258	0.258	0.259	0.267	0.110	0.104	0.105	0.106	0.107	20,517	20,850	22,399	24,140	24,807	4.356	4.491	4.729	4.583	4.744	5.9	5.8	5.8	5.8	5.7
00762	中国联通	买入	5.50	RMB	0.370	0.408	0.447	0.496	0.552	0.148	0.164	0.180	0.200	0.222	11,330	12,493	13,692	15,167	16,883	10.483	10.704	10.988	11.305	11.658	3.6	3.9	4.1	4.5	4.8
00941	中国移动	收集	57.00	RMB	5.208	5.267	5.468	5.731	5.960	2.921	2.827	2.935	3.076	3.199	106,641	107,843	111,961	117,345	122,025	53.907	56.112	58.645	61.300	64.060	9.9	9.6	9.5	9.6	9.5
多领金融																													
01601	中关村科技租赁	买入	1.49	RMB	0.104	0.123	0.159	0.196	0.239	0.038	0.043	0.057	0.070	0.086	138	161	212	261	319	1.392	1.437	1.552	1.691	1.860	10.3	9.8	10.6	12.1	13.5
03908	中金公司	买入	29.15	RMB	0.990	1.598	1.843	2.150	2.487	0.000	0.180	0.225	0.263	0.304	4,239	7,207	9,131	10,764	12,391	10.826	13.804	15.677	17.819	20.232	9.4	12.0	11.7	12.0	12.3
00665	海通国际	买入	3.82	HKD	0.268	0.330	0.427	0.463	0.520	0.131	0.161	0.209	0.233	0.262	1,551	1,933	2,503	2,796	3,140	4.679	4.831	5.071	5.167	5.440	5.9	7.0	8.6	9.2	9.8

资料来源：国泰君安国际。

注：# 为非12 月31 日年结。

国泰君安证券 GUOTAI JUNAN SECURITIES

十六. 恒生指数及国企指数技术分析

恒生指数 2021 年 1 月初在南下资金的带动下，市场情绪维持乐观，自 27,000 点左右连续上涨，并于 2 月 17 日创阶段新高收于 31,084 点。随后，美国十年期国债收益率快速上涨，市场担忧美联储货币政策可能提前收紧，外围股市波动幅度上升，港股主要科技股出现回调，港股受到拖累。香港政府在预算案中提出将印花税率由 0.10%，调升至 0.13%，市场情绪受到打击，南下资金结束连续净流入的趋势，恒生指数连续回落。3 月 25 日，恒生指数最低跌至 27,505 点，回落至年初水平。随着全球大宗商品价格不断攀升，通胀预期显著增加，叠加疫情的不断反复，宏观环境不确定性显著增加。恒生指数维持在 28,000 点至 29,500 点之间的窄幅波动状态。6 月底，随着大宗商品涨幅放缓，市场对通胀的担忧有所缓解，恒生指数连续上涨。截至 6 月 30 日，恒生指数收报 28,827 点，上半年涨幅为 5.86%。

技术上，1 月初 MACD 指标红柱不断扩大，显示市场做多动能充分。1 月底 RSI 指标显示超买，恒生指数小幅回调，随后继续上涨，并创阶段新高。随后受到香港政府加征印花税的利空消息，MACD 信号显示顶背离，随后恒生指数出现回调，跌破 60 日均线后，在 120 日均线处得到支撑。此后围绕 120 日均线做窄幅波动，市场整体做多动能不足，但向下空间也较为有限。在经过数周的窄幅波动后，恒生指数中短期均线出现贴合并走平，显示市场将选择方向。6 月底恒生指数连续上涨，中短期均线呈多头排列，显示市场的整体方向偏向乐观。

恒生指数六个月日线图

资料来源：万得、国泰君安国际。

恒生国企指数与恒生指数走势较为接近，2021 年初自 10,521 点连续上涨，于 2 月 18 日盘中创阶段高点 12,271，随后转而下跌。3 月 25 日与恒生指数同步触及阶段低点，自高点回落 12%。但随后恒生国企指数走势更弱，在 4 月初小幅反弹之后短期维持波动，在 5 月初继续下跌，并于 5 月 13 日创年内新低，收于 10,339 点，较开年下跌 1%。随后恒生国企指数维持在 10,500 点至 11,000 点的窄幅波动。截至 6 月 30 日，恒生国企指数收报 10,663 点，上半年下跌 0.70%。

技术上，1 月初 MACD 指标红柱不断扩大，显示市场做多动能充分。1 月底 RSI 指标显示超买，恒生国企指数小幅回调，随后继续上涨，并创阶段新高。随后受到香港政府加征印花税的利空消息，MACD 信号显示顶背离，随后恒生国企指数出现回调，并连续跌破 60 日、120 日均线。3 月中恒生国企指数随恒生指数小幅反弹，但 MACD 信号弱于恒生指数，随后恒生国企指数继续下跌，在 250 日均线附近企稳。当前 250 日均线趋势仍然向上，对恒生国企指数形成一定支撑。但 60 日、120 日均线均对恒生指数形成了一定压制，短期均线仍然较为分散。预计恒生国企指数短期内将弱于恒生指数。

恒生国企指数六个月日线图

资料来源：万得、国泰君安国际。

十七. 市场策略、选股及主题性受益股

港股现时估值略高于历史平均水平，下半年或以震荡行情为主，部分板块存在上升潜力。目前恒指和国指的预测市盈率分别为 13.5 倍和 11.3 倍，其中恒指高于 2012 年以来均值 13.4%，国指高于 2012 年以来均值 27.4%；与全球主要市场相比港股的估值水平仍处于偏低位置。我们认为恒指估值水平相比历史平均的变化与指数结构改革纳入了部分新经济企业有关，科技、生物医药等行业个股的高增长预期推升了指数整体估值。此外由于上半年南下资金持续流入港股，媒体、可选消费、耐用消费品等板块估值目前也达到历史区间高位。但与此同时，能源、地产、金融服务等传统经济板块估值则依旧处于低点。若以细分化的新旧经济板块分别对比欧美及亚太主要市场，港股较其它股指的同类型板块仍具备估值优势。

展望 2021 下半年，国内经济仍然稳健但边际动能或有所下降，出口增速可能放缓，内需仍有提升空间。宏观政策预期将维持稳定且合理宽松，但流动性环境相比 2020 年整体或有一定程度的收紧。人民币汇率料将保持在均衡水平，叠加美联储近期释放鹰派讯息，人民币对美元的升值预期将有所减弱。海外方面，全球新冠疫苗接种工作初显成效，经济复苏趋势的明朗化有助于提振市场风险偏好。但部分海外疫情病毒变异可能会延缓社交防控措施正常化的进度，甚至影响现有疫苗的效果。欧美国家的量宽政策和经济刺激计划仍将持续，但海外流动性宽松度应有边际下降。同时，随着美联储缩减购债规模的时点临近，美债实际收益率将有所上升，可能影响港股科技板块。中美之间的贸易关税问题有望缓和但长期博弈局势不变，后续摩擦可能主要集中在政治及外交政策等领域。下半年香港市场流动性预期维持充裕，内地南下资金流入港股新经济板块的势头或将保持不变。港交所上市制度改革后，不同权架构的企业可纳入港股通标的，新经济企业赴港上市和中概股的持续回归可能在 2021 下半年为香港市场吸引超过 2,000 亿的资金。香港本地经济亦有望于下半年延续改善，若能于 4 季度实现与内地通关，复苏动能将进一步增强，利好港股投资气氛。综上，我们认为港股市场后续或以结构性行情为主；指数表现预期将呈区间波动，接近下限时有较强支撑，中枢相比年中可能略有抬升。具体估值方面，目前恒生指数 2021 年的盈利增长预期为 13.8%，假设指数盈利预期不变，**我们预计 2021 下半年恒指的波动区间为(26,000 - 31,000)，相当于 12.2 倍-14.5 倍的 2021 年恒指预测市盈率。**

对于我们覆盖的公司而言，以市值加权平均计算，2021－2023 年盈利增长分别为 21.6%、16.1%和 11.6%。下半年港股的板块轮动预期仍将以估值和业绩为基础，市场投资风格可能由价值型向成长型切换，新经济板块或将继续成为机构持仓的重点标的。**我们看好汽车及零部件、消费（食品饮料）、医药、清洁能源（天然气、风电）以及互联网行业；水泥建材、石化、港口、通信设备等行业则或有阶段性的交易机会。**

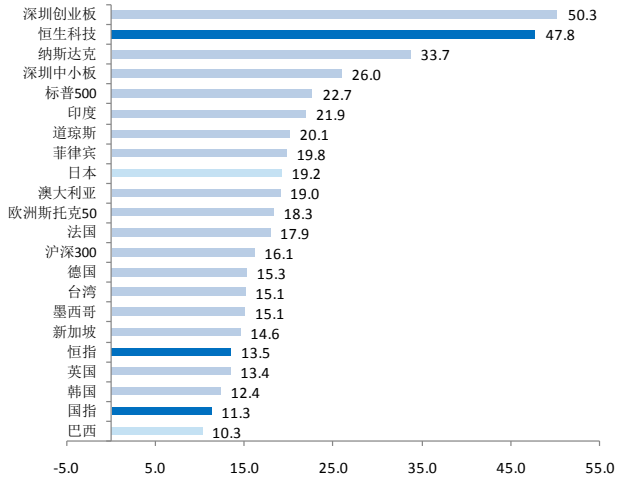
恒指预测市盈率

资料来源：Bloomberg。

国指预测市盈率

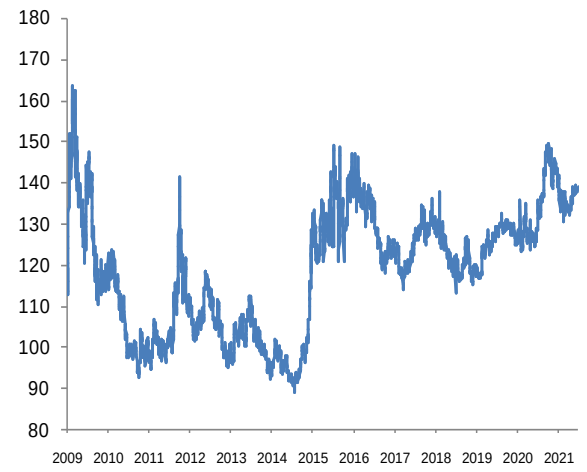
资料来源：Bloomberg。

香港和全球主要市场的预测市盈率对比



资料来源：Bloomberg、国泰君安国际。

恒生 AH 溢价指数



资料来源：恒指服务公司。

港股指数历史预测市盈率

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2012 年以来平均	与均值的差异
历史数值												
恒指	10.07	11.88	11.12	11.13	10.90	12.11	13.19	10.78	14.53	13.52	11.92	13.4%
国指	8.24	9.57	7.86	8.34	7.44	8.30	8.64	8.23	10.71	11.30	8.86	27.4%

资料来源： Bloomberg、国泰君安国际。

国泰君安国际荐股名单

行业	公司名称	代码	评级	6 至 18 个月目标价(港元)
汽车及零部件	长城汽车	02333 HK	买入	28.91
航空	中国国航	00753 HK	买入	7.65
银行	招商银行	03968 HK	买入	82.89
水泥建材	中国建材	03323 HK	买入	14.40
清洁能源 -- 天然气	华润燃气	01193 HK	买入	57.10
清洁能源 -- 天然气	新奥能源	02688 HK	买入	176.50
清洁能源 -- 太阳能	信义光能	00968 HK	买入	20.00
清洁能源 -- 风电及其它	大唐新能源	01798 HK	收集	2.75
综合	上实控股	00363 HK	买入	16.50
消费 -- 食品饮料	华润啤酒	00291 HK	买入	78.20
消费 -- 酒店	锦江资本	02006 HK	买入	2.50
电力设备	东方电气	01072 HK	买入	9.50
环保	光大环境	00257 HK	买入	7.20
医药	石药集团	01093 HK	买入	14.00
基建	中国建筑国际	03311 HK	买入	8.30
保险	友邦保险	01299 HK	买入	120.00
互联网	京东集团-SW	09618 HK	买入	350.00
机械	中航科工	02357 HK	买入	6.90
港口	中远海运港口	01199 HK	买入	8.30
房地产	旭辉控股集团	00884 HK	买入	9.20
房地产	永升生活服务	01995 HK	买入	24.00
通信设备	中兴通讯	00763 HK	买入	26.00
电信服务	中国电信	00728 HK	买入	3.30

资料来源：国泰君安国际。

顺周期个股名单

行业	公司	代码	评级	6 至 18 个月目标价(港元)
航空	中国国航	00753 HK	买入	7.65
航空	东方航空	00670 HK	买入	4.28
银行	工商银行	01398 HK	收集	6.42
银行	建设银行	00939 HK	收集	8.08
银行	农业银行	01288 HK	收集	3.48
银行	中国银行	03988 HK	收集	3.63
银行	中银香港	02388 HK	收集	36.28
水泥建材	信义玻璃	00868 HK	收集	34.30
清洁能源 -- 风电及其它	大唐新能源	01798 HK	收集	2.75
有色金属	江西铜业	00358 HK	收集	18.20
贵金属	招金矿业	01818 HK	买入	11.95
房地产	永升生活服务	01995 HK	买入	24.00
航运物流	中远海控	01919 HK	收集	22.30

资料来源：国泰君安国际。

值得长期持有的公司

行业	公司	代码	评级	6 至 18 个月目标价(港元)
汽车及零部件	吉利汽车	00175 HK	买入	28.16
汽车及零部件	长城汽车	02333 HK	买入	28.91
银行	工商银行	01398 HK	收集	6.42
银行	建设银行	00939 HK	收集	8.08
银行	农业银行	01288 HK	收集	3.48
银行	中国银行	03988 HK	收集	3.63
银行	汇丰控股	00005 HK	收集	63.21
清洁能源 -- 太阳能	信义光能	00968 HK	买入	20.00
清洁能源 -- 风电及其它	龙源电力	00916 HK	收集	14.00
综合	上实控股	00363 HK	买入	16.50
消费 -- 食品饮料	华润啤酒	00291 HK	买入	78.20
电力设备	东方电气	01072 HK	买入	9.50
医药	石药集团	01093 HK	买入	14.00
基建	中石化炼化工程	02386 HK	买入	5.80
保险	友邦保险	01299 HK	买入	120.00
互联网	京东集团-SW	09618 HK	买入	350.00
互联网	阿里巴巴-SW	09988 HK	买入	280.00
机械	中航科工	02357 HK	买入	6.90
通信设备	小米集团	01810 HK	收集	32.50
电信服务	中国电信	00728 HK	买入	3.30
电信服务	中国联通	00762 HK	买入	5.50

资料来源：国泰君安国际。

公司和行业

汽车行业

跑赢大市

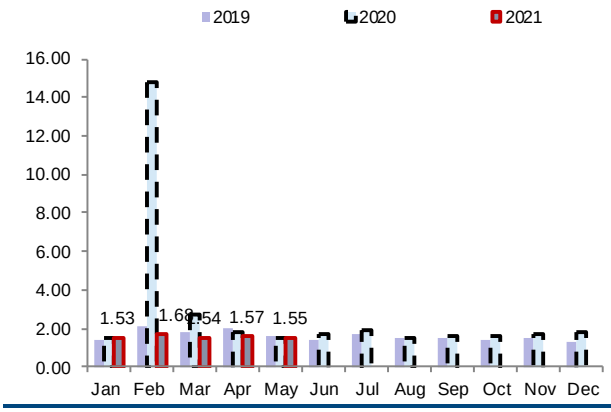
分析员：马守彰 Toliver Ma

整体汽车市场

受惠于低基数及车市恢复 2021 年 1-5 月中国汽车销量高速增长。根据中国汽车工业协会数据显示，2021 年 1-5 月中国汽车销量同比增长 36.6%至 1,088 万辆。高速增长主要为 2020 年疫情做成的低基数。相比 2019 年同期也有 5.9%的增长，说明车市恢复良好，重回中国车市增长轨迹。但在最近两个月（4-5 月）车市明显放缓，基数正常化以及芯片短缺使生产稳定性有困难，批发受到影响。在 2021 年 5 月更录得今年的首个同比倒退。5 月中国汽车销量同比跌 3.1%至 212.8 万辆。乘用车的销售增速较上月倒退 12.5 个百分点，同比跌 1.7%。从车型看，SUV 仍然是最强劲的车型，其销量和增长都略好于轿车。2021 年 1-5 月，SUV 的销量为 399 万辆，同比增长 39.5%。同期，轿车销售同比增长 37.5%。另一方面，商用车走势同样也在第二季度放缓，在 1-5 月同比增长 31.9%，但在 5 月同样录得同比 12.1%的下跌。下跌除了基数同样走高以外，商用车库存偏高及需求端继续乏力都影响销售增长。在新能源汽车方面，销售延续强势，1-5 月销售同比增 2.2 倍。

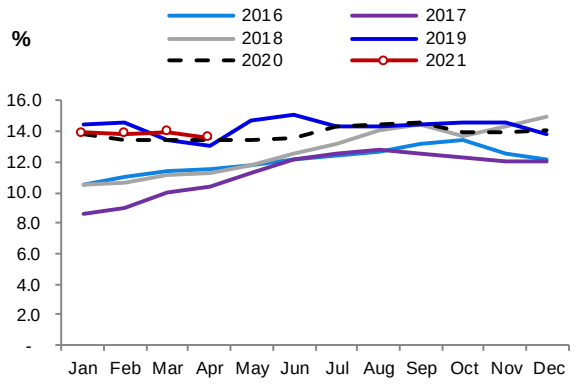
由于比较基数上升和芯片短缺，销售增长在 5 月份中止。虽然预计芯片短缺问题在 2021 年大部分时间会一直存在，但应该会在 2021 年第三季度逐渐得到改善。因此，预计未来几个月的销售将面临压力。主要风险在于生产，在芯片供应不足的情况下，维持生产稳定性是一项具挑战性的任务。在下游，情况较为良好。狭义汽车零售同比增长 1.0%。库存系数继续下降，行业折扣力度也有所减弱，部分反映了受芯片短缺的影响而导致工厂产量放缓。

库存系数



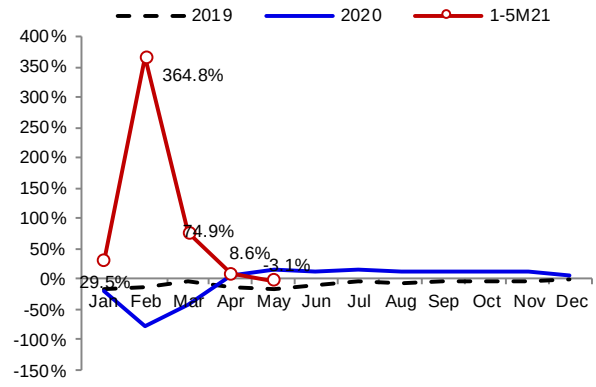
资料来源：中国汽车流通协会、国泰君安国际。

市场平均折扣率



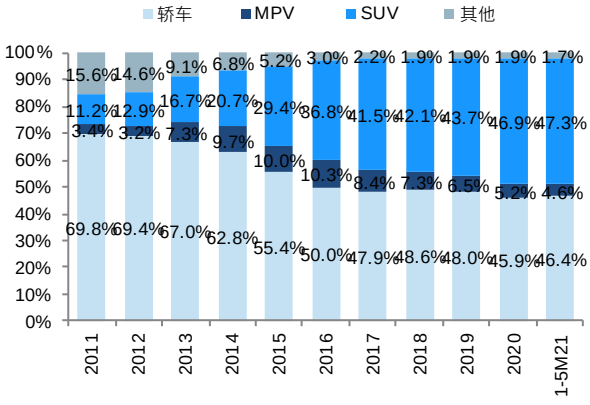
资料来源：中国汽车流通协会、国泰君安国际。

整体汽车销售月度增长



资料来源：中国汽车工业协会、国泰君安国际。

乘用车型销售占比



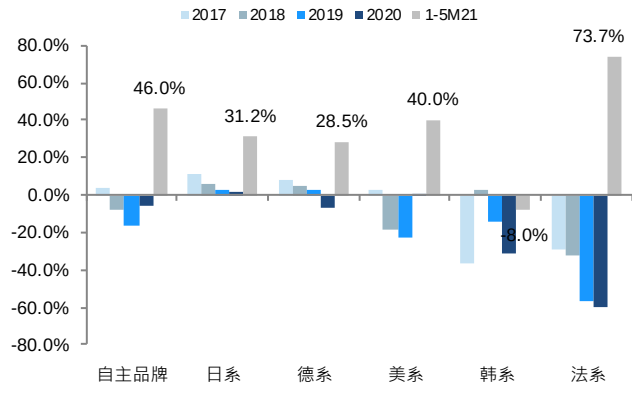
资料来源：中国汽车工业协会、国泰君安国际。

乘用车市场分析

消费升级持续。汽车领域消费升级的趋势已经很明显，豪华车市场的增长强劲。自2015年以来，30万元以上的汽车销量持续增长，并在近年来增速加快。2021年1-5月销售份额上升至10.8%，比2020年增长1.3个百分点。按类别划分(合资/自主/豪华)，仅豪华车自2016年以来保持增长态势。国产化的快速推进是一个关键因素，我们看到大多数合资品牌都增加了他们的国产化车型。2021年1-5月，豪华车销售增长52.4%，远高于行业平均，因此豪华车的销售份额有所增长，这表明对豪华车的需求依然强劲。中国豪华车渗透率较欧美国家低，未来增长空间较大。同时，充足的流动性以及规模不断扩大的汽车金融将继续推动豪华车市场的增长。

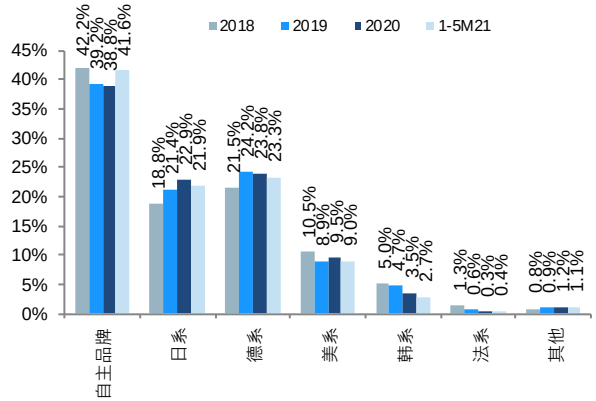
疫情后，自主品牌崛起。5月自主品牌批发67.9万辆，同比增长18.9%。2021年1-5月同比增长46.0%，相对2019年同期也有5.1%同比增长。自主品牌1-5月市场份额41.6%，较同期份额增长3.0个百分点。自主品牌头部企表现较好、年初芯片短缺压力较小，且在产品、营销、服务等各方面均有了明显的进步。自主品牌在新能源车销售较强，主要受政府农村消费支持所带动。自主品牌渗透率明显领先。5月新能源车国内零售渗透率11.4%，1-5月渗透率9.4%，较2020年5.8%的渗透率提升明显。5月，自主品牌中的新能源车渗透率24.7%；豪华车中的新能源车渗透率10.8%；而主流合资品牌中的新能源车渗透率仅有1.7%。上汽通用五菱、广汽埃安、比亚迪、长城欧拉继续强势。蔚来、小鹏、合众、理想、零跑等新势力车企销量同比表现也很优秀。合资车表现受芯片影响较大。过往表现最好的日系也受到牵连。5月的日系品牌批发35万辆，同比跌5.9%，2021年1-5月销售同比增长31.2%。 相比2019年同期也有3.1%增长。合资受芯片问题较为严重，在年初已经看到生产的不稳定性。日系的市场份额同比微跌0.7个百分点。合资龙头德系今年影响较大，2021年1-5月销售份额跌1.3个百分点至23.3%。

各国籍品牌的乘用车销售增长



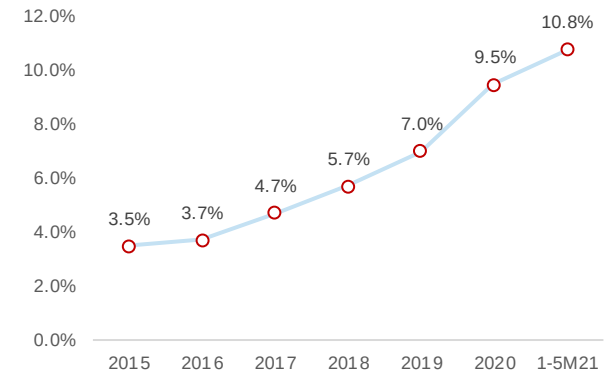
资料来源：中国汽车工业协会、国泰君安国际。

各国籍品牌的乘用车市场份额变化



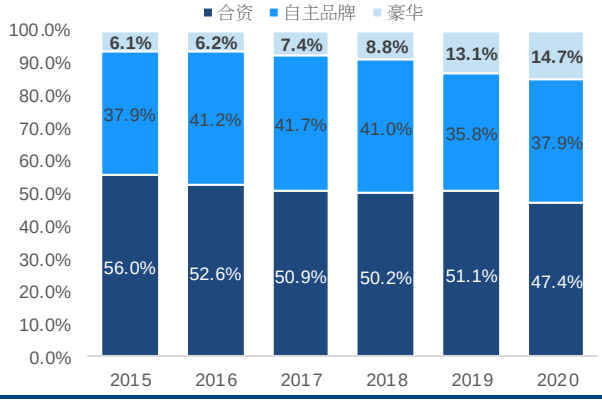
资料来源：中国汽车工业协会、国泰君安国际。

30 万元以上的汽车销量占比



资料来源：乘联会、国泰君安国际。

国产化车型在中国销售的市场份额



资料来源：乘联会、国泰君安国际。

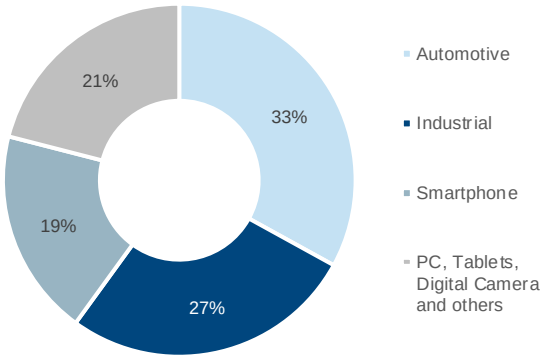
疫情影响芯片供需结构。根据 SUMCO，汽车行业吸收了 33%的 8 寸晶圆产能，但仅占 12 寸晶圆产能的 5%左右。8 寸晶圆是一项成熟的技术，其产能自 2015 年以来相对稳定。但近年来，自动驾驶功能、5G 技术和物联网的兴起使得 8 寸晶圆的投资不断增加。一方面，新冠疫情扰乱了供需结构。世界各地的在家工作政策导致个人电子产品（如个人电脑和平板电脑）的需求激增；相比之下，对个人交通工具（即乘用车）的需求减少。因此在疫情停产期间，车厂的芯片订单大都流向个人电子的领域。中国和其他主要经济体早前的经济重启强于预期，特别是在 2020 年下半年。然而，在 2020 年上半年疫情期间，个人电子产品已经占用了汽车的产能，对车企（或其供应商）的芯片供应变得紧张，因为周转时间通常需要 3-6 个月。

汽车芯片大致可分为微逻辑、模拟、传感器、逻辑、离散和内存等类别。目前短缺的芯片是用于电子稳定系统（ESP）和电子控制单元（ECU）系统的 MCU。在汽车芯片中，MCU 有着广泛的应用，涵盖车身动力总成、车身控制、发动机控制、驾驶辅助等。在一辆汽车装备的所有半导体器件中，MCU 占 30%左右。

芯片短缺需要时间来解决。芯片短缺在疫情前并不是问题，市场基本上是平衡的。然而，芯片需求在 2020 年发生了结构性变化，个人电子产品和汽车行业的需求都在增加。尽管最大的晶圆代工厂台湾积体电路制造有限公司（台积电）将在下半年优先考虑汽车芯片，但我们预计此问题只能在短期内逐步解决。要恢复到正常或平衡状态，这将取决于以下三个因素如何发展，因为情况在不断变化。1）个人电子产品的需求和 5G 技术的普及将增加芯片需求，直接于车规芯片竞争产能 2）长验证期及更严格的要求使得难以更换供应商 3) 8 寸晶圆产能增加，但爬坡需时。

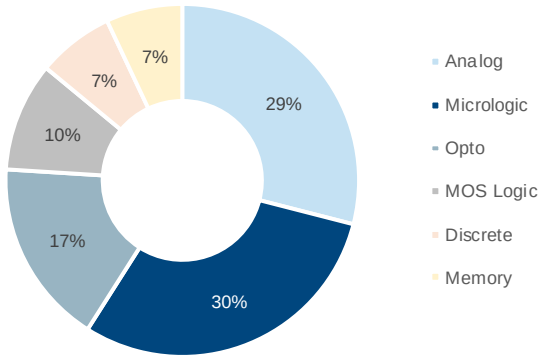
长期挑战在前方。对于车企而言，获得半导体将是一个持续的挑战，因为向软件导向定义汽车的发展将继续对汽车中半导体的数量和规格提出的要求均有所提升。也就是说，每辆车的半导体价值含量将会增加。例如，MCU有8bits、 16bits、 32bits和64bits，而且市场正在向具有更好处理能力的更高位转移。电动汽车的增长也将推动功率半导体或分立器件（如IGBT和MOSFET）的需求，其对汽车和充电桩的功率控制很重要。自动驾驶的发展也将增加对内存储和传感器芯片的需求。我们预计，一旦ADAS L3商业化，其价值将显著增加，因为激光雷达和高端传感器的使用无疑将增加对更先进芯片的需求。

2020 年按行业划分的 8 寸晶圆需求



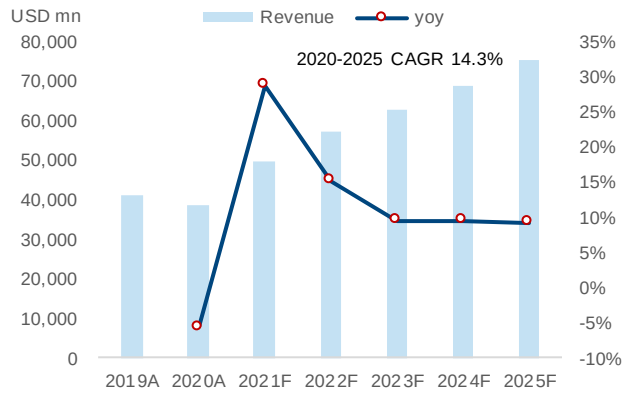
资料来源：SUMCO、国泰君安国际。

2020 年汽车半导体设备市场（预计）



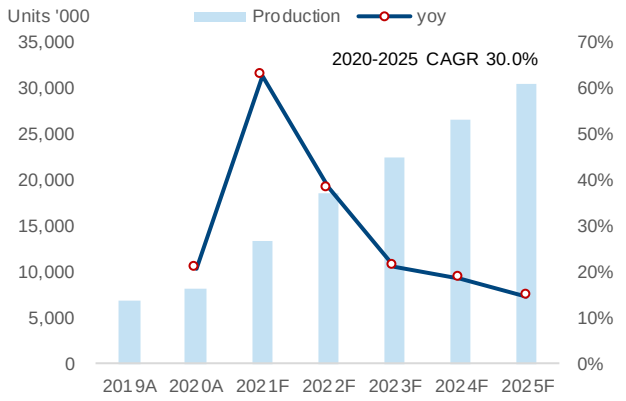
资料来源：美国国际贸易委员会（USITC）、国泰君安国际。

汽车半导体收入



资料来源：Gartner、国泰君安国际。

电动汽车半导体产量

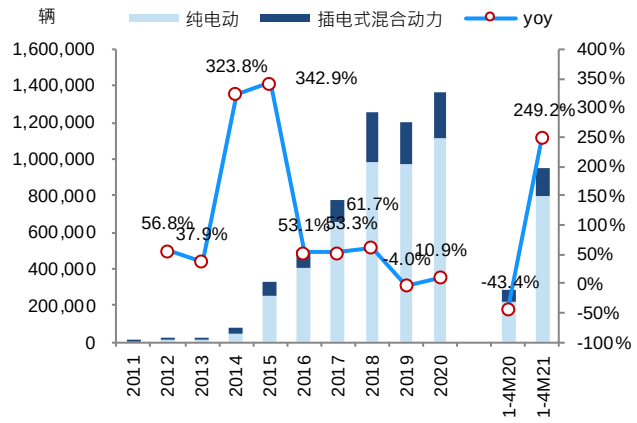


资料来源：Gartner、国泰君安国际。

新能源汽车销售保持强势。2021 年 1-5 月销量同比增长 2.2 倍至 95 万辆。新能源市场在今年保持强劲，是今年最好的细分市场之一。进入第二季度受到芯片短缺的影响也比较轻。虽然受到缺芯片等问题影响，但新能源车基本上没有明显销量损失。自主品牌的芯片供应稳定性好于合资品牌，这也是新能源车虽然芯片用量多，但增长反而更强的原因。另外，今年上半年也没有受到政策的调整而受到影响。过往政府都会选择在上半年 2 月至 6 月之间调整新能源补贴政策，因此销售在上半年都受压，需求也难以释放。因为新能源补贴政策已经在 2020 年明确厘定未来 3 年的退坡幅度，因此已经消除最大的政策不确定性。高端新能源车的走势持续走强，体现出换购群体的换购高端电动车的势头相对较强。广汽埃安和比亚迪、上汽乘用车等自主主流新能源车的 5 月的零售持续走强，预示主力市场的逐步崛起。五菱 Mini EV 继续成为新能源销售冠军 2021 年 1-5 月销售 152,667 辆，月平均 3 万以上。特斯拉同样销售强势，Model 3 销售 105,083 辆，同比增长 241.1%。今年 Model Y 开始投产，5 月销售 12,728 辆，今年累计销售 34,557 辆。

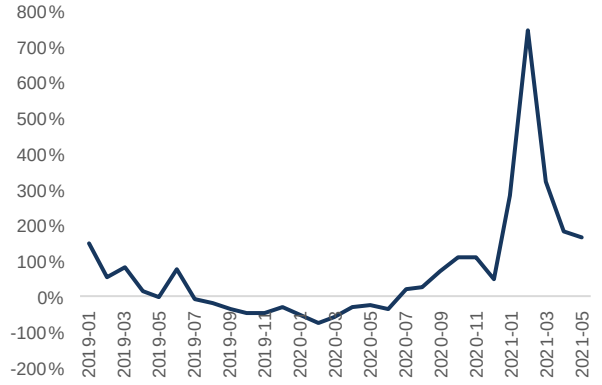
我们预计增长波动性减小。乘联会三度上调 2021 年新能源汽车销售预测。2 月乘联会预测新能源车批发销量 200 万辆，4 月调高到 220 万辆。在 6 月更上调至 240 万辆，提升值是国内各细分市场全面走强加出口增量的综合结果。我们认为是可实现，新预测对应 75.6%的同比增长。新能源汽车将是市场上最强劲的板块之一，我们预计 2020 年至 2025 年的复合年增长率为 34.8%（中性情形分析）。而在乐观行情下，预计 2020 年至 2025 年的复合年增长率可高达 45.9%。这将远远超过整个汽车市场行业 1.3%的复合年增长率。因此，我们应看到新能源汽车在中国的快速普及，预计到 2025 年将达到 21.2%的增速（中性情形分析）。

新能源汽车销量和增长



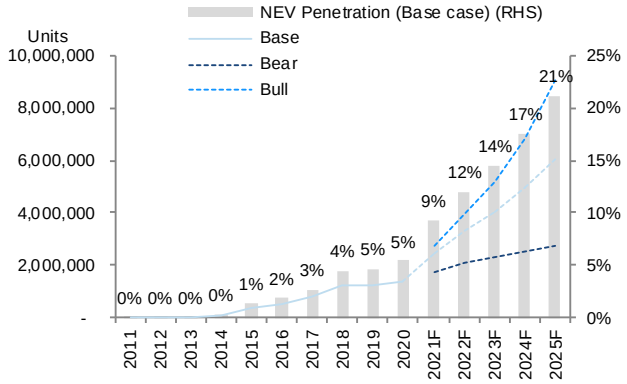
资料来源：中国汽车工业协会、国泰君安国际。

新能源汽车月销量同比变动



资料来源：中国汽车工业协会、公安部、国泰君安国际。

中国新能源汽车市场预测



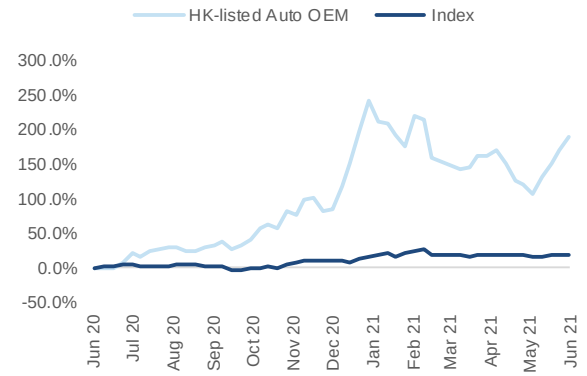
资料来源：中国汽车工业协会、国泰君安国际。

投资建议

我们维持行业“跑赢大市”的评级。我们认为整体投资故事保持不变，目前芯片短缺的情况将是短期影响。1）在中国和全球经济复苏的推动下，未来两年车市将为复苏阶段。2）电动汽车和自动驾驶的普及受到政府政策的大力支持，预计未来几年电动汽车将录得强劲增长。尽管整体市场的销售放缓，但新能源汽车在 2021 年 5 月（同比增 159.7%）和 2021 年前 5 月（同比增 224.2%）的销量仍然十分强劲；我们认为资源优先向新能源汽车倾斜。

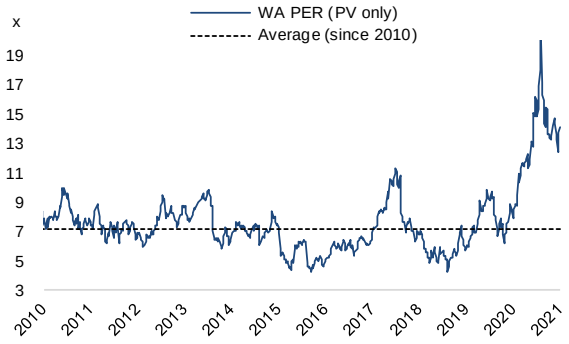
我们看好龙头汽车股。尽管今年芯片短缺阻碍了销售增长，但我们预计该问题已在很大程度上被反映。我们注意到吉利和长城汽车等部分龙头股的股价在回升。我们继续看好龙头股，因其在新能源汽车和自动驾驶策略的支持下表现出更加明朗的增长前景。我们的首选仍是长城汽车（02333 HK，“买入”，目标价：28.91 港元），到目前为止其旗下品牌欧拉、WEY 和哈弗的改革取得了成功，并展现出强大的市场领导地位。长城汽车的新能源汽车销售强劲，2021 年前 5 月的销售比例达到 8.1%（对比 2020 年的 5.1%）。

香港上市汽车股的 52 周表现



资料来源：Bloomberg、国泰君安国际。

香港上市汽车股的预测市盈率



资料来源：Bloomberg、国泰君安国际。

公司名称	编号	股价 (HK$)	个股评级	2021 市盈率(x)	2022 市盈率(x)	2023 市盈率(x)	2021 市净率(x)	2021 ROE (%)	2021 股息率(%)
吉利汽车	00175	24.450	买入	33.0	23.3	17.6	1.8	8.9	1.5
五菱汽车	00305	1.840	买入	25.5	19.8	14.4	2.4	11.0	0.6
东风汽车	00489	6.980	收集	4.0	3.9	3.7	0.3	8.4	9.9
华晨汽车	01114	7.300	无评级	3.0	2.8	4.6	1.0	34.6	1.6
耐世特	01316	10.800	买入	15.6	11.0	9.3	1.7	11.4	1.6
浦林成山	01809	8.700	收集	5.8	4.7	3.7	1.0	19.2	3.0
北京汽车	01958	2.890	中性	6.4	4.5	3.7	0.4	5.8	5.2
广汽集团	02238	6.970	收集	8.8	7.9	7.0	0.7	7.8	3.4
长城汽车	02333	25.100	买入	28.0	21.9	18.0	3.2	11.6	1.8
中国重汽	03808	16.640	收集	5.3	4.7	4.4	1.1	21.0	6.3
市值加权平均			**跑赢大市**	**21.9**	**16.5**	**13.3**	**1.9**	**11.7**	**2.9**

资料来源：国泰君安国际。

目光聚焦吉利极氪

分析员：马守彰 Toliver Ma

吉利汽车(00175 HK)

评级：买入

股价: HK$24.450

目标价:HK$28.16

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net Profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (△%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2019A	97,401	8,190	0.902	(35.5)	24.2	5.938	3.7	0.250	1.1	16.5
2020A	92,114	5,534	0.565	(37.4)	36.1	7.089	2.9	0.200	1.0	9.4
2021F	101,607	7,326	0.616	9.1	33.0	11.195	1.8	0.313	1.5	8.9
2022F	107,830	10,400	0.875	42.0	23.3	12.112	1.7	0.449	2.2	9.9
2023F	122,138	13,744	1.157	32.1	17.6	13.300	1.5	0.599	2.9	12.1

已发行股本 Shares in issue (m)	9,820.7	大股东 Major shareholder	Geely Holding 42.7%
市值 Market cap. (HK$ m)	240,115.6	流通比例 Free float (%)	57.3
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)	75,266.3	2021 年净负债/股东资金 2021 Net gearing (%)	净现金
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK$)	36.450 / 12.000	2021 年每股估值 2021 NAV (HK$)	32.7
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)			23.9 / 24.9 / 102.5
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)			25.0 / 23.3 / 84.5

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

吉利汽车销量连续两个月出现下滑，5 月销量同比下滑 11.6%。销量下降的主要原因是芯片短缺和比较基数上升。2021 年 5 月，吉利自主品牌（不含领克和几何）的销售同比下降 20.4%，因为我们认为吉利优先销售高端领克和其他新车型。领克品牌销售同比增长 39.0%。所有的目光都聚焦在极氪的表现上面。该品牌将在 2021 年通过建设 290 个充电站和 2,800 个充电桩来打造强大的充电体验，到 2023 年将增加近 10 倍。充电桩可支持高达 360kw 的峰值速率。电池性能也将是亮点之一，配备 100kwh 电池（高于当前道路上的大多数电动汽车）。据吉利首席执行官称，今年的可交付量已售罄。6 月底，公司发布公告，决定撤回 A 股上市计划。我们认同不会对集团的财务状况或经营造成任何重大不利影响，因为公司的财务状况非常稳健。我们对公司的投资评级为“买入”，目标价 28.16 港元，相当于 38.1 倍 2021 年市盈率和 26.8 倍 2022 年市盈率。极氪品牌的推出为公司提供了将其转变成为强大的电动汽车品牌的机会，为更高的估值提供了强有力的支撑。

正面因素分析

- 新品牌 LYNK&CO 销售良好。
- 极氪品牌的堆出提升公司新能源汽车形象。
- 新车型非常受市场欢迎。
- 出口市场改善。

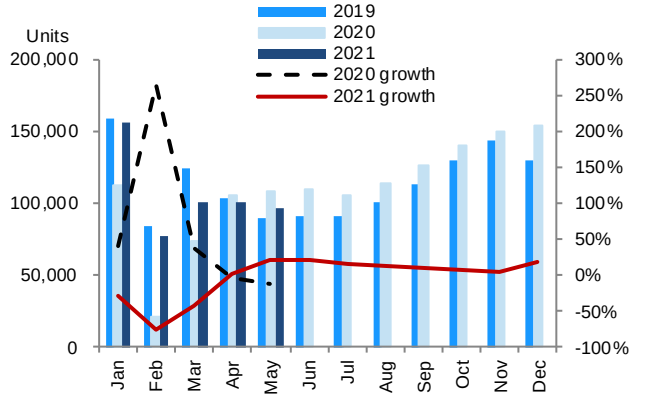
负面因素分析

- 国内市场未来竞争加剧。
- 进口车挤压国产车。
- 新车销售差于预期。
- 合资品牌加快他们国产化进程，挤压自主品牌。

风险分析

- 新车销售不确定性。
- 贸易战不确定性。
- 国内汽车销售不景气。
- 疫情反复。

公司汽车销量及增长趋势



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至12月底(百万人民币)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
总收入	97,401	92,114	101,607	107,830	122,138
销售成本	(80,485)	(77,377)	(84,437)	(87,646)	(97,130)
毛利	16,917	14,737	17,170	20,184	25,008
销售及分销成本	(4,332)	(5,053)	(5,066)	(5,377)	(6,090)
行政管理费用	(5,122)	(5,754)	(5,845)	(6,469)	(7,177)
经营利润	7,462	3,930	6,258	8,338	11,742
应占联营公司盈利及亏损	664	875	1,157	2,123	2,896
其他收入	1,408	1,431	1,078	1,067	1,046
息税前溢利	9,534	6,237	8,493	11,529	15,683
财务费用	108	208	118	637	391
以股份付款	(5)	(4)	(5)	(4)	(5)
税前溢利	9,636	6,441	8,606	12,162	16,070
所得税	(1,375)	(866)	(1,193)	(1,661)	(2,211)
净利润	8,261	5,575	7,413	10,501	13,859
少数股东权益	72	41	87	100	115
股东应占溢利	8,190	5,534	7,326	10,400	13,744
每股溢利（人民币）	0.902	0.565	0.616	0.875	1.157

重要财务比率

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
销售量增长（%）	(9.3)	(3.0)	14.4	11.5	10.0
销售收入增长（%）	(8.6)	(5.4)	10.3	6.1	13.3
毛利率（%）	17.4	16.0	16.9	18.7	20.5
经营利润率（%）	9.6	6.3	8.4	10.7	12.8
净利率（%）	8.4	6.0	7.2	9.6	11.3
股东资金回报率（%）	16.5	9.4	8.9	9.9	12.1
现金比率（倍）	0.4	0.5	1.0	0.7	0.3
存货周转期（天）	21.8	22.7	23.5	24.4	25.3
净负债比率（%）	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司、国泰君安国际。

进入快速增长阶段

分析员：马守彰 Toliver Ma

五菱汽车(00305 HK)

评级：买入

股价: HK$1.840

目标价:HK$2.50

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net Profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (△%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2019A	14,237	(124)	(0.060)	(314.3)	(27.2)	0.639	2.6	0.003	0.2	(9.0)
2020A	15,382	(33)	(0.016)	n.a.	(94.1)	0.480	3.2	0.002	0.2	(2.4)
2021F	20,207	197	0.060	n.a.	25.5	0.640	2.4	0.009	0.6	11.0
2022F	23,937	256	0.078	29.1	19.8	0.716	2.1	0.012	0.8	11.4
2023F	28,533	350	0.106	36.8	14.4	0.814	1.9	0.016	1.0	13.9

已发行股本 Shares in issue (m)	800.0	大股东 Major shareholder	Guangxi Automobile 56.6%
市值 Market cap. (HK$ m)	1,472.0	流通比例 Free float (%)	32.6
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)	1,341.2	2021 年净负债/股东资金 2021 Net gearing (%)	净现金
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK$)	1.390 / 0.420	2021 年每股估值 2021 NAV (HK$)	2.8
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)			(0.9) / 2.4 / 278.6
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)			0.2 / 0.8 / 260.6

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

通过广西汽车，公司是上汽通用五菱的主要零部件供应商。来自上汽通用五菱的收入在 2020 年占总额的 48.0%，但该比例一直在下降，表明公司正在向长城汽车和吉利汽车等其他独立汽车制造商进行迅速扩张。中国政府非常支持新能源汽车产业的发展，特别是电动物流卡车有望比整个新能源汽车市场呈现更快的渗透率。2021 年起，公共领域新增或更新轻型/小型物流与配送车辆中新能源汽车比例不低于 80%。预计到 2025 年，渗透率将由 2020 年的仅 4%达到 23%，高于 20%的整体新能源汽车渗透率目标。此外，根据“十四五”规划，农村消费将继续是重点关注的领域。公司及其主要客户上汽通用五菱受益于这些优惠政策，并在 2020 年下半年出现显著改善。其中，五菱 Mini EV 成为中国最受欢迎的电动汽车，其销售势头在 2021 年第一季度持续。五菱将在 2021 年实现两年来的首次盈利，并将在 2022 年和 2023 年进一步改善，分别同比增长 29.9%和 36.8%。我们相信基于 2020 年下半年的改善，我们的利润预测实现可能性非常高，主要由于销售额和毛利率的改善。我们给予“买入”投资评级，目标价为 2.50 港元，分别相当于 34.7 倍 2021 年市盈率，26.9 倍 2022 年市盈率。

正面因素分析

- 公司受惠新能源政策。
- 收入多元化，第三方收入占比增加。
- 新物流卡车受欢迎。

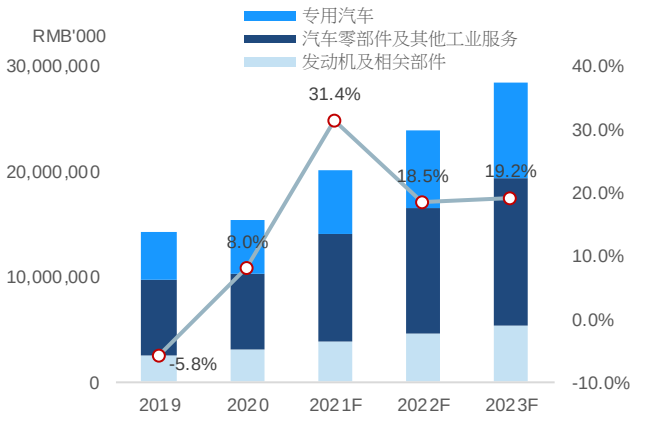
负面因素分析

- 国内市场未来竞争加剧。
- 公司议价能力薄弱，毛利率增长不稳定。
- 公司产品供应主要为入门级别，未能受惠高端化趋势。

风险分析

- 汽车销量意外下降。
- 新能源汽车市场竞争加剧。
- 政府政策的支持减少。
- 疫情反复。

公司分部收入及增长



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至12月底(百万人民币)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
收入	14,237	15,382	20,207	23,937	28,533
销售成本	(13,065)	(14,173)	(18,153)	(21,433)	(25,462)
毛利	1,172	1,209	2,053	2,504	3,071
研发开支	(195)	(205)	(270)	(319)	(381)
销售及分销开支	(184)	(251)	(275)	(326)	(389)
行政开支	(773)	(672)	(883)	(1,022)	(1,190)
其他收益净额	(28)	127	104	68	100
经营利润	(8)	209	730	905	1,211
融资成本，净额	(147)	(217)	(190)	(208)	(223)
分占合营企业（亏损）收益	(27)	(18)	12	17	18
除所得税前利润	(182)	(26)	552	713	1,006
所得税开支	15	4	(158)	(202)	(306)
年度利润	(167)	(22)	394	512	700
股东应占溢利	(124)	(33)	197	256	350
每股溢利 (人民币)	(0.060)	(0.016)	0.060	0.078	0.106

重要财务比率

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
销售收入增长（%）	(5.8)	8.0	31.4	18.5	19.2
EPS 增长（%）	(275.5)	(73.1)	(468.7)	29.1	36.8
经营利润率（%）	(0.1)	1.4	3.6	3.8	4.2
净利率（%）	(1.2)	(0.1)	2.0	2.1	2.5
股东资金回报率（%）	(9.0)	(2.4)	11.0	11.4	13.9
库存周转次数	33.5	35.9	35	34	34
现金比率（倍）	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2
净负债比率（%）	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司、国泰君安国际。

岚图上市引领高端化

分析员：马守彰 Toliver Ma

东风汽车(00489 HK)

评级：收集

股价: HK$6.980

目标价:HK$7.95

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net Profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (△%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2019A	101,087	12,858	1.492	(0.9)	4.2	15.549	0.4	0.350	5.6	10.4
2020A	107,964	10,974	1.274	(14.7)	4.6	16.380	0.4	0.000	1.7	8.3
2021F	122,815	12,379	1.437	12.8	4.0	18.881	0.3	0.575	9.9	8.4
2022F	135,087	12,869	1.494	4.0	3.9	19.751	0.3	0.597	10.3	8.0
2023F	145,617	13,493	1.566	4.9	3.7	20.663	0.3	0.626	10.8	8.0

已发行股本 Shares in issue (m)	8,616.1	大股东 Major shareholder	东风汽车公司 66.9%
市值 Market cap. (HK$ m)	60,140.5	流通比例 Free float (%)	33.1
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)	12,738.6	2021 年净负债/股东资金 2021 Net gearing (%)	34.5
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK$)	10.100 / 4.630	2021 年每股估值 2021 NAV (HK$)	10.2
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)			(4.0) / (3.3) / 54.1
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)			(2.9) / (4.9) / 36.1

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

东风汽车 2021 年 5 月整体销售录得同比下降 16.6%。乘用车销量为 162,980 辆，同比下降 19.8%，而商用车销量为 57,701 辆，同比下降 5.9%。2021 年前 5 个月，整体汽车销量同比增长 36.8%至 1,191,914 辆。由于受到芯片短缺和基数恢复到正常水平的影响，公司在 5 月录得今年以来的首次同比下降。东风本田和东风日产这两个日本品牌拖累整体销量，其中东风本田同比下降 32.2%，东风日产（包括启辰）销量同比下降 21.1%。相比之下，自主品牌和东风神龙销量与上月基本持平，继续同比增长，但我们认为增长主要是由于基数比较低。我们预计销售将受到来自因第二季度芯片短缺的影响。日本品牌比其他品牌受到的打击更大。但下游需求依然强劲，好于批发量。因此，我们认为 2021 年第三季度的销售将在芯片供应稳定后而有所改善。另外，公司高端化战略继续推进，岚图在 6 月 19 日正式上市，增程版、纯电版均开放下订。我们对公司的投资评级为“收集”，目标价为 7.95 港元，相当于 5.9 倍 2021 年市盈率和 5.7 倍 2022 年市盈率。

正面因素分析

- 日系品牌强势。
- A 股 IPO 将有助推升估值。
- 产品结构改善提升均价和毛利率。

风险分析

- 新车销售不确定性。
- 自主高端新品牌“岚图”发展不确定性高。
- 中日关系转差。

负面因素分析

- 法系及自主品牌产品欠竞争力。
- 跨国企业加快车型国产，国内竞争加剧。

损益表

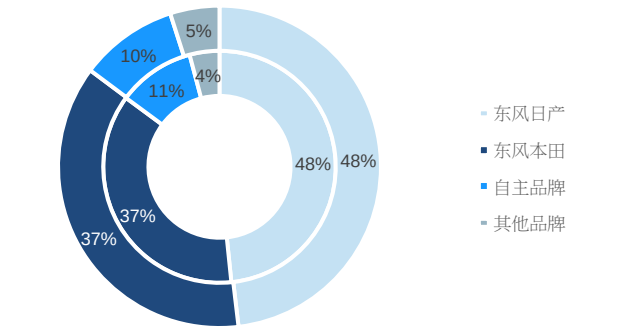
截至 12 月底(百万人民币)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
总收入	101,087	107,964	122,815	135,087	145,617
销售成本	(87,596)	(92,304)	(104,755)	(114,952)	(123,621)
毛利	13,491	15,660	18,060	20,134	21,995
销售及分销成本	(4,349)	(4,940)	(7,123)	(7,835)	(8,446)
管理费用	(6,239)	(5,687)	(7,281)	(8,204)	(9,041)
其他费用	(5,500)	(8,679)	(6,966)	(7,655)	(8,506)
应占联营公司盈利及亏损	3,913	2,960	4,910	4,945	4,919
其他收入	2,231	4,765	2,234	2,257	2,447
财务费用	(575)	(1,174)	(1,284)	(1,507)	(1,721)
税前溢利	14,605	12,400	13,907	14,499	15,180
所得税	(1,759)	(1,618)	(1,745)	(1,855)	(1,924)
净利润	12,846	10,782	12,162	12,643	13,257
少数股东权益	(12)	(192)	(217)	(225)	(236)
股东应占溢利	12,858	10,974	12,379	12,869	13,493
每股溢利(人民币)	1.492	1.274	1.437	1.494	1.566
每股股息(人民币)	0.350	0.000	0.575	0.597	0.626

重要财务比率

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
销售收入增长（%）	(3.3)	6.8	13.8	10.0	7.8
合资公司投资收益（%）	(5.3)	(18.4)	19.6	8.9	9.5
EPS 增长（%）	(0.9)	(14.7)	12.8	4.0	4.9
经营利润率（%）	15.0	12.6	12.4	11.8	11.6
净利率（%）	12.7	10.2	10.1	9.5	9.3
股东资金回报率（%）	10.4	8.3	8.4	8.0	8.0
库存周转次数	47.7	53.2	57.5	62.1	67.0
现金比率（倍）	0.3	0.3	0.1	0.3	0.1
净负债比率（%）	12.7	9.5	34.5	21.0	37.5

资料来源：公司、国泰君安国际。

按品牌销售占比



资料来源：公司、国泰君安国际。
注：外环：2021 年1-5 月；内环：2020 年

暂停交易，“无评级”

分析员：马守彰 Toliver Ma

华晨汽车(01114 HK)

评级：无评级

股价: HK$7.300

目标价：不适用

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net Profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (△%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2019A	3,862	6,763	1.340	16.1	4.9	6.724	1.0	0.097	1.5	20.8
2020F	2,522	4,745	0.941	(29.8)	6.5	5.172	1.2	0.097	1.6	15.8
2021F	2,002	10,083	1.999	112.5	3.0	6.392	1.0	0.097	1.6	34.6
2022F	1,605	10,765	2.134	6.8	2.8	7.701	0.8	0.097	1.6	30.3
2023F	1,295	6,697	1.327	(37.8)	4.6	8.359	0.7	0.097	1.6	16.5

已发行股本Shares in issue (m)	5,045.3	大股东 Major shareholder	华晨集团 42.5%
市值 Market cap. (HK$ m)	36,830.5	流通比例 Free float (%)	57.0
3 个月平均成交股数 3 month average vol. (‘000)	686.9	2021 年净负债/股东资金 2021 Net gearing (%)	净现金
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK$)	8.840 / 5.940	2021 年每股估值 2021 NAV (HK$)	9.6
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)			0.0 / 0.0 / 10.8
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)			1.1 / (1.6) / (7.2)

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

短期内有两个关键问题。1) 为其控股股东华晨汽车集团（“华晨”）提供的担保。这个问题更加复杂，因为其母公司是一家国有企业，而目前正在重组程序中；2) 审计期间发现的银行差异。我们认为该问题的解决将是公司复牌的关键。长期来看，随着豪华汽车渗透率不断提高，我们仍然认为公司将在消费升级下蓬勃发展。华晨宝马在 2021 年 1-5 月保持强劲。得益于 3 系列和 5 系列，5 月份的销售保持强劲，同比增长 13.7%。新款 iX3 EV 自推出以来表现强劲，目前在中国电动汽车销量中排名第 11 位（月销量超过 2,000 辆）。2021 年 1-5 月，销量同比增长 49.9%，好于北京奔驰和一汽奥迪。由于公司已经停牌，公司投资评级为“无评级”，直至获得有关上述问题和上市状态的进一步信息。

正面因素分析

- 国产化率提高，有利于降低生产成本。
- 中国消费升级，有利高端车。
- 与雷诺合作发展轻型卡车。

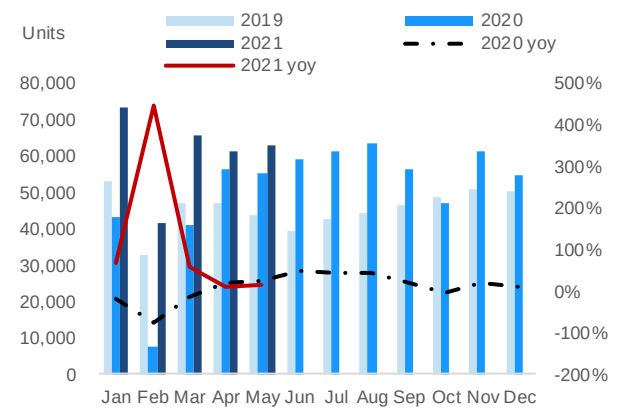
负面因素分析

- 华晨金杯持续处于亏损状态。
- 新车销售差于预期。
- 二线豪华品牌加快国产化进程，挤压宝马的市场份额。

风险分析

- 国内豪华车市场竞争加剧。
- 控股公司债务问题未能解决。

华晨宝马销量



资料来源：公司、中汽协、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万人民币)	2019A	2020F	2021F	2022F	2023F
总收入	3,862	2,522	2,002	1,605	1,295
销售成本	(3,788)	(2,423)	(1,923)	(1,542)	(1,244)
毛利	74	99	79	63	51
销售及分销成本	(377)	(246)	(195)	(157)	(126)
行政管理费用	(1,179)	(1,065)	(611)	(490)	(395)
其他费用和收入	159	(6,057)	70	58	44
应占联营公司盈利及亏损	7,609	9,753	10,998	11,701	7,069
经营利润	6,287	2,484	10,340	11,175	6,642
财务费用	6	(83)	(153)	(150)	(167)
税前溢利	6,292	2,401	10,187	11,025	6,476
所得税	(215)	1,766	(444)	(532)	0
净利润	6,077	4,167	9,742	10,493	6,476
少数股东权益	686	578	341	273	221
股东应占溢利	6,763	4,745	10,083	10,765	6,697
每股溢利(人民币)	1.340	0.941	1.999	2.134	1.327
每股股息(人民币)	0.097	0.097	0.097	0.097	0.097

重要财务比率

	2019A	2020F	2021F	2022F	2023F
华晨金杯销售量增长(%)	(6.5)	(32.0)	(22.2)	(21.4)	(20.9)
华晨宝马销售量增长(%)	17.0	11.2	8.6	2.2	12.9
EPS 增长率（%）	16.2	(29.8)	112.5	6.8	(37.8)
华晨金杯经营利润率(%)	(34.3)	(288.2)	(32.9)	(32.8)	(33.0)
华晨宝马经营利润率(%)	12.0	12.3	12.6	12.9	13.2
净利率（%）	175.1	188.2	503.7	670.9	517.2
股东资金回报率（%）	20.8	15.8	34.6	30.3	16.5
现金比率（倍）	0.5	0.2	0.3	0.5	0.7
存货周转期（天）	82.8	83.2	83.0	83.1	83.1
净负债比率（%）	4.0	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司、国泰君安国际。

顺应全球电动汽车趋势

分析员：马守彰 Toliver Ma

耐世特(01316 HK)

评级：买入

股价: HK$10.800

目标价:HK$13.89

End 12/31	Turnover (USD m)	Net Profit (USD m)	EPS (USD)	EPS (△%)	PER (x)	BPS (USD)	PBR (x)	DPS (USD)	Yield (%)	ROE (%)
2019A	3,576	232	0.093	(38.8)	14.9	0.723	1.9	0.033	2.3	13.3
2020A	3,032	117	0.047	(49.8)	29.9	0.751	1.9	0.009	0.7	6.3
2021F	3,412	224	0.089	91.7	15.6	0.817	1.7	0.022	1.6	11.4
2022F	3,913	317	0.127	41.8	11.0	0.912	1.5	0.032	2.3	14.6
2023F	4,258	375	0.150	18.2	9.3	1.025	1.4	0.037	2.7	15.5

已发行股本 Shares in issue (m)	2,508.6	大股东 Major shareholder	PCM China 67.2%
市值 Market cap. (HK$ m)	27,092.8	流通比例 Free float (%)	32.8
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)	9,469.4	2021 年净负债/股东资金 2021 Net gearing (%)	净现金
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK$)	14.700 / 4.720	2021 年每股估值 2021 NAV (HK$)	14.63
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)			13.9 / 14.1 / 114.2
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)			15.0 / 12.5 / 96.2

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

美国的电动汽车刺激政策将有利于耐世特。拜登政府公布了 2 万亿美元的基础设施计划，其中 1,740 亿美元将用于支持电动汽车和充电桩的发展。2021 年第一季度美国电动汽车销量同比增长 80.8%，销量已经超过 2020 年全年。按照这个速度，今年的销量可能会超过 100 万辆，赶上欧洲和中国。在美国政府的大力支持下，我们预计未来十年电动汽车销售将得到持续增长。今年将有更多电动皮卡上市，其中包括福特 F-150、通用悍马和雪佛兰索罗德电动皮卡，均采用耐世特的转向技术。由于耐世特在皮卡市场的强势地位，我们预计这将在很大程度上使耐世特受益。2021 年第一季度，耐世特的 79%的新业务与电动汽车相关，表明公司已做好准备迎接电动汽车的上升趋势。虽然芯片短缺给公司带来了挑战，但整体大趋势没有改变，当前的供应问题得到稳定之后，未来几年公司仍将展现强劲的增长势头。我们对公司的投资评级为“买入”，目标价为 13.89 港元，相当于 20.1 倍 2021 年市盈率和 14.2 倍 2022 年市盈率。

正面因素分析

- ADAS 应用进展比预期快。
- 消费升级，有利替换高端 EPS。

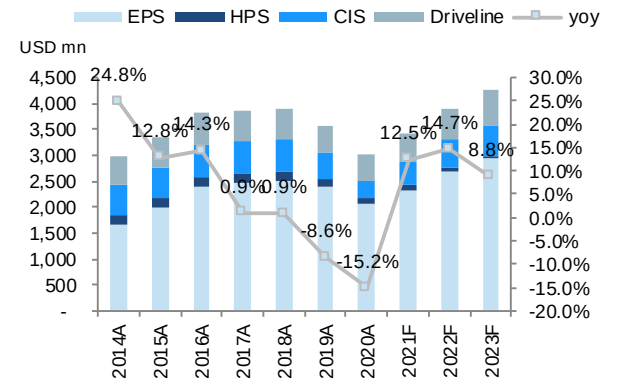
负面因素分析

- 汽车销售差于预期。
- 中美汽车市场销售放缓。
- 竞争加剧，毛利率受压。

风险分析

- 贸易战影响公司在国内营运。
- 钢铝成本受贸易战增多。
- 油价大幅反弹。

耐世特的销售及增长



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万美元)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
收入	3,576	3,032	3,412	3,913	4,258
销售成本	(3,037)	(2,621)	(2,885)	(3,245)	(3,506)
毛利	539	411	528	668	752
工程及产品研发成本	(129)	(154)	(119)	(137)	(149)
销售及分销开支	(18)	(17)	(18)	(21)	(23)
行政开支	(120)	(113)	(117)	(136)	(143)
其他收益净额	2	(10)	5	7	6
经营利润	273	119	278	380	443
融资成本，净额	(5)	(5)	(16)	(13)	(11)
分占合营企业（亏损）收	(4)	1	(1)	(0)	(1)
除所得税前利润	264	114	260	367	431
所得税开支	(29)	8	(34)	(46)	(52)
年度利润	235	122	226	321	379
股东应占溢利	232	117	224	317	375
每股溢利（美元）	0.093	0.047	0.089	0.127	0.150
每股股息（美元）	0.033	0.009	0.022	0.032	0.037

重要财务比率

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
销售收入增长（%）	(8.6)	(15.2)	12.5	14.7	8.8
EPS 增长（%）	(38.8)	(49.8)	91.7	41.8	18.2
经营利润率（%）	7.6	3.9	8.1	9.7	10.4
净利率（%）	6.6	4.0	6.6	8.2	8.9
股东资金回报率（%）	13.3	6.3	11.4	14.6	15.5
库存周转次数	44	52	48	50	49
现金比率（倍）	0.7	0.5	0.7	0.8	1.0
净负债比率（%）	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司、国泰君安国际。

产能扩张带动增长

分析员：马守彰 Toliver Ma

浦林成山(01809 HK)

评级：收集

股价: HK$8.700

目标价:HK$10.00

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net Profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (△%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2019A	5,589	480	0.755	(19.2)	10.3	5.376	1.4	0.179	2.3	14.9
2020A	6,283	605	0.952	26.0	7.6	5.950	1.2	0.169	2.3	16.8
2021F	7,876	790	1.242	30.4	5.8	6.966	1.0	0.220	3.0	19.2
2022F	9,564	985	1.549	24.7	4.7	8.240	0.9	0.274	3.8	20.4
2023F	11,567	1,255	1.973	27.4	3.7	9.864	0.7	0.349	4.8	21.8

已发行股本 Shares in issue (m)	636.4	大股东 Major shareholder	Chengshan Group 68.9%
市值 Market cap. (HK$ m)	5,536.9	流通比例 Free float (%)	31.1
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)	305.2	2021 年净负债/股东资金 2021 Net gearing (%)	6.3
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK$)	9.680 / 7.620	2021 年每股估值 2021 NAV (HK$)	11.9
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)			(1.0) / 9.5 / 14.0
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)			0.1 / 7.9 / (4.0)

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

我们继续看好其产能扩张计划以支持增长目标。2020 年公司受益于 2019 年的产能扩张，其中包括在荣成工厂生产的 165 万套全钢子午线轮胎和 190 万套半钢子午线轮胎。2020 年 400 万个半钢子午线轮胎和 80 万个全钢子午线轮胎已安装并于 2020 年第 4 季度全部投产。预计新产能将在 2021 年全部释放。展望未来，公司于泰国工厂（第二期）的扩张计划将启动，预计于 2021 年 4 季度和 2022 年 1 季度将分别增加 120 万套全钢子午线轮胎和 400 万套半钢子午线轮胎。同时，公司将提高产能，预计在荣成工厂分别增产 105 万套/ 280 万套全钢/半钢子午线轮胎。预计新产能将于 2021 年 4 季度投产。总体而言，2022 年轮胎产能预计将达到 2,975 万辆，比 2019 年增长 87.1%。今年原材料价格的上升将会市公司最大的风险，上半年橡胶及炭黑均有所上升。我们对公司的投资评级为“收集”，目标价为 10.00 港元，目标价相当于 6.7 倍 2021 年市盈率和 5.4 倍 2022 年市盈率。

正面因素分析

- 物流市场持续增长，提升轮胎需求。
- 销售占比平衡，海外销售增长。

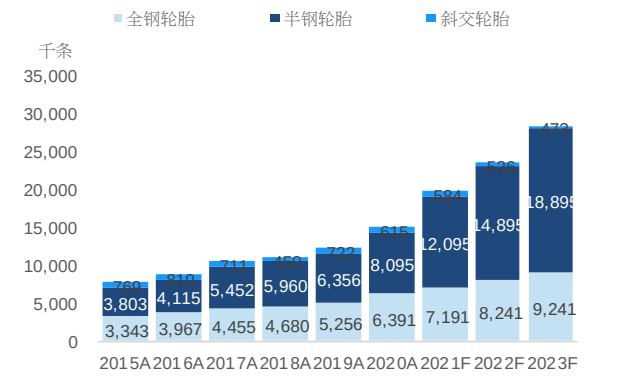
负面因素分析

- 原材料成本控制被动。
- 海外订单不确定。

风险分析

- 中美贸易战升级。
- 油价大幅反弹导致橡胶价格上升。
- 国际市场对公司实施双反

轮胎销售（按产品）



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万人民币)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
总收入	5,589	6,283	7,876	9,564	11,567
销售成本	(4,514)	(4,882)	(6,159)	(7,460)	(8,964)
毛利	1,075	1,401	1,717	2,104	2,602
其他收入	39	42	45	51	64
销售及分销成本	(356)	(391)	(494)	(590)	(702)
行政管理费用	(128)	(176)	(179)	(217)	(263)
其他经营费用	(91)	(188)	(175)	(197)	(232)
经营利润	539	689	915	1,151	1,469
财务费用	10	9	(6)	(18)	(25)
税前溢利	550	698	908	1,133	1,444
所得税	(70)	(93)	(119)	(148)	(189)
净利润	480	605	790	985	1,255
母公司控股人应占溢利	480	605	790	985	1,255
每股溢利（人民币）	0.755	0.952	1.242	1.549	1.973

重要财务比率

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
销售收入增长（%）	7.4	12.4	25.3	21.4	20.9
毛利率（%）	19.2	22.3	21.8	22.0	22.5
经营利润率（%）	9.7	11.0	11.6	12.0	12.7
净利率（%）	8.6	9.6	10.0	10.3	10.8
股东资金回报率（%）	14.9	16.8	19.2	20.4	21.8
流动比率（倍）	1.4	1.1	1.0	1.1	1.1
存货周转期（天）	58	65	65	65	65
净负债比率（%）	净现金	2.7	6.3	10.7	9.1

资料来源：公司、国泰君安国际。

自主品牌与韩系的担忧

分析员：马守彰 Toliver Ma

北京汽车(01958 HK)

评级：中性

股价: HK$2.890

目标价:HK$2.71

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net Profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (△%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2019A	175,410	4,996	0.609	11.1	4.2	6.350	0.4	0.170	6.6	10.2
2020A	176,973	2,031	0.239	(60.8)	10.1	6.487	0.4	0.080	3.3	4.0
2021F	196,049	3,015	0.376	57.3	6.4	6.744	0.4	0.126	5.2	5.8
2022F	210,959	4,329	0.540	43.6	4.5	7.113	0.3	0.181	7.5	7.9
2023F	216,033	5,213	0.650	20.4	3.7	7.557	0.3	0.218	9.0	9.0

已发行股本 Shares in issue (m)	8,015.3	大股东 Major shareholder	北汽集团 42.6%
市值 Market cap. (HK$ m)	23,164.3	流通比例 Free float (%)	57.4
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)	16,103.1	2021 年净负债/股东资金 2021 Net gearing (%)	净现金
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK$)	4.170 / 2.380	2021 年每股估值 2021 NAV (HK$)	2.9
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)			6.6 / 19.9 / (10.9)
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)			7.8 / 18.3 / (28.9)

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

自主品牌疲弱。与 2020 年相比无太大变化。销售表现仍然十分疲弱，新车型 X7 的销售失去动力，在 2021 年 1-5 月仅实现了 7,088 辆的销量。同时，因缺少新车型，新能源汽车的销售持续疲软。2021 年第 1-5 月新能源汽车销量同比下降 86.8%。这与强劲的行业销售形成鲜明对比，行业新能源汽车销量在 2021 年 1-5 月同比上升 2.2 倍，超出行业及我们的预期。北京现代的销售波动仍为主要担忧，近年来销量波动较大。在 2021 年 1-5 月，销量仅同比增长 2.2%至 16.2 万辆，大幅低于市场 36.6%的同比增长。公司只有北京奔驰维持良好销售。2021 年 1-5 月销售同比增 28.0%，但受芯片影响，4-5 月是有所放缓。我们对北汽的投资评级为“中性”，目标价为 2.71 港元。我们的目标价相当于 6.5 倍 2021 年市盈率及 4.5 倍 2022 年市盈率。

正面因素分析

- 国产化率提高，有利于降低生产成本。
- 中国消费升级，有利高端车。

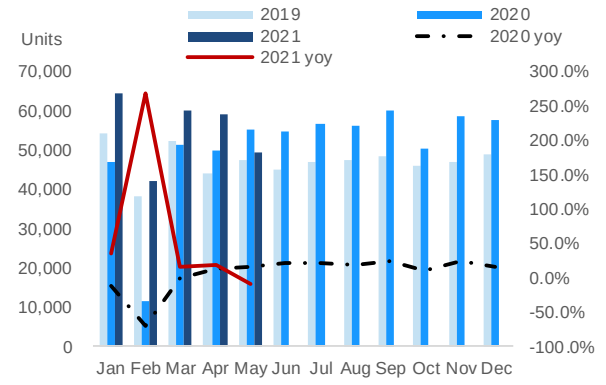
负面因素分析

- 北京品牌持续处于亏损状态。
- 中韩关系再次转差。
- 关税调低冲击北京奔驰销售。
- 新车销售差于预期。
- 二线豪华品牌加快国产化进程，挤压奔驰的市场份额。

风险分析

- 国内豪华车市场竞争加剧。
- 油价大幅反弹。
- 出售北京奔驰股权。

北京奔驰销售



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万人民币)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
总收入	175,410	176,973	196,049	210,959	216,033
销售成本	(137,776)	(134,833)	(147,914)	(158,149)	(161,252)
毛利	37,634	42,140	48,135	52,810	54,781
销售及分销成本	(10,414)	(11,309)	(14,489)	(15,380)	(15,534)
行政管理费用	(7,450)	(8,385)	(10,269)	(12,105)	(13,476)
经营利润	19,769	22,446	23,377	25,326	25,772
应占联营公司盈利及亏损	(314)	(2,015)	(2,353)	(639)	(427)
其他收入	2,862	(101)	(196)	(2,110)	(1,188)
财务费用	(162)	100	185	448	647
税前溢利	22,155	20,430	21,014	23,026	24,804
所得税	(6,998)	(7,475)	(7,675)	(8,447)	(8,957)
净利润	15,157	12,955	13,339	14,578	15,847
少数股东权益	10,161	10,924	10,324	10,249	10,634
股东应占溢利	4,996	2,031	3,015	4,329	5,213
每股溢利（人民币）	0.609	0.239	0.376	0.540	0.650
每股股息（人民币）	0.170	0.080	0.126	0.181	0.218

重要财务比率

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
销售量增长（%）	1.1	(21.1)	6.3	5.2	1.5
销售收入增长（%）	15.4	0.9	10.8	7.6	2.4
EPS 增长（%）	11.2	(60.8)	57.3	43.6	20.4
经营利润率（%）	12.7	11.5	10.6	10.7	11.2
净利率（%）	8.6	7.3	6.8	6.9	7.3
股东资金回报率（%）	10.2	4.0	5.8	7.9	9.0
库存周转次数	51.9	54.9	53.4	54.1	53.7
现金比率（倍）	0.5	0.5	0.5	0.5	0.6
净负债比率（%）	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司、国泰君安国际。

销售趋势较好

分析员：马守彰 Toliver Ma

广州汽车集团(02238 HK)

评级：收集

股价: HK$6.970

目标价:HK$7.33

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net Profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (△%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2019A	59,704	6,616	0.646	(39.5)	9.6	7.834	0.8	0.200	3.2	8.4
2020A	63,157	5,964	0.583	(9.9)	10.0	8.241	0.7	0.182	3.1	7.2
2021F	76,943	6,750	0.659	13.2	8.8	8.703	0.7	0.198	3.4	7.8
2022F	84,579	7,557	0.738	12.0	7.9	9.219	0.6	0.221	3.8	8.2
2023F	92,826	8,528	0.833	12.8	7.0	9.802	0.6	0.250	4.3	8.8

已发行股本Shares in issue (m)	10,352.0	大股东 Major shareholder	广汽集团 60.7%
市值 Market cap. (HK$ m)	72,153.3	流通比例 Free float (%)	39.3
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)	31,098.3	2021 年净负债/股东资金 2021 Net gearing (%)	净现金
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK$)	10.080 / 5.510	2021 年每股估值 2021 NAV (HK$)	8.0
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)			5.4 / 9.6 / 28.7
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)			6.6 / 8.0 / 10.7

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

广州汽车销售趋势不错。行业受到芯片短期而大部分厂商的销售都有不同程度的放缓，但广州汽车的放缓幅度较为温和，主要为品牌多元化。2021 年 5 月整体汽车销量为 176,800 辆，同比增长 6.8%。乘用车销量为 176,076 辆，同比增长 6.5%，明显好于行业批发量是录得 1.7%的同比倒退。主要品牌销售大致符合预期，其中广汽本田/ 广汽丰田/ 传祺 2021 年 1-5 月同比增长 35.1%/ 35.6%/ 32.2%。我们认为电动品牌 Aion 品牌更有前途，在市场上享有良好的声誉。2020 年，Aion 的销量排名第四。然而竞争日益激烈，可以预见上升势头放缓。2021 年 1-5 月，Aion 的销量同比增长 114.2%，但低于行业新能源汽车同比增长的 2.2 倍。我们认为在新的 Aion Y 上市后，销量将再次爬升。在 2021 年前 5 个月，整体汽车销量同比增长 34.9%至 860,456 辆。广汽投资评级为“收集”评级，目标价 7.33 港元。我们的目标价相当于 10.0 倍 2021 年市盈率及 9.0 倍 2022 年市盈率。

正面因素分析

- 日系品牌处于高增长，车型投入较多。
- 成熟型的自主品牌。
- SUV 市场销售行情较热。
- 油价大幅下滑。

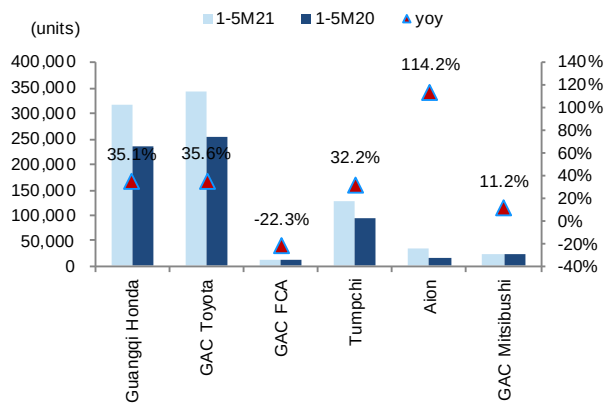
风险分析

- 新兴国家汽车销售不景气。
- 油价大幅反弹。

负面因素分析

- SUV 市场未来竞争加剧。
- 新车销售差于预期。
- 合资品牌加快他们 SUV 的国产化进程，挤压自主品牌。

公司主要汽车品牌销售及增长



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万人民币)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
总收入	59,704	63,157	76,943	84,579	92,826
销售成本	(57,181)	(60,861)	(73,953)	(80,869)	(88,292)
毛利	2,523	2,296	2,990	3,709	4,535
销售及分销成本	(4,553)	(3,641)	(4,436)	(4,877)	(5,352)
行政管理费用	(3,643)	(3,905)	(4,681)	(5,061)	(5,462)
经营利润	(2,763)	(3,567)	(4,584)	(5,170)	(5,279)
应占联营公司盈利及亏损	9,399	9,571	10,969	12,324	13,371
其他收入	2,620	1,380	1,195	816	813
财务费用	(345)	(312)	(526)	(542)	(566)
税前溢利	6,292	5,692	5,859	6,613	7,526
所得税	417	356	963	1,042	1,109
净利润	6,709	6,048	6,822	7,655	8,635
少数股东权益	(93)	(84)	(72)	(97)	(107)
股东应占溢利	6,616	5,964	6,750	7,557	8,528
每股溢利 (人民币)	0.646	0.583	0.659	0.738	0.833
每股股息 (人民币)	0.200	0.182	0.198	0.221	0.250

重要财务比率

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
销售量增长（%）	(17.5)	5.8	21.8	9.9	9.8
毛利率（%）	4.2	3.6	3.9	4.4	4.9
EPS 增长（%）	(39.4)	(9.9)	13.2	12.0	12.8
经营利润率（%）	(4.6)	(5.6)	(6.0)	(6.1)	(5.7)
净利率（%）	11.1	9.4	8.8	8.9	9.2
股东资金回报率（%）	8.4	7.2	7.8	8.2	8.8
库存周转次数	44	41	41	41	41
现金比率（倍）	0.6	0.4	0.3	0.3	0.3
净负债比率（%）	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司、国泰君安国际。

销售继续录得强劲增长

分析员：马守彰 Toliver Ma

长城汽车(02333 HK)

评级：买入

股价: HK$25.100

目标价:HK$28.91

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net Profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (△%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2019A	96,211	4,497	0.493	(13.7)	45.5	5.960	3.8	0.250	1.1	8.4
2020A	103,308	5,362	0.584	18.6	35.8	6.249	3.3	0.280	1.3	9.6
2021F	136,892	6,843	0.746	27.6	28.0	6.621	3.2	0.368	1.8	11.6
2022F	162,344	8,778	0.957	28.3	21.9	7.113	2.9	0.465	2.2	13.9
2023F	186,801	10,668	1.163	21.5	18.0	7.706	2.7	0.570	2.7	15.7

已发行股本 Shares in issue (m)	9,199.2	大股东 Major shareholder	魏建军 34.9%
市值 Market cap. (HK$ m)	230,898.9	流通比例 Free float (%)	65.1
3 个月平均成交股数 3 month average vol. (‘000)	40,370.1	2021 年净负债/股东资金 2021 Net gearing (%)	净现金
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK$)	31.800 / 4.800	2021 年每股估值 2021 NAV (HK$)	30.4
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)			15.7 / 16.5 / 426.3
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)			16.8 / 14.9 / 408.3

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

长城汽车 5 月份汽车销量为 86,965 辆，同比增长 6.2%。2021 年 1-5 月，销量同比增长 65.3%至 517,547 辆，占管理层全年目标的 34.7%。承接上一年的强势，长城汽车在 2021 年继续录得强劲增长。尽管同样受到芯片短缺问题影响销售，但公司继续是跑赢行业。公司多个品牌在重新订立品牌及产品策略后大幅改善，其中哈弗/ 长城皮卡/ 欧拉品牌在 2021 年 1-5 月分别录得同比增长 54.1%/ 44.6%/ 514.0%。另一方面，4 月新的独立品牌坦克是最近的亮点，5 月销量为 6,090 辆，环比增长 10.7%。高端品牌 WEY 尽管今年的累计销售是同比下跌 12.9%，但随着第一款摩卡上市，我们认为未来销售将显著改善。公司在 5 月上调股权激励计划可行权条件。按规定，2021 年至 2023 年的销量分别不得少于 149 万/ 190 万/ 280 万辆；而净利润分别不低于人民币 68 亿元/ 82 亿元/ 115 亿元。我们认为新修订的目标更符合公司的增长前景。2021 年至 2023 年修订后的销量目标分别对应 34.0%/ 27.5%/ 47.4%的同比增长。我们的投资评级为“买入”及目标价 28.91 港元。我们的目标价相当于 32.3 倍 2021 年市盈率和 21.0 倍 2022 年市盈率。

正面因素分析

- SUV 市场仍然增长。
- 新品牌销售良好。
- 新车推出加快。

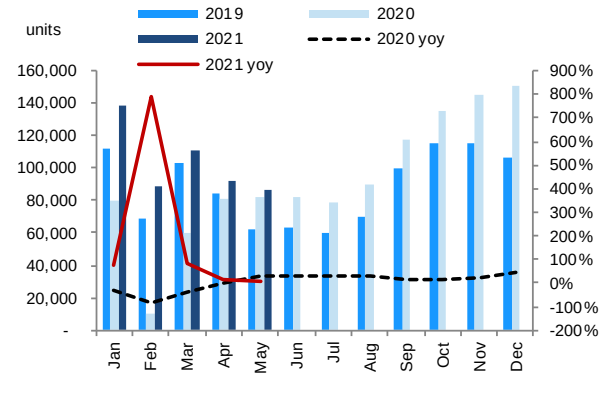
风险分析

- 新兴国家汽车销售不景气。
- 油价大幅反弹。
- 智能和电动化战略大幅落后。

负面因素分析

- SUV 市场未来竞争加剧，新车销售差于预期。
- 毛利率继续下跌。
- 新能源车发展较慢。

公司月度汽车销量及增长



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至12月底(百万人民币)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
总收入	96,211	103,308	136,892	162,344	186,801
销售成本	(79,684)	(85,531)	(112,276)	(131,400)	(149,415)
毛利	16,526	17,777	24,616	30,944	37,386
营业税金和附加	(3,169)	(3,192)	(4,230)	(5,016)	(5,772)
销售及分销成本	(3,897)	(4,103)	(5,325)	(6,492)	(7,386)
行政管理费用	(4,672)	(5,620)	(7,894)	(9,797)	(11,699)
其他费用和收入	(42)	1,287	1,283	1,602	1,726
财务费用/收入	30	(397)	(614)	(667)	(873)
经营利润	4,777	5,752	7,836	10,574	13,382
营业外收入和支出	324	476	289	132	(156)
税前溢利	5,101	6,227	8,126	10,706	13,226
净利润	4,531	5,362	6,843	8,778	10,668
少数股东权益	(34)	0	0	0	0
股东应占溢利	4,497	5,362	6,843	8,778	10,668
每股溢利 (人民币)	0.493	0.584	0.746	0.957	1.163
每股股息 (人民币)	0.250	0.280	0.368	0.465	0.570

重要财务比率

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
销售量增长（%）	0.7	4.8	28.7	14.0	10.8
销售收入增长（%）	(3.0)	7.4	32.5	18.6	15.1
毛利率（%）	17.2	17.2	18.0	19.1	20.0
经营利润率（%）	5.0	5.6	5.7	6.5	7.2
净利率（%）	4.7	5.2	5.0	5.4	5.7
股东资金回报率（%）	8.4	9.6	11.6	13.9	15.7
现金比率（倍）	0.2	0.2	0.1	0.2	0.2
存货周转期（天）	24.5	29.3	26.9	28.1	27.5
净负债比率（%）	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司、国泰君安国际。

5 月逆势增长

分析员：马守彰 Toliver Ma

中国重汽(03808 HK)

评级：收集

股价: HK$16.640

目标价: HK$25.99

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net Profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (△%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2019A	62,613	3,474	1.258	(20.1)	11.8	9.547	1.6	0.390	2.6	13.4
2020A	98,198	6,851	2.481	97.2	5.6	11.632	1.2	1.040	7.5	23.4
2021F	98,073	7,194	2.606	5.0	5.3	13.197	1.1	0.867	6.3	21.0
2022F	104,644	8,080	2.926	12.3	4.7	15.257	0.9	0.949	6.8	20.6
2023F	110,758	8,692	3.148	7.6	4.4	17.456	0.8	1.062	7.7	19.2

已发行股本 Shares in issue (m)	2,761.0	大股东 Major shareholder	中国重汽集团 51.0%
市值 Market cap. (HK$ m)	45,942.9	流通比例 Free float (%)	49.0
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)	3,093.1	2021 年净负债/股东资金 2021 Net gearing (%)	0.8
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK$)	28.400 / 15.640	2021 年每股估值 2021 NAV (HK$)	28.8
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)			(8.6) / (28.6) / (15.5)
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)			(7.5) / (30.2) / (33.5)

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

2021 年 5 月份，重卡市场共计销售 16.2 万辆，同比跌 9.5%。1-5 月累计销量达到 88.7 万辆，同比上涨 37.6%。5 月份重卡市场销售量与上月比略有下降，而增长大幅放缓， 主要为上年疫情后重卡复苏最快基数在这个月正常化。放缓主要为物流运输车需求快速下降及重卡库存走高。重型柴油车国六排放法规即将从今年 7 月 1 日起全面强制实施，大部分车企都集中上半年销售。最近一段时间陆续有好几个省市，如上海、天津、山东、河南、南京等地发布了国五新车延期上牌的政策（上海甚至延了 6 个月），拼抢国五的意愿不再那么强烈。中国重汽 5 月份重卡销量达到 3.3 万辆，同比上升 30.8%，是 5 月唯一增长的前 10 车厂；1-5 月，中国重汽累计销售重卡同比增长 74.0%至 16.3 万，市场占有率上升到 18.4%。我们认为中国重汽在 2020 年已经充分显示其产品实力。上一年多方面的改善，包括天然气重卡、AMT 重卡等的销量都有显著提升。由于产品策略的快速变化，公司在许多细分市场中处于领先地位。2020 年市场份额的改善是显而易见的，这种趋势应在 2021 年继续保持。我们对公司的投资评级为“收集”，目标价为 25.99 港元，相当于 8.4 倍 2021 年市盈率和 7.5 倍 2022 年市盈率，1.7 倍 2021 年市净率和 1.4 倍 2022 年市净率。

正面因素分析

- 重卡需求不断释放，销量将大幅提高。
- 重卡主要为工程卡车，受惠于固定资产投资增长。
- 轻卡将迎来替换需求。
- 进出口贸易在逐步复苏。

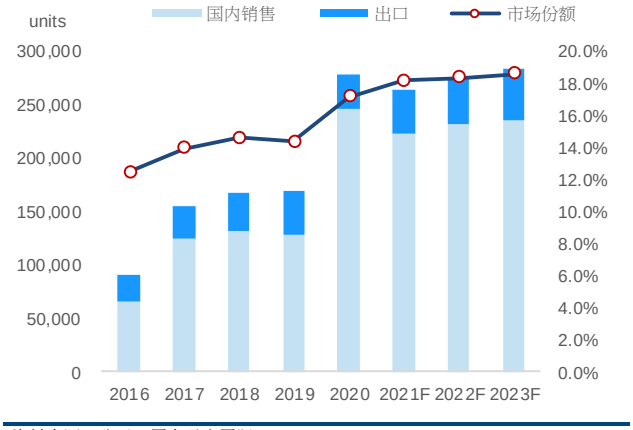
负面因素分析

- 中轻卡在产品结构中的比重增加，将减慢公司的平均毛利率增长。
- 新兴国家的经济增长放缓将影响到重卡出口。
- 房地产投资减慢。

风险分析

- 国家经济增长差于预期。
- 基建投资增长大幅回落。

中国重汽销售及市场份额



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至12月底(百万人民币)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
总收入	62,613	98,198	98,073	104,644	110,758
销售成本	(50,394)	(78,613)	(77,665)	(82,386)	(86,700)
毛利	12,219	19,585	20,408	22,258	24,058
其他收入	684	962	831	911	888
销售成本	(3,488)	(4,983)	(5,119)	(5,588)	(6,071)
管理费用	(3,582)	(5,671)	(5,662)	(6,021)	(6,355)
息税前溢利	4,993	9,471	9,981	11,258	12,130
财务收入	47	58	217	163	141
财务费用	(141)	(32)	(59)	(29)	(22)
税前溢利	4,961	9,551	10,205	11,470	12,343
所得税	(1,045)	(2,127)	(2,409)	(2,714)	(2,923)
净利润	3,916	7,424	7,796	8,756	9,419
股东应占溢利	3,474	6,851	7,194	8,080	8,692
每股溢利 (人民币)	1.258	2.481	2.606	2.926	3.148
每股股息 (人民币)	0.390	1.040	0.867	0.949	1.062

重要财务比率

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
销售量增长（%）	(7.8)	64.2	4.0	7.2	6.5
销售收入增长（%）	(0.2)	56.8	(0.1)	6.7	5.8
毛利率（%）	19.5	19.9	20.8	21.3	21.7
经营利润率（%）	8.0	9.6	10.2	10.8	11.0
净利率（%）	5.5	7.0	7.3	7.7	7.8
股东资金回报率（%）	13.4	23.4	21.0	20.6	19.2
现金比率（倍）	0.5	0.4	0.4	0.3	0.3
存货周转期（天）	57.2	62.3	59.8	61.1	60.4
净负债比率（%）	1.5	1.5	0.8	0.4	0.6

资料来源：公司、国泰君安国际。

航空行业

跑赢大市

分析员：马守彰 Toliver Ma

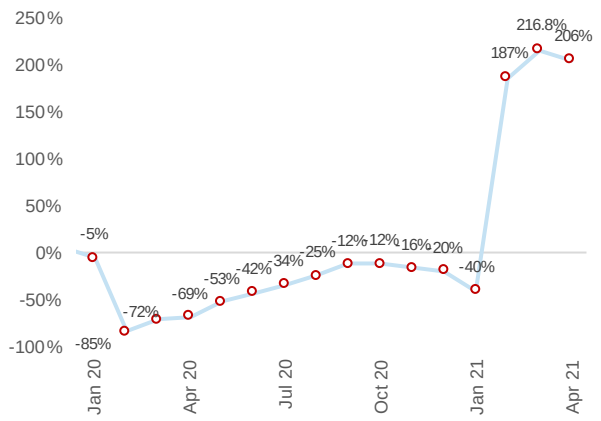
航空客运市场分析

国内客流量在经历了春节期间的短暂停顿后，目前已恢复正常。2021 年初，由于中国部分地区新冠肺炎病例激增，国内航空客运量复苏遭遇阻碍。由于出台了旅行限制措施以避免确诊案例激增，农历新年期间相对平静。然而，随着危机再次得到有效控制，旅游业正在复苏，且趋势相当强劲可持续。3 月和 4 月，航空客运量同比增长超 200%。在国内航线的推动下，这一趋势是有希望的。2021 年 4 月，客流量大幅回升，是疫情爆发以来第二高的客流量，已经与 2019 年的月平均客流量相当。因此，随着即将到来的暑假预计将产生更强劲的客流量，航空客运量将达到新高度。

五一长假期显示出强劲的迹象。五一假期五天（5 月 1 日至 5 日），国内民航客运量 866 万人次，日均客运量较 2019 年同期增长 0.1%，较 2020 年同期增长 173.9%。在公路和铁路交通以及酒店预订方面，客流量也相当强劲。根据文化和旅游部的数据，五一假期的客流量（通过各种交通方式）较去年大幅增长，同比增 103.2%（按可比基准计算），达到 2.67 亿人次，也超过了 2019 年的水平。同样，旅游收入同比大幅增长 77.0%（按可比基准计算），但该水平略低于 2019 年同期。我们认为主要为今年五一假期期间将提供更多的折扣和激励措施，以刺激消费者消费和旅客出行。这符合民航业的发展趋势。

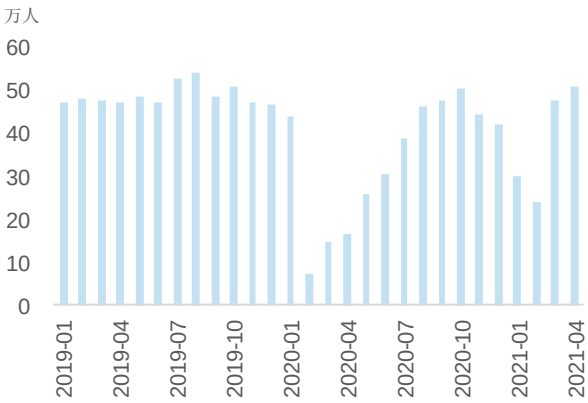
我们认为未来国内航线降继续有所改善。主要因为 1）航空旅行需求没有大改变。尽管受疫情影响，但国内航线复苏力度强劲，五一长假期也充分显示出较强的出行欲望。现在影响国际出行的主要为隔离措施，直接影响出行意愿。2）受益于疫情后出行需求增长以及有限的海外旅行的推动。我们预计整体旅游、休闲业将得到更多支持，这将与政府推动经济内循环的发展基调保持一致。因此，国有航空公司将从未来的政策中受益。

航空客运量增长



资料来源：民航局、国泰君安国际。

国内航空客运量

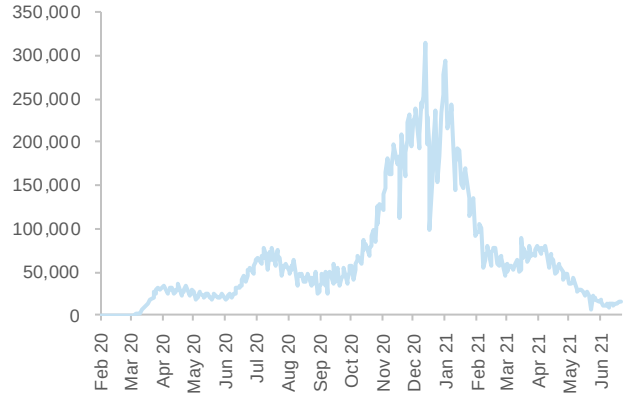


资料来源：民航局、国泰君安国际。

国际航线发展

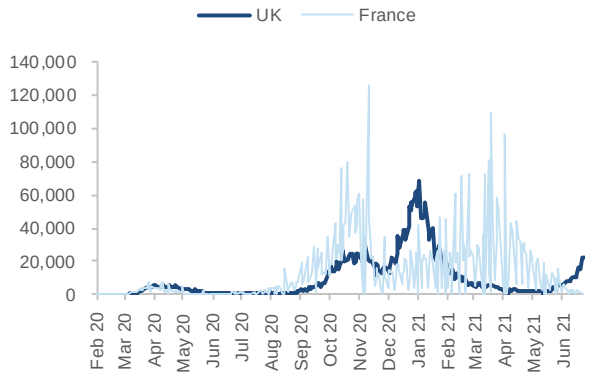
全球新冠确诊病例下降。根据 John Hopkins University 统计，全球病例从今年 4 月底高位每天的 90 万宗下降到 6 月底的约 30 万宗。印度的情况的改善使全球新冠肺炎的日感染率正在下降。另外，自从疫苗接种计划在世界各地主要地区推广以来，情况发生了显著变化，确诊与死亡病例都显著改善。尽管美国的感染病例仍居全球首位，但由于疫苗接种率较高，情况已明显改善。目前单日新增病例的 7 天移动平均数自 2021 年 1 月的峰值以来下降了超过 90.0%。另一个从疫苗接种中受益的地区是欧洲。英国、法国和德国等主要地区的病例都在下降并趋于稳定。转向亚洲，感染病例的分歧十分明显。如果疫苗接种率不高，控制疫情主要依靠社交隔离。日本、马来西亚和泰国的确诊病例数量持续上升。

美国单日新冠肺炎病例数



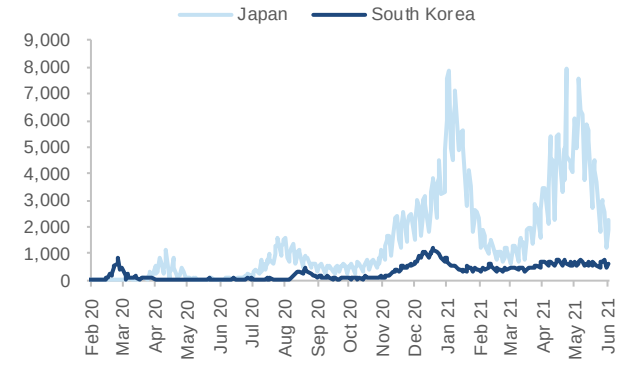
资料来源： Bloomberg、*国泰君安国际。*

英国和法国单日新冠肺炎病例数



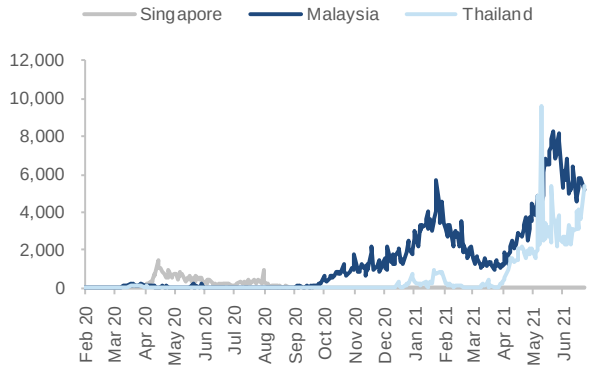
资料来源： Bloomberg、*国泰君安国际。*

日本和韩国单日新冠肺炎病例数



资料来源： Bloomberg、*国泰君安国际。*

新加坡、马来西亚和泰国单日新冠肺炎病例数



资料来源： Bloomberg、*国泰君安国际。*

新冠疫苗已经有效地缓解了增长曲线，但分布并不均匀。我们认为在美国和英国，疫苗接种的推广对控制病毒非常有帮助。美国和英国的疫苗覆盖率都是最高的，并且情况得到明显改善，根据彭博疫苗追踪，英美的疫苗接种率都达到了 45%左右。我们注意到发达国家的疫苗覆盖率较高，美国、英国、德国、意大利、西班牙、法国和加拿大的疫苗覆盖率都在 25%以上。然而，疫苗接种分布显示出不平等，许多国家的疫苗供应无法满足需求。一般来说，高疫苗覆盖率集中在经济较发达的国家，因为这可以更快地重振经济。根据彭博疫苗追踪数据，收入最高的国家和地区接种疫苗的速度比收入最低的国家和地区快 30 多倍。我们预期这些高收入国家能够更快地开放边境，并恢复国际旅行。

疫苗将有助于在短期内恢复国际旅行。随着疫苗接种计划在美国和欧洲等地区顺利展开，某些国家正在放宽入境规则，并对完全接种疫苗的旅客给予优待，可能不需要检疫。在美国，完全接种疫苗的旅客不需要进行自我隔离。许多欧洲国家也是如此，目前可以在欧盟地区和申根地区内自由旅行，对于完全接种疫苗的旅客来说也是如此。非必要旅行现已向更多欧盟以外的新冠感染病例较少的国家开放，如以色列、澳大利亚、新西兰等；中国也在推荐名单中，但需要经过对等确认。2021 年 5 月初，欧盟建议成员国放宽对已完全接种疫苗的旅客的边境限制。预计科兴和国药都将被视为获批疫苗。相比之下，许多亚洲国家仍然有严格的检疫规定，即使是对完全接种疫苗

的旅客。我们认为，这是由于亚洲的疫苗覆盖率普遍较低。我们认为，国际边界的逐步开放受到许多国家的欢迎，预计被压抑的旅行需求将激增。根据 Sykscanner 的数据，人们对环球旅行的乐观情绪高涨，尤其是前往已取消限制措施的地区。由于美国和欧洲地区更热衷于接待游客，我们预计中国的长途航班将比日本、马来西亚和泰国等其他短途航班更快复苏。

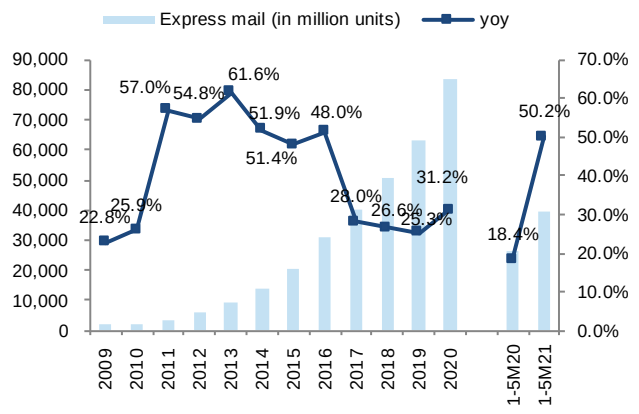
航空货运市场分析

进出口贸易稳健，快递物流发展持续高增长。2020 全年进出口、出口总值双双创历史新高，国际市场份额也创历史最好纪录，成为全球唯一实现货物贸易正增长的主要经济体，货物贸易第一大国地位进一步巩固。2021 年 1-5 月，中国货物贸易顺差为 2,034 亿美元，较 2020 年及 2019 年 1-5 月分别上升 70.2%及 60.3%，显著提升全球贸易地位。2021 年 5 月，中国货物贸易顺差达到 454 亿美元，显著高于 2021 年一季度月度均值。在全球疫情得到一定的控制、世界经济缓慢复苏、中国经济稳定增长的背景下，预计中国贸易将继续受益，全年顺差有望超 2020 年。

国内巨大的消费市场也是持续推动中国航空货运发展的一大因素。随着收入水平的提高，中国居民期待拥有更多、更好的商品和服务选择。蓬勃发展的电商市场正好顺应了增长中的消费需求。据商务部公布数据，2021 年前 5 个月全国网络零售额人民币 48,239 亿元，同比增长 24.7%，两年平均增长 14.2%。其中，实物商品网上零售额人民币 39,377 亿元，同比增长 19.9%，占社会消费品零售总额的比重为 22.6%；电商市场起支撑作用的快递行业发展更快。2021 年 1-5 月，全国快递服务企业业务量为 396.6 亿件，同比增长 50.2%。为对时效要求相对较高的运输方式，航空货运在满足国内生产和消费需求方面优势明显。

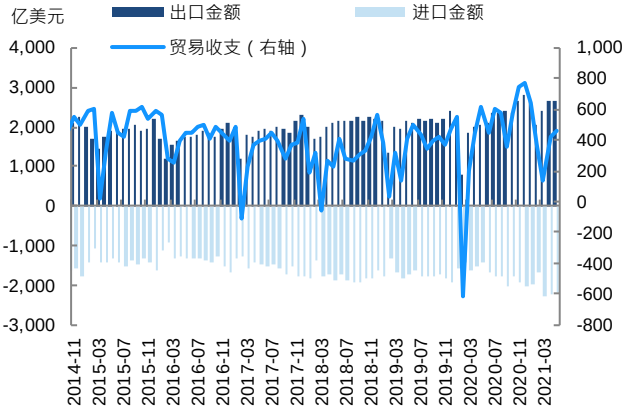
2020 年在与新冠肺炎疫情的斗争中持续进行改革。2020 年 3 月开始，民航局先后出台《关于疫情防控期间国际航空货运建立审批“绿色通道”的通知》、《关于精准做好国际航空货运机组人员疫情防控工作的通知》、《对民航运输企业在疫情防控期间稳定和提升国际货运能力实施资金支持政策》等文件，不但实现了对货运航班的有效管控，更确保了空运渠道货物的流通顺畅，助力了全球多国疫情防控和复工复产。在客机大面积停航的情况下，货邮运输量仍达到了 676.6 万吨，相当于 2019 年的 89.8%。2021 年随着国内对新冠疫情的良好管控，新冠疫苗的不断推广，经济内循环的加速推动，国内客运航班同比 2020 年会呈稳步上升趋势，对应的腹舱运输货量也会上涨。国内全货机供不应求的状态预计在 2021 年仍将持续。2021 年 1-5 月民航货邮运输量达到 243.5 万吨，同比增长 30.2%，相比 2019 年同期也有 6.9%增长。

中国快递量及其增长



资料来源：中国统计局、国泰君安国际。

进出口额增长

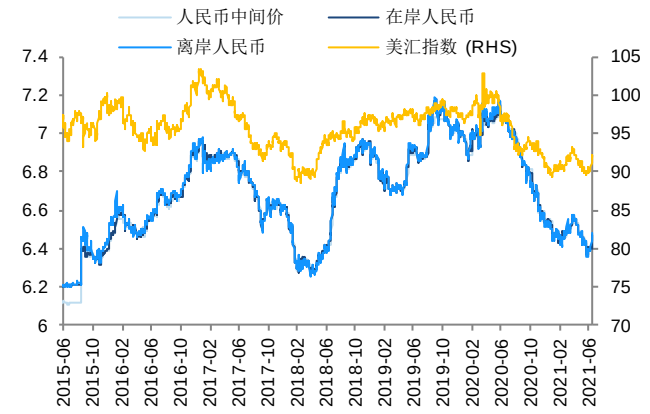


资料来源：海关总署、国泰君安国际。

人民币汇率分析

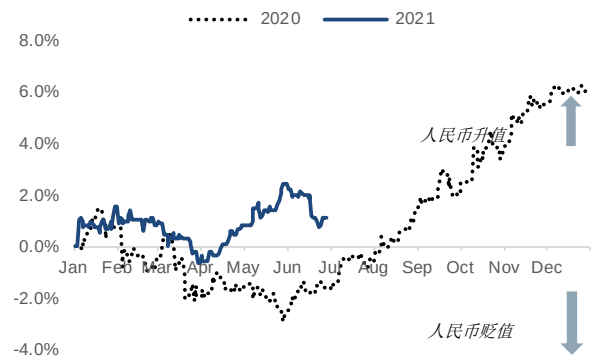
人民币持续双向波动。央行取态不变。人民币汇率将有升有贬，双向浮动，在合理均衡水平上保持了基本稳定。未来人民币汇率的走势将继续取决于市场供求和国际金融市场变化，双向波动成为常态。央行重申汇率不能作为工具，既不能用贬值来刺激出口，也不能用升值来抵消大宗商品价格上涨影响。中国基本面较强。新冠疫情影响提升了中国企业在全球产业链上的重要性。新冠疫情期间，中国在全球经济中的基石作用，2020 年中国全球出口比重提升至接近 15%，遥遥领先于排名第二的美国。2021 年 1-5 月，中国货物贸易顺差为 2,034 亿美元，较 2020 年及 2019 年 1-5 月分别上升 70.2%及 60.3%，显著提升全球贸易地位。世界经济缓慢复苏、中国经济稳定增长的背景下，预计中国贸易将继续受益，全年顺差有望超 2020 年。另外，在国际收支资本和金融账户下，不论股票还是债券市场，外资持续流入改善境内外汇市场供求关系，客观上支撑了人民币汇率。

人民币兑美元价及美汇指数



资料来源：Bloomberg、国泰君安国际。

人民币变动相比（2021 vs 2020）



资料来源：Bloomberg、国泰君安国际。

投资建议

行业评级：跑赢大市。尽管农历新年因为某些地区的确诊数量也有卷土重来之势而打断航空运输，但行业复苏基本符合预期。我们认为，市场已经考虑到了当前疫情的性质和不可预测性。国内，春节后航空客流量快速回升，部分国际市场也更愿意接待海外旅客。疫苗接种计划也有助于重启海外旅行，我们预计随着时间的推移，会有更多的国家开放边境。我们预计，美国和欧盟很可能承认中国的低风险环境及各自的疫苗，这意味着中国旅客很快就能入境并且无需隔离检疫。长期增长前景未变，未来几年将专注于复苏。我们认为行业估值具有吸引力，因预计将有更多国家开放其边境而令行业估值获得重估。因此，我们两个覆盖公司的投资评级上调都是“买入”。主要风险包括：1）病毒突变可能会降低现有疫苗的效力；2）新冠肺炎病例在全球急剧增加；3）原油价格大幅上涨。

公司名称	编号	股价 (HK$)	个股评级	2021 市盈率(x)	2022 市盈率(x)	2023 市盈率(x)	2021 市净率(x)	2021 ROE (x)	2021 股息率(%)
中国国际航空	00753	5.710	买入	不适用	182.9	20.9	1.0	(8.6)	0.0
中国东方航空	00670	3.290	买入	不适用	24.7	5.9	0.9	(4.2)	0.0
市值加权平均			**跑赢大市**	**不适用**	**120.1**	**15.0**	**1.0**	**(6.9)**	**0.0**

资料来源：国泰君安国际。

国内航线平稳复苏

分析员：马守彰 Toliver Ma

中国国际航空(00753 HK)

评级：买入

股价: HK$5.710

目标价：HK$7.65

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (△%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2019A	140,240	6,420	0.467	(12.7)	10.9	6.434	0.8	0.044	0.9	6.9
2020A	73,861	(14,403)	(1.049)	(324.6)	不适用	5.339	0.9	0.000	0.0	(16.8)
2021F	114,589	(6,416)	(0.442)	不适用	不适用	4.897	1.0	0.000	0.0	(8.6)
2022F	140,204	379	0.026	不适用	182.9	4.923	1.0	0.006	0.1	0.5
2023F	172,816	3,313	0.228	776.9	20.9	5.145	0.9	0.052	1.1	4.5

已发行股本 Shares in issue (m)	14,524.8	大股东 Major shareholder	中国航空集团公司 41.6%
市值 Market cap. (HK$ m)	82,936.6	流通比例 Free float (%)	58.4
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)	12,781.7	2021 年净负债/股东资金 2021 Net gearing (%)	234.0
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK$)	7.440 / 4.550	2021 年每股估值 2021 NAV (HK$)	8.4
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)			(8.3) / (15.2) / 23.6
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)			(7.2) / (16.7) / 5.6

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

在国内三大运营商中，中国国航（“国航”）的国内航线的恢复较慢，我们认为国航是唯一一家没有推出“随心飞”类型产品的运营商。为了刺激行业复苏，很多国内营运商也推出优惠。国航国内的客运周转量于 2021 年 5 月同比增长 113.7%，1-5 月同比增长 77.0%。略差于同行（东方航空：同比增 100.9%；南方航空：同比增 87.4%）。此外，国航的国内客座率于 2021 年 5 月同比增长 8.1 个百分点至 76.5%，但与东航及南航相符。预计 2021 年下半年将会继续改善。国内航空基本恢复，但国际航线的恢复还是较为不确定。欧美国家疫情控制有效，但需要对等协议（关于免隔离措施）才能实现互飞。尽管如因此，我们认为下半年国际旅行将缓慢复苏。国航在欧美有较大的市场份额，欧美如果对华复飞，这将对国航的复苏更有利。我们对公司的投资评级为“买入”，目标价为 7.65 港元。我们的目标价代表 1.3 倍 2021 年市净率和 1.3 倍 2022 年市净率。

正面因素分析

- 国内客运收益较强。
- 压抑的出境游需求。
- 议价能力较佳。
- 行业短期触底。

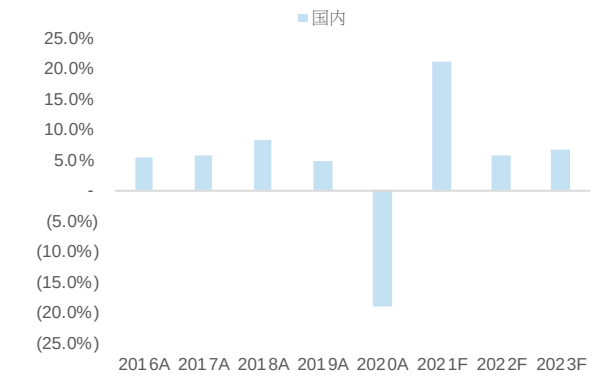
风险分析

- 重大流行疾病等的爆发。
- 新型冠状病毒在 2021 年未能有效控制。
- 贸易战升温。
- 国外恐怖袭击活动增多。
- 人民币贬值风险。

负面因素分析

- 油价急速上升。
- 高铁网络快速发展，打压短距离航线票价。
- 因疫情影响国际旅游情绪。

国航国内航线运力增长预测



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万人民币)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
总收入	140,240	73,861	114,589	140,204	172,816
营运成本	(104,319)	(64,621)	(93,509)	(111,363)	(140,100)
航油	(35,965)	(14,817)	(27,599)	(30,077)	(37,672)
维修	(6,120)	(6,423)	(6,575)	(6,867)	(6,948)
起降、机场费、CAAC 费	(20,466)	(10,845)	(18,035)	(21,196)	(26,660)
经营租赁费用	(966)	(223)	(789)	(966)	(1,191)
工资	(25,474)	(22,013)	(27,883)	(36,806)	(48,583)
销售费用	(4,685)	(2,568)	(3,985)	(4,875)	(6,009)
管理费用	(1,885)	(959)	(1,488)	(1,820)	(2,244)
其他	(8,758)	(6,772)	(7,156)	(8,756)	(10,793)
EBITDA	35,921	9,239	21,079	28,840	32,716
折旧与摊销	(21,279)	(20,408)	(22,074)	(22,609)	(22,773)
经营利润/（亏损）	14,642	(11,169)	(995)	6,231	9,942
非经营性盈利/（亏损）	(5,522)	(7,298)	(7,304)	(5,306)	(4,359)
利息	(4,786)	(4,908)	(5,764)	(6,283)	(6,144)
汇兑	(1,211)	3,604	229	92	80
其他	475	(5,993)	(1,768)	886	1,705
税前利润	9,120	(18,466)	(8,298)	926	5,583
所得税	(1,856)	2,650	1,253	(509)	(1,945)
税后利润	7,264	(15,816)	(7,045)	416	3,638
净利润	6,420	(14,403)	(6,416)	379	3,313
每股盈利 (人民币)	0.467	(1.049)	(0.442)	0.026	0.228
每股股息 (人民币)	0.044	0.000	0.000	0.006	0.052

重要财务比率

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
客运收入增长（%）	3.4	(55.2)	60.1	23.5	26.1
货运收入增长（%）	(49.7)	49.2	61.0	0.5	9.8
EPS 增长（%）	(12.7)	(324.3)	(57.9)	(105.9)	773.6
经营利润率（%）	10.4	(15.1)	(0.9)	4.4	5.8
净利率（%）	4.6	(19.5)	(5.6)	0.3	1.9
股东资金回报率（%）	6.9	(16.8)	(8.6)	0.5	4.5
净负债比率（%）	140.0	200.0	234.0	263.4	240.0
净利息覆盖比率（%）	305.9	(227.6)	(17.3)	99.2	161.8

资料来源：公司、国泰君安国际。

恢复中且估值吸引

分析员：马守彰 Toliver Ma

中国东方航空(00670 HK)

评级：买入

股价: HK$3.290

目标价：HK$4.28

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (△%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2019A	120,986	3,192	0.211	13.4	13.9	4.213	0.7	0.050	1.7	5.0
2020A	58,727	(11,836)	(0.723)	(442.7)	不适用	3.434	0.8	0.000	0.0	(18.9)
2021F	96,576	(2,177)	(0.133)	不适用	不适用	2.948	0.9	0.000	0.0	(4.2)
2022F	119,156	1,820	0.111	不适用	24.7	3.059	0.9	0.000	0.0	3.5
2023F	146,984	7,562	0.462	316.2	5.9	3.465	0.8	0.055	2.0	14.2

已发行股本 Shares in issue (m)	16,379.0	大股东 Major shareholder	东航集团 45.3%
市值 Market cap. (HK$ m)	53,886.9	流通比例 Free float (%)	33.6
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)	12,455.2	2021 年净负债/股东资金 2021 Net gearing (%)	383.0
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK$)	4.080 / 2.690	2021 年每股估值 2021 NAV (HK$)	4.8
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)			(6.0) / (10.1) / 21.5
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)			(4.9) / (11.7) / 3.5

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

东航国内航线复苏较快。2021 年 5 月运力及客运周转量分别同比增长 96.8%及 129.2%。2021 年 1-5 月运力及客运周转量分别同比增长 88.1%及 100.9%。增长速度至略差于南航。但是客座率则于三大航空公司相当，1-5 月国内客座率同比增长 4.5 个百分点至 71.2%。客座率在 2021 年每月都有改善，5 月更录得 76.4%。同样，我们预计东航的客座率将继续受国内航线的复苏而继续改善。东航 2021 年第一季度录得股东净亏损人民币 38.05 亿元，同比好转 3.3%，是三大航司亏损最少，证明东航在航线管理有优势。我们预计东航的最糟糕时期已经过去，目前估值具有吸引力。我们对公司的投资评级为"买入"，目标价为 4.28 港元。目标价相当于 1.21 倍 2021 年市净率和 1.17 倍 2022 年市净率。

正面因素分析

- 上海货运能力强。
- 压抑的出境游需求。
- 议价能力较佳。
- 行业短期触底。

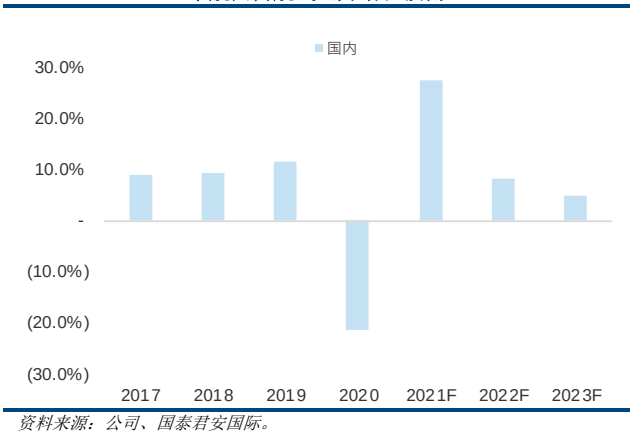
负面因素分析

- 油价急速上升。
- 高铁网络快速发展，打压短距离航线票价。
- 因疫情影响国际旅游情绪。

风险分析

- 重大流行疾病等的爆发。
- 新型冠状病毒在 2021 年未能有效控制。
- 贸易战升温。
- 国外恐怖袭击活动增多。
- 人民币贬值风险。

东航国内航线运力增长预测



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万人民币)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
总收入	120,986	58,727	96,576	119,156	146,984
营运成本	(96,027)	(56,010)	(78,333)	(95,930)	(117,433)
航油	(34,191)	(13,840)	(23,431)	(30,998)	(40,017)
维修	(3,380)	(3,451)	(4,708)	(6,321)	(8,515)
起降、机场费、CAAC 费	(18,288)	(9,331)	(12,405)	(15,025)	(18,243)
工资	(24,152)	(20,827)	(23,533)	(25,904)	(28,179)
销售费用	(4,134)	(1,570)	(3,300)	(4,071)	(5,022)
管理费用	(5,113)	(3,930)	(5,272)	(6,505)	(8,628)
EBITDA	32,161	8,415	22,797	28,894	36,574
折旧与摊销	(22,080)	(22,255)	(20,390)	(20,084)	(19,978)
经营利润/（亏损）	10,081	(13,840)	2,407	8,810	16,596
非经营性盈利/（亏损）	(5,782)	(2,648)	(5,517)	(6,261)	(5,978)
利息	(5,074)	(5,047)	(5,917)	(6,518)	(6,234)
汇兑	(990)	2,494	117	35	17
其他	282	(95)	283	221	240
税前利润	4,299	(16,488)	(3,110)	2,548	10,618
所得税	(819)	3,927	762	(588)	(2,510)
税后利润	3,480	(12,561)	(2,349)	1,960	8,109
少数股东权益	(288)	725	172	(140)	(546)
净利润	3,192	(11,836)	(2,177)	1,820	7,562
每股盈利 (人民币)	0.211	(0.723)	(0.133)	0.111	0.462
每股股息 (人民币)	0.050	0	0	0	0.055

重要财务比率

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
客运收入增长（%）	5.9	(55.4)	67.8	24.9	24.4
货运收入增长（%）	5.5	27.9	13.3	3.2	5.7
EPS 增长（%）	13.3	(441.9)	(81.6)	(183.6)	315.5
经营利润率（%）	8.3	(23.6)	2.5	7.4	11.3
净利率（%）	2.9	(21.4)	(2.4)	1.6	5.5
股东资金回报率（%）	5.0	(18.9)	(4.2)	3.5	14.2
净负债比率（%）	221.3	298.4	383.0	366.1	305.8
净利息覆盖比率（%）	213.9	(246.5)	40.7	135.2	266.2

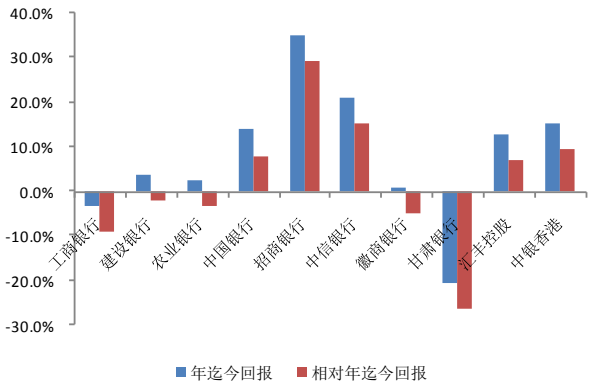
资料来源：公司、国泰君安国际。

银行业 跑赢大市

分析员：曹 柱 Richard Cao

2021 年上半年我们覆盖的 10 家香港上市银行的加权平均年迄今回报高于恒生指数的年迄今回报。截至 2021 年 6 月 30 日，我们覆盖的 10 家香港上市银行的加权平均年迄今回报与加权平均相对恒指年迄今回报分别为 10.6%与 4.8%。其中，招商银行（03968 HK）的年迄今回报最高，为 35.2%，而甘肃银行（02139 HK）的年迄今回报最低，为-20.4%。

2021 年上半年我们覆盖的香港上市银行年迄今回报与相对年迄今回报



资料来源：国泰君安国际。注：相对年迄今回报为相对恒生指数，加权平均为我们覆盖的10家香港上市银行的市值加权平均，数据截至2021年6月30日。

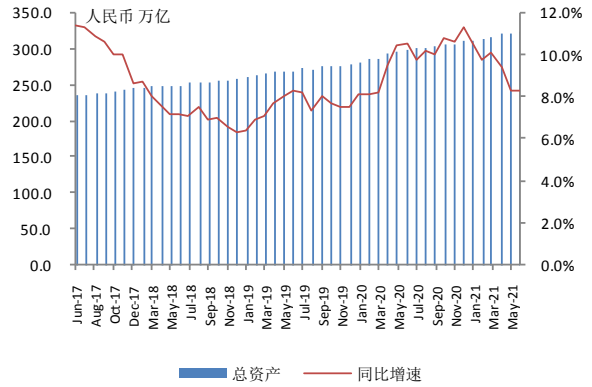
预计《商业银行负债质量管理办法》的出台对我们覆盖的主要中资银行负面影响有限。中国银保监会于 2021 年 3 月 26 日发布《商业银行负债质量管理办法》，重点内容包括：一是明确商业银行负债质量管理内涵和业务范围。二是确立负债质量管理体系。从组织架构、公司治理、内部控制、业务创新管理等方面对商业银行负债质量管理提出了明确要求。三是提出了负债质量管理的“六性”要素。从负债来源稳定性、负债结构多样性、负债与资产匹配合理性、负债获取的主动性、负债成本适当性、负债项目真实性等六方面明确了负债质量管理的核心要素。四是强化负债质量相关监督检查和监管措施。明确商业银行向监管部门报告负债质量管理情况的要求及负债质量监管评价结果运用的范围等。随着利率市场化的推进和资本市场、互联网金融、影子银行等金融业态的发展，商业银行负债业务更加趋于多元化及复杂化。随着负债业务不断创新，相应金融风险在不断累积。健全完善商业银行负债质量管理，强化风险管控，有利于有效防范金融风险。此次《办法》构建了全面、系统的负债业务管理和风险控制体系，要求商业银行强化负债业务管理，合规开展负债业务，注重负债风险管理，有利于商业银行在发展过程中及时防范金融风险，提升金融服务质效，实现稳健可持续性经营。由于大中型银行的负债质量较好，负债管理及风险控制体系相对完善，预计受《办法》的影响相对较小。为此，我们预计《办法》的出台对我们覆盖的主要中资银行负面影响有限。

进一步延长普惠小微企业贷款延期还本付息政策将有利于提升银行业资产质量。中国人民银行、中国银保监会、财政部、发展改革委、工业和信息化部 2021 年 3 月底发布《关于进一步延长普惠小微企业贷款延期还本付息政策和信用贷款支持政策实施期限有关事宜的通知》。《通知》称，为保持对小微企业的金融支持力度不减，确保小微企业融资更便利、综合融资成本稳中有降，根据国务院常务会议议定事项，决定进一步延长普惠小微企业贷款延期还本付息政策和信用贷款支持政策，实施期限至 2021 年底。《通知》称，对于 2021 年 4 月 1 日至 12 月 31 日期间到期的普惠小微企业贷款，由企业和银行自主协商确定，继续实施阶段性延期还本付息。《通知》明确，对于银行因执行上述政策产生的流动性问题，中国人民银行综合运用多种货币政策工具，保持银行体系流动性合理充裕。对于实施延期还本付息的贷款，银行应坚持实质性风险判断，不因疫情因素下调贷款风险分类，不影响企业征信记录。各级财政部门在考核国有控股和参股的银行 2021 年经营绩效时，应充分考虑阶段性延期还本付息政策对银行业绩的影响，给予合理调整和评价。普惠小微企业作为中国经济中比较薄弱的环节，抗经济风险能力较差。尽管中国经济在稳固恢复，但疫情的负面影响仍在持续，经济下行压力仍存在。进一步延长普惠小微企业贷款延期还本付息政策，有助于降低经济系统性风险，促进中国经济稳步恢复，有利于提升银行业资产质量。

预计《关于规范现金管理类理财产品管理有关事项的通知》的出台对我们覆盖的主要中资银行负面影响较小。2021 年 6 月 11 日，中国人民银行、中国银保监会联合发布《关于规范现金管理类理财产品管理有关事项的通知》。《通知》为资管新规、理财新规、《理财子公司办法》的配套制度，对商业银行及理财公司发行的现金管理类产品提出了具体监管要求。《通知》整体上与货币市场基金等同类资管产品监管标准保持一致，主要内容包括：明确现金管理类产品定义；提出产品投资管理要求，规定投资范围和投资集中度；明确产品的流动性管理和杠杆管控要求；细化“摊余成本+影子定价”的估值核算要求；加强认购赎回和销售管理；明确现金管理类产品风险管理要求，对采用摊余成本法进行核算的现金管理类产品实施规模管控，确保机构业务发展与自身风险管理水平相匹配。在过渡期安排方面，明确过渡期为《通知》施行之日起至 2022 年底，促进相关业务平稳过渡。《通知》出台是监管机构落实资管新规及其补充通知、理财新规和《理财子公司办法》的具体举措，有利于统一同类资管产品监管标准，防范不公平竞争和监管套利；有利于增强现金管理类产品业务经营的合规性和稳健性，防止不规范产品无序增长和风险累积，推动银行存量理财业务规范整改和理财公司“洁净起步”；有利于明确长期制度安排，稳定市场预期，消除不确定性，促进相关业务和金融市场平稳运行。由于之前已发征求意见稿，且设置了过渡期，因此，预计银行的整改时间相对充分，短期不会出现较大冲击。为此，我们预计对我们覆盖的主要中资银行负面影响较小。

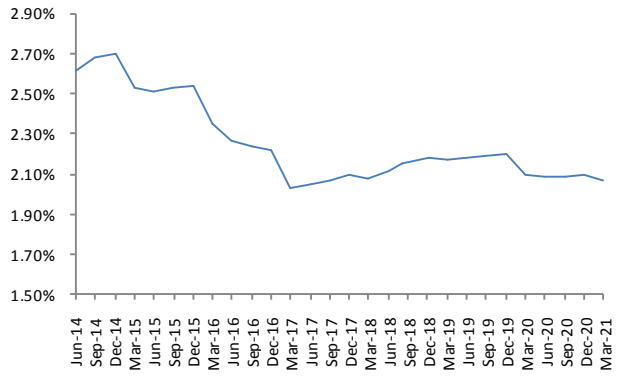
2021 年第一季度中国银行业净利润同比增长 2.4%。2021 年上半年，在新冠疫情背景下，信贷仍然是政府支持中国经济增长的主要融资渠道，平稳增长，而中国银行业总资产增速亦相对较好。截至 2021 年 5 月末，银行业总贷款达人民币 183.4 万亿元，较 2020 年末增长 6.2%，同比增长 12.2%；银行业总资产达人民币 324.3 万亿元，较 2020 年末增长 3.7%，同比增长 8.3%。主要受低利率环境持续和 2021 年第一季度贷款重定价的负面影响，2021 年第一季度银行业净息差同比及比 2020 年全年均收窄 3 个基点至 2.07%。2021 年第一季度，非利息收入占总营业收入的比例同比下降 5.03 个百分点至 21.60%，成本收入比同比上升 1.43 个百分点至 27.12%。2021 年第一季度，在资产质量在一定程度上改善的情况下，中国主要银行的拨备压力有所下降。整体上，在总资产规模增速相对较好的背景下，银行业净利润达到人民币 6,143 亿元，同比上升 2.4%。

中国银行业的总资产和总资产的同比增速



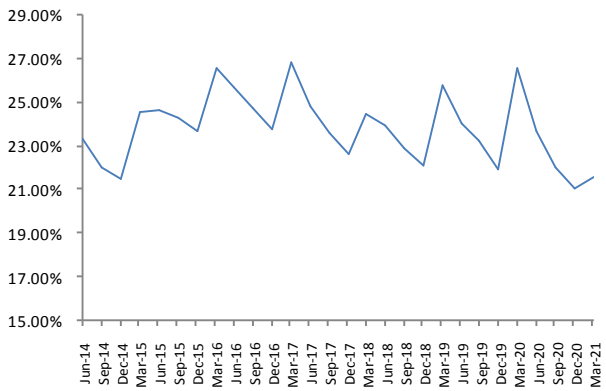
资料来源：中国银保监会、国泰君安国际。

中国银行业的净息差



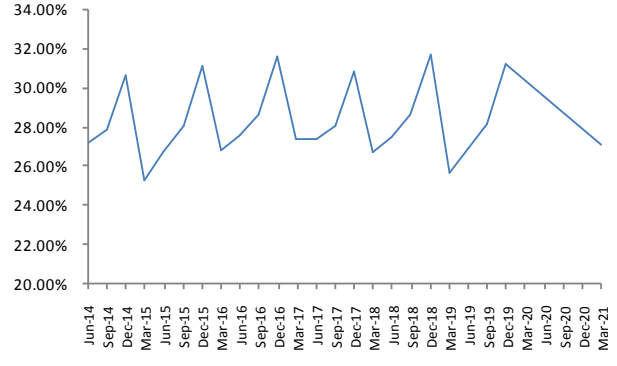
资料来源：中国银保监会。

中国银行业的非利息收入占总营业收入的比例



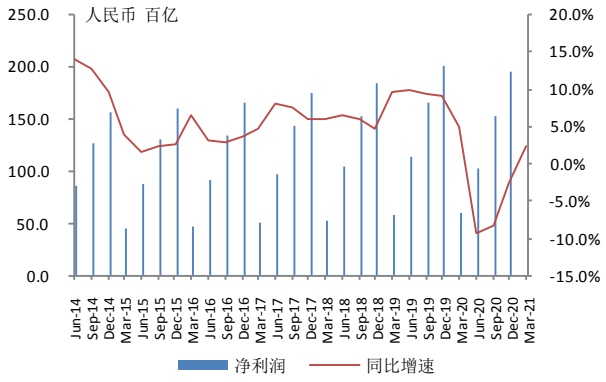
资料来源：中国银保监会。

中国银行业的成本收入比



资料来源：中国银保监会。

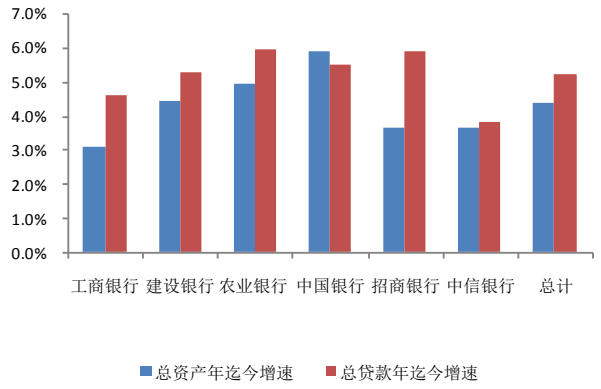
中国银行业的净利润和净利润同比增速



资料来源：中国银保监会、国泰君安国际。

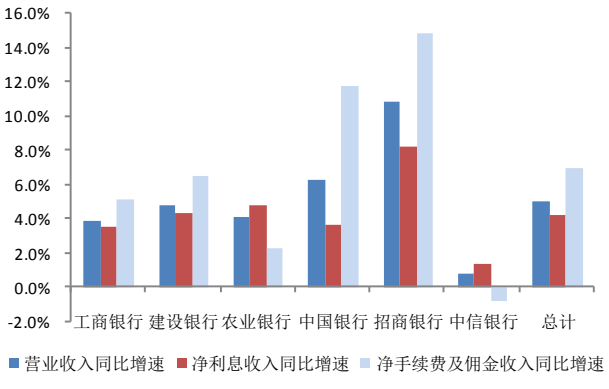
2021 年第一季度，我们覆盖的 6 家中资银行共录得人民币 3,364 亿元的股东净利润，同比增长 3.7%。以下是我们所覆盖的 6 家中资银行的统计数据，其中不包括未披露 2021 年第一季度详细财务数据的甘肃银行和徽商银行（03698 HK）。截至 2021 年第一季度末，6 家中资银行的总贷款和总资产分别达人民币 75.7 万亿元和人民币 134.6 万亿元，比 2020 年末分别增长 5.2%和 4.4%。我们所覆盖银行的总贷款年迄今增速和总资产年迄今增速均高于银行业的增速。总贷款年迄今增速高于总资产年迄今增速，显示贷款仍是总资产增长的主要驱动力。我们所覆盖的 6 家中资银行中有 4 家披露了 2021 年第一季度的净息差（不包括农业银行（01288 HK）和中国银行（03988 HK））。4 家银行（工商银行(01398 HK)、建设银行(00939 HK)、招商银行、中信银行(00998 HK)）的净息差均同比下滑，我们认为主要是由于低利率环境持续及 2021 年第一季度贷款重定价的影响导致。其中，建设银行的净息差收窄幅度最大，同比收窄 13 个基点。在总资产增长的背景下，主要受贷款增长的拉动，6 家银行 2021 年第一季度的净利息收入同比增长 4.2%。2021 年第一季度，6 家银行的净手续费及佣金收入同比上升 11.6%，是营业收入增长的另一主要贡献因素。非利息收入同比增长 7.0%。6 家银行的资产减值损失同比增长 4.3%，低于 2020 年第一季度 10.3%的同比增速，显示所覆盖的 6 家中资银行的拨备计提压力在资产质量整体改善的背景下一定程度上下滑。2021 年第一季度，6 家中资银行的股东净利润共录得人民币 3,364 亿元，同比增长 3.7%。其中，招商银行的股东净利润同比增速为 15.2%，好于其它 5 家银行，工商银行同比增速为 1.5%，6 家银行中最低。

2021 年第一季度末我们覆盖中资银行的总资产和总贷款年迄今增速



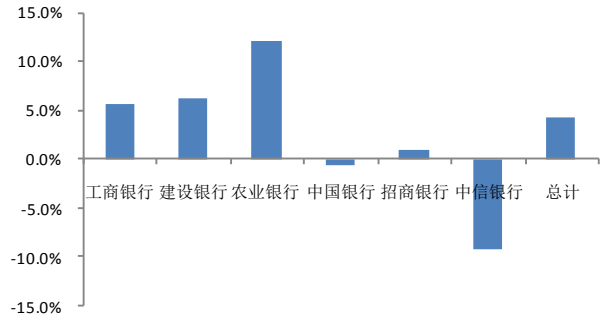
资料来源：各公司。

2021 年第一季度我们覆盖中资银行的营业收入、净利息收入及净手续费及佣金收入同比增速



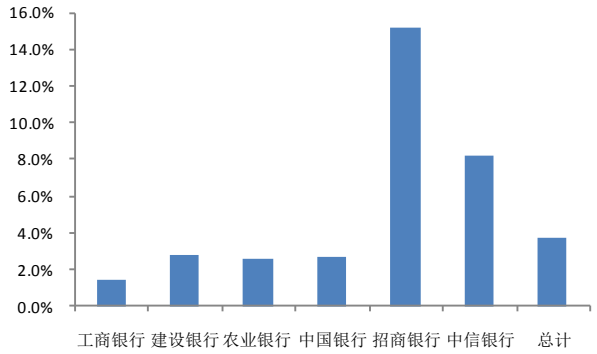
资料来源：各公司。

2021 年第一季度我们覆盖中资银行资产减值损失同比增速



资料来源：各公司。

2021 年第一季度我们覆盖中资银行净利润同比增速

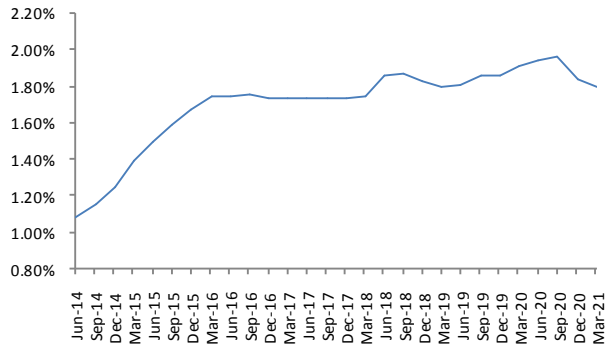


资料来源：各公司。

2021 年第一季度中国银行业资产质量有所改善。由于中国经济恢复、流动性合理充裕，加之对小微企业和民营企业的融资支持，2021 年第一季度中国银行业资产质量有所改善。截至 2021 年第一季度末，银行业的不良贷款余额达人民币 27,883 亿元，比 2020 年末上升 3.2%。截至 2021 年第一季度末，银行业不良贷款率为 1.80%，比 2020 年末下滑 0.04 个百分点。在我们覆盖的 6 家中资银行中（不含甘肃银行和徽商银行），除工商银行及建设银行的不良贷款率与 2020 年底持平外，其它 4 家银行不良贷款率均较 2020 年末下降。其中，中信银行 2021 年第一季度末的不良贷款率与 2020 年末相比下滑幅度最大，达 0.16 个百分点，招商银行 1.02%的不良贷款率为最低，工商银行 1.58%的不良贷款率为最高。在资产质量一定程度改善的情况下，银行业 2021 年第一季度末的不良贷款拨备覆盖率比 2020 年末提升了 2.67 个百分点至 187.14%。截至 2021 年第一季度末，6 家中资银行的不良贷款拨备覆盖率均比 2020 年末提升。其中，中信银行不良贷款拨备覆盖率与 2020 年末相比升幅最大，为 14.19 个百分点；招商银行不良贷款拨备覆盖率仍最高，达 438.88%；工商银行不良贷款拨备覆盖率最低，为 183.22%。在不良贷款率和不良贷款拨备覆盖率的水平方面，招商银行表现好于其同业。

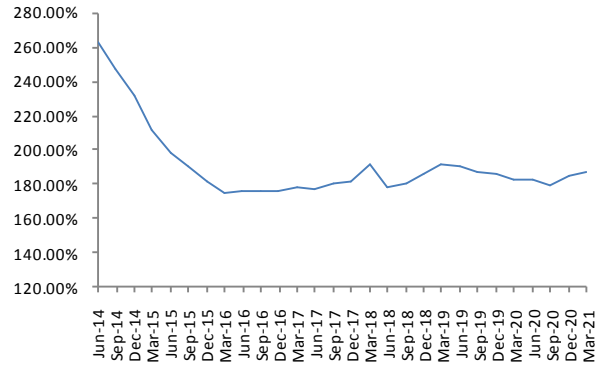
2021 年中国银行业资产质量预计将改善。2021 年，在我们预测中国经济将继续恢复、中国的流动性环境仍将相对宽松、对小微企业和民营企业的融资支持继续推进以及包括不良贷款证券化、债转股等市场化处置不良资产措施进一步推进的背景下，我们预计银行业资产质量将改善。与此同时，2021 年 3 月，中国政府宣布继续延长普惠小微企业贷款延期还本付息政策和信用贷款支持计划至 2021 年末，预计亦将有利于银行业资产质量的改善。我们预计，2021 年末，银行业的不良贷款率将达 1.76%左右。

中国银行业的不良贷款率



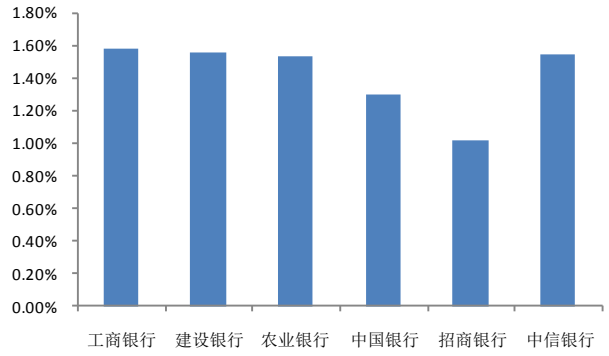
资料来源：中国银保监会。

中国银行业的不良贷款拨备覆盖率



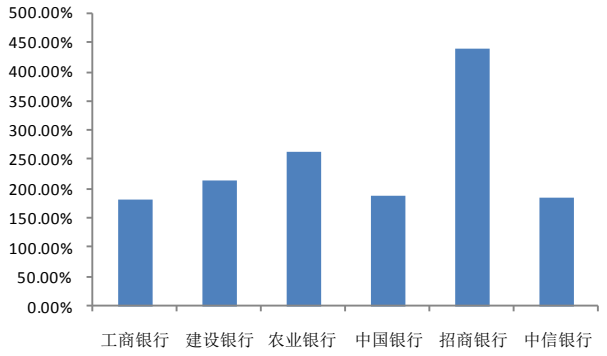
资料来源：中国银保监会。

2021 年第一季度末我们覆盖中资银行不良贷款率



资料来源：各公司。

2021 年第一季度末我们覆盖中资银行不良贷款拨备覆盖率



资料来源：各公司。

我们预计 2021 年中国银行业的贷款规模增速将在一定程度上低于 2020 年，并预计 2021 年净息差将维持相对平稳。2021 年下半年，为了支持中国经济增长、降低新冠疫情带来的负面影响，我们预计政府仍将选择贷款作为主要融资途径支持实体经济发展。然而，2021 年，在我们预计中国经济将继续恢复的背景下，为了控制经济风险，我们预计中国的流动性环境相对 2020 年将有所收紧。因此，尽管我们预计贷款仍将稳定增长，且将继续作为银行业资产规模增长的主要驱动力，但我们预计 2021 年的贷款规模增速将在一定程度上低于 2020 年。鉴于我们预计中国的流动性环境仍将相对宽松，我们预计银行同业资产和投资亦将保持稳定增长。同时，考虑到监管机构通过多种渠道支持商业银行补充资本，我们预计银行在扩张资产规模方面，资本压力并不会很大。整体上，我们预计 2021 年末银行业总贷款和总资产余额的同比增速将分别为 12.1%和 8.9%。2021 年下半年，由于我们预计中国人民银行的货币政策将稳健且灵活精准、合理适度，并且中国的流动性状况仍将相对宽松，我们预计市场平均利率仍将维持在相对较低水平。然而，考虑到我们预计中国的流动性环境将较 2020 年有所收紧，我们预计受存款激烈竞争的影响，银行业的付息负债成本将面临上行压力。同时，考虑到政策继续推动实际贷款利率降低的政策导向以及 2021 年第一季度贷款重定价的负面影响，我们预计银行业生息资产收益率的上升将一定程度上受限。整体上，我们预计银行业净息差的改善将面临压力，2021 年银行业净息差将相对平稳。我们预计 2021 年银行业净息差将达 2.09%左右。

2021 年中国银行业净利润预期将恢复并录得相对较好的增长。2021 年下半年，在预期中国新冠疫情仍将可以得到有效控制及我们预测中国经济将继续恢复的背景下，我们预计银行业的净手续费及佣金收入仍将较好增长。2021 年，我们预计银行业的净手续费及佣金收入将同比稳步恢复。我们预计结算与清算业务、银行卡业务、理财业务、私人银行业务、投资银行业务、电子支付业务、资产托管业务、代理收付及委托、综合金融业务等将会录得相对较好的增长。我们预计银行将继续加强成本控制以提升净利润。因此，我们预计成本收入比仍将保持在相对稳定水平。2021 年，在我们预计银行业资产质量将改善的情况下，我们预计银行拨备计提压力将下滑。考虑到以上所有因素，我们预计 2021 年银行业净利润将恢复并录得相对较好的增长，2021 年同比增速将达到 6.5%左右。

估值预计将提升，我们维持银行业“跑赢大市”投资评级。截至 2021 年 6 月 30 日，我们覆盖中资银行的 2021 年加权平均市盈率与市净率分别为 5.9 倍与 0.7 倍。我们认为当前估值仍然较低。2021 年下半年，我们预计以下因素将为银行估值提供支撑：1）我们预计中国新冠疫情仍将可以得到有效控制；2）我们预计中国经济将继续恢复；3）我们预计中国的流动性环境仍将相对宽松；4）我们预计 2021 年中国银行业净利润将恢复并录得相对较好的增长；5）我们预计中国银行业资产质量将改善。据此，我们维持 2021 年中国银行业“跑赢大市”投资评级。我们的行业首选股为招商银行，投资评级以及目标价分别为“买入”与 82.89 港元。招商银行的客户基础较好、品牌影响力较强、零售金融业务优势明显、资产质量相对较好、拨备覆盖水平较高，预计其 2021 年将录得较高的盈利增速。

公司名称	编号	股价(HK$)	个股评级	2021市盈率(x)	2022市盈率(x)	2023市盈率(x)	2021市净率(x)	2021ROE(%)	2021股息率(%)
工商银行	01398	4.560	收集	4.2	4.0	3.8	0.4	11.1	7.3
建设银行	00939	6.110	收集	4.5	4.3	4.0	0.5	12.0	6.8
农业银行	01288	2.700	收集	3.7	3.5	3.3	0.3	10.1	8.7
中国银行	03988	2.790	收集	3.6	3.4	3.2	0.4	9.1	8.4
招商银行	03968	66.250	买入	13.0	11.3	9.9	1.9	15.8	2.5
中信银行	00998	3.680	收集	3.0	2.9	2.6	0.3	10.3	9.0
徽商银行	03698	2.560	收集	2.6	2.3	2.0	0.3	12.3	8.0
甘肃银行	02139	1.210	买入	15.6	8.2	5.4	0.5	3.1	1.3
市值加权平均			**跑赢大市**	**5.9**	**5.4**	**4.9**	**0.7**	**11.8**	**6.6**
汇丰控股	00005	44.850	收集	13.9	10.5	8.7	0.7	4.8	3.6
中银香港	02388	26.350	收集	10.2	9.3	8.5	0.8	8.9	4.9
市值加权平均			**跑赢大市**	**13.0**	**10.2**	**8.7**	**0.7**	**5.7**	**3.9**

资料来源：国泰君安国际。

2021 年盈利预计将恢复

分析员：曹 柱 Richard Cao

汇丰控股(00005 HK)

评级：收集

股价: HK$44.850

目标价: HK$63.21

End 12/31	Turnover (USD m)	Net Profit (USD m)	EPS (USD)	EPS (△%)	PER (x)	BPS (USD)	PBR (x)	DPS (USD)	Yield (%)	ROE (%)
2019A	56,098	7,383	0.296	(53.3)	19.4	8.071	0.7	0.298	5.2	3.7
2020A	50,429	5,229	0.193	(34.7)	29.9	8.622	0.7	0.151	2.6	2.3
2021F	52,251	9,831	0.416	115.1	13.9	8.739	0.7	0.208	3.6	4.8
2022F	55,149	12,699	0.553	33.1	10.5	8.869	0.7	0.277	4.8	6.3
2023F	58,360	14,939	0.663	19.8	8.7	9.453	0.6	0.331	5.7	7.2

已发行股本 Shares in issue (m)	20,751.3	大股东 Major shareholder	平安资管 8.0%
市值 Market cap. (HK$ m)	930,696.7	流通比例 Free float (%)	100.0
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)	21,177.4	2021 年存贷比 2021 LDR (%)	63.1
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK$)	50.850/27.500	2021 年成本收入比 2021 Cost-to-income (%)	66.4
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)			(9.0) / (1.4) / 27.0
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)			(7.9) / (3.0) / 9.0

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

2021 年第一季度，公司实现归属母公司普通股股东净利润 39 亿美元，同比上涨 117.4%。2021 年第一季度，列帐基准营业收入为 130 亿美元，同比下降 5.1%，主要反映公司所有环球业务均受到 2020 年利率下跌拖累，但因环球银行及资本市场业务旗下制订寿险产品业务的市场影响和估值变动而被部分抵销。列帐基准营业支出为 85 亿美元，同比上升 8.6%，主要由于公司推行转型计划并增加对科技的投资，带动重组架构及其他相关成本增加。2021 年第一季度，列账基准除税前利润同比上升 79.0%，达 58 亿美元，季内的预期信贷损失录得准备拨回，反映经济前景好转。公司的资本基础仍强劲，截至 2021 年第一季度末普通股权一级比率达 15.9%。公司更新了其未来计划及拟将目标派息比率自 2022 年起转至于列账基准每股盈利的 40%至 55%。公司拟加强聚焦于最擅长的领域，扩大及加快投资，并继续将表现欠佳的业务转型。

预计公司 FY21-23 年的 EPS 将分别为 0.416 美元、0.553 美元、0.663 美元，分别同比上涨 115.1%、33.1%、19.8%。根据戈登股利增长模型以及分类加总估值法，我们设定公司目标价为 63.21 港元。我们对公司评级为“收集”。

正面因素分析

- 受益于人民币国际化。
- 重点发展中国市场，将使公司受益于“一带一路”。
- 拟加强聚焦于最擅长的领域，扩大及加快投资，并继续将表现欠佳的业务转型。
- 公司的资本基础较好。
- 随着新冠疫苗的普及加快，预计全球经济仍将复苏。

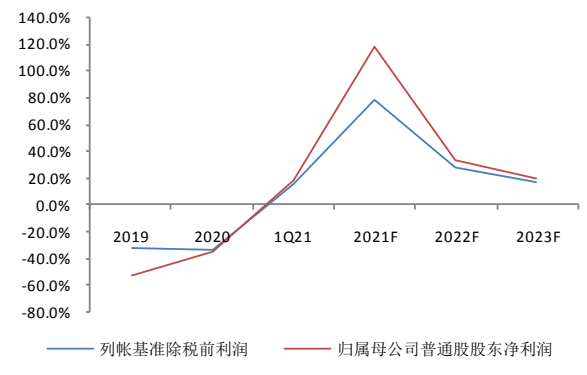
风险分析

- 公司面临较大的汇兑风险。
- 全球极度宽松的货币政策增加了相关潜在风险。
- 美国同其盟国与中国对抗上升的风险。

负面因素分析

- 尽管新冠疫苗的普及加快，但全球部分区域新冠疫情仍未得到有效控制，且新冠病毒突变增加了全球新冠疫情的不确定性。
- 全球低利率环境。
- 全球经济贸易摩擦、地缘政治冲突等加剧。

汇丰控股列帐基准除税前利润和归属母公司普通股股东净利润增速



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万美元)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
净利息收入	30,462	27,578	27,937	29,585	31,419
手续费及佣金净收入	12,023	11,874	13,085	13,818	14,619
其它非息收入	13,613	10,977	11,229	11,746	12,322
总非息收入	25,636	22,851	24,315	25,564	26,941
营业总收入	56,098	50,429	52,251	55,149	58,360
经营费用	(42,349)	(34,432)	(34,707)	(35,471)	(36,713)
拨备前经营利润	13,749	15,997	17,544	19,678	21,647
减值准备	(2,756)	(8,817)	(4,761)	(3,333)	(2,733)
附属收入	2,354	1,597	2,249	2,802	3,497
税收	(4,639)	(2,678)	(4,284)	(5,457)	(6,387)
少数股东	(1,325)	(870)	(916)	(991)	(1,085)
归属股东净利	7,383	5,229	9,831	12,699	14,939
优先股股息	(1,414)	(1,331)	(1,418)	(1,470)	(1,470)
税后净利 (报告)	5,969	3,898	8,414	11,229	13,469
每股盈利 (美元)	0.296	0.193	0.416	0.553	0.663

重要财务比率

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
不履约贷款（NPL）	13,692	19,372	19,774	19,232	18,458
不履约贷款比率（%）	1.2	1.7	1.7	1.5	1.4
贷款减值损失准备（LLR）	8,748	14,532	14,818	15,018	15,182
拨备覆盖率（%）	64	75	75	78	82
普通股权一级资本比率（%）	14.7	15.9	15.7	15.2	15.3
资本充足率（%）	20.4	21.5	21.6	21.2	21.7
ROE（%）	3.7	2.3	4.8	6.3	7.2
ROA（%）	0.3	0.2	0.4	0.4	0.5

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司贷款稳步增长

分析员：曹 柱 Richard Cao

建设银行(00939 HK)

评级：收集

股价: HK$6.110

目标价：HK$8.08

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net Profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (△%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2019A	678,001	266,733	1.051	4.8	5.2	8.386	0.7	0.320	6.2	13.2
2020A	714,224	271,050	1.062	1.0	4.8	9.059	0.6	0.326	6.4	12.2
2021F	757,628	288,471	1.135	6.9	4.5	9.827	0.5	0.347	6.8	12.0
2022F	817,305	303,680	1.196	5.4	4.3	10.694	0.5	0.365	7.2	11.7
2023F	887,372	321,254	1.266	5.9	4.0	11.614	0.4	0.386	7.6	11.4

已发行股本 Shares in issue (m)	250,011.0	大股东 Major shareholder	汇金 57.3%
市值 Market cap. (HK$ m)	1,527,567.1	流通比例 Free float (%)	42.7
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)	230,063.0	2021 年存贷比 2021 LDR (%)	75.5
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK$)	6.740/4.930	2021 年成本收入比 2021 Cost-to-income (%)	27.3
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)			(4.2) / (6.6) / 3.2
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)			(3.1) / (8.2) / (14.8)

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

2021 年第一季度公司录得股东净利润 83,115 百万元人民币，同比上升 2.8%。2021 年第一季度，公司净息差同比收缩 13 个基点至 2.13%，主要是受利率市场化稳步推进、产品结构变化和存款竞争激烈等因素影响所致。净利息收入达 147,148 百万元人民币，同比增长 4.3%。净手续费及佣金收入同比上涨 8.8%至 41,079 百万元人民币。公司的资产质量维持稳定，截至 2021 年第一季度末，公司的不良贷款率为 1.56%，与 2020 年末相比持平。2021 年第一季度，公司的资产减值损失同比增长 6.3%。由于公司加强拨备计提，不良贷款拨备覆盖率比 2020 年末攀升 1.35 个百分点至 214.94%。公司的公司贷款稳步增长。2020 年末，公司境内公司类贷款和垫款余额 8.36 万亿元人民币，较 2019 年末增长 20.12%；基础设施行业领域贷款余额 4.33 万亿元人民币，较 2019 年末增长 17.66%；民营企业贷款余额 2.89 万亿元人民币，较 2019 年末增长 27.60%；房地产开发类贷款余额 4,727.28 亿元人民币，较 2019 年末增长 19.3%。

预计 FY21-23 年的 EPS 将分别为 1.135 元人民币、1.196 元人民币、1.266 元人民币，分别同比增长 6.9%、5.4%、5.9%。我们预计公司的盈利 2021 年将恢复且录得相对较好的增长。我们给予公司“收集”评级，目标价为 8.08 港元。

正面因素分析

- 活期存款占比高，存款成本较低。
- 公司的资本充足率相对较高，抵御风险能力较强。
- 公司贷款稳步增长。
- 公司派息能力较强。
- 资产质量预计 2021 年将改善。

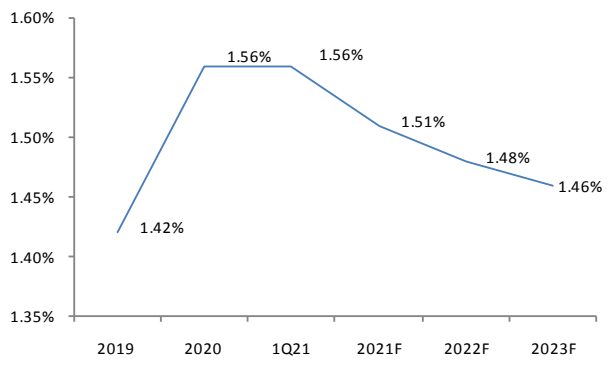
风险分析

- 房地产贷款占比较高，对国家房地产市场变化相对敏感。
- 尽管新冠疫苗的普及加快，但新冠病毒突变增加了全球新冠疫情的不确定性。

负面因素分析

- 《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》出台，负面影响公司的房地产贷款业务。
- 全球经济贸易摩擦、地缘政治冲突等进一步加剧。

建设银行不良贷款率



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万人民币)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
利息收入	909,885	989,509	1,064,879	1,167,939	1,283,252
利息支出	(372,819)	(413,600)	(452,590)	(498,842)	(550,770)
净利息收入	537,066	575,909	612,289	669,098	732,482
手续费及佣金收入	126,667	131,512	139,850	148,143	155,595
手续费及佣金支出	(15,769)	(16,930)	(18,576)	(20,042)	(21,434)
手续费及佣金净收入	110,898	114,582	121,274	128,101	134,160
其他净收入	30,037	23,733	24,065	20,106	20,729
经营总收入	678,001	714,224	757,628	817,305	887,372
营业费用	(188,132)	(188,574)	(206,852)	(225,598)	(245,826)
拨备前经营利润	489,869	525,650	550,775	591,707	641,547
减值损失准备支出	(163,521)	(189,929)	(193,538)	(215,601)	(243,629)
分占联营及合营企业收益	249	895	922	977	1,046
税前经营收入	326,597	336,616	358,160	377,083	398,963
税收	(57,375)	(63,037)	(67,071)	(70,615)	(74,713)
税后利润	269,222	273,579	291,088	306,468	324,251
股东应占利润	266,733	271,050	288,471	303,680	321,254
每股盈利 (人民币)	1.051	1.062	1.135	1.196	1.266

重要财务比率

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
不履约贷款（NPL）	212,473	261,234	277,913	297,332	319,093
不履约贷款比率（%）	1.4	1.6	1.5	1.5	1.5
拨备覆盖率（%）	227.7	213.6	219.6	228.6	239.0
核心一级资产充足率（%）	13.9	13.6	13.7	13.8	13.9
资本充足率（%）	17.5	17.1	17.2	17.2	17.3
ROE（%）	13.2	12.2	12.0	11.7	11.4
ROA（%）	1.1	1.0	1.0	0.9	0.9

资料来源：公司、国泰君安国际。

小微企业业务录得较好发展

分析员：曹 柱 Richard Cao

中信银行(00998 HK)

评级：收集

股价: HK$3.680

目标价：HK$5.39

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net Profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (△%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2019A	187,881	48,015	0.954	8.1	3.4	8.976	0.4	0.239	7.3	11.1
2020A	195,399	48,980	0.939	(1.5)	3.3	9.533	0.3	0.254	8.2	10.2
2021F	205,351	53,057	1.023	8.9	3.0	10.280	0.3	0.275	9.0	10.3
2022F	221,714	57,127	1.072	4.8	2.9	11.056	0.3	0.296	9.7	10.0
2023F	239,376	61,776	1.167	8.9	2.6	11.902	0.3	0.320	10.5	10.2

已发行股本 Shares in issue (m)	48,934.8	大股东 Major shareholder	中信集团 66.0%
市值 Market cap. (HK$ m)	180,080.2	流通比例 Free float (%)	34.0
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)	34,232.9	2021 年存贷比 2021 LDR (%)	96.3
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK$)	4.290/2.930	2021 年成本收入比 2021 Cost-to-income (%)	28.7
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)			(6.1) / 0.8 / 17.8
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)			(4.9) / (0.7) / (0.2)

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

公司 2021 年第一季度股东净利润达 15,641 百万元人民币，同比上升 8.2%。2021 年第一季度，净利息收入达 37,408 百万元人民币，同比增长 1.3%。公司的非利息收入为 14,523 百万元人民币，同比下滑 0.8%，主要是由投资性证券净收益大幅下降所带动。2021 年第一季度，资产减值损失同比下降 9.2%，是股东净利润较好增长的一个主要贡献因素。公司的资产质量改善。截至 2021 年第一季度末，公司的不良贷款率为 1.54%，较 2020 年末下降 0.10 个百分点。其不良贷款拨备覆盖率较 2020 年末增长 14.19 个百分点至 185.87%。公司小微企业业务录得较好发展。截至 2020 年末，小微企业贷款余额达 7,811.33 亿元人民币，较 2019 年末增长 28.1%；有贷款余额客户数 16.90 万户，较 2019 年末增长 42.7%。符合银保监会考核口径的普惠金融贷款余额 3,024.94 亿元人民币，较 2019 年末增长 48.1%，贷款增速高于各项贷款增速 35.97 个百分点；有贷款余额客户数 16.34 万户，较 2019 年末增长 44.1%。

预计公司 FY21-23 年的每股盈利为 1.023 元人民币、1.072 元人民币、1.167 元人民币，分别同比上涨 8.9%、4.8%、8.9%。2021 年，我们预计公司资产质量将改善、盈利增速将恢复且相对较好。我们给予公司“收集”评级，目标价为 5.39 港元。

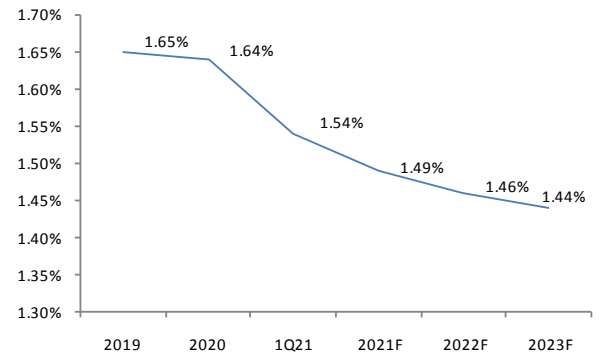
正面因素分析

- 发挥股东背景优势，携手中信集团助力“一带一路”。
- 小微企业业务录得较好发展。
- 数字化转型，加速科技赋能业务发展。
- 资产质量较大幅度改善，拨备覆盖水平较大幅度提升。
- 拨备计提同比下降。
- 预计 2021 年盈利增速将恢复且相对较好。

风险分析

- 全球极度宽松的货币政策增加了相关潜在风险。
- 美国同其盟国与中国对抗上升的风险。

中信银行不良贷款率



资料来源：公司、国泰君安国际。

负面因素分析

- 2021 年第一季度贷款重定价负面影响公司的净息差。
- 公司的资本基础相对较弱。
- 新冠疫情仍负面影响中国经济。

损益表

截至 12 月底(百万人民币)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
利息收入	288,152	298,006	316,952	346,364	379,544
利息支出	(141,227)	(147,491)	(159,728)	(175,336)	(193,330)
净利息收入	146,925	150,515	157,224	171,028	186,215
手续费及佣金收入	32,630	33,757	36,896	39,664	42,400
手续费及佣金支出	(5,900)	(4,921)	(4,946)	(5,381)	(5,855)
手续费及佣金净收入	26,730	28,836	31,950	34,283	36,545
其他净收入	14,226	16,048	16,176	16,403	16,616
营业总收入	187,881	195,399	205,351	221,714	239,376
经营费用	(54,168)	(54,255)	(58,866)	(63,779)	(68,860)
拨备前经营利润	133,713	141,144	146,485	157,935	170,517
贷款减值准备支出	(77,255)	(82,989)	(82,491)	(89,008)	(95,950)
投资性房地产重估收益	(15)	(69)	35	36	38
分占联营及合营企业收益	102	(229)	245	263	284
税前经营收入	56,545	57,857	64,273	69,227	74,888
税收	(7,551)	(8,325)	(10,524)	(11,336)	(12,263)
净利润	48,994	49,532	53,749	57,891	62,626
股东应占利润	48,015	48,980	53,057	57,127	61,776
每股盈利 (人民币)	0.954	0.939	1.023	1.072	1.167

重要财务比率

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
不履约贷款（NPL）	66,117	73,452	73,246	78,442	84,263
不履约贷款比率（%）	1.7	1.6	1.5	1.5	1.4
拨备覆盖率（%）	175.2	171.7	193.1	202.8	212.6
核心一级资产充足率（%）	8.7	8.7	8.8	8.9	8.9
资本充足率（%）	12.4	13.0	13.2	13.2	13.3
ROE（%）	11.1	10.2	10.3	10.0	10.2
ROA（%）	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7

资料来源：公司、国泰君安国际。

县域公司金融业务发展较好

分析员：曹 柱 Richard Cao

农业银行(01288 HK)

评级：收集

股价: HK$2.700

目标价：HK$3.48

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net Profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (△%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2019A	629,350	212,098	0.593	0.9	4.1	5.567	0.4	0.182	7.5	11.8
2020A	659,332	215,925	0.590	(0.5)	3.9	6.300	0.4	0.185	8.1	10.4
2021F	701,253	229,052	0.614	4.2	3.7	6.695	0.3	0.196	8.7	10.1
2022F	763,746	240,993	0.648	5.6	3.5	7.187	0.3	0.207	9.2	10.0
2023F	832,307	254,801	0.688	6.1	3.3	7.708	0.3	0.218	9.7	9.8

已发行股本 Shares in issue (m)	349,983.0	大股东 Major shareholder	汇金 40.0%
市值 Market cap. (HK$ m)	944,954.1	流通比例 Free float (%)	60.0
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)	149,853.6	2021 年存贷比 2021 LDR (%)	74.4
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK$)	3.300/2.380	2021 年成本收入比 2021 Cost-to-income (%)	35.2
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)			(7.6) / (6.4) / (0.3)
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)			(6.5) / (8.0) / (18.3)

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

2021 年第一季度公司录得股东净利润 65,861 百万元人民币，同比增长 2.6%。2021 年第一季度，公司的净利息收入达 140,112 百万元人民币，同比增长 4.8%。公司净手续费及佣金收入为 30,371 百万元人民币，同比上升 12.2%。公司的成本收入比同比下滑 0.40 个百分点至 22.35%。资产减值损失同比增长 12.0%。2021 年第一季度末，公司的不良贷款率为 1.53%，较 2020 年末下降 0.04 个百分点；县域银行业务的不良贷款率较 2020 年末下降了 0.02 个百分点至 1.50%。公司的不良贷款拨备覆盖率较 2020 年末上升 3.97 个百分点至 264.61%。公司县域公司金融业务发展较好。截至 2020 年末，县域公司类贷款（不含票据贴现）余额 29,156 亿元人民币，较 2019 年末增长 17.3%。截至 2020 年末，县域对公在线贷款余额 1,129 亿元人民币，较 2019 年末增加 122.6%；惠农 e 商平台县域商户数 162.89 万户，较 2019 年末增加 26.37 万户；公司新增农业产业链、专业市场、智慧景区、智慧医院、智慧学校等特色金融场景 1,766 个。

预计公司 FY21-23 年的 EPS 将分别为 0.614 元人民币、0.648 元人民币、0.688 元人民币，分别同比上涨 4.2%、5.6%、6.1%。我们给予公司“收集”评级，目标价为 3.48 港元。

正面因素分析

- 受益于国家对“三农”的政策支持。
- 总网点、县域银行网点数量中国银行中最多。
- 活期存款占比高，成本优势明显。
- 县域公司金融业务发展较好。
- 拨备覆盖率四大行中最高。
- 延期还本付息政策延长，有利于公司资产质量改善。

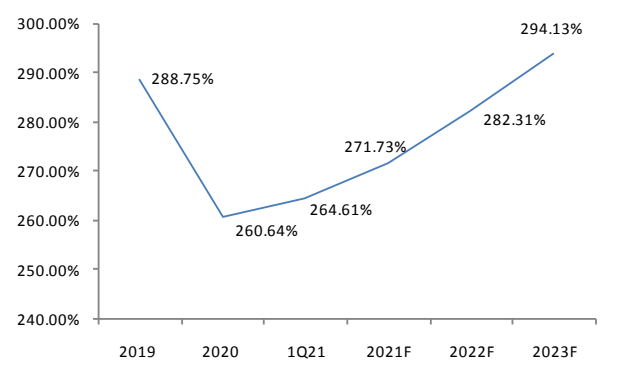
负面因素分析

- 成本收入比与其它四大行相比仍较高。
- 新冠疫情仍负面影响中国经济。

风险分析

- 城镇化将降低农村人口，可能会一定程度上影响公司的农村客户规模。
- 美国同其联盟国与中国对抗上升的风险。

农业银行不良贷款拨备覆盖率



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万人民币)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
利息收入	873,140	930,932	1,007,259	1,110,229	1,225,491
利息支出	(372,270)	(385,853)	(425,665)	(472,088)	(524,290)
净利息收入	500,870	545,079	581,594	638,141	701,201
手续费及佣金收入	88,316	91,166	99,097	105,142	110,925
手续费及佣金支出	(15,389)	(16,621)	(19,185)	(20,675)	(22,150)
手续费及佣金净收入	72,927	74,545	79,912	84,467	88,775
其他经营净收入/损失	55,553	39,708	39,747	41,138	42,331
经营收入	629,350	659,332	701,253	763,746	832,307
一般及行政费用	(224,096)	(229,897)	(246,618)	(269,359)	(294,372)
拨备前经营利润	405,254	429,435	454,635	494,387	537,935
减值损失准备支出	(138,723)	(164,903)	(173,942)	(199,056)	(225,679)
分占联营及合营企业收益	45	518	725	775	836
税前经营收入	266,576	265,050	281,419	296,106	313,093
税收	(53,652)	(48,650)	(51,654)	(54,350)	(57,468)
税后利润	212,924	216,400	229,764	241,756	255,624
股东应占利润	212,098	215,925	229,052	240,993	254,801
每股盈利 (人民币)	0.593	0.590	0.614	0.648	0.688

重要财务比率

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
不履约贷款（NPL）	187,210	237,113	247,963	267,917	288,861
不履约贷款比率（%）	1.4	1.6	1.5	1.5	1.4
拨备覆盖率（%）	288.8	260.6	271.7	282.3	294.1
核心一级资产充足率（%）	11.2	11.0	11.1	11.2	11.3
资本充足率（%）	16.1	16.6	16.7	16.8	16.8
ROE（%）	11.8	10.4	10.1	10.0	9.8
ROA（%）	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8

资料来源：公司、国泰君安国际。

个人金融业务表现良好

分析员：曹 柱 Richard Cao

工商银行(01398 HK)

评级：收集

股价: HK$4.560

目标价：HK$6.42

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net Profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (△%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2019A	776,002	312,224	0.863	5.0	4.7	7.174	0.6	0.263	6.4	12.8
2020A	800,075	315,906	0.862	(0.2)	4.5	7.728	0.5	0.266	6.9	11.6
2021F	844,077	333,662	0.909	5.6	4.2	8.589	0.4	0.277	7.3	11.1
2022F	908,852	350,065	0.947	4.2	4.0	9.289	0.4	0.288	7.6	10.6
2023F	979,394	368,616	1.000	5.5	3.8	10.025	0.4	0.304	8.0	10.4

已发行股本 Shares in issue (m)	356,406.3	大股东 Major shareholder	汇金 35.0%
市值 Market cap. (HK$ m)	1,625,212.7	流通比例 Free float (%)	65.0
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)	236,232.3	2021 年存贷比 2021 LDR (%)	75.2
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK$)	5.750/3.960	2021 年成本收入比 2021 Cost-to-income (%)	26.6
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)			(4.5) / (12.7) / 3.6
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)			(3.4) / (14.3) / (14.4)

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

2021 年第一季度公司录得股东净利润 85,730 百万元人民币，同比增长 1.5%。2021 年第一季度，公司的净利息收入达 166,601 百万元人民币，同比上升 3.5%，主要是受生息资产增长拉动。年化净息差同比收窄 6 个基点至 2.14%，我们认为部分是由于 2021 年第一季度贷款重定价导致。公司的净手续费及佣金收入达 41,164 百万元人民币，同比增长了 1.3%。2021 年第一季度，资产减值损失同比增长了 5.7%。公司的资产质量维持稳定。截至 2021 年第一季度末，公司的不良贷款率为 1.58%，与 2020 年末持平。公司的不良贷款拨备覆盖率比 2020 年末攀升了 2.54 个百分点至 183.22%。公司个人金融业务表现良好。截至 2020 年末，个人金融资产总额 16.0 万亿元人民币，其中个人存款 116,605.36 亿元人民币，比 2019 年末增长 11.3%；个人贷款 71,152.79 亿元人民币，比 2019 年末增长 11.5%。个人客户 6.80 亿户，增加 3,024 万户。个人贷款及个人住房贷款的不良贷款率分别为 0.56%与 0.28%，质量总体稳健。

预计 FY21-23 年的 EPS 将分别为 0.909 元人民币、0.947 元人民币、1.000 元人民币，分别同比增长 5.6%、4.2%、5.5%。2021 年，我们预计公司的资产质量将改善。我们给予公司“收集”评级，目标价为 6.42 港元。

正面因素分析

- 公司的资本充足率相对较高，抵御风险能力较强。
- 个人金融业务表现良好。
- 公司派息能力较强。
- 盈利增速预计将恢复。
- 资产质量预计 2021 年将改善。

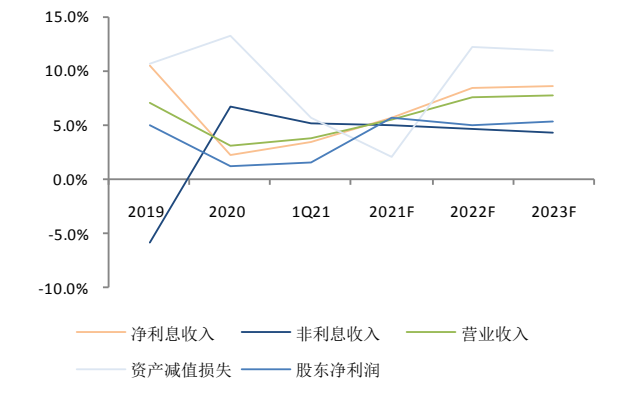
风险分析

- 尽管新冠疫苗的普及加快，但新冠病毒突变增加了全球新冠疫情的不确定性。
- 全球极度宽松的货币政策增加了相关潜在风险。

负面因素分析

- 2021 年第一季度贷款重定价负面影响公司的净息差。
- 新冠疫情仍负面影响中国经济。

工商银行净利息收入、非利息收入、营业收入、资产减值损失、股东净利润同比增速



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万人民币)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
利息收入	1,063,445	1,092,521	1,164,030	1,266,631	1,381,386
利息支出	(431,228)	(445,756)	(480,753)	(525,861)	(577,207)
净利息收入	632,217	646,765	683,277	740,770	804,179
手续费及佣金收入	146,350	146,668	154,148	161,393	168,494
手续费及佣金支出	(15,777)	(15,453)	(16,504)	(17,554)	(18,615)
手续费及佣金净收入	130,573	131,215	137,645	143,839	149,880
其他净收入	13,212	22,095	23,156	24,244	25,335
营业总收入	776,002	800,075	844,077	908,852	979,394
营业费用	(207,776)	(206,585)	(224,699)	(243,761)	(263,660)
贷款减值损失准备	(178,957)	(202,668)	(206,948)	(232,393)	(260,121)
拨备后经营利润	389,269	390,822	412,430	432,699	455,613
分占联营及合营企业收益	2,520	1,304	1,813	1,958	2,095
税收	(78,428)	(74,441)	(78,640)	(82,515)	(86,891)
税后利润	313,361	317,685	335,603	352,142	370,817
股东应占利润	312,224	315,906	333,662	350,065	368,616
每股盈利 (人民币)	0.863	0.862	0.909	0.947	1.000

重要财务比率

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
不履约贷款（NPL）	240,187	293,978	310,844	333,457	356,817
不履约贷款比率（%）	1.4	1.6	1.5	1.5	1.5
拨备覆盖率（%）	199.3	180.7	188.0	196.1	207.3
核心一级资产充足率（%）	13.2	13.2	13.3	13.4	13.5
资本充足率（%）	16.8	16.9	17.0	17.1	17.2
ROE（%）	12.8	11.6	11.1	10.6	10.4
ROA（%）	1.1	1.0	1.0	0.9	0.9

资料来源：公司、国泰君安国际。

普惠业务继续发展

分析员：曹 柱 Richard Cao

甘肃银行(02139 HK)

评级：买入

股价: HK$1.210

目标价: HK$1.81

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net Profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (△%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2019A	7,233	509	0.051	(85.4)	21.4	2.449	0.4	0.000	0.0	2.0
2020A	6,493	558	0.055	9.2	18.5	2.086	0.5	0.000	0.0	2.0
2021F	7,087	972	0.064	16.8	15.6	2.137	0.5	0.013	1.3	3.1
2022F	7,873	1,854	0.123	90.8	8.2	2.236	0.5	0.025	2.4	5.6
2023F	8,831	2,801	0.186	51.1	5.4	2.384	0.4	0.037	3.7	8.0

已发行股本 Shares in issue (m)	15,069.8	大股东 Major shareholder	甘肃省公航旅集团 18.3%
市值 Market cap. (HK$ m)	18,234.4	流通比例 Free float (%)	81.7
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)	453.5	2021 年存贷比 2021 LDR (%)	71.0
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK$)	1.560/0.980	2021 年成本收入比 2021 Cost-to-income (%)	35.2
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)			(4.0) / (12.9) / 15.2
股价相对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)			(2.9) / (14.5) / (2.8)

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

公司 2020 年股东净利润同比上升 9.6%至 558 百万元人民币。2020 年，公司的净利息收入达 5,750 百万元人民币，同比上升 8.7%，主要是由于生息资产平均结余增加，以及净息差略有扩张。在计息负债平均余额的平均成本率较大幅度下滑的背景下，净息差同比略微扩张 1 个基点至 1.97%。公司录得净手续费及佣金收入 329 百万元人民币，同比增长 29.8%，主要是由于公司积极推动业务转型，优化业务结构，加大产品拓展营销力度。2020 年，资产减值损失同比下降了 12.9%。公司的资产质量提升，截至 2020 年末，不良贷款率较 2019 年末下降 0.17 个百分点至 2.28%。公司的不良贷款拨备覆盖率较 2019 年末下降 4.64 个百分点至 131.23%。公司普惠业务继续发展。截至 2020 年末，公司普惠小微贷款余额达 103.12 亿元人民币，比 2019 年末增长 26.28%，比各项贷款增速高 25.06 个百分点。

预计公司 FY21-23 年的 EPS 将分别为 0.064 元人民币、0.123 元人民币、0.186 元人民币，分别同比上涨 16.8%、90.8%、51.1%。我们预计 2021 年公司盈利将大幅恢复。我们给予公司“买入”评级，目标价为 1.81 港元。

正面因素分析

- 业务网络布局覆盖了甘肃省，受益于甘肃省经济预期较快发展及“一带一路”。
- 普惠业务继续发展。
- 内资股和 H 股的发行完成后，公司的资本基础增强。
- 2021 年盈利预计将大幅恢复。
- 延期还本付息政策延长，有利于公司资产质量改善。

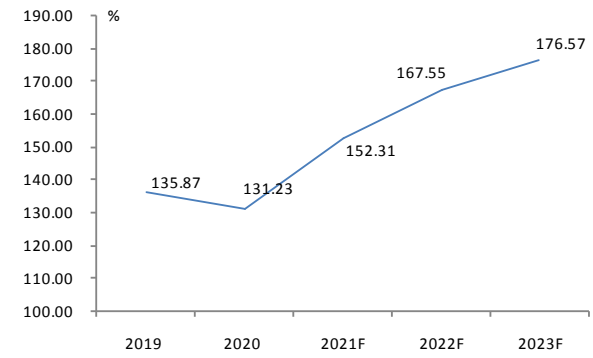
风险分析

- 公司业务主要集中在甘肃省，区域风险较大。
- 尽管新冠疫苗的普及加快，但新冠病毒突变增加了全球新冠疫情的不确定性。

负面因素分析

- 2021 年中国的流动性环境相对 2020 年整体将会一定程度上收紧，负面影响公司的贷款增速。
- 不良贷款率较高，拨备覆盖率较低。
- 新冠疫情仍负面影响中国经济。

甘肃银行不良贷款拨备覆盖率



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万人民币)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
利息收入	14,380	14,753	16,088	17,975	20,283
利息支出	(9,092)	(9,002)	(9,834)	(11,044)	(12,524)
净利息收入	5,288	5,750	6,254	6,931	7,758
手续费及佣金收入	358	379	427	483	550
手续费及佣金支出	(104)	(50)	(54)	(58)	(62)
手续费及佣金净收入	253	329	373	426	488
其他净收入	1,692	414	460	516	585
营业总收入	7,233	6,493	7,087	7,873	8,831
营业费用	(2,357)	(2,319)	(2,496)	(2,734)	(3,022)
贷款减值损失准备	(4,312)	(3,755)	(3,289)	(2,659)	(2,063)
拨备后经营利润	565	419	1,302	2,481	3,746
联营企业投资收益	(0)	1	1	2	2
税收	(53)	142	(327)	(623)	(941)
税后利润	511	562	976	1,859	2,807
股东应占利润	509	558	972	1,854	2,801
每股盈利 (人民币)	0.051	0.055	0.064	0.123	0.186

重要财务比率

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
不履约贷款（NPL）	4,182	4,145	4,295	4,542	4,860
不履约贷款比率（%）	2.5	2.3	2.2	2.1	2.0
拨备覆盖率（%）	135.9	131.2	152.3	167.5	176.6
核心一级资产充足率（%）	9.9	12.9	12.6	12.5	12.3
资本充足率（%）	11.8	13.4	13.2	13.1	12.9
ROE（%）	2.0	2.0	3.1	5.6	8.0
ROA（%）	0.2	0.2	0.3	0.5	0.6

资料来源：公司、国泰君安国际。

东南亚业务和大湾区业务继续发展

分析员：曹 柱 Richard Cao

中银香港(02388 HK)

评级：收集

股价: HK$26.350

目标价: HK$36.28

End 12/31	Turnover (HKD m)	Net Profit (HKD m)	EPS (HKD)	EPS (△%)	PER (x)	BPS (HKD)	PBR (x)	DPS (HKD)	Yield (%)	ROE (%)
2019A	79,736	33,574	3.044	0.4	8.7	28.588	0.9	1.537	5.8	11.5
2020A	76,641	27,863	2.505	(17.7)	10.5	29.678	0.9	1.242	4.7	9.0
2021F	75,997	28,674	2.582	3.1	10.2	31.004	0.8	1.280	4.9	8.9
2022F	80,360	31,291	2.829	9.6	9.3	32.509	0.8	1.403	5.3	9.3
2023F	85,365	34,248	3.109	9.9	8.5	34.166	0.8	1.541	5.8	9.7

已发行股本 Shares in issue (m)	10,572.8	大股东 Major shareholder	中国银行 66.1%
市值 Market cap. (HK$ m)	278,592.8	流通比例 Free float (%)	33.9
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)	10,530.4	2021 年存贷比 2021 LDR (%)	69.3
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK$)	29.550/20.050	2021 年成本收入比 2021 Cost-to-income (%)	22.7
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)			(6.1) / (0.2) / 16.8
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)			(4.9) / (1.8) / (1.2)

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

2021 年第一季度，公司提取减值准备前的经营盈利同比下降 13.9%至 9,656 百万港元。2021 年第一季度，公司提取减值准备前的净经营收入同比下滑 9.8%至 13,422 百万港元。净利息收入达 8,199 百万港元，同比下降 22.0%，主要是由于市场利率下降，令贷存利差收窄，以及债券投资及拆放同业平均收益率下降。净息差为 1.11%，同比大幅下滑 50 个基点。净手续费及佣金收入为 3,742 百万港元，同比增长 30.3%。公司减值准备净拨备同比下降 44.6%，主要是因为 2021 年第一季度公司的预期信用损失模型参数相比 2020 年第一季度相对稳定。公司东南亚业务和大湾区业务继续发展。2020 年，东南亚机构整体存、贷款分别较 2019 年末增长 1.2%和 7.4%。缅甸仰光分行开业。公司获批准设立越南河内代表处。菲律宾马尼拉分行于 2021 年 1 月正式推出人民币清算服务。为了支持粤港澳大湾区建设，公司加大金融创新力度。公司的大湾区开户客户数量较 2019 年末增长 40%至 120,000 户左右。

预计公司 FY21-23 年的 EPS 分别为 2.582 港元、2.829 港元、3.109 港元，分别同比上涨 3.1%、9.6%、9.9%。我们预计 2021 年公司的盈利将恢复且盈利增速将转正。我们给予公司“收集”评级，目标价为 36.28 港元。

正面因素分析

- 预计中国大陆经济、全球经济、香港经济均将恢复。
- 东南亚业务和大湾区业务继续发展。
- 受益于人民币国际化、“一带一路”战略。
- 预计将受益于 RCEP。
- 预计 2021 年盈利将恢复且盈利增速将转正。

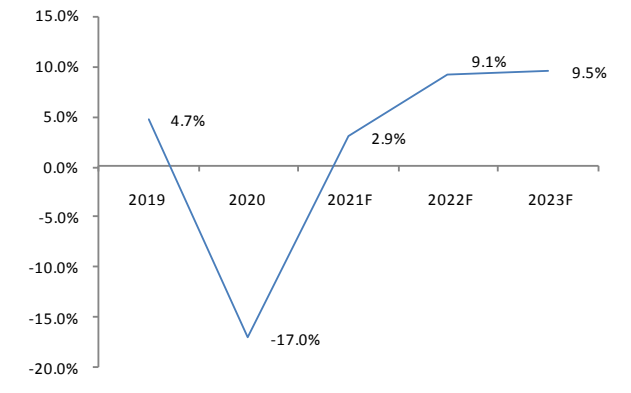
负面因素分析

- 美联储预期将继续维持零利率不变。
- 美国同其盟国与中国对抗。
- 全球经济贸易摩擦、地缘政治冲突等进一步加剧。

风险分析

- 主要业务集中在香港地区，受香港经济波动影响较大。
- 尽管新冠疫苗的普及加快，但新冠病毒突变增加了全球新冠疫情的不确定性。
- 全球极度宽松的货币政策增加了相关潜在风险。

中银香港股东净利润增速



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万港元)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
利息收入	67,784	49,928	47,720	52,366	57,777
利息支出	(27,261)	(15,190)	(14,379)	(16,074)	(18,075)
净利息收入	40,523	34,738	33,341	36,292	39,701
手续费及佣金收入	15,002	13,515	14,937	16,150	17,335
手续费及佣金支出	(4,083)	(2,673)	(3,063)	(3,430)	(3,809)
手续费及佣金净收入	10,919	10,842	11,874	12,720	13,526
其他净收入	28,294	31,061	30,781	31,348	32,138
经营总收入	79,736	76,641	75,997	80,360	85,365
营业费用	(16,667)	(16,347)	(17,274)	(18,257)	(19,386)
拨备前经营利润	41,777	38,127	36,756	39,731	43,044
减值损失准备支出	(2,022)	(2,707)	(1,946)	(1,748)	(1,480)
其它盈利	333	(1,837)	160	177	201
税收	(6,014)	(5,115)	(5,641)	(6,156)	(6,737)
税后利润	34,074	28,468	29,328	32,005	35,028
股东应占利润	33,574	27,863	28,674	31,291	34,248
每股盈利 (港元)	3.044	2.505	2.582	2.829	3.109

重要财务比率

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
不履约贷款（NPL）	3,217	3,994	4,048	4,026	3,952
不履约贷款比率（%）	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2
贷款减值损失准备（LLR）	7,035	9,172	10,509	11,706	12,716
拨备覆盖率（%）	218.7	229.6	259.6	290.8	321.7
核心一级资产充足率（%）	17.8	17.8	17.7	17.6	17.6
资本充足率（%）	22.9	22.1	21.9	21.8	21.7
ROE（%）	11.5	9.0	8.9	9.3	9.7
ROA（%）	1.1	0.8	0.8	0.8	0.8

资料来源：公司、国泰君安国际。

零售银行业务稳步发展

分析员：曹 柱 Richard Cao

徽商银行(03698 HK)

评级：收集

股价: HK$2.560

目标价：HK$3.29

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net Profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (△%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2019A	31,159	9,819	0.777	12.8	2.9	5.859	0.4	0.157	6.9	14.1
2020A	32,290	9,570	0.717	(7.6)	3.0	6.267	0.3	0.000	0.0	11.0
2021F	35,139	12,126	0.812	13.2	2.6	6.923	0.3	0.170	8.0	12.3
2022F	39,103	13,887	0.939	15.6	2.3	7.714	0.3	0.194	9.1	12.8
2023F	43,625	15,988	1.090	16.1	2.0	8.637	0.2	0.224	10.5	13.3

已发行股本 Shares in issue (m)	13,889.8	大股东 Major shareholder	上海宋庆龄基金会 12.1%
市值 Market cap. (HK$ m)	35,557.9	流通比例 Free float (%)	87.9
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)	100.8	2021 年存贷比 2021 LDR (%)	78.0
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK$)	2.810/2.490	2021 年成本收入比 2021 Cost-to-income (%)	23.6
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)			0.0 / 0.0 / 1.7
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)			1.1 / (1.6) / (16.3)

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

2021 年第一季度公司录得净利润 3,569 百万元人民币，同比增长 26.8%。公司 2020 年的股东净利润同比下降 2.5%至 9,570 百万元人民币，同比上升 6.7%。2020 年，公司的净利息收入达 25,752 百万元人民币，同比上升 1.6%，主要是由于生息资产规模增长。由于生息资产的利息收益率下降及存款成本率上升，净息差同比收窄 13 个基点至 2.42%。公司录得净手续费及佣金收入 3,617 百万元人民币，同比增长 1.9%，主要是代理业务手续费及托管业务手续费收入增加。2020 年，资产减值损失同比增长了 2.3%。公司的资产质量较大幅度下降，不良贷款率较 2019 年末攀升 0.94 个百分点至 1.98%。公司的不良贷款拨备覆盖率较 2019 年末下降 121.96 个百分点至 181.90%。公司零售银行业务稳步发展。截至 2020 年末，客户资产在人民币 50 万元及以上客户数 184,655 户，较 2019 年底增长 30.80%。

预计公司 FY21-23 年的 EPS 将分别为 0.812 元人民币、0.939 元人民币、1.090 元人民币，分别同比上涨 13.2%、15.6%、16.1%。公司为安徽省最大的城商行。2021 年，我们预计公司资产质量将改善，公司盈利将较大程度恢复并录得较高增速。我们给予公司“收集”评级，目标价为 3.29 港元。

正面因素分析

- 预计公司将继续受益于安徽经济预期较快的发展。
- 预计将会受益于长三角一体化。
- 零售银行业务稳步发展。
- 计划公开发行 A 股，预计未来将有利于公司发展。
- 预计 2021 年盈利将较大程度恢复并录得较高增速。

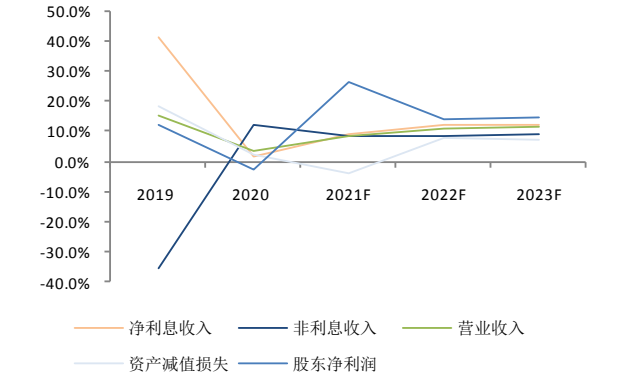
风险分析

- 公司业务主要集中在安徽省，区域风险较大。
- 尽管新冠疫苗的普及加快，但新冠病毒突变增加了全球新冠疫情的不确定性。

负面因素分析

- 2021 年第一季度贷款重定价负面影响公司的净息差。
- 公司的资本基础相对较弱。
- 公众持股较低。

徽商银行净利息收入、非利息收入、营业收入、资产减值损失、股东净利润同比增速



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万人民币)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
利息收入	48,444	51,310	56,662	63,865	72,100
利息支出	(23,103)	(25,558)	(28,610)	(32,471)	(36,878)
净利息收入	25,341	25,752	28,052	31,394	35,222
手续费及佣金收入	3,862	3,963	4,336	4,747	5,203
手续费及佣金支出	(313)	(346)	(380)	(418)	(460)
手续费及佣金净收入	3,549	3,617	3,955	4,329	4,743
其他净收入	2,269	2,922	3,132	3,379	3,660
营业总收入	31,159	32,290	35,139	39,103	43,625
营业费用	(7,092)	(7,654)	(8,295)	(9,152)	(10,123)
贷款减值损失准备	(11,920)	(12,197)	(11,697)	(12,609)	(13,542)
拨备后经营利润	12,147	12,439	15,148	17,342	19,959
联营企业投资收益	153	(357)	149	161	174
税收	(2,239)	(2,161)	(2,785)	(3,186)	(3,665)
税后利润	10,062	9,921	12,513	14,316	16,469
股东应占利润	9,819	9,570	12,126	13,887	15,988
每股盈利 (人民币)	0.777	0.717	0.812	0.939	1.090

重要财务比率

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
不履约贷款（NPL）	4,815	11,358	12,288	13,057	13,619
不履约贷款比率（%）	1.0	2.0	1.9	1.7	1.6
拨备覆盖率（%）	303.9	181.9	217.0	256.4	301.8
核心一级资产充足率（%）	8.9	8.0	8.1	8.2	8.3
资本充足率（%）	13.2	12.1	12.2	12.3	12.4
ROE（%）	14.1	11.0	12.3	12.8	13.3
ROA（%）	0.9	0.8	0.9	1.0	1.0

资料来源：公司、国泰君安国际。

零售金融业务稳步发展

分析员：曹 柱 Richard Cao

招商银行(03968 HK)

评级：买入

股价: HK$66.250

目标价: HK$82.89

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net Profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (△%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2019A	268,065	92,867	3.616	15.6	16.4	22.888	2.6	1.200	2.0	16.8
2020A	287,398	97,342	3.794	4.9	14.7	25.365	2.2	1.253	2.2	15.7
2021F	316,330	110,547	4.240	11.7	13.0	28.401	1.9	1.376	2.5	15.8
2022F	348,507	126,326	4.865	14.8	11.3	31.890	1.7	1.579	2.9	16.1
2023F	384,439	144,697	5.594	15.0	9.9	35.904	1.5	1.816	3.3	16.5

已发行股本 Shares in issue (m)	25,219.8	大股东 Major shareholder	招商局集团 30.0%
市值 Market cap. (HK$ m)	1,235,770.2	流通比例 Free float (%)	70.0
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)	11,912.3	2021 年存贷比 2021 LDR (%)	85.4
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK$)	72.450/35.100	2021 年成本收入比 2021 Cost-to-income (%)	35.9
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)			(7.7) / 11.6 / 93.0
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)			(6.6) / 10.0 / 74.9

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

公司 2021 年第一季度股东净利润同比上升 15.2%至 32,015 百万元人民币。2021 年第一季度，主要是受 2020 年 LPR 多次下调的累积效应影响，净息差同比收窄 3 个基点至 2.58%。净利息收入达 48,137 百万人民币，同比增长 9.0%，主要是受生息资产增长的拉动。公司的非利息收入同比增长 14.3%至 30,632 百万人民币，主要是由于代理基金、代理保险、代理信托、结算清算及托管费收入增加。公司的资产质量改善，截至 2021 年第一季度末，公司的不良贷款率为 1.04%，较 2020 年末降低了 0.05 个百分点。2021 年第一季度，公司的资产减值损失同比微升 0.4%。不良贷款拨备覆盖率较 2020 年末攀升 0.31 个百分点达 433.82%。公司零售金融业务稳步发展。截至 2021 年第一季度末，公司零售客户数 1.61 亿户，较 2020 年末增长 1.90%，其中金葵花及以上客户 331.42 万户，较 2020 年末增长 6.85%；管理零售客户总资产余额 95,946.18 亿元人民币，较 2020 年末增长 7.30%；公司私人银行客户 106,887 户，较 2020 年末增长 6.91%；管理的私人银行客户总资产 29,840.07 亿元人民币，较 2020 年末增长 7.55%。

预计公司 FY21-23 年的 EPS 分别为 4.240 元人民币、4.865 元人民币、5.594 元人民币，分别同比增长 11.7%、14.8%、15.0%。基于公司的客户基础较好、品牌影响力较强、零售金融业务优势明显、盈利增速预期较高、资产质量相对较好、拨备覆盖水平较高等因素，我们给予公司“买入”评级，目标价为 82.89 港元。

正面因素分析

- 客户基础较好，零售金融业务优势明显。
- 公司的活期存款占比高，成本优势显著。
- 零售金融业务稳步发展。
- 资产质量改善，拨备拨备覆盖水平较高。
- 预计 2021 年公司将录得较高盈利增速。

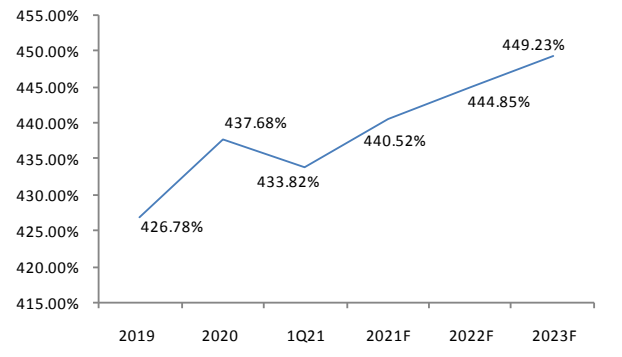
风险分析

- 存款竞争加剧，活期存款占比面临下滑的风险。
- 尽管新冠疫苗的普及加快，但新冠病毒突变增加了全球新冠疫情的不确定性。

负面因素分析

- 2021 年中国的流动性环境相对 2020 年整体将会一定程度上收紧，负面影响公司的贷款增速。
- 新冠疫情仍负面影响中国经济。

招商银行不良贷款拨备覆盖率



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万人民币)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
利息收入	292,994	307,425	338,133	373,734	414,081
利息支出	(119,904)	(122,394)	(136,100)	(152,046)	(170,455)
净利息收入	173,090	185,031	202,033	221,688	243,626
手续费及佣金收入	79,047	86,684	97,259	107,958	119,509
手续费及佣金支出	(7,554)	(7,198)	(8,315)	(9,407)	(10,611)
手续费及佣金净收入	71,493	79,486	88,945	98,551	108,899
其他净收入	23,482	22,881	25,352	28,268	31,914
营业总收入	268,065	287,398	316,330	348,507	384,439
经营费用	(91,497)	(102,814)	(113,481)	(125,372)	(138,337)
贷款减值准备	(61,159)	(65,025)	(66,050)	(66,623)	(66,653)
分占联营及合营企业收益	1,723	2,881	3,083	3,329	3,629
税前经营收入	117,132	122,440	139,882	159,841	183,078
税收	(23,709)	(24,481)	(28,642)	(32,729)	(37,487)
股东应占利润	92,867	97,342	110,547	126,326	144,697
每股盈利 (人民币)	3.616	3.794	4.240	4.865	5.594

重要财务比率

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
不履约贷款（NPL）	52,275	53,615	56,319	59,684	65,151
不履约贷款比率（%）	1.2	1.1	1.0	1.0	1.0
拨备覆盖率（%）	426.8	437.7	440.5	444.8	449.2
核心一级资产充足率（%）	12.0	12.3	12.4	12.5	12.5
资本充足率（%）	15.5	16.5	16.6	16.7	16.8
ROE（%）	16.8	15.7	15.8	16.1	16.5
ROA（%）	1.3	1.2	1.3	1.3	1.4

资料来源：公司、国泰君安国际。

人民币国际化持续推进

分析员：曹 柱 Richard Cao

中国银行(03988 HK)

评级：收集

股价: HK$2.790

目标价：HK$3.63

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net Profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (△%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2019A	550,010	187,405	0.613	4.2	4.1	5.611	0.4	0.191	7.7	10.4
2020A	567,647	192,870	0.614	0.1	3.8	5.982	0.4	0.197	8.4	9.3
2021F	604,796	204,827	0.646	5.2	3.6	6.437	0.4	0.194	8.4	9.1
2022F	653,644	215,313	0.686	6.1	3.4	6.922	0.3	0.206	8.9	9.0
2023F	708,949	227,072	0.726	5.8	3.2	7.439	0.3	0.218	9.4	9.0

已发行股本 Shares in issue (m)	294,387.8	大股东 Major shareholder	汇金 64.6%
市值 Market cap. (HK$ m)	780,127.7	流通比例 Free float (%)	35.4
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)	308,886.5	2021 年存贷比 2021 LDR (%)	81.7
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK$)	3.190/2.330	2021 年成本收入比 2021 Cost-to-income (%)	37.9
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)			(4.1) / 2.0 / 12.7
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)			(3.0) / 0.4 / (5.3)

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

2021 年第一季度公司股东净利润为 53,989 百万元人民币，同比上升 2.7%。2021 年第一季度，公司的净利息收入达 104,159 百万元人民币，同比增长 3.7%。净息差同比收缩 2 个基点至 1.78%。公司非利息收入达 53,707 百万元人民币，同比上涨 11.7%。其中，净手续费及佣金收入达 27,875 百万元人民币，同比上升 18.1%。2021 年第一季度，资产减值损失同比略下降 0.6%。截至 2021 年第一季度末，公司的不良贷款率达 1.30%，比 2020 年末下降 0.16 个百分点。公司的不良贷款拨备覆盖率比 2020 年末增加 12.04 个百分点至 189.88%。公司人民币国际化持续推进。2020 年，公司实现跨境人民币结算量 9.20 万亿元人民币，同比增长 25.75%，其中，中国内地机构跨境人民币结算量 6.75 万亿元人民币，同比增长 34.37%，市场份额稳居第一，客户数同比增长近 10%。2020 年，熊猫债承销量为 174 亿元人民币，市场份额 31.90%，市场排名第一。

预计公司 FY21-23 年的 EPS 分别为 0.646 元人民币、0.686 元人民币、0.726 元人民币，分别同比上升 5.2%、6.1%、5.8%。预计公司将长期受益于其高海外资产占比。我们给予公司“收集”评级，目标价为 3.63 港元。

正面因素分析

- 随着全球新冠疫苗普及加快，预计全球经济继续复苏。
- 预期 RCEP 将使公司的未来发展受益。
- 人民币国际化持续推进。
- 拓宽大湾区跨境业务，受益于粤港澳大湾区发展。
- 受益于国家“一带一路”战略。
- 不良贷款率下滑幅度较大。

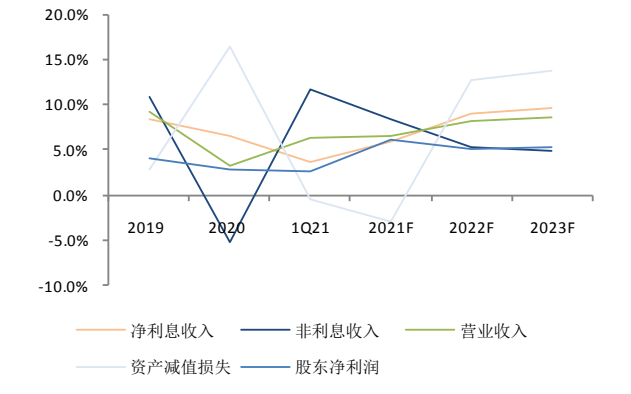
负面因素分析

- 相比其它四大行，公司存款缺乏渠道优势。
- 全球低利率环境。
- 全球经济贸易摩擦、地缘政治冲突等加剧。

风险分析

- 新冠病毒突变增加了全球新冠疫情的不确定性。
- 全球极度宽松的货币政策增加了相关潜在风险。
- 美国同其联盟国与中国对抗上升的风险。

中国银行净利息收入、非利息收入、营业收入、资产减值损失、股东净利润同比增速



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万人民币)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
利息收入	758,007	760,070	768,232	838,916	921,929
利息支出	(367,957)	(344,152)	(327,883)	(358,492)	(394,927)
净利息收入	390,050	415,918	440,348	480,424	527,002
手续费及佣金收入	88,099	88,640	98,568	104,482	110,228
手续费及佣金支出	(14,287)	(13,118)	(13,756)	(14,243)	(14,665)
手续费及佣金净收入	73,812	75,522	84,811	90,239	95,563
其他净收入	86,148	76,207	79,636	82,981	86,383
营业总收入	550,010	567,647	604,796	653,644	708,949
营业费用	(198,269)	(202,411)	(228,963)	(249,417)	(271,229)
贷款减值损失准备	(102,153)	(119,016)	(115,429)	(130,202)	(148,295)
拨备后经营利润	249,588	246,220	260,403	274,025	289,425
分占联营及合营企业收益	1,057	158	632	671	712
税收	(48,754)	(41,282)	(43,738)	(46,027)	(48,614)
税后利润	200,834	204,938	216,665	227,998	240,811
股东应占利润	187,405	192,870	204,827	215,313	227,072
每股盈利 (人民币)	0.613	0.614	0.646	0.686	0.726

重要财务比率

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
不履约贷款（NPL）	178,235	207,561	194,856	211,671	229,286
不履约贷款比率（%）	1.4	1.5	1.3	1.2	1.2
拨备覆盖率（%）	182.9	177.8	196.6	205.8	214.9
核心一级资产充足率（%）	11.4	11.3	11.3	11.4	11.5
资本充足率（%）	15.0	15.6	16.2	16.3	16.4
ROE（%）	10.4	9.3	9.1	9.0	9.0
ROA（%）	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8

资料来源：公司、国泰君安国际。

水泥建材行业

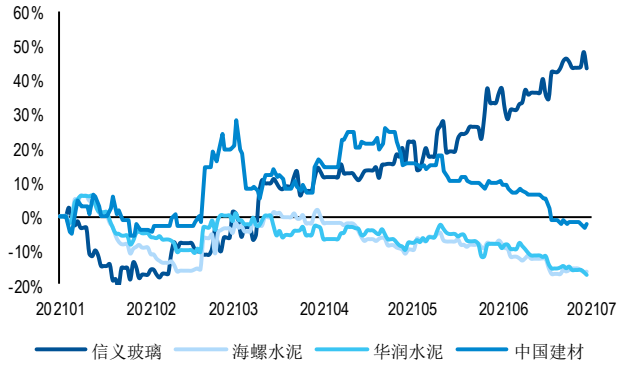
跑赢大市

分析员：冯廷帅 David Feng

股价表现回顾

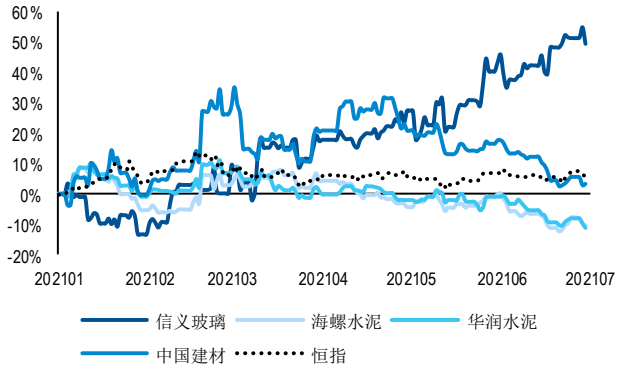
2021 年上半年建材股整体微幅跑赢大市，水泥与玻璃冰火两重天。2021 年上半年，我们所覆盖的 4 家香港上市建材股的平均绝对回报为 7.7%，同期恒指涨幅为 5.9%，整体跑赢大市 1.9 个百分点。玻璃方面，经历了年初的回调后，浮法玻璃价格进入单边上涨通道并持续超预期，信义玻璃(00868 HK)的股价因此接连突破历史新高。水泥方面，第一季度水泥股股价跟随水泥价格呈现前高后低的走势。然而第二季度在煤价超预期大幅上涨的冲击下，水泥股股价表现疲软，5 月下旬水泥价格开始普跌后，更加剧了股价的进一步走弱。我们所覆盖的 3 家水泥公司中，中国建材(03323 HK)在内部业务重组与资产减值拨备预期减少等因素的刺激下，走势强于同业。

我们所覆盖建材股绝对回报



资料来源：彭博、国泰君安国际。

我们所覆盖建材股相对回报

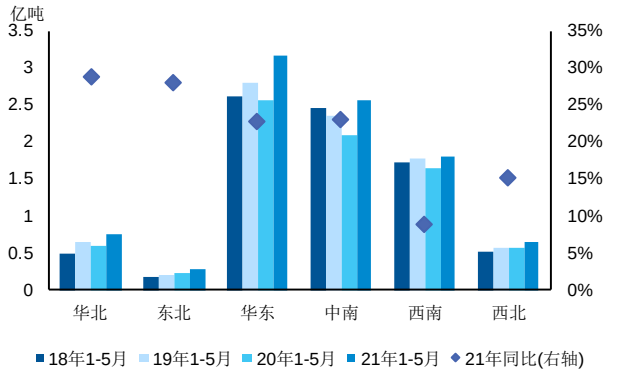


资料来源：彭博、国泰君安国际。

行业概况

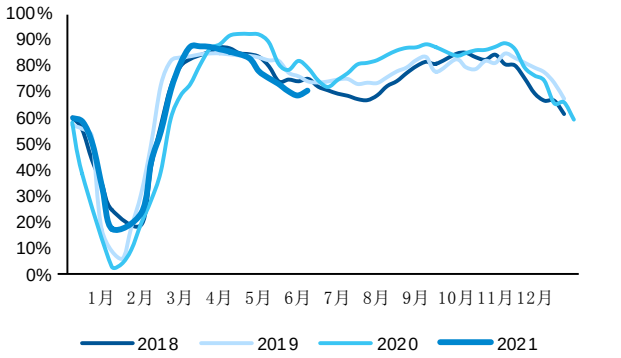
尽管淡季效应显著，上半年水泥需求整体维持强劲。2021 年 1-5 月全国水泥累计产量为 9.2 亿吨，同比增长 20%，但 5 月单月的水泥产量同比去年同期的高基数下降 3.2%。就地过年政策令年初的水泥需求得到了充分释放。然而，自 5 月下旬起，水泥需求转弱，原因一方面是大范围强降雨天气的影响，另一方面由于钢材价格暴涨，导致部分工程项目预算超标，资金短缺，进而导致施工速度放缓，间接影响水泥需求。根据近期的水泥出货情况，我们预计 6 月的水泥产量将再次出现同比下滑，但上半年的水泥产量同比 2020 年同期以及相比 2019 年同期均将实现双位数增长。展望下半年，我们认为在房地产新开工增长乏力以及即将落实的全国性碳排放配额制度的背景下，下半年的水泥产量或将有出现同比下滑的可能，但全年产量仍将大体同比持平。

各地区水泥累计产量



资料来源：中国国家统计局、国泰君安国际。

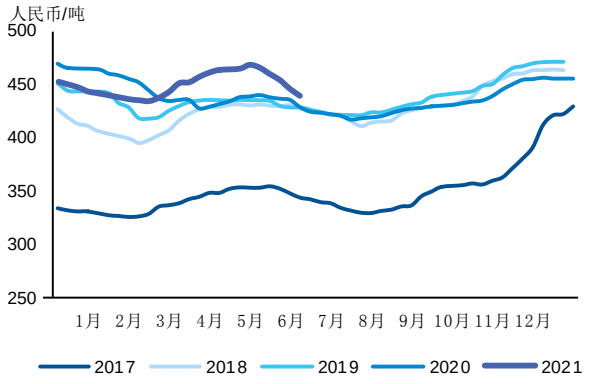
全国平均水泥出货率



资料来源：数字水泥、国泰君安国际。

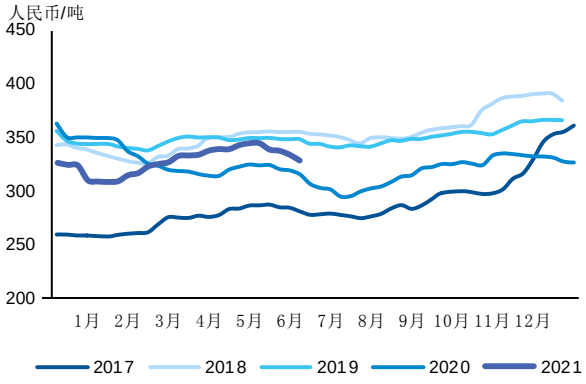
水泥价格一度逼近历史高点，但煤价大涨令水泥企业盈利承压。截至 2021 年 6 月 25 日，全国高标水泥(P.O 42.5)均价为人民币 439 元/吨，较 2020 年同期高 2.6%，2021 年上半年均价同比上升 4.7%。全国熟料均价为人民币 328 元/吨，较 2020 年同期高 12.9%，2021 年上半年均价同比上升 4.1%。进入二季度以来，水泥价格首先在施工旺季需求和成本压力的双重带动下逐步攀升并突破了历史同期的最高水平。然而，自 5 月下旬起因需求转弱，水泥与熟料价格全面回落。整体而言，水泥价格近期淡季回调的时间点早于往年，回调幅度亦超出预期。其中西南地区因需求无法吸收新增产能而出现供需失衡，进而通过跨区域运输冲击长江中下游以及华南一带。然而另一方面，随着水泥产业碳配额制度未来逐步落地，碳排放要求的提升将抑制行业整体供给并改善供需格局，对水泥价格形成一定支撑。成本方面，动力煤价格自 3 月以来单边上涨，较 2020 年低点近乎翻倍，其原因主要在于国内煤矿受安全因素影响，生产较为谨慎，而进口煤持续受限，引发供需失衡。短期内煤价仍将以高位运行为主，然而进入 7 月后，尽管夏季高温用电高峰需求持续，但煤矿安全与环保检查力度或有放松，国内煤炭供应量和进口到货量预计将增加，届时供需偏紧的格局有望缓解，煤价或将进入下降通道。

全国高标水泥均价



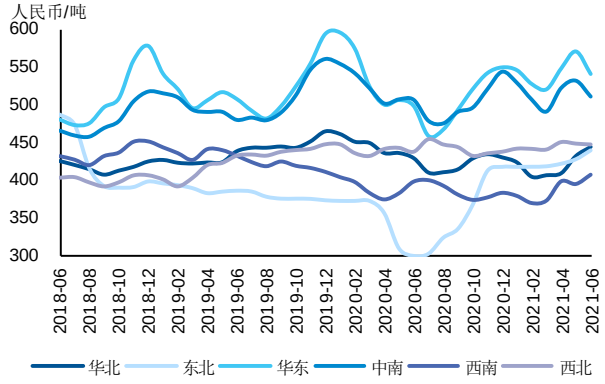
资料来源：数字水泥、国泰君安国际。

全国熟料均价



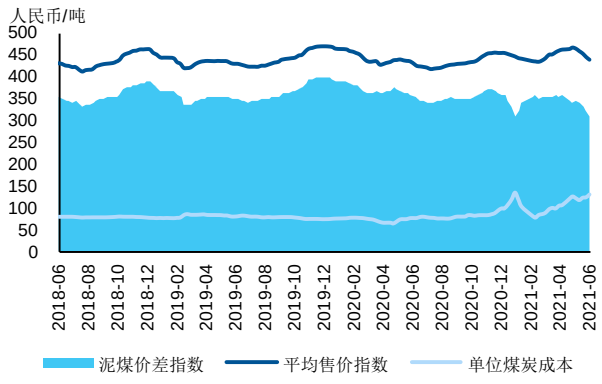
资料来源：卓创资讯、国泰君安国际。

各地区水泥价格



资料来源：中国国家统计局、国泰君安国际。

全国水泥煤炭价差指数



资料来源：数字水泥、万得资讯、国泰君安国际。

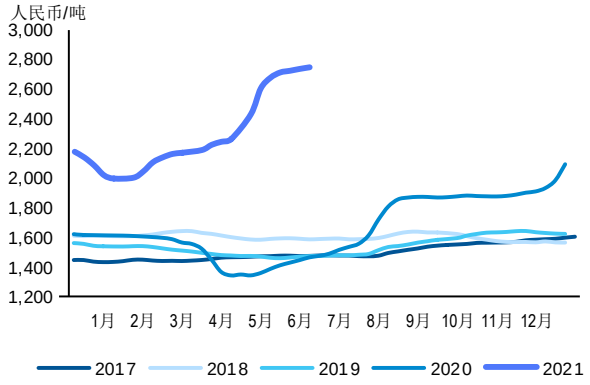
2021 年上半年新点火熟料生产线

序号	省份	地点	企业名称（所属上市公司）	日产能（吨）	年产能（万吨）
1	湖南	武冈	湖南省云峰水泥有限公司（海螺水泥）	5,000	155
2	广西	南宁	南宁红狮水泥有限公司二线	5,000	155
3	广西	来宾	广西新东运矿业有限公司	5,000	155
4	贵州	毕节	贵州黔北正安西南水泥有限公司（中国建材）	3,200	99.2
5	云南	玉溪	云南易门大春树水泥（华润水泥参股）	5,000	155
6	云南	丽江	丽江古城西南水泥有限公司（中国建材）	5,000	155
7	西藏	山南	西藏中材祁连山水泥公司（中国建材）	4,000	124
8	西藏	昌都	西藏开投海通水泥有限公司	2,000	62
9	陕西	铜川	冀东水泥铜川有限公司（冀东水泥）	10,000	310
10	陕西	铜川	铜川尧柏特种水泥有限公司（西部水泥）	10,000	310

资料来源：数字水泥、国泰君安国际。

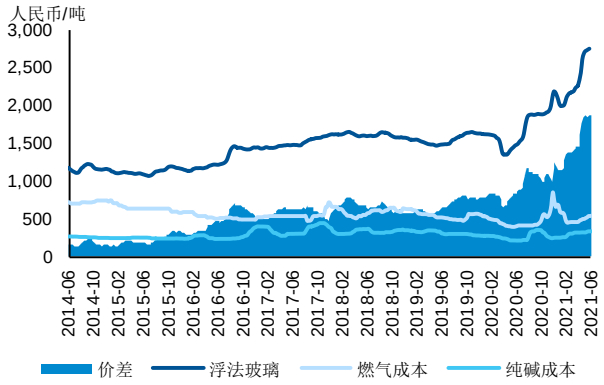
持续性的供不应求令浮法玻璃价格屡创新高。截至 2021 年 6 月 25 日，全国建筑用白玻价格为人民币 2,759 元/吨，较 2020 年同期高 83.9%，2021 年上半年均价同比上涨 49.6%。供给方面，由于光伏玻璃价格下跌，去年转向生产用于光伏组件背板玻璃的超白浮法玻璃生产线已转回生产浮法玻璃，而年内后续新增和冷修复产的生产线有限，整体供给难有大幅扩张。尽管在高盈利水平的刺激下，全国浮法玻璃的在产产能上半年同比出现小幅增长，但在竣工强周期及建筑节能要求提升的拉动下，玻璃需求维持高景气并充分吸收了供给方面的增长。步入 6 月后，随着生产线库存的小幅回升，本轮浮法玻璃价格的上涨逐渐步入尾声。然而鉴于房屋销售仍然维持较快增长，我们预计年内的玻璃需求仍将维持高景气。成本方面，尽管近期燃气价格与纯碱价格均有所上涨，但浮法玻璃价格的涨幅完全覆盖了综合成本的上涨，目前浮法玻璃厂商的利润水平仍处于历史最高水平。我们认为下半年燃气价格的上涨幅度相对可控，而纯碱价格则或将随着更多光伏玻璃生产线投产带来的需求增长而进一步上涨。

全国主要城市浮法玻璃均价



资料来源：玻璃信息网、国泰君安国际。

玻璃燃气与纯碱成本价差指数



资料来源：玻璃信息网、金联创、中国氯碱网、国泰君安国际。

房企购地与新开工日趋保守，资金回笼需求支撑地产销售。2021 年 1-5 月全国房地产开发投资同比增长 18.3%，两年平均增长率为 8.6%。我们认为开发投资的较快增长一方面是房企加速推盘回笼资金带来的存量项目施工活动旺盛，而更重要的是反映了土地价格与施工成本的上升。面积指标方面，1-5 月的商品房销售面积同比显著增长 36.3%，两年平均增长率为 9.3%。房屋新开工面积尽管同比增长 6.9%，但两年平均增长率为-3.5%，呈萎缩态势。土地购置面积则出现了同比 7.5%的同比回落，两年平均增长率为-7.8%，一方面或是受到了集中供地的影响，但另一方面也反映了房企日趋保守的拿地意愿。鉴于疲弱的新开工面积并结合水泥行业将在 2023 年提前实现碳达峰的目标，我们认为来自房地产端的水泥需求顶峰将在 1-2 年内到来。竣工端方面，鉴于上半年的房屋销售面积仍维持较强增长，我们认为以浮法玻璃为代表的强劲竣工端产品需求将在 2021 年下半年继续维持，而后续需要密切关注地产销售增长拐点的到来。

基建投资增速平平，下半年托底需求或将浮现。2021 年 1-5 月全国基建投资(不含电力)同比增 11.8%，两年平均增长率为 2.4%，增长幅度较为有限。我们认为上半年由于出口需求拉动下国内制造业高景气的动能仍存，而鉴于 2021 年较为保守的 GDP 增长目标，通过基建投资托底经济的必要性相对有限。此外，钢材等原材料价格的大幅上涨也对工程施工形成了一定抑制。然而，展望下半年，由于海外制造业持续回暖弥补供需缺口，出口方面的景气度或将回归常态，而国内消费增长也缺乏动力，因此下半年通过基建拉动内需的必要性或将有所提升。结合地方财政资金实力的考虑，我们认为中西部地区的基建需求或将相对弱势，而东南沿海地区的基建工程需求将继续支撑地区内的水泥需求。

建材主要下游行业关键指标增速

	房地产开发面积				固定资产投资			
	销售	施工	新开工	购地	房地产	建安工程	交通建设	基建
2021 年 1-5 月同比	36.3%	10.1%	6.9%	-7.5%	18.3%	19.9%	19.9%	11.8%
对比 2019 年同期	19.6%	12.7%	-6.8%	-15.0%	17.9%	11.5%	22.7%	4.8%
两年平均增长率	9.3%	6.2%	-3.5%	-7.8%	8.6%	5.6%	10.8%	2.4%

资料来源：中国国家统计局、中国交通运输部、国泰君安国际。

投资建议

行业投资评级为“跑赢大市”，首选中国建材（03323 HK）。水泥方面，我们认为随着煤价预期开始回落，前期为水泥厂商造成困扰的成本压力将有望舒缓，而随着近期钢铁库存水平的回升，间接影响水泥需求的高钢价预计也将出现调整。此外，随着出口景气度回归常态，基建托底内需的可能性有所增加，进而对水泥需求形成一定拉动。就我们覆盖的水泥公司而言，我们首推盈利弹性较强，内部重组持续推进且新材料业务前景广阔的中国建材(03323 HK)。而随着跨区域熟料运输量的增加，我们认为原本坐拥华东与华南区位优势的海螺水泥(00914 HK)和华润水泥控股(01313 HK)的竞争力在外来低价熟料的不断冲击下略有减弱，但随着碳排放配额制度的即将落地，二者在节能减排技术方面的储备和资金实力方面的竞争优势有望在中长期逐步体现。玻璃方面，尽管近期库存水平的反弹或将令处于高位的浮法玻璃价格短期内面临一定压力，但基于上半年房屋销售面积的强劲增长，我们认为浮法玻璃的需求仍将维持高景气，而信义玻璃(00868 HK)的积极扩张将助其充分把握市场机遇。基于对水泥行业即将到来的估值修复以及浮法玻璃行业的持续高景气的判断，我们给予建材行业“跑赢大市”的投资评级。

公司名称	编号	股价 (HK$)	个股评级	2021 市盈率(x)	2022 市盈率(x)	2023 市盈率(x)	2021 市净率(x)	2021 ROE(%)	2021 股息率(%)
信义玻璃	00868	31.650	收集	11.4	10.7	9.9	3.6	35.5	4.3
海螺水泥	00914	41.200	买入	5.5	5.3	5.1	1.0	19.2	5.8
华润水泥控股	01313	7.380	收集	6.1	5.9	5.7	1.0	16.2	7.9
中国建材	03323	9.120	买入	4.3	3.6	3.1	0.6	15.7	7.4
市值加权平均			**跑赢大市**	**6.9**	**6.6**	**6.1**	**1.6**	**22.7**	**5.9**

资料来源：国泰君安国际。

量价齐升带动盈利能力再创历史新高

分析员：冯廷帅 David Feng

信义玻璃(00868 HK)

评级：收集

股价: HK$31.650

目标价：HK$34.30

End 12/31	Turnover (HKD m)	Net Profit (HKD m)	EPS (HKD)	EPS (△%)	PER (x)	BPS (HKD)	PBR (x)	DPS (HKD)	Yield (%)	ROE (%)
2019A	16,258	4,478	1.118	10.6	28.3	5.187	6.1	0.550	1.7	22.7
2020A	18,616	6,422	1.595	42.7	19.8	6.902	4.6	0.790	2.5	26.4
2021F	27,162	11,277	2.788	74.8	11.4	8.821	3.6	1.375	4.3	35.5
2022F	31,887	11,992	2.956	6.0	10.7	10.387	3.0	1.460	4.6	30.8
2023F	35,134	13,028	3.203	8.4	9.9	12.160	2.6	1.580	5.0	28.4

已发行股本 Shares in issue (m)	4,052.4	大股东 Major shareholder	李贤义 23.0%
市值 Market cap. (HK$ m)	128,257.5	流通比例 Free float (%)	54.6
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)	7,703.6	2021 年净负债/股东资金 2021 Net gearing (%)	7.3
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK$)	33.200 / 9.410	2021 年每股估值 2021 NAV (HK$)	36.3
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)			4.3 / 24.6 / 233.2
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)			5.3 / 23.0 / 215.1

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

公司于 6 月 16 日发布正面盈利预告，2021 年上半年股东净利预计将同比增长 260%-290%，略超预期。股东净利大幅提升的主要原因是 1）由于中国建筑行业对浮法玻璃的需求强劲，浮法玻璃平均售价和销量显著提升，以及 2）公司的联营公司信义光能（00968 HK）盈利贡献的大幅增长。在光伏玻璃的销量与盈利能力提升的推动下，根据信义光能的正面盈利预告，其 2021 年上半年股东净利将同比增长 100%-120%。公司多名主要股东与董事自 3 月以来持续增持公司股份，其中包括公司的主席兼执行董事李贤义，行政总裁兼执行董事董清世，副主席兼执行董事董清波，以及非执行董事施能狮与李清怀，年初至今共计已增持超过 3,200 万股，约占公司总股本的 0.8%，充分彰显了公司主要股东与董事对于公司未来前景的信心。公司的积极扩张仍在持续，尽管公司年初对中国玻璃的要约收购未能成功，但公司于 5 月 15 日签约成为海南中航特玻的重整投资人，交易完成后公司将有望增加 2,400 吨的特种玻璃日熔量。我们目前对公司的投资评级为“收集”，目标价为 34.30 港元，对应 12.3 倍/ 11.6 倍/ 10.7 倍的 2021-2023 年市盈率和 3.9 倍的 2021 年市净率。

正面因素分析

- 浮法玻璃价格维持高位。
- 重整海南中航特玻，产能扩张持续推进。

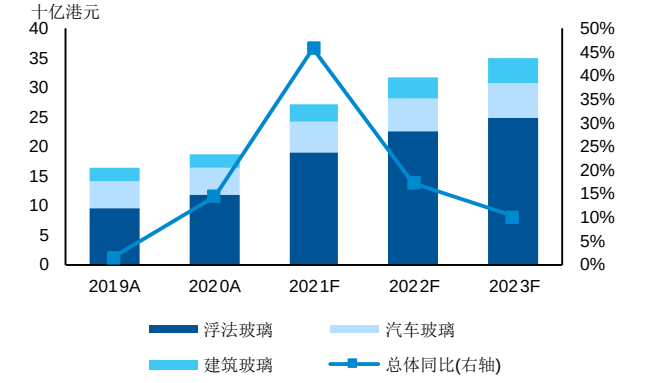
负面因素分析

- 纯碱与天然气价格上涨为成本端带来压力。
- 浮法玻璃库存水平反弹令价格承压。
- 光伏玻璃价格下跌打击信义光能盈利贡献。

风险分析

- 光伏玻璃价格波动令信义光能盈利贡献不及预期。
- 房屋销售增速回落，冲击竣工端玻璃需求。

各板块收入及总体同比增速



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万港元)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
营业额	16,258	18,616	27,162	31,887	35,134
营业成本	(10,375)	(10,844)	(13,799)	(16,716)	(18,873)
毛利润	5,883	7,771	13,363	15,171	16,261
其他收入及损益	1,307	1,353	1,868	983	1,131
销售费用	(940)	(959)	(1,244)	(1,410)	(1,533)
管理费用	(1,692)	(1,805)	(2,029)	(2,153)	(2,272)
经营利润	4,558	6,361	11,957	12,590	13,587
财务费用	(182)	(155)	(143)	(90)	(67)
应占联营公司业绩	640	1,124	1,201	1,321	1,453
税前利润	5,016	7,330	13,015	13,821	14,973
所得税	(533)	(899)	(1,721)	(1,813)	(1,927)
少数股东权益	(5)	(9)	(16)	(17)	(18)
股东利润	4,478	6,422	11,277	11,992	13,028
每股盈利(港元)	1.118	1.595	2.788	2.956	3.203

重要财务比率

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
毛利率(%)	36.2	41.7	49.2	47.6	46.3
经营利润率(%)	28.0	34.2	44.0	39.5	38.7
净利率(%)	27.5	34.5	41.5	37.6	37.1
股东资金回报率(%)	22.7	26.4	35.5	30.8	28.4
资产收益率(%)	13.7	16.2	23.0	20.8	19.6
净负债比率(%)	27.1	22.4	7.3	1.6	净现金
利息覆盖率(倍)	19.3	39.0	65.6	69.0	68.9

资料来源：公司、国泰君安国际。

期待碳交易制度下的龙头优势

分析员：冯廷帅 David Feng

海螺水泥(00914 HK)

评级：买入

股价: HK$41.200

目标价：HK$59.10

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net Profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (△%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2019A	157,030	33,630	6.346	12.6	5.4	25.888	1.3	2.000	5.8	26.9
2020A	176,243	35,164	6.636	4.6	5.2	30.510	1.1	2.120	6.2	23.5
2021F	197,668	33,061	6.239	(6.0)	5.5	34.628	1.0	1.995	5.8	19.2
2022F	208,608	34,158	6.446	3.3	5.3	39.076	0.9	2.060	6.0	17.5
2023F	219,018	35,641	6.726	4.3	5.1	43.736	0.8	2.150	6.3	16.2

已发行股本 Shares in issue (m)	5,299.3	大股东 Major shareholder	海螺集团 36.4%
市值 Market cap. (HK$ m)	250,865.6	流通比例 Free float (%)	24.5
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)	8,490.9	2021 年净负债/股东资金 2021 Net gearing (%)	净现金
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK$)	62.050 / 40.100	2021 年每股估值 2021 NAV (HK$)	63.1
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)			(14.2) / (18.5) / (21.1)
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)			(13.1) / (20.1) / (39.1)

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

2021 年 1-5 月公司核心经营区域东部地区的水泥产量同比增 20.8%，略超我们的预期。然而，在钢价上涨拖累工程施工以及持续降雨天气的影响下，华东水泥价格自 5 月下旬起开始出现普遍回落，基本抹平了三月以来的涨幅。公司计划通过产能置换的方式，在安徽安庆怀宁投资建设一条日产能为 12,000 吨的熟料生产线，同时在池州建设一个大型砂石骨料生产基地，一期项目为年产 3,000 万吨的骨料机制砂生产线，其中骨料 2,000 万吨，机制砂 1,000 万吨。公司第一季度业绩基本符合预期，收入同比增 48.4%至 344.41 亿元人民币，较 2019 年第一季度高 12.9%但较我们的预期低 5.3%。整体毛利率同比降 7.8 个百分点至 26.1%，较我们的预期高 2.2 个百分点。股东净利同比增 18.2%至 58.09 亿元人民币，分别较 2019 年第一季度和我们的预期低 4.5%和 4.0%。我们目前对公司的投资评级为“买入”，目标价为 59.10 港元，对应 7.9/ 7.6/ 7.3 倍的 2021-2023 年市盈率和 1.4 倍的 2021 年市净率。

正面因素分析

- 节能减排技术处于行业领先。
- 碳中和加速产业集中度提升。

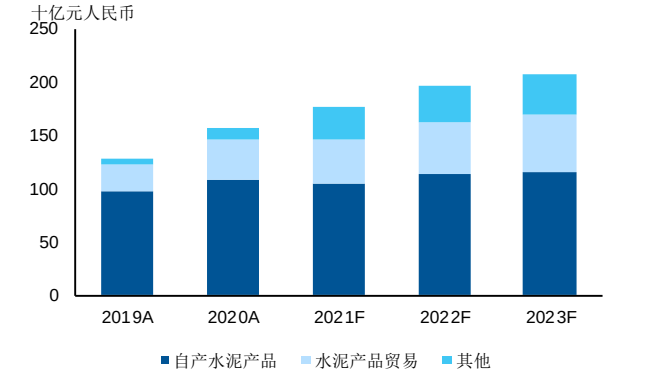
负面因素分析

- 进口与东北低价熟料持续冲击华东市场。
- 海外项目运营及拓展受疫情拖累。

风险分析

- 房地产需求迎来拐点。
- 错峰生产执行不严导致水泥价格崩盘。

各板块收入



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万人民币)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
营业额	157,030	176,243	197,668	208,608	219,018
营业成本	(106,124)	(126,101)	(148,976)	(158,123)	(166,610)
毛利润	50,906	50,142	48,692	50,486	52,407
其他收入及损益	3,808	5,618	5,264	5,360	6,040
销售费用	(4,417)	(4,123)	(4,535)	(4,664)	(4,814)
管理费用	(6,109)	(4,851)	(5,680)	(6,189)	(6,864)
经营利润	44,188	46,786	43,742	44,993	46,769
财务费用	(446)	(447)	(393)	(369)	(303)
应占联营与合营公司业绩	854	804	888	1,098	1,336
税前利润	44,596	47,144	44,237	45,721	47,802
所得税	(10,205)	(10,738)	(10,008)	(10,357)	(10,902)
少数股东权益	(761)	(1,242)	(1,168)	(1,207)	(1,259)
股东利润	33,630	35,164	33,061	34,158	35,641
每股盈利(人民币)	6.346	6.636	6.239	6.446	6.726

重要财务比率

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
毛利率(%)	32.4	28.5	24.6	24.2	23.9
经营利润率(%)	28.1	26.5	22.1	21.6	21.4
净利率(%)	21.4	20.0	16.7	16.4	16.3
股东资金回报率(%)	26.9	23.5	19.2	17.5	16.2
资产收益率(%)	21.2	19.4	16.3	15.1	14.2
净负债比率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
利息覆盖率(倍)	101.0	106.5	113.7	124.8	158.8

资料来源：公司、国泰君安国际。

新增产能冲击区域供需格局

分析员：冯廷帅 David Feng

华润水泥控股(01313 HK)

评级：收集

股价: HK$7.380

目标价：HK$10.10

End 12/31	Turnover (HKD m)	Net Profit (HKD m)	EPS (HKD)	EPS (△%)	PER (x)	BPS (HKD)	PBR (x)	DPS (HKD)	Yield (%)	ROE (%)
2019A	38,956	8,618	1.234	4.7	6.0	6.012	1.2	0.595	8.1	21.6
2020A	40,087	8,960	1.283	4.0	5.8	7.107	1.0	0.615	8.3	19.6
2021F	43,028	8,407	1.204	(6.2)	6.1	7.713	1.0	0.580	7.9	16.2
2022F	43,591	8,674	1.242	3.2	5.9	8.370	0.9	0.595	8.1	15.4
2023F	44,021	8,971	1.285	3.5	5.7	9.055	0.8	0.615	8.3	14.7

已发行股本 Shares in issue (m)	6,982.9	大股东 Major shareholder	华润集团 68.7%
市值 Market cap. (HK$ m)	51,534.1	流通比例 Free float (%)	31.3
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)	13,470.7	2021 年净负债/股东资金 2021 Net gearing (%)	净现金
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK$)	12.440 / 7.330	2021 年每股估值 2021 NAV (HK$)	10.3
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)			(10.3) / (15.5) / (22.2)
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)			(9.3) / (17.0) / (40.2)

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

2021 年 1-5 月，公司核心经营区域两广地区的水泥产量同比增 23.7%，超越我们的预期，而水泥价格方面，进入 5 月后由于广西有两条新增生产线产能释放，且贵州低价水泥持续流入，广西水泥价格持续下滑至近 3 年来的低位，而珠三角地区因西江恢复通航后也受到了一定拖累。公司先后与广西百色市人民政府和广东东源县人民政府分别就新型建材产业园项目和一体化硅产业基地项目签署合作框架协议，其中硅产业基地项目计划总投资 180 亿元人民币，一期计划投资 100 亿元，二期计划投资 30 亿元，三期计划投资 50 亿元。全部建成达产后，预计年产值 200 亿元。公司第一季度业绩主要因高煤炭成本而不及预期。收入同比增 52.1%至 85.11 亿港元，较 2019 年第一季度高 13.4%但较我们的预期低 1.6%。整体毛利率同比降 10.8 个百分点至 28.4%，较我们的预期低 2.9 个百分点。股东净利同比增 15.8%至 12.90 亿港元，分别较 2019 年第一季度和我们的预期低 13.4%和 17.7%。我们目前对公司的投资评级为“收集”，目标价为 10.10 港元，对应 8.4/ 8.1/ 7.9 倍的 2021-2023 年市盈率和 1.3 倍的 2021 年市净率。

正面因素分析

- 骨料业务布局提速。
- 装配式建筑产业基地稳步扩建。

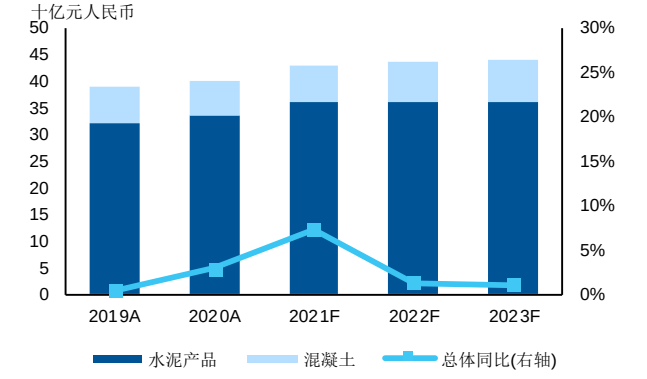
负面因素分析

- 贵州低价水泥持续冲击两广水泥市场。
- 广西及云贵新增产能导致供需失衡。
- 煤价上涨蚕食吨毛利。

风险分析

- 阴雨天气打击水泥需求。
- 房地产需求迎来拐点。
- 汇率波动对公司业绩造成不利影响。

各板块收入及总体同比增速



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万港元)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
营业额	38,956	40,087	43,028	43,591	44,021
营业成本	(23,298)	(24,451)	(28,257)	(28,566)	(28,783)
毛利润	15,658	15,636	14,772	15,025	15,238
其他收入及损益	608	721	724	775	896
销售费用	(1,987)	(1,796)	(2,119)	(2,133)	(2,143)
管理费用	(2,329)	(3,193)	(2,685)	(2,599)	(2,780)
经营利润	11,951	11,367	10,692	11,068	11,210
汇兑损益	(37)	104	272	167	232
财务费用	(454)	(274)	(215)	(172)	(186)
应占联营与合营公司业绩	548	696	700	822	1,016
税前利润	12,008	11,893	11,449	11,885	12,272
所得税	(3,314)	(2,864)	(2,976)	(3,143)	(3,231)
少数股东权益	(77)	(70)	(65)	(68)	(70)
股东利润	8,618	8,960	8,407	8,674	8,971
每股盈利(港元)	1.234	1.283	1.204	1.242	1.285

重要财务比率

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
毛利率(%)	40.2	39.0	34.3	34.5	34.6
经营利润率(%)	30.7	28.4	24.8	25.4	25.5
净利率(%)	22.1	22.4	19.5	19.9	20.4
股东资金回报率(%)	21.6	19.6	16.2	15.4	14.7
资产收益率(%)	14.8	14.2	12.5	12.2	11.8
净负债比率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
利息覆盖率(倍)	27.5	44.4	54.3	70.0	66.8

资料来源：公司、国泰君安国际。

高盈利弹性静待价值重估

分析员：冯廷帅 David Feng

中国建材(03323 HK)

评级：买入

股价: HK$9.120

目标价：HK$14.40

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net Profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (△%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2019A	253,403	10,975	1.301	38.4	5.8	9.538	0.8	0.350	4.6	14.4
2020A	254,762	12,553	1.488	14.4	5.1	10.699	0.7	0.470	6.2	14.7
2021F	279,937	15,015	1.780	19.6	4.3	12.005	0.6	0.560	7.4	15.7
2022F	297,197	17,946	2.128	19.6	3.6	13.554	0.6	0.670	8.8	16.6
2023F	312,626	20,373	2.415	13.5	3.1	15.280	0.5	0.765	10.1	16.8

已发行股本 Shares in issue (m)	8,434.8	大股东 Major shareholder	中国建材集团 43.0%
市值 Market cap. (HK$ m)	76,925.1	流通比例 Free float (%)	45.8
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)	27,110.7	2021 年净负债/股东资金 2021 Net gearing (%)	72.7
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK$)	14.080 / 8.050	2021 年每股估值 2021 NAV (HK$)	15.9
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)			(11.3) / (18.7) / 10.5
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)			(10.3) / (20.3) / (7.5)

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

以天山股份为核心的水泥业务板块重组已于 3 月 31 日获得国务院国资委批准。尽管天山股份称将延期不超过 30 个工作日回复中国证监会对于重组交易的反馈意见，我们认为重组交易有望在下半年取得更多实质性进展。中国证监会批准公司部分非上市股份参与 H 股全流通计划，本参与该计划转换为 H 股上市流通的股份约占公司已发行股本的 8.17%。由于该批准自 2021 年 4 月 19 日起 12 个月内有效，预计期间公司的股价将面临一定抛售压力，但公司股票的流动性长期有望提升。公司第一季度业绩符合预期，收入同比增 40.3%至 478.44 亿元人民币，分别较 2019 年第一季度和我们的预期高 11.6%和 2.1%。毛利同比增 34.3%至 110.75 亿元人民币，较我们的预期低 0.5%。股东净利同比增 224.9%至 20.12 亿元人民币，符合盈利预告。预计我们目前对公司的投资评级为“买入”，目标价为 14.40 港元，对应 7.1 倍/ 5.9 倍/ 5.2 倍的 2021-2023 年市盈率和 1.0 倍的 2021 年市净率。

正面因素分析

- 降债稳步推进，财务费用降低释放利润空间。
- 新材料业务增长强劲。

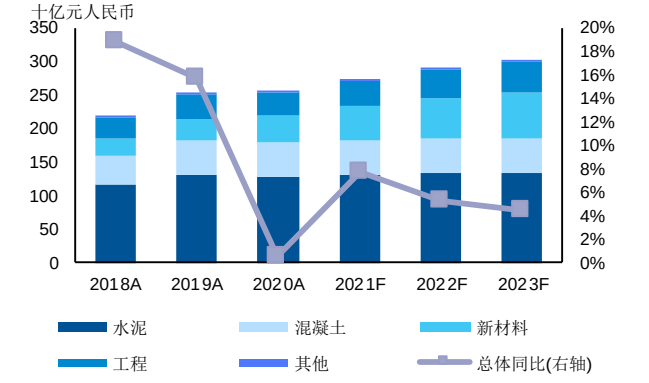
负面因素分析

- 煤价上涨蚕食吨毛利。
- 碳排放要求趋严提升设备更新改造成本。
- 部分非上市股份参与 H 股全流通，股价面临抛售压力。

风险分析

- 错峰生产执行不严导致水泥价格崩盘。
- 资产减值金额未能如预期下降。
- 内部整合进展不及预期。

各板块收入及总体同比增速



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万人民币)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
营业额	253,403	254,762	279,937	297,197	312,626
营业成本	(184,915)	(187,953)	(211,131)	(222,391)	(232,674)
毛利润	68,487	66,809	68,806	74,806	79,952
其他收入及损益	4,314	5,331	4,725	4,988	5,229
销售费用	(5,041)	(4,857)	(5,172)	(5,382)	(5,567)
管理费用	(34,018)	(33,442)	(30,261)	(30,043)	(30,236)
经营利润	33,743	33,841	38,097	44,369	49,379
财务费用	(8,754)	(7,080)	(6,760)	(6,409)	(6,034)
应占联营与合营公司业绩	2,459	3,274	4,127	4,429	4,826
税前利润	27,448	30,035	35,465	42,389	48,172
所得税	(9,019)	(8,390)	(9,874)	(11,980)	(13,779)
永久资本工具	(1,170)	(992)	(887)	(883)	(872)
少数股东权益	(6,283)	(8,101)	(9,689)	(11,581)	(13,147)
股东利润	10,975	12,553	15,015	17,946	20,373
每股盈利(人民币)	1.301	1.488	1.780	2.128	2.415

重要财务比率

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
毛利率(%)	27.0	26.2	24.6	25.2	25.6
经营利润率(%)	13.3	13.3	13.6	14.9	15.8
净利率(%)	4.3	4.9	5.4	6.0	6.5
股东资金回报率(%)	14.4	14.7	15.7	16.6	16.8
资产收益率(%)	5.5	5.9	6.5	7.2	7.7
净负债比率(%)	107.4	88.0	72.7	58.9	46.9
利息覆盖率(倍)	4.1	5.2	6.2	7.6	9.0

资料来源：公司、国泰君安国际。

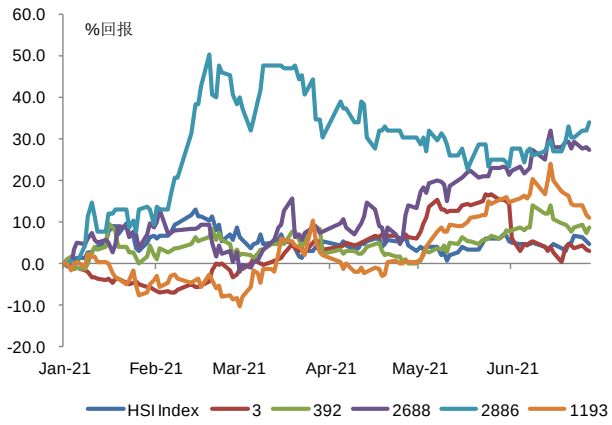
清洁能源行业–天然气　　跑赢大市

分析员：郭勇 Kevin Guo

中国天然气消费恢复快速增长

市场回顾：随着新冠疫情得到控制，中国天然气消费增速在 2021 年上半年加快，燃气企业基本跑赢恒指。中国的天然气消费在 2020 年下半年已基本恢复至正常增长水平，且消费增速在 2021 年上半年进一步加快。由于制造业复苏以及出口需求旺盛，工业用户用气增长显著。根据国家发改委的数据，中国的天然气消费在 2021 年前 4 个月同比增长 16.8%，为近三年来最快的增长水平。居民用气增速保持平稳，工商业用气增速维持高位。2021 年天然气价格基本保持稳定，国内天然气供应充足，国际 LNG 市场依旧处于过剩状态使得现货 LNG 依旧便宜。由于中国的新冠疫情得到有效控制，国内的经济增长良好，大型燃气公司天然气销售量均实现了快速增长。燃气股整体跑赢大市，特别是头部企业的表现特别突出。龙头公司新奥能源（02688HK）和小型燃气公司滨海投资（02886HK）显著跑赢恒指，华润燃气（01193 HK）全年表现好于大市，北京控股（00392HK）表现与恒指相当，而中华煤气（00003HK）则跑输恒指。新奥能源（02688HK）已恢复至两位数以上的销气增速，公司的经营数据优异明显好于其它同业公司，且公司的综合能源业务发展迅速，因此受到投资者的追逐。2021 年上半年的涨幅达到 27.5%；滨海投资（02886HK）前期股价较低，而且公司业绩弹性较大，上半年涨幅达到 33.9%；华润燃气的表现差于新奥能源，上半年涨幅达到 11.0%。华润燃气（01193 HK）上半年的表现稳健，但增速不及新奥能源。中华煤气（00003HK）内地的天然气销售增速较低，且香港燃气市场受新冠疫情的影响仍未消退，且公司估值较高面临估值压力，因此上半年录得轻微下跌。北京控股（00392HK）的主要经营区域北京市的天然气消费逐步趋于饱和，增长前景相对有限，因此表现与恒指相当。

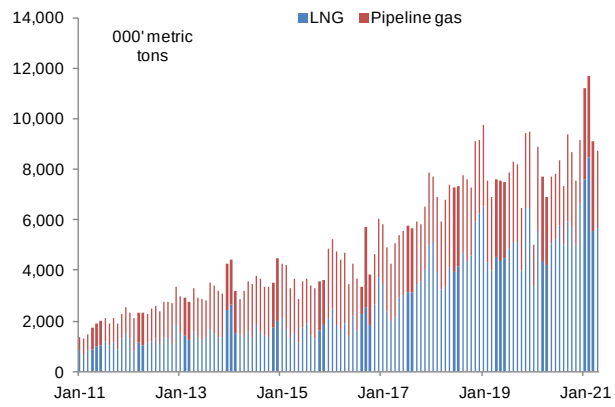
2021 年上半年港股恒指和燃气股走势



资料来源：Bloomberg、国泰君安国际。

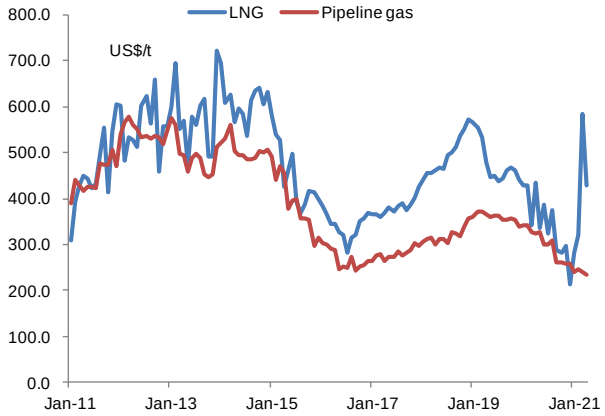
2021 年上半年中国天然气消费增速加快，天然气进口量增速有所恢复。2021 年前 4 个月中国天然气消费量同比增长 16.8%至 1,220.1 亿立方米，比去年同期增速高 13.5 个百分点，是最近三年的最快增速。由于新冠疫情得到有效控制，国内经济增长趋势良好，外贸出口增速保持高位，工商业用户的用气需求保持快速增长。由于新冠疫情在国外仍未得到有效控制，全球制造业的产能在 2021 年仍持续转移至中国，中国的外贸出口保持了高速增长。据海关统计，2021 年前 5 个月，我国进出口总值 14.76 万亿元人民币，同比增长 28.2%，比 2019 年同期增长 21.6%。其中，出口 8.04 万亿元，同比增长 30.1%，比 2019 年同期增长 23.6%。我国鼓励天然气消费的政策导向并未改变，各地的“煤改气”仍在继续推进，特别是工业领域的“煤改气”要求在不断提高，更多小型的燃煤锅炉将持续被淘汰。我们认为工业领域的“煤改气”仍有巨大的空间，未来仍会带来可观的天然气消费增量。2021 年前 4 个月天然气进口同比增长 42.8%至 4,076 万吨，进口增速显著加快，主要是由于国内消费增速的恢复。2021 年前 4 个月中国 LNG 的进口量同比增长了 56.1%至 2,729 万吨。2021 年前 4 个月中国管道燃气进口量恢复增长，同比增长 21.7%至 1,347 万吨。随着国际油价的反弹，中国进口管道气和 LNG 的价格都均出现了一定幅度的上涨。

中国天然气进口量



资料来源：海关总署、国泰君安国际。

中国天然气进口价格



资料来源：海关总署、国泰君安国际。

国家发展改革委出台跨省天然气管道运输定价机制，进一步规范天然气管输价格。为贯彻落实党中央、国务院关于深化石油天然气体制改革的决策部署，加强对自然垄断环节价格监管，推动天然气行业高质量发展，国家发展改革委于 6 月出台了《天然气管道运输价格管理办法（暂行）》和《天然气管道运输定价成本监审办法（暂行）》，进一步完善天然气管道运输价格管理体系。《价格管理办法》提出，在坚持“准许成本加合理收益”定价原则不变的基础上，适应“全国一张网”发展要求，根据我国天然气市场结构和管道分布情况，把跨省管道分为西北、西南、东北、中东部四个价区，分区核定运价率，实行“一区一价”。《成本监审办法》明确，天然气管道运输定价成本由折旧及摊销费、运行维护费构成，并对固定资产折旧年限、运行维护费上限等主要参数取值作了具体规定，特别是将管道折旧年限由现行 30 年延长至 40 年，体现从严监管要求，有助于降低当期运价率，释放改革红利。两个办法的出台，有利于推进管网互联互通，加快打造“全国一张网”，促进资源流动和多元竞争市场形成，推动天然气行业高质量发展，更好保障国家能源安全。国家发改委出台的价格管理办法，将进一步规范和透明化天然气管输价格，有利于下游企业的成本控制。

国家管网集团加快推进天然气基础设施建设。全国多地天然气基础设施建设驶入快车道，中俄东线南段、蒙西管道等多条管线建设加速推进，这是国家管网集团助力实现碳达峰、碳中和远景目标的实际行动。4 月 29 日，国家管网集团广东省天然气管网“县县通工程”开工仪式在广东省梅州、韶关、清远三地举行。广东省是我国经济大省，“县县通工程”是“十四五”期间国家管网集团在该省投资的重大民心工程。该项目管道全长 1050 公里，总投资 80 亿元，预计 2022 年底全面建成。根据测算，该项目建成后每年输气 33 亿立方米，可替代使用标准煤 429 万吨，减排二氧化碳 1405 万吨。作为能源领域新的“国家队”，国家管网集团将进一步强化天然气基础设施布局，加快推进天然气管网建设，加快推进 LNG 接收站和储气库项目建设，着力构建多点共保、管网联通、灵活高效、安全高效的储气调峰体系，提升管网储气调峰和应急保障能力，为我国实现碳达峰、碳中和目标贡献力量。天然气管网的建设，将更多人口和产业纳入天然气管网的服务范围，有利于未来增加天然气的消费。

中国能源消费结构调整是推动天然气消费增长的长期动力，政府鼓励天然气消费的政策导向保持不变。目前天然气在中国能源消费结构中的占比不到 8%，根据天然气发展的远期目标：到 2030 年，中国天然气消费量将达到 4,500—5,000 亿立方米，约占能源总消费量的 15%。从长远来看，调整能源消费费结构的需求将推动天然气消费。2020 年天然气在中国能源消费结构中的占比低于原先制定的目标，未来天然气仍有提升的空间。环保压力是政府推动天然气消费的重要因素，居民对环保问题的重视使得政府将保持持续推动天然气消费的政策。在北方集中供暖地区，“煤改气”的推动力度不断加大，地方政府不仅对集中供暖的改造有一次性的投资补贴，部分地区甚至对取暖的燃料费都有一定的补贴。根据发改委联合多部门出台的《北方地区冬季清洁取暖规划（2017-2021）》，“煤改气”要在落实气源的前提下有序进行，供用气双方要签订“煤改气”供气协议并严格履行协议，各级地方政府要根据供气协议制定“煤改气”实施方案和年度计划。北方清洁能源取暖规划是政府鼓励天然气消费政策的延续，并给出了未来北方天然气消费增量的一个更加具体的数字，对燃气分销公司是巨大的利好。虽然政府并未出台新的鼓励政策，且天然气行业下一个“五年”规划目标尚未制定，但总体的政策导向并未发生变化。除此之外，由于当前天然气的供应相对充足，各级政府尝试在各用气领域推进天然气的使用，这有利于深度扩大天然气的用气潜力。

我们预计中国对天然气的需求增速在 2021 年将恢复至双位数的水平，并在未来 5-10 年保持该增长水平。中国的天然气消费量在 2010 年首次超过 1,000 亿立方米，并且随着中亚进口的天然气增加，天然气消费增长加快。2011-2015 年期间，中国的天然气消费量保持了 12.4%的年复合增长率并在 2015 年达到 1,932 亿立方米。此后中国的天然气消费增速再次加快，消费量在 2020 年达到 3,259 亿立方米，使中国成为世界上第二大天然气消费国。中国对天然气的消费需求主要受到调整能源消费结构的需要和环保压力特别是冬季雾霾天气的带动。虽然天然气消费量自 2010 年以来增加一倍以上，中国的能源消费仍严重依赖于非清洁能源类型的煤炭。能源消费结构调整的需求将在长期驱动天然气消费，我们预计中国的天然气消费在未来 5-10 年将保持双位数的增长。虽然新冠疫情的爆发使得 2020 年中国的天然气消费增速有所放缓，但天然气用气量增速在 2020 年第四季度已经恢复到两位数，且增速在 2021 年仍在加快。我们相信由于强劲的海外需求，2021 年中国天然气消费将保持快速增长。我们预计中国对天然气的需求增速在 2021 年将恢复至双位数的水平，并在未来 5-10 年保持该增长水平。

2021 年国际 LNG 市场供应依旧过剩，天然气进口来源充足。2020 年的新冠疫情、供应过剩以及低迷的价格严重影响了 LNG 新产能的建设。根据彭博的统计数据，预计全球液化天然气的液化能力增速于 2020 年将降至近零附近，并于 2021-2024 年缓慢恢复。目前全球在建液化站产能 1.08 亿吨/年，但是在 2021-2023 年投入使用的项目进度将大大放缓。很多原来获批的项目不太可能建设，最终成功落实的项目至少要到 2024 年至 2025 年才能投产。新冠疫情和新产能投资的推迟将对 LNG 供应产生长期影响，这将极大减缓全球 LNG 扩张。在需求方面，疫情导致的封锁措施以及工业活动减少抑制了 LNG 需求增长，全球 LNG 需求将可能在 2021 年才能逐渐恢复。预计中国和欧洲将贡献 LNG 的大部分消费需求增长，但日本和韩国的需求甚至可能录得下降。新冠疫情彻底改变了全球 LNG 的消费趋势。根据彭博的估计，欧洲曾经是 LNG 消费增长的主要贡献者，预计在未来三年内将出现负增长。此外，日本曾经是最大的 LNG 进口国，预计在未来几年也将出现负增长。预计韩国未来还将录得小幅负增长。预计 2020-2024 年中国的消费需求增长也将大大地放缓。LNG 需求的长期前景仍然乐观，更多的“煤改气”以及愈加严格的低碳环保政策将推动更多的天然气需求。但是预计在 2020-2024 年，全球 LNG 市场将面临供过于求的局面。我们预计全球 LNG 需求将在 2021 年恢复增长，随着全球经济的复苏，增速将可能从 2022 年开始加速。总体上 2021 年国际 LNG 市场仍将处于供应过剩状态。

管道燃气公司销气价差预计在 2021 年将保持稳定。经过多年持续的气价改革，“存量气和增量气”之间的价差被抹平，居民用气与非居民用气的价差也已经被消除，因此天然气价格的调整不会对燃气公司的天然气采购成本产生结构性影响，不会导致公司的销气价差受到冲击。未来国家发改委将进一步推动市场化的天然气价格改革，将非居民用气由现行最高门站价格管理改为基准门站价格管理，供需双方可在基准门站价格上浮 20%。我们认为在新的价格机制下，管道燃气公司的销气价差将保持稳定。随着国家对天然气供应保障的重视，未来国内天然气储气设施的建设将持续扩大，充足的储气设施将能够有效调节季节性供气压力，保持天然气价格的稳定。我们相信公司的销气价差可能会因客户结构变化而小幅下降，但会基本保持稳定。我们认为经过气价改革之后，燃气公司未来的销气价差将总体保持稳定。

投资建议

行业投资评级“跑赢大市”。中国的能源消费结构调整是一个长期的过程，将持续十年以上。天然气在中国能源消费结构中的占比将逐步上升，政府鼓励天然气消费的政策导向不变。我们认为利好燃气分销行业的基本面不变，中国的天然气消费将长期保持中高速增长。我们认为在能源消费结构调整的大背景下，中国的天然气消费在未来拥有巨大的潜力，而燃气分销公司将是最大的受益者之一。新冠疫情在我国得到了有效控制，疫情对经济的影响已基本消除，工商业的用气需求在 2021 年将恢复快速增长。在经过多轮气价改革之后，燃气分销公司的销气价差预计将保持稳定，因此燃气公司的盈利将随着销气规模的扩大而增加。我们认为天然气消费的高速增长以及燃气公司盈利快速增长前景并未改变，特别是行业头部公司受益更加显著。因此我们维持对行业 “跑赢大市”的评级。投资首选是燃气业务遍布全国的龙头燃气分销公司华润燃气（01193 HK）和新奥能源（02688 HK）。

公司名称	编号	股价 (HK$)	个股评级	2021 市盈率(x)	2022 市盈率(x)	2023 市盈率(x)	2021 市净率(x)	2021 ROE(%)	2021 股息率(%)
中华煤气	00003	12.060	收集	31.5	30.4	28.2	3.2	10.1	2.9
华润燃气	01193	46.600	买入	16.3	14.4	13.1	2.0	16.7	1.5
北京控股	00392	27.550	收集	5.2	4.8	4.5	0.4	7.6	3.5
新奥能源	02688	147.800	买入	18.8	17.3	15.8	3.5	22.8	3.0
滨海投资	02886	1.540	买入	4.3	3.7	3.4	0.8	20.9	7.0
市值加权平均			**跑赢大市**	**22.7**	**21.3**	**19.7**	**2.9**	**15.3**	**2.7**

资料来源：国泰君安国际。

燃气销售持续恢复

分析员：郭勇　Kevin Guo

香港中华煤气(00003 HK)

评级：收集

股价: HK$12.060

目标价: HK$13.40

End 12/31	Turnover (HKD m)	Net profit (HKD m)	EPS (HKD)	EPS (△%)	PER (x)	BPS (HKD)	PBR (x)	DPS (HKD)	Yield (%)	ROE (%)
2019A	40,628	6,966	0.412	(32.0)	29.3	3.794	3.2	0.350	2.9	11.0
2020A	40,927	6,007	0.338	(17.9)	35.7	3.944	3.1	0.350	2.9	9.2
2021F	43,348	6,799	0.383	13.2	31.5	3.789	3.2	0.350	2.9	10.1
2022F	45,505	7,046	0.397	3.6	30.4	3.836	3.1	0.350	2.9	10.4
2023F	48,558	7,599	0.428	7.8	28.2	3.913	3.1	0.350	2.9	11.0

已发行股本 Shares in issue (m)	18,659.9	大股东 Major shareholder	李绍基 41.5%
市值 Market cap. (HK$ m)	225,038.0	流通比例 Free float (%)	58.5
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)	19,233.3	2021 年净负债/股东资金 2021Net gearing (%)	41.4
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK$)	13.048 / 10.133	2021 年每股估值 2021 NAV (HK$)	15.8
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)			(10.7) /(2.0) / 0.5
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)			(9.6) /(3.5)/ (17.5)

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

香港中华煤气有限公司（中华煤气）成立于 1862 年，是香港首家公用事业公司。公司是香港最大的能源供应商之一，并逐步发展成为在大中华区能源行业占据领先地位的公司。目前公司在中国大陆拥有超过 260 个项目，包括城市管道燃气项目、上游和中游项目、水务和污水处理项目、天然气加气站以及遍布新能源开发和利用合资公司。公司香港燃气业务贡献盈利稳定，内地天然气销量保持快速增长，内地天然气业务是公司未来主要的增长来源。

随着新冠病毒疫情的影响影响逐步褪去，大陆和香港的天然气消费都逐步恢复，预计 2021 年公司大陆的天然气销量将增长 5%-10%，而香港的燃气销售预计将基本持平。但是长期看天然气消费在中国仍有巨大的增长空间，未来三年中国的天然气消费将保持双位数以上的快速增长。中华煤气未来仍将极大受益于中国天然气消费的快速增长，在新的定价机制下销气价差将保持稳定，我们认为公司未来的管道燃气销售量和盈利仍能保持快速增长。我们认为公司天然气销售将逐步恢复增长。我们预期公司 12 个月目标价为 13.40 港元，投资评级为“收集”。

正面因素分析

- 中国天然气消费将保持高速增长。
- 公司大陆管道燃气销售将保持快速增长。
- 大陆天然气销气价差保持稳定。
- 公司香港燃气业务保持稳定。

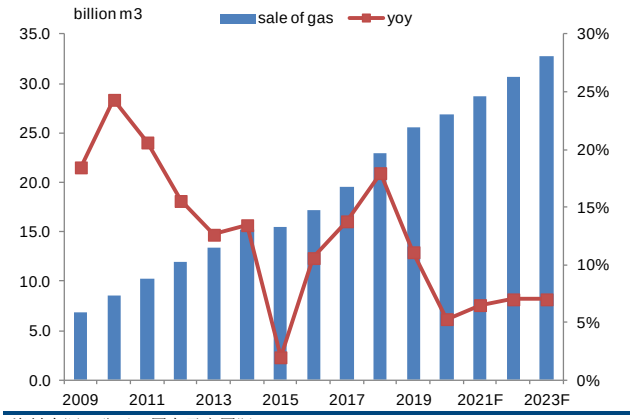
负面因素分析

- 公司内地燃气项目扩张速度低于同业。
- 中国经济增速放缓导致工业客户用气需求放缓。
- 公司扩张速度慢于大陆的大型燃气公司。

风险分析

- 管道燃气销售价格受到政府严密管制。
- 高速扩张带来的管理风险。
- 公司业务安全运营的风险。

公司大陆管道燃气销售量



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万港币)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
营业额	40,628	40,927	43,348	45,505	48,558
营业成本	(32,604)	(32,527)	(34,811)	(36,665)	(39,039)
毛利	8,024	8,400	8,537	8,840	9,518
其它收入	1,049	(482)	(530)	(583)	(641)
净财务开支/收入	(1,230)	(1,269)	(1,262)	(1,444)	(1,611)
联营公司盈利	1,820	1,187	1,323	1,410	1,495
合营公司盈利	742	1,089	1,169	1,344	1,546
除税前盈利	10,404	8,926	9,237	9,568	10,307
所得税	(2,290)	(1,713)	(1,386)	(1,435)	(1,546)
除税后盈利	8,114	7,212	7,851	8,133	8,761
少数股东和永续资本权益	1,149	1,205	1,053	1,086	1,162
股东应占溢利	6,966	6,007	6,799	7,046	7,599
每股盈利 (港币)	0.412	0.338	0.383	0.397	0.428
每股股息 (港币)	0.350	0.350	0.350	0.350	0.350

重要财务比率

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
收入增长（%）	4.0	0.7	5.9	5.0	6.7
纯利增长（%）	(25.2)	(13.8)	13.2	3.6	7.8
经营利润率（%）	(4.3)	4.7	1.6	3.6	7.7
纯利率（%）	17.1	14.7	15.7	15.5	15.6
资产回报率（%）	5.0	4.0	4.6	4.5	4.6
股东资金回报率（%）	11.0	9.2	10.1	10.4	11.0
净资产负债比率（%）	39.9	43.8	41.4	47.9	53.1
净利息覆盖率（倍）	5.7	4.7	5.4	4.9	4.7
市净率（倍）	3.2	3.1	3.2	3.1	3.1

资料来源：公司、国泰君安国际。

燃气和水务业务恢复增长

分析员：郭勇　Kevin Guo

北京控股(00392 HK)

评级：收集

股价: HK$27.550

目标价: HK$28.54

End 12/31	Turnover (HKD m)	Net profit (HKD m)	EPS (HKD)	EPS (△%)	PER (x)	BPS (HKD)	PBR (x)	DPS (HKD)	Yield (%)	ROE (%)
2019A	67,783	8,055	6.382	6.3	4.3	59.650	0.5	1.140	4.1	11.1
2020A	68,407	5,287	4.189	(34.4)	6.6	67.269	0.4	1.140	4.1	6.6
2021F	74,403	6,684	5.296	26.4	5.2	71.612	0.4	0.953	3.5	7.6
2022F	78,525	7,225	5.724	8.1	4.8	76.306	0.4	1.030	3.7	7.7
2023F	82,884	7,779	6.164	7.7	4.5	81.360	0.3	1.109	4.0	7.8

已发行股本 Shares in issue (m)	1,262.1	大股东 Major shareholder	BEH Group 54.5%
市值 Market cap. (HK$ m)	34,769.6	流通比例 Free float (%)	45.5
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)	1,683.3	2021 年净负债/股东资金 2021 Net gearing (%)	49.2
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK$)	30.800/23.100	2021 年每股估值 2021 NAV (HK$)	39.6
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)			2.4 / 0.4/ 6.4
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)			3.5 / (1.2) / (11.6)

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

北京控股是一家综合性公用事业公司及北京市政府下辖的投资及融资平台。公司致力于发展公用事业业务，主要包括燃气分销、市政水务运营，同时公司也持有消费板块业务。公司的燃气业务由三部分组成: 北京燃气的燃气分销业务、中石油北京天然氣管道有限公司（公司持有 40%的股权）及持有中国燃气 23%的股权（在香港交易所上市的燃气分销公司）。公司的水务业务是由其联营公司北控水务集团（00371 HK）所运营。

公司公用事业业务在未来仍将保持增长。天然气消费在中国仍有巨大的增长空间，公司在北京地区的管道燃气销售将保持稳定，而子公司中国燃气的燃气销售继续保持快速增长。疫情对公司水务的影响已经褪去，我们认为北控水务未来的收入和盈利将保持快速增长。我们认为在疫情影响消退之后公司的其它公用事业板块业务将保持快速增长，预计公司 2021-2023 年每股盈利分别为港币 5.296 元、5.724 元和 6.164 元。我们预期公司 12 个月目标价为 28.54 港元，投资评级为“收集”。

正面因素分析

- 公司管道燃气销售将保持稳定。
- 燃气销售价差保持稳定。
- 公司水务业务仍处于高速扩张中。

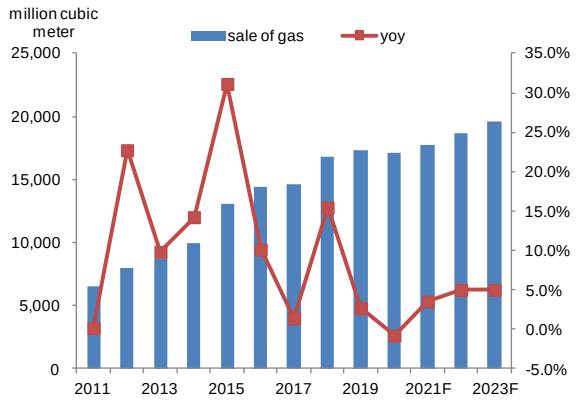
负面因素分析

- 公司在北京以外燃气市场的权重较小。
- 北京地区燃气业务逐步饱和，未来的增长空间受限。
- 公司啤酒业务毛利率较低。

风险分析

- 管道燃气销售价格受到政府严密管制。
- 高速扩张带来的管理风险。
- 公司业务安全运营的风险。

公司燃气销售量



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万港币)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
营业额	67,783	68,407	74,403	78,525	82,884
营业成本	(56,837)	(57,543)	(63,249)	(66,613)	(70,246)
毛利	10,946	10,865	11,154	11,912	12,637
经营管理费用	(6,913)	(6,752)	(7,366)	(7,774)	(8,205)
经营溢利	4,033	4,113	3,788	4,138	4,432
净财务开支/收入	(2,195)	(1,998)	(2,013)	(2,078)	(2,140)
其他	7,758	4,538	6,045	6,393	6,809
除税前盈利	9,596	6,653	7,820	8,453	9,101
所得税	(1,022)	(1,007)	(821)	(888)	(956)
除税后盈利	8,574	5,646	6,999	7,565	8,146
少数股东权益	519	360	315	340	367
股东应占溢利	8,055	5,287	6,684	7,225	7,779
每股盈利 (港币)	6.382	4.189	5.296	5.724	6.164
每股股息 (港币)	1.140	1.140	0.953	1.030	1.109

重要财务比率

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
收入增长（%）	0.0	0.9	8.8	5.5	5.6
纯利增长（%）	6.3	-34.4	26.4	8.1	7.7
经营利润率（%）	5.9	6.0	5.1	5.3	5.3
纯利率（%）	12.6	8.3	9.4	9.6	9.8
资产回报率（%）	4.6	2.8	3.5	3.6	3.7
股东资金回报率（%）	11.1	6.6	7.6	7.7	7.8
净资产负债比率（%）	49.5	41.1	49.2	46.9	44.5
净利息覆盖率（倍）	3.9	2.8	3.5	3.6	3.8
市净率（倍）	0.5	0.4	0.4	0.4	0.3

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司燃气销售增长将加快

分析员：郭勇 Kevin Guo

华润燃气(01193 HK)

评级：买入

股价: HK$46.600

目标价: HK$57.10

End 12/31	Turnover (HKD m)	Net profit (HKD m)	EPS (HKD)	EPS (△%)	PER (x)	BPS (HKD)	PBR (x)	DPS (HKD)	Yield (%)	ROE (%)
2019A	56,976	5,043	2.315	13.5	20.1	16.446	2.8	0.870	1.9	19.8
2020A	55,864	5,151	2.308	-0.3	20.2	20.995	2.2	0.930	2.0	16.3
2021F	64,529	6,375	2.856	23.8	16.3	22.927	2.0	0.714	1.5	16.7
2022F	73,069	7,209	3.229	13.1	14.4	25.150	1.9	0.807	1.7	17.1
2023F	82,249	7,939	3.557	10.1	13.1	27.631	1.7	0.889	1.9	16.9

已发行股本 Shares in issue (m)	2,314.0	大股东 Major shareholder	华润集团 64.0%
市值 Market cap. (HK$ m)	107,833.0	流通比例 Free float (%)	36.0
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)	2,469.7	2021 年净负债/股东资金 2021 Net gearing (%)	7.9
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK$)	52.250 /32.100	2021 年每股估值 2021 NAV (HK$)	68.5
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)			(3.8) / 8.1 /23.4
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)			(2.7) / 6.5/ 5.4

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

华润燃气是中国领先的燃气公用事业集团，主要从事下游城市燃气分销业务，是中国大陆最大的燃气分销商。公司的业务主要位于经济较发达和人口密集的地区，通过内涵式增长及收购实现快速扩张。公司在全国运营 257 个城市燃气项目，拥有超过 4,184 万客户。公司未来管道燃气销售将保持快速增长，同时销气价差将保持稳定。

2021 年上半年中国的天然气消费恢复快速增长。公司的天然气销售也已恢复至正常增速水平，预计 2021 年公司的天然气销量将增长 13%-18%左右。长期看天然气消费在中国仍有巨大的增长空间，在疫情影响消退后中国的天然气消费有望保持两位数以上的快速增长。华润燃气未来仍将极大受益于中国天然气消费的快速增长，在新的定价机制下销气价差将保持稳定，我们认为公司未来的管道燃气销售量和盈利仍能保持快速增长。预计公司 2021-2023 年每股盈利分别为港币 2.856 元、3.229 元和 3.557 元。我们预期公司 12 个月目标价为 57.10 港元，投资评级为“买入”。

正面因素分析

- 中国天然气消费将保持高速增长。
- 公司管道燃气销售将保持快速增长。
- 燃气销售价差将继续改善并保持稳定。
- 居民阶梯气价实施有助于提高销气价差。

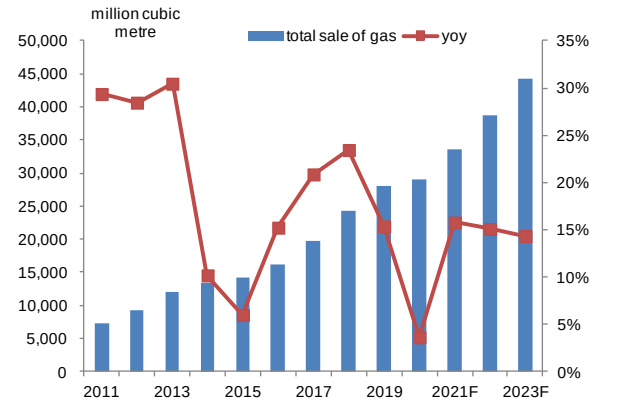
负面因素分析

- 气源不足。
- 燃气项目并购成本高昂。
- 中国经济增速放缓导致工业客户用气需求放缓。
- 缺少收购对象，公司扩张速度将放缓。

风险分析

- 管道燃气销售价格受到政府严密管制。
- 高速扩张带来的管理风险。
- 公司业务安全运营的风险。

公司管道燃气销售量



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万港币)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
营业额	56,976	55,864	64,529	73,069	82,249
营业成本	(42,763)	(40,837)	(47,174)	(53,571)	(60,481)
毛利	14,214	15,027	17,355	19,498	21,768
经营管理费用	(7,468)	(7,832)	(8,002)	(8,768)	(9,870)
经营溢利	8,216	8,524	10,793	12,213	13,426
净财务开支/收入	(533)	(449)	(448)	(465)	(464)
其他	738	915	989	1,068	1,153
除税前盈利	8,422	8,990	11,333	12,816	14,115
所得税	(1,922)	(2,278)	(2,833)	(3,204)	(3,529)
除税后盈利	6,500	6,712	8,500	9,612	10,586
少数股东权益	1,456	1,561	2,125	2,403	2,646
股东应占溢利	5,043	5,151	6,375	7,209	7,939
每股盈利 (港币)	2.315	2.308	2.856	3.229	3.557
每股股息 (港币)	0.870	0.930	0.714	0.807	0.889

重要财务比率

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
收入增长（%）	11.4	(2.0)	15.5	13.2	12.6
纯利增长（%）	10.4	3.3	26.6	13.1	10.1
经营利润率（%）	14.4	15.3	16.7	16.7	16.3
纯利率（%）	11.4	12.0	13.2	13.2	12.9
资产回报率（%）	7.9	7.2	8.3	8.5	8.6
股东资金回报率（%）	19.8	16.3	16.7	17.1	16.9
净资产负债比率（%）	(15.0)	(10.3)	7.9	6.8	4.7
净利息覆盖率（倍）	12.2	14.9	19.0	20.7	22.8
市净率（倍）	2.8	2.2	2.0	1.9	1.7

资料来源：公司、国泰君安国际。

燃气销售和综合能源业务都保持快速增长

分析员：郭勇 Kevin Guo

新奥能源(02688 HK)

评级：买入

股价: HK$147.800

目标价: HK$176.50

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (△%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2019A	70,183	5,670	5.049	97.2	26.2	27.622	4.8	1.190	0.9	24.0
2020A	71,617	6,278	5.588	10.7	22.0	32.197	3.8	1.530	1.2	22.3
2021F	85,268	7,348	6.541	17.1	18.8	35.574	3.5	3.663	3.0	22.8
2022F	96,623	8,018	7.137	9.1	17.3	39.264	3.1	3.997	3.2	22.5
2023F	108,674	8,747	7.785	9.1	15.8	43.294	2.8	4.360	3.5	22.3

已发行股本 Shares in issue (m)	1,129.6	大股东 Major shareholder	Mr Wang 30.1%
市值 Market cap. (HK$ m)	166,949.2	流通比例 Free float (%)	69.9
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)	2,002.4	2021 年净负债/股东资金 2021 Net gearing (%)	21.2
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK$)	153.400/79.263	2021 年每股估值 2021 NAV (HK$)	186.8
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)			3.6 / 18.5 /69.5
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)			4.7 / 16.9 / 51.5

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

新奥能源是中国最大的清洁能源分销商之一，公司业务包括燃气管道建设，汽车/船舶加气站的投资、运营和管理以及管道燃气。公司在全国拥有 235 个燃气项目，燃气管网覆盖的城镇人口超过 1.12 亿。公司将继续收购新的燃气分销项目并扩张至新的地区，燃气销量未来有望继续保持快速增长。预计公司未来的销气价差将保持稳定并有小幅改善。公司致力于成为综合能源服务供应商，并已建成和运营多个项目，我们认为未来将成为公司新的业绩增长点。

2021 年上半年中国的天然气消费恢复快速增长。公司的天然气销售也已恢复至正常增速水平，预计 2021 年公司的天然气销量将增长 15%-20%左右。长期看天然气消费在中国仍有巨大的增长空间，在疫情影响消退后中国的天然气消费有望保持两位数以上的快速增长。新奥能源未来仍将极大受益于中国天然气消费的快速增长，在新的定价机制下销气价差将保持稳定，我们认为公司未来的管道燃气销售量和盈利仍能保持快速增长。预计公司 2021-2023 年每股盈利分别为人民币 6.541 元、7.137 元和 7.785 元。我们预期公司 12 个月目标价为 176.50 港元，投资评级为“买入”。

正面因素分析

- 中国天然气消费将保持高速增长。
- 公司管道燃气销售将保持快速增长。
- 燃气销售价差有望得到改善并保持稳定。
- 北方地区煤改气将极大促进公司的天然气销售。

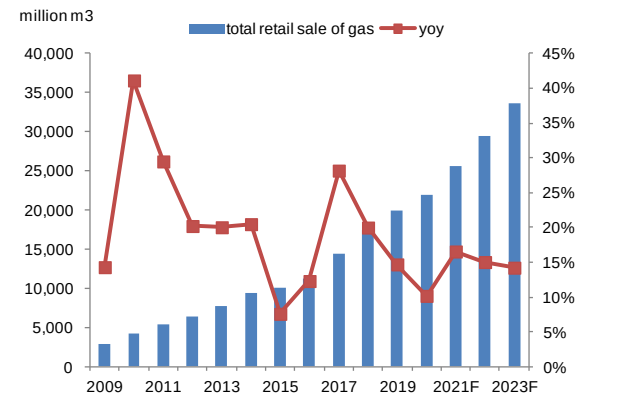
负面因素分析

- 上游气源不足。
- 新收购项目的成本高昂。
- 中国经济增速放缓导致工业客户用气需求放缓。

风险分析

- 管道燃气销售价格受到政府严密管制。
- 高速扩张带来的管理风险。
- 公司业务安全运营的风险。

公司燃气销售量



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万人民币)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
营业额	70,183	71,617	85,268	96,623	108,674
营业成本	(58,918)	(59,285)	(70,168)	(79,798)	(90,123)
毛利	11,265	12,332	15,100	16,825	18,550
经营管理费用	(4,075)	(4,181)	(4,391)	(5,005)	(5,542)
经营溢利	7,190	8,151	10,709	11,820	13,008
净财务开支/收入	(727)	(609)	(803)	(898)	(986)
其他	1,651	1,407	1,240	1,217	1,214
除税前盈利	8,841	9,558	11,949	13,037	14,222
所得税	(1,980)	(2,227)	(2,987)	(3,259)	(3,556)
除税后盈利	6,861	7,331	8,962	9,778	10,667
少数股东权益	1,191	1,053	1,613	1,760	1,920
股东应占溢利	5,670	6,278	7,348	8,018	8,747
每股盈利 (人民币)	5.049	5.588	6.541	7.137	7.785
每股股息 (人民币)	1.190	1.530	3.663	3.997	4.360

重要财务比率

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
收入增长（%）	15.6	2.0	19.1	13.3	12.5
纯利增长（%）	19.1	(11.6)	53.2	9.1	9.1
经营利润率（%）	10.2	11.4	12.6	12.2	12.0
纯利率（%）	9.8	10.2	10.5	10.1	9.8
资产回报率（%）	8.4	8.1	9.7	9.7	9.8
股东资金回报率（%）	24.0	22.3	22.8	22.5	22.3
净资产负债比率（%）	29.4	16.2	21.2	22.9	23.0
净利息覆盖率（倍）	9.4	12.0	11.2	10.9	10.8
市净率（倍）	4.8	3.8	3.5	3.1	2.8

资料来源：公司、国泰君安国际。

天然气销售增速加快

分析员：郭勇 Kevin Guo

滨海投资(02886 HK)

评级：买入

股价: HK$1.540

目标价: HK$1.93

End 12/31	Turnover (HKD m)	Net profit (HKD m)	EPS (HKD)	EPS (△%)	PER (x)	BPS (HKD)	PBR (x)	DPS (HKD)	Yield (%)	ROE (%)
2019A	3,558	81	0.069	(22.4)	22.3	1.158	1.3	0.035	2.3	6.1
2020A	3,654	355	0.290	320.5	5.3	1.636	0.9	0.079	5.1	21.8
2021F	4,711	437	0.357	23.1	4.3	1.894	0.8	0.107	7.0	20.9
2022F	5,359	509	0.416	16.5	3.7	2.193	0.7	0.125	8.1	21.0
2023F	6,100	556	0.455	9.3	3.4	2.522	0.6	0.137	8.9	19.9

已发行股本 Shares in issue (m)	1,352.0	大股东 Major shareholder	TEDA HK 35.4%
市值 Market cap. (HK$ m)	2,082.1	流通比例 Free float (%)	64.6
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)	385.4	2021 年净负债/股东资金 2021 Net gearing (%)	118.6
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK$)	1.684/0.994	2021 年每股估值 2021 NAV (HK$)	2.7
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)			6.9 / (0.6) / 33.9
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)			8.1 / (2.2) /15.9

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

滨海投资是一家快速发展的天然气分销商。公司的主要营运区域位于天津滨海新区，滨海新区聚集了大量的工业企业且正在建设多家天然气发电厂。滨海新区已被批准为自贸区，这有助于吸引更多的工业企业入驻滨海新区，从而大幅增加公司未来的管道燃气销售量。

中国的天然气消费在 2021 年已经恢复快速增长，2021 年公司的天然气销售增速将加快。长期看天然气消费在中国仍有巨大的增长空间，在疫情影响消退后中国的天然气消费有望保持两位数以上的快速增长。滨海投资的发展受益于滨海新区工业的发展以及政府治理北方地区空气污染的决心，滨海新区煤改气的推进将极大促进公司的天然气销售。随着天然气价格改革的进行，预计公司燃气销售的毛利率在未来将得到持续改善并保持在稳定水平。我们认为公司未来的管道燃气销售量和盈利将保持快速增长。预计公司 2021-2023 年每股盈利分别为港币 0.357 元、0.416 元和 0.455 元。我们预期公司 12 个月目标价为 1.93 港元，投资评级为“买入”。

正面因素分析

- 公司管道燃气销售将保持快速增长。
- 燃气销售价差将持续改善。
- 自贸区入驻制造业企业增加。
- 煤改气的推进将促进公司的天然气销售。

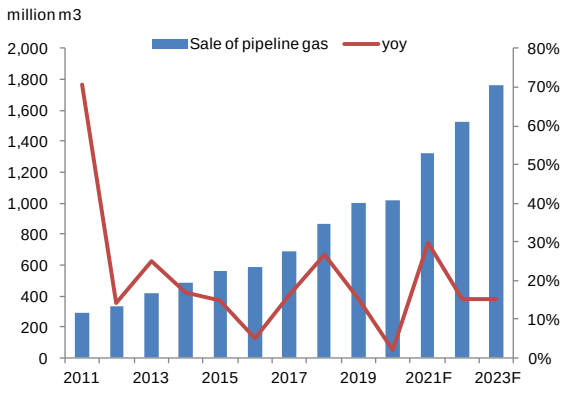
负面因素分析

- 上游气源不足。
- 与天津燃气在滨海新区直接竞争从而降低毛利率。
- 公司主要经营区域局限在滨海新区。
- 中国经济增速下降导致工业客户用气需求放缓。

风险分析

- 管道燃气销售价格受到政府严密管制。
- 天然气价格波动的风险。
- 公司业务安全运营的风险。

公司燃气销售量



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万港币)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
营业额	3,558	3,654	4,711	5,359	6,100
营业成本	(3,033)	(3,050)	(3,855)	(4,351)	(4,963)
毛利	525	603	856	1,009	1,137
经营管理费用	(262)	(280)	(287)	(284)	(335)
经营溢利	263	324	568	725	802
净财务开支/收入	(105)	(103)	(81)	(95)	(108)
其他	25	219	174	141	149
除税前盈利	183	439	662	771	843
所得税	(63)	(78)	(165)	(193)	(211)
除税后盈利	120	361	496	578	632
少数股东权益	(39)	(6)	(60)	(69)	(76)
股东应占溢利	81	355	437	509	556
每股盈利 (港币)	0.069	0.290	0.357	0.416	0.455
每股股息 (港币)	0.035	0.079	0.107	0.125	0.137

重要财务比率

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
收入增长（%）	7.5	2.7	28.9	13.8	13.8
纯利增长（%）	12.0	201.7	37.5	16.5	9.3
经营利润率（%）	7.4	8.9	12.1	13.5	13.1
纯利率（%）	2.3	9.7	9.3	9.5	9.1
资产回报率（%）	1.3	5.0	5.9	6.2	6.0
股东资金回报率（%）	6.1	21.8	20.9	21.0	19.9
净资产负债比率（%）	140.1	100.7	118.6	105.2	102.7
净利息覆盖率（倍）	1.1	3.5	6.2	6.1	5.9
市净率（倍）	1.3	0.9	0.8	0.7	0.6

资料来源：公司、国泰君安国际。

清洁能源行业–太阳能 中性

分析员：朱俊杰 Jun Zhu

2020 年全球新增光伏装机达 130 吉瓦，同比升 11.2%。在疫情肆虐下的 2020 年，全球太阳能新增装机有增无减并实现了双位数的同比增长，主要光伏市场皆于期内实现了新增装机正增长。其中，中国市场新增 48.2 吉瓦（同比+60.1%），欧盟（27 国）新增 18.2 吉瓦（同比+11.0%），美国新增约 19.2 吉瓦（同比+43.1%），越南新增 10.8 吉瓦（同比+68.0%），日本新增 8 吉瓦（同比+14.3%），全球前五大市场合计在 2020 年新增了约 105 吉瓦。未来五年，中欧美三大市场仍将继续以较快步伐发展太阳能。中等情景预测下，我们预计未来五年中国市场的年均太阳能年均新增 50 吉瓦，欧盟年均增约 35 吉瓦，美国年均增 25 吉瓦。继新冠疫情下于 2020 年新增约 130 吉瓦太阳能装机后（中国除外的海外市场新增约 80 吉瓦左右，同比回落 8%），全球市场装机增长将进一步扩大，并于 2021 至 2023 年将分别新增 150 吉瓦/ 180 吉瓦/ 230 吉瓦的光伏装机，意味着 15.4%/ 20.0%/ 27.8%的同比增长。期内中国除外的海外市场的新增光伏装机预计将分别达 100 吉瓦/ 130 吉瓦/ 180 吉瓦，同比增长 25.0%/ 30.0%/ 38.5%。我们认为未来数年海外市场将是全球光伏新增装机增长的主要推手。

根据国家能源局的数据，2020 年国内的新增光伏装机达 48.2 吉瓦，同比升 60.1%。其中，集中式光伏新增装机 32.7 吉瓦（同比+82.7%）；分布式光伏新增装机 15.5 吉瓦（同比+27.0%）。截止 2020 年底国内的太阳能累计装机容量达 252.5 吉瓦。期内新增量超出了我们先前预期以及市场预期。在新冠疫情带来的压力下，国内为刺激经济增长，全国新增太阳能装机于 2020 年 8 月至 12 月大幅提速。在此 5 个月期间录得了 35.1 吉瓦的新增装机量，远高于 2019 全年录得的 30.1 吉瓦的新增太阳能装机量。此外，2021 年前 5 个月的光伏新增装机达 9.91 吉瓦，同比上升 61.1%。在 2030 碳达峰、2060 碳中和的中远期国家战略目标之下，我们认为十四五时期的年均新增光伏装机容量将介于 40 至 60 吉瓦，或平均在 50 吉瓦每年。

美国和欧洲市场预计将是未来除中国市场以外的最大光伏装机市场，两者合计年均新增装机量有望突破 50 吉瓦。根据权威研究机构 Wood Mackenzie 的数据显示，美国市场于 2020 年的新增光伏装机约为 19.2 吉瓦，同比大升 43%。Wood Mackenzie 预计美国市场将于未来十年累计新增 227 吉瓦，或等同约 23 吉瓦每年的光伏装机容量。此外，根据 SolarPower Europe 的数据，欧盟于 2020 年的新增光伏装机达到了 18.2 吉瓦，同比增 11%。2020 年疫情之下，欧盟 27 国仍有 22 国录得了同比新增装机正增长。在后疫情时代的未来 4 年里（2021 至 2024），SolarPower Europe 预计欧盟每年新增光伏装机容量将介于 25 至 45 吉瓦之间。我们认为美国和欧盟在未来五年的年均新增装机容量将合计不低于 50 吉瓦，可媲美期内中国市场的新增装机规模。

今年以来国内的五大电力央企纷纷表态将于十四五时期大力发展可再生能源发电。华电集团计划在未来五年内关闭超过 300 万千瓦（3GW）的火力发电容量，力争在十四五期间（2021 至 2025 年）新增可再生能源发电装机 75 吉瓦。国家能源集团预计其于十四五时期的可再生能源新增装机将达 70 至 80 吉瓦。大唐集团旨在 2025 年实现碳达峰，清洁能源装机占比达 50%以上。华能集团于十四五时期的新增新能源装机将在 80 吉瓦以上。国家电投集团则致力于在 2023 年实现碳达峰，2025 年时清洁能源装机将占到其总发电装机容量的 60%。保守估计，五大电力集团在未来五年的可再生能源新增装机量（主要是风电+光伏）将达 400 吉瓦。六小豪门（国投电力、中广核、三峡集团、华润电力、中节能、中核）于期内亦预计合计新增不低于 100 吉瓦可再生能源。此外，还有尚未完全统计的地方十大能源国企和全国八大新能源民企于十四五新增新能源装机规划。预计十四五时期将是国内新能源进入高速发展的关键五年。

国家发展改革委和国家能源局联合印发了关于 2021 年可再生能源电力消纳责任权重及有关事项的通知。为贯彻落实碳达峰、碳中和任务，实现 2025 年非化石能源占一次能源消费比重提高至 20%左右的目标，根据《国家能源局关于建立健全可再生能源电力消纳保障机制的通知》，国家发改委和国家能源局下发了 2021 年可再生能源电力消纳责任权重和 2022 年预期目标。从 2021 年起，每年初滚动发布各省权重，同时印发当年和次年消纳责任权重，当年权重为约束性指标，各省按此进行考核评估，次年权重为预期性指标，各省按此开展项目储备。各省在确保完成 2025 年消纳责任权重预期目标的前提下，由于当地水电、核电集中投产影响消纳空间或其他客观原因，当年未完成消纳责任权重的，可以将未完成的消纳责任权重累计到下一年度一并完成。各省可以根据各自经济发展需要、资源和消纳能力等，相互协商采取灵活有效的方式，共同完成消纳责任权重。对超额完成激励性权重的，在能源双控考核时按国家有关政策给予激励。各省级能源主管部门会同经济运行管理部门要切实承担牵头责任，按照消纳责任权重积极推动地方可再生能源电力建设，开展跨省跨区电力交易，推动承担消纳责任的市场主体落实可再生能源电力消纳任务。2022 年 2 月底前，需向国家发展改革委、国家能源局报送 2021 年可再生能源电力消纳责任权重完成情况。通过可再生能源电力消纳责任权重政令，预计全国将更加积极参与到可再生能源的建设。

国家能源局于 5 月 20 日正式下发了关于 2021 年风电、光伏发电开发建设有关事项的通知。根据该通知的要求，全国于 2021 年风电、光伏发电的发电量占全社会用电量比重需达到 11%左右，后续逐年提高，确保 2025 年非化石能源消费占一次能源消费的比重达到 20%左右。另外，通知提出 2021 年的保障性风电、光伏并网规模将不低于 90 吉瓦。2020 年底前已核准且在核准有效期内的风电项目、2019 年和 2020 年平价风电光伏项目、以及竞价光伏项目将直接纳入保障性并网项目范围。此外，2021 年的户用光伏发电项目国家财政补贴预算额度正式确认为人民币 5 亿元。本次下发的正式通知的内容与国家能源局早前的征求意见稿的内容相若。以 2025 年非化石能源消费比重达到 20%为目标，本次通知将确保十四五期间每年平均新增风电装机不低于 40 吉瓦、平均新增光伏装机不低于 50 吉瓦。预计国内市场于十四五期间对风电及太阳能的电源工程投资总额预计将不会低于人民币 2.5 万亿元。我们认为本次下发的通知将有效促进国内对风电及太阳能的持续发展。

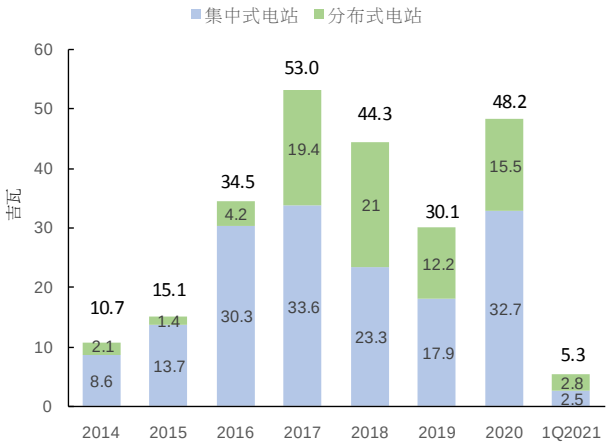
习近平总书记于 3 月 15 日主持召开了中央财经委员会第九次会议，研究促进平台经济健康发展问题和实现碳达峰、碳中和的基本思路和主要举措。会议强调实现碳达峰、碳中和是一场广泛而深刻的经济社会系统性变革，要把碳达峰、碳中和纳入生态文明建设整体布局，并如期实现 2030 年前碳达峰、2060 年前碳中和的目标。会议指出“十四五”是碳达峰的关键期、窗口期。要构建清洁低碳安全高效的能源体系，控制化石能源总量，着力提高利用效能，实施可再生能源替代行动，深化电力体制改革，构建以新能源为主体的新型电力系统。要实施重点行业领域减污降碳行动，工业领域要推进绿色制造，建筑领域要提升节能标准，交通领域要加快形成绿色低碳运输方式。要推动绿色低碳技术实现重大突破，抓紧部署低碳前沿技术研究，加快推广应用减污降碳技术，建立完善绿色低碳技术评估、交易体系和科技创新服务平台。本次会议重申了碳中和中长期目标的重要性和能源系统改革的迫切性。我们认为在利好政策的扶持下，国内可再生能源在未来几年的发展将进一步被加快。

国务院发布关于加快建立健全绿色低碳循环发展经济体系的指导意见。该意见强调应推动能源体系绿色低碳转型。提升可再生能源利用比例，大力推动风电、光伏发电发展，因地制宜发展水能、地热能、海洋能、氢能、生物质能、光热发电。加快大容量储能技术研发推广，提升电网汇集和外送能力。增加农村清洁能源供应，推动农村发展生物质能。促进燃煤清洁高效开发转化利用，继续提升大容量、高参数、低污染煤电机组占煤电装机比例。在北方地区县城积极发展清洁热电联产集中供暖，稳步推进生物质耦合供热。严控新增煤电装机容量。提高能源输配效率。实施城乡配电网建设和智能升级计划，推进农村电网升级改造。加快天然气基础设施建设和互联互通。开展二氧化碳捕集、利用和封存试验示范等。

国家发展改革委、财政部、中国人民银行、银保监会、国家能源局等五部委联合印发了《关于引导加大金融支持力度促进风电和光伏发电等行业健康有序发展的通知》。通知强调各地政府主管部门、有关金融机构要充分认识发展可再生能源的重要意义，合力帮助企业渡过难关，支持风电、光伏发电、生物质发电等行业健康有序发展。通知指出，大力发展可再生能源是推动绿色低碳发展、加快生态文明建设的重要支撑，是应对气候变化、履行中国国际承诺的重要举措，碳达峰、碳中和的目标任务艰巨，需要进一步加快发展风电、光伏发电、生物质发电等可再生能源。采取措施缓解可再生能源企业的困难，促进可再生能源良性发展，是实现应对气候变化目标，更好履行中国对外庄重承诺的必要举措。通知提出，为保证可再生能源补贴资金来源，各相关电力用户需严格按照国家规定承担并足额缴纳依法合规设立的可再生能源电价附加金，各级地方政府不得随意减免或选择性征收。企业结合实际情况自愿选择是否主动转为平价项目，对于自愿转为平价项目的，可优先拨付资金，贷款额度和贷款利率可自主协商确定等。我们认为本次通知将可有效解决过往可再生能源项目补贴拖欠历史遗留问题，促进在运可再生能源风电项目的交易。

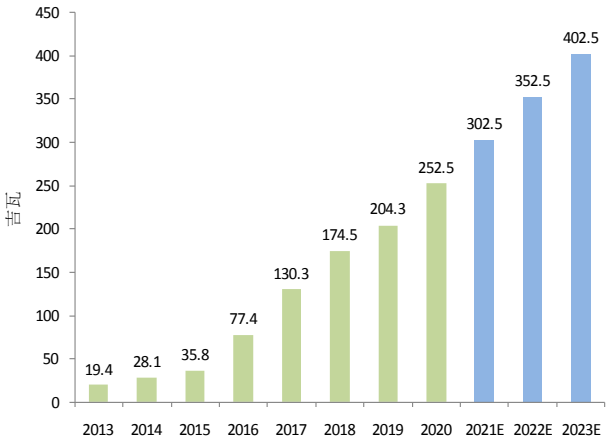
中国将在下一个十年里大力发展以风电和光伏为主的可再生能源发电，预计每年的总新增装机容量将超过 70 吉瓦。根据国家主席习近平于 2020 年 12 月在国际气候雄心峰会上的重要讲话，中国倡议开创合作共赢的气候治理新局面，形成各尽所能的气候治理新体系，坚持绿色复苏的气候治理新思路。习近平强调，中国为达成应对气候变化《巴黎协定》作出重要贡献，是落实《巴黎协定》的积极践行者。中方宣布将提高国家自主贡献力度，到 2030 年，中国单位国内生产总值二氧化碳排放将比 2005 年下降 65%以上，非化石能源占一次能源消费比重将达到 25%左右，森林蓄积量将比 2005 年增加 60 亿立方米，风电、太阳能发电总装机容量将达到 12 亿千瓦以上。中国历来重信守诺，将以新发展理念为引领，在推动高质量发展中促进经济社会发展全面绿色转型，脚踏实地落实上述目标，为全球应对气候变化作出更大贡献。本次讲话是中国首次明确了未来十年对风电和太阳能的具体发展规模。按照 2030 年最少 1,200 吉瓦的累计装机规模，意味着中国于 2021 年至 2030 年间将新增不低于 700 吉瓦的风电和太阳能的装机容量（相当于每年不低于 70 吉瓦的新增量）。我们认为本次提出的 1,200 吉瓦的目标规模较为保守，或仅是一个保底的量，实际每年新增将远大于 70 吉瓦，并有望达到年均新增 100 吉瓦的装机量（风电+光伏）。

国内历史新增光伏装机结构



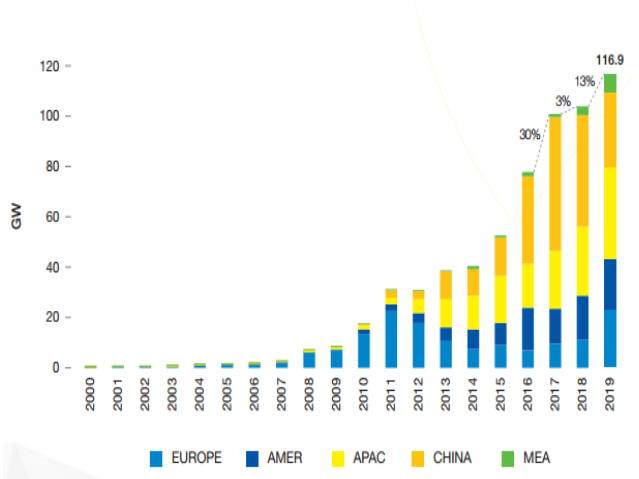
资料来源：PVInsights，国泰君安国际。

国内累计光伏装机及预测光伏装机



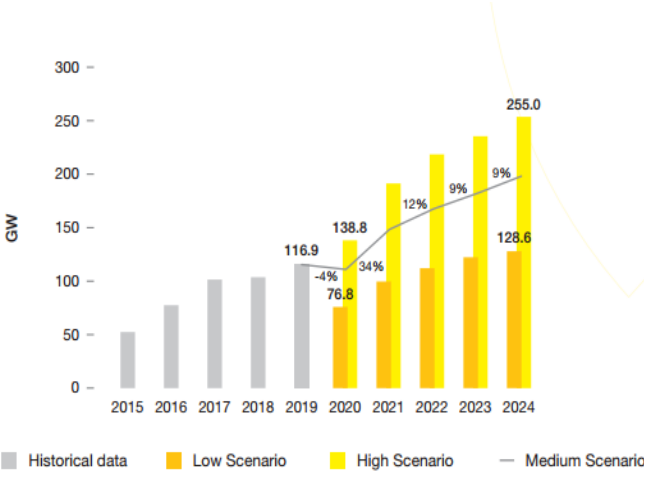
资料来源：卓创资讯，国泰君安国际。

历史全球年度光伏新增装机



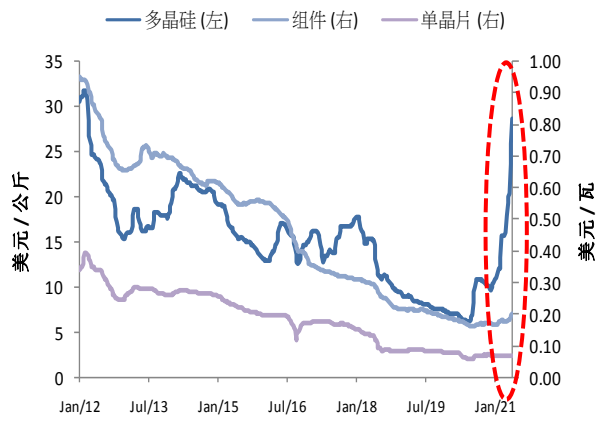
资料来源：SolarPower Europe。

全球光伏新增装机预测



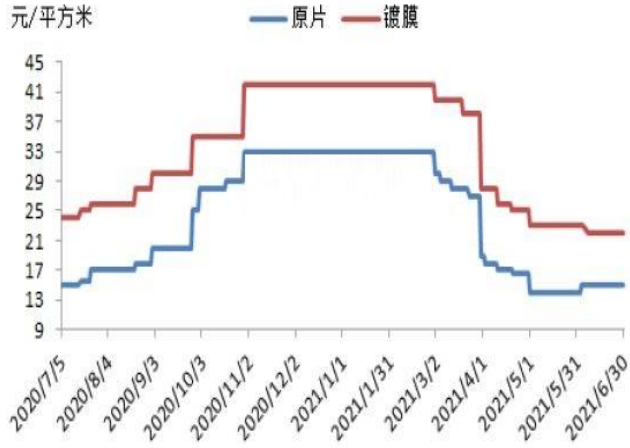
资料来源： SolarPower Europe 。

多晶硅、硅片及组件的历史价格走势



资料来源：PVInsights，国泰君安国际。

国内 3.2 毫米光伏玻璃价格走势



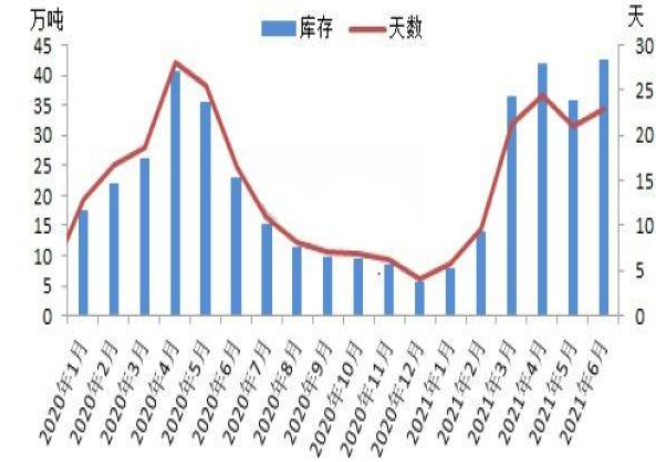
资料来源：卓创资讯，国泰君安国际。

多晶硅供应紧缺带动了其价格暴涨，并预计将抑制 2021 年全球光伏新增装机的增长。根据 PVInsights 的报价，2021 年前 5 个月（截至 2021 年 5 月 26 日）的多晶硅（硅料），多晶硅片，单晶硅片，电池片以及光伏组件的年

迄今平均价格分别录得了同比+139.9%，+36.1%，-4.9%，+9.7%和-0.9%的价格变动。多晶硅价格于 2020 下半年以来不断上涨，由 2020 年 6 月末的每公斤 6.19 美元一路涨至当前的每公斤约 28.72 美元，涨幅约为 3.64 倍。多晶硅的价格目前仍处在一个上行的轨道中，并不断推升下游太阳能材料的价格。由于今年硅料的供应远不及其需求，硅料价格预计将继续高走，目前情势较利好多晶硅生产商。今年的硅料短缺将是压制全球新增光伏装机增长的主要因素，其次则是因硅料价格上涨而被拉高的光伏发电成本。在过去一年里，组件价格也被迫上涨了 25.2%。当前市场上的硅料产能仅能满足约 150 吉瓦的组件生产。未来两年随着硅料新产能的投放，其价格有望回归合理区间，并加速释放全球的太阳能装机需求。由于硅料的短缺，我们预期今年全球的新增光伏装机将不会出现较大幅度的同比增长。

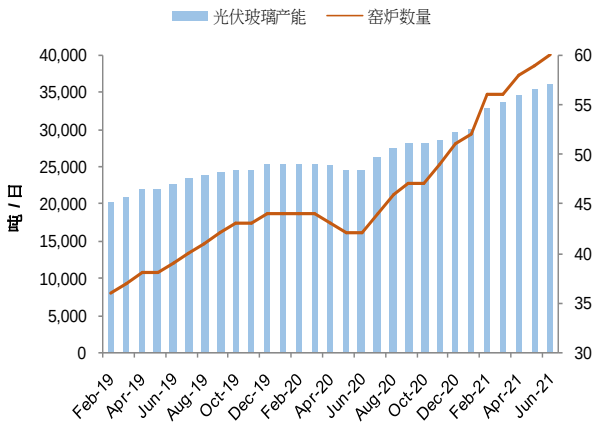
光伏玻璃的售价于 2021 上半年出现了大幅回调，当前价格有望得到较强的支撑。根据卓创资讯的信息，3.2 毫米压延超白光伏玻璃价格年由 2021 年头时的人民币 42 元/平米回落了 47.6%至 6 月末的人民币 22 元/平米，当前价格低于去年最低位时的人民币 24/平米。由于今年光伏玻璃新增产能较大（预计全国将由去年底时的 3 万吨猛增至 4 万吨以上），后续玻璃价格仍存较大的跌价压力。目前的玻璃价格对应一线大厂商仍有 12%至 15%的毛利率，而二三线厂家则是已经处在损益平衡点，某些小厂家甚至是已经进入亏损。由于已触及成本线，目前的价格有较强的支撑力，而未来价格是否能上涨则要看后续的玻璃供求关系变化。目前主要玻璃生产企业的库存在三周以上（部分企业玻璃库存已达一个月以上），属较高水平。光伏玻璃行业目前存在阶段性的产能过剩的风险，当前玻璃产能对应 165 吉瓦至 210 吉瓦的组件生产需求。今年底光伏玻璃产能预计将突破 4 万吨，约对应 190 吉瓦至 240 吉瓦的组件玻璃需求。由于受到最上游硅料短缺的压制，我们认为短期内光伏玻璃行业存在较大的风险，二三线玻璃厂商或将加速被淘汰，未来整个行业将被少数几家大玻璃厂商垄断。在最上游多晶硅的新产能于未来两年内得到释放之后，我们相信新一轮的光伏全球装机热潮将被启动，而光伏行业也将进入高增长的快车道。我们认为光伏玻璃短期内存在风险，但在中长期来看则是机会大于风险。虽然目前存在阶段性产能过剩问题，但未来几年的预期高增长或将重新带动玻璃的高景气。

全国光伏玻璃主要企业库存变化



资料来源：卓创资讯，国泰君安国际。

国内超白压延光伏玻璃历史产能



资料来源：卓创资讯，国泰君安国际。

股价表现及行业估值

受制于多晶硅供应不足导致全球光伏装机需求无法得到满足，清洁能源（太阳能）行业预计将于 2021 下半年仍处在一个震荡期。在过去 3 个月里，协鑫新能源、彩虹新能源和信义光能的股价绝对回报分别为-1.7%、+22.7%和+32.8%。当前股价分别相当于三家公司 46.5 倍 / 7.9 倍 / 22.0 倍 2021 年市盈率，行业加权 2021 年市盈率为 22.5 倍，加权 2021 年市净率为 4.6 倍。在 2020 年全球光伏新增装机录得 130 吉瓦（+11.2%同比）之后，我们预计 2021 至 2023 年的全球新增装机将分别达 150 吉瓦/ 180 吉瓦/ 230 吉瓦，意味着 15.4%/ 20.0%/ 27.8%的同比增长。相比起被抑制的全球装机增长，光伏材料产能扩张的速度则未有受到影响（特别是光伏玻璃环节）。在产业链疯狂的产能扩张下，若未来几年全球的新增光伏装机无法实现较强的增长，由此引发的产能过剩问题或将冲击太阳能产业链里各光伏材料生产商。我们看好太阳能行业长期的发展，但短期内仍对行业持审慎的态度。

投资建议

行业评级为“中性”，首选股为信义光能 (00968 HK)。由于受制于最上游多晶硅供应紧张的情况，我们认为全球光伏新增装机在 2023 年前不会出现过快的增长，我们目前对行业的评级是“中性”。由于今年投产的光伏玻璃的产能较大（预计累计在运产能将较去年 12 月底的 3 万吨大幅攀升至 2021 年末时的 4 万吨以上），我们认为光伏玻璃短期内存在产能过剩的风险，仅行业内的龙头企业可继续录得盈利。除最上游的多晶硅外，光伏材料产业链下游普遍存在产能过剩的风险，我们认为短期内行业的波动仍将持续，但我们长线看好太阳能长期的发展。我们目前的行业首选是信义光能（00968.HK），投资评级为“买入”，目标价 20.0 港元。虽公司于过去几个月股价出现较大的回调，但公司已于近期被正式纳入进恒生指数成份股。

核心风险因素：1）光伏材料当前的产能扩张速度若快于全球装机增长速度或将导致材料价格进一步下行；2）国内市场差于预期的新增装机增长；3）光伏玻璃产能增长较快或使玻璃价格进一步探底；以及 4）国外主要市场对可再生能源发展战略的突然转变等。

公司名称	编号	股价 (HK$)	个股评级	2021 市盈率(x)	2022 市盈率(x)	2023 市盈率(x)	2021 ROE(%)	2021 市净率(x)	2021 股息率(%)
信义光能	00968	16.760	买入	22.0	21.1	19.0	4.8	23.5	2.2
彩虹新能源	00438	28.100	买入	7.9	6.8	5.1	1.9	26.4	3.8
协鑫新能源	00451	0.290	中性	46.5	28.9	19.5	0.8	1.9	0.0
市值加权平均			**中性**	**22.5**	**20.9**	**18.6**	**4.6**	**22.8**	**2.2**

资料来源：国泰君安国际。

更多的太阳能资产将被处置

分析员：朱俊杰 Jun Zhu

协鑫新能源(00451 HK)

评级：中性

股价: HK$0.290

目标价：HK$0.25

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net Profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (△%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2019A	6,052	295	0.015	(37.5)	16.8	0.338	0.8	0.000	0.0	4.7
2020A	4,935	(1,368)	(0.072)	n.a.	n.a.	0.264	0.9	0.000	0.0	(23.8)
2021F	2,638	108	0.005	n.a.	46.5	0.287	0.8	0.000	0.0	1.9
2022F	1,072	176	0.008	60.9	28.9	0.301	0.8	0.000	0.0	2.8
2023F	819	262	0.012	48.4	19.5	0.321	0.8	0.000	0.0	4.0

已发行股本 Shares in issue (m)	21,073.7	大股东 Major shareholder	保利协新能源 53.3%
市值 Market cap. (HK$ m)	6,111.4	流通比例 Free float (%)	27.7
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)	81,999.9	2021 年净负债/股东资金 2021 Net gearing (%)	110.2
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK$)	0.560 / 0.103	2021 年每股估值 2021 NAV (HK$)	0.33
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)			26.1 / (1.7) / 163.6
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)			27.2 / (3.3) / 145.6

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

协鑫新能源于 2020 年的收入同比大跌 18.5%至人民币 49.35 亿元，而期内则是录得了人民币 13.68 亿元的股东净亏损，为公司过去五年以来的首次净亏损。导致期内盈利大幅下跌的主要原因是总光伏装机容量的下降以及资产减值损失的攀升。公司已于 2021 年前 6 个月宣布了 7 笔太阳能资产处置交易，该等交易合计共将售出约 1.564 吉瓦的太阳能电站资产（相比之下，2019 全年售出了 1.56 吉瓦，而 2020 年则售出的 1.89 吉瓦太阳能电站资产）。若 2021 年前 6 个月出售的 1.564 吉瓦太阳能电站资产所产生的净所得（约人民币 47.2 亿元）均将用于偿还债务的话，公司合计将降债约人民币 146.79 亿元。我们相信更多的资产出售将于 2021 年余下的季度里以及 2022 年被持续推动，以缓解协鑫集团的营运和偿债压力。

我们维持对公司的投资评级为“中性”，目标价为 0.25 港元，相当于 40.1 倍/ 24.9 倍/ 16.8 倍 2021 至 2023 年市盈率或 0.7 倍/ 0.7 倍/ 0.6 倍的 2021 至 2023 年市净率。

正面因素分析

- 持续出售资产的去杠杆战略或将提升公司盈利。
- 去杠杆将降低违约风险和解决公司当前的债务问题。
- 旗下的在运电站均属于高质量太阳能资产，公司拥有卖家溢价能力。

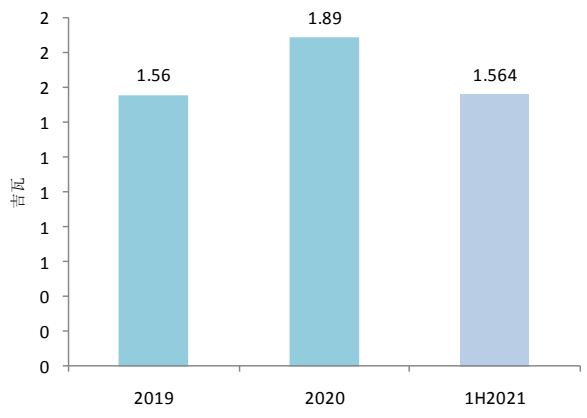
风险分析

- 高负债将导致公司违约风险的上升。
- 出售过多太阳能资产或进一步削弱公司未来的收入和盈利能力。

负面因素分析

- 高负债率和高财务费用是协鑫新能源低利润率的主因。
- 大规模资产剥离或对公司的运营带来巨大的不确定性。

过去三年公司太阳能资产的处置规模



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万人民币)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
营业额	6,052	4,935	2,638	1,072	819
销售成本	(2,098)	(1,804)	(980)	(409)	(330)
毛利	3,954	3,131	1,658	663	489
管理费用	(693)	(522)	(290)	(116)	(88)
其他收入	330	(1,322)	472	538	609
经营利润	3,591	1,287	1,840	1,085	1,010
应占合资公司利润	73	102	49	76	86
财务费用	(2,882)	(2,450)	(1,378)	(563)	(330)
税前利润	782	(1,062)	511	598	766
税项	(178)	(156)	(222)	(242)	(326)
税后利润	605	(1,218)	289	356	440
少数股东权益	(148)	16	17	18	19
永续债务	(162)	(167)	(198)	(198)	(198)
净利润	295	(1,368)	108	176	262
每股盈利 (人民币)	0.015	(0.072)	0.005	0.008	0.012
每股股息 (人民币)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000

重要财务比率

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
毛利率（%）	65.3	63.5	62.9	61.9	59.7
经营利润率（%）	59.3	26.1	69.8	101.2	123.3
净利率（%）	4.9	(27.7)	4.1	16.4	31.9
流动比率（倍）	0.4	0.6	0.9	1.0	0.8
股东资金回报率（%）	4.7	(23.8)	1.9	2.8	4.0
总资产回报率（%）	0.5	(2.8)	0.3	0.7	1.2
速动比率（倍）	0.4	0.4	0.6	0.6	0.4
存货周转期（天）	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
应收帐款周转期（天）	0.8	1.8	1.0	1.1	1.1
应付款周转期（天）	2.8	2.6	3.1	3.1	3.1
净负债比率（%）	341.6	334.1	110.2	64.5	35.1

资料来源：公司、国泰君安国际。

太阳能行业将长期向好

分析员：朱俊杰 Jun Zhu

信义光能(00968 HK)

评级：买入

股价: HK$16.760

目标价: HK$20.00

End 12/31	Turnover (HKD m)	Net Profit (HKD m)	EPS (HKD)	EPS (△%)	PER (x)	BPS (HKD)	PBR (x)	DPS (HKD)	Yield (%)	ROE (%)
2019A	9,096	2,416	0.303	21.8	55.4	1.754	9.6	0.140	0.8	19.6
2020A	12,316	4,561	0.554	83.0	30.3	3.011	5.6	0.249	1.5	22.4
2021F	17,961	6,724	0.763	37.7	22.0	3.472	4.8	0.366	2.2	23.5
2022F	20,447	7,007	0.794	4.1	21.1	3.966	4.2	0.378	2.3	21.4
2023F	24,264	7,775	0.881	10.9	19.0	4.525	3.7	0.422	2.5	20.7

已发行股本 Shares in issue (m)	8,809.3	大股东 Major shareholder	信义集团 22.9%
市值 Market cap. (HK$ m)	147,643.1	流通比例 Free float (%)	50.7
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)	64,115.4	2021 年净负债/股东资金 2021 Net gearing (%)	2.8
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK$)	24.800 / 7.270	2021 年每股估值 2021 NAV (HK$)	23.1
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)			21.9 / 32.8 / 133.3
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)			23.0 / 31.2 / 115.3

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

公司 2020 年收入同比上升 35.4%至 123.16 亿港元，而股东净利则同比大涨 88.7%至 45.61 亿港元。期内光伏玻璃收入同比急升 47.7%至 99.92 亿港元，而光伏电站收入则同比持平在 23.24 亿港元。2020 年光伏玻璃收入的急速攀升主要是因为期内光伏玻璃价格的上升、薄玻产品销售占比的提升以及光伏玻璃销量的上升。期内综合毛利率同比上升 10.5 个百分点至 53.5%，净利率则同比上升 10.4 个百分点至 37.0%。受益于光伏玻璃售价于 2020 下半年的上涨，光伏玻璃的毛利率于 2020 年同比大涨 16.9 个百分点至 49.0%。在激进产能扩张带动下光伏玻璃销量，我们对公司的前景充满信心。公司于近日宣布其于 2021 上半年的股东净利预计将较去年同期录得的 14.1 亿港元同比大幅增长 100%至 120%。

我们目前对公司的投资评级为"买入"，目标价为 20.00 港元，相当于 26.2 倍/ 25.1 倍/ 22.7 倍 2021 至 2023 年市盈率或 5.8 倍 / 5.0 倍/ 4.4 倍 2021 至 2023 年市净率。

正面因素分析

- 公司坐拥全球最大的光伏玻璃市场份额，在生产成本方面具有领先优势。
- 双玻组件的普及将大幅扩大光伏玻璃的市场需求。
- 公司将继续推进其激进的光伏玻璃产能扩张计划。
- 碳中和国家战略的订立将推升国内对太阳能的投资。

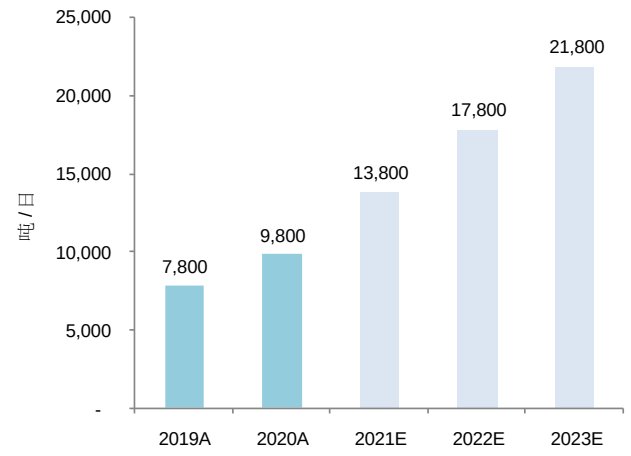
风险分析

- 新政策存在对光伏压延玻璃放开限制的可能性。
- 玻璃价格低走，而玻璃的原材料价格却不断上行。
- 公司目前的估值较高，或随时随市场步入回调。

负面因素分析

- 各大厂家加速扩张光伏玻璃产能或将导致市场供过于求。
- 近期光伏玻璃价格继续走低，今明两年全球装机增长料将无法实现较大幅度的增长。

公司光伏玻璃的历史及预测产能



资料来源：公司，国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万港币)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
营业额	9,096	12,316	17,961	20,447	24,264
销售成本	(5,185)	(5,732)	(8,291)	(10,288)	(12,863)
毛利	3,912	6,584	9,670	10,159	11,402
销售费用	(282)	(317)	(426)	(548)	(666)
管理费用	(427)	(548)	(862)	(981)	(1,165)
其他收入	111	134	146	157	166
经营利润	3,314	5,853	8,529	8,787	9,737
关联企业贡献	33	36	39	43	47
财务费用	(254)	(130)	(139)	(95)	(108)
税前利润	3,093	5,758	8,428	8,735	9,677
税项	(294)	(735)	(1,081)	(1,093)	(1,228)
少数股东权益	(382)	(462)	(624)	(634)	(674)
净利润	2,416	4,561	6,724	7,007	7,775
每股盈利(港币)	0.303	0.554	0.763	0.794	0.881
每股股息(港币)	0.140	0.249	0.366	0.378	0.422

重要财务比率

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
毛利率（%）	43.0	53.5	53.8	49.7	47.0
经营利润率（%）	36.4	47.5	47.5	43.0	40.1
净利率（%）	26.6	37.0	37.4	34.3	32.0
流动比率（倍）	1.8	2.6	2.3	2.6	2.6
股东资金回报率（%）	19.6	22.4	23.5	21.4	20.7
总资产回报率（%）	9.2	12.7	14.5	13.7	13.8
速动比率（倍）	1.7	2.5	2.2	2.5	2.4
存货周转期（天）	28.9	46.4	47.0	40.8	44.7
应收帐款周转期（天）	218.2	241.1	237.3	240.9	240.9
应付款周转期（天）	47.6	66.8	62.1	60.2	60.2
净负债比率（%）	31.5	净现金	2.8	4.2	3.8

资料来源：公司、国泰君安国际。

清洁能源行业–风电及其它　　跑赢大市

分析员：汪昌江 **Jake Wang**

清洁能源行业-风电及其它（以下简称“风电”）行业表现回顾：装机容量以及发电量的高增长势头推升盈利预期，风电行业 2021 上半年继续显著跑赢大市。年初以来强劲的月度发电量同比表现强化了市场对风电企业的业绩增长预期。此外，行业龙头之一的龙源电力（00916 HK）提出将以发行 A 股的方式完成吸收合并平庄能源（000780 SZ）以及后续的母公司资产注入，预示着行业装机规模在十四五期间或将维持高速扩张。政策端此前的不确定因素于上半年出台的数项文件中得以消除，行业中长期增长趋势明朗，吸引资金流入。2021 上半年风电行业股价表现显著跑赢大市，符合我们预期。我们覆盖的中资清洁发电公司加权平均回报率为 75.6%，跑赢同期恒生指数 69.7 个百分点。其中股价表现最好的是大唐新能源（01798 HK），上半年累计录得 82.8%的绝对回报。

香港市场清洁发电股表现回顾

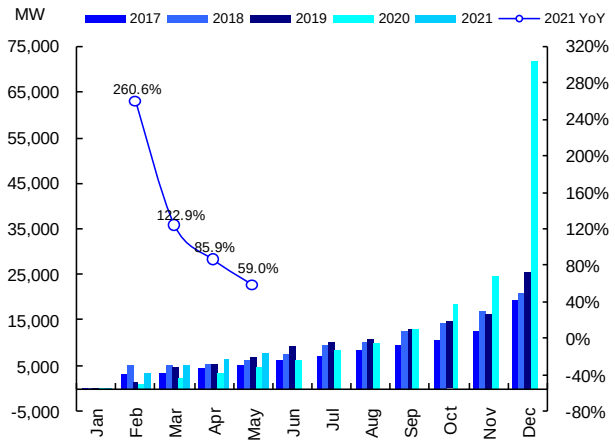
公司名/地区	代码	货币	股价	港股市值 (百万港币)	绝对回报% 1个月	3个月	YTD	1年	股价范围 52周高位	52周低位	相对估值 预测市盈率	预测市净率
香港恒生指数	HSI	HKD	28,827.95		(1.0)	0.9	5.9	18.0	31,183.36	23,124.25		
港股市场												
龙源电力	916 HK	HKD	13.38	107,527	23.5	28.4	74.5	211.7	15.82	4.35	15.3	1.5
大唐新能源	1798 HK	HKD	2.23	16,220	28.9	50.7	82.8	164.6	2.38	0.85	8.6	0.7
行业均值(加权平均)					**24.2**	**31.3**	**75.6**	**205.5**			**14.4**	**1.4**
行业相对回报					**25.2**	**30.4**	**69.7**	**187.5**				

资料来源：Bloomberg。注：预测市盈率、市净率为Bloomberg 一致预期。

清洁能源消费比重的持续提升将从需求端带动发电装机容量的增长，2021 年行业新增装机预计为 40 吉瓦左右。2020 年国内风电抢装潮结束后，行业新增装机规模回归合理区间。2021 年首 5 个月全国新增风电装机 7.8 吉瓦，同比增长 59.0%且符合我们预期；截至 5 月末，全国累计规模以上风电装机容量为 295.1 吉瓦，同比上升 37.6%。从地区分布来看，中东部和南方地区仍是风电开发的主要方向，新增装机规模较大的省份或地区包括内蒙古、广东、山东、湖北等。为达到 2021 年风电、光伏发电量占全社会用电量 11.0%左右的权重要求，风电与光伏发电量的比重相比 2020 年需要提升 1.5 个百分点左右，对应 2021 年风电与光伏累计新增装机应达到 110 吉瓦-120 吉瓦。由于风电项目开发周期相对光伏项目更长，且当前风电存量路条较为紧缺，年内光伏新增装机预计将高于风电。结合目前风电行业上游设备产能，我们预计 2021 年风电新增装机可能介于 40 吉瓦左右。对于“十四五”期间的行业展望，近期国家能源局在关于 2021 年可再生能源电力消纳责任权重及有关事项通知的正式文件中重点强调了 2025 年非化石能源占一次能源消费比重提高至 20%左右的目标。“十四五”期间国内将致力于加快能源转型，在碳达峰、碳中和背景下，行业预计将迎来持续且快速的增长阶段。2021-2025 年间国内每年风电装机增速预计将保持在每年 50 吉瓦左右，至 2025 年末时全国规模以上风电并网装机容量或将达到 500 吉瓦以上，折合“十四五”期间的年复合增长率为 12.5%。

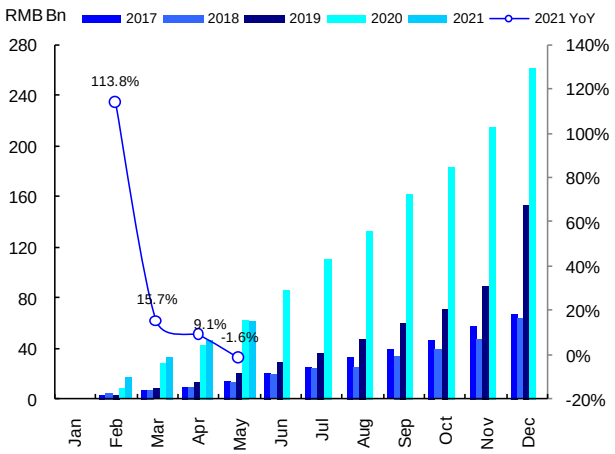
年内新增风电投资规模相比 2020 年预计将有所下滑。2021 年首 5 个月全国主要发电企业完成风电电源工程投资额同比减少 1.6%至 613 亿元人民币，电源投资增速同比及环比均呈现出急剧的下滑趋势。我们认为新增投资增速的下滑部分受到 2020 年高基数的影响，但同时也显示出抢装潮过后行业对于竞价、平价项目的投资相对谨慎。补贴全面退坡以后，成本端的压力将使得发电企业更注重于项目回报率的选择，而非规模上的盲目发展。“十四五”初期行业的新增投资可能偏低，后续随着保障性并网规模、市场化交易原则、上网电价的形成机制等方面的政策趋于完善，投资增速有望回升。鉴于到当前陆上主流风机价格在人民币 2,500 元-3,000 元/千瓦左右的水平，结合 2021 年新增风电吊装容量预期，我们认为年内新增风电投资规模可能介于人民币 2,200 亿元-2,500 亿元，相比 2020 年或将有所下滑。

2021 年首 5 个月风电新增装机同比变动



资料来源：国家能源局、国泰君安国际。

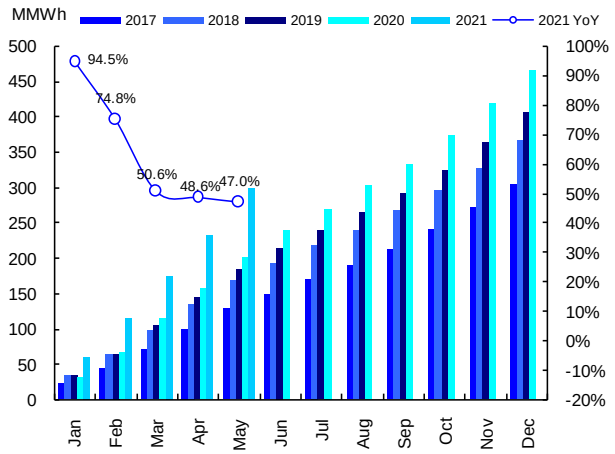
2021 年首 5 个月新增风电投资同比变动



资料来源：国家能源局、国泰君安国际。

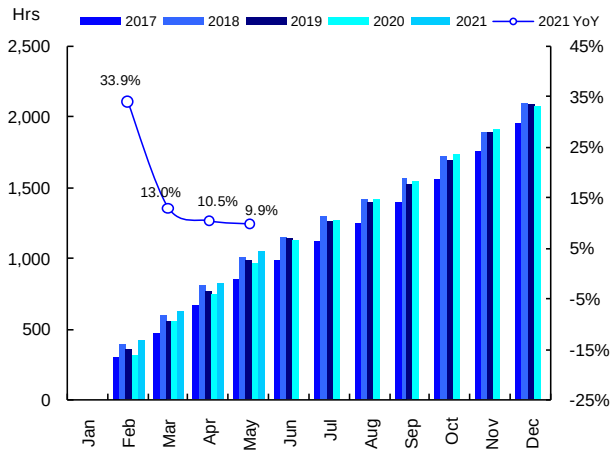
风资源同比表现强劲，叠加新增装机的增量效应，下半年风电发电量料将维持双位数同比增长；局部地区限电率可能出现反弹。2021 年首 5 个月全国风电发电量同比显著上升 47.0%至 2,972 亿千瓦时，占国内 1-5 月规模以上总发电量的 9.4%，相比 2020 年同期提升 2.0 个百分点。发电量的上升主要得益于东北及华北地区较为强劲的风资源水平，此外东南沿海地区用电需求的增长也带动利用小时数录得同比上升；首 5 个月全国累计风电利用小时数为 1,053 小时，同比升 9.9%。由于发电量的显著增长，1 季度全国弃风电量同比上升 27.9%至 72.0 亿千瓦时，但弃风率则同比下降 1.5 个百分点至 4.2%，基本处于过去 3 年同期平均水平。三北地区消纳形势整体向好，但有部分省份上年度抢装造成的消纳压力开始显现；中东部和南方地区出现少量弃风弃光。现阶段多地平均风速呈现出减弱的趋势，加之 3 季度普遍为小风季，我们认为发电量的高增速于下半年可能会有所回落。但受到新增装机的托底作用，2021 全年累计发电量预计仍将录得双位数的同比增长。西北、中东部和南方的部分省份或地区可能因新增装机规模的大幅上升而出现阶段性的消纳问题，但考虑到上述区域的配套电力外送通道负载仍有提升空间，若能合理安排年内并网投产时序，限电率后续有望逐渐回落。我们现预计 2021 年全国累计弃风率将维持在 4.5%左右，对应的风电平均利用小时数约为 2,100 小时。

2021 年首 5 个月风电发电量同比变动



资料来源：国家能源局、国泰君安国际。

2021 年首 5 个月风电利用小时同比变动



资料来源：中电联、国泰君安国际。

政策端强调建立保障性并网与市场化并网的双重机制，年内保障性并网规模不低于 90 吉瓦。国家能源局于 5 月份印发了关于 2021 年风电、光伏发电开发建设有关事项通知的正式文件，明确各省（区、市）完成年度非水电最低消纳责任权重所必需的新增并网项目，将由电网企业实行保障性并网，且 2021 年保障性并网规模不低于 90 吉瓦。保障性并网范围以外仍有意愿并网的项目，可通过自建、合建共享或购买服务等市场化方式落实并网条件后，

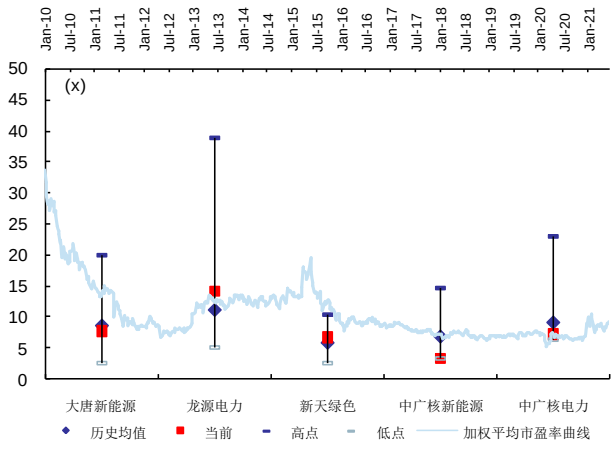
由电网企业予以并网。此外，通知中提及三类符合要求的项目，即 2020 年底前已核准且在核准有效期内的风电项目、2019 年和 2020 年平价风电光伏项目、以及竞价光伏项目，将直接纳入保障性并网项目范围。相比于此前的征求意见稿，正式文件当中将有关削减补贴以换取电站开发指标的内容予以删除。总体而言，本次 2021 年风电、光伏发电开发建设有关事项通知强调了建立保障性并网与市场化并网的双重机制，重申积极推进存量项目和储备项目的建设，并消除了此前因减补政策而可能导致的存量项目盈利的不确定性。后续项目上网电价的获取，将统一按照指导价进行竞争配置，政府不再给予补贴。

“十四五”期间国内非化石能源占一次能源消费比重预计将提升3%-4%。根据国家能源局关于2021年可再生能源电力消纳责任权重及有关事项通知的正式文件，2025年国内非化石能源占一次能源消费比重需提升至20%左右。按照此前的征求意见稿，2021-2030年间，国内非化石能源消费比重需提升9.4%；此次正式文件明确了“十四五”阶段的消纳权重目标，按照2020年国内非化石能源消费占一次能源消费15.9%的比例测算，“十四五”期间国内清洁能源消费比重预计将提升3%-4%，至“十五五”时期消费比重的增长将进一步提速。此外通知对于各省2021和2022年的可再生能源电力消纳责任权重指标也作出了部分调整，相比征求意见稿中的指标要求更加灵活。各省在确保完成2025年消纳责任权重预期目标的前提下，由于部分客观原因而未能完成当年消纳责任权重的，可以累计至下一年度一并完成。我们认为正式文件中对于清洁能源消纳责任权重指标的调整为各省保守安排“十四五”初期的装机目标留出了回旋的余地，有助于避免限电率的反弹。对于超额完成激励性权重的省份，在政策考核时也将给予相关优惠，预期将提高各省完成消纳责任的积极性。

投资建议

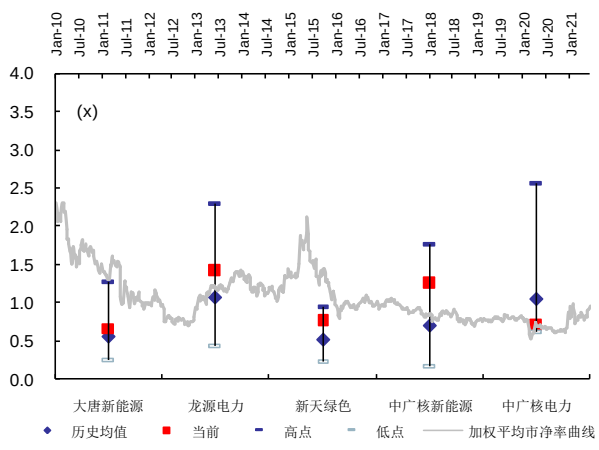
“十四五”期间行业稳定的增长动能预计将持续推升其估值。目前我们覆盖公司2021年的加权平均市盈率/市净率分别为8.1倍/0.8倍，与历史均值及疫情前水平相比，估值仍处于较吸引的位置。强劲的月度发电量数据巩固了市场对行业的盈利增长预期，叠加政策端趋于明朗化，行业年初至今股价表现明显跑赢指数。现阶段我们覆盖公司股价有冲高回落趋势，可能提供逢低收集的机会。短期内建议关注龙源电力（00916 HK），公司近期披露了关于发行A股进行换股吸收合并平庄能源（000780 SZ）以及后续母公司资产注入事项的详细进展，我们认为其实现内地香港双平台融资渠道后将为“十四五”期间的装机增长提供持续的资金支持。

中资清洁电力股预测市盈率水平



资料来源：Bloomberg、国泰君安国际。

中资清洁电力股预测市净率水平



资料来源：Bloomberg、国泰君安国际。

维持行业投资评级为“跑赢大市”，行业首选为大唐新能源（01798 HK）。下半年国内经济持续恢复有较好支撑，内需修复带动用电量强劲增长。限电率可能受装机容量激增影响出现阶段性的上升，但全年来看预计仍将维持在5.0%以内水平，行业利用小时数预期温和上升。政策端近期明确了2025年国内非化石能源占一次能源消费比重提高至20%左右的目标，全国碳排放权交易市场启动，清洁能源发电有望受益，十四五期间行业装机容量预计将保持在每年40吉瓦或以上的高增速。另外此前关于以补贴换取电站开发权的要求在正式文件中予以删除，存量项目盈利的不确定性消除，利好短期市场投资气氛。我们认为政策端更趋理性、强调平稳发展，将有利于具备项目和资金优势的龙头企业。在强劲的业绩表现支撑下行业估值预期向好，我们维持风电行业“跑赢大市”的投资评级，

首选股为大唐新能源（01798 HK）。公司预期将于十四五规划期间维持平均每年2.5吉瓦-2.8吉瓦的总装机增速，而在2026-2030年间若公司能保持健康的债务结构则装机或进一步提高至每年4.0吉瓦的水平。我们对公司长期盈利增长持乐观看法，当前投资评级为“收集”，目标价2.75港元。

行业风险因素包括：1）装机容量的快速增长或引起限电率反弹；2）可能因环保政策趋严而导致资产减值拨备；3）可再生能源补贴款的回收情况或不及预期，影响新项目投资。

公司名称	编号	股价 (HK$)	个股评级	2021 市盈率(x)	2022 市盈率(x)	2023 市盈率(x)	2021 市净率(x)	2021 ROE(%)	2021 股息率(%)
龙源电力	00916	13.380	收集	16.0	14.4	11.0	1.4	9.3	1.2
大唐新能源	01798	2.230	收集	7.5	6.7	5.5	0.5	8.9	2.7
市值加权平均			**跑赢大市**	**14.9**	**13.4**	**10.3**	**1.3**	**9.3**	**1.4**

资料来源：国泰君安国际。

A+H 双平台融资利好后续发展

分析员：汪昌江 Jake Wang

龙源电力(00916 HK)

评级：收集

股价: HK$13.380

目标价: HK$14.00

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net Profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (△%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2019A	27,541	4,325	0.538	10.2	21.8	6.585	1.8	0.108	0.9	8.5
2020A	28,667	4,726	0.588	9.3	20.3	7.178	1.7	0.118	1.0	8.5
2021F	31,596	5,598	0.697	18.4	16.0	7.770	1.4	0.139	1.2	9.3
2022F	33,625	6,219	0.774	11.1	14.4	8.416	1.3	0.155	1.4	9.6
2023F	38,238	8,137	1.013	30.8	11.0	9.286	1.2	0.203	1.8	11.4

已发行股本 Shares in issue (m)	8,036.4	大股东 Major shareholder	国家能源投资集团有限公司 58.4%
市值 Market cap. (HK$ m)	107,526.9	流通比例 Free float (%)	39.5
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)	22,817.8	2021 年净负债/股东资金 2021 Net gearing (%)	148.3
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK$)	15.820 / 4.350	2021 年每股估值 2021 NAV (HK$)	16.2
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)			23.5 / 28.4 / 211.7
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)			24.6 / 26.8 / 193.6

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

公司 2021 年 1 季度权益持有人应占净利润同比上升 28.2%至人民币 25.52 亿元，符合我们预期。1 季度收入同比上升 28.1%；总经营费用同比上升 24.7%，同时维修保养及材料成本的上涨幅度与 2020 年装机增速大体一致。由于更高的资本开支导致平均有息负债增加，净财务费用同比上升 28.2%。总体而言，公司 1 季度售电收入的增长得益于新增装机的增量效应以及风况的向好，同时主要运营成本的变动基本都在正常范围内。假设成本端无明显变化，我们预计其 2021 全年股东利润将录得 15.0%-20.0%的同比增长。另外公司近期披露了关于发行 A 股进行换股吸收合并平庄能源（000780 SZ）以及后续母公司资产注入事项的详细进展，A 股发行价格拟定为每股人民币 11.42 元。本次平庄能源拥有的拟出售资产评估价合计约为人民币 34.37 亿元，参考此前协议中平庄能源与龙源电力 1:0.3407 的换股比例，以及现时 A 股相对于 H 股整体具有 30%左右的溢价，我们认为该发行价是合理的。展望后续，A+H 双平台融资渠道将为其“十四五”期间的装机增长提供持续的资金支持，且有望在收购其它外部资产时提高公司的市场竞争力。我们现预测公司 2021/ 2022/ 2023 财年的每股盈利为人民币 0.697 元/ 0.774 元/ 1.013 元，当前目标价相当于 16.7 倍/ 15.1 倍/ 11.5 倍的 2021 - 2023 年市盈率。

正面因素分析

- “碳中和”背景下公司装机规模预期将保持高增长。
- 政策端关于存量项目收益的不确定性得以消除。

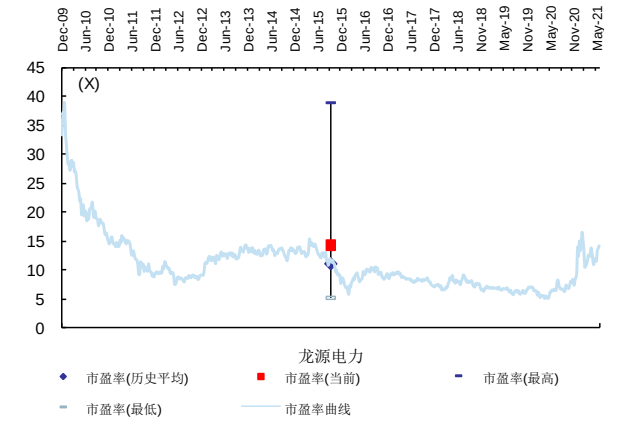
负面因素分析

- 可再生能源补贴的拖欠问题仍未出现实质性转变。
- 下半年煤炭价格预期仍将处于高位。

风险分析

- 风资源情况或不及预期。
- 限电率可能出现阶段性反弹。
- 可能因环保政策趋严而计提资产减值。

公司预测市盈率曲线



资料来源：Bloomberg、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万人民币)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
收入	27,541	28,667	31,596	33,625	38,238
其他收入净额	843	1,287	958	987	1,015
煤炭消耗及销售成本	(5,752)	(5,633)	(7,058)	(6,130)	(6,009)
折旧与摊销	(7,633)	(7,735)	(8,004)	(9,117)	(10,110)
人工成本	(2,352)	(2,645)	(2,934)	(3,550)	(4,186)
维修与保养	(820)	(924)	(1,067)	(1,229)	(1,539)
其他经营成本	(1,880)	(2,960)	(2,162)	(2,245)	(2,401)
经营利润	9,946	10,056	11,330	12,340	15,009
财务费用净额	(3,486)	(3,083)	(3,503)	(3,868)	(4,137)
应占联营合营业绩	(10)	(51)	115	159	187
税前利润	6,450	6,922	7,942	8,632	11,059
所得税	(1,131)	(1,236)	(1,377)	(1,499)	(1,921)
税后利润	5,320	5,685	6,565	7,132	9,138
少数股东权益	(753)	(661)	(728)	(675)	(762)
净利润	4,325	4,726	5,598	6,219	8,137
每股净利 (人民币)	0.538	0.588	0.697	0.774	1.013

重要财务比率

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
收入增长（%）	4.4	4.1	10.2	6.4	13.7
经营利润增长（%）	7.6	1.1	12.7	8.9	21.6
净利润增长（%）	10.2	9.3	18.4	11.1	30.8
经营利润率（%）	36.1	35.1	35.9	36.7	39.3
有效所得税率（%）	17.5	17.9	17.3	17.4	17.4
净利润率（%）	15.7	16.5	17.7	18.5	21.3
股东资金回报率（%）	8.5	8.5	9.3	9.6	11.4
资产回报率（%）	2.9	2.8	3.1	3.1	3.6
净负债比率（%）	143.2	148.8	148.3	150.6	152.5
净利息覆盖比例（倍）	2.83	2.89	2.79	2.86	3.12

资料来源：公司、国泰君安国际。

十四五新增装机将逐渐提速

分析员：汪昌江 Jake Wang

大唐新能源(01798 HK)

评级：收集

股价: HK$2.230

目标价：HK$2.75

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net Profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (△%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2019A	8,325	936	0.113	(25.0)	17.4	1.522	1.3	0.030	1.5	8.0
2020A	9,372	1,187	0.127	13.0	15.6	3.304	0.6	0.030	1.5	6.8
2021F	11,812	2,296	0.246	93.3	7.5	3.795	0.5	0.049	2.7	8.9
2022F	12,513	2,562	0.278	12.9	6.7	4.024	0.5	0.056	3.0	9.0
2023F	13,779	2,892	0.341	22.5	5.5	3.485	0.5	0.068	3.7	10.6

已发行股本 Shares in issue (m)	7,273.7	大股东 Major shareholder	大唐集团有限公司 65.6%
市值 Market cap. (HK$ m)	16,220.4	流通比例 Free float (%)	32.1
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)	16,451.8	2021 年净负债/股东资金 2021 Net gearing (%)	183.0
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK$)	2.380 / 0.850	2021 年每股估值 2021 NAV (HK$)	3.6
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)			28.9 / 50.7 / 164.6
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)			30.0 / 49.1 / 146.5

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

公司 2021 年 1 季度归属于母公司所有者的净利润同比激增 152.8%至人民币 12.12 亿元，好于我们预期。受益于新增装机的增量效应，公司 2021 年 1 季度收入录得 40.9%的同比强劲增长。总经营费用同比上升 12.2%，而毛利率则同比大幅上升 10.0 个百分点至 61.0%。在有息负债余额增加以及平均借款利率下降的综合影响下，财务费用同比减少 11.2%。所得税开支同比上升 78.3%，但其升幅较税前利润增幅低 43.0 个百分点，主要受益于新增装机的税收优惠。基于公司 2021 年 1 季度业绩的强劲表现以及利润率的提升，我们预计大唐新能源 2021 全年净利润或将录得 90.0%左右的同比大幅增长。展望后续，公司预期将于十四五规划期间维持平均每年 2.5 吉瓦-2.8 吉瓦的总装机增速，而在 2026-2030 年间若公司能保持健康的债务结构则装机或进一步提高至每年 4.0 吉瓦的水平。我们对公司长期盈利增长持乐观看法，2021/ 2022/ 2023 年的每股盈利预期分别为人民币 0.246 元/ 0.278 元/ 0.341 元。我们维持对公司的"收集"评级，当前目标价相当于 9.3 倍/ 8.2 倍/ 6.7 倍的 2021 - 2023 年市盈率。

正面因素分析

- "碳中和"背景下公司装机规模预期将保持高增长。
- 政策端关于存量项目收益的不确定性得以消除。

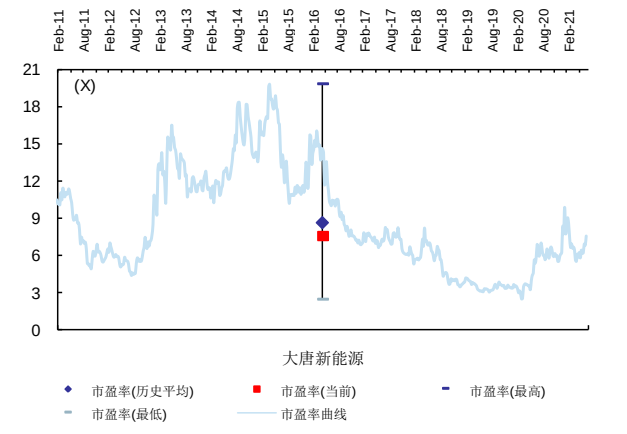
负面因素分析

- 可再生能源补贴的拖欠问题仍未出现实质性转变。
- 公司负债率水平相对同业偏高，可能影响其现金流。

风险分析

- 风资源情况或不及预期。
- 融资成本上升的风险。
- 部分地区的限电率可能出现反弹。
- 可能因环保政策趋严而计提资产减值

公司预测市盈率曲线



资料来源：Bloomberg、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万人民币)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
收入	8,325	9,372	11,812	12,513	13,779
其他收入净额	366	300	416	441	473
折旧和摊销	(3,566)	(3,839)	(4,225)	(4,343)	(4,864)
员工成本	(703)	(768)	(906)	(966)	(1,058)
维修保养	(253)	(304)	(393)	(432)	(507)
行政费用	(58)	(66)	(70)	(80)	(92)
其他经营成本	(584)	(774)	(762)	(758)	(744)
经营利润	3,527	3,922	5,873	6,375	6,987
财务净费用	(2,146)	(2,100)	(2,502)	(2,626)	(2,782)
应占联营合营业绩	59	57	66	69	72
税前利润	1,440	1,879	3,436	3,818	4,278
所得税	(296)	(327)	(587)	(650)	(733)
税后利润	1,144	1,553	2,849	3,168	3,545
少数股东权益	(208)	(366)	(553)	(606)	(653)
净利润	936	1,187	2,296	2,562	2,892
每股净利 (人民币)	0.113	0.127	0.246	0.278	0.341

重要财务比率

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
收入增长（%）	0.1	12.6	26.0	5.9	10.1
经营利润增长（%）	(6.8)	11.2	49.7	8.6	9.6
净利润增长（%）	(22.6)	26.7	93.5	11.6	12.9
经营利润率（%）	42.4	41.8	49.7	50.9	50.7
有效所得税率（%）	20.5	17.4	17.1	17.0	17.1
净利润率（%）	11.2	12.7	19.4	20.5	21.0
股东资金回报率（%）	8.0	6.8	8.9	9.0	10.6
资产回报率（%）	1.2	1.4	2.5	2.7	2.9
净负债比率（%）	481.2	213.4	183.0	177.0	233.9
净利息覆盖比例（倍）	1.5	1.7	2.2	2.3	2.5

资料来源：公司、国泰君安国际。

综合业务公司

复苏将于 2021 年接踵而至

分析员：朱俊杰 Jun Zhu

粤海投资(00270 HK)

评级：收集

股价: HK$11.160

目标价: HK$17.35

End 12/31	Turnover (HKD m)	Net Profit (HKD m)	EPS (HKD)	EPS (△%)	PER (x)	BPS (HKD)	PBR (x)	DPS (HKD)	Yield (%)	ROE (%)
2019A	16,691	5,044	0.772	0.6	14.5	6.295	1.8	0.578	5.2	12.4
2020A	23,173	4,510	0.690	(10.6)	16.2	6.765	1.6	0.589	5.3	10.6
2021F	29,189	5,820	0.890	29.0	12.5	6.991	1.6	0.668	6.0	12.9
2022F	33,116	6,611	1.011	13.6	11.0	7.215	1.5	0.758	6.8	14.2
2023F	37,364	7,367	1.127	11.4	9.9	7.474	1.5	0.845	7.6	15.3

已发行股本 Shares in issue (m)	6,537.8	大股东 Major shareholder	粤海控股 56.5%
市值 Market cap. (HK$ m)	72,962.1	流通比例 Free float (%)	42.9
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)	16,802.5	2021 年净负债/股东资金 2021 Net gearing (%)	净现金
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK$)	14.680/11.000	2021 年每股估值 2021 NAV (HK$)	19.6
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)			1.5 / (8.6) / (11.8)
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)			2.6 / (10.2) / (29.8)

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

公司于 2020 年净利同比跌 10.6%至 45.1 亿港元，差于我们的预期。报告期内，来自水资源、物业投资及发展业务以及公路和桥梁业务的收入分别同比增长 37.2%、79.5%和 39.1%至 129.9 亿港元、70.8 亿港元和 10.7 亿港元。另外三个业务板块的收入则出现下滑。水资源和房地产投资与开发业务板块的销售额分别占公司 2020 年总收入的 56.1%和 30.5%。尽管盈利下滑，公司调升 2020 全年派息率至 85.4%或 0.5894 港元每股股息，同比升 2.0%。受新冠疫情影响，百货公司和酒店经营管理收入受到重创。然而，水资源板块和房地产投资开发板块的强劲增长有效抵消了其他业务板块的收入下滑。受疫情冲击的业务板块预计将在 2021 年迎来复苏。我们对粤海投资的前景维持乐观的看法并相信复苏将于 2021 年到来。公司于 2021 年一季度的业绩好于我们的预期，期内股东净利同比大升 39.1%至 13.7 亿港元。

我们目前对公司的投资评级为“收集”，目标价为 17.35 港元，相当于 19.5 倍/ 17.2 倍/ 15.4 倍 2021 至 2023 年市盈率或 2.5 倍/ 2.4 倍/ 2.3 倍 2021 至 2023 年市净率。

正面因素分析

- 水资源业务和房地产开发业务是未来公司主要增长动力来源。
- 公司将通过持续地并购和不断升级现有生产设施以进一步提升其在国内的供水及污水处理的产能以及市场份额。

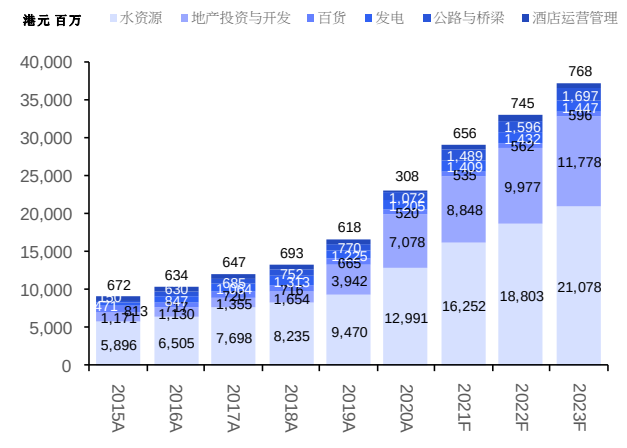
风险分析

- 国内房地产开发行业面临政策不确定性。
- 随着新冠疫情的局部性的爆发（如在广东地区），公司非核心业务于未来一段时间仍存较大不确定性。

负面因素分析

- 成熟稳定的电商行业将对进一步冲击公司的百货店运营。
- 过度依赖房地产业务所带来的高增长将使公司逐渐脱离其核心业务（如水资源业务）。

公司收入构成



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万港元)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
营业额	16,691	23,173	29,189	33,116	37,364
销售成本	(7,933)	(13,789)	(16,901)	(19,108)	(21,484)
毛利	8,758	9,384	12,289	14,008	15,880
其他收入/支出	674	662	430	445	461
销售及分销费用	(427)	(520)	(671)	(762)	(822)
管理费用	(1,839)	(1,981)	(3,240)	(3,385)	(3,720)
其他营业收入/支出	392	732	358	494	528
营业利润	7,558	8,277	9,165	10,800	12,326
应占联营公司利润	213	216	236	277	304
财务费用	(290)	(292)	(424)	(465)	(480)
税前利润	7,481	8,201	8,976	10,612	12,150
税项	(1,835)	(2,563)	(2,274)	(2,869)	(3,386)
少数股东权益	(602)	(1,128)	(883)	(1,132)	(1,396)
净利润	5,044	4,510	5,820	6,611	7,367
每股盈利(港元)	0.772	0.690	0.890	1.011	1.127
每股派息(港元)	0.578	0.589	0.668	0.758	0.845

重要财务比率

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
毛利率（%）	52.5	40.5	42.1	42.3	42.5
经营利润率（%）	45.3	35.7	31.4	32.6	33.0
净利率（%）	30.2	19.5	19.9	20.0	19.7
股东资金回报率（%）	12.4	10.6	12.9	14.2	15.3
总资产收益率（%）	6.7	5.4	6.1	6.3	6.6
派息率（%）	74.9	85.4	75.0	75.0	75.0
流动比率（倍）	2.4	1.4	1.2	1.2	1.1
净负债比率（%）	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司、国泰君安国际。

全面复苏已在路上

分析员：朱俊杰 Jun Zhu

上实控股(00363 HK)

评级：买入

股价: HK$11.460

目标价: HK$16.50

End 12/31	Turnover (HKD m)	Net Profit (HKD m)	EPS (HKD)	EPS (△%)	PER (x)	BPS (HKD)	PBR (x)	DPS (HKD)	Yield (%)	ROE (%)
2019A	32,345	3,350	3.081	0.5	3.7	37.012	0.3	1.530	13.4	8.2
2020A	27,138	2,219	2.041	(33.8)	5.6	40.175	0.3	0.890	7.8	5.3
2021F	33,536	3,345	3.076	50.7	3.7	42.292	0.3	1.231	10.7	7.5
2022F	35,339	3,569	3.283	6.7	3.5	44.165	0.3	1.313	11.5	7.6
2023F	37,218	3,842	3.534	7.6	3.2	46.268	0.2	1.413	12.3	7.8

已发行股本 Shares in issue (m)	1,087.2	大股东 Major shareholder	上实控股集团 62.5%
市值 Market cap. (HK$ m)	12,459.4	流通比例 Free float (%)	37.0
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)	933.0	2021 年净负债/股东资金 2021 Net gearing (%)	71.6
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK$)	13.089/10.240	2021 年每股估值 2021 NAV (HK$)	20.1
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)			(3.0) / 3.1 / 3.9
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)			(1.9) / 1.6 / (14.1)

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

受新冠疫情爆发的影响，公司所有的业务板块均于 2020 出现了收入下滑。2020 年业绩差于预期，盈利同比大跌 33.8%至 22.19 亿港元。其中，基建业务板块收入同比跌 6.1%至 85.39 亿港元，地产板块收入同比跌 18.3%至 152.33 亿港元，而消费品板块的收入则同比跌 26.9%至 33.66 亿港元。此外，基建、地产、消费品的净利润则分别同比下跌 34.2%、1.3%、53.0%至 11.56 亿港元、7.70 亿港元和 5.18 亿港元。公司期内的综合毛利率同比回落 2.5 个百分点至 36.2%。公司的运作已于 2020 下半年基本恢复正常，我们相信公司的复苏已在路上，我们仍对公司于 2021 年的展望充满信心。公司宣布于 6 月中收到政府人民币 35.5 亿元的公路收费补偿金。去年受疫情影响，公司旗下公路暂停收费达 79 天。

我们目前对公司的投资评级为"买入"，目标价为 16.50 港元价，价相当于 5.4 倍/ 5.0 倍/ 4.7 倍的 2021 至 2023 年市盈率或 0.4 倍/ 0.4 倍/ 0.4 倍的 2021 至 2023 年市净率。

正面因素分析

- 公司在全国污水处理和供水服务领域具有领先的优势。
- 基建板块的持续投资将成为公司未来增长的动力来源。
- 公司持续朝着多元化发展的战略将有利于分散投资，并助力公司抵御未来不可抗力因素带来的冲击。

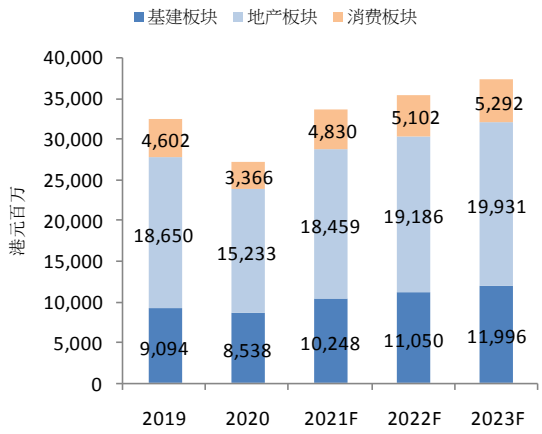
风险分析

- 由于基建是重资产项目，未来大规模的基建投资将为公司带来庞大的资本开支以及债务的增加。
- 由于疫情仍存在零星的爆发和反弹，或将继续影响今年公司各个板块的表现。

负面因素分析

- 疫情仍持续影响旅游出行，并将影响公司消费板块的表现。
- 因新冠疫情给宏观经济带来的负面影响，基建和消费品行业的增长仍面临压力。

公司收入构成



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万港元)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
营业额	32,345	27,138	33,536	35,339	37,218
销售成本	(19,813)	(17,320)	(20,821)	(21,771)	(22,816)
毛利	12,532	9,818	12,715	13,567	14,402
销售及分销费用	(1,080)	(1,097)	(1,241)	(1,308)	(1,377)
管理费用	(2,479)	(2,273)	(2,690)	(2,897)	(3,018)
其它收益	1,336	793	1,351	1,377	1,413
营运利润	10,310	7,240	10,136	10,740	11,420
应占合资公司利润	160	163	173	165	167
应占联营公司利润	332	1,369	407	461	504
财务费用	(1,896)	(1,854)	(2,140)	(2,214)	(2,240)
税前利润	8,906	6,917	8,576	9,152	9,851
税项	(3,573)	(2,994)	(3,430)	(3,661)	(3,940)
少数股东权益	(1,984)	(1,704)	(1,801)	(1,922)	(2,069)
净利润	3,350	2,219	3,345	3,569	3,842
每股盈利（港元）	3.081	2.041	3.076	3.283	3.534
每股股息（港元）	1.530	0.890	1.231	1.313	1.413

重要财务比率

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
毛利率（%）	38.7	36.2	37.9	38.4	38.7
经营利润率（%）	31.9	26.7	30.2	30.4	30.7
净利率（%）	10.4	8.2	10.0	10.1	10.3
总资产回报率（%）	2.0	1.2	1.7	1.8	1.8
股东资金回报率（%）	8.2	5.3	7.5	7.6	7.8
流动比率（倍）	1.7	1.7	1.9	1.8	1.9
派息率（%）	49.7	43.6	40.0	40.0	40.0
净负债比率（%）	62.4	63.3	71.6	72.6	67.8

资料来源：公司、国泰君安国际。

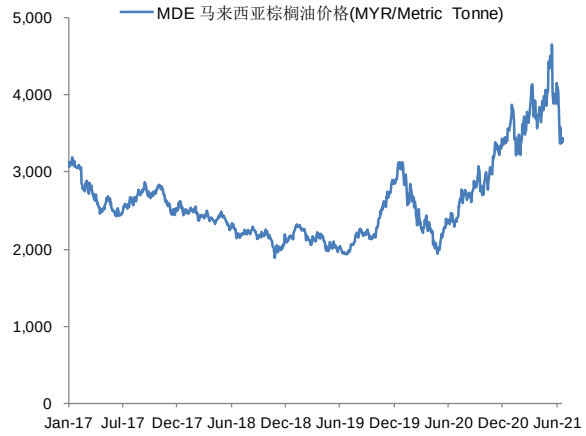
消费—食品饮料及日用品行业 跑赢大市

分析员：陈傲 Alfred Chen 陈思超 Andy Chen

一 食品及饮料

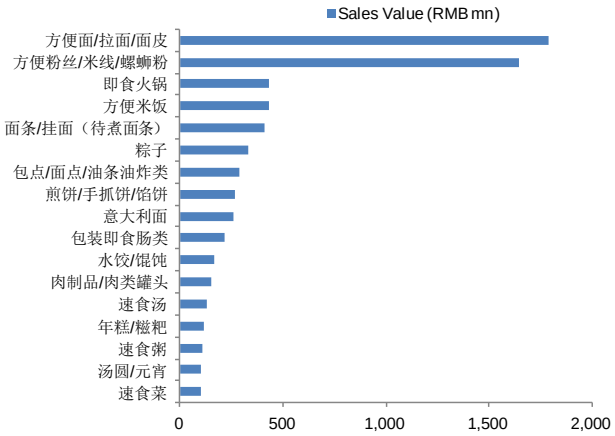
方便食品 – 2021 年上半年受制于高企的棕榈油价格及高基数效应；高端化进程延续。根据尼尔森数据，国内方便面的整体销量在 2020 年同比增长 0.1%，销售额则同比增长 4.7%，销售额增速继续跑赢销量增速。2021 年第一季度，统一企业中国的食品收入受高基数影响同比录得个位数下滑，较 1Q19 实现双位数增长，主要由于 5 元以上的高端面表现强劲，同比实现双位数增长，占食品业务销售比重由 2020 年第一季度的 34%提升至 39%，高端化趋势延续。截至 2021 年 6 月 28 日，棕榈油价格同比大幅上涨 63.0%，对方便面生产企业造成了很大的成本压力。我们认为高企的棕榈油价格将使 2021 年上半年全行业的毛利率承压，但随着棕榈油价格回落以及高基数效应的淡化，方便面行业的同比销售增速及利润率将在 2021 年下半年逐步正常化。与此同时，自热食品及半成品/预制菜在 2021 年上半年继续发展，不断获得市场份额。目前自热产品赛道中主要有 4 种参与者：餐饮企业、零食品牌、传统方便食品品牌及初创品牌。根据阿里系电商平台数据，2021 年 1-5 月自热火锅和自热米饭产品分别在所有方便食品品类中排名第 3 和第 4（以销额计算）。同时半成品/预制菜/食品的销量受到了疫情后宅经济和“在家吃饭”观念的推动，以速成米线/螺蛳粉品类为例，其在阿里系电商平台以销额计的市场份额由 2020 年 4 月的 16.2%上升到了 2021 年 4 月的 26.0%。此外，2019 年末创立的速成意粉品牌空刻意粉在 2020 年发展迅速，销额在短短一年内已突破 1 亿元。我们预计随着年轻群体成为消费主力和以宅经济、懒人经济为代表的消费行为变化，中高端方便面与新式方便食品将持续稳定增长。

棕榈油价格



资料来源：马来西亚衍生产品交易所。

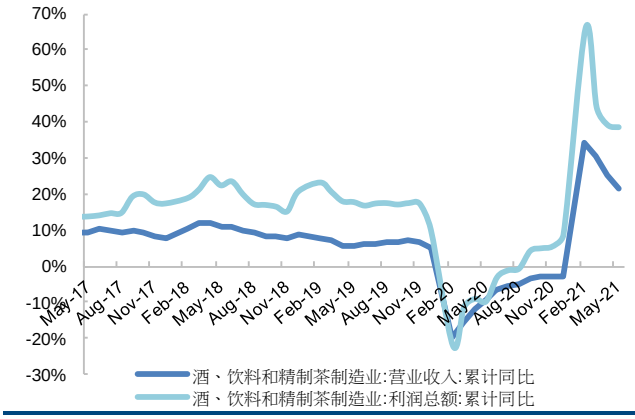
2021 年 1-5 月淘系电商方便速食品类销额排名



资料来源：淘数据、国泰君安国际。

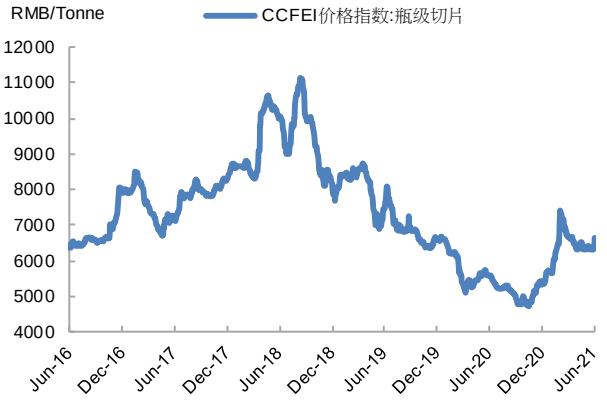
饮料 — 饮料行业产销反弹。2020 年康师傅、统一企业中国、达利食品和中国食品的饮料销售分别录得 4.7%、-1.3%、-13.5%和 0.4%的同比增长，其中，中国食品的汽水品类实现了中单位数的增长。我们估计，相比 2019 年同期水平，2021 年上半年中国食品的汽水品类应录得低双位数的增长，而水和果汁品类则大致持平。维他奶 2021 财年营收同比增长 4.0%，其中，中国内地销售同比增长 11.2%，而香港地区销售同比减少 11.5%。后疫情时代下，宅家消费需求保持旺盛，带动电商和 KA 等渠道继续录得增长，而 2020 年受疫情影响严重的户外和即饮消费场景正经历强劲反弹。得益于内需增长以及饮料厂商对新品研发 / 营销推广的资源投入的加大，预计 2021 年下半年至 2022 年饮料销售呈现“量价齐升”。但由于主要原材料和包装材料价格高企，饮料业务的毛利率或将承压。

限额以上零售额同比变动情况：饮料行业总体



资料来源：中国统计局。

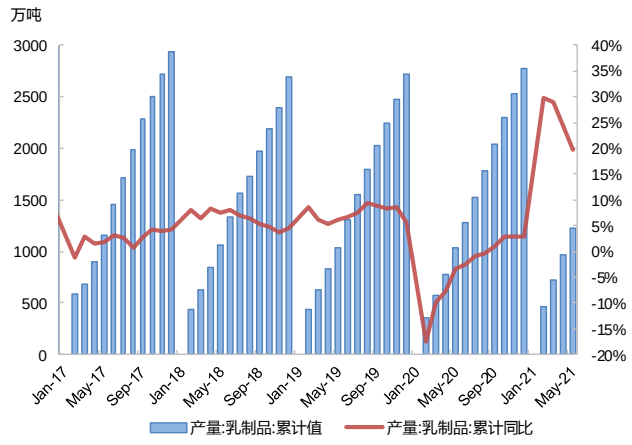
瓶级 PET 切片价格



资料来源：中国化纤经济信息网。

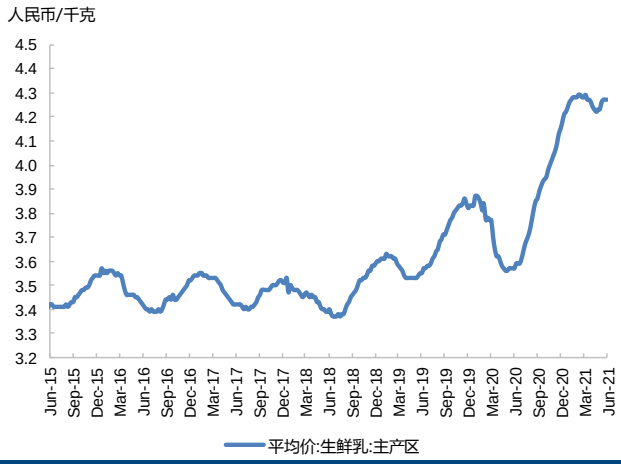
乳制品 — 乳制品行业龙头竞争优势显著。尽管春节期间因疫情反弹，“原地过节”令原本火热的送礼和年货需求锐减，但 2021 年 3—6 月乳制品的终端消费需求旺盛，商超等线下渠道同比反弹显著。我们估计 2021 年上半年蒙牛的营收有望录得中低双位数以上的增长，好于行业总体表现。其中，常温酸奶和鲜奶 2021 年一季度同比增速或达到 20%和 100%，低温奶业务维持健康扩张。2021 年一季度伊利公布的业绩超出市场预期，收入和净利分别同比增长 32.7%和 148%至人民币 272 亿元和人民币 28.3 亿元，其管理层作出了大致相当于 10.4%和 14.1%的 2021 年收入增幅和利润增幅的目标。伊利于 2021 年 6 月 4 日宣布了一项不超过人民币 130 亿元的近十年来首次定增计划，旨在扩大液态奶奶源和生产基地及拓展高端婴配奶粉和瓶装水等业务，同时，公司提出“2025 年全球乳业前三、2030 年全球乳业第一”的新战略目标。我们看好龙头乳企的产业链整合优势及其在成本和费用方面的管理优势。奶粉方面，内地新生儿持续下滑，三胎政策效果料有限，因而婴配奶粉总体市场规模呈下滑趋势。同时，国内奶粉购买者（主要是新晋 85 后 / 90 后父母）对价格敏感度降低，但对国民品牌和高端产品的接受度高，加上婴配奶粉本身具备很好的品牌粘性 / 消费忠诚度，给中国本土高端奶粉品牌的崛起带来契机。据淘数据统计，2021 年 1—5 月中国飞鹤奶粉的线上销售额累计同比增长约 38%，继续领跑行业，星飞帆品牌表现亮眼，驱动市占率迅速提升。2021 年二季度原奶价格高位整固。据农村农业部，国内主产区生鲜乳均价在 2020 年下半年经历大幅上涨后，2021 年上半年在 4.2—4.3 元 / 公斤区间窄幅波动。由于乳企产销改善以及饲料 / 饲养成本上升，当前原奶供需仍偏紧，较高的价位应有支持，预计 2021 年下半年至 2022 年或有进一步震荡上行的空间。

国内乳制品累计产量及同比变动情况



资料来源：中国统计局。

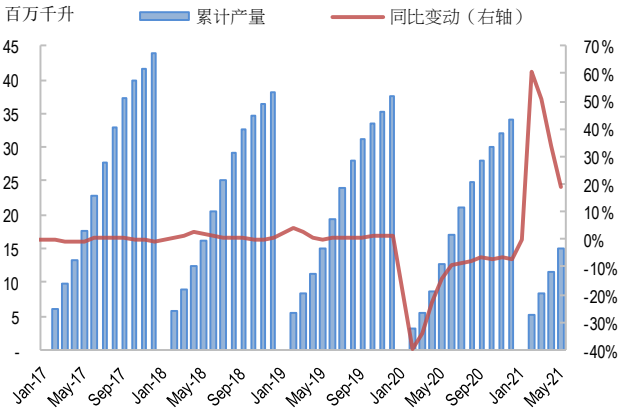
中国（主产区）生鲜乳平均价格



资料来源：中国农业部。

啤酒 — 中长期来看，国内啤酒行业的发展机会仍具有高度确定性，行业龙头格局清晰，盈利增长逻辑正在得到验证并不断强化。2021 年上半年啤酒行业的产销迎来反弹，截至 2021 年 5 月，国内啤酒累计产量达 14.98 百万千升，仅略低于 2019 年同期水平，同比增长 18.9%，同比增速较 2021 年 1-3 月有所放缓。回顾 2021 年 1-3 月，百威亚太的销量和销售额分别同比增长 64.6%和 63.7%，持平于 2019 年同期水平，其中，中国区的销量和销售额分别同比增长 84.6%和 92.5%，好于 2019 年同期水平，高端和超高端产品组合表现好于预期。青岛啤酒 2021 年一季度销量同比增长 34.4%至 2.19 百万千升，创历史新高，平均销售单价亦同比提升 5.6%，带动毛利率同比大幅改善 5.0 个百分点至 45.1%，归母净利达人民币 10.22 亿元，同比增长 90.3%。我们估计华润啤酒一季度的销量应同比增长约 35%。次高档以上啤酒销量占比和平均销售单价预计保持增长，管理效率和产能优化显著，加上成本涨价向下游传导的过程应该较为顺畅，我们预计公司的利润率持续改善。我们相信，现阶段较高的销售费用投入有助于扩大高端啤酒品牌声量，并快速抢占夜场 / 餐饮等高端即饮消费市场份额，营销投入回报率将成为国内啤酒厂商发力高端化的关键之一。此外，随着酷热夏季和大型体育赛事纷至，如 6—7 月的欧洲杯 / 美洲杯、7—8 月东京奥运会以及 8 月男篮亚洲杯等，啤酒铺货和动销的旺季表现有望超预期。

国内啤酒累计产量及同比变动情况



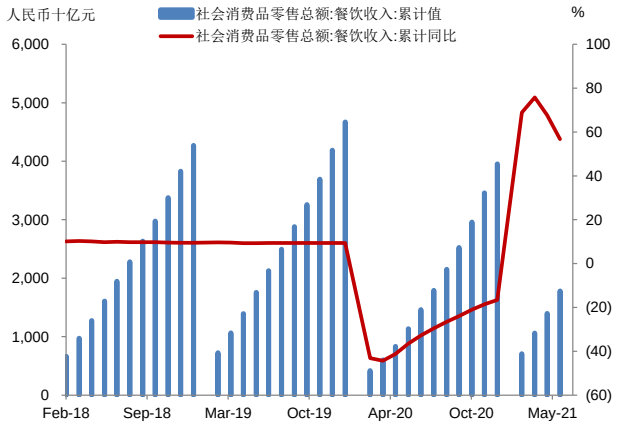
资料来源：中国统计局。

进口平均单价：大麦

资料来源：中国海关总署。

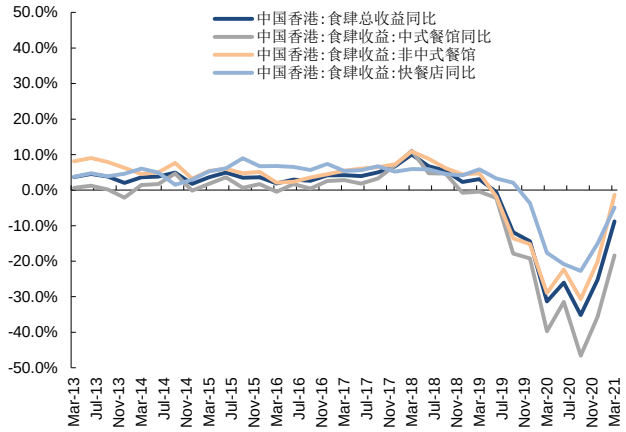
餐饮 – 大陆餐饮行业加速恢复；香港餐饮业开始复苏。根据国家统计局数据， 2021 年 1-5 月份，全国餐饮收入 17,789 亿元，同比增长 56.8%，两年平均下降 0.3%；限额以上餐饮收入 4,035 亿元，同比增长 64.2%。今年以来餐饮市场恢复加快，2021 年 3 月餐饮收入自疫情以来首次单月高于 2019 年同期。根据国家税务总局增值税发票数据显示，五一假期期间餐饮服务业销售收入同比增长 62.3%，两年平均增长 17%，两年平均增幅分别比 2021 年春节、清明期间提高 14.3 个和 5.9 个百分点。内地疫情稳定受控后，购物中心优质物业腾出叠加低租金招租情况下，餐饮连锁化、集中度提升趋势有望加速。海底捞 2020 全年新开门店 544 家，创新高，其中三线及以下城市增加 257 家门店，公司预计 2021 年新开店铺 500 家以上；九毛九旗下太二餐厅于 2020 年净增加 107 间，并计划 2021 年新增 100-120 家，其中截至 5 月底已新开 47 家；**外卖业务继续保持高增长**，2021 年第一季度美团餐饮外卖业务实现交易金额人民币 1,427 亿元，同比上升 99.6%，订单量 29.03 亿笔，同比上升 113.5%。外卖交易金额及订单量提升主要得益于会员体系的不断完善及外卖服务边界在场景及时间上的拓展（如早餐、下午茶及宵夜等外卖场景的快速发展）。一季度美团外卖业务收入同比增速达 116.8%，变现率环比微升至 14.4%。**香港餐饮业自 2021 年第一季度末以来持续复苏。**根据香港统计部门，香港餐饮业总收入在 2021 年第一季度同比下降 8.8%，跌幅季度环比收窄 16.4%。中式餐厅收入在 2021 年第一季度同比下降 18.3%。速食餐厅收入在各种餐饮业态中仍相对具韧性，在 2021 年第一季度同比下跌 4.9%。自 2021 年 2 月底开始，香港的社交隔离措施有所放宽，随之香港消费环境及消费信心不断改善。以大家乐为例，其香港餐厅的同店销售自 3 月以来保持环比正增长，已恢复至正常水平的 8-9 成。然而，由于学校继续停课，医院餐饮和其他机构服务暂停，全球航空仍处于较低水平，香港机构餐饮业务仍承压。我们预计香港餐饮业受益于疫情受控及疫苗计划推进带来的市况改善，将在 2021 年下半年继续复苏。

中国餐饮收入及同比增长



资料来源：国家统计局。

香港食肆收入增长

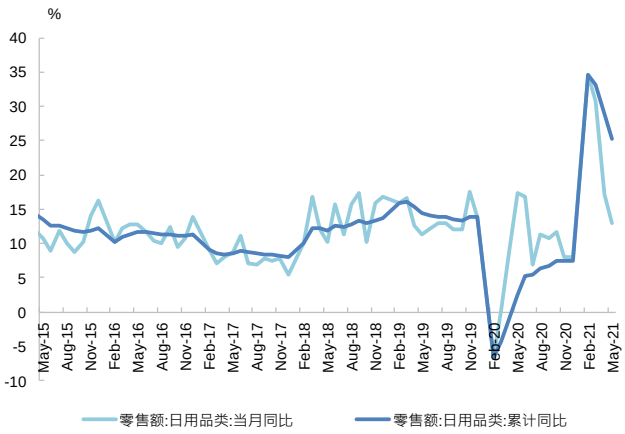


资料来源：香港政府统计处。

一 日用品

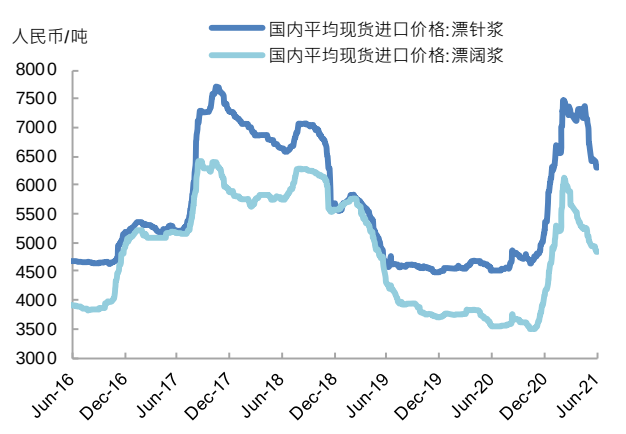
2021 年日用必需品厂商的收入同比增幅预计呈现“前高后低、全年温和增长”的态势。零售端销售方面，由于具刚性消费特征，2020 年上半年作为有限影响品类的日用必需品受疫情影响小，生活用纸的居家和囤货需求显著增长，2020 年上半年线上销售增长强劲。而自 2020 年下半年，内地疫情趋于缓和，线上购买和囤积日用必需品需求逐步减弱，加上前期高基数的影响，2021 年上半年日用必需品零售端（尤其是电商销售）同比表现不佳。据淘数据统计，纸品 / 湿巾、卫生巾和纸尿裤的前五个月累计线上销售分别同比减少 14.5%、9.6%和 13.5%。我们预计零售端销售到 2021 年下半年会有所改善。出厂端销售方面，2020 年上半年主要厂商因生产停滞和物流中断，营业收入同比仅录得小幅增长，显著差于同期零售端的表现。自 2020 年下半年，出厂端销售呈现环比加速改善。其中，维达在 2020 年四季度单季收入同比 12.7%，2021 年一季度收入同比增长 30.7%（内地分部收入同比增长 45.9%），亦好于预期。同时，漂针浆、漂阔浆平均现货价格在 2021 年 3 月初达到阶段性高点后均下跌，印证了我们此前对国内木浆供需缺口并不明显且涨价不可持续的判断。但我们认为，当前的浆价已回落到较为合理的区间，进一步跌价的幅度不会太大，鉴于全球下游需求回暖、国内限废令 / 禁塑令的施行以及国内主流厂商存在补充库存的购买需求。尽管自 2021 年下半年生活用纸厂商或因原材料成本高企面临销售毛利率下行的压力，但市场可能已经很大程度上消化了对盈利能力下滑的悲观预期。

限额以上零售额同比变动情况：日用品类



资料来源：中国统计局。

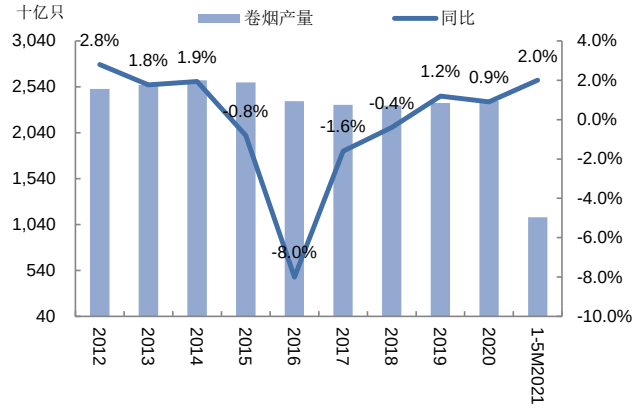
进口木浆平均价格



资料来源：中纸在线。

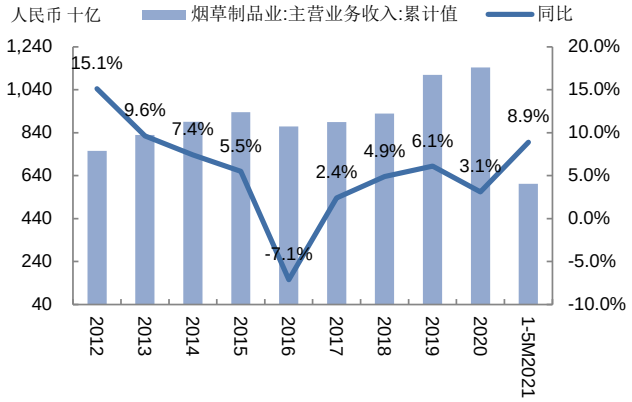
烟草行业 — 烟草行业稳健增长；电子烟行业静待政策落地。2021 年 1-5 月卷烟产量同比累计增长 2.0%至 11,187 亿支，烟草行业主营业务收入同比增长 10.5%至人民币 5,180 亿元。中国烟草行业受到法律的严格监管，为国家垄断经营，所以烟草行业的发展通常较为稳定。鉴于中国温和的控烟政策和相对较高的吸烟率，我们预计烟草行业将维持稳健增长，并受到产品组合改善的推动。另一方面，中国电子烟行业正处于政策真空期：工信部于 3 月 22 日公布了《关于修改〈中华人民共和国烟草专卖法实施条例〉的决定（征求意见稿）》，其中提及为加强对电子烟等新型烟草制品的监管，将在《中华人民共和国烟草专卖法实施条例》附则中增加一条：“电子烟等新型烟草制品参照本条例中关于卷烟的有关规定执行”，但并没公布监管细则。我们预期电子烟的烟油烟弹加工、产品流通及销售等环节纳入监管的可能性较大，包括对烟油中的尼古丁和尼古丁盐含量浓度进行监管、对电子烟生产厂商进行备案审核以及对代理商和渠道商进行备案登记等。虽然在该修订草案结束征求意见阶段后仍需进行一系列较繁杂的必要修法流程，但考虑到目前电子烟行业的快速发展，我们认为其仍存在年内实质落地的可能性。此外，6 月 1 日正式实施的新版《未成年人保护法》中，明确禁止向未成年人销售电子烟并明确主体责任和处罚措施，其中第五十九条明确规定，学校、幼儿园周边不得设置烟、酒、彩票销售网点。配合新版未成年人保护法，烟草总局与国家市场监管总局于 6 月 18 日下发行业监管文件，开展为期三个月的电子烟专项监管，严查门店向未成年人售卖电子烟的情况，同时要求各地烟草专卖行政主管部门全面排查电子烟销售网点,登记建档。

卷烟产量及同比



资料来源：国家统计局。

烟草企业主营业务收入及同比



资料来源：国家统计局。

投资建议

行业投资评级为“跑赢大市”，我们的行业首选是华润啤酒(00291 HK)。对于消费-食品饮料及日用品行业，我们维持“跑赢大市”的评级。据国家统计局，2021 年 1—5 月食品制造业主营业务收入累计同比增长 14.0%至人民币 818.9 亿元，而酒、饮料和精制茶制造业主营业务收入累计同比增长 21.7%至 663.7 亿元。我们看到国内快速消费品市场的需求旺盛，随着户外活动恢复正常以及全国气温上升，饮料品类强势回归，销售额同比大幅反弹。我们继续看好饮料行业“量价齐升”。展望 2020 年下半年，我们对啤酒行业的景气度维持乐观，高端化仍将作为中长期逻辑。随着炎热的夏季和大型体育赛事的到来，国内啤酒铺货和动销的旺季表现有望超预期。以“四大金刚”和“四大天王”为代表的华润啤酒高端品牌产品正在占领年轻消费群体的心智，并向夜场等高档次消费渠道加速渗透。为消化因原材料和包装材料成本上行导致的毛利率压力，2021 年下半年（包括华润啤酒在内的）啤酒厂商可能陆续在全国范围内抬高出厂价格 / 终端售价。总体来看，我们认为中国啤酒行业的龙头格局清晰，主要厂商的利润率和盈利规模预计在未来 2—3 年内将进一步大幅提升。华润啤酒为我们的行业首选，投资评级为“买入”，当前的目标价为 78.20 港元，相当于 68.4 倍 / 50.7 倍 / 40.0 倍的 2021—2023 年市盈率。

公司名称	编号	股价 (HK$)	个股评级	2021 市盈率(x)	2022 市盈率(x)	2023 市盈率(x)	2021 市净率(x)	2021 ROE(%)	2021 股息率(%)
统一企业中国	00220	8.570	收集	18.9	16.8	15.6	2.2	11.8	4.5
华润啤酒	00291	69.750	买入	61.0	45.2	35.6	8.1	13.9	0.7
康师傅控股	00322	15.500	收集	19.7	17.8	16.0	3.5	17.6	4.3
大家乐集团	00341	15.960	收集	26.9	20.4	15.6	2.9	11.1	2.3
维他奶	00345	28.850	中性	51.0	45.1	39.5	8.1	16.2	1.3
中国食品	00506	2.820	买入	12.7	11.4	10.1	1.3	10.2	3.9
达利食品	03799	4.630	买入	13.0	12.2	11.2	2.7	21.8	5.8
天韵国际控股	06836	1.630	买入	5.7	4.8	4.1	1.1	20.6	0.0
市值加权平均			**跑赢大市**	**40.9**	**32.0**	**26.3**	**5.8**	**15.6**	**2.5**
恒安国际	01044	52.000	收集	10.9	10.5	9.8	2.4	23.2	6.0
中国波顿	03318	4.300	收集	21.7	13.2	8.9	1.3	6.3	0.5
市值加权平均			**跑赢大市**	**11.7**	**10.7**	**9.7**	**2.4**	**22.0**	**5.6**

资料来源：国泰君安国际、Bloomberg。

饮料业务继续复苏，食品业务毛利率承压

分析员：陈傲 Alfred Chen

统一企业中国(00220 HK)

评级：收集

股价: HK$8.570

目标价: HK$10.00

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net Profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (△%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2019A	22,020	1,366	0.316	55.7	24.2	3.156	2.4	0.316	4.1	10.2
2020A	22,762	1,626	0.376	19.0	19.0	3.215	2.2	0.376	5.3	11.8
2021F	24,492	1,633	0.378	0.5	18.9	3.216	2.2	0.321	4.5	11.8
2022F	26,011	1,832	0.424	12.2	16.8	3.318	2.2	0.361	5.0	13.0
2023F	27,560	1,981	0.459	8.3	15.6	3.418	2.1	0.390	5.5	13.6

已发行股本 Shares in issue (m)	4,319.3	大股东 Major shareholder	统一企业 70.5%
市值 Market cap. (HK$ m)	37,016.7	流通比例 Free float (%)	29.5
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)	4,006.5	2021 年净负债/股东资金 2021 Net gearing (%)	净现金
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK$)	10.460/6.600	2021 年每股估值 2021 NAV(HK$)	12.1
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)			2.2 / (9.4) / 11.0
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)			(3.3) / (11.0) / (7.0)

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

统一 2021 年第一季度收入实现同比增长，主要得益于即饮茶产品与果汁产品销售强劲增长的推动。受制于高基数效应，食品业务收入录得单位数的同比负增长，但较 2019 年第一季度录得双位数的增长。统一 2021 年第一季度的未经审计的净利润同比下跌 10.9%至人民币 3.78 亿元，剔除 2020 年第一季度出售土地的一次性收益，公司核心净利录得同比低单位数增长，基本符合我们的预期。统一的毛利率在 2021 年第一季度录得同比下滑，主要受食品业务原料成本上涨所拖累，但饮料业务产能利用率的提升对毛利率产生正面影响。此外，统一利润率承压，主要原因是：1）销售费用率同比上升，公司今年的营销活动及投入较往年提前；2）2021 年第一季度市场竞争较往年更为激烈，市场参与者需要消化春节前零售渠道的备货；3）部分原材料价格在 2021 年第一季度大幅上涨。

由于统一在春节前很好地控制了其渠道库存，2021 年第一季度产品的新鲜度管理表现良好。今年统一将对饮料业务采取更为积极的策略。我们预计公司的饮料业务将在 2021 年继续改善，公司的高端方便面产品与自热产品“开小灶”将在今年继续录得可期的表现。然而，由于原材料价格波动将为统一带来负面影响，我们预计 2021 年统一的毛利率将继续承压。我们的投资评级为“收集”，目标价为 10.00 港元，相当于 22.1 倍/22.0 倍/19.6 倍的 2021 年/2022 年/2023 年市盈率。

正面因素分析

- 户外消费场景恢复利好饮料复苏。
- 公司渠道库存管理较好。
- 开小灶销量乐观，高端品类不断丰富。

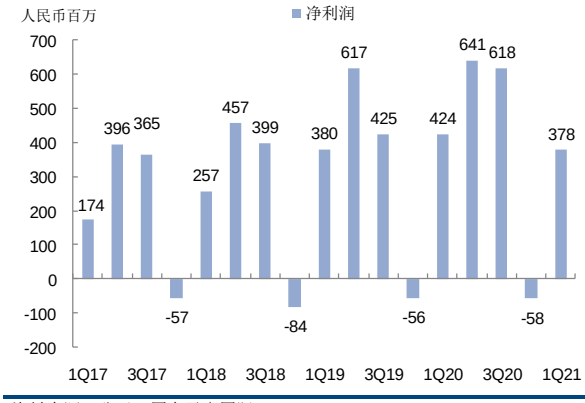
风险分析

- 局部地区零星疫情反复。
- 高端化产品表现不及预期风险。

负面因素分析

- 局部地区零星疫情或拖累饮料销售继续复苏。
- 棕榈油价格维持高位，拖累食品业务毛利率。

统一季度净利润



资料来源：公司，国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万人民币)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
收益	22,020	22,762	24,492	26,011	27,560
销售成本	(14,101)	(14,696)	(15,852)	(16,682)	(17,568)
毛利	7,918	8,066	8,639	9,329	9,992
其他收入及开支	263	351	262	274	287
销售及市场推广开支	(5,368)	(5,350)	(5,756)	(6,115)	(6,504)
行政开支	(1,007)	(958)	(1,041)	(1,152)	(1,243)
经营利润	1,806	2,108	2,105	2,335	2,532
净财务收入	152	172	164	216	227
应占联营公司业绩	13	46	49	51	52
税前利润	1,971	2,326	2,319	2,603	2,811
税项	(605)	(701)	(685)	(771)	(830)
股东应占净利润	1,366	1,626	1,633	1,832	1,981
每股净利（人民币）	0.316	0.376	0.378	0.424	0.459

重要财务比率

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
饮料业务毛利率（%）	39.9	39.7	39.9	40.3	40.8
方便面业务毛利率（%）	32.0	31.2	30.6	31.6	32.1
净利率（%）	6.2	7.1	6.7	7.0	7.2
股东资金回报率（%）	10.2	11.8	11.8	13.0	13.6
流动比率（倍）	0.9	0.8	0.9	1.1	1.2
存货周转期（天）	41.4	45.7	40.0	39.0	38.0
应收帐款周转期（天）	9.1	9.2	9.1	9.0	8.9
应付帐款周转期（天）	42.4	44.7	40.0	39.0	38.0
净负债比率（%）	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司、国泰君安国际。

高端化稳步推进，旺季动销和铺货有望超预期

分析员：陈思超 Andy Chen

华润啤酒(00291 HK)

评级：买入

股价: HK$69.750

目标价: HK$78.20

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (△%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2019A	33,190	1,312	0.404	34.3	154.2	6.063	10.3	0.165	0.3	6.8
2020A	31,448	2,094	0.645	59.6	90.0	6.540	8.9	0.259	0.4	10.2
2021F	35,628	3,090	0.952	47.5	61.0	7.171	8.1	0.381	0.7	13.9
2022F	38,195	4,170	1.285	35.0	45.2	8.009	7.3	0.514	0.9	16.9
2023F	40,748	5,288	1.630	26.8	35.6	9.056	6.4	0.652	1.1	19.1

已发行股本 Shares in issue (m)	3,244.2	大股东 Major shareholder	华润集团 51.7%
市值 Market cap. (HK$ m)	226,281.3	流通比例 Free float (%)	43.9
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)	6,898.4	2021 年净负债/股东资金 2021 Net gearing (%)	净现金
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK$)	78.600 / 42.850	2021 年每股估值 2021 NAV (HK$)	82.1
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)			0.1 / 14.7 / 62.3
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)			1.3 / 13.1 / 44.3

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

啤酒行业 2021 年上半年的产销迎来反弹，润啤的销量表现基本与行业情况一致，我们估计公司 2021 年一季度啤酒销量同比增长约 35%，基本回到 2019 年同期水平。我们对行业景气度展望维持乐观，即饮消费需求的反弹将带动啤酒产销继续回升。酷热夏季和大型体育赛事来临，啤酒旺季的渠道铺货和动销表现将有望超预期。国内啤酒产品价格较海外消费市场仍是洼地（平均销售单价低且低端酒占比高），因此高端化是长期逻辑。叠加产能优化（淘汰落后产能以及生产线技改、升级），行业平均毛利率正在逐年提升，且非经营性开支也将会得到有效的控制。

润啤正在积极拓展大客户分销体系建设以及夜场、餐饮及非现饮高端渠道布局，次高档啤酒组合中的 SuperX 和喜力系列 2020 年实现高双位数的增长，并预计在 2021 年保持可观增速。润啤有望在 2021 年下半年提高出厂价格和终端售价，以应对 2020 年四季度至今的主要原材料和包装材料成本的大幅上涨。我们预计，随着公司营收规模和毛利率的逐年提升，公司股东净利有望在 2021-2023 年分别录得 47.5%/ 35.0%/ 26.8%的同比增速，领跑必选消费行业。我们维持“买入”的投资评级，目标价为 78.20 港元，相当于 29.5 倍/ 24.1 倍/ 20.0 倍的 2021-2023 年 EV / 经调整 EBITDA 以及 68.4 倍/ 50.7 倍/ 40.0 倍的 2021-2023 年市盈率。

正面因素分析

- 产品布局日益完善，高端化品牌影响力进一步加强。
- 餐饮和夜场等即饮消费渠道增长显著。
- 大型体育赛事纷至，啤酒销售旺季铺货和动销良好。
- 2021 年下半年有望调高产品出厂价格和终端售价。

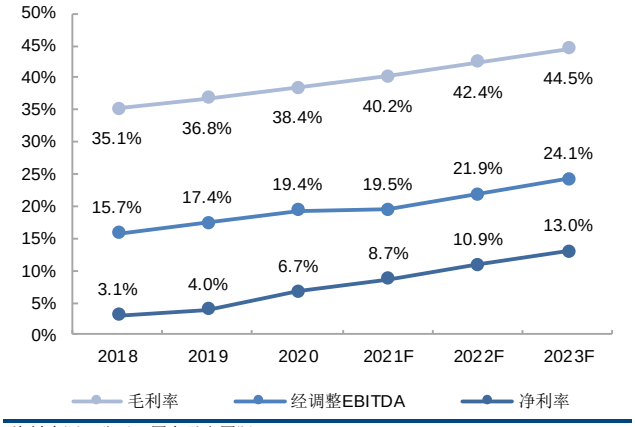
风险分析

- 高端啤酒市场竞争大幅加剧的风险。
- 旺季天气不及预期的风险。

负面因素分析

- 2021 年 4-5 月累计啤酒销量同比增速估计略有放缓。
- 公司销售费用率有所上升。

华润啤酒盈利能力增长情况



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万人民币)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
营业额	33,190	31,448	35,628	38,195	40,748
销售成本	(20,964)	(19,373)	(21,306)	(22,000)	(22,615)
毛利	12,226	12,075	14,322	16,195	18,133
其他收入	908	1,546	1,403	1,589	1,812
销售费用	(5,925)	(6,123)	(7,090)	(7,639)	(8,109)
管理费用	(5,046)	(4,419)	(4,365)	(4,353)	(4,477)
经营溢利	2,163	3,079	4,270	5,792	7,360
净财务开支/（收入）	(39)	(70)	162	186	214
除税前盈利	2,202	3,009	4,432	5,978	7,574
税项	(892)	(915)	(1,343)	(1,808)	(2,286)
除税后盈利	1,310	2,094	3,090	4,170	5,288
少数股东权益	(2)	0	0	0	0
股东应占溢利	1,312	2,094	3,090	4,170	5,288
每股盈利 (人民币)	0.404	0.645	0.952	1.285	1.630

重要财务比率

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
毛利率(%)	36.8	38.4	40.2	42.4	44.5
经营利润率(%)	6.5	9.8	12.0	15.2	18.1
净利率(%)	4.0	6.7	8.7	10.9	13.0
资本回报率(%)	6.8	10.2	13.9	16.9	19.1
流动比率(x)	0.5	0.7	0.8	1.0	1.2
存货周转天数	99.2	113.3	105.0	105.0	104.0
净负债权益比(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司、国泰君安国际。

无糖新品市场反应良好

分析员：陈傲 Alfred Chen

康师傅(00322 HK)

评级：收集

股价: HK$15.500

目标价: HK$17.10

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net Profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (△%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2019A	61,978	3,331	0.593	186.5	23.4	3.481	4.0	0.593	4.3	17.0
2020A	67,618	4,062	0.722	21.8	17.9	3.754	3.4	0.722	5.6	20.0
2021F	71,151	3,695	0.657	(9.0)	19.7	3.699	3.5	0.558	4.3	17.6
2022F	75,232	4,087	0.727	10.7	17.8	3.876	3.3	0.618	4.8	19.2
2023F	79,440	4,546	0.808	11.1	16.0	4.076	3.2	0.687	5.3	20.3

已发行股本 Shares in issue (m)	5,626.9	大股东 Major shareholder	顶新 33.9%
市值 Market cap. (HK$ m)	87,217.4	流通比例 Free float (%)	32.3
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)	6,143.2	2021 年净负债/股东资金 2021 Net gearing (%)	净现金
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK$)	16.109/11.664	2021 年每股估值 2021 NAV(HK$)	20.4
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)			5.2 / 8.5 / 29.0
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)			6.3 / 7.0 / 10.9

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

康师傅 2020 年收入录得人民币 676.18 亿元，同比上升 9.1%，其中方便面和饮料收入分别同比上升 16.6%和 4.7%。康师傅 2020 年下半年收入同比上升 10.2%，其中方便面和饮料收入分别同比上升 6.1%和 14.2%。公司 2020 年毛利率同比上升 1.3 个百分点至 33.2%，主要受益于平均售价的上升、PET 价格的下降以及增值税的下调，但被 2020 年下半年的棕榈油价格上涨所部分抵消。得益于收入的增长、毛利率的扩张以及分销成本率的下降，康师傅 2020 年股东净利录得人民币 40.62 亿元，同比升 22.0%，创历史新高。

我们预计公司的利润端将在 2021 年面临压力，主要由于不利的原材料价格波动、销售和营销费用相较 2020 年的正常化以及 2020 年方便面利润的高基数。公司计划持续聚焦于无糖化及健康化，于 2021 上半年继续推广高端无糖茶产品并推出了无糖冰红茶新品，市场反应良好。随着销售分销渠道的调整与数字化的完成，康师傅目前在大多数核心城市完成了直营二阶覆盖。我们预计公司将持续受益于其稳健的市场地位和渠道优势。其派息率及股息率亦具吸引力。我们给予公司“收集”的投资评级，目标价为 17.10 港元，相当于 21.7 倍、19.6 倍和 17.6 倍 2021 年、2022 年和 2023 年市盈率。

正面因素分析

- 方便面市占率龙头地位稳固。
- 直营二阶改革成效显著。
- 无糖新品市场反应良好。

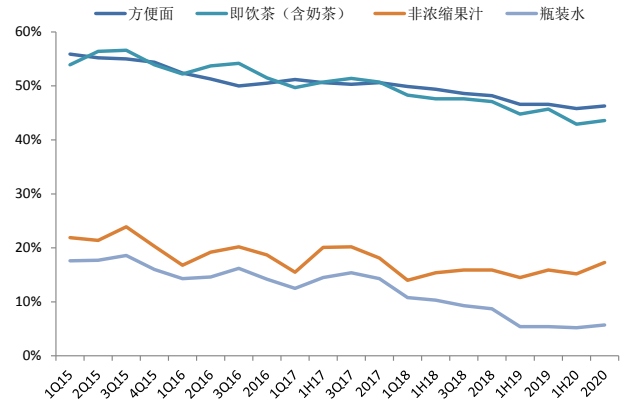
负面因素分析

- 局部疫情反复拖累饮料销售复苏。
- 棕榈油价格维持高位影响方便面毛利率。

风险分析

- 饮料市场复苏不及预期风险。
- 市场竞争加剧风险。

康师傅方便面、即饮茶、非浓缩果汁及瓶装水的市场份额 – 按销量计算



资料来源：尼尔森。

损益表

截至 12 月底(百万人民币)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
营业额	61,978	67,618	71,151	75,232	79,440
销售成本	(42,219)	(45,186)	(48,165)	(50,743)	(53,426)
毛利	19,759	22,432	22,986	24,489	26,014
分销成本	(13,259)	(14,151)	(15,120)	(15,911)	(16,762)
行政费用	(2,375)	(2,291)	(2,561)	(2,723)	(2,884)
其他收益收入及经营费用	1,466	760	968	1,100	1,243
经营利润	5,591	6,750	6,273	6,954	7,611
净财务收入	(414)	(349)	(415)	(482)	(470)
应占联营公司业绩	234	130	137	144	151
税前利润	5,412	6,532	5,995	6,615	7,292
税项	(1,693)	(1,958)	(1,903)	(2,108)	(2,235)
少数股东权益	(387)	(511)	(397)	(420)	(511)
股东应占净利润	3,331	4,062	3,695	4,087	4,546
每股净利 (人民币)	0.593	0.722	0.657	0.727	0.808

重要财务比率

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
方便面业务毛利率（%）	29.0	29.3	29.0	29.3	29.5
饮料业务毛利率（%）	33.7	35.9	35.3	35.4	35.5
方便面业务净利率（%）	8.7	9.3	8.5	9.3	9.4
饮料业务净利率（%）	3.8	5.6	4.3	4.3	4.4
股东资金回报率（%）	17.0	20.0	17.6	19.2	20.3
流动比率（倍）	0.9	1.1	1.0	1.1	1.2
存货周转期（天）	26.4	27.4	25.0	26.0	26.0
应收帐款周转期（天）	10.0	9.0	8.8	8.8	8.8
应付帐款周转期（天）	63.3	63.9	65.0	65.0	65.0
净负债比率（%）	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
净利息覆盖比率（倍）	13.5	19.4	15.1	14.4	16.2

资料来源：公司、国泰君安国际。

内地业务强劲复苏

分析员：陈傲 Alfred Chen

大家乐(00341 HK)

评级：收集

股价: HK$15.960

目标价: HK$18.20

End 3/31	Turnover (HKD m)	Net Profit (HKD m)	EPS (HKD)	EPS (△%)	PER (x)	BPS (HKD)	PBR (x)	DPS (HKD)	Yield (%)	ROE (%)
2020A	7,963	74	0.127	(83.9)	122.8	4.553	3.5	0.190	1.2	2.5
2021A	6,714	359	0.620	388.2	25.7	5.171	3.1	0.380	2.4	12.6
2022F	7,772	348	0.594	(4.2)	26.9	5.503	2.9	0.360	2.3	11.1
2023F	8,685	458	0.782	31.6	20.4	5.975	2.7	0.500	3.1	13.6
2024F	9,570	601	1.026	31.2	15.6	6.601	2.4	0.632	4.0	16.3

已发行股本 Shares in issue (m)	585.7	大股东 Major shareholder	罗氏家族 48.5%
市值 Market cap. (HK$ m)	9,347.8	流通比例 Free float (%)	51.5
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)	712.1	2021 年净负债/股东资金 2021 Net gearing (%)	净现金
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK$)	18.400/14.160	2021 年每股估值 2021 NAV(HK$)	23.3
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)			(4.7) / (5.2) / (0.5)
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)			(3.5) / (6.8) / (18.5)

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

大家乐 2021 财年收入同比下降 15.7%至 67.14 亿港元。由于大家乐快餐和一粥面的同店销售分别录得 14%和 11%的负增长，2021 财年大家乐的香港速食餐饮业务收入同比下降 15.4%至 42.16 亿港元。2021 财年香港休闲餐饮业务录得 6.62 亿港元收入，同比下降 20.2%。公司的香港机构餐饮业务收入同比下降 44.1%至 5.35 亿港元。另一方面，大家乐的内地业务表现强劲，其收入同比增长 10.1%至 12 亿港元。2021 财年下半年，公司收入同比下降 5.7%。截至 3 月 31 日，公司在香港和内地分别有 352 家和 121 家门店。公司 2021 财年毛利率同比下降 3.6 个百分点至 5.6%。计入 6.39 亿港元的政府补贴，公司 2021 财年的股东利润同比增长 387.7%至 3.59 亿港元。公司 2021 财年总派息率为 62.0%。

得益于香港疫苗接种计划的推进与消费情绪的改善，我们预期大家乐香港业务将在 2022 财年进一步复苏。大家乐的香港同店销售自 2021 财年第四季度起录得连续月环比正增长并在 2022 财年第一季度恢复到正常水平的 80%-90%。尽管最近广东省的本土新冠疫情反复带来了短期压力，但我们预计 2022 财年公司的内地业务仍将取得强劲的同店销售增长。同时，我们预计大家乐将受益于租赁谈判后租金费用的下降以及内地业务提供的动力。公司在内地的长期网络扩张计划保持不变。我们给予“收集”的投资评级，目标价为 18.20 港元，相当于 30.6 倍/23.3 倍/17.7 倍的 2022 财年/2023 财年/2024 财年市盈率。

正面因素分析

- 后疫情时代租金成本有望下降。
- 内地业务复苏强劲。
- 香港本地消费情绪不断改善。

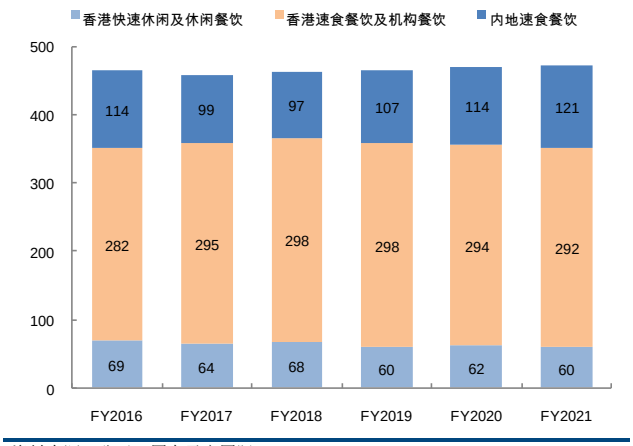
风险分析

- 新冠疫情反弹风险。
- 机构餐饮业务复苏时间仍存在不确定性。

负面因素分析

- 目前香港堂食业务仍以 50%容量运行。
- 公司提价空间有限。

大家乐门店数量



资料来源：公司，国泰君安国际。

损益表

截至 3 月底(百万港币)	FY2020A	FY2021A	FY2022F	FY2023F	FY2024F
收益	7,963	6,714	7,772	8,685	9,570
销售成本	(7,232)	(6,339)	(6,914)	(7,625)	(8,275)
毛利	731	375	858	1,061	1,295
其他收入	(41)	561	78	27	11
行政开支	(481)	(463)	(441)	(469)	(528)
经营溢利	209	474	494	619	778
净财务收入	(94)	(83)	(74)	(67)	(56)
税前利润	114	391	420	552	722
所得税	(40)	(30)	(71)	(92)	(119)
税后利润	74	361	349	460	603
少数股东权益	(1)	(1)	(1)	(1)	(2)
股东净利	74	359	348	458	601
每股盈利（港元）	0.130	0.620	0.594	0.782	1.026

重要财务比率

	FY2020A	FY2021A	FY2022F	FY2023F	FY2024F
毛利率 (%)	9.2	5.6	11.0	12.2	13.5
经营利润率 (%)	2.6	7.1	6.4	7.1	8.1
净利率 (%)	0.9	5.3	4.5	5.3	6.3
股东资本回报率 (%)	2.5	12.6	11.1	13.6	16.3
流动比率 (x)	0.5	1.5	1.5	1.7	2.0
速动比率(X)	0.4	1.4	1.3	1.5	1.8
存货周转天数（天）	11.4	13.4	12.5	11.5	11.5
应收账款周转天数（天）	7.6	7.9	8.0	8.2	8.2
应付账款周转天数（天）	8.8	8.7	9.1	9.1	9.1
净负债比率	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
净利息覆盖比率（倍）	净收入	净收入	净收入	净收入	净收入

资料来源：公司、国泰君安国际。

预计将扩大营销推广投入以驱动销售增长

分析员：陈思超 Andy Chen

维他奶国际(00345 HK)

评级：中性

股价: HK$28.850

目标价：HK$28.80

End 3/31	Turnover (HKD m)	Net Profit (HKD m)	EPS (HKD)	EPS (△%)	PER (x)	BPS (HKD)	PBR (x)	DPS (HKD)	Yield (%)	ROE (%)
FY2020A	7,233	536	0.504	(23.2)	57.2	2.946	9.8	0.322	1.1	17.0
FY2021A	7,520	548	0.515	2.2	56.0	3.388	8.5	0.328	1.1	16.3
FY2022F	8,350	602	0.565	9.7	51.0	3.570	8.1	0.362	1.3	16.2
FY2023F	9,222	682	0.640	13.3	45.1	3.797	7.6	0.410	1.4	17.3
FY2024F	10,148	777	0.730	14.0	39.5	4.066	7.1	0.467	1.6	18.5

已发行股本 Shares in issue (m)	1,067.4	大股东 Major shareholder	罗友礼 16.3%
市值 Market cap. (HK$ m)	30,795.1	流通比例 Free float (%)	68.6
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)	1,264.8	2022 财年净负债/股东资金 FY2022 Net gearing (%)	净现金
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK$)	36.600 / 25.750	2022 财年每股估值 FY2022 NAV(HK$)	32.0
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)			(4.9) / (3.5) / (1.6)
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)			(3.8) / (5.1) / (19.6)

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

2021 财年维他奶的收入同比增长 4.0%至 75.20 亿港元，符合预期。2021 财年中国内地收入同比增长 11.2%至 50.08 亿港元，而香港地区收入同比减少 11.5%至 18.65 亿港元。2021 财年总体毛利率同比减少 0.7 个百分点至 52.6%。由于在中国内地增加营销推广活动投入以及实现销售扩张，2021 财年下半年的销售费用率同比上升 3.7 个百分点至 35.6%。2021 财年公司经营利润（不计补贴）同比减少 11%至 6.19 亿港元，股东净利同比增长 2.3%至 5.48 亿港元，差于预期。

2021 财年下半年维他奶中国内地收入同比大幅上升 48.6%（以人民币计：同比 34%）至 18.72 亿港元。我们预计，自 2021 财年至 2024 财年，维他奶的中国内地销售额将录得 12.6%的年均复合增长率，主要得益于植物基食饮市场增量可观，且公司在中国内地加大营销推广投入力度、加快产品升级以及加码新零售和线上销售业务。在香港市场，维他奶的市场份额仍处于领先。但鉴于原材料（大豆和糖）成本上涨以及销售费用率预计高企，加上补贴退坡和有效税率抬高，总体看，我们认为维他奶的短期盈利能力承压。公司当前的估值较不吸引，我们维持“中性”的投资评级。由于下修盈利预测，我们下调目标价至 28.80 港元，相当于 51.0 倍/ 45.0 倍/ 39.5 倍的 2022 财年至 2024 财年市盈率。

正面因素分析

- 中国内地营收重返增长。
- 香港地区 2021 财年下半年销售同比跌幅较上半年收窄，市场份额仍稳固。

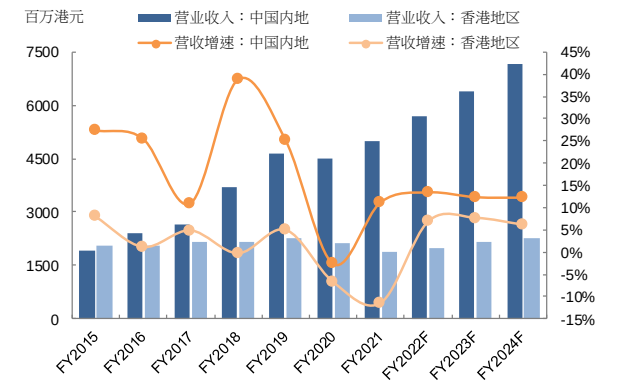
负面因素分析

- 销售费用率大幅提升或反映市场竞争加剧。
- 2021 财年（剔除补贴）经营利润率同比下滑明显。

风险分析

- 国内植物基饮品市场发展不及预期的风险。
- 原材料价格上涨的风险。
- 营销推广投入成效不及预期的风险。
- 公关危机处理不佳可能影响公司的内地业务拓展。

维他奶中国内地和香港地区的营业收入及同比增速



资料来源：公司，国泰君安国际。

损益表

截至 3 月底(百万港币)	FY2020A	FY2021A	FY2022F	FY2023F	FY2024F
收益	7,233	7,520	8,350	9,222	10,148
销售成本	(3,381)	(3,565)	(3,970)	(4,367)	(4,780)
毛利	3,851	3,954	4,380	4,855	5,369
其他收入/费用	(315)	(273)	(370)	(419)	(460)
销售及推广费用	(2,112)	(2,115)	(2,363)	(2,601)	(2,862)
行政开支	(717)	(723)	(777)	(848)	(924)
经营溢利	707	843	870	987	1,123
净财务收入	(11)	(12)	(11)	(10)	(10)
应占联营公司业绩	(17)	(22)	(17)	(18)	(18)
税前溢利	679	767	842	959	1,095
所得税	(109)	(177)	(197)	(227)	(262)
少数股东权益	(34)	(41)	(43)	(50)	(56)
股东净利	536	548	602	682	777
每股盈利（港元）	0.504	0.515	0.565	0.640	0.730

重要财务比率

	FY2020A	FY2021A	FY2022F	FY2023F	FY2024F
毛利率（%）	53.3	52.6	52.5	52.7	52.9
经营利润率（%）	9.8	11.2	10.4	10.7	11.1
股东净利（%）	7.4	7.3	7.2	7.4	7.7
股东资金回报率（%）	17.0	16.3	16.2	17.3	18.5
流动比率（x）	0.9	1.0	1.0	1.0	1.1
存货周转天数（天）	33.9	32.0	32.8	32.4	32.0
应收账款周转天数（天）	50.3	53.5	52.0	50.5	50.0
应付账款周转天数（天）	115.3	125.6	120.0	110.0	105.0
净负债比率（%）	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司、国泰君安国际。

2021 年销售收入预计可实现低双位数的增长

分析员：陈思超 Andy Chen

中国食品(00506 HK)

评级：买入

股价: HK$2.820

目标价：HK$3.95

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net Profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (△%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2019A	17,172	418	0.149	30.2	16.9	1.623	1.6	0.044	1.7	9.5
2020A	17,249	499	0.178	19.4	13.2	1.771	1.3	0.089	3.8	10.5
2021F	19,048	518	0.185	3.9	12.7	1.864	1.3	0.093	3.9	10.2
2022F	20,145	575	0.206	10.9	11.4	1.966	1.2	0.103	4.4	10.7
2023F	21,230	648	0.232	12.7	10.1	2.082	1.1	0.116	4.9	11.4

已发行股本 Shares in issue (m)	2,797.2	大股东 Major shareholder	COFCO 74.1%
市值 Market cap. (HK$ m)	7,888.2	流通比例 Free float (%)	25.9
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)	833.9	2021 年净负债/股东资金 2021 Net gearing (%)	净现金
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK$)	3.710 / 2.400	2021 年每股估值 2021 NAV(HK$)	5.2
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)			(8.4) / (5.2) / 71.6
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)			(7.3) / (6.8) / 53.6

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

2020 年公司收入同比小幅增长 0.4%至人民币 172.49 亿元，其中，汽水销售同比提高 4.0%，果汁和水品类销售则分别同比减少 10.9%和 14.3%。由于 2020 年 PET 采购成本显著降低，加上产品组合和包装结构的优化，2020 年总体毛利率同比上升了 3.1 个百分点至 39.6%。公司经调整 EBIT 与股东净利达到人民币 12.43 亿元与人民币 4.99 亿元，分别同比增长 21.2%与 19.4%。

我们预计中国食品的汽水与水品类的收入将在 2021 年分别录得 10.7%与 12.0%的同比增长。除了五个 2020 年实现人民币千万元以上收入的新饮料，公司 2021 年一季度推出全新的「AH!HA!」气泡水与「纯悦」苏打水，以扩大在快速增长的健康型风味气泡水市场的份额。中国食品亦进一步拓展其消费者群体并积极优化客户结构。但由于物料成本加价，2021 年公司的毛利率料下滑。我们相信国内碳酸饮料市场增长空间仍被市场低估，而公司作为该市场的绝对领导者将充分受益。公司具备坚实的长期盈利增长前景和高于此前预期的派息比率，预计将提供更富有吸引力的股息回报。我们重申“买入”评级，目标价 3.95 港元，相当于 17.8 倍/ 16.0 倍/ 14.2 倍的 2021-2023 年市盈率以及 1.8 倍的 2021 年市净率。

正面因素分析

- 市场份额稳固。
- 产品组合和包装结构持续改善。
- 新品有序推出，市场反响良好。
- 估值吸引。

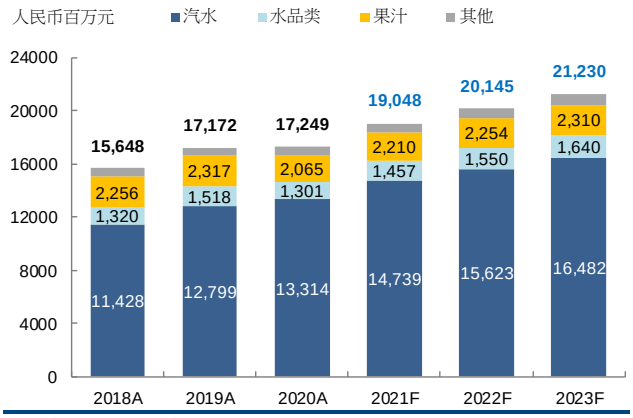
负面因素分析

- 主要原材料和包装材料成本高企。
- 果汁和水品类的销售相对疲软。

风险分析

- 国内汽水市场竞争进一步加剧的风险。
- 旺季天气不及预期的风险。

中国食品各分部销售收入情况



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万人民币)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
收入	17,172	17,249	19,048	20,145	21,230
销售成本	(10,898)	(10,424)	(11,772)	(12,389)	(12,971)
毛利	6,274	6,826	7,276	7,756	8,258
销售费用及分销成本	(4,975)	(5,258)	(5,600)	(5,923)	(6,220)
行政及其它支出	(466)	(483)	(505)	(524)	(552)
其他收入与支出	191	147	53	46	40
经营溢利	1,025	1,231	1,224	1,355	1,526
融资成本净额	(54)	(14)	20	26	36
应占联营公司溢利	41	36	40	42	43
除税前溢利	1,013	1,253	1,284	1,423	1,605
所得税支出	(237)	(300)	(306)	(338)	(383)
税后利润	776	953	978	1,085	1,222
少数股东权益	(358)	(455)	(460)	(510)	(575)
股东净利	418	499	518	575	648
每股盈利（港元）	0.149	0.178	0.185	0.206	0.232

重要财务比率

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
毛利率 (%)	36.5	39.6	38.2	38.5	38.9
经营利润率 (%)	6.0	7.2	6.5	6.9	7.4
股东净利 (%)	2.4	2.9	2.7	2.9	3.1
股东资金回报率 (%)	9.5	10.5	10.2	10.7	11.4
流动比率 (x)	0.6	0.7	0.8	0.9	1.0
存货周转天数（天）	59.3	65.2	60.5	62.0	62.4
应收账款周转天数（天）	6.7	6.7	7.2	8.5	8.5
应付账款周转天数（天）	22.9	22.8	20.5	23.0	23.0
净负债比率（%）	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司、国泰君安国际。

温和的收入增长预期

分析员：陈傲 Alfred Chen

达利食品(03799 HK)

评级：买入

股价: HK$4.630

目标价：HK$5.70

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net Profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (△%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2019A	21,375	3,841	0.280	3.3	14.8	1.189	3.5	0.281	6.8	24.2
2020A	20,962	3,849	0.281	0.4	13.7	1.275	3.0	0.138	3.6	22.8
2021F	22,397	4,052	0.296	5.3	13.0	1.433	2.7	0.222	5.8	21.8
2022F	23,687	4,320	0.315	6.4	12.2	1.527	2.5	0.237	6.1	21.3
2023F	25,111	4,698	0.343	8.9	11.2	1.633	2.4	0.257	6.7	21.7

已发行股本 Shares in issue (m)	13,694.1	大股东 Major shareholder	许氏家族 85.0%
市值 Market cap. (HK$ m)	63,403.8	流通比例 Free float (%)	15.0
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)	5,422.8	2021 年净负债/股东资金 2021 Net gearing (%)	净现金
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK$)	5.480/4.270	2021 年每股估值 2021 NAV(HK$)	7.0
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)			(4.7) / 4.8 / (1.5)
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)			(3.6) / 3.2 / (19.5)

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

达利食品 2020 年收入同比下滑 1.9%至人民币 209.62 亿元，主要受到即饮饮料板块的拖累。达利 2020 年家庭消费板块的收入同比上升 11.5%至人民币 29.63 亿元，主要受益于短保面包产品的收入增长。其中，达利的短保品牌美焙辰在 2020 年贡献了超过人民币 10 亿元的收入。达利休闲食品板块在 2020 年下半年出现复苏，2020 年下半年销售收入同比增长 3.2%，全年销售增长 0.6%。公司 2020 年毛利率同比下降 0.4 个百分点至 39.3%，主要是由于短保面包产品占比上升带来的稀释效应。受益于广告及推广费用的减少，达利 2020 年销售费用占比同比下降 0.2 个百分点至 17.0%。达利 2020 年股东净利同比增长 0.2%至人民币 38.49 亿元。公司提供了 0.085 港元的末期股息，无特别股息。2020 年总派息比率为 49%。

达利在美焙辰品牌的运营上采取了区域导向战略，并预计美焙辰将在 2021 年全年实现盈亏平衡。我们看好美焙辰和短保面包行业。此外，达利 2021 年 1 月在电商渠道推出了高端常温植物酸奶新品-Flogurt 植优家（定价人民币 6-7 元）。公司将在 2021 年下半年推出儿童酸奶新品并逐步扩大酸奶产量。酸奶新品帮助豆本豆拓展至高端奶市场并形成全价位覆盖。我们预计达利的豆奶业务将在 2021 年保持强劲增长。我们预计达利的表现将受以下几点支撑：1）家庭消费分部带来的强劲增长潜力；2）稳固的长期增长基础；3）强劲的现金流及出色的资产负债表管理；及 4）成功的多品类运营及多元化产品组合。因此我们给予公司“买入”评级和 5.70 港元的目标价，相当于 16.0 倍、15.1 倍和 13.8 倍 2021 年、2022 年和 2023 年市盈率。

正面因素分析

- 已完成管理架构和销售体系重组。
- 短保面包成长步入正轨。
- 股息回报率高。

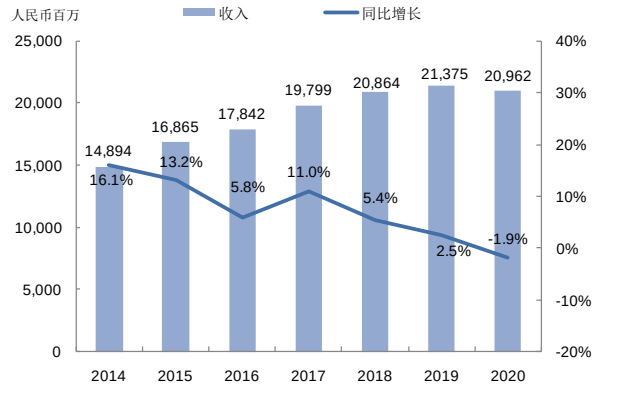
负面因素分析

- 老品销售下滑。
- 凉茶饮料市场低迷。

风险分析

- 激烈的功能饮料市场竞争。
- 短保面包市场竞争可能影响盈利能力。

达利食品收入及增长



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万人民币)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
收益	21,375	20,962	22,397	23,687	25,111
销售成本	(12,884)	(12,721)	(13,700)	(14,397)	(15,146)
毛利	8,491	8,241	8,697	9,290	9,965
其他收入	887	1,037	1,106	1,099	1,178
销售及推广费用	(3,677)	(3,555)	(3,875)	(4,074)	(4,294)
行政开支	(553)	(606)	(594)	(628)	(665)
经营利润	5,148	5,116	5,335	5,687	6,184
净财务收入	(1)	(10)	(3)	(3)	(3)
税前利润	5,146	5,107	5,331	5,684	6,181
税项	(1,306)	(1,258)	(1,280)	(1,364)	(1,484)
股东应占净利润	3,841	3,849	4,052	4,320	4,698
每股净利（人民币）	0.280	0.281	0.296	0.315	0.343

重要财务比率

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
毛利率（%）	39.7	39.3	38.8	39.2	39.7
经营溢利率（%）	24.1	24.4	23.8	24.0	24.6
净利率（%）	18.0	18.4	18.1	18.2	18.7
股东资金回报率（%）	24.2	22.8	21.8	21.3	21.7
流动比率（倍）	4.3	3.5	5.7	5.8	6.0
存货周转期（天）	20.5	20.3	21.0	21.0	21.0
应收帐款周转期（天）	12.4	14.2	12.0	12.0	12.0
应付帐款周转期（天）	19.5	20.3	20.0	20.0	20.0
净负债比率（%）	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司、国泰君安国际。

新饮料业务将驱动公司业绩的新一轮增长

分析员：陈思超 Andy Chen

天韵国际(06836 HK)

评级：买入

股价: HK$1.630

目标价：HK$1.98

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net Profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (△%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2019A	1,063	169	0.172	14.2	8.5	0.915	1.6	0.043	2.9	20.4
2020A	850	149	0.151	-12.0	9.0	1.040	1.3	0.000	0.0	15.6
2021F	1,288	233	0.237	56.3	5.7	1.278	1.1	0.000	0.0	20.6
2022F	1,501	280	0.285	20.4	4.8	1.566	0.9	0.000	0.0	20.2
2023F	1,680	323	0.330	15.7	4.1	1.898	0.7	0.000	0.0	19.1

已发行股本 Shares in issue (m)	977.5	大股东 Major shareholder	Rainbow Lead Ventures 27.0%
市值 Market cap. (HK$ m)	1,614.5	流通比例 Free float (%)	42.6
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)	2,769.9	2021 年净负债/股东资金 2021 Net gearing (%)	净现金
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK$)	1.990 / 0.810	2021 年每股估值 2021 NAV(HK$)	2.5
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)			(8.4) / (5.2) / 71.6
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)			(7.3) / (6.8) / 53.6

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

公司 2020 年的收入同比减少 20.0%至人民币 8.503 亿元。其中，OEM 销售和自家品牌销售分别同比下滑 11.1%和 25.7%至人民币 3.010 亿元和人民币 4.694 亿元。综合毛利率同比降低 0.3 个百分点至 27.6%，销售及管理费用率同比上升 0.4 个百分点至 6.4%。2020 年，天韵录得人民币 7.0 百万元的净财务收入（2019 年：人民币 9.0 百万元的净财务成本）且公司的有效税率同比大幅改善 6.3 个百分点至 18.5%。股东净利同比下跌 11.8%至人民币 1.491 亿元，与我们此前的预测相符。

我们预计天韵 OEM 销售将在 2020-2023 年实现 13.6%的年均复合增长率，得益于海外对中国生产的加工水果产品的需求快速回升。由于内地消费情绪的回暖以及促销推广活动与国内行业产品展销会的增加，我们预计天韵的自家品牌销售将会在 2021 年大致回到疫前水平。配合有序推进的产能扩张，天韵的饮料业务将成为提升收入和综合毛利率的重要驱动力。公司具备不俗的增长前景，其当前的估值相较于港股上市的食品饮料可比公司亦富有吸引力。我们维持“买入”的评级，目标价为 1.98 港元，相当于 7.0 倍/ 5.8 倍/ 5.0 倍的 2021-2023 年市盈率以及 1.3 倍的 2021 年市净率。

正面因素分析

- 新饮料业务有望提升收入和盈利规模以及估值中枢。
- 产品结构改善。
- 产能扩张有序推进。

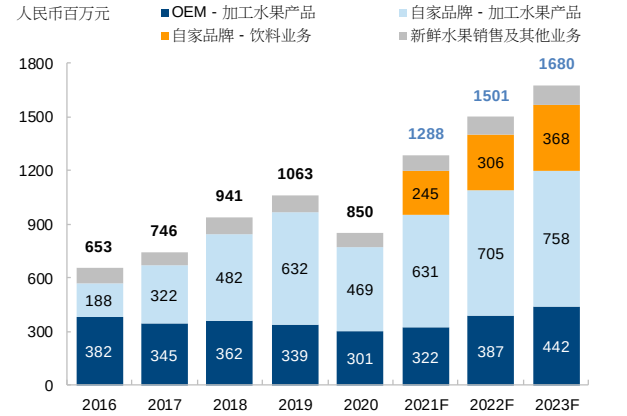
负面因素分析

- 2020 年下半年自家品牌加工水果产品销售仍较疲软。
- 物流和国际运输成本上升。

风险分析

- 新饮料销售不及预期的风险。
- 食品安全的风险。

天韵国际各分部销售收入情况



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万人民币)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
收入	1,063	850	1,288	1,501	1,680
销售成本	(767)	(616)	(920)	(1,063)	(1,180)
毛利	296	235	368	438	500
其他收入	5	(4)	(2)	(2)	(3)
分销开支	(18)	(15)	(26)	(30)	(34)
行政开支	(46)	(39)	(59)	(69)	(77)
经营溢利	234	176	281	337	386
净财务收入	(9)	7	5	6	8
税项	(56)	(34)	(53)	(63)	(72)
股东应占净利润	169	149	233	280	323
每股净利 (人民币)	0.172	0.151	0.237	0.285	0.328

重要财务比率

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
– OEM 业务毛利率（%）	32.2	29.5	29.6	29.9	30.2
– 自家品牌毛利率（%）	27.1	27.1	27.2	27.5	27.6
– 新品牌饮料毛利率（%）	不适用	不适用	33.0	34.5	36.0
综合毛利率（%）	27.9	27.6	28.6	29.2	29.8
经营利润率（%）	22.0	20.7	21.8	22.5	23.0
净利率（%）	15.9	17.5	18.1	18.7	19.2
股东资金回报率（%）	20.4	15.6	20.6	20.2	19.1
流动比率（倍）	2.7	2.4	2.2	2.5	3.2
存货周转期（天）	45.7	56.0	40.0	43.0	44.5
应收帐款周转期（天）	52.0	87.1	68.0	68.0	66.0
应付帐款周转期（天）	13.3	14.5	10.4	11.8	11.0
净负债比率（%）	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司、国泰君安国际。

2021 年下半年至 2022 年纸巾业务毛利率承压

分析员：陈思超 Andy Chen

恒安国际(01044 HK)

评级：收集

股价: HK$52.000

目标价：HK$59.50

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net Profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (△%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2019A	22,493	3,908	3.285	4.2	14.2	15.023	3.1	2.250	4.8	22.6
2020A	22,374	4,595	3.864	17.6	11.2	16.362	2.6	2.500	5.8	24.6
2021F	24,874	4,707	3.967	2.7	10.9	17.840	2.4	2.579	6.0	23.2
2022F	26,471	4,910	4.139	4.3	10.5	19.320	2.2	2.690	6.2	22.3
2023F	27,649	5,260	4.434	7.1	9.8	21.017	2.1	2.882	6.7	22.0

已发行股本 Shares in issue (m)	1,177.5	大股东 Major shareholder	施文博与许连捷 42.5%
市值 Market cap. (HK$ m)	61,231.9	流通比例 Free float (%)	47.2
3 个月平均成交股数 3 month average vol. (‘000)	2,486.1	2021 年净负债/股东资金 2021 Net gearing (%)	净现金
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK$)	72.000 / 49.150	2021 Est. NAV (HK$) 2021 每股估值（港元）	67.6
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)			(0.1) / 4.9 / (9.6)
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)			1.0 / 3.4 / (27.6)

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

公司 2020 年收入同比略减 0.5%至人民币 223.74 亿元。由于商业和企业活动减少，其 2020 年纸巾业务销售同比下滑 9.6%。而卫生巾销售和其他收入于 2020 年分别同比提高 2.6%和 27.0%。由于木浆采购成本的降低和高端产品销售占比的增加，2020 年总体毛利率同比改善 3.6 个百分点至 42.3%。由于扩大对电商和新零售通路的投入，加上物流成本有所上升，恒安的销售及管理费用率同比提高 1.7 个百分点至 21.6%。2020 年公司股东净利同比增长 17.6%至人民币 45.95 亿元。

得益于生活用纸需求反弹、高毛利纸巾产品销售占比扩大以及产品平均售价的提升，我们预计 2021 年恒安纸巾销售将同比增长 12.5%。2020-2023 年恒安的卫生巾和纸尿裤的收入预计将分别实现 2.1%和 1.5%的年复合增长率。得益于 B2C 业务前景，我们预计公司电商销售将加速增长。纵然恒安此前为 2021 年上半年储备了低成本的木浆存货，但我们认为当前处在相对高位的木浆价格料将令纸巾业务毛利率在 2021 年下半年至 2022 年出现下滑。我们相信，恒安具有防御性且当前估值便宜，我们的投资评级为“收集”，目标价为 59.50 港元，相当于 12.5 倍/ 12.0 倍/ 11.2 倍的 2021-2023 年市盈率。

正面因素分析

- 产品结构逐步改善。
- 卫生巾和纸尿裤销售 2020 年下半年实现同比正增长。
- 渠道变革初见成效，电商销售相比 2020 年上半年回升。
- 估值吸引。

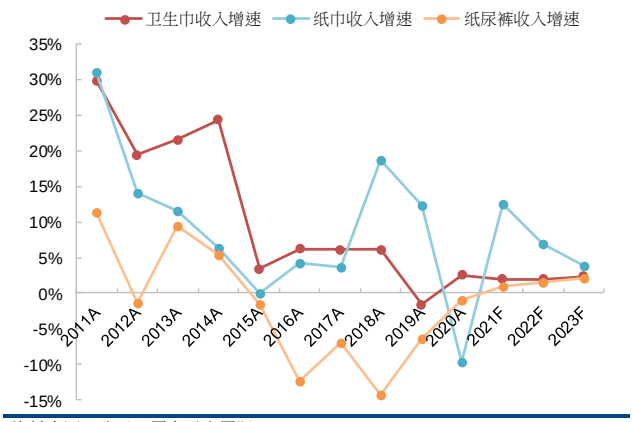
风险分析

- 市场竞争加剧的风险。
- 电商业务拓展不及预期的风险。

负面因素分析

- 卫生巾业务增速落后于主要竞争对手，市场份额下滑。
- 主要原材料成本上行。

恒安国际各分部收入按年同比增幅



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万人民币)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
收入	22,493	22,374	24,874	26,471	27,649
销售成本	(13,804)	(12,918)	(14,920)	(16,142)	(16,793)
毛利	8,689	9,456	9,954	10,330	10,857
分销成本	(3,203)	(3,469)	(3,719)	(3,944)	(4,106)
行政费用	(1,285)	(1,364)	(1,430)	(1,509)	(1,562)
其他利得	1,479	1,769	1,719	1,847	1,991
经营利润	5,680	6,392	6,524	6,723	7,180
净财务收入	(633)	(431)	(440)	(378)	(383)
税前利润	5,047	5,961	6,084	6,345	6,797
税项	(1,130)	(1,353)	(1,363)	(1,421)	(1,522)
少数股东权益	(9)	(14)	(14)	(15)	(16)
股东应占净利润	3,908	4,595	4,707	4,909	5,258
每股净利 (人民币)	3.285	3.864	3.967	4.138	4.432

重要财务比率

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
毛利率（%）	38.6	42.3	40.0	39.0	39.3
– 卫生巾业务毛利率（%）	70.3	71.4	71.8	72.0	72.2
– 纸巾业务毛利率（%）	27.7	33.5	31.2	30.5	31.8
– 纸尿裤业务毛利率（%）	40.5	39.6	40.1	40.3	40.5
经营利润率（%）	25.3	28.6	26.2	25.4	26.0
净利率（%）	17.4	20.5	18.9	18.5	19.0
股东资金回报率（%）	22.6	24.6	23.2	22.3	22.0
流动比率（倍）	1.3	1.4	1.5	1.6	1.7
存货周转期（天）	106.9	114.6	102.0	93.5	96.0
应收帐款周转期（天）	52.7	52.0	51.0	50.5	50.0
应付帐款周转期（天）	67.8	62.0	60.0	61.6	63.0
净负债比率（%）	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司、国泰君安国际。

静待国内监管细则落地

分析员：陈傲 Alfred Chen

中国波顿(03318 HK)

评级：收集

股价: HK$4.300

目标价：HK$4.80

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net Profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (△%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2019A	1,641	119	0.134	(28.3)	28.6	2.925	1.3	0.000	0.0	4.7
2020A	1,853	117	0.118	(11.9)	30.4	2.753	1.3	0.000	0.0	4.4
2021F	2,470	178	0.165	39.8	21.7	2.684	1.3	0.017	0.5	6.3
2022F	3,101	293	0.271	64.2	13.2	2.939	1.2	0.027	0.8	9.7
2023F	3,765	435	0.403	48.7	8.9	3.314	1.1	0.040	1.1	12.9

已发行股本 Shares in issue (m)	1,080.5	大股东 Major shareholder	王明凡 67.5%
市值 Market cap. (HK$ m)	4,646.2	流通比例 Free float (%)	32.5
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)	2,510.8	2021 年净负债/股东资金 2021 Net gearing (%)	34.0
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK$)	13.400/1.340	2021 年每股估值 2021 NAV(HK$)	6.1
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)			(9.5) / 28.0 / 273.9
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)			(8.4) / 26.4 / 255.9

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

中国波顿 2020 年全年收入同比增长 12.9%至人民币 18.53 亿元，而 2019 年则同比增长 43.2%。同比增速的下降主要是由于电子烟业务的增长放缓，其在 2020 年同比仅增 8.3%至人民币 8.01 亿元，差于预期。公司 2020 年下半年收入同比下降 19.1%，主要因为部分海外合同被推迟至 2021 年上半年令电子烟业务收入在下半年同比下挫 49.8%。2020 年公司毛利率同比下降 4.7 个百分点至 41.8%，主要受制于原材料成本的上涨。由于电子烟业务的税后利润下降以及归属于非控股权益的利润占比提高，中国波顿 2020 年股东净利小幅下降了 2.4%至人民币 1.17 亿元。

2021 年 3 月，中国工业和信息化部公布在《中华人民共和国烟草专卖法实施条例》附则中增加一条：“电子烟等新型烟草制品参照本条例中关于卷烟的有关规定执行”的修改草案，目前具体监管细则仍未公布。我们预计此次关于电子烟的法规修订或将造成以下影响：1）对电子烟油生产中使用的尼古丁进行控制和监管；2）对经销商和零售商的注册备案要求；3）根据尼古丁含量或烟弹销量对电子烟加税。考虑到日趋严格的国内外监管，我们对公司的电子烟业务及 2021-2023 年的利润高速增长持谨慎乐观的态度。此外，公司大幅增加其电子烟销售网点数量的计划或将会产生更高的销售和营销费用。因此我们给予公司“收集”评级和 4.80 港元的目标价，相当于 21.3 倍、12.9 倍和 8.7 倍 2021 年、2022 年和 2023 年市盈率。

正面因素分析

- 公司将进一步开发韩国及海外其它地区业务。
- 自有电子烟品牌进入快速推广期。
- 香味增强剂业务稳定增长。

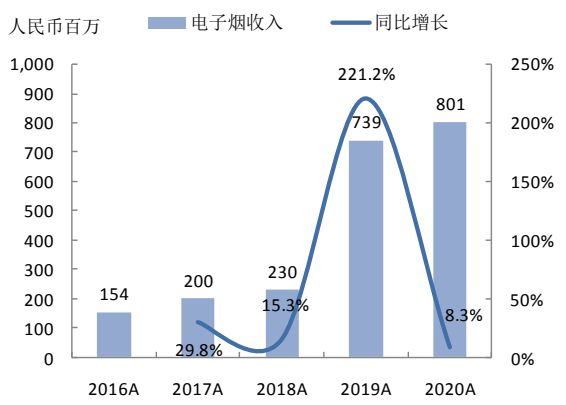
风险分析

- 国内激烈的电子烟市场竞争。
- 电子烟行业面临的政策风险。

负面因素分析

- 国内外电子烟监管趋严。
- 2020 年下半年电子烟业务增速不及预期。

中国波顿电子烟收入及增长



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万人民币)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
收益	1,641	1,853	2,470	3,101	3,765
销售成本	(878)	(1,079)	(1,410)	(1,721)	(2,033)
毛利	764	774	1,060	1,380	1,732
其他收入	(7)	0	11	11	11
销售及推广费用	(143)	(130)	(217)	(261)	(290)
行政开支	(294)	(314)	(432)	(527)	(636)
经营利润	299	316	421	603	817
净财务收入	(86)	(81)	(85)	(82)	(77)
税前利润	213	235	336	521	739
税项	(49)	(62)	(84)	(135)	(192)
税后利润	164	173	252	386	547
少数股东权益	(44)	(57)	(74)	(92)	(112)
股东应占净利润	119	117	178	293	435
每股净利（人民币）	0.134	0.118	0.165	0.271	0.403

重要财务比率

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
毛利率（%）	46.5	41.8	42.9	44.5	46.0
经营利润率（%）	18.2	17.1	17.1	19.4	21.7
净利率（%）	7.3	6.3	7.2	9.5	11.6
股东资金回报率（%）	4.7	4.4	6.3	9.7	12.9
存货周转期（天）	77.5	70.0	75.0	73.0	71.0
应收帐款周转期（天）	101.7	72.8	75.0	73.0	71.0
应付帐款周转期（天）	111.1	92.9	95.0	95.0	95.0
净负债比率（%）	42.6	40.3	34.0	24.2	16.2
净利息覆盖比率（倍）	3.4	3.8	4.9	7.3	10.4

资料来源：公司、国泰君安国际。

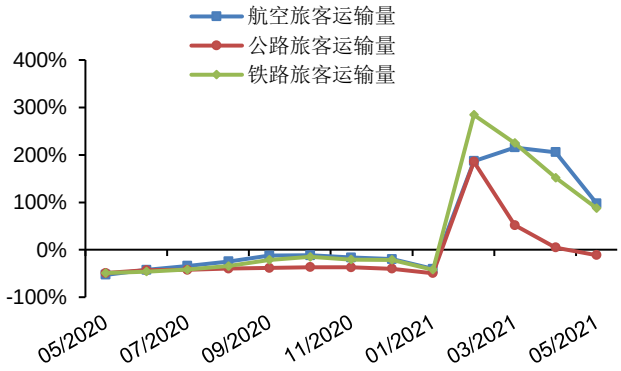
消费–酒店行业　　跑输大市

分析员：Noah Hudson

中国国内旅游在新冠肺炎疫情之后持续复苏。2020 年年中以来，中国内地新冠肺炎报告案例基本得到控制。虽然在中国某些地区会有出现周期性新冠肺炎疫情的消息，但每次都得到了完全的压制，并阻止疫情转为全国性复发。比如，2021 年 1 月，吉林省、河北省、北京市和上海市均有报告本地新冠感染案例。随着政府迅速及系统性地反应，所有这些报告的疫情均得到控制，且到 2 月份新增病例就降至零。2021 年 5 月到 6 月，广东包括广州、佛山和深圳在内的许多地区再次发生一轮新冠肺炎报告案例，有一些地区调整为高风险地区。6 月 13 日至 6 月 19 日，自埃及赴华航班共 2 架次共 484 人，结果呈阳性人员共计 108 人。尽管如此，自 2021 年 6 月 24 日起，广州市荔湾区白鹤洞街由高风险地区调整为中风险地区，至此，全国疫情高风险地区再次清零。在中国内地，我们预计在 2021 年剩余时间里这种情况将会持续，也就是说，每隔数周或者数月一些城市就会报告周期性本地新冠疫情案例，但都将很快被压制，并不会出现全国性的复发。我们预计在 2021 年下半年，中国内地境内旅游将保持基本开放状态，但游客将保持一定程度的谨慎，对潜在新的新冠疫情保持警惕，因而不太愿意去旅行。

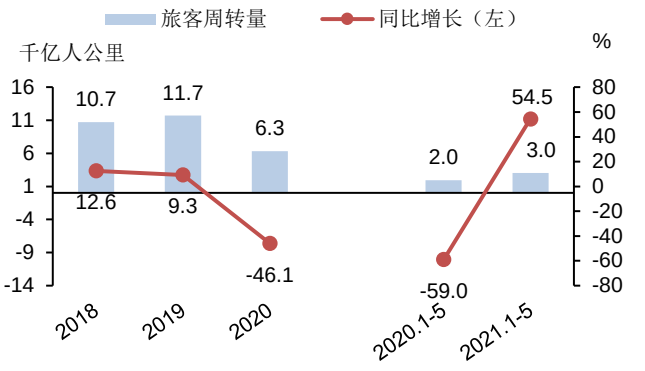
2021 年前 5 个月全国民航、公路及铁路旅客运输量累计同比增长 14.7%至 3,572 亿人次，恢复到 2019 年同期（7,223 亿人次）的 49.4%水平。2021 年前 5 个月全国民航旅客运输量、公路旅客运输量及铁路旅客运输量分别增长 75.0%、下降 4.1%及增长 54.4%至 2.04 亿人次、22.48 亿人次及 11.19 亿人次。3 月份，全行业完成运输航空飞行 96.3 万小时，同比增长 130.7%；通用航空飞行 10.3 万小时，同比增长 212.4%；共完成运输总周转量、旅客运输量、货邮运输量分别为 89.2 亿吨公里、4,782 万人次、65.5 万吨，同比分别增长 128.5%、215.7%和 35.4%；与疫情前相比，运输总周转量相当于 2019 年同期的 83.7%，恢复势头良好；旅客运输量相当于 2019 年同期的 89.4%，其中国内航线完成旅客运输量 4,768.3 万人次，已超过 2019 年同期水平。2021 年第 1 季度，共完成运输总周转量和旅客运输量分别为 203 亿吨公里和 1.02 亿人次，同比分别增长 22.8%和 37.5%，分别为 2019 年同期的 65.6%和 63.4%。我们预期中国的客运量在 2021 年下半年将持续恢复。在疫情影响下，受非接触服务刚性需求拉动，低线城市旅行服务基础设施数字化及线上化程度明显提升，从而对需求释放起到了刺激的作用。

中国旅客运输量增长（同比）



资料来源：中国民用航空局。

中国民航旅客周转量及增速



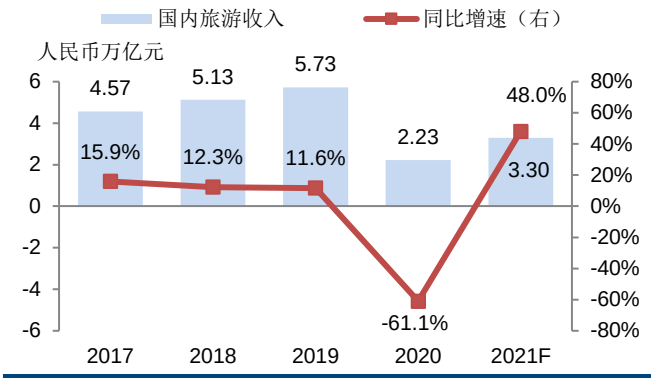
资料来源：中国民用航空局。

2021 年上半年酒店业的复苏主要是由国内住宿和机票预订的增长所推动，而与 2019 年同期相比，国际业务收入仍然受压。国内旅游市场的快速恢复正在逐步弥补出境游业务的亏损。近期许多酒店的总体酒店预订量已经恢复到疫情前水平，但价格仍在下降。随着国家边境的关闭，中国国内游成为满足被压抑的出境游需求的最佳替代方案。这带动中国内地的品质休闲游和中高端酒店预订在过去 12 个月迅速增长。我们预计中国内地所报告的本土新冠疫情仍将会受控，中国国内旅游市场将在 2021 年剩余时间和 2022 年继续复苏。由于上海、北京及河北省的新冠肺炎疫情反复，政府在中国春节假期前颁布“就地过年”的指引。许多国内连锁酒店 2021 年 1 月及 2 月的平均可出租客房收入分别相当于 2019 年新冠疫情前 70%以上及 50%以上的水平。2021 年第 1 季度的酒店开业亦受到疫情反复的负面影响。然而，国内酒店的表现于春节假期过后开始再次稳定恢复。尤其是，在全国人民代表大会及中国人民政治协商会议于三月第 1 周举行后，中国政府自 2021 年 3 月 16 日起进一步放宽旅游限制。自此，北京地区的酒店需求得到较强劲恢复，而随后其他主要一线城市的需求亦相继恢复。主要在商旅需求强劲恢复的带动下，许多连锁酒店 2021 年 3 月的平均可出租客房收入已恢复至 2019 年水平的 90%以上。于 4 月及 5 月，该恢复势头仍在持续。新冠肺炎或将成为全球范围内长期反复爆发的流行病，对酒店业造成长期挑战和负面影响。

中国旅游研究院预测 2021 年第 1 季度旅游收入和国内旅游人数分别为约人民币 0.56 万亿元和 6.97 亿人次，分别恢复至 2019 年同期的 32%和 39%，但也较 2020 年同期增长 150%和 136%。消费信心明显进一步恢复、酒店业动能进一步积聚、旅行和酒店相关政策进一步松绑，因此，旅游经济复苏向上的基本面更加乐观。2021 年第 1 季度旅游业景气指数达到 105.7，同比和环比分别上升 36.8%和 20.4%。预期国内旅游业有序复苏趋势难以阻挡，旅游需求稳步回升。预期第 1 季度稳步回升的旅游需求态势也将会持续，2021 年下半年旅游市场有望基本全面复苏。而旅游需求有望继续往“价低量升”方向发展。第 2 季度的居民出游意愿为 83.2%，同比和环比分别增长 4.9 和 1.0 个百分点。城乡居民的旅游消费心理开始从谨慎转向乐观，跨省旅游和近郊旅游意愿分别为 34.0%和 43.5%。

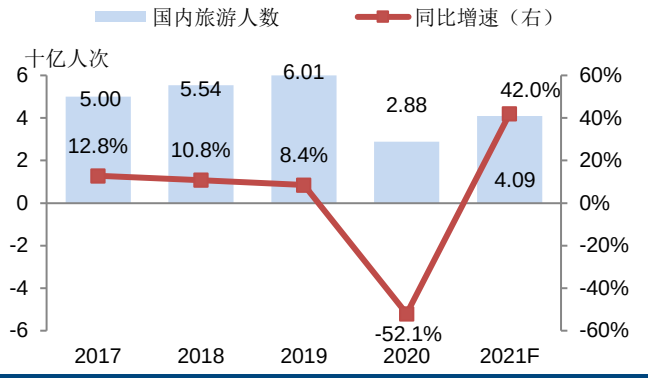
中国旅游研究院预测 2021 年国内旅游收入将增长 48%至人民币 3.3 万亿元，恢复至 2019 年的 57.6%，国内游客数量将增长 42%至 41 亿人次，恢复至 2019 年的 68.1%。2021 年上半年中国经济实现明显复苏。中国科学的疫情防控措施、可持续性的宏观政策、庞大的消费基数、以“国内大循环为主体”的新发展格局更加有助于中国酒店业的快速恢复。中国旅游研究院预测 2021 年上半年国内旅游收入达到人民币 1.28 万亿元，国内旅游人数约 17.22 亿人次，分别恢复至 2019 年同期的 46%和 58%，但较 2020 年同期增长 85%和 102%，就公司来说，华住集团（01179 HK）预计 2021 年中国国内旅游收入将增长 50%至 54%。我们认为中国 2021 年国内旅游收入实际增长或接近 60%，使得 2021 年国内旅游收入恢复到 2019 年水平的 62%。

中国国内旅游总收入及增速



资料来源：CEIC、中华人民共和国文化和旅游部、国泰君安国际。

中国国内旅游人数及增速



资料来源：CEIC、中华人民共和国文化和旅游部、国泰君安国际。

2021 年上半年红色旅游同比增长超 2 倍，项目覆盖 2 亿人次。疫情改变了人们的旅游方式和习惯，红色旅游也逐渐趋于周边化。6 月 23 日，携程集团（09961 HK）发布《2021 上半年红色旅游大数据报告》，数据显示，2021 年上半年红色旅游景区预订量同比增长超 2 倍；80、90 后占比达七成；80 后最爱带娃逛红色景点；三成家庭选择红色亲子游。随着爱国主义教育呈现大众化、常态化趋势，红色旅游也逐渐走入大众视野。尤其是当代年轻群体，参与红色旅游的比例逐渐提升。拉近红色旅游与年轻人之间的距离是今年许多旅游企业的主要目标之一。中国革命从农村出发，许多红色旅游资源、革命老区都集中在农村地区。由于人们对红色旅游的喜好度显著提升，沿线的不少乡村也吸引了大批游客者。特别是今年，多地开发的“红色旅游+乡村旅游”特色线路，也为乡村振兴进一步夯实了基础，让乡村振兴的脚步更为坚实。从红色旅游客群来看，女性更偏爱红色旅游一些，以 52%的占比高出男性 4 个百分点。从红色景区的游览客群年龄来看，红色旅游用户年龄主要以 80、90 后为主，分别占比 38%和 31%。根据携程统计，90 后人数相对 2019 年上半年增长近 40%。

新的红色旅游走势给酒店业带来新的机会。比如，为高质量发展红色旅游，携程在今年年初联合新华网发布百条红色旅游线路，同时启动了“旅动中国红”红色旅游项目。在 5 月，携程正式上线“红色旅游频道”。联动目的地政府，通过点亮中国红旅游地图、发布红色旅游热门榜单、建设目的地红色旅游文化馆等创新传播方式，将红色旅游目的地充分展示在携程国内外数亿用户视野，为目的地打造强流量传播阵地，扩大当地红色旅游影响力。到 2021 年上半年末“红色旅游频道”和“旅动中国红”项目已覆盖超 2 亿人次，带动上千万人参与红色旅游。

长期来看，三孩政策将利好酒店业。新冠病毒对整个旅游业构成了重大威胁，注定旅游市场将面临大洗牌，过去观光团的旅游形式可能将一去不复返，私人定制的小团体更加的被需要。文旅业界普遍表示，应抓住“三孩政策的红利”，提前布局产品。定制化私家小团将是亲子游大趋势。面对该政策红利，业界认为，亲子游产业更需专业运作。预期 2021 年下半年至 2022 年亲子游的需求会往更高端更个性化的产品发展，比如高端特色民宿、旅客购买亲子类度假产品倾向于国际品牌五星酒店等，酒店亲子配套设施比较完善，酒店美食比较有特色的产品，家庭客单价近年来不断提高；受二胎家庭、疫情影响、消费升级等因素影响，2020 年以来，亲子活动亲子游以私家小

包团形式比较受欢迎，最低三个家庭四个家庭就组一个团，私密性强，个性化要求高，服务更加全面和完善，以往的 30 人 40 人的大团除了学校班级定制，市场对这种产品的需求已经大幅度减少了。

以智能化、大数据和网络化为特征的智慧旅游在 2021 年下半年将为酒店业持续创造新的发展机会。在线扫码即可进入景区，预约门票；游玩路线大大优化，用上景区智能导览；沉浸式酷炫玩法，刷新游客旅游体验。近年来，5G、人工智能、大数据、虚拟现实等高科技在旅游行业深入应用。中国旅游研究院等发布的《全国“互联网+旅游”发展报告（2021）》显示，“互联网+”已成为大众旅游新场景、智慧旅游新动能，中国在线旅游消费总额已达人民币万亿元。“十四五”规划纲要提出，深入发展智慧旅游、大众旅游，创新智慧旅游产品体系，提高旅游消费者满意度。国内游会继续强势复苏。疫情之下，再次出行的旅客的行为显示了三个主要趋势。第一，旅客更青睐提供口罩、消毒液和其它防护用品的酒店、航空公司和本地运营商。第二，小团游越来越受欢迎。第三，旅客更愿意选择提供灵活退改政策的产品。以网络化、数字化、智能化为特征的智慧旅游正迎来新的发展机遇。

在中国内地以外地区，我们预计至少在 2021 年下半年，疫情将仍然持续，导致旅行限制和跨境旅游禁令将持续。在中国内地以外地区使用的实验性 mRNA 注射均未获得美国食品和药品管理局的批准，仅仅获得了紧急授权状态。很多医生认为，由于仓促研发和使用 mRNA 替代传统抗体的全新方法，在中国内地以外地区使用的实验性 mRNA 注射将导致不良反应，且不能减缓新冠肺炎疫情。我们预计，在中国内地以外地区，至少在 2021 年剩余时间里新冠肺炎报告病例和冠状病毒变异病例及死亡病例的增加将导致跨境旅行限制的增加。我们预计今年针对入境中国境内的 14 天强制隔离措施仍将实行。旅游业去年遭重创，很多航空公司仍在艰难求生。虽然疫苗接种率备受关注，但是亚洲一些人口密集的国家的接种进度落后于欧洲和美国。公开数据平台 Our World In Data 的数据显示，截至 6 月 15 日，北美 40%的人至少接种了一剂新冠疫苗，欧洲为 36%，亚太只有 21%，远远落后于欧美。不过亚太地区的疫苗接种近期已在加速。封锁边境，暂停国际旅行，已经成为常态。我们认为，国外各个国家的目标是要让疫苗接种率提高至接近 80%才会有很多国家更全面开放边境。我们认为今年晚些时候，中国或会像 2020 年 3 月 31 日那样开始禁止外国人进入中国内地。我们预计今年中国的跨境旅游将不会复苏。

投资建议

我们预计 2020 年酒店行业“跑输大市”。 建议“买入”锦江资本（02006 HK）。受益于经济的强势复苏，旅游酒店业已有所恢复。中国酒店业入住率自 3 月中旬起快速恢复，与 2019 年同期差距大幅缩小。预期 2021 年上半年业绩报告期各个公司的经营状况将大幅好于去年同期水平。由于锦江资本大部分收入（2019 年为 87%）来源于国内，我们认为今年中国旅游业的复苏将使其处于最有利的位置。携程集团（09961 HK）和华住集团（01179 HK）在中国内地以外地区都有着重要的业务，我们预计这将拖累他们今年的增长和盈利能力。疫情影响下，国内酒店业绩和盈利恢复能力相对较强。

公司名称	编号	股价 (HK$)	个股评级	2021 市盈率(x)	2022 市盈率(x)	2023 市盈率(x)	2021 市净率(x)	2021 ROE(%)	2021 股息率(%)
华住集团	01179 HK	41.650	买出	59.1	38.5	32.4	8.9	15.6	0.0
携程集团	09961 HK	33.730	买出	29.5	30.7	24.5	1.3	4.5	0.0
锦江资本	02006 HK	1.190	买入	30.9	14.3	11.7	0.8	2.7	1.3
市值加权平均			**跑输大市**	**42.0**	**33.5**	**27.5**	**4.5**	**9.1**	**0.0**

资料来源：国泰君安国际。

预期德意志品牌酒店 2021 年下半年实现经营亏损

分析员：Noah Hudson

华住集团(01179 HK)

评级：卖出

股价: HK$41.650

目标价: HK$32.800

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net Profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (△%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2019A	11,212	1,769	6.220	144.9	67.0	25.955	16.0	5.720	1.4	26.1
2020A	10,196	(2,192)	(7.490)	(220.4)	n.a.	38.703	9.0	0.000	0.0	(23.4)
2021F	15,103	1,835	5.868	n.a.	59.1	39.028	8.9	0.000	0.0	15.6
2022F	17,519	2,864	9.021	53.7	38.5	68.136	5.1	0.000	0.0	16.9
2023F	19,832	3,451	10.708	18.7	32.4	85.942	4.0	0.000	0.0	14.0

已发行股本 Shares in issue (m)	3,218.0	大股东 Major shareholder	季琦 31.1%
市值 Market cap. (HK$ m)	134,030.3	流通比例 Free float (%)	49.0
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)	390.1	2021 年净负债/股东资金 2021 Net gearing (%)	40.4
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK$)	49.300 / 30.200	2021 年每股估值 2021 NAV (HK$)	39.9
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)			(5.7) / (4.0) / 49.0
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)			(11.5) / (15.4) / 1.8

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

5 月 25 日，华住已将其 2021 年的总开业目标从 1,800 至 2,000 家酒店下调至 1,600 至 1,800 家酒店。据报道，2021 年 1 月和 2 月新冠疫情的卷土重来推迟了华住第 1 季度的酒店开业计划，而公司正在调整其今年的非标准化品牌开业计划。由于德国的封锁期延长，华住也将其全年收入增长指引从之前的 50%至 54%下调至 44%至 48%。2021 年第 2 季度，华住管理层预计净收入同比增长在 87%至 89%之间，若剔除德意志酒店，则为 90%至 92%。较新冠疫情前的业绩，华住预计 2019 年第 2 季度的净收入增长将在 27%至 29%之间，若剔除德意志酒店，则为 20%至 22%。

华住投资评级为"卖出"，目标价为 32.80 港元，我们最新的目标价相对我们运用折现现金流方法得出的每股估值 39.87 港元有 17.7%的折让，并相当于 27.7 倍 2021 年 EV/经调整 EBITDA。由于在中国以外地区持续锁政策造成的冲击，我们预期华住在欧洲的德意志品牌酒店将在 2021 年下半年录得经营亏损。

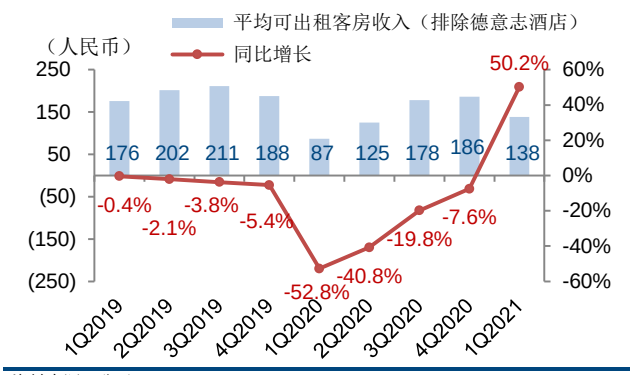
正面因素分析

- 尽管新冠病毒复燃以及「就地过年」的指引给公司 2021 年 1 月及 2 月平均可出租客房收入的复苏带来压力，但公司自 3 月下旬以来，平均可出租客房收入以更强劲的速度迅速复苏。公司 4 月的平均可出租客房收入已恢复到 2019 年疫情前水平，中国五一劳动节期间平均可出租客房收入较 2019 年同期增长超 25%。预期国内强劲的商业和休闲旅游需求将继续推动未来的复苏。
- 除了德意志酒店以外，公司的成熟酒店 2021 年第 1 季度的同店平均可出租客房收同比增长 50.2%。

风险分析

- 2020 年，华住的投资减值损失人民币 9,200 万元。截至 2021 年 3 月 31 日，资产负债表有人民币 49 亿元的商誉，2021 年或再次录得大金额投资减值损失。

华住国内的成熟酒店同店平均每间可供出租客房收入



资料来源：公司。

负面因素分析

- 由于欧洲国家受封锁政策的反复冲击，德意志酒店深受影响。欧洲国家的封锁期曾数次延长并仍在继续。截至 2021 年 3 月 31 日，公司 15.0%的在营租赁及所有权模式客房属于德意志品牌，这将提升公司酒店经营成本对收入比例，预计德意志酒店录得亏损。

损益表

截至 12 月底(百万人民币)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
净收入	11,212	10,196	15,103	17,519	19,832
自营酒店经营成本	(7,190)	(9,729)	(10,208)	(11,549)	(13,043)
开店费用	(502)	(288)	(309)	(357)	(403)
销售费用	(426)	(597)	(640)	(739)	(835)
管理费用	(1,061)	(1,259)	(1,579)	(2,059)	(2,325)
其他收益（费用）	75	(9)	(27)	(64)	(73)
经营溢利	2,108	(1,686)	2,340	2,751	3,153
净财务（开支）/收入	(155)	(414)	(260)	(62)	171
非经营收入	612	(179)	446	272	284
税前利润	2,565	(2,279)	2,525	2,961	3,609
税项	(640)	215	(599)	(53)	(114)
少数股东权益	8	12	10	10	9
权益法投资利润（亏损）	(164)	(140)	(101)	(54)	(53)
股东应占溢利	1,769	(2,192)	1,835	2,864	3,451
EBITDA	3,555	(631)	4,127	4,490	4,980
每份股盈利 (人民币)	6.220	(7.490)	5.868	9.021	10.708

重要财务比率

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
收入增长（%）	11.4	(9.1)	48.1	16.0	13.2
EBITDA 利润率（%）	31.7	(6.2)	27.3	25.6	25.1
经营利润率（%）	18.8	(16.5)	15.5	15.7	15.9
净利率（%）	15.8	(21.5)	12.2	16.3	17.4
资产回报率（%）	4.6	(3.7)	2.8	4.3	4.7
股东资金回报率（%）	26.1	(23.4)	15.6	16.9	14.0
流动比率（倍）	1.1	1.2	0.7	1.2	1.6
净资产负债比率（%）	321.5	44.1	40.4	净现金	净现金

资料来源：公司、国泰君安国际。

受益于 2021 年下半年国内的酒店业复苏

分析员：Noah Hudson

锦江资本(02006 HK)

评级：买入

股价: HK$1.67

目标价：HK$2.50

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net Profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (△%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2019A	20,977	676	0.121	(11.3)	13.8	1.650	0.9	0.062	1.0	5.3
2020A	14,201	298	0.054	(55.8)	25.9	1.706	0.9	0.010	0.8	3.2
2021F	20,328	250	0.045	(16.1)	30.9	1.677	0.9	0.018	0.8	2.7
2022F	21,855	543	0.098	116.8	14.3	1.804	0.8	0.039	0.8	5.6
2023F	23,227	662	0.119	22.0	11.7	1.996	0.8	0.048	0.7	6.3

已发行股本 Shares in issue (m)	6,566.0	大股东 Major shareholder	锦江国际 75.0%
市值 Market cap. (HK$ m)	9,295.2	流通比例 Free float (%)	25.0
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)	2,601.4	2021 年净负债/股东资金 2021 Net gearing (%)	39.2
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK$)	1.950 / 1.080	2021 年每股估值 2021 NAV (HK$)	3.1
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)			(11.2) / 10.6 / 21.9
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)			(10.2) / 9.0 / 3.9

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

我们分别预期公司 2021 至 2023 年经调整 EBITDA 为人民币 49 亿元、人民币 55 亿元和人民币 58 亿元，对应 92.6%、14.2%和 3.7%的增长。我们分别预期 2021 至 2023 年收入为人民币 203 亿元、人民币 219 亿元和人民币 232 亿元，相当于 43.1%、7.5%和 6.3%的增长。公司 2020 年底在全球范围内有 5,066 家筹建中的酒店，我们预期公司在 2021 年将净增 1,050 家经营中酒店。对于 2021 至 2023 年，我们预测股东净利润分别为人民币 2.50 亿元、人民币 5.43 亿元和人民币 6.62 亿元，基本及摊薄每股盈利分别为人民币 0.045 元、人民币 0.098 元和人民币 0.119 元。

公司投资评级为“买入”，目标价为 2.50 港元，分别相当于 6.1 倍和 5.1 倍 2021 年和 2022 年 EV/经调整 EBITDA 并且相对我们运用折现现金流方法得出的每股估值 3.06 港元有 18.2%的折让。考虑到大部分收入来源（2019 年: 87%）自国内，我们认为锦江资本已准备就绪把握 2021 年下半年中国国内的酒店业复苏。

正面因素分析

- 公司国内酒店业绩在春节假期后又开始稳步复苏。特别是在 3 月第 1 周的全国人民代表大会和中国人民政治协商会议之后，中国政府进一步放宽了旅行限制。
- 作为一家国企，公司受益于去年新冠病毒肺炎刚爆发时其酒店被政府征用来做指定隔离区，因此减轻了新冠疫情对酒店需求下降造成的影响。
- 2020 年公司受益包括人民币 5.37 亿元的政府补贴，同比增长 307.2%。

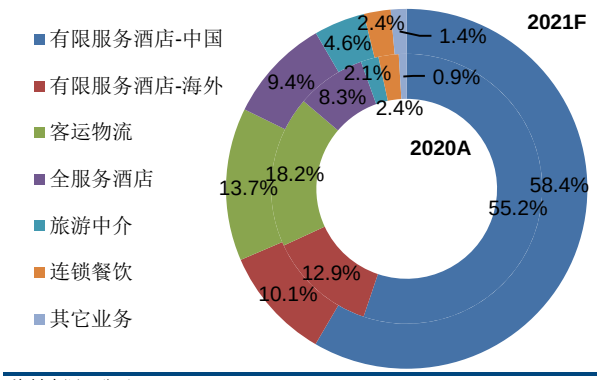
风险分析

- 预期 2021 年下半年，以平均可出租客房收入计算，公司全服务酒店的表现最差。
- 2020 年，全服务酒店的平均可出租客房收入的降幅最大，其次是中国内地境外的有限服务酒店。

负面因素分析

- 公司正利润很依赖非经营收益。在 2020 年，公司处置收益和按公允值的金融资产的公允值收益为人民币 19.69 亿元，远远高于 2020 年人民币 2.98 亿元的股东净利。

锦江资本各业务分部收入



资料来源：公司。

损益表

截至 12 月底(百万人民币)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
总收入	20,977	14,201	20,328	21,855	23,227
经营成本	(14,905)	(11,459)	(14,821)	(15,582)	(16,503)
毛利润	6,072	2,742	5,507	6,272	6,724
销售费用	(1,361)	(1,064)	(1,362)	(1,442)	(1,510)
管理费用	(2,456)	(2,581)	(2,602)	(2,579)	(2,718)
经营溢利	2,256	(903)	1,543	2,251	2,496
净财务（开支）/ 收入	(965)	(924)	(1,539)	(1,525)	(1,490)
非经营收入	939	2,782	605	596	630
税前利润	2,225	889	609	1,322	1,636
税项	(583)	(402)	(163)	(348)	(419)
少数股东权益	(966)	(188)	(195)	(432)	(555)
股东应占溢利	676	298	250	543	662
经调整 EBITDA	5,830	2,517	4,849	5,539	5,746
每股盈利（人民币）	0.121	0.054	0.045	0.098	0.119

重要财务比率

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
收入增长（%）	1.7	(32.3)	43.1	7.5	6.3
净利增长（%）	(11.3)	(55.8)	(16.1)	116.8	22.0
毛利率（%）	28.9	19.3	27.1	28.7	28.9
经调整 EBITDA 利润率（%）	27.8	17.7	23.9	25.3	24.7
经营利润率（%）	10.8	(6.4)	7.6	10.3	10.7
净利率（%）	3.2	2.1	1.2	2.5	2.9
资产回报率（%）	2.1	2.5	2.3	2.6	0.8
股东资金回报率（%）	5.3	3.2	2.7	5.6	6.3
流动比率（倍）	1.0	1.1	1.2	1.3	1.5
净负债权益比率（%）	28.0	40.5	39.2	33.6	26.6

资料来源：公司、国泰君安国际。

预期限制国际旅游措施在 2021 年下半年将会持续

分析员：Noah Hudson

携程集团(09961 HK)

评级：卖出

股价: HK$276.00

目标价: HK$250.00

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net Profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (△%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2019A	35,666	7,011	12.350	507.8	22.3	182.157	1.5	0.000	0.0	7.4
2020A	18,316	(3,247)	(5.404)	(143.8)	n.a.	167.009	1.4	0.000	0.0	(3.2)
2021F	24,594	4,733	7.802	n.a.	29.5	179.605	1.3	0.000	0.0	4.5
2022F	31,138	4,559	7.487	(4.0)	30.7	191.840	1.2	0.000	0.0	4.0
2023F	32,994	5,721	9.377	25.2	24.5	206.202	1.1	0.000	0.0	4.7

已发行股本 Shares in issue (m)	637.5	大股东 Major shareholder	百度(BIDU US) 11.8%
市值 Market cap. (HK$ m)	175,938.0	流通比例 Free float (%)	71.0
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)	4,315.1	2021 年净负债/股东资金 2021 Net gearing (%)	29.5
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK$)	326.000 / 274.000	2021 年每股估值 2021 NAV (HK$)	306.6
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)			(12.2) / (10.4) / 36.0
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)			(11.1) / (21.7) / (11.2)

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

携程经调整 EBITDA 从 2020 年第 4 季度的 7.99 亿元人民币的正值转为 2021 年第 1 季度的 2.16 亿元人民币的亏损，差于我们预期。2021 年第 1 季度非通用会计准则下经调整股东净亏损为 2.04 亿元人民币，而 2020 年第 1 季度非通用会计准则下经调整股东净亏损为 22.20 亿元人民币，2020 年第 4 季度非通用会计准则下经调整股东净利润则为 10.63 亿元人民币。我们预测 2021 年至 2023 年净收入分别为 246 亿元人民币、311 亿元人民币和 330 亿元人民币，对应 34.3%、26.6%和 6.0%的增长。我们预测 2021 年至 2023 年经调整净利润分别为 34.33 亿元人民币、61.35 亿元人民币和 75.89 亿元人民币。我们预计 2021 年下半年和 2022 年公司将继续维持较高的经营费用。

携程投资评级为"卖出"，目标价为 250.00 港元。我们认为市场估值包含 2021 年下半年全球开放边境、取消封锁措施以及国际旅游恢复的预期。相反，我们预期跨境旅行限制、封锁措施以及限制国际旅游措施在 2021 年下半年将会持续。我们 250.00 港元的目标价相对我们运用折现现金流方法得出的每股估值 306.55 港元有 18.4%的折让。

正面因素分析

- 中国国内机票和酒店预订自 2021 年 3 月初已经全面恢复到 2019 年疫情前水平，并在 3 月较 2019 年同期达到双位数增长。携程 2021 年第 1 季度商旅管理业务营业收入同比增长 101%，较 2019 年同期增长 6%。品质休闲游增长快速，中高端酒店持续引领增长。同时，携程平台上中国内地的长途旅行已经完全恢复。

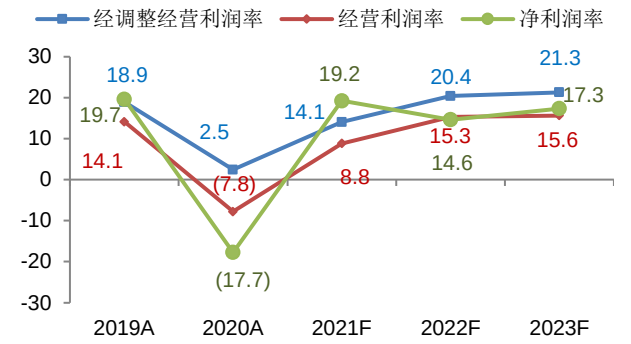
风险分析

- 由于在国外疫情造成的干扰仍将持续，何时可从疫情中恢复将取决于未来事件的发展，国外各政府维持出入境和签注限制的时间，以及客户的想法和行动，包括需时多久客户才再次出游及参与高密度场所内的娱乐和消闲活动。

负面因素分析

- 公司持有 MakeMyTrip（MMYT US）约 49%股权。彭博一致预期显示其 2021 和 2022 财年预测将录得亏损。
- 因为未来几个季度业务回暖，预计也将增加其营销及推广费用，利润率将在一定程度上承压。

携程利润率



资料来源：公司，国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万人民币)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
净收入	35,666	18,316	24,594	31,138	32,994
销售成本	(7,372)	(4,031)	(5,640)	(6,632)	(6,566)
毛利润	28,294	14,285	18,953	24,506	26,428
产品发展费用	(10,670)	(7,667)	(9,669)	(11,370)	(12,256)
销售与管理费用	(9,295)	(4,405)	(4,137)	(4,865)	(5,244)
管理费用	(3,289)	(3,636)	(2,972)	(3,495)	(3,768)
经营溢利	5,040	(1,423)	2,176	4,776	5,160
净财务（开支）/收入	417	471	136	30	770
其他收益	3,283	(1,962)	3,372	1,192	1,616
税项	(1,742)	(355)	(1,010)	(1,499)	(1,887)
少数股东权益	57	62	60	61	61
股东应占溢利	7,011	(3,247)	4,733	4,559	5,721
每份股盈利 (人民币)	12.350	(5.404)	7.802	7.487	9.377

重要财务比率

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
收入增长（%）	15.2	-48.6	34.3	26.6	6.0
净利增长（%）	530.5	n.a.	n.a.	(3.7)	25.5
EBITDA 利润率（%）	21.7	(21.1)	21.3	17.9	21.5
经营利润率（%）	14.1	(7.8)	8.8	15.3	15.6
净利率（%）	19.7	(17.7)	19.2	14.6	17.3
资产回报率（%）	3.6	(1.7)	2.5	2.3	2.8
股东资金回报率（%）	7.4	(3.2)	4.5	4.0	4.7
流动比率（倍）	1.0	1.0	1.1	1.1	1.2
净资产负债比率（%）	31.7	37.6	29.5	21.2	13.5

资料来源：公司、国泰君安国际。

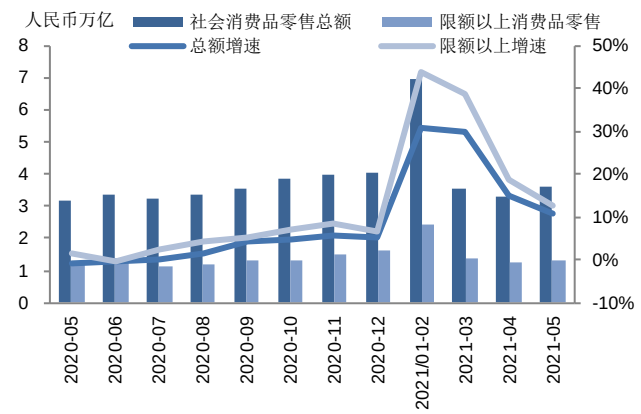
消费–零售行业 跑赢大市

分析员：黄冠雄 Peter Huang

行业概况

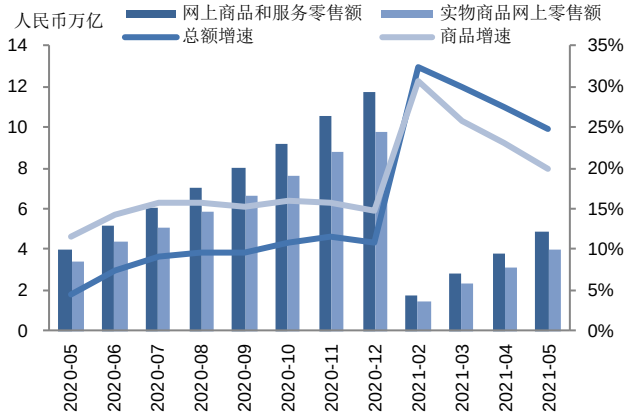
由于新冠疫情造成的低基数，社会消费品零售总额增速在上半年录得双位数增长。2021 年 1-5 月的累计社会消费品零售总额为 17.4 万亿元人民币，同比增长 25.7%，除汽车以外的消费品零售额同比增长 24.4%，限额以上单位消费品零售额同比增长 29.9%。由于低基数效应逐渐消退，1-5 月当月的社零增速逐步降低。分渠道看，线上渠道渗透率逐步提升，累计占比由 2 月的 20.7%上升至 5 月的 22.6%，较 2019 年同期上升 3.7 个百分点。线下方面，餐饮持续复苏，1-5 月累计同比增长 56.8%，5 月当月同比增长 26.6%，预计随着疫苗渗透率上升，复苏趋势将保持。分品类看，限额以上必选消费品的增长表现稳定；可选消费品中，受线上渠道推动，化妆品类零售额一直保持较高景气度，2021 年 1-5 月累计同比增长 30.3%，预计随着网购节的开展，6 月将进一步增长。此外，在重点城市适度放松限购条件并增加购买指标的政策推动下，汽车类零售额自 2020 年 7 月开始同比转正，但在 2021 年 5 月增速降至 6.3%，主要受商用车国六标准转换以及乘用车芯片短缺造成供给不足的影响。

社会消费品同比增速



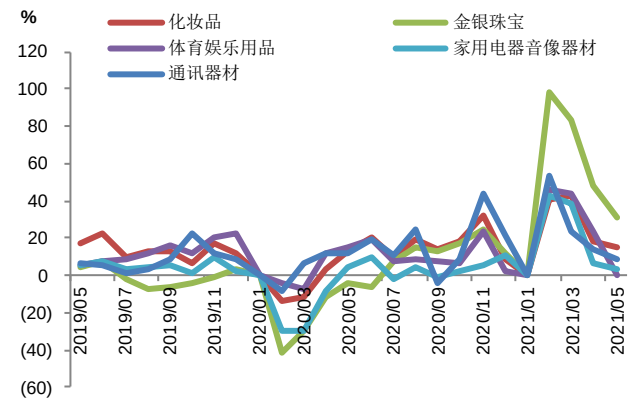
资料来源：中国统计局。

网上商品和服务零售额（累计）



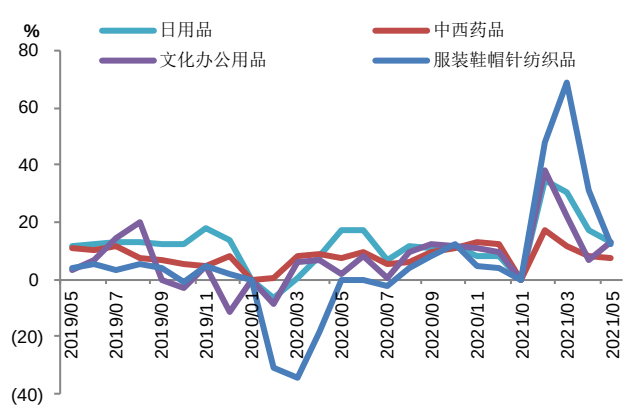
资料来源：中国统计局。

消费升级品类



资料来源：中国统计局。

生活必需品

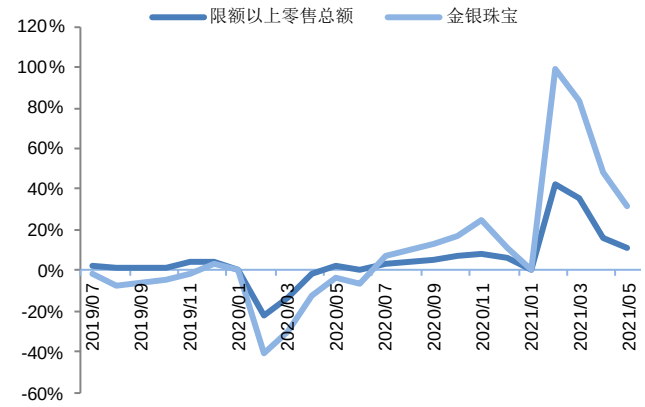


资料来源：中国统计局。

大陆黄金珠宝销售保持高景气度，香港市场有望回升。从社会消费品零售总额来看，规模以上企业的金银珠宝零售自 2020 年 8 月开始保持双位数增长，2021 年 5 月当月值同比增长 31.5%， 1-5 月的累计同比增速为 68.4%。我们预计低基数效应将持续至上半年结束。行业保持高景气度的原因还受益于疫情期间受压抑的需求如婚庆的释放。近年来，各大珠宝商加大对低线城市的展店速度，以周大福为例，公司于 2018 财年和 2019 财年提出新城镇计划和省代模式，2021 财年全年大陆开店数达到 746 家，并预计 2022 财年开店 700 家，截至 2020 年底，公司在大陆总开店数已超过 4000 家。我们认为，随着人均可支配收入提升以及低线级市场消费力释放，具有渠道优势

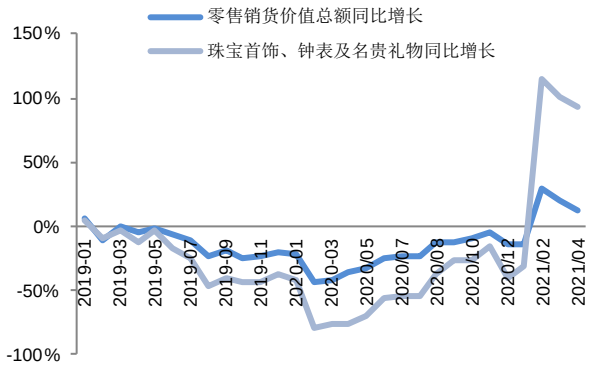
的珠宝品牌将能更好受益。但预计展店速度将会受到市场饱和度影响而减缓。目前，各大珠宝品牌已逐步入驻网上商城，此外根据艾媒网数据，2019 年，网购用户中，19-30 岁人群占比高达 37.2%。该人群的购物习惯偏好设计感强且偏向‘悦己’，随着各大珠宝厂商扩充其产品线并推出更符合线上消费的产品，我们预计线上销售占比将逐步提升。香港方面，2021 年 1-4 月珠宝、钟表及名贵礼品零售额有所回暖，同比上升 33.2%，但依然处于较低水平。一方面，香港的旅行禁令导致访港旅客人数下降至历史冰点。根据美联工商铺的数据，2021 年第一季度香港四大核心商圈（尖沙咀、旺角、铜锣湾和中环）的商铺空置率虽然较 2020 年三季度有所下降，但依然处在 11.5%的较高水平。另一方面，香港与旅游相关的各个行业都面临销售下降和员工收入锐减的挑战，本地消费依然疲弱。2021 年第一季度香港家庭收入中位数为 26,000 港元，相比 2019 年同期下降 11.1%，从绝对值来看，接近 2017 年一季度的水平。从疫情确诊人数看,目前已连续多日清零,总体可控。截至 7 月 1 日,香港已接种第一针人数为 224.8 万人,占人口比例为 33.1%,第二针接种人数接近为 148.0 万人,占比为 21.8%。随着接种率逐步提升，且香港已连续多日清零，我们认为香港本地市场将逐步回升。

中国零售总额和金银珠宝零售增速



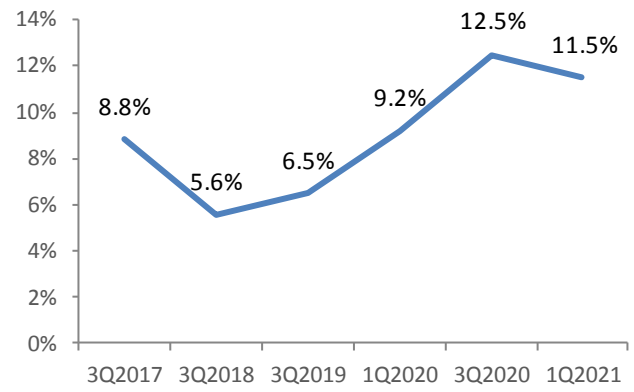
资料来源：中国统计局。

香港零售业总销货和珠宝首饰、钟表及名贵礼物增速



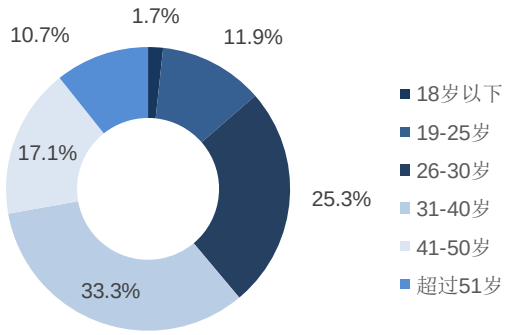
资料来源：香港政府统计处。

香港四大核心商圈商铺空置率



资料来源：美联工商铺。

中国大陆网购人群年龄分布（2019）



资料来源：艾媒网。

投资建议

零售行业持续复苏，并有望保持，行业投资评级“跑赢大市”。2021 年上半年在低基数的背景下，行业增速保持较高增速。展望 2021 年下半年，我们认为消费会继续呈现回暖趋势。具体到零售行业，我们认为线上渗透率将逐步上升。一方面，疫情期间以数字化生态为核心的新型消费为经济复苏起到推动作用。为了推动新型消费，国家将在十四五期间加快如信息、网络设施等新型基础设施的建设，同时加强数字技术应用、推进数字产业化和产业数字化。另一方面，新兴人群如千禧一代、Z 世代逐步成为消费主力军，随着他们收入水平的提高，他们的消费习惯以及消费偏好亦将驱使品牌于线上渠道发力。

公司名称	编号	股价 (HK$)	个股评级	2021 市盈率(x)	2022 市盈率(x)	2023 市盈率(x)	2021 市净率(x)	2021 ROE(%)	2021 股息率(%)
周大福	01929	17.74	收集	25.2	22.5	19.7	5.4	22.1	2.8
市值加权平均			**跑赢大市**	**25.2**	**22.5**	**19.7**	**5.4**	**22.1**	**2.8**

资料来源：国泰君安国际。
注释：由于年结日期差异， 自然年 2021 年相当于周大福 2022 财年数据。

珠宝行业龙头

分析员：黄冠雄 Peter Huang

周大福珠宝(01929 HK)

评级：收集

股价: HK$17.74

目标价: HK$17.75

End 03/31	Turnover (HKD m)	Net profit (HKD m)	EPS (HKD)	EPS (Δ%)	PER (x)	BPS (HKD)	PBR (x)	DPS (HKD)	Yield (%)	ROE (%)
FY20A	56,751	2,901	0.290	(36.6)	61.1	2.634	6.7	0.240	1.4	10.2
FY21A	70,164	6,026	0.603	107.7	29.4	3.077	5.8	0.400	2.3	21.1
FY22F	81,686	7,044	0.704	16.9	25.2	3.288	5.4	0.493	2.8	22.1
FY23F	91,215	7,893	0.789	12.0	22.5	3.525	5.0	0.553	3.1	23.2
FY24F	100,339	8,987	0.899	13.9	19.7	3.794	4.7	0.629	3.5	24.6

已发行股本 Shares in issue (m)	10,000.0	大股东 Major shareholder	CHOW TAI FOOK CAPITAL 72.4%
市值 Market cap. (HK$ m)	177,400.0	流通比例 Free float (%)	17.5
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)	14,153.4	2022 财年净负债/股东资金 FY22 Net gearing (%)	6.3
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK$)	17.880 / 7.350	2022 财年每股估值 FY22 NAV (HK$)	14.0
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)			18.5 / 41.6 / 129.2
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)			22.5 / 43.9 / 113.4

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

周大福 2021 财年股东净利同比上升 107.7%至 6,026 百万港元。总收入同比上升 23.6%至 70,164 百万港元。中国内地市场和港澳市场的同店销售分别同比上升 31.9%和倒退 41.3%。剔除未变现黄金借贷损失，经调整毛利率同比下降 1.4 个百分点至 28.2%，主要由于黄金制品的销量占比上升。核心经营利润率则同比上升 2.3 个百分点。公司派发每股 0.40 港元的全年股息，相当于 66.4%的派息率。

4-5 月中国内地市场销售依然保持销售势头，同时香港市场逐步恢复。根据管理层，4-5 月中国内地同店销售同比上升 49.3%。公司预计 2022 财年大陆地区毛利率将下降 1.0 个百分点，而同店销售将有低单位数增长。因为香港本地疫情逐步受控，4-5 月港澳及其它地区同店销售同比上升 159.7%。我们预期 2022 财年中国内地收入将同比增长 13.5%，同时港澳及其他地区收入将同比上升 33.1%。我们看好公司在中国大陆的渠道优势。公司在中国大陆拥有超过 4,000 家门店，目标 2022 财年在中国内地净新开 700 家门店，其中直营店占比将达 20%-25%。投资评级为“收集”，目标价相当于 25.2 倍 2022 财年市盈率和 22.5 倍 2023 财年市盈率。作为珠宝龙头品牌，我们认为公司估值相较其同业应享有溢价。

正面因素分析

- 品牌知名度高，产品组合丰富。
- 中国内地渠道优势明显。
- 下沉中国内地低线级城市，把握消费升级以及线上渠道机会。

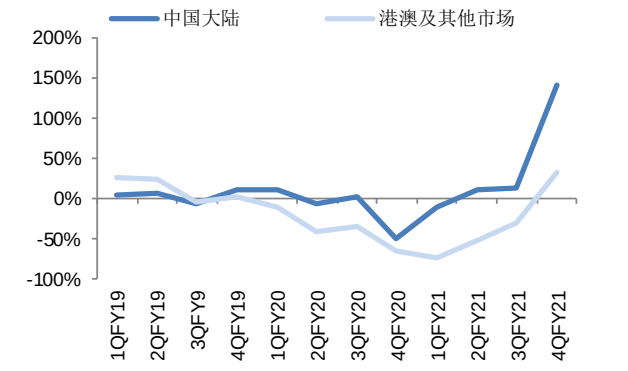
负面因素分析

- 疫情反复影响消费情绪。
- 香港市场恢复不及预期。

风险分析

- 金价及人民币汇率波动。
- 低线级城市营收不及预期。
- 同业竞争加大导致同店销售降低。

公司分季度同店销售增长



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 3 月底(百万港币)	FY20A	FY21A	FY22F	FY23F	FY24F
营业额	56,751	70,164	81,686	91,215	100,339
营业成本	(40,655)	(50,089)	(59,431)	(66,892)	(73,692)
毛利	16,096	20,075	22,255	24,323	26,647
销售费用	(8,690)	(8,635)	(9,131)	(9,975)	(10,972)
管理费用	(2,867)	(3,214)	(3,594)	(3,649)	(3,512)
经营溢利	4,976	8,918	10,256	11,462	12,964
净财务开支/收入	(482)	(295)	(218)	(264)	(261)
除税前盈利	4,205	8,395	9,756	10,931	12,444
所得税	(1,221)	(2,219)	(2,537)	(2,842)	(3,235)
除税后盈利	2,983	6,176	7,219	8,089	9,208
少数股东权益	(82)	(150)	(175)	(196)	(221)
股东应占溢利	2,901	6,026	7,044	7,893	8,987
每股盈利 (港币)	0.290	0.603	0.704	0.789	0.899
每股股息 (港币)	0.240	0.400	0.493	0.553	0.629

重要财务比率

	FY20A	FY21A	FY22F	FY23F	FY24F
收入增长	(14.9%)	23.6%	16.4%	11.7%	10.0%
纯利增长	(36.6%)	107.7%	16.9%	12.0%	13.9%
经营利润率	8.8%	12.7%	12.6%	12.6%	12.9%
纯利率	5.1%	8.6%	8.6%	8.7%	9.0%
净资产回报率	10.2%	21.1%	22.1%	23.2%	24.6%
净资产负债比率	16.0%	1.3%	6.3%	6.4%	8.3%

资料来源：公司、国泰君安国际。

教育行业 跑赢大市

分析员：林荣叶 Teddy Lin

在线教育

各地展开严整治行动，多家头部教培机构被处以顶格罚款。自 2021 年 4 月起，国家市场监督管理总局组织各地部门对校外教培机构进行严格排查，各地陆续传出教培机构被发现存在违法违规行为和罚款的消息。其中最值得关注的是，国家市场监督管理总局于 6 月 1 日召开新闻发布会，会中提到市场监管部门在 5 月份对 15 家校外教培机构进行重点检查，检查发现，15 家校外教培机构均存在虚假宣传违法行为，13 家校外教培机构存在价格欺诈违法行为。市场监管部门对 15 家校外教培机构分别予以顶格罚款，合计人民币 3,650 万元。这次关于教培行业的严整治行动范围之广，程度之深，是行业前所未有的，可见当局对根除教培行业一直以来存在的行业乱象之决心。被重点检查及处罚的教培机构基本上均为行业内的头部企业，由此反映通过违法违规的形式经营教培业务是目前行业的常态。然而，教育是民生之首，行业的改革对于现时的整个中国教培而言是必要的。

2021 年 K-12 校外教培行业重大事件回顾

时间	事件描述
3 月 16 日	由中央网信办主管的中国网络社会组织联合会成立了在线教育专业委员会，向全国在线教育行业发出倡议，加强行业管理。
3 月 31 日	国家教育部基础教育司司长吕玉刚在新闻发布会上回应“双减”问题时表示，今年教育部把校外培训工作列入重点工作任务。
4 月 25 日	北京市市场监管局对上述四家校外教育培训机构，因价格违法、虚假宣传等行为分别给予警告和 50 万元顶格罚款的行政处罚。
5 月 10 日	北京市市场监管局依法对作业帮和猿辅导两家校外教育培训机构，均处以警告和 250 万元顶格罚款的行政处罚。
5 月	杭州市市场监管局集中开展了校外培训机构专项执法行动，分别对学而思、新东方、纳思书院 3 家校外培训机构分别予以顶格处罚，罚款共计 750 万元。
5 月	市场监管部门对 15 家校外培训机构分别予以顶格罚款，共计 3650 万元。
6 月 11 日	重庆市日前对主城区校外培训机构开展突击检查时发现，32 家校外培训机构存在违法违规行为。
6 月 15 日	教育部召开启动会正式宣告校外教育培训监管司成立。

资料来源：中国网信网，教育部，市场监管局，新华社，国泰君安国际。

多条关于 K-12 教培行业的相关政策文件于 5 月份密集发布，行业内通过广告投放的获客模式得到限制。在各地政府机构严格排查的同时，多条涉及 K-12 教培行业的相关政策文件于 5 月份密集发布，其中最重要的文件包括：1）北京市海淀区市场监督管理局发布的《教育培训行业广告发布重点内容提示书》（以下简称《提示书》）；2）中央全面深化改革委员会第十九次会议审议通过的《关于进一步减轻义务教育阶段学生作业负担和校外培训负担的意见》（以下简称《双减意见》）；3）北京市教育委员会、北京市地方金融监督管理局、中国人民银行营业管理部、北京银保监局四部门联合发布的《北京市学科类校外培训机构预收费管理办法(试行)》（以下简称《收费管理办法》）。

2021 年 K-12 课外教培行业相关政策文件

时间	发文机构	文件名称	政策要点
5 月 18 日	北京市教育委员会	《北京市学科类校外培训机构预收费管理办法（试行）》	这是北京市首次对学科类校外培训机构预收费做出统一的管理办法。本次办法对预收费的收费时间跨度、预收费提前收费的时间、退费等都做出了明确要求，还提出了要进行资金监管。
5 月 17 日	山西省教育厅	《促进中小学生身心健康成长十项举措》	全面加强校外培训机构设立审批、教学管理、收费管理、违规处理等各环节监督管理，停止审批面向中小学生的学科类校外培训机构。
5 月 19 日	北京市海淀区市场监督管理局	《教育培训行业广告发布重点内容提示书》	首次对教育培训行业的广告投放制定出标准。根据文件，教育培训行业广告投放受到严格的限制，对广告主身份、广告代言人、广告用语和内容以及广告场所均做出了详细的规定。
5 月 21 日	中央全面深化改革委员会	《关于进一步减轻义务教育阶段学生作业负担和校外培训负担的意见》	要全面规范管理校外培训机构，坚持从严治理，对存在不符合资质、管理混乱、借机敛财、虚假宣传、与学校勾连牟利等问题的机构，要严肃查处。要明确培训机构收费标准，加强预收费监管，严禁随意资本化运作，不能让良心的行业变成逐利的产业。
5 月 24 日	东莞市市场监管局	《教育培训行业广告发布重点内容提示书》	教育培训行业广告投放受到严格的限制，对广告主身份、广告代言人、广告用语和内容以及广告场所均做出了详细的规定。
5 月 24 日	国家发展改革委	《关于“十四五”时期深化价格机制改革行动方案的通知》	明确要完善学前教育收费政策，规范民办教育收费，并提出到 2025 年，公共服务价格政策基本完善，适应高质量发展要求的价格政策体系基本建立。
5 月 27 日	广州市教育局	《校外培训机构规范办学行为提示书》	进一步规范校外培训办学行为范，对办学资格、预收学费、课程设置、教师资格有了具体的要求。
6 月 1 日	全国人民代表大会常务委员会	《中华人民共和国未成年人保护法》	新法规定，学校不得占用法定假日集体补课，校外培训机构不得对学龄前未成年进行小课程教育。

资料来源：中国政府网，彭博，教育部，山西省教育厅，北京市人民政府，新华社，广州市教育局，中国人大网，国泰君安国际。

出台的相关政策文件对教培行业起到了明显的制约。具体而言，目前出台关于教培行业的相关文件具有以下重要意义：1）《双减意见》再次强调对义务教育学生“双减”的明确态度，表明对尤其是涉及义务教育的教培行业严监管的态度，所提倡的减轻学生作业负担、校外培训负担，有助于从源头上给火爆的教育培训行业带来一定程度的降温；2）《提示书》对教育培训行业广告发布作出明确规定，严格监管线上广告投放，线上教育目前主流的获客渠道受到限制，通过广告投放的成长逻辑预计将遭遇巨大变革；3）《收费管理办法》严格监管教培机构的运营资金，没有一定规模的小机构可能无法生存，但是长远来看有助去除行业的毒瘤。

增设监管司将进一步推进教培行业监管的常态化、高效化。6 月 15 日，教育部召开启动会正式宣告校外教育培训监管司成立。监管司主要职能为：1）承担面向中小学生（含幼儿园儿童）的校外教育培训管理工作，指导校外教育培训机构党的建设，拟订校外教育培训规范管理政策；2）会同有关方面拟订校外教育培训（含线上线下）机构设置、培训内容、培训时间、人员资质、收费监管等相关标准和制度并监督执行，组织实施校外教育培训综合治理，指导校外教育培训综合执法；3）指导规范面向中小学生的社会竞赛等活动；4）及时反映和处理校外教育培训重大问题。增设监管司无疑将进一步推进监管的常态化、高效化，未来 K-12 校外补习的时间，内容，收费都将可能受到更加严格的规范。

严监管行动是对于行业积累已久的乱象的及时治理，我们认为其目的旨在促进行业未来的可持续发展。事实上，早在 2018 年 11 月，教育部就明确了要按照线下培训机构管理政策，同步规范线上教育培训机构。但在实施的过程中，由于各地政策对在线教育机构的监管语焉不详，所以在线教育公司一直处于“放松”的状态。例如 2019 年 7 月出台的《关于规范校外线上培训的实施意见》要求，在线教育机构要完成 ICP 备案、网络安全等级保护定级备案等，但备案内容只笼统规定要包含“资金管理”方面的材料，并未明确是否需要建立预付费专门账户等细则。但从 2021 年以来央视停播在线教育广告、头部在线教育公司被警告和处罚等迹象看来，在线教育将迎来“强监管”时代。教育部召开教育培训监管司成立启动会，意味着我国对校外教培机构的监管再次升级，校外教育培训行业野蛮发展时代结束。未来更加规范的市场秩序有利于行业的持续健康发展，短期内考虑政策风险建议对教培行业暂持观望态度。

我们预计未来仍会陆续出台一系列关于教培行业的新监管政策。借鉴目前出台的政策文件，我们预计未来将出台的政策有可能会倾向于提出由政府统一向课外培训机构购买校外辅导服务，由机构到学校里去开展客户辅导。目前陕西省已提出今年将实现全省中小学校课后服务工作全覆盖的目标。根据陕西省教育厅的信息，陕西省教育厅于 2021 年 4 月 22 日至 23 日在咸阳市召开全省中小学课后服务工作现场会指出，今年 9 月，全省中小学校课后服务工作要在学生自愿参与的前提下实现全覆盖，并将课后服务与学生作业管理、校外培训机构治理等工作结合起来。此外，我们不排除未来的政策会限制周末和寒暑假补课，只有学期内周一到周五晚上 6 点到 8 点半点之间有允许补课的时间段。如果该政策实行，我们预计可能从今年的寒假开始，全国统一实行，但是有可能会在今年暑假开始在全国一二线城市共九个城市率先试行。我们还预计未来的政策可能会配合 6 月 1 号实施的新修订的《中华人民共和国未成年人保护法》来实施一些新的监管，以及会提出关于校外培训机构的政府指导价。

预计国家对于教培行业一刀切的可能性较低。参照日本和韩国教培行业的发展历程，由于家长和学生对于教培的刚性需求是难以因为减轻校内学业的难度或者政府禁止教培行业而减少，我们预计国家对于教培行业一刀切的可能性较低。事实上，目前的严监管行为都是针对教培行业的违规行为所采取，现时绝大多数包括线上和线下的培训机构，都存在违规行为，完全合规的教培机构是少数。大的方向上看，我们认为政府的严监管行为并非旨在打压行业，而是根除行业乱象。

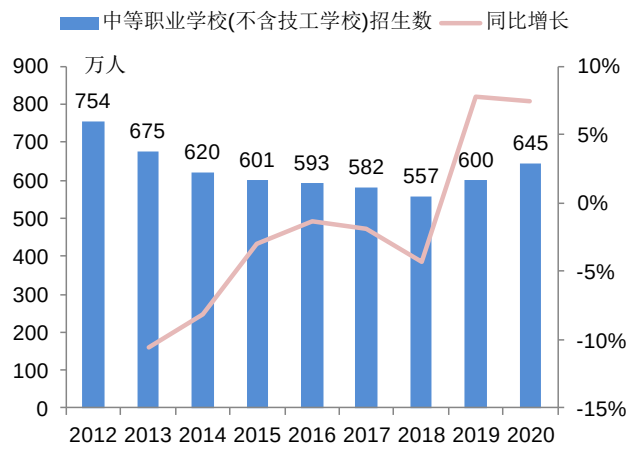
短期严监管会导致教培机构的业务严重受限，但长期有利于的行业健康长远的发展。从教培机构营运的角度来看，我们认为短期一年内教培机构的业务和拓展计划必然受到较为严重的限制。总结过去三个月被处罚的教培机构出现的违法违规行为，我们可以总结为以下几大类：招生收费违规、广告宣传违规、课程设置违规、师资违规。在教培机构要做到完全符合政府要求才能恢复正常发展的前提下，我们预计未来教培机构的运营会出现以下的变化：1）为了完全符合师资要求，员工成本上必然会大幅提升；2）为了严格遵守合规的课程设置，课程的研发也会相应提升；3）销售费用将会大幅下降，机构未来的营销方式更多基于教学品质而建立的口碑而非高昂的营销活动；4）为了严格遵守资金监管的要求，部分教培机构的现金流可能会难以调整而导致无法经营，最后行业只留下现金流充裕的大机构。在政府不会对于教培行业一刀切的假设下，我们预计短期内各大教培机构将会面临巨大的转型和业务体量的收缩，但是长远来看，经过了严监管将会全部淘汰，因此会更利于专注于业务本身的机构的长远拓展。此外，将更多原本耗费在营销上的资源利用在教学品质的提升和研发上，更有利于整个行业的健康发展。

高等教育和职业教育

职业教育的发展为大势所趋，国家政策将长期利好职业教育行业。教育部在 2021 年 3 月发布的《关于做好 2021 年中等职业学校招生工作的通知》(以下简称 “《通知》”)中强调“坚持职普比大体相当”。《通知》还提及职普比例较低的地区要重点扩大中等职业教育资源，要提高中等职业教育招生比例，积极拓宽生源渠道，广泛招收往届初高中毕业未升学学生、城乡劳动者、退役军人、退役运动员、下岗职工、返乡农民工等。新政致力于推动普通高中与中等职业教育的协调发展，并要求各省市教育厅及教委严格实施初中毕业生去往职业高中和普通高中按照 1:1 分流。《职业教育法（修订草案）》于 6 月 7 日初次提请全国人大常委会会议审议。草案提出，职业教育与普通教育具有同等重要地位。草案着力解决职业教育领域的突出问题，为进一步深化职业教育改革提供法律基础。我们认为种种政策都深刻反映了国家对职业教育的倾向，随着国家对职教的推行，我们预计职业教育行业将长期收获利好政策。

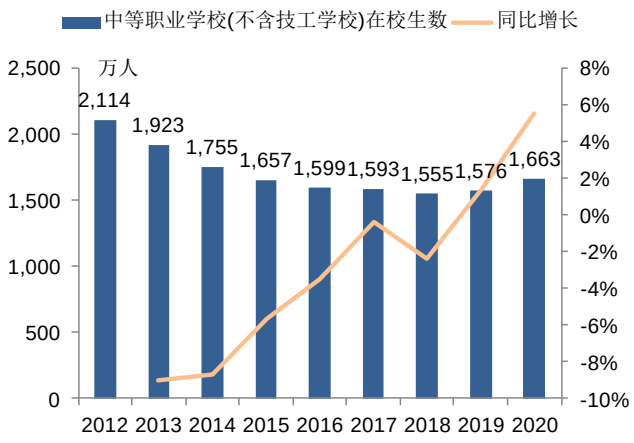
在近年来利好政策的推动下，职业教育的招生人数得到有效改善。根据各省统计局的数据，全国中等职业学校（不含技工学校）招生数在经历了长达 9 年的连续下降后从 2019 年开始有所改善，分别在 2019 和 2020 年同比 7.8%和 7.4%至 600 万和 645 万人。全国中等职业学校（不含技工学校）在校生数自 2019 年开始上升，由 2018 年的 1,555 万人增长至 2019 年的 1,576 万人，在 2020 年达 1,663 万人,分别于 2019 和 2020 年同比增长 1.4%和 5.5%。我们预期未来报读职业教育的学生人数会在国家进一步营造职业教育发展环境下持续提升。

中国中等职业学校(不含技工学校)招生数



资料来源：各省统计局、国泰君安国际。

中国中等职业学校(不含技工学校)在校生数



资料来源：各省统计局、国泰君安国际。

靴子落地，高教和职教的政策风险已经完全消除，未来行业估值有望修复。2021 年 5 月 14 日，教育部发布修订后的《中华人民共和国民办教育促进法实施条例》(以下简称 “新《民促法》”)。新《民促法》从 2017 年启动修订，历时四年多，数易其稿。在 2018 年 8 月 10 日司法部发布《民促法实施条例（修订草案）(送审稿)》(以下简称《送审稿》) 后，经过两年以上的修订，新《民促法》最终出台并颁布实施，民办教育分类管理阶段立法已基本完善。新《民促法》在关联交易上对于高中，高等教育和职业教育阶段的态度不变，维持认可关联交易的合法和合理性。在 2018 年的《送审稿》中的描述到“实施集团化办学的，不得通过兼并收购、加盟连锁、协议控制等方式控制非营利性民办学校。”新《民促法》删除了关于“集团化”的表述，而是直接限定了义务教育和学前教育的民办学校不得通过兼并收购、协议控制等方式控制，我们认为对于高中、高等教育和职业教育的收并购风险和 VIE 架构的风险完全解除，未来这类学校的内生有望持续稳定增长，外延并购也将加快布局。

新《民促法》更利好公办职业学校，职普分流新政预计对民办职业教育企业带来的招生压力。《送审稿》中禁止任何公办学校举办或参与举办营利性民办学校，而新《民促法》允许职业教育公办学校举办或参与举办营利性民办学校，对职业教育给予特殊鼓励，实现企业的资本、技术、管理对办学赋能，与文件新增第九条相呼应，支持企业产业资源与公办学校办学能力相结合，体现国家对于职业教育以及产教融合人才培养的重视。根据修订后的新《民促法》的相关条文来看，公办职业学校在未来的发展中具有更多的发展优势。在新《民促法》的加持下，公办学校在设施和学费的收费标准上，都比民办大学具有竞争优势，我们预计未来的发展中民办职业教育机构在招生上将会遭遇更多来自公办学校的竞争压力。

2021 年一季度人力资源市场活跃度明显增强，供求关系整体仍旧偏紧。根据人社部信息，2021 年一季度招聘需求和求职人数环比均明显上升，总体求人倍率（招聘需求人数与求职人数的比值）虽从去年四季度 2.90 下降至 2.73（下降 5.86%），但市场总体供求关系仍偏紧。从“最缺工”的 100 个职业看，招聘需求人数从四季度的 141.8 万人增加到 166.5 万人（增长 17.42%）；求职人数从四季度的 48.9 万人增加到 60.9 万人（增长 24.54%）；缺口数从四季度 92.9 万人上升到 105.5 万人（上升 13.56%），首次突破 100 万人关口，居本排行发布以来的历史最高位。制造业人才需求继续保持旺盛势头。新进排行 29 个职业中，有 20 个与制造业直接相关，占比 69.0%。其中与汽车生产、芯片制造等相关的职业需求明显上升，如“汽车生产线操作工”首次进入排行前十，“汽车零部件再制造工”“电池制造工”“印制电路制作工”“半导体芯片制造工”等职业新进排行。服务业不同类别职业需求有升有降。生活服务类职业需求有所缓解，“保育员”“婴幼儿发展引导员”“养老护理员”等排位下降；与餐饮、旅游等相关的消费类职业需求加大，“中式烹调师”“客房服务员”“前厅服务员”“餐厅服务员”等职业排位上升。

投资建议

行业投资评级“跑赢大市”。在线教育方面，由于目前校外教培行业受到严监管的冲击，各大教培机构的业务推进存在严重受限的风险。其次，未来预期还会出台一系列新的监管政策，存在政策不确定性，因此我们建议对于处于在线校外教培行业的新东方在线（01797 HK）暂持观望态度。从长远的角度，经过严监管洗礼后的校外教培行

业会根除行业乱象，不合法合规的企业将被完全淘汰，头部企业的资源将重新合理投放于业务质量的提升和研发上，行业将会健康持续地发展。考虑到社会对于教培服务的刚需，我们对于整个在线校外教培行业长期持乐观态度。在职业教育上，虽然中国东方教育（00667 HK）所处的职业技能培训赛道将长期受惠于利好政策和社会对职业技能的刚性需求，但考虑到新《民促法》的落地为公办职业学校带来更多经营上的优势，我们预计中国东方教育在未来招生上将承受更多来自公办学校的竞争压力。其次，高教板块目前正处于兼并收购的窗口期，高教企业的业务增长速度在短期内预期比职教更快。此外，新《民促法》落地后高教和职教的估值随行业政策风险完全消除而修复，但早期高教的政策不确定性高于职教导致高教版块整体的估值相对更为收缩，因此我们预期短期内高教版块的估值会比职教板块更有提升空间。综上所述，我们预期中国东方教育的盈利将维持稳定增长但估值在未来会有所下降。综合上述两家公司的情况，我们维持教育行业“跑赢大市”的评级。

公司名称	编号	股价 (HK$)	个股评级	2021 市盈率(x)	2022 市盈率(x)	2023 市盈率(x)	2021 市净率(x)	2021 ROE(%)	2021 股息率(%)
新东方在线	01797	9.73	买入	n.a.*	n.a.*	n.a.*	3.1#	(65.6)#	0#
中国东方教育	00667	12.2	买入	21.2	16.9	15.7	3.3	16.6	2.1
市值加权平均			**跑赢大市**	**21.2**	**16.9**	**15.7**	**3.3**	**(5.3)**	**1.6**

资料来源：国泰君安国际。
*注：*为 2021/2022/2023 财年数字;# 为 2021 财年数字。*

业务在全国稳步拓展，预期收入持续强劲增长

分析员：林荣叶 Teddy Lin

中国东方教育(00667 HK)

评级：买入

股价: HK$12.200

目标价: HK$19.03

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (△%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2019A	3,905	848	0.426	315.2	25.6	3.075	3.5	0.190	1.3	24.2
2020A	3,649	258	0.117	(72.5)	86.6	2.757	3.7	0.226	1.7	4.2
2021F	4,693	1,054	0.480	308.7	21.2	3.043	3.3	0.216	1.6	16.6
2022F	5,675	1,320	0.600	25.1	16.9	3.460	2.9	0.270	2.0	18.5
2023F	6,349	1,426	0.648	7.9	15.7	3.869	2.6	0.292	2.2	17.7

已发行股本 Shares in issue (m)	2,202.0	大股东 Major shareholder	吴俊保教育 32.9%
市值 Market cap. (HK$ m)	26,863.9	流通比例 Free float (%)	23.3
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)	2,440.0	2021 年净负债/股东资金 2021 Net gearing (%)	净现金
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK$)	20.525 / 11.460	2021 年每股估值 2021 NAV (HK$)	20.6
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)			(27.8) / (25.8) / (11.6)
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)			(25.6) / (25.4) / (29.6)

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

中国东方教育是中国领先的职业培训教育机构，已打造了全国性学校网络。2020 年，安徽新东方及贵阳新东方升格为高级技工学校，另新增 3 所中职、技工学校，累计达到 39 所。此外，公司成为了全国首批职业技能等级第三方评价认定机构并于 2020 年 4 月颁出全国首批认定证书。退役军人技能培训基地申报成果显著，累计在 17 个省获批定点承训机构。截至 2020 年 12 月 31 日，公司已覆盖中国大陆 31 个省中的 29 个省及香港（包括 206 所运营中的学校及中心），截至 2020 年 12 月 31 日止六个月的平均培训人次及客户注册人数为 133,310 人次。

由于中国的劳动力市场存在巨大的缺口，在利好政策的加持下，职业培训教育市场将进入黄金发展期，整体市场规模有望持续扩大。中国东方教育作为行业的龙头未来仍将极大受益于职业培训的利好政策，在中国劳动力求人倍率不断攀升的背景下将持续拓展其业务。但是考虑到新《民促法》的落地对公办职业学校带来更多经营上的优势，我们预计中国东方教育在未来的招生上将承受更多来自公办学校的竞争压力。预计公司 2021-2023 年每股盈利分别为人民币 0.480 元、0.600 元和 0.648 元。我们预期公司 12 个月目标价为 19.03 港元，投资评级为“买入”。

正面因素分析

- 中国职业培训的长期利好政策。
- 中国劳动力市场求人倍率的持续上升。
- 公司新注册人数有望保持稳定增长。
- 公司的长期学生占比持续上升。

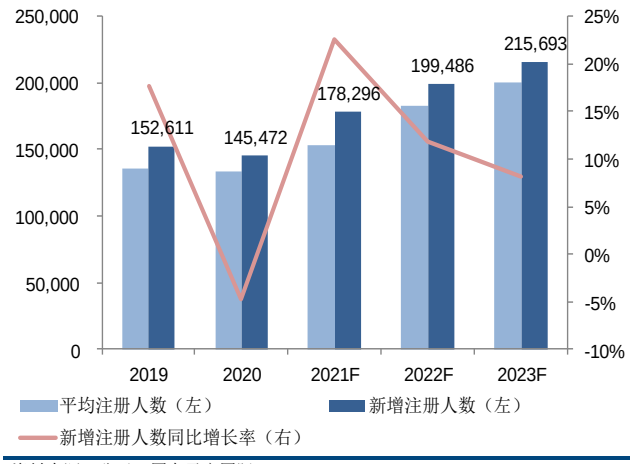
负面因素分析

- 新冠疫情使得新招生和线下学校开学受到影响。
- 固定成本占比较大。
- 持有外汇较多，未来仍可能产生较大汇兑亏损。
- 新《民促法》导致招生压力增大。

风险分析

- 中国的新冠疫情再度爆发导致线下学校再次关闭。
- 新校扩张和新招生增长差于预期。
- 中国职业培训教育行业的竞争大于预期以及优质教师的流失比预期严重。

公司平均注册人数、新增注册人数及同比增长



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万人民币)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
营业额	3,905	3,649	4,693	5,675	6,349
营业成本	(1,625)	(1,680)	(1,956)	(2,321)	(2,591)
毛利	2,280	1,969	2,736	3,355	3,758
销售开支	(698)	(829)	(900)	(1,062)	(1,189)
行政开支	(576)	(570)	(563)	(681)	(825)
研发开支	(31)	(44)	(54)	(64)	(74)
经营利润	975	526	1,219	1,548	1,670
财务成本	(132)	(146)	(158)	(172)	(185)
其他	226	64	269	289	315
税前利润	1,070	444	1,330	1,665	1,799
所得税开支	(222)	(186)	(276)	(345)	(373)
除税后盈利	848	258	1,054	1,320	1,426
每股盈利 (人民币)	0.426	0.117	0.480	0.600	0.648
增长/减少(%)	315.2	(72.5)	308.7	25.1	7.9
每股股息 (人民币)	0.190	0.226	0.216	0.270	0.292

重要财务比率

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
收入增长（%）	19.6	(6.6)	20.2	20.9	11.9
纯利增长（%）	64.6	(69.6)	309.1	25.2	8.0
经营利润率（%）	25.0	14.4	26.0	27.3	26.3
纯利率（%）	21.7	7.1	22.5	23.3	22.5
资产回报率（%）	13.6	2.6	10.1	11.2	10.7
股东资金回报率（%）	24.2	4.2	16.6	18.5	17.7
市盈率（倍）	25.6	87.9	21.5	17.2	15.9
市净率（倍）	3.5	3.7	3.4	3.0	2.7

资料来源：公司、国泰君安国际。

超预期的付费注册人次增速,但目前政策不明朗

分析员：林荣叶 Teddy Lin

新东方在线(01797 HK)

评级：买入

股价: HK$9.730

目标价: HK$31.28

End 05/31	Turnover (RMB m)	Net profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (△%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
FY19A	919	(40)	(0.060)	(160.0)	(142.4)	3.983	2.1	0.000	0.0	(2.3)
FY20A	1,081	(742)	(0.791)	1,218.7	(11.0)	1.987	4.4	0.000	0.0	(33.2)
FY21F	1,485	(1,453)	(1.500)	89.6	(5.4)	2.646	3.1	0.000	0.0	(65.6)
FY22F	2,682	(1,011)	(1.012)	(32.6)	(8.0)	1.849	4.4	0.000	0.0	(45.8)
FY23F	4,327	(398)	(0.398)	(60.7)	(20.4)	1.687	4.8	0.000	0.0	(22.5)

已发行股本 Shares in issue (m)	1,000.6	大股东 Major shareholder	新东方 55.7%
市值 Market cap. (HK$ m)	9,735.6	流通比例 Free float (%)	28.5
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)	5,284.8	FY22 年净负债/股东资金 FY22 Net gearing (%)	净现金
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK$)	43.450 / 9.070	FY22 年每股估值 FY22 NAV (HK$)	36.8
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)			(17.8) / (46.3) / (68.7)
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)			(15.6) / (45.9) / (86.7)

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

新东方在线是中国著名头部课外教培机构新东方集团旗下唯一的在线平台，透过其线上平台及手机应用程序提供三个核心分部的课程和产品，即大学教育、K-12 教育和学前教育分部。公司上市后聚焦 K-12 在线业务，通过新东方在线和东方优播两个平台来拓展 K-12 的市场。在 2021 财年上半年，公司付费学生人数为 2.14 百万人次，同比增长 62.5%。其中，K-12 分部发展迅猛，付费学生人数同比增长 143.4%至 1.84 百万人次。

由于目前校外教培行业受到严监管的冲击，各大教培机构的业务发展存在严重受限的风险。其次，我们预期未来会出台一系列新的监管政策。参考目前出台的文件，在教培机构做到完全符合政府要求才能恢复正常发展的前提下，预计公司运营出现以下转变：1）为了完全符合师资要求，员工成本会大幅提升；2）适应新的合规课程设置研发费用会相应提升；3）销售费用将大幅下降，公司未来的营销方式更多基于教学品质而建立的口碑而非高昂的营销活动；4）严资金监管导致现金流下降。我们预计短期内行业内各教培机构将面临巨大的转型和业务体量的收缩，但长远来看，违法违规经营的公司被严监管完全淘汰后，专注于教学本身的龙头公司将获得更长远的拓展。此外，将更多原本耗费在营销上的资源合理利用在教学品质提升和研发上，更有利于企业以及整个行业的健康发展。考虑到行业政策不确定性，我们建议对处于在线校外教培行业的新东方在线暂持观望态度。我们预计公司 2021-2023 财年每股盈利分别为人民币-1.500 元、-1.012 元和-0.398 元。

正面因素分析

- 中国 K-12 学生的人数和在线教育渗透率在持续上升。
- 公司 K-12 业务付费学生人次有望保持快速增长。

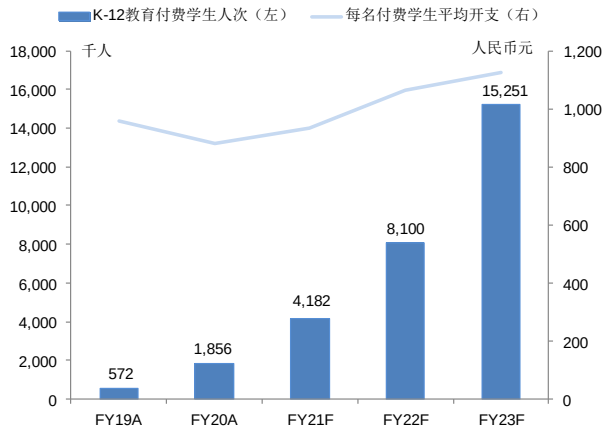
负面因素分析

- 为了提升业务而上升的营收成本。
- 严监管而导致业务严重收缩，拓展受阻。

风险分析

- 高于预期的行业竞争，导致获客成本的不断攀升和客单价的下降。
- 下沉市场对在线教育的接受程度比预期低。
- 政策对课外辅导和在线教育的不确定因素。

公司 K-12 业务付费学生人次及每名付费学生平均开支



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 5 月 31 日(百万人民币)	FY19A	FY20A	FY21F	FY22F	FY23F
营业额	919	1,081	1,485	2,682	4,327
营业成本	(413)	(588)	(1,170)	(1,503)	(2,216)
毛利	506	493	315	1,179	2,112
销售及营销开支	(444)	(872)	(1,168)	(1,400)	(1,550)
研发开支	(148)	(317)	(508)	(577)	(659)
行政开支	(103)	(185)	(259)	(388)	(465)
经营利润	(188)	(881)	(1,620)	(1,186)	(563)
财务成本	0	(11)	(15)	(15)	(16)
其他	114	194	216	242	262
税前利润	(75)	(715)	(1,436)	(979)	(339)
所得税开支	11	(43)	(17)	(33)	(59)
除税后盈利	(64)	(758)	(1,453)	(1,011)	(398)
少数股东权益	24	16	0	0	0
净利润	(40)	(742)	(1,453)	(1,011)	(398)
每股盈利 (人民币)	(0.060)	(0.791)	(1.500)	(1.012)	(0.398)

重要财务比率

	FY19A	FY20A	FY21F	FY22F	FY23F
收入增长（%）	41.3	17.6	37.4	80.6	61.3
纯利增长（%）	(178.2)	1,082.7	91.7	(30.4)	(60.6)
经营利润率（%）	(20.5)	(81.5)	(109.1)	(44.2)	(13.0)
纯利率（%）	(7.0)	(70.2)	(97.9)	(37.7)	(9.2)
资产回报率（%）	(2.7)	(24.0)	(38.7)	(22.3)	(7.8)
股东资金回报率（%）	(2.3)	(33.2)	(65.6)	(45.8)	(22.5)
市销率（倍）	6.2	7.1	5.4	3.1	1.9
市净率（倍）	2.2	4.1	3.1	4.5	4.9

资料来源：公司、国泰君安国际。

电力设备行业 跑赢大市

分析员：朱俊杰 Jun Zhu

在经济持续复苏的拉动下，预计国内于 2021 年的用电量将实现双位数的同比增长。根据国家能源局和中电联发布的 2021 年 1-5 月份全国电力工业统计数据显示，2021 年 5 月份单月用电量为 6,724 亿千瓦时，同比增长 12.5%。1-5 月全社会用电量为 32,305 亿千瓦时，同比上升 17.7%。分产业来看，今年前 5 个月第一产业用电量 362 亿千瓦时，同比上升 21.6%；第二产业用电量 21,779 亿千瓦时，同比增长 18.6%；第三产业用电量 5,483 亿千瓦时，同比大增 27.8%；城乡居民生活用电量 4,681 亿千瓦时，同比上升 4.1%。全国发电设备于今年前 5 个月的累计平均利用小时为 1,528 小时，同比上升 117 小时。期内除太阳能外，其余各类型电源均录得了利用小时的同比增长。其中，今年前 5 个月的全国的火电设备平均利用小时为 1,813 小时，同比上升 204 小时；水电设备利用小时为 1,144 小时，同比增加 6 小时；核电设备利用小时为 3,121 小时，同比增 254 小时；风电设备利用小时为 1,053 小时，同比增加 96 小时；太阳能设备平均利用小时达 541 小时，较去年同期下降 9 小时。全国电力设备平均利用小时增长主要是受到期内强劲的经济复苏所带动。2021 年 1-5 月，全国工业用电量同比增长 18.5%，增速同比提高 22.4 个百分点。全国制造业用电量同比增长 20.5%，增速同比上升 25.2 个百分点。5 月份单月的工业用电量同比增长 11.6%，增速同比提高 8.8 个百分点；制造业用电量同比增长 13.7%，增速同比提高 11.2 个百分点。全国用电量数据显示国内的经济于 2021 上半年持续实现快速扩张，并有效拉动了期内全国的用电量增长。在国内经济的持续复苏之下，我们认为国内于 2021 年的全年用电量增长将介于 10%至 13%之间。

预计 2021 年全国新增发电装机容量约为 150 吉瓦，非化石清洁能源预计将占到 80%的新增装机。根据中电联的数据显示，全国 2021 年前 5 个月的新增发电装机容量为 37.43 吉瓦，同比上升 48.4%或较去年同期多新增 12.2 吉瓦。期内火电新增装机容量为 14.84 吉瓦，同比增 19.6%或较去年同期多投产 2.43 吉瓦；水电新增装机容量为 3.67 吉瓦，同比增 110.9%或较去年同期多投产 1.93 吉瓦；核电新增 1.15 吉瓦，同比上升 100.0%或较去年少投产 1.15 吉瓦；风电新增 7.79 吉瓦，同比大增 59.0%或较去年多投产 2.89 吉瓦；而太阳能则新增 9.91 吉瓦，同比上升 61.1%或较去年同期多投产 3.76 吉瓦。2021 年全国的总新增发电装机容量预计将约为 150 吉瓦，而非化石能源发电装机将贡献期内约 80%的新增发电装机容量。其中，火电、水电、核电、风电和太阳能预计将分别贡献 30 吉瓦、15 吉瓦、5.0 吉瓦、40 吉瓦和 60 吉瓦的新增装机。截至 2021 年 5 月底，全国累计发电装机容量累计达到了 2,241 吉瓦，其中非火电装机容量约为 977 吉瓦，约占总累计装机的 43.6%。我们认为在十四五期间，非火电类清洁能源将继续实现较快装机增长，火电的装机占比以及发电量占比均将持续低走。展望未来几年，我们认为国内将加快对清洁可再生能源能源发电装机的投资，特别是在当前碳中和国家能源战略的大框架下。

我们预计国内于 2021 年对电力板块的投资将突破一万亿元人民币大关，并于未来五年平均在每年人民币 1.5 万亿元的投资。2021 年前 5 个月全国对电力板块的基础设施投资额达到了 2,617 亿人民币，较去年同期上升 9.1%。其中，对电源工程的投资额为 1,392 亿人民币，同比增 8.8%，而对电网的投资则为 1,225 亿人民币，同比上升 8.0%。期内对风电工程投资同比回落 2.0%至人民币 613 亿元，而对水电、火电、核电和太阳能的电源工程投资则分别同比上升 11.7%、8.3%、65.7%和 8.9%至人民币 341 亿元、人民币 149 亿元、人民币 171 亿元和人民币 117 亿元。可再生能源投资于 2021 年前 5 个月占电源工程总投资约 88%。我们预计国内对电力板块的投资将于 2021 年突破人民币一万亿元大关，而 2019 年则是录得了人民币 9,943 亿元的总投资额。展望未来五年，我们预计国内于十四五时期每年对电力板块的投资预计将平均在人民币 1.5 万亿元左右，并以电网和可再生能源电源工程的投资为主。能源建设作为基建投资的一环，在刺激经济方面效果显著，电力板块的投资预计将于未来几年持续迎来可期的增长。绿色能源发电，储能，电动车相关的电气设备，充电桩和电网将是电力设备板块内的核心投资主题，预计将在碳中和国家战略下于未来五年迎来大发展时期。

在 2020 气候雄心峰会上，习近平主席强调，中国为达成应对气候变化《巴黎协定》作出重要贡献，是落实《巴黎协定》的积极践行者。中国已宣布将提高国家自主贡献力度并采取更有力的政策措施。习近平对 2030 年作出进一步承诺：中国单位国内生产总值二氧化碳排放将比 2005 年下降 65%以上，非化石能源占一次能源消费比重将提高到 25%左右，森林蓄积量将比 2005 年增加 60 亿立方米，风电、太阳能发电总装机容量将达到 12 亿千瓦以上。这是中国首次明确未来十年的风电和太阳能发展规模和目标。根据 2030 年风电、太阳能发电总装机容量 1,200 吉瓦的目标，这意味着 2021 至 2030 年间新增风电和太阳能发电装机容量将不低于 700 吉瓦（相当于每年新增装机容量不低于 70 吉瓦）。2021 至 2030 年间 700 吉瓦的装机意味着未来十年的总投资约达人民币 4 万亿元（假设 300 吉瓦的风电和 400 吉瓦的太阳能）。但是，我们认为 2030 年 1,200 吉瓦的目标相对保守，或仅仅是一个保底

的量，未来十年实际的年度新增装机将大于 70 吉瓦。预计国内于 2021 年至 2030 年间每年将有不少于 30 吉瓦的新增风电装机和 40 吉瓦的新增太阳能装机。我们相信风电和太阳能将成为中国应对气候变化的雄心以及实现 2060 年远期碳中和目标的主力军。

国务院于 2 月 23 号发布关于加快建立健全绿色低碳循环发展经济体系的指导意见。该意见强调应推动能源体系绿色低碳转型。提升可再生能源利用比例，大力推动风电、光伏发电发展，因地制宜发展水能、地热能、海洋能、氢能、生物质能、光热发电。加快大容量储能技术研发推广，提升电网汇集和外送能力。增加农村清洁能源供应，推动农村发展生物质能。促进燃煤清洁高效开发转化利用，继续提升大容量、高参数、低污染煤电机组占煤电装机比例。在北方地区县城积极发展清洁热电联产集中供暖，稳步推进生物质耦合供热。严控新增煤电装机容量。提高能源输配效率。实施城乡配电网建设和智能升级计划，推进农村电网升级改造。加快天然气基础设施建设和互联互通。开展二氧化碳捕集、利用和封存试验示范。

国家发展改革委、财政部、中国人民银行、银保监会、国家能源局等五部委于近日联合印发《关于引导加大金融支持力度促进风电和光伏发电等行业健康有序发展的通知》。通知强调各地政府主管部门、有关金融机构要充分认识发展可再生能源的重要意义，合力帮助企业渡过难关，支持风电、光伏发电、生物质发电等行业健康有序发展。通知指出大力发展可再生能源是推动绿色低碳发展、加快生态文明建设的重要支撑，是应对气候变化、履行中国国际承诺的重要举措，碳达峰、碳中和的目标任务艰巨，需要进一步加快发展风电、光伏发电、生物质发电等可再生能源。采取措施缓解可再生能源企业的困难，促进可再生能源良性发展，是实现应对气候变化目标，更好履行中国对外庄重承诺的必要举措。通知提出，为保证可再生能源补贴资金来源，各相关电力用户需严格按照国家规定承担并足额缴纳依法合规设立的可再生能源电价附加金，各级地方政府不得随意减免或选择性征收。企业结合实际情况自愿选择是否主动转为平价项目，对于自愿转为平价项目的，可优先拨付资金，贷款额度和贷款利率可自主协商确定等。我们认为本次通知将可有效解决过往可再生能源项目补贴拖欠历史遗留问题。

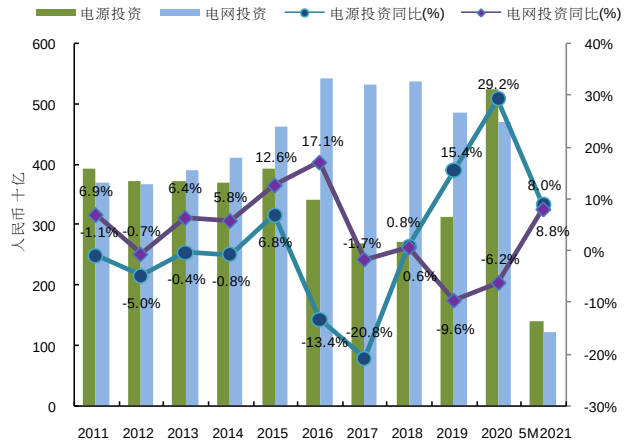
习近平总书记于 3 月 15 日主持召开了中央财经委员会第九次会议，研究促进平台经济健康发展问题和实现碳达峰、碳中和的基本思路和主要举措。会议强调实现碳达峰、碳中和是一场广泛而深刻的经济社会系统性变革，要把碳达峰、碳中和纳入生态文明建设整体布局，并如期实现 2030 年前碳达峰、2060 年前碳中和的目标。会议指出“十四五”是碳达峰的关键期、窗口期。要构建清洁低碳安全高效的能源体系，控制化石能源总量，着力提高利用效能，实施可再生能源替代行动，深化电力体制改革，构建以新能源为主体的新型电力系统。要实施重点行业领域减污降碳行动，工业领域要推进绿色制造，建筑领域要提升节能标准，交通领域要加快形成绿色低碳运输方式。要推动绿色低碳技术实现重大突破，抓紧部署低碳前沿技术研究，加快推广应用减污降碳技术，建立完善绿色低碳技术评估、交易体系和科技创新服务平台。本次会议重申了碳中和中长期目标的重要性和能源系统改革的迫切性。

国家能源局于 5 月 20 日正式下发了关于 2021 年风电、光伏发电开发建设有关事项的通知。根据该通知的要求，全国于 2021 年的风电、光伏发电发电量占全社会用电量比重需达到 11%左右，后续逐年提高，确保 2025 年非化石能源消费占一次能源消费的比重达到 20%左右。另外，通知提出 2021 年的保障性风电、光伏并网规模将不低于 90 吉瓦。2020 年底前已核准且在核准有效期内的风电项目、2019 年和 2020 年平价风电光伏项目、以及竞价光伏项目将直接纳入保障性并网项目范围。此外，2021 年的户用光伏发电项目国家财政补贴预算额度正式确认为人民币 5 亿元。本次下发的正式通知的内容与国家能源局早前的征求意见稿的内容相若。以 2025 年非化石能源消费比重达到 20%为目标，本次通知将确保十四五期间每年平均新增风电装机不低于 40 吉瓦、平均新增光伏装机不低于 50 吉瓦。预计国内市场于十四五期间对风电及太阳能的电源工程投资总额预计将不会低于人民币 2.5 万亿元。我们认为本次下发的通知将促进国内对风电及太阳能的持续发展。

国内的风电电源工程投资预计将于 2021 年出现回落，但相信风电仍将于未来很长一段时间里继续充当国家不断推动能源绿色转型的主力军。风电在经历了 2019 年和 2020 年的抢装潮后，预计将在今年录得投资和新增装机的双降，主要由于风电项目的储备和建设周期较长，一般需超过一年时间。风电投资于 2020 年同比猛增 70.6%至接近 2,618 亿元的历史高位，占期内国内总电源投资额的 49.9%；期内新增吊装约达 52 吉瓦（新增并网装机则为 71.7 吉瓦），同比攀升一倍以上。我们预计国内于 2021 年的风电投资将在此基础上出现较大幅度的同比回落，预计全国于 2021 年的新增风电装机量将回落至 35 吉瓦至 40 吉瓦之间。然而，在以 2060 年前实现碳中和的长期战略目标之下、国家将于未来很长一段时间里继续推动风电板块的投资。以 2025 年国内非化石能源消费占比达 20%的目标下，我们预计十四五期间国内风电的年均新增装机量将达到 40 至 50 吉瓦之间。由于风电的利用效率高，

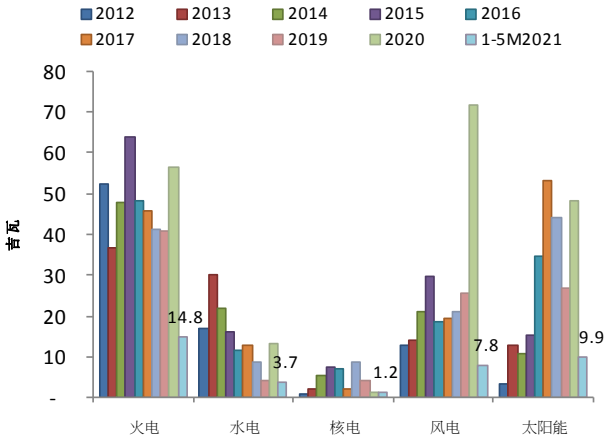
拉动投资效应好，以及涉及各大能源及装备国企的利益，未来将继续在碳中和的征程中充当主力军。我们预计在十四五时期里，国内对风电的投资将呈前低后高的走势。我们对风电的未来仍保持较大的信心。

中国历史电力基础设施投资统计



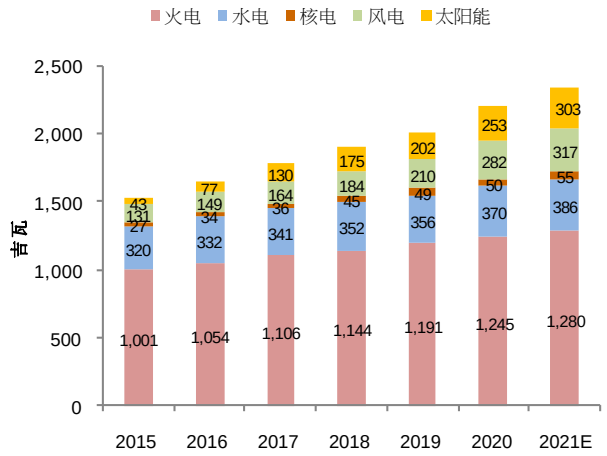
资料来源：中电联。

全国各类型电源历史新增装机一览



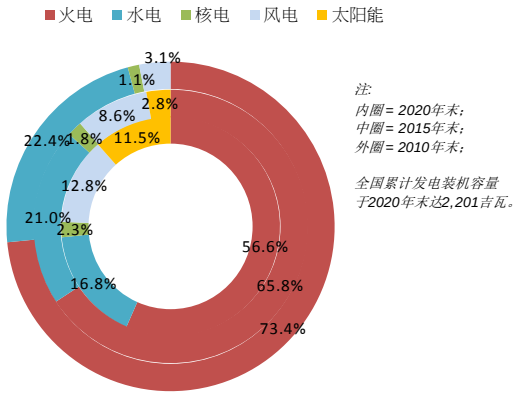
资料来源：中电联、国家能源局。

全国历史及预测累计发电总装机容量



资料来源：国家能源局，中电联，国泰君安国际。

过去三个五年计划全国累计发电装机结构变化



资料来源：国家能源局、中电联。

股价表现及行业估值

在预期国内将继续扩大对可再生能源投资的大背景下，我们认为电力设备行业将于 2021 下半年跑赢大市。上海电气，东方电气，哈尔滨电气和金风科技的股价于过去 12 个月的绝对回报分别为-5.9%，+61.3%，-29.7%和+87.2%。当前股价分别相当于 4 家公司 2021 年市盈率 6.1 倍/ 6.5 倍/ 17.8 倍/ 12.7 倍，行业的 2021 年加权市盈率为 9.7 倍，而 2021 年的加权市净率则为 0.8 倍。为实现 2030 碳达峰和 2060 碳中和的重要国家战略，我们相信国内对电力板块的投资将于未来十年迎来爆发式增长，并将以绿色能源、电网和电动车相关的配套设施为主要的投资方向。鉴于国内火电下行的趋势不可逆转并持续削弱着三大电气传统电力设备业务的盈利能力，因此转型将成为改善并扭转三大电气设备商基本面的关键举措。目前板块内的投资机会主要围绕在可再生清洁能源发电设备商（风电及太阳能），新基建投资的相关受益者（如特高压电网，充电桩，储能系统等），以及可受益于国企改革和企业转型的电力装备制造商。为实现企业持续转型的目标，三大电气均在积极开拓新的业务。我们认为储能系统，动力电池，充电桩，垃圾发电和新型燃料电池或将是十四五期间三大电气集团的主要转型方向及重点发展领域。我们相信持续的转型将进一步推动各家公司未来的发展以及业绩的持续增长。哈尔滨电气已于近期完成对湘电风能的收购而顺利进军到高端风电设备的制造，上海电气则正在逐步做大海上风电以及储能系统的市场份额，而东方电气则在大型风机以及氢燃料电池方面投入较多。我们认为不断的转型将是三大电气设备商重拾昔日荣光的关键所在。此外，金风科技的风电市场份额有望进一步得到巩固（公司当前是全球前三以及国内第一的风机供应商），

并预计在碳中和国策下继续于未来做大做强。风电设备商短期或存在新增装机量回落和风机价格下行的双重压力，但长期来看则是机会大于挑战。我们认为十四五期间的新增风电装机将呈前低后高的走势，期内的平均年新增装机容量将在 40 至 50 吉瓦之间。

投资建议

行业投资评级为“跑赢大市”。在国内将对可再生能源持续加码投资的强烈预期下，我们相信电力设备行业将于 2021 年及往后几年继续迎来较好的投资机会，我们目前对行业的评级为“跑赢大市”。我们当前对行业的首选股为东方电气 (01072 HK)。考虑到中国的能源结构转型，我们预计公司将继续推进国企改革并逐步转型为多元化的能源和工业集团，专注于可再生能源设备、环保设备、氢燃料电池、储能系统和先进工业设备等的制造。持续的改革将继续推动东方电气在未来几年的增长。随着 2018 年的重组和公司于过去几年对新兴成长产业的持续投资，同时巩固其在可再生能源设备市场的竞争优势，公司已经成功地克服了近年来火电下行趋势所带来的风险和挑战。我们相信公司最为艰难的日子已经过去。我们预计公司将加速转型，通过更多收购和持续投资，逐步发展成为区域内先进的工业和能源设备巨头。由于未来五年国内对电力板块的投资有望平均在人民币 1.5 万亿元每年，我们相信公司将受益于未来几年中国电力板块的投资激增，我们看好东方电气的前景。

核心风险因素：国内经济增长放缓或将影响电力板块投资的进度；三大电气设备商的转型不如预期顺利；设备商们的在手订单被延迟交付或取消；电网投资若跟不上可再生能源的发展步伐或将抑制国内可再生能源的发展；原材料价格（如钢材）的上升或将压低设备的毛利率；风机招标价格的不断低走或将影响风电设备商的盈利能力；风电和太阳能进入平价上网之后或将进一步压低风机和光伏组件的价格等。

公司名称	编号	股价 (HK$)	个股评级	2021 市盈率(x)	2022 市盈率(x)	2023 市盈率(x)	2021 ROE(%)	2021 市净率(x)	2021 股息率(%)
上海电气	02727	2.070	买入	6.1	5.3	4.8	6.1	0.4	5.7
东方电气	01072	6.220	买入	6.5	5.3	4.3	7.8	0.5	4.6
哈尔滨电气	01133	2.110	收集	17.8	10.3	7.2	1.1	0.2	0.8
金风科技	02208	12.140	买入	12.7	11.9	11.2	9.6	1.2	2.5
市值加权平均			**跑赢大市**	**9.7**	**8.6**	**7.9**	**7.9**	**0.8**	**3.8**

资料来源：国泰君安国际。

持续的转型将进一步推动增长

分析员：朱俊杰 Jun Zhu

东方电气(01072 HK)

评级：买入

股价: HK$6.220

目标价：HK$9.50

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net Profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (△%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2019A	32,840	1,278	0.413	13.2	13.5	9.530	0.6	0.207	3.7	4.4
2020A	37,283	1,862	0.597	44.5	8.8	9.907	0.5	0.180	3.4	6.2
2021F	43,759	2,495	0.800	33.9	6.5	10.567	0.5	0.240	4.6	7.8
2022F	52,390	3,056	0.979	22.5	5.3	11.358	0.5	0.294	5.7	8.9
2023F	62,110	3,726	1.194	21.9	4.3	12.307	0.4	0.358	6.9	10.1

已发行股本 Shares in issue (m)	3,119.8	大股东 Major shareholder	东方电气集团 55.4%
市值 Market cap. (HK$ m)	19,404.9	流通比例 Free float (%)	43.9
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)	2,334.3	2021 年净负债/股东资金 2021 Net gearing (%)	净现金
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK$)	8.860/ 4.000	2021 年每股估值 2021 NAV (HK$)	11.3
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)			(8.1) / (13.2) / 61.3
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)			(7.0) / (14.8) / 43.2

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

公司于 2021 年 1 季度的盈利好于我们的预期，并相当于我们 2021 年盈利预测值的 30.7%。2021 年 1 季度的盈利较 2019 年 1 季度盈利上升 78.8%。今年前 3 个月的综合毛利率同比上升 0.3 个百分点至 25.2%，而净利率则同比上升 1.3 个百分点至 7.3%。2021 年 1 季度的新增订单同比增长 31.6%至人民币 156.4 亿元。我们预计公司将继续推进国企改革并逐步转型为多元化的能源和工业集团，特别专注于生产可再生能源设备、环保设备、氢燃料电池、储能系统、先进工业设备等。持续的改革将继续推动东方电气未来几年的增长，我们看好东方电气未来的前景。

我们目前对公司的投资评级为“买入”，目标价为 9.50 港元，相当于 9.9/ 8.1/ 6.6 倍的 2021-2023 年市盈率或 0.7/ 0.7/ 0.6 倍的 2021-2023 年市净率。

正面因素分析

- 公司在国内陆上风电设备市场拥有可观的市场份额。
- 国家对可再生能源的持续投资将带动公司未来增长。
- 碳中和战略利好十四五时期国内新能源项目的投资。
- 从传统能源设备制造商向多元化工业集团的转型。

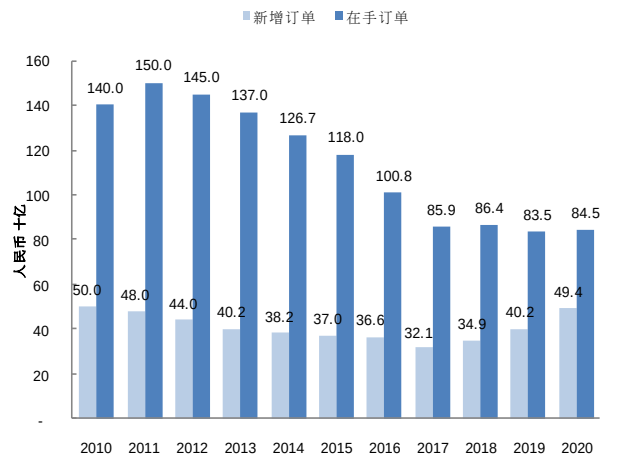
风险分析

- 海外项目承受来自汇率及政治等不稳定因素的风险。
- 公司的新业务具有各种未知风险以及不确定性。
- 新冠疫情或将持续影响国外市场对能源装备的需求。

负面因素分析

- 火电下行或将持续影响公司未来的业绩。
- 风电板块的竞争加剧或使风机盈利能力承压。

公司历史在手订单和新增订单



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万人民币)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
营业额	32,840	37,283	43,759	52,390	62,110
销售成本	(25,020)	(28,963)	(33,856)	(40,424)	(47,803)
毛利	7,820	8,320	9,903	11,966	14,307
销售费用	(1,308)	(1,177)	(1,357)	(1,676)	(2,050)
管理费用	(4,509)	(4,859)	(5,644)	(6,673)	(7,797)
经营利润	2,003	2,285	2,903	3,616	4,460
投资收益	378	337	354	371	390
财务费用	140	(168)	140	145	149
非运营支出	(942)	(386)	(472)	(571)	(683)
税前利润	1,579	2,067	2,924	3,561	4,317
税项	(198)	(151)	(292)	(356)	(432)
税后净利润	1,381	1,916	2,632	3,205	3,885
少数股东权益	(103)	(54)	(137)	(150)	(159)
净利润	1,278	1,862	2,495	3,056	3,726
每股盈利 (人民币)	0.413	0.597	0.800	0.979	1.194
每股股息(人民币)	0.207	0.180	0.240	0.294	0.358

重要财务比率

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
毛利率（%）	23.8	22.3	22.6	22.8	23.0
经营利润率（%）	6.1	6.1	6.6	6.9	7.2
净利率（%）	3.9	5.0	5.7	5.8	6.0
流动比率（倍）	1.4	1.3	1.3	1.3	1.3
股东资金回报率（%）	4.4	6.2	7.8	8.9	10.1
总资产回报率（%）	1.4	2.0	2.5	2.9	3.3
速动比率（倍）	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7
存货周转期（天）	194.4	178.7	183.6	180.7	176.4
应收帐款周转期（天）	116.3	110.1	108.7	104.4	100.8
应付款周转期（天）	220.0	211.2	212.4	208.8	201.6
净负债比率（%）	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司、国泰君安国际。

或将通过重组涉足风电领域

分析员：朱俊杰 Jun Zhu

哈尔滨电气(01133 HK)

评级：收集

股价: HK$2.110

目标价: HK$3.00

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net Profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (△%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2019A	22,516	106	0.062	48.9	30.3	9.129	0.2	0.000	0.0	0.7
2020A	23,760	(7)	(0.004)	n.a.	n.a.	9.187	0.2	0.011	0.6	(0.0)
2021F	23,581	169	0.099	n.a.	17.8	9.216	0.2	0.015	0.8	1.1
2022F	23,762	290	0.170	72.0	10.3	9.392	0.2	0.026	1.5	1.8
2023F	24,443	417	0.244	43.6	7.2	9.628	0.2	0.037	2.1	2.6

已发行股本 Shares in issue (m)	1,706.5	大股东 Major shareholder	哈尔滨电气集团 60.4%
市值 Market cap. (HK$ m)	3,600.8	流通比例 Free float (%)	36.9
3 个月平均成交股数 3 month average vol. (‘000)	697.0	2021 年净负债/股东资金 2021 Net gearing (%)	净现金
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK$)	3.379 / 1.978	2021 年每股估值 2021 NAV (HK$)	3.6
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)			(2.6)/ 0.6/ (29.7)
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)			(1.5)/ (1.0)/ (47.7)

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

公司于 2020 年的收入同比上升 5.55%至人民币 237.6.亿元，但期内录得了约人民币 7.3 百万元的净亏损。盈利的下降主要是因为期内国际工程项目受人民币升值以及新冠疫情的影响。期内公司的综合毛利率同比跌 3.4 个百分点至 11.4%，主要因多数业务板块的毛利率于期内出现回落。尽管国内火电下行导致的不确定性，母公司哈电集团于近期完成对湘电风能的收购，预示着哈尔滨电气潜在的重组或已在路上。湘电风能于 2019 年被评为国内排名第 9 大的风机设备制造商，占国内风电市场份额约为 3%。上述收购预示着哈电集团将进一步涉足风电设备业务，预计随着时间的推移，哈电集团在风电行业的影响力将越来越大。新收购的风电资产被注入进哈尔滨电气相信只是时间问题。

我们目前对公司的投资评价为“收集”，目标价为 3.00 港元，相当于 25.3 倍/14.7 倍/10.1 倍 2021 至 2023 年市盈率。

正面因素分析

- 十四五期间国内对电力板块的投资将迎来新机遇。
- 公司受益于国企改革和潜在重组带来的新机遇。
- 公司持续的转型将重新激活其停滞的增长潜能。

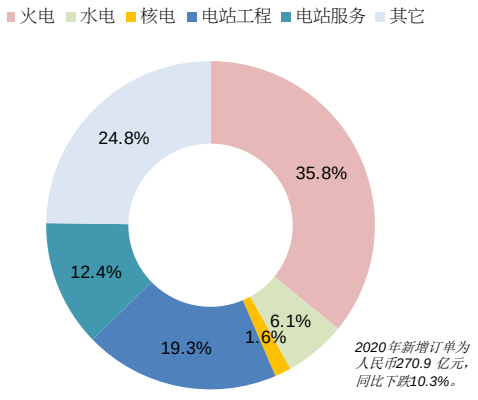
负面因素分析

- 当前严峻的市场环境和国家的新能源政策将极大的打击公司的传统火电业务。
- 国内持续抑制火电的发展或将进一步冲击公司的业绩。
- 公司业务仍旧较单一，主要集中在传统电力设备领域。

风险分析

- 国家或进一步打压对火电的投资和发展。
- 公司对未来转型和发展的路线存在不确定因素。
- 新冠疫情未受控或持续不利国外对电力板块的投资。

公司 2020 年新增订单的结构



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万人民币)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
营业额	22,516	23,760	23,581	23,762	24,443
销售成本	(19,191)	(21,057)	(20,346)	(20,436)	(21,006)
毛利	3,324	2,703	3,235	3,325	3,436
销售费用	(604)	(676)	(660)	(665)	(684)
管理费用	(2,357)	(2,281)	(2,390)	(2,368)	(2,334)
其他收入/支出	(119)	515	235	280	315
经营利润	244	262	419	571	733
关联企业贡献	21	6	27	31	36
财务费用	(121)	(234)	(250)	(246)	(246)
税前利润	217	77	243	406	577
税项	(100)	(61)	(61)	(102)	(144)
少数股东权益	(11)	(23)	(13)	(15)	(16)
净利润	106	(7)	169	290	417
每股盈利(人民币)	0.062	(0.004)	0.099	0.170	0.244
每股股息(人民币)	0.000	0.011	0.015	0.026	0.037

重要财务比率

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
毛利率（%）	14.8	11.4	13.7	14.0	14.1
经营利润率（%）	1.1	1.1	1.8	2.4	3.0
净利率（%）	0.5	0.0	0.7	1.2	1.7
流动比率（倍）	1.2	1.3	1.3	1.3	1.3
股东资金回报率（%）	0.7	0.0	1.1	1.8	2.6
总资产回报率（%）	0.2	0.0	0.3	0.5	0.7
速动比率（倍）	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6
存货周转期（天）	185.2	149.9	144.0	147.6	151.2
应收帐款周转期（天）	151.2	141.8	144.3	147.6	145.0
应付款周转期（天）	342.1	313.6	342.0	345.6	338.4
净负债比率（%）	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司、国泰君安国际。

风电行业的领导者

分析员：朱俊杰 Jun Zhu

金风科技(02208 HK)

评级：买入

股价:HK$12.140

目标价：HK$19.10

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net Profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (Δ%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2019A	37,878	2,109	0.512	(37.8)	21.2	7.260	1.5	0.160	1.5	7.6
2020A	56,146	2,844	0.673	31.5	15.2	8.087	1.3	0.250	2.4	8.8
2021F	55,446	3,367	0.797	18.4	12.7	8.576	1.2	0.248	2.5	9.6
2022F	60,868	3,583	0.848	6.4	11.9	9.116	1.1	0.264	2.6	9.6
2023F	66,385	3,801	0.900	6.1	11.2	9.691	1.0	0.280	2.8	9.6

已发行股本 Shares in issue (m)	4,225.1	大股东 Major shareholder	三峡集团 24.3%
市值 Market cap. (HK$ m)	51,292.3	流通比例 Free float (%)	73.9
3 个月平均成交股数 3 month average vol. (‘000)	6,139.1	2021 年净负债/股东资金 2021 Net gearing (%)	56.5
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK$)	19.500 / 6.140	2021 年每股估值 2021 NAV (HK$)	22.1
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)			(6.0) / (14.9) / 87.2
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)			(4.9) / (16.5) / 69.2

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

公司于 2021 年 1 季度的收入和净利润分别同比上升 24.8%和 8.6%至人民币 68.22 亿元和人民币 9.72 亿元。期内业绩大致符合我们的预期。期内的风机对外销售达 1,091 兆瓦（同比上升 28.8%）。截至 2021 年 3 月末，公司在手订单累计达 15.96 吉瓦，含 14.45 吉瓦的外部订单和 1.51 吉瓦的内部订单。期内公司的综合毛利率同比上升 6.9 个百分点至 28.4%，而净利率则同比下降 2.1 个百分点至 14.2%。2021 年 1 季度的风机毛利率约为 15%，与 2020 年 4 季度持平。拥有本土市场约 25%的市占率，我们有信心金风预计将在 2021 至 2023 年间每年对外销售不低于 10 吉瓦的风机。

我们对公司的投资评级为“买入”，目标价为 19.10 港元，相当于 20.0 倍/ 18.8 倍/ 17.7 倍 2021-2023 年市盈率或 1.9 倍/ 1.7 倍/ 1.6 倍 2021-2023 年市净率。

正面因素分析

- 公司在国内风电市场具有最高市场占有率优势。
- 碳中和国家战略将催生国内未来十年不低于 300 吉瓦的新增风电装机。
- 十四五期间国内对风电设备的需求将进一步攀升，预计有望年平均在每年 40 吉瓦以上。

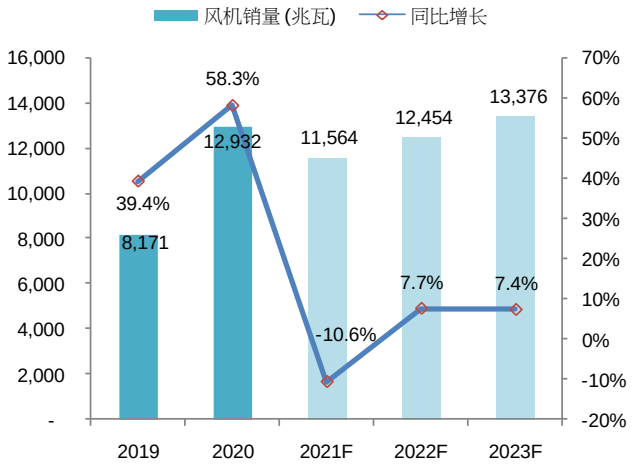
风险分析

- 风机价格持续走低将冲击公司的盈利能力。
- 在大宗商品上行导致原材料成本不断上升的情况下，若无法相应上调风机售价将导致产品利润率的显著下降。

负面因素分析

- 当前低迷的风机售价或将影响公司未来的利润率。
- 风电项目的电价补贴的进一步延迟发放或增加风电运营商的经营压力，进而延缓对新项目投资的进程。
- 国家能源发展战略或偏向于侧重发展太阳能。

公司的历史及预测风机销量



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万人民币)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
营业额	37,878	56,146	55,446	60,868	66,385
销售成本	(30,915)	(46,498)	(44,360)	(48,458)	(52,444)
毛利	6,964	9,647	11,086	12,410	13,942
销售费用	(2,804)	(3,651)	(3,770)	(4,200)	(4,979)
管理费用	(2,637)	(3,485)	(3,604)	(4,139)	(4,647)
其他收益	2,146	1,820	1,742	1,790	1,820
其他支出	(587)	(768)	(950)	(1,075)	(1,133)
经营利润	3,081	3,563	4,503	4,786	5,002
应占联合营公司利润	361	264	338	312	320
财务费用	(882)	(553)	(923)	(943)	(928)
税前利润	2,561	3,274	3,919	4,155	4,394
税项	(331)	(308)	(396)	(408)	(421)
少数股东权益(含永续债)	(121)	(121)	(155)	(164)	(172)
净利润	2,109	2,844	3,367	3,583	3,801
每股盈利(人民币)	0.512	0.673	0.797	0.848	0.900
每股股息(人民币)	0.160	0.250	0.248	0.264	0.280

重要财务比率

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
毛利率（%）	18.4	17.2	20.0	20.4	21.0
经营利润率（%）	8.1	6.3	8.1	7.9	7.5
净利率（%）	5.6	5.1	6.1	5.9	5.7
流动比率（倍）	0.7	0.8	0.7	0.7	0.7
股东资金回报率（%）	7.6	8.8	9.6	9.6	9.6
总资产回报率（%）	2.3	2.7	3.0	3.0	3.0
速动比率（倍）	1.0	0.9	0.9	0.8	0.8
存货周转期（天）	95.9	44.9	54.8	58.4	62.1
应收帐款周转期（天）	173.4	149.4	146.0	138.7	138.7
应付款周转期（天）	300.2	224.6	251.9	255.5	262.8
净负债比率（%）	48.6	52.2	56.5	56.2	56.5

资料来源：公司、国泰君安国际。

碳中和战略的直接受益者

分析员：朱俊杰 Jun Zhu

上海电气(02727 HK)

评级：买入

股价:HK$2.070

目标价：HK$3.35

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net Profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (Δ%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2019A	127,509	3,501	0.235	16.0	7.9	4.181	0.4	0.000	0.0	5.8
2020A	137,285	3,758	0.248	5.5	7.0	4.374	0.4	0.074	4.3	5.8
2021F	149,719	4,277	0.282	13.8	6.1	4.810	0.4	0.099	5.7	6.1
2022F	159,501	4,979	0.328	16.4	5.3	5.276	0.3	0.115	6.7	6.5
2023F	170,922	5,496	0.362	10.4	4.8	5.768	0.3	0.127	7.3	6.6

已发行股本 Shares in issue (m)	15,181.4	大股东 Major shareholder	上海电气集团 57.8%
市值 Market cap. (HK$ m)	31,425.4	流通比例 Free float (%)	40.1
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)	13,731.9	2021 年净负债/股东资金 2021Net gearing (%)	净现金
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK$)	3.560 / 1.990	2021 年每股估值 2021 NAV (HK$)	3.7
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)			(0.5)/ (26.1)/ (5.9)
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)			0.6 / (27.7) / (23.9)

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

公司于今年第一季度的业绩符合我们预期，盈利急升主要是因为旗下的三个业务板块均于期内恢复正常运作，而去年同期各个业务板块则均受到了新冠疫情的冲击。期内的综合毛利率同比下降 6.1 个百分点至 18.2%，但净利率则同比上升 1.8 个百分点至 2.6%。2021 年前 3 个月的新增订单同比下降 7.9%至人民币 401.4 亿元。截至 2021 年 1 季度末，公司的总在手订单达人民币 2,835.9 亿元（含未生效订单人民币 724.4 亿元），同比升 2.7%。能源装备及集成服务分别占在手订单的 49.8%及 45.9%。我们相信上海电气将继续受益于持续的国企改革及公司进一步的转型。我们还认为上海电气将成为中国碳中和长期战略目标的直接受益者，该目标将在未来十年开启人民币数万亿元的总投资额。

我们对公司的投资评级为“买入”，目标价为 3.35 港元，相当于 10.0 倍/ 8.5 倍/ 7.7 倍的 2021 至 2023 年市盈率或 0.6 倍/ 0.5 倍/ 0.5 倍的 2021 至 2023 年的市净率。

正面因素分析

- 公司在海上风电设备市场及陆上风电设备市场都占据绝对领先地位，且拥有可观的市场份额。
- 国家对可再生能源的利好政策将有助于公司风电业务。
- 持续的改革以及企业转型将带动公司未来业绩的增长。
- 即使在新冠疫情猛击下，公司仍具备高抗压能力，业务板块均迅速恢复正常运作。

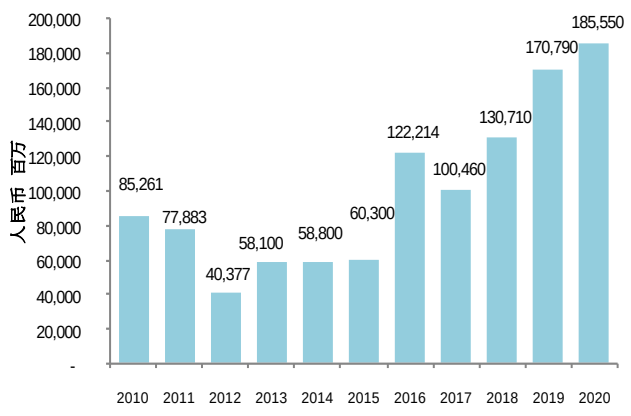
风险分析

- 可再生能源发电的崛起将继续影响传统电源设备需求。
- 国内加大对风电市场的投资或将加大企业间的竞争。
- 国外市场新冠疫情仍未完全受控，将影响公司海外业务。

负面因素分析

- 近期的大宗商品价格上行将加大公司的采购成本。
- 火电下行或将持续影响公司的整体盈利能力。
- 附属公司坏账风险的上升或冲击公司的整体盈利。

公司历史新增订单



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万人民币)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
营业额	127,509	137,285	149,719	159,501	170,922
销售成本	(103,357)	(114,028)	(123,055)	(130,816)	(139,964)
毛利	24,152	23,257	26,664	28,685	30,958
销售费用	(4,064)	(4,873)	(5,779)	(6,300)	(7,008)
管理费用	(8,192)	(8,102)	(9,732)	(10,894)	(11,452)
研发费用	(4,088)	(4,854)	(4,851)	(4,974)	(5,035)
经营利润	7,808	5,427	6,302	6,517	7,463
其他收入/支出	590	2,506	1,548	2,027	1,788
关联企业贡献	164	283	306	331	380
财务费用	(1,470)	(1,870)	(1,190)	(1,068)	(998)
税前利润	7,092	6,346	6,966	7,807	8,633
税项	(1,279)	(1,080)	(1,083)	(1,118)	(1,316)
少数股东权益	(2,312)	(1,508)	(1,606)	(1,710)	(1,821)
净利润	3,501	3,758	4,277	4,979	5,496
每股盈利 (人民币)	0.235	0.248	0.282	0.328	0.362
每股股息(人民币)	0.000	0.074	0.099	0.115	0.127

重要财务比率

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
毛利率（%）	18.9	16.9	17.8	18.0	18.1
经营利润率（%）	6.1	4.0	4.2	4.1	4.4
净利率（%）	2.7	2.7	2.9	3.1	3.2
股东资金回报率（%）	5.8	5.8	6.1	6.5	6.6
总资产回报率（%）	1.4	1.3	1.4	1.6	1.7
流动比率（倍）	1.2	1.2	1.3	1.3	1.3
速动比率（倍）	0.3	0.4	0.3	0.4	0.4
存货周转期（天）	95.7	90.0	82.8	75.6	75.6
应收帐款周转期(天)	85.0	100.7	102.6	103.7	103.7
应付款周转期（天）	194.5	227.9	216.0	208.8	201.6
净负债比率（%）	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司、国泰君安国际。

电力行业

跑赢大市

分析员：邵俊樨 Peter Shao

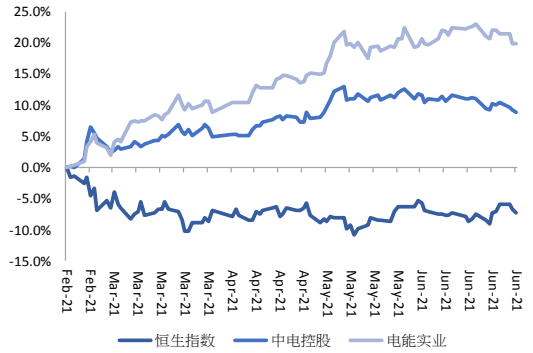
估值修复叠加防御性重拾，电力行业跑赢大市。2021 年 2 月 17 至 6 月 30 日，恒指由 31,085 点的三年新高下挫 7.3%至 28,828 点，同一期间我们覆盖的电力行业绝对平均回报率 14.4%，跑赢大市 21.7 个百分点。回顾 2020 年，受新冠疫情影响，电力行业作为影响民生的重要行业承受了不小监管压力，以至于行业稳定性在疫情期间出现下降，行业估值亦跌入历史低位。但目前随着全球能源转型力度不断加码，电力行业盈利前景出现较大上行空间，行业估值持续上修。同时，2021 年年初以来，随着疫情影响的逐渐减弱，全球电力行业监管下行风险开始消退，行业稳定性有所提高，我们覆盖的行业公司股票在 2 月至 6 月大盘下行时再度体现较高防御性。总体而言，我们认为行业估值的修复叠加其防御性（或稳定性）的恢复是本轮跑赢大市行情的主要推动因素。

行业公司股价表现 vs. 恒指表现（2020 年 1 月 21 至 12 月 31）*

资料来源：Bloomberg。

**2020 年 1 月 21 日为新冠疫情爆发后的武汉封城首日*

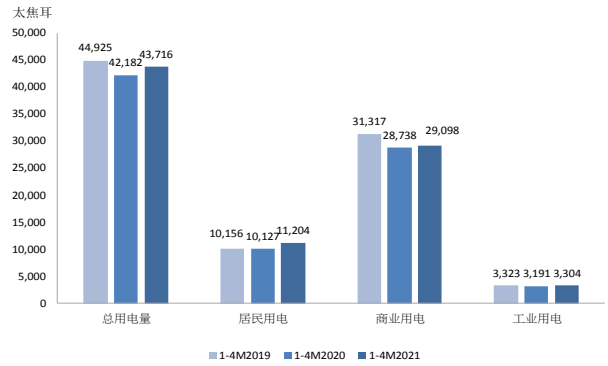
行业公司股价表现 vs. 恒指表现（2021 年 2 月 17 至 6 月 31）



资料来源：Bloomberg。

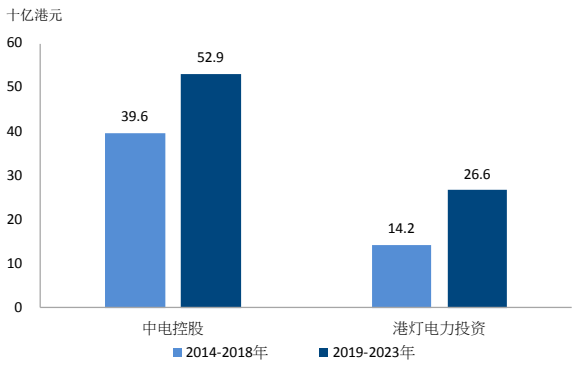
香港电力市场保持稳定，电力公司未来 3 年盈利呈增长趋势。2021 年 1-4 月，香港用电量同比增加 3.6%至 43,716 太焦耳，总体保持稳步复苏态势。但较 2019 年同期，今年首四月香港用电量仍低 2.7%，其中商业用电低 7.1%、工业用电低 0.6%、居民用电则因为在家办公及逗留时间延长而增加 10.3%。虽然 2021 年香港用电量预计将低于 2019 年约 2-3%，但该下滑幅度还远不足以影响香港电力公司盈利的稳定性。根据香港的管制协议，电力公司准许获得的最大收益为其净资产金额的 8.0%（不含激励）。在收益未达到最大准许范围时，若电价稳定基金内有足够余额，可提取基金补足收益至最大准许收益。截至 2020 年末，中电和港灯的电价稳定基金分别达到 23.74 亿港元和 6.98 亿港元，其各自的基础电价也于 2021 年分别得到了 1.6%和 6.9%的上调，预计未来 3 年两家公司皆能赚取各自最大准许收益。减碳背景下，两家公司资本开支也呈增长态势，预示未来净资产的增加乃至盈利的增长。2019-2023 年期间，中电和港灯的资本开支预算分别较上一个五年期间高 33.5%和 87.3%。

香港用电量（1 月至 4 月）



资料来源：香港特别行政区政府统计处。

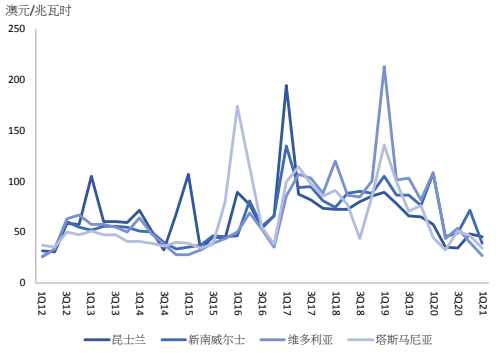
香港电力公司资本开支预算



资料来源：公司。

澳洲电力供给阶段性过剩，批发电价持续走低。2021 年第一季度，澳洲国家电力市场各州现货批发电价同比下降 21%-68%不等，主要由于季度内电力需求下降叠加可再生能源发电供给增加导致。目前，澳洲新增可再生能源装机容量集中投放，而火电为保障电力的稳定供应，仍需大规模存在一定时间，导致澳洲电力供应持续过剩。下一次大规模火电装机容量的退出要等到 2023 年 4 月，因此澳洲电价预计将于 2021-2022 年持续承压。

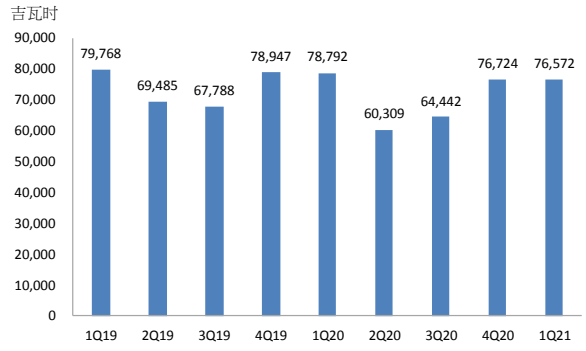
澳洲国家电力市场现货批发电价



资料来源：澳洲能源市场运营商（AEMO）。

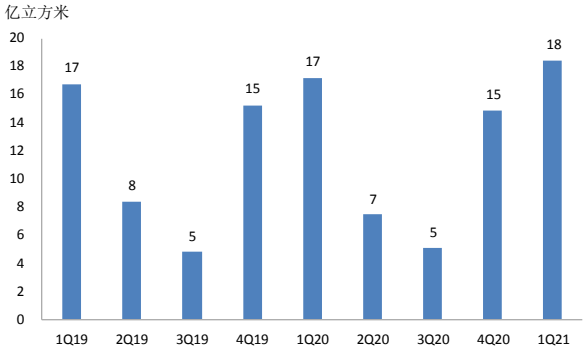
2021 年第一季度，英国用电量下滑、天然气消费量上升。季度内，英国电力终端消费量 76,572 吉瓦时，同比下降 2.8%，主要由于疫情影响下商业和工业用电量下滑所致；天然气终端消费量则同比上升 7.1%至 183.93 亿立方米，主要由于在家办公时间增多叠加冷冬所致。目前英国接种第一剂疫苗的人口已近七成，预计英国能源消费量将持续回升。**监管方面，英国能源管网 2021-2026 年价格管制计划（RIIO-2）于今年 4 月起生效。**对比上一份管制计划， RIIO-2 中权益成本假设被下调 2.75 个百分点至 3.95%。今年 3 月，9 家英国输电和配气公司就 RIIO-2 决议向英国竞争及市场管理局（CMA）提出申诉，对包括权益成本假设在内的多项安排提出异议。CMA 对该申诉的裁决将于今年 9 月公布。

英国电力终端消费量



资料来源：英国国家统计局。

英国天然气终端消费量



资料来源：英国国家统计局。

给予行业“跑赢大市”评级。2021 年电力行业面临的监管不确定性显著下降，行业稳定性得到提升。同时，能源转型背景下电力公司“净零”相关资本开支增加，带动资产上涨，利好盈利前景。我们首选中电控股（00006 HK），主要因为其股价有更大上行空间。行业主要下行风险包括：1）新冠疫情持续影响工商业用电、2）监管者对行业政策考量发生改变、3）无风险利率大幅抬升。

公司名称	编号	股价 (HK$)	个股评级	2021 市盈率(x)	2022 市盈率(x)	2023 市盈率(x)	2021 市净率(x)	2021 ROE(%)	2021 股息率(%)
中电控股	00002	76.800	买入	16.6	16.0	15.2	1.5	10.3	4.1
电能实业	00006	47.650	买入	16.3	15.9	15.7	1.2	7.3	5.9
市值加权平均			**跑赢大市**	**16.5**	**15.9**	**15.4**	**1.4**	**9.3**	**4.7**

资料来源：国泰君安国际。

碳中和背景下颇具增长前景

分析员：邵俊樨 Peter Shao

中电控股(00002 HK)

评级：买入

股价: HK$76.800

目标价: HK$88.00

End 12/31	Turnover (HKD m)	Net Profit (HKD m)	EPS (HKD)	EPS (△%)	PER (x)	BPS (HKD m)	PBR (x)	DPS (HKD m)	Yield (%)	ROE (%)
2019A	85,689	4,657	1.843	(67.3)	41.7	47.232	1.6	3.080	4.0	4.3
2020A	79,590	11,456	4.534	146.0	16.9	49.861	1.5	3.100	4.0	10.5
2021F	81,472	11,704	4.632	2.2	16.6	51.388	1.5	3.162	4.1	10.3
2022F	83,323	12,151	4.810	3.8	16.0	53.032	1.4	3.225	4.2	10.3
2023F	85,869	12,770	5.055	5.1	15.2	54.859	1.4	3.290	4.3	10.4

已发行股本 Shares in issue (m)	2,526.5	大股东 Major shareholder	The Hon Sir Michael Kadoorie 19.0%
市值 Market cap. (HK$ m)	194,031.4	流通比例 Free float (%)	72.0
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)	2,574.3	2021 年净负债/股东资金 2021 Net gearing (%)	47.0
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK$)	80.400/70.250	2021 年每股估值 2021 NAV (HK$)	93.71
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)			(2.6) / 2.9 / 1.1
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)			(0.4) / 3.3 / (17.0)

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

2020 年，公司经调整运营利润 168.99 亿港元，仅同比下降 0.6%，主要受到了香港地区盈利稳定增长的支撑。目前公司盈利的压力主要来自于澳洲的上下游电力业务，预计到 2023 年澳洲盈利仍将低于 2019 年约 3%；但澳洲盈利占比相对较小，预计 2021-2023 年间仅占公司总盈利的 11%左右。公司其他运营地区盈利则保持稳定增长趋势，其中香港管制计划下的电力业务预计将在 2021-2023 年间保持 3.5%的盈利复合增长率。

公司的投资评级为“买入”，目标价 88.00 港元。碳中和背景下，全球电力行业投资机会增多，我们看好公司的长期盈利增长。我们 88.00 港元的目标价较我们用分类加总估值法得出的 93.71 港元每股的估值有 6.1%的折让。

正面因素分析

- 全球加码能源转型，投资机会增多；
- 公司香港管制计划业务盈利稳定；
- 公司 2021 年派息较高，预计可达 3.162 港元/股。

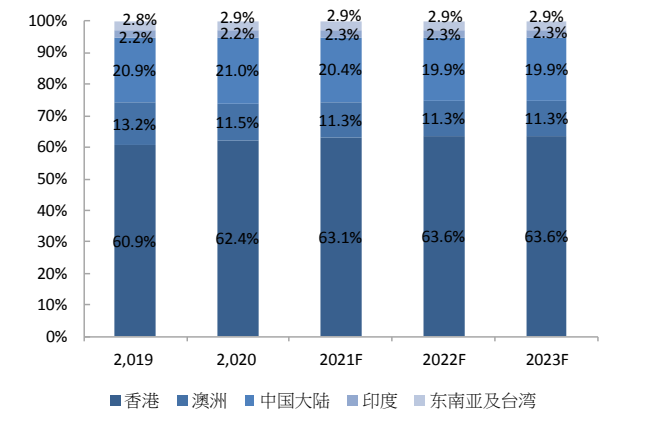
负面因素分析

- 澳洲批发电价持续走低、零售电力业务竞争持续激烈；

风险分析

- 无风险利率大幅抬升；
- 监管者对行业政策考虑发生改变；

中电各地区运营利润贡献占比



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万港元)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
总收入	85,689	79,590	81,472	83,323	85,869
销售成本	(32,967)	(27,183)	(31,774)	(32,496)	(33,489)
员工费用	(4,535)	(4,844)	(4,155)	(4,249)	(4,379)
燃料和其他运营费用	(26,039)	(24,371)	(22,158)	(22,248)	(22,725)
折旧费用	(8,476)	(8,239)	(8,389)	(8,656)	(8,388)
其他收入—净额	(6,381)	0	0	0	0
经营利润	7,649	14,716	15,146	15,841	16,619
财务费用	(1,821)	(1,737)	(1,979)	(2,066)	(2,010)
合营利润	1,828	1,725	1,826	1,861	1,861
联营利润	885	797	764	788	813
税前利润	8,541	15,501	15,757	16,424	17,283
所得税	(2,787)	(2,993)	(2,964)	(3,110)	(3,280)
税后利润	5,754	12,508	12,793	13,314	14,003
少数股东权益	(1,097)	(1,052)	(1,090)	(1,163)	(1,233)
股东净利	4,657	11,456	11,704	12,151	12,770
每股盈利（港元）	1.843	4.534	4.632	4.810	5.055

重要财务比率

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
净利润增长(%)	(65.6)	146.0	2.2	3.8	5.1
净利润率(%)	5.4	14.4	14.4	14.6	14.9
股本回报率(%)	4.3	10.5	10.3	10.3	10.4
资产收益率(%)	2.2	5.1	5.0	5.1	5.2
净资产负债率(%)	47.6	44.7	47.0	46.1	44.2
利息保障（x）	2.9	3.0	3.0	3.0	3.1
派息比例（%）	167.1	68.4	68.3	67.1	65.1

资料来源：公司、国泰君安国际。

英国能源转型力度加码，利好公司业务

分析员：邵俊樨 Peter Shao

电能实业(00006 HK)

评级：买入

股价: HK$47.650

目标价: HK$50.00

End 12/31	Turnover (HKD m)	Net Profit (HKD m)	EPS (HKD)	EPS (△%)	PER (x)	BPS (HKD)	PBR (x)	DPS (HKD)	Yield (%)	ROE (%)
2019A	1,348	7,131	3.340	(6.7)	14.3	40.057	1.2	2.800	5.9	8.4
2020A	1,270	6,132	2.870	(14.1)	16.6	39.717	1.2	2.810	5.9	7.2
2021F	1,147	6,254	2.931	2.1	16.3	40.055	1.2	2.810	5.9	7.3
2022F	1,154	6,391	2.994	2.1	15.9	40.474	1.2	2.810	5.9	7.4
2023F	1,155	6,463	3.028	1.1	15.7	40.918	1.2	2.810	5.9	7.4

已发行股本 Shares in issue (m)	2,134.3	大股东 Major shareholder	Cheung Kong Infrastructure Holdings 35.96%
市值 Market cap. (HK$ m)	101,697.6	流通比例 Free float (%)	61.1
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)	2,720.9	2021 年净负债/股东资金 2021 Net gearing (%)	净现金
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK$)	50.550/39.200	2021 年每股估值 2021 NAV (HK$)	53.2
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)			0.3 / 5.7 / 13.0
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)			2.5 / 6.0 / (5.0)

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

2020 年，公司净利同比下降 14.0%至 61.32 亿港元，符合市场预期；净利的下降主要受到一些非经项目和特殊情况影响，如新冠疫情及 7.8 亿港元的英国税务相关减值调整费用。2020 年，公司利润主要来自于英国（40.1%）、澳大利亚（21.7%）和香港（14.9%）。2021 年 4 月，英国能源管网 2021-2026 年价格管制计划（RIIO-2）正式生效，其权益成本假设较上一份价格管制计划低 2.75 个百分点，影响公司英国业务（主要为配电和配气）。但考虑到英国能源管网公司“净零”相关资产有迅速增加趋势，且退欧后英镑走强，我们预计公司在英国的业务仍能保持可观利润。

公司的投资评级为“买入”，目标价 50.00 港元。随着公司在英国和澳洲的最新一轮监管重置落地，公司盈利的能见度和稳定性得以提升，带动股票防御性提升。目前公司在手现金充沛，若未来重启收并购活动，估值还有较大提升空间。我们 50.00 港元的目标价对应了 1.2 倍的 2021 年市净率，等于公司过往 3 年的平均市净率。

正面因素分析

- 全球加码能源转型，投资机会增多；
- 公司香港管制计划业务盈利稳定；
- 英国退欧后英镑走强。

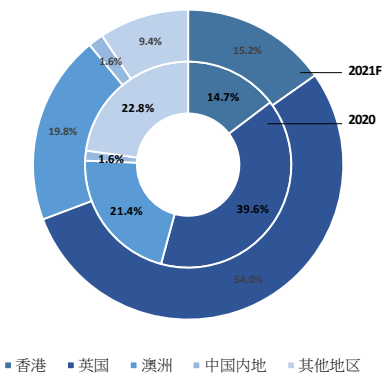
负面因素分析

- 英国 RIIO-2 权益成本假设下调 2.75 个百分点；
- 公司近年来通过收并购进行扩张的速度放缓。

风险分析

- 无风险利率大幅抬升；
- 监管者对行业政策考虑发生改变；
- 公司盈利受英镑汇率变动影响较大。

电能实业各运营地区盈利贡献占比预测（剔除未分配及非经项目）



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万港币)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
总收入	1,348	1,270	1,147	1,154	1,155
直接成本	0	0	0	0	0
其他收入—净额	582	59	180	180	180
其他运营成本	(170)	(154)	(150)	(150)	(150)
运营利润	1,760	1,175	1,177	1,184	1,185
财务费用	(96)	(86)	(88)	(96)	(101)
合营利润	4,186	3,782	3,741	3,876	3,896
联营利润	1,324	1,329	1,472	1,473	1,529
税前利润	7,174	6,200	6,301	6,438	6,509
所得税	(43)	(68)	(47)	(47)	(47)
税后利润	7,131	6,132	6,254	6,391	6,463
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东净利	7,131	6,132	6,254	6,391	6,463
每股盈利（港币）	3.340	2.870	2.931	2.994	3.028

重要财务比率

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
股东净利增长(%)	(6.6)	(14.0)	2.0	2.2	1.1
股权收益率(%)	8.4	7.2	7.3	7.4	7.4
资产收益率(%)	7.6	6.6	6.7	6.7	6.8
净资产负债率（%）	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
派息比例（%）	83.8	97.8	95.9	93.8	92.8

资料来源：公司、国泰君安国际。

环保行业

跑赢大市

分析员：黄家玮 Gary Wong

碳中和目标将引领多项变革，吸引巨量长期资金进入环保行业。为应对气候变化，推动以二氧化碳为主的温室气体减排，中国今年将制定 2030 年前碳排放达峰行动方案，将争取在 2030 年前实现碳达峰，2060 年前实现碳中和。我们认为在加快向绿色低碳经济转型时期，在产业结构、产业技术及商业模式等方面将带来大量革新，并将产生大量的投资机会。从产业结构的角度看，低碳经济意味着光伏、风能等新能源将被大量使用以替代石化能源。据国家能源局局长章建华称，非化石能源消费占比要从 2020 年底的 15.8%，提高到 2030 年的 25%左右，意味着接下来能源增量 70%以上为非化石能源。此外，产业结构变化亦意味着技术变革以适应新经济模式，如新能源汽车的使用及特高压电网网的建设。最后，商业模式亦将跟随更新改变，例如碳减排的刚性要求将形成巨大的碳排放权交易，为钢铁、水泥等传统碳排放大户提供一个新的环境友好的收入来源。据生态环境部新闻发言人刘友宾称，中国碳市场覆盖排放量超过 40 亿吨，将成为全球覆盖温室气体排放量规模最大的碳市场。而上海环境能源交易所股份有限公司亦于 2021 年 6 月 22 日发布公告，明确全国碳排放权交易方式、交易场所、交易时段等相关事项，中国碳排放权交易市场上线进入倒计时。我们认为随着产业变革深化，大量投资机会将涌现，并吸引巨额的长期资金进入环保行业，对行业的长远发展非常有利。

“十四五”污水处理市场机会主要来自市场化制度的完善及再生水利用市场的增长。2021 年 6 月 11 日，发改委及住建部联合发布<“十四五”城镇污水处理及资源化利用发展规划>（“规划”）。“规划”提出在“十四五”期间，将新增和改造污水收集管网 8 万公里(“十三五”要求新建规模 12.59 万公里，改造规模 2.77 万公里)；新增污水处理能力 2,000 万立方米/日(“十三五”为新增 5,022 万立方米/日)；新增污泥无害化处置设施规模不少于 2 万吨/日(“十三五”为新增 6.01 万吨/日)，各项主要指针的新增任务均低于“十三五”时期。我们认为这是中国城镇污水处理率已经超过 90%的直接反映，即市场已接近饱和。即使如此，考虑到现时全国平均污水处理价格远低于国际水平甚至低于成本价，未来处理费上调空间充裕。正如“规划”提到各地要按照覆盖污水处理设施正常运营和污泥处置成本并合理盈利的原则，合理制定污水处理费标准，考虑污水排放标准提升和污泥处置等成本合理增加因素动态调整，这亦是与此前发布的<关于“十四五”时期深化价格机制改革行动方案的通知>提到的建立健全城镇供水价格形成和动态调整机制，完善居民阶梯水价制度，有序推进城镇非居民用水超定额累进加价制度，在具备条件的高耗水行业率先实施；进一步完善污水处理收费机制，结合污水处理排放标准提高情况，提高收费标准并建立动态调整机制等措施一致的。加上随着经济增长每年污水处理量仍将温和增长，我们认为污水处理市场从长期看仍将稳步增长，对项目营运商仍将是正面的。此外，据统计 2019 年中国城镇污水排放量达 750 亿立方米，但再生水利用量不足 100 亿立方米，利用率低于 15%。而“规划”提出到 2025 年全国地级及以上缺水城市再生水利用率要达到 25%以上，其中京津冀地区达到 35%以上，黄河流域中下游地级及以上缺水城市力争达到 30%。据“规划”提出“十四五”期间将新建、改建和扩建再生水生产能力不少于 1,500 万立方米/日。以现时平均每万方米/日的再生水生产能力需要约 3,000 万元投资计算，总新增投资达 450 亿元，已几乎与新增污水处理能力 2,000 万立方米/日的总投资(约 500 亿元)相当。加上再生水利用率即使达到 25%甚至 35%仍属偏低，我们认为再生水利用市场将长期快速增长。

生活垃圾焚烧及资源化利用在“十四五”将有较大发展空间。2021 年 5 月 13 日发改委及住建部联合发布<“十四五”城镇生活垃圾分类和处理设施发展规划>（“规划”）。“规划”提出到 2025 年底，全国城市生活垃圾资源化利用率要达到 60%左右(2020 年底为 50%)；全国生活垃圾分类收运能力要达到 70 万吨/日左右(2020 年底为 50 万吨/日)；全国城镇生活垃圾焚烧处理能力达到 80 万吨/日左右(2020 年底为 58 万吨)，城市生活垃圾焚烧处理能力占比 65%左右(2020 年底为 45%)。各项主要指标仍有较大提升空间。以生活垃圾焚烧为例，现时全国约 50%的城市（含地级市和县级市）尚未建成焚烧设施，且焚烧资源过于集中在东南沿海城市(焚烧处理率超过 60%)，中西部地区焚烧处理率不到 50%，我们认为无论从设施密度及地区平衡发展的角度看，生活垃圾焚烧设施仍有相当大的投资空间。以“规划”提到的新增 22 万吨/日焚烧处理能力及平均每吨/日的垃圾焚烧处理能力需要投资约 50 万元计算，总新增投资达 1,100 亿元。由于“规划”提到生活垃圾日清运量达到建设规模化垃圾焚烧处理设施条件的地区，可适度超前建设与生活垃圾清运量增长相适应的焚烧处理设施；及城市建成区生活垃圾日清运量超过 300 吨的地区，可加快建设焚烧处理设施。我们认为“十四五”生活垃圾焚烧设施投资有可能会超于预期。此外，现时全国城市生活垃圾资源化利用率仅为 50%，与已发展国家平均水平仍有较大差距；作为生活垃圾资源化利用最重要的基础，生活垃圾分类和处理的基建设施及管理体制机制还需进一步完善。我们认为在管理机制完善化后，相关投资将会加快增长。整体看生活垃圾焚烧及资源化利用在“十四五”将有较大发展空间。

“十四五”时期将是大型危废处理企业的急速发展期。国务院于 2021 年 5 月 25 日印发<强化危险废物监管和利用处置能力改革实施方案>(“方案”)，其工作目标为到 2022 年底，基本补齐医疗废物、危险废物收集处理设施方面短板，县级以上城市建成区医疗废物无害化处置率达到 99%以上。此外，为促进危险废物利用处置企业规模化发展、专业化运营，要求新建危险废物集中焚烧处置设施处置能力原则上应大于 3 万吨/年，控制可焚烧减量的危险废物直接填埋，适度发展水泥窑协同处置危险废物；并鼓励采取多元投资和市场化方式建设规模化危险废物利用设施，鼓励企业通过兼并重组等方式做大做强。以中国光大环境(00257 HK)的两个在建项目，江苏滨海危废焚烧项目(总投资 3.29 亿元，年处理规模 3.00 万吨)及安徽定远危废焚烧项目一期(总投资 3.55 亿元，年处理规模 3.00 万吨)为样本，得出现时危废焚烧产能吨投资为 8,500 至 9,100 元。若按平均每吨 8,800 元的投资额及最小项目 3 万吨/年处理产能计算，则未来新建单体危废焚烧设施最少需要投资 2.6 亿元，这将不是一般企业能承担的。此外，“规划”明确指出将鼓励企业通过兼并重组等方式做大做强。据统计，现时危废处理项目产能低于 2 万吨的占比达 66.9%，高于 25 万吨仅有 1.4%，企业小而散的行业竞争问题突出。我们认为“规划”的推行将逐步提高市场集中度，在竞争减少且行业需求因更严格的环保法规及巡查执行力度的持续推动下，大型企业的利润率将稳步提高。我们认为“十四五”时期将是大型危废处理企业的急速发展期。

REITs 试点将加快环保行业的整合，行业集中度将持续提高。首钢绿能(180801)及首创水务(508006)作为首批 9 只基础设施公募 REITs 分别于 2021 年 6 月 21 日及 2021 年 6 月 7 日正式上市交易。从《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点相关工作的通知》推出到首批 REITs 的上市，仅用一年两个月的时间，可见中央政府对于项目的支持力度及决心。REITs 模式对盘活存量资产、提高资产证券化水平及降低企业资产负债率有积极作用，而底层资产优质是成为首批试点 REITs 的重要标准。正如首创环保集团总会计师郝春梅称，项目需具有成熟的经营模式及市场化运营能力，并已产生持续、稳定的收益及现金流，及有良好投资回报。我们认为此标准仍将被后来的项目沿用。一般而言只有大型的龙头企业具有成熟的经营模式及市场化运营能力，并更易获取拥有良好投资回报的项目，加上其龙头地位将更能从与地方政府的持续沟通中获得处理费的调整及处理费支付，令项目的收益及现金流更为稳定，我们认为 REITs 模式基本只能为行业龙头企业服务。在龙头企业获取新的融资后，将加快对新项目的投资或并购其他小型企业，我们认为 REITs 试点将加快环保行业的整合，行业集中度将持续提高。

2021 年发布的环保相关政策法规及指导意见

日期	部委	政策名称	相关内容摘要
2021 年 1 月 5 日	生态环境部	《碳排放权交易管理办法（试行）》	组织建设全国碳排放权注册登记系统和全国碳排放权交易系统。属于全国碳排放权交易市场覆盖行业及年度温室气体排放量达到 2.6 万吨二氧化碳当量的企业应当列入温室气体重点排放单位名录。碳排放配额分配以免费分配为主，可以根据国家有关要求适时引入有偿分配。
2020 年 3 月 5 日	国务院	《2021 年政府工作报告》	生态环境质量进一步改善，单位国内生产总值能耗降低 3%左右，主要污染物排放量继续下降。推动绿色发展，促进人与自然和谐共生。加强山水林田湖草系统治理，加快推进重要生态屏障建设，森林覆盖率达到 24.1%。基本消除重污染天气和城市黑臭水体。落实 2030 年应对气候变化国家自主贡献目标。加快发展方式绿色转型，单位国内生产总值能耗和二氧化碳排放分别降低 13.5%、18%。有序推进城镇生活垃圾分类处置。推动快递包装绿色转型。加强危险废物医疗废物收集处理。
2021 年 3 月 24 日	发改委、科技部、生态环境部等	《关于“十四五”大宗固体废弃物综合利用的指导意见》	到 2025 年，煤矸石、粉煤灰、尾矿（共伴生矿）、冶炼渣、工业副产石膏、建筑垃圾、农作物秸秆等大宗固废的综合利用能力显著提升，利用规模不断扩大，新增大宗固废综合利用率达到 60%，存量大宗固废有序减少。
2021 年 5 月 10 日	生态环境部	《关于构建现代环境治理体系的指导意见》	规范指导督察组开展专项督察工作，明确督察对象和重点，规范督察程序和权限，并严格督察纪律和要求。
2021 年 5 月 13 日	发改委及住建部	《“十四五”城镇生活垃圾分类和处理设施发展规划》的通知	到 2025 年底，直辖市、省会城市和计划单列市等 46 个重点城市生活垃圾分类和处理能力进一步提升；地级城市因地制宜基本建成生活垃圾分类和处理系统。全国城市生活垃圾资源化利用率达到 60%左右。全国生活垃圾分类收运能力达到 70 万吨/日左右，基本满足地级及以上城市生活垃圾分类收集、分类转运、分类处理需求；鼓励有条件的县城推进生活垃圾分类和处理设施建设。全国城镇生活垃圾焚烧处理能力达到 80 万吨/日左右，城市生活垃圾焚烧处理能力占比 65%左右。

2021 年 5 月 18 日	发改委	《污染治理和节能减碳中央预算内投资专项管理办法》	重点支持各地污水处理、污水资源化利用、城镇生活垃圾分类和处理、城镇医疗废物危险废物集中处置等环境基础设施项目 建设。污水处理、污水资源化利用项目、城镇生活垃圾分类和处理项目，按东、中、西和东北地区分别不超过项目总投资的 30%、 45%、60%、60%控制，单个项目支持金额原则上不超过 5,000 万元。
2021 年 5 月 24 日	生态环境部	《环境信息依法披露制度改革方案》	到 2025 年，环境信息强制性披露制度基本形成，企业依法按时、如实披露环境信息，多方协作共管机制有效运行，监督处罚措施严格执行，法治建设不断完善，技术规范体系支撑有力，社会公众参与度明显上升。
2021 年 5 月 25 日	國務院	《强化危险废物监管和利用处置能力改革实施方案》	到 2022 年底，基本补齐医疗废物、危险废物收集处理设施方面短板，县级以上城市建成区医疗废物无害化处置率达到 99%以上。促进危险废物利用处置企业规模化发展、专业化运营，要求新建危险废物集中焚烧处置设施处置能力原则上应大于 3 万吨/年，控制可焚烧减量的危险废物直接填埋，适度发展水泥窑协同处置危险废物。鼓励采取多元投资和市场化方式建设规模化危险废物利用设施，鼓励企业通过兼并重组等方式做大做强。
2021 年 6 月 11 日	发改委及住建部	《“十四五”城镇污水处理及资源化利用发展规划》	到 2025 年，全国城市生活污水集中收集率力争达到 70%以上；县城污水处理率达到 95%以上。全国地级及以上缺水城市再生水利用率达到 25% 以上，京津冀地区达到 35%以上，黄河流域中下游地级及以上缺水城市力争达到 30%；城市污泥无害化处置率达到 90%以上。新增和改造污水收集管网 8 万公里；新增污水处理能力 2,000 万立方米/日；新增污泥无害化处置设施规模不少于 2 万吨/日。
2021 年 7 月 7 日	发改委	《“十四五”循环经济发展规划》	到 2025 年，主要资源产出率较 2020 年提高约 20%，单位 GDP 能源消耗、用水量较 2020 年分别降低约 13.5%、16%，农作物秸秆综合利用率保持在 86%以上，大宗固废综合利用率达 60%，建筑垃圾综合利用率达 60%，废纸利用量达 6,000 万吨，废钢利用量达 3.2 亿吨，再生有色金属产量达 2,000 万吨，其中再生铜、再生铝和再生铅产量分别达 400 万吨、1,150 万吨、290 万吨，资源循环利用产业产值达 5 万亿元。

资料来源：国务院、发改委、住建部、财政部、生态环境部、国泰君安国际。

投资建议

国内环保市场有充足的发展空间，行业整合速度将加快。首推中国光大环境(00257 HK)，次选东江环保(00895 HK)。自去年提出“3060”碳排放目标(2030 年碳达峰，2060 年碳中和)后，中国正加快向绿色经济转型。正如国务院副总理刘鹤在“2020 金融街论坛年会”开幕式上发表主旨演讲时指出，中国将推动绿色发展，构建绿色低碳、循环发展的经济体系，大力发展清洁能源、可再生能源和绿色环保产业，增强发展的可持续性。我们认为现时环保行业有多项利好因素支持。首先，中国坚定发展绿色经济的决心将决定未来财政投入及行业支持政策将有增无减；第二，环保行业在 PPP 热潮过去后经历了近五年的低潮，行业估值从近 40 倍的市盈率跌至现时仅 5 倍，处于历史最低水平；第三，环保行业发展带动科技创新及商业模式创新，市场容量足够庞大，细分行业多，将产生大量的投资机会，与政府发展新支柱产业的目标高度一致。我们认为 2021 年作为“十四五”规划的第一年，或将成为环保行业长期增长的起步之年。从已公布的规划看，我们认为固废处理将是未来五年的重中之重。光大环境(00257 HK)作为中国最大的生活垃圾焚烧企业，将受惠于生活垃圾焚烧设施的加快建设。作为中国最早一批经营固废处理业务的上市企业，公司在生活垃圾处理、环卫服务及包括医疗废物处理的工业危废处理业务有完整的产业链布局，加上其丰富的资本市场经验，将最为受惠于行业的发展期及整合潮。我们对其发展前景乐观。维持“买入”评级及 7.20 港元的目标价。此外，东江环保(00895 HK)作为工业中国危废处理行业的龙头企业，将受惠于国家对危险废物更严格的管理要求及对建设新危废设施更高的投资标准。维持其“收集”评级及 7.20 港元的目标价。基于行业估值被低估及未来几年稳定而确定的增长性，维持行业“跑赢大市”评级。

公司名称	编号	股价 (HK$)	个股评级	2021 市盈率(x)	2022 市盈率(x)	2023 市盈率(x)	2021 市净率(x)	2021 ROE(%)	2021 股息率(%)
北控水务	00371	2.940	买入	5.5	5.1	4.6	0.7	12.8	6.7
光大环境	00257	4.400	买入	3.5	3.0	2.7	0.5	15.8	8.2
东江环保	00895	4.330	收集	6.4	6.0	5.4	0.6	9.9	4.4
中国水务	00855	5.980	买入	5.0	4.5	4.1	0.8	17.1	6.0
市值加权平均			**跑赢大市**	**4.7**	**4.3**	**3.8**	**0.6**	**14.4**	**7.1**

资料来源：彭博、国泰君安国际。

垃圾焚烧设施加快建设的主要赢家

分析员：黄家玮 Gary Wong

光大环境(00257 HK)

评级：买入

股价: HK$4.400

目标价：HK$7.20

End 12/31	Turnover (HK$ m)	Net Profit (HK$ m)	EPS (HK$)	EPS (Δ%)	PER (x)	BPS (HK$)	PBR (x)	DPS (HK$)	Yield (%)	ROE (%)
2019A	37,558	5,203	0.847	(1.2)	5.2	5.917	0.7	0.260	5.9	14.8
2020A	42,926	6,016	0.979	15.6	4.5	7.336	0.6	0.300	6.8	14.8
2021F	49,847	7,683	1.251	27.7	3.5	8.470	0.5	0.360	8.2	15.8
2022F	56,934	8,887	1.447	15.7	3.0	9.774	0.5	0.420	9.5	15.9
2023F	64,518	10,133	1.650	14.0	2.7	11.259	0.4	0.480	10.9	15.7

已发行股本 Shares in issue (m)	6,143.0	大股东 Major shareholder	中国光大集团 43.0%
市值 Market cap. (HK$ m)	27,029.1	流通比例 Free float (%)	57.0
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)	14,393.6	2021 年净负债/股东资金 2021 Net gearing (%)	126.1
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK$)	5.500 / 3.870	2021 年每股估值 2021 NAV (HK$)	10.5
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)			(5.8) / (13.4) / 14.9
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)			(4.7) / (15.0) / (3.1)

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

光大环境(00257 HK)2020 年收入同比增 14.3%至 429 亿元(港元，下同)。股东净利润同比增 15.6%至 60 亿元，每股盈利同比增 15.6%至 0.979 港元。业绩整体符合预期。公司的整体毛利率为 32.9%，同比提高 2.4 个百分点，主要因为毛利率较高的营运收入占比提高。管理费用率同比提高 0.1 个百分点至 6.4%，财务费用率因借款增加同比提高 0.4 个百分点至 5.3%。2020 年环保能源项目贡献收入 261 亿元，同比增长 21.3%。截至 2020 年底，公司共有 130 个环保能源垃圾发电项目，其中投运项目 87 个，设计年处理规模达 2,772 万吨，在建项目 43 个，设计年处理规模达 1,650 万吨。公司通过其持有 73%权益的上市子公司中国光大水务（01857 HK）运营环保水务业务，2020 年水务业务贡献收入 57 亿元，同比增 2.0%。截至 2020 年底，中国光大水务持有 138 个水务项目，设计年处理污水约 20 亿立方米。此外，公司通过其持有 70%权益的上市子公司中国光大绿色环保（01257 HK）运营绿色环保业务，2020 年绿色环保业务贡献收入 98 亿元，同比增 6.0%。截至 2020 年底，光大绿色环保共有 119 个绿色环保项目，设计规模为年处理生物质原材料约 809 万 吨、年处置危废及固废约 284 万吨，年上网电量约 68 亿千瓦时。

据"十四五"城镇生活垃圾分类和处理设施发展规划，到 2025 年底全国城镇生活垃圾焚烧处理能力要达到 80 万吨/日左右，较现时约 60 万吨/日的处理能力大幅增加。作为中国最大的垃圾焚烧处理企业，公司在项目投资及经营上均有无可比拟的优势，将成为市场整合的主要赢家。维持其 7.20 港元的目标价，对应 10.5 倍的 2021 年 EV/EBITDA。维持"买入"评级。

正面因素分析

- "十四五"规划生活垃圾焚烧处理能力将大幅增加，公司作为行业龙头将最为受惠。
- 较高毛利率的运营服务收入占比逐步提高。
- 公司项目储备丰富，足以支持未来 3 年发展。

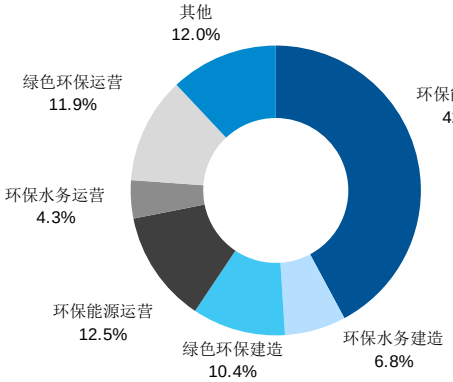
负面因素分析

- 财政对垃圾发电的补贴退坡已成定局。
- 主营收入仍有超过 60%来自建造收入。
- 有息债务仍在快速增加，利息开支庞大。

风险分析

- 项目建设可能受附近居民的反对而推迟或取消。
- 项目排放物可能因未能达标而受惩罚。
- 地方债务问题或影响部份工程项目的回款进度。

2020 年全年分部收入



资料来源：公司。

损益表

截至 12 月底(百万港元)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
营业额	37,558	42,926	49,847	56,934	64,518
经营成本	(26,100)	(28,823)	(33,128)	(37,832)	(42,929)
毛利	11,458	14,104	16,719	19,102	21,589
其它收入	735	96	558	585	596
销售及管理费用	(2,366)	(2,753)	(3,240)	(3,701)	(4,194)
经营溢利	9,827	11,447	14,037	15,986	17,991
财务收入/(支出)	(1,831)	(2,279)	(2,521)	(2,694)	(2,882)
除税前盈利	7,996	9,167	11,516	13,292	15,110
税项	(1,896)	(2,160)	(2,710)	(3,133)	(3,570)
除税后盈利	6,368	7,227	9,073	10,490	11,951
少数股东权益	(1,165)	(1,211)	(1,390)	(1,603)	(1,818)
股东应占溢利	5,203	6,016	7,683	8,887	10,133
每股盈利 (港元)	0.847	0.979	1.251	1.447	1.650
增长/减少 (%)	(1.2)	15.6	27.7	15.7	14.0

重要财务比率

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
毛利率（%）	30.5	32.9	33.5	33.6	33.5
经营利润率（%）	26.2	26.7	28.2	28.1	27.9
净利率（%）	13.9	14.0	15.4	15.6	15.7
资产回报率（%）	4.9	4.3	4.4	4.4	4.3
股东资金回报率（%）	14.8	14.8	15.8	15.9	15.7
净负债比率（%）	92.6	115.4	126.1	136.0	143.4
净利息覆盖比率（倍）	5.4	5.0	5.6	5.9	6.2

资料来源：公司、国泰君安国际。

污水处理行业整合潮的主要赢家

分析员：黄家玮 Gary Wong

北控水务(00371 HK)

评级：买入

股价: HK$2.940

目标价：HK$4.00

End 12/31	Turnover (HK$ m)	Net Profit (HK$ m)	EPS (HK$)	EPS (Δ%)	PER (x)	BPS (HK$)	PBR (x)	DPS (HK$)	Yield (%)	ROE (%)
2019A	28,192	4,926	0.498	3.9	5.9	3.048	1.0	0.185	6.3	16.1
2020A	25,361	4,183	0.419	(15.9)	7.0	3.726	0.8	0.162	5.5	11.2
2021F	29,257	5,316	0.531	26.8	5.5	4.142	0.7	0.196	6.7	12.8
2022F	31,389	5,798	0.579	9.1	5.1	4.596	0.6	0.214	7.3	12.6
2023F	33,640	6,421	0.641	10.7	4.6	5.103	0.6	0.237	8.1	12.6

已发行股本 Shares in issue (m)	10,021.2	大股东 Major shareholder	北京控股 41.2%
市值 Market cap. (HK$ m)	29,463.5	流通比例 Free float (%)	58.8
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)	12,349.5	2021 年净负债/股东资金 2021 Net gearing (%)	101.1
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK$)	3.390 / 2.825	2021 年每股估值 2021 NAV (HK$)	6.5
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)			(4.5) / 2.3 / 2.7
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)			(3.4) / 0.7 / (15.4)

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

北控水务(00371 HK)2020 年营业收入同比跌 10.0%至 254 亿元（港元，下同）。股东净利同比跌 15.1%至 42 亿元。整体业绩略差于预期，主要由于资产减值亏损高于预期，导致其他经营费用同比上升 99.6%至 12 亿元。期内污水和再生水处理服务收入同比增长 21.7%至 63 亿元；建造服务收入同比跌 26.5%至 131 亿元；供水服务收入同比增长 4.0%至 27 亿元；技术及咨询服务收入同比增 26.4%至 33 亿元。2020 年整体毛利率同比提高 2.3 个百分点至 38.4%，主要受污水和再生水处理服务毛利率同比提高 4.4 个百分点所推动。行政费用率同比提高 1.1 个百分点至 10.0%，财务费用率同比提高 1.5 个百分点至 10.1%。此外，分占合资企业利润同比增 32.3%至 7 亿元，主要因为分占来自水处理服务及水环境治理建造服务的多间企业利润增加；联营公司利润贡献同比减少 14.1%至 3 亿元，主要因为分占北控清洁能源(01250 HK)的利润减少。截至 2020 年底，公司共有 750 座污水及再生水处理厂及 148 座供水厂在运营，设计处理规模分别为 1,538 万吨/日及 1,065 万吨/日。

虽然现时城镇污水处理率已接近 100%，但农村污水处理率仍低，公司业务仍有一定发展空间。考虑到现时中国污水处理市场的集中度并不高，公司作为龙头企业将受惠于市场的持续整合，未来收入及盈利应可维持稳定增长。维持其 4.00 港元的目标价，对应 9.6/ 9.6/ 9.5 倍的 2021/ 2022/ 2023 年 EV/EBITDA。维持"买入"评级。

正面因素分析

- 污水处理价格随市场化机制将逐步调高。
- 中央政府大力支持发展农村污水处理业务。
- 污水处理行业进入整合阶段，作为行业龙头将受惠。

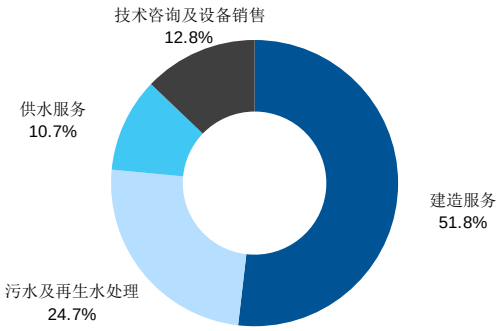
负面因素分析

- 城镇污水处理率已接近 100%。
- 供水价格及污水处理价格调整受政府严格管制。
- 有息债务仍在快速增加，利息开支庞大。

风险分析

- 海外投资项目将承受一定地缘政治风险。
- 市场激烈的竞争或导致新签项回报率持续下跌。
- 地方债务问题或影响部份工程项目的回款进度。

2020 年全年分部收入



资料来源：公司。

损益表

截至 12 月底(百万港元)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
营业额	28,192	25,361	29,257	31,389	33,640
经营成本	(18,026)	(15,631)	(18,082)	(19,207)	(20,325)
毛利	10,167	9,730	11,176	12,182	13,315
其它收入	690	77	734	733	813
销售及管理费用	(2,500)	(2,526)	(2,604)	(2,762)	(2,927)
经营利润	8,357	7,280	9,305	10,153	11,202
财务支出	(1,737)	(1,852)	(2,231)	(2,527)	(2,859)
应占联营及合资公司收益	936	1,060	1,220	1,402	1,613
除税前盈利	7,556	6,489	8,294	9,028	9,955
税项	(1,714)	(1,249)	(1,825)	(1,986)	(2,190)
除税后盈利	5,843	5,241	6,470	7,042	7,765
少数股东权益	(917)	(1,057)	(1,154)	(1,245)	(1,344)
股东应占溢利	4,926	4,183	5,316	5,798	6,421
每股盈利 (港元)	0.498	0.419	0.531	0.579	0.641
增长/减少 (%)	3.9	(15.9)	26.8	9.1	10.7

重要财务比率

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
毛利率（%）	36.1	38.4	38.2	38.8	39.6
经营利润率（%）	32.1	31.5	34.2	34.6	35.4
净利率（%）	17.5	16.5	18.2	18.5	19.1
资产回报率（%）	3.3	2.4	2.7	2.8	2.8
股东资金回报率（%）	16.1	11.2	12.8	12.6	12.6
净负债比率（%）	97.9	95.1	101.1	107.6	111.7
净利息覆盖比率（倍）	3.7	3.1	3.4	3.4	3.3

资料来源：公司、国泰君安国际。

供水业务持续增长

分析员：黄家玮 Gary Wong

中国水务(00855 HK)

评级：买入

股价: HK$5.980

目标价：HK$8.50

End 3/31	Turnover (HK$ m)	Net Profit (HK$ m)	EPS (HK$)	EPS (Δ%)	PER (x)	BPS (HK$)	PBR (x)	DPS (HK$)	Yield (%)	ROE (%)
2020A	8,694	1,639	1.021	20.0	5.9	5.304	1.1	0.300	5.0	19.9
2021A	10,346	1,692	1.063	4.1	5.6	6.633	0.9	0.310	5.2	17.8
2022F	11,350	1,915	1.203	13.0	5.0	7.479	0.8	0.360	6.0	17.1
2023F	12,573	2,104	1.322	9.9	4.5	8.415	0.7	0.390	6.5	16.7
2024F	13,935	2,321	1.458	10.3	4.1	9.448	0.6	0.430	7.2	16.4

已发行股本 Shares in issue (m)	1,598.2	大股东 Major shareholder	段传良 43.1%
市值 Market cap. (HK$ m)	9,557.0	流通比例 Free float (%)	56.9
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)	1,462.6	2022 财年净负债/股东资金 FY22 Net gearing (%)	83.2
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK$)	6.930 / 5.500	2022 财年每股估值 FY22 NAV (HK$)	11.7
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)			0.2 / (0.6) / 12.6
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)			1.3 / (7.6) / (5.4)

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

中国水务(00855 HK)2021 财年收入同比增 19.0%至 103.46 亿元(港元，下同)。股东净利同比增 3.2%至 16.92 亿元。扣除去年同期因收购康达国际(06136 HK)权益而产生的一次性收益 2.15 亿元，及期内购股权持有人行使康达国际(06136 HK)购股权而产生的一次性视作出售亏损 0.40 亿元，股东净利同比增 21.6%至 17.32 亿元。整体业绩符合预期。期内，城市供水经营及建设业务收入同比增 18.3%至 85.44 亿元，其中城市供水经营服务收入同比增 17.4%至 28.21 亿元。环保业务收入同比增 12.2%至 12.05 亿元，较 2021 财年上半年的 15.4%同比下跌有改善，主要是由于取得更多由供排一体化带动的建设工程所致。物业开发及投资业务收入同比增 40.5%至 3.33 亿元。其他业务收入同比增 65.5%至 2.63 亿元。整体毛利率同比跌 1.3 个百分点至 41.9%，主要因为毛利率较低的建设业务收入占比提高。销售费用率同比持平于 2.3%、行政管理费用率同比跌 1.0 个百分点至 7.5%、财务费用率同比跌 1.3 个百分点至 3.6%，规模效应持续体现。此外，公司在仍有大量资本开支的情况下，仍敢于上调每股股息 3.3%至 0.310 元，反映公司对于现金流的状况充满信心。

我们认为在城乡一体化及混改等政策持续推进下，公司作为一家拥有全国化的供水排污网络的企业要比其他地区性企业更能获得快速增长。此外，公司日企欧力士和东丽合作的直饮水业务正快速增长，是未来的利润增长点。维持 8.50 港元的目标价，对应 6.0/ 5.8/ 5.6 倍的 2022/ 2023/ 2024 财年 EV/EBITDA。维持"买入"评级。

正面因素分析

- 供水业务进入收成期，并维持较快增长。
- 应收帐款大幅减少，现金流改善。
- 自饮水业务将成新的利润增长点。

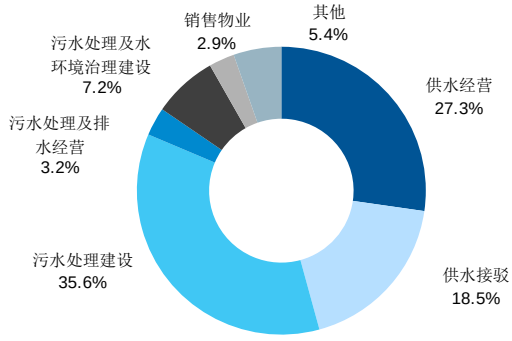
负面因素分析

- 非核心资产出售收益有所减少。
- 污水处理及排水经营服务收入同比下跌。
- 净债务比率略有提高。

风险分析

- 外币债务较高，若人民币贬值将造成较大汇兑亏损。
- 项目回报率趋跌，新签项目回报率或低于预期。
- 供水涉及重大民生问题，如果水质出现问题或造成严重社会事件，将损害公司形象。

2021 财年分部收入



资料来源：公司。

损益表

截至 3 月底(百万港元)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
营业额	8,694	10,346	11,350	12,573	13,935
经营成本	(4,936)	(6,007)	(6,602)	(7,352)	(8,175)
毛利	3,758	4,339	4,748	5,221	5,760
其他收入/(支出)	357	361	386	411	440
销售管理费用	(934)	(1,013)	(1,068)	(1,127)	(1,188)
经营溢利	3,181	3,687	4,066	4,506	5,012
财务收入/(支出)	(429)	(371)	(413)	(492)	(584)
应占联营/合资公司收入	413	213	234	258	284
除税前盈利	3,165	3,530	3,887	4,272	4,712
税项	(657)	(868)	(895)	(984)	(1,085)
除税后盈利	2,507	2,662	2,992	3,288	3,626
少数股东权益	868	970	1,077	1,184	1,305
股东应占盈利	1,639	1,692	1,915	2,104	2,321
每股盈利 (港元)	1.021	1.063	1.203	1.322	1.458
增长/减少 (%)	20.0	4.1	13.1	9.9	10.3

重要财务比率

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
毛利率（%）	43.2	41.9	41.8	41.5	41.3
经营利润率（%）	36.6	35.6	35.8	35.8	36.0
净利率（%）	18.9	16.4	16.9	16.7	16.7
资产回报率（%）	4.2	3.8	3.8	3.7	3.6
股东资金回报率（%）	19.9	17.8	17.1	16.7	16.4
净负债比率（%）	76.5	82.7	80.4	79.8	79.1
净利息覆盖比率（倍）	43.2	41.9	41.8	41.5	41.3

资料来源：公司、国泰君安国际。

危废焚烧行业加快发展的主要受益者

分析员：黄家玮 Gary Wong

东江环保(00895 HK)

评级：收集

股价: HK$4.330

目标价：HK$7.20

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net Profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (Δ%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2019A	3,459	424	0.482	3.3	8.0	4.941	0.8	0.150	3.9	9.8
2020A	3,315	303	0.345	(28.5)	10.5	5.163	0.7	0.110	3.0	6.7
2021F	4,066	492	0.559	62.2	6.4	5.661	0.6	0.160	4.4	9.9
2022F	4,652	532	0.605	8.1	6.0	6.197	0.6	0.180	5.0	9.8
2023F	5,239	589	0.670	10.8	5.4	6.790	0.5	0.200	5.5	9.9

已发行股本 Shares in issue (m)	879.3	大股东 Major shareholder	广东广晟 25.2%
市值 Market cap. (HK$ m)	6,956.1	流通比例 Free float (%)	74.8
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)	261.2	2021 年净负债/股东资金 2021 Net gearing (%)	50.0
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK$)	6.410 / 4.330	2021 年每股估值 2021 NAV (HK$)	9.2
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)			(2.1) / (16.3) / (12.5)
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)			(1.0) / (17.9) / (30.5)

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

东江环保(00895 HK)公布 2021 年 1 季度收入同比增 14.2%至 7.51 亿元(人民币，下同)，股东净利同比跌 42.8%至 0.32 亿元，业绩差于预期，主要因为低于预期的毛利率及高于预期的费用率。第 1 季度危废总收集量超 14 万吨，同比增长超过 25%。其中：资源化产品销售收入约人民币 2.99 亿元，同比增长 50%，主要受益于铜价上升和销量增长。无害化业务销售收入为人民币 3.14 亿元，同比增长 4.7%，虽然无害化收集量同比增长 24.7%，但由于市场竞争加剧，无害化处置价格下降影响，收入增长低于量的增长，导致公司整体毛利率同比跌 3.5 个百分点至 27.8%。销售费用率同比增 0.5 个百分点至 3.4%、管理费用率同比增 0.4 个百分点至 11.9%，研发费用率同比增 0.9 个百分点至 4.3%，财务费用率同比跌 1.6 个百分点至 3.6%，费用控制差于预期。公司于 2020 年新增 192,300 吨/年的工业危废处理产能，其中 59,700 吨/年为焚烧处理、31,900 吨/年为物化处理，100,700 吨/年为填埋处理。

国务院印发的<强化危险废物监管和利用处置能力改革实施方案>要求到 2022 年底，县级以上城市建成区医疗废物无害化处置率达到 99%以上，并要求新建危险废物集中焚烧处置设施处置能力原则上应大于 3 万吨/年。我们认为方案的推行将逐步提高市场集中度，在竞争减少需求持续增加的情况下，亦将逐步提高市场参与者的利润率，公司作为行业龙头将显著受惠。维持其 7.20 港元的目标价，对应 10.7/ 9.9/ 9.0 倍的 2021/ 2022/ 2023 年预期市盈率。维持“收集”评级。

正面因素分析

- 公司作为行业龙头将受惠于行业集中度持续提高。
- 拟收购雄风环保 70%股权，若成事公司收入将大增。
- 经营现金流稳定，债务比率低于同业，财务状况良好。

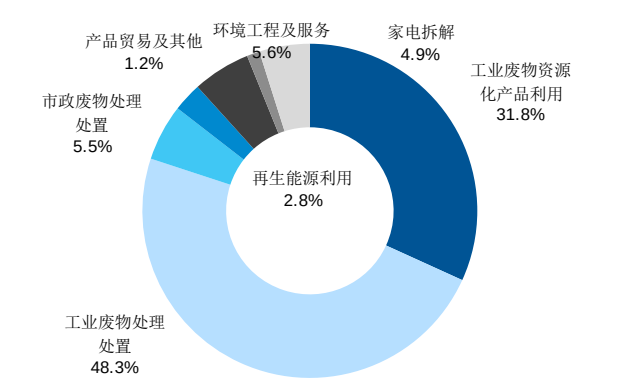
负面因素分析

- 工业废物资源化产品销售差于预期。
- 行政管理费用率持续提高，管理效率有待改善。
- 产能释放进度慢于预期。

风险分析

- 回收获取的金属库存，受商品价格波动影响巨大。
- 制造业不景气或影响对工业废物处理的需求。
- 旗下项目数量庞大且分散，若对项目监管不当，或出现更多类似此前江西项目的违规问题。

2020 年全年分部收入



资料来源：公司。

损益表

截至 12 月底(百万人民币)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
营业额	3,459	3,315	4,066	4,652	5,239
经营成本	(2,211)	(2,184)	(2,623)	(2,998)	(3,369)
毛利	1,248	1,131	1,442	1,654	1,869
其它收入	18	(13)	54	(6)	(29)
销售、行政及管理费用	(614)	(586)	(716)	(805)	(901)
净财务开支/收入	(141)	(118)	(136)	(148)	(165)
应占联营及合资公司收益	6	20	18	16	16
特殊收益	6	(32)	(11)	(8)	(11)
除税前盈利	524	402	651	703	779
税项	(58)	(68)	(104)	(113)	(125)
除税后盈利	467	333	546	591	655
少数股东权益	(43)	(30)	(55)	(59)	(65)
股东应占溢利	424	303	492	532	589
每股盈利 (人民币)	0.482	0.345	0.559	0.605	0.670
增长/减少 (%)	3.3	(28.5)	62.2	8.1	10.8

重要财务比率

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
毛利率（%）	36.1	34.1	35.5	35.6	35.7
经营利润率（%）	19.0	16.6	19.6	18.5	18.2
净利率（%）	12.3	9.1	12.1	11.4	11.2
资产回报率（%）	4.1	2.9	4.3	4.2	4.3
股东资金回报率（%）	9.8	6.7	9.9	9.8	9.9
净负债比率（%）	28.0	44.9	50.0	51.1	50.3
净利息覆盖比率（倍）	4.8	4.9	5.7	5.9	5.9

资料来源：公司、国泰君安国际。

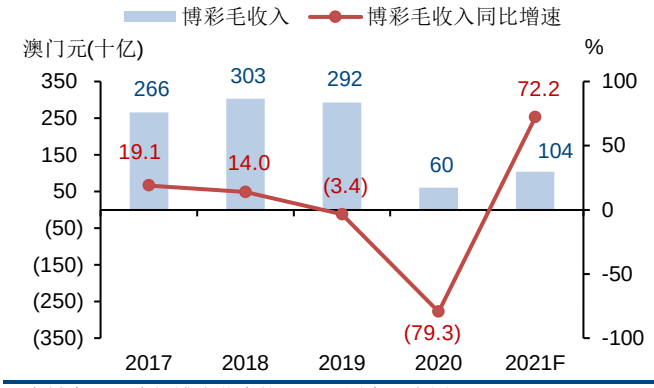
博彩行业 跑输大市

分析员：Noah Hudson

2021 年 1 月至 6 月累计博彩毛收入金额为 490 亿澳门元，恢复到 2019 年同期（1,495 亿澳门元）的 32.8%水平。截至 2021 年 6 月 30 号，澳门博彩毛收入累计同比增长 45.4%至 490 亿澳门元。新冠肺炎疫情以来，澳门博彩业在 2021 年上半年有一定程度复苏，反映由于消费者开始再次前往澳门博彩目的地，澳门博彩收入得以持续增长。澳门访客人数持续上升，带动高端中场娱乐场及奢侈品零售表现相对强劲。2021 年 5 月份博彩毛收入金额是自从新冠病毒疫情在 2020 年 1 月（博彩毛收入为 221.26 亿澳门元）开始以来最高的月度金额，也仅相当于 2019 年的月平均金额（243.71 亿澳门元）的 42.9%水平。不过，在 5 月初到 6 月，广东省疫情再度反复，再次打击博彩业复苏进度。5 月初和 6 月，据报道广州、深圳及周边城市出现许多例新冠肺炎病例，其病毒属于印度变异株。我们相信，此次报告的疫情与此前报告的本土疫情一样，也将得到遏制，并不会导致新冠肺炎报告病例出现全国性反弹。澳门 6 月份博彩毛收入环比减少 37.4%至 65.35 亿澳门元，相当于 2019 年 6 月（238.21 亿澳门元）的 27.4%水平，也是自从 2020 年 9 月（博彩毛收入为 22.11 亿澳门元）以来最低的月度金额，也仅相当于 2019 年的月平均金额（243.71 亿澳门元）的 26.8%

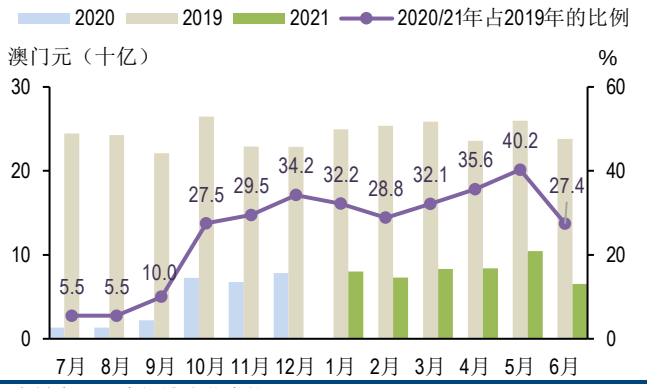
我们预计 2021 年澳门博彩毛收入将增长 87.5%至 1,133 亿澳门元，恢复到 2019 年（2,925 亿澳门元）的 38.8%水平。我们预计中国内地所报告的本土新冠疫情仍将会受控，中国国内旅游市场将在 2021 年剩余时间和 2022 年继续复苏。虽然不时有中国某些地区爆发新冠疫情的消息，但每次疫情都被完全化解，并没有转变为新冠报告病例的全国性反弹。此外，澳门博彩业不是中国政府 2021 年工作报告中计划发展的行业。虽然中央政府确实将旅游业作为重要发展行业，但这并不包括赴澳门博彩游。相反，自去年以来，中央政府加强了打击非法跨境赌博和相关资本外流的措施。2020 年，防范跨境赌博相关的资本外流被政府视为对防范重大金融风险至关重要。我们认为这种情况将持续，中央政府不会在今年任何时候急于鼓励澳门游。

澳门年度博彩毛收入及同比增速



资料来源：澳门博彩监察协调局、国泰君安国际。

澳门月度博彩毛收入，2019 年至 2021 年



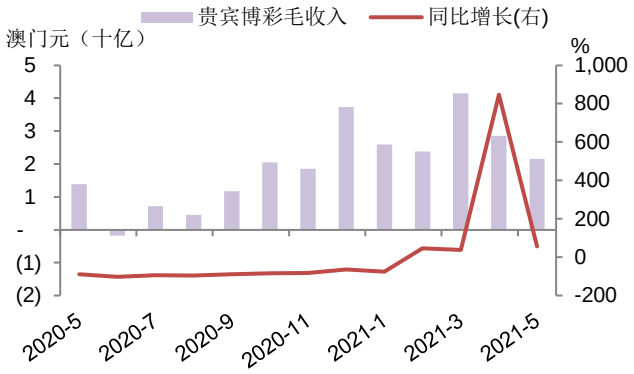
资料来源：澳门博彩监察协调局。

在各种障碍的影响下，加上不时有新冠肺炎本地病例的消息，我们认为至少在 2021 年底前很多内地居民将不愿前往澳门旅游，转而在内地旅游。目前，外国旅客禁止入境澳门；入境前 21 天内曾经到过外国的中国内地、香港、台湾地区旅客禁止入境；入境前 14 天内曾经到过香港的人士，须持有 24 小时内进行的新型冠状病毒核酸检测阴性证明，入境后要接受 14 天指定地点的医学观察；入境前 21 天内曾经到过台湾地区的人士，登机时须持有 24 小时内发出的新型冠状病毒核酸检测阴性证明，入境后要接受 21 天指定地点的医学观察以及最少 7 天自我健康管理；入境前 14 天内曾经到过中国内地的人士，须持有 7 天内新型冠状病毒核酸检测阴性证明；而所有往返广东与澳门的人士，须持有 48 小时内作出的核酸检测阴性报告；入境前 14 天内曾经到中高风险地区的人士，须接受 14 天指定地点的医学观察。

贵宾业务博彩毛收入于 2021 年上半年大幅下降，中场业务则显著复苏。截至 2021 年 5 月 31 日（最新统计），澳门贵宾业务博彩毛收入累计同比下降 14.3%，中场业务博彩毛收入累计同比增长 71.7%。中国一项新法律将组织跨境赌博定为犯罪，这或对澳门贵宾中场业务造成严重威胁。2020 年 12 月 26 日，第十三届全国人大常委会第二十四次会议审议通过了刑法修正案（十一）（以下简称“修正案”），并于 2021 年 3 月 1 日起正式施行。刑法第三百零三条修改为：“以营利为目的，聚众赌博或者以赌博为业的，处三年以下有期徒刑、拘役或者管制，并处罚金。开设赌场的，处五年以下有期徒刑、拘役或者管制，并处罚金；情节严重的，处五年以上十年以下有期徒刑，并

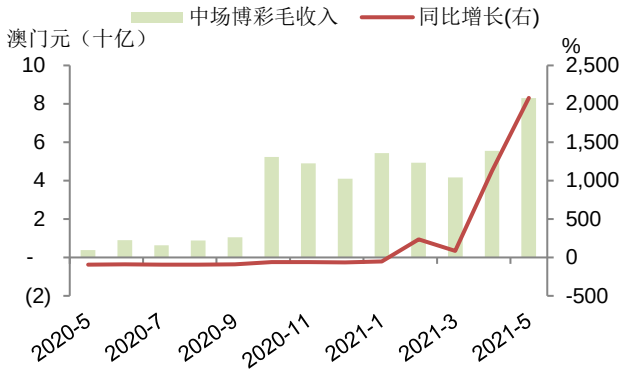
处罚金。组织中华人民共和国公民参与国（境）外赌博，数额巨大或者有其他严重情节的，依照前款的规定处罚”。我们认为该新的修正案将适用于澳门博彩中介，他们主要的职能是为赴澳门旅游的内地旅客提供信贷和组织博彩。“数额巨大或者有其他严重情节”并未有明确定义，我们认为这将赋予中国监管机构完全自主权去界定任何特定的中介是否违法。尽管我们并不认为澳门博彩中介会被迫完全停止运作，但鉴于中国监管机构有权力去就不同个案定义“数额巨大或者有其他严重情节”，我们认为该项新的修正案将赋予中国监管机构很大的空间，拥有完全自主权以打击澳门博彩中介。我们预期该项新的修正案将在 2021 年下半年对依赖澳门博彩中介的澳门贵宾博彩毛收入造成很大的负面影响。2019 年澳门贵宾分部分别占澳门博彩收入以及赌场营运方 EBITDA 的大约 40%和 15%。

澳门月度贵宾业务博彩毛收入及同比增速



资料来源：彭博。

澳门月度中场业务博彩毛收入及同比增速

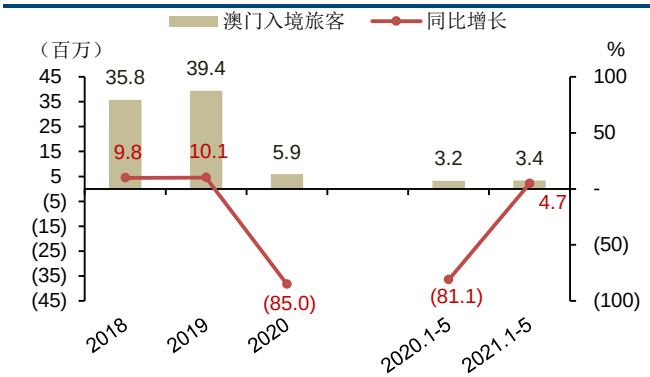


资料来源：彭博。

澳门政府呼吁所有娱乐场企业履行社会责任及恰当处理员工待遇及安排。澳门全部博彩批给将于 2022 年到期，新批给将需要每个博彩公司与澳门政府进行协商，而澳门政府拥有最后决定权。我们认为澳门博彩运营商将拿出最好的表现去迎合澳门各个政府机构。鉴于此，博彩公司将没有多少余地在下行期进行重大裁员（除非居民工人以外）或降薪。

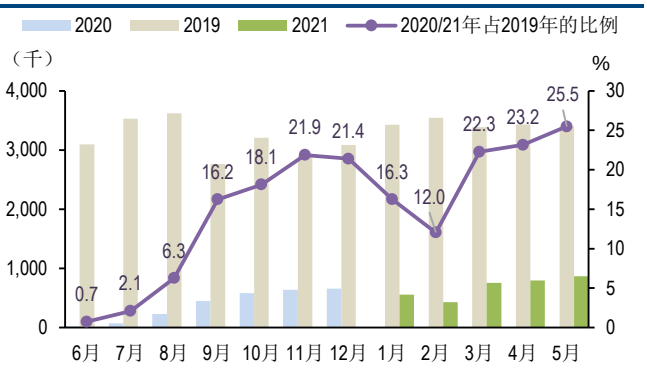
2021 年截至 5 月份，前往澳门的游客数量同比增长 4.7%至 340 万人次，恢复到 2019 年同期（17.2 百万人次）的 19.8%水平。澳门旅游局 2021 年 5 月 7 日公布的数据显示，“五一”假期（5 月 1 日至 5 日）期间，访澳旅客总数达到 16.7 万人次，酒店平均入住率超过八成，达 83.2%。在 2021 年 5 月 1 日即“五一”黄金周假期首日，已有 25.3 万多人次经澳门各口岸出入境，全日赴澳门的大陆旅客逾 4.1 万人次，刷新疫情稳定以来最高单日旅客入境纪录。但即便如此，我们预期访澳旅客总人次在 2021 年将远远低于疫情前水平，而且预期 2022 年访澳旅客总人次难以恢复到 2019 年（39.4 百万人次）的水平。澳门旅游局预计 2021 年旅客可达 6 百万至 1 千万人次。

澳门年度入境旅客数量及增速



资料来源：澳门统计暨普查局。

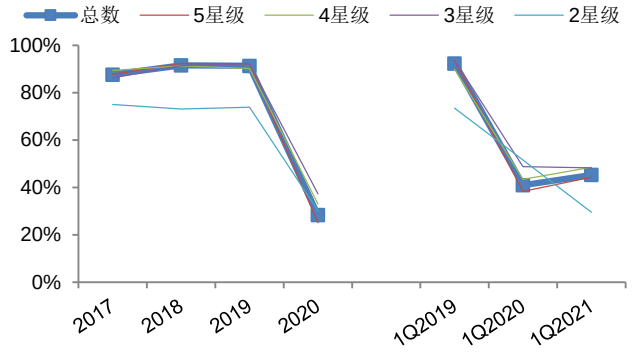
澳门月度入境旅客数量，2019 年至 2021 年



资料来源：澳门统计暨普查局。

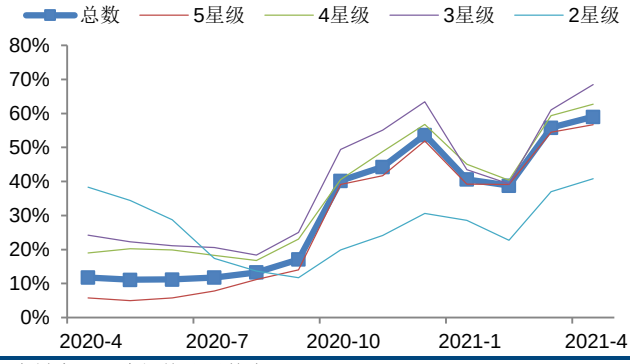
我们预计 2021 年下半年国外的跨境旅行限制将会持续。多国政府官员最近宣布，即使在人们接种疫苗后，社交距离和封锁措施仍将有效。让我们觉得奇怪的是，澳大利亚、加拿大、英国和美国的官员都在 4 月初几乎同时作出如此宣布，这可能表明这些宣布是经过协调的。此外，许多医生认为，由于仓促研发以及采用 mRNA 和腺病毒技术的全新方法，在中国以外地区使用的未获批准的实验性新冠病毒疫苗将导致不良反应且不能减缓新冠肺炎疫情。我们预计，在中国内地以外地区，至少在 2021 年下半年，新冠病毒相关病例及死亡病例的增加将导致跨境旅行限制持续，并对赴澳门旅行产生负面影响。

澳门年度和季度星级酒店平均入住率



资料来源：澳门统计暨普查局。

澳门月度星级酒店平均入住率



资料来源：澳门统计暨普查局。

2021 年第 1 季度，澳门星级酒店入住率平均同比提升 4.3 个百分点到 45.3%，较 2019 年第 1 季度的 92.4%低 47.1 个百分点。2021 年 4 月，澳门对外营业的酒店及公寓有 119 间，同比增加 9 间，可提供客房数目上升 10.5%至 3.7 万间。客房平均入住率（不包括用作医学观察用途，下同）按年显著上升 45.9 个百分点至 58.5%，当中三星级酒店的客房平均入住率为 68.5%。2021 年首 4 个月酒店及公寓的客房平均入住率为 48.4%，同比上升 13.8 个百分点；住客增加 36.1%至 214.8 万人次，平均留宿时间为 1.7 晚，维持在去年同期水平。

澳门的下一个新赌场上葡京预计在 2021 年下半年开幕。在 2020 年，澳门总赌台和角子机数量下降了。2021 年截至 3 月份，澳门总共有 6,092 张赌台在经营中，随着疫情后的复苏同比增长 10.1%；总共有 9,404 台角子机在经营中，同比增长了 30.3%。澳门最近开业的大型赌场度假村是 2018 年 2 月开幕的美狮美高梅。下一个开幕的大型赌场度假村将是澳博控股（00880 HK）的上葡京。上葡京的建筑工程已于 2019 年末完工，此后澳博控股一直在着手申请和获得所需的牌照和政府许可。澳博控股最新的目标是使上葡京在 2021 年下半年开幕。但鉴于新冠疫情下的经营环境，我们预期开幕将被延迟至 2022 年中或更晚。此外，金沙中国（01928 HK）最近翻新和改造的物业澳门伦敦人已经部分开业，而且计划在 2021 年全面开业。

澳门 2015-2021 年的赌台和角子机

	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	1Q2021A	2021F
赌台	6,287	6,419	6,588	6,739	6,080	6,092	6,384
同比增速	5.5%	2.1%	2.6%	2.3%	-9.8%	10.1%	5.0%
角子机	13,826	15,622	16,059	17,009	8,854	9,404	11,054
同比增速	-5.2%	13.0%	2.8%	5.9%	-47.9%	30.3%	24.8%

资料来源：澳门博彩监察协调局、国泰君安国际。

投资建议

鉴于在极端乐观和复苏前景黯淡的背景下非常高的估值水平，我们重申目前“跑输大市”的行业评级。基于我们认为过于乐观的彭博一致预测，目前澳门博彩行业经调整远期 EV/EBITDA 为 17.7 倍，较 14.6 倍的五年历史平均水平高 21.3%。我们认为目前的估值很高，且市场或因对 2022 年澳门博彩业强烈反弹的猜测而对其估值过高。银河娱乐（00027 HK）、新濠博亚（MLCO US）、美高梅中国（02282 HK）、金沙中国（01928 HK）和永利澳门（01128 HK）的投资评级都为“卖出”。

公司名称	编号	股价	个股评级	2021 市盈率(x)	2022 市盈率(x)	2023 市盈率(x)	2021 市净率(x)	2021 ROE(%)	2021 股息率(%)
银河娱乐	00027	HK$62.150	卖出	62.2	35.6	27.0	3.9	6.4	0.0
永利澳门	01128	HK$12.120	卖出	n.a.	n.a.	732.4	n.a.	n.a.	0.0
美高梅中国	02282	HK$11.760	卖出	n.a.	n.a.	656.8	15.6	-57.0	0.0
新濠博亚	MLCOUS	US$16.570	卖出	n.a.	n.a.	77.2	10.6	-42.8	3.7
金沙中国	01928	HK$32.700	卖出	39.9	21.3	18.6	11.6	35.1	0.0
市值加权平均			**跑输大市**	**51.2**	**28.5**	**131.8**	**8.5**	**9.1**	**0.3**

资料来源：国泰君安国际。

全套房的澳门银河莱佛士目标于今年或明年初开幕

分析员：Noah Hudson

银河娱乐(00027 HK)

评级：卖出

股价: HK$62.15

目标价: HK$52.00

End 12/31	Turnover (HK$ m)	Net Profit (HK$ m)	EPS (HK$)	EPS (△%)	PER (x)	BPS (HK$)	PBR (x)	DPS (HK$)	Yield (%)	ROE (%)
2019A	51,902	13,042	3.011	(3.8)	20.6	16.980	3.7	0.910	1.5	19.2
2020A	12,876	(3,973)	(0.916)	(130.4)	n.a.	15.521	4.0	0.450	0.7	(5.6)
2021F	28,054	4,343	0.999	n.a.	62.2	15.752	3.9	0.000	0.0	6.4
2022F	38,840	7,609	1.745	74.8	35.6	17.391	3.6	0.528	0.9	10.5
2023F	41,811	10,065	2.303	32.0	27.0	18.771	3.3	0.696	1.1	12.7

已发行股本 Shares in issue (m)	4,352.2	大股东 Major shareholder	City Lion Profits 22.5%
市值 Market cap. (HK$ m)	270,493.3	流通比例 Free float (%)	46.1
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)	10,222.4	2021 年净负债/股东资金 2021 Net gearing (%)	117.9
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK$)	80.300 / 49.650	2021 年每股估值 2021 NAV (HK$)	59.7
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)			(4.3) / (11.2) / 17.8
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)			(3.3) / (12.8) / (0.2)

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

银河娱乐 2021 年第 1 季度总经调整 EBITDA 为 8.59 亿港元，同比增长 203.5%但是环比下降 15.0%；总净收入同比增长 0.5%至 50.92 亿港元；博彩总收入为 38.57 亿港元，同比下降 4.7%但是环比增长 5.7%，好于 2021 年第 1 季度澳门博彩业总毛收入环比 8.3%的跌幅。我们预测公司 2021 年至 2023 年经调整物业 EBITDA 分别为 71 亿港元、105 亿港元和 116 亿港元，分别对应 25.3%、26.9%和 27.7%的经调整物业 EBITDA 利润率。我们预测 2021 至 2023 年股东净利润分别为 43 亿港元、76 亿港元和 101 亿港元，以及每股全面摊薄收益分别为 0.999 港元、1.745 港元和 2.303 港元。

银河娱乐投资评级为“卖出”，目标价为 52.00 港元，对我们运用折现现金流方法得出的每股估值 59.71 港元有 12.9%的折让。基于彭博一致预期，公司目前的 2021 年经调整 EV/EBITDA 为 20.0 倍，较其过去 5 年间 15.3 倍的历史平均水平有 30.8%的溢价。我们认为目前的估值并不具吸引力，且市场或因对 2022 年澳门博彩业强烈反弹的预期而对其估值过高。

正面因素分析

- 公司于 2021 年 3 月向市场介绍澳门银河莱佛士这个传奇品牌。拥有约 450 间全套房的澳门银河莱佛士计划于 2021 年下半年或 2022 年初开幕，莱佛士的加入能进一步丰富银娱旗下世界级酒店的选择。
- 截至 2021 年 3 月 31 日，现金及流动投资为 424 亿港元，净现金为 336 亿港元。负债总额为 88 亿港元，当中包括 83 亿港元反映库务利息收益率管理策略和 5 亿港元的核心债项。公司稳健的资产负债表让公司能弹性调整业务，同时支持长远的发展计划。

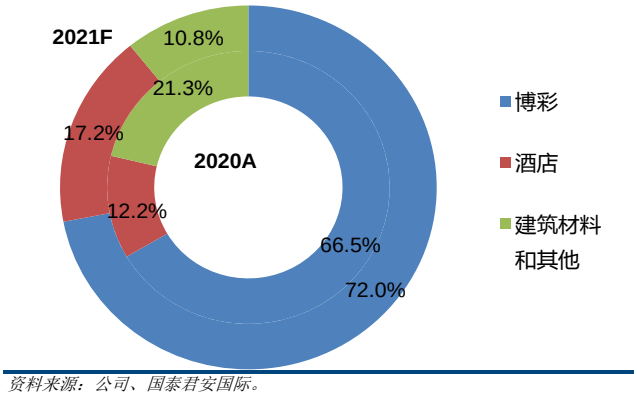
风险分析

- 新冠肺炎疫情带来不同的挑战，疫情反复有可能会对公司的经营和业绩造成重大负面影响。

负面因素分析

- 内地刑法修正案已于 2021 年 3 月 1 日实施，我们预期新法例将严重影响贵宾厅业务及博彩中介人的客户。银娱进行商业活动时，一直严格遵守各地的法例法规。中央政府一直强调希望澳门的博彩业能健康及多元发展。

银河娱乐收入构成预期



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万港元)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
博彩经营业务	43,581	8,566	20,354	29,025	29,625
酒店、建筑材料和其他	8,321	4,310	7,699	9,815	12,186
经营收益	51,902	12,876	28,054	38,840	41,811
经营成本及开支	(40,134)	(18,033)	(25,292)	(32,236)	(33,030)
经营溢利	11,768	(5,157)	2,762	6,604	8,780
其他收益	1,113	979	1,267	1,021	1,295
融资成本（净）	(129)	(38)	(70)	(67)	(65)
合营企业和联营公司	532	453	485	183	211
除税前溢利	13,284	(3,763)	4,444	7,741	10,222
所得税开支	(156)	(151)	(36)	(62)	(82)
非控制性利润	(86)	(60)	(65)	(70)	(75)
公司拥有人应占纯利	13,042	(3,973)	4,343	7,609	10,065
调整后 EBITDA	16,479	(1,020)	7,098	10,453	11,566
每股盈利(港元)	3.011	(0.916)	0.999	1.745	2.303
每股派息(港元)	0.910	0.450	0.000	0.528	0.696

重要财务比率

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
收入增长（%）	(6.0)	(75.2)	117.9	38.4	7.6
调整后 EBITDA 增长（%）	(2.2)	(106.2)	(796.2)	47.3	10.7
调整后 EBITDA 率（%）	31.8	(7.9)	76.6	91.4	91.4
经营利润率（%）	22.7	(40.0)	9.8	17.0	21.0
净利率（%）	25.1	(30.9)	15.5	19.6	24.1
资产回报率（%）	14.3	(4.2)	4.7	8.0	10.0
股东资金回报率（%）	19.2	(5.6)	6.4	10.5	12.7
流动比率（倍）	0.9	0.9	0.7	0.8	1.0
付息比率（%）	30.0	(49.8)	0.0	30.0	30.0
净资产负债比率（%）	(6.0)	(75.2)	117.9	38.4	7.6

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司的访客人数持续稳步上升

分析员：Noah Hudson

永利澳门(01128 HK)

评级：卖出

股价: HK$12.220

目标价：HK$11.60

End 12/31	Turnover (HK$ m)	Net Profit (HK$ m)	EPS (HK$)	EPS (△%)	PER (x)	BPS (HK$)	PBR (x)	DPS (HK$)	Yield (%)	ROE (%)
2019A	36,162	5,057	0.975	(19.0)	125	0.383	31.9	0.450	3.7	288.5
2020A	7,612	(7,217)	(1.392)	(242.8)	n.a.	n.a.	n.a.	0.000	0.0	n.a.
2021F	14,131	(3,746)	(0.722)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0.000	0.0	n.a.
2022F	19,014	(1,558)	(0.300)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0.000	0.0	n.a.
2023F	22,624	87	0.017	n.a.	732.4	n.a.	n.a.	0.000	0.0	n.a.

已发行股本 Shares in issue (m)	5,206.1	大股东 Major shareholder	永利度假村 (WYNN US) 72.2%
市值 Market cap. (HK$ m)	63,618.9	流通比例 Free float (%)	27.8
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)	6,614.8	2021 年净负债/股东资金 2021 Net gearing (%)	n.a.
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK$)	16.680 / 10.520	2021 年每股估值 2021 NAV (HK$)	13.9
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)			(8.9) / (19.2) / (8.4)
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)			(7.9) / (20.8) / (26.4)

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

永利澳门 2021 年第 1 季度经调整物业 EBITDA 同比增长 49.5%至 43.9 百万美元，低于预期。2021 第 1 季度总收入同比下降 14.7%至 4.034 亿美元，低于我们的预期 10.5%。赌场收入为 3.25 亿美元，同比下降 18.3%，好于该季度澳门行业博彩总毛收入的同比下降 22.4%。随着新冠肺炎疫情在中国内地得到控制，我们预期 2021 年永利澳门博彩总收入会继续稳步恢复，尽管幅度不大。我们预计 2021 至 2023 年经调整物业 EBITDA 分别为 9.97 亿港元、27.91 亿港元和 41.81 亿港元，股东净利润分别为-37.46 亿美元、-15.58 亿美元和 87 百万美元。

永利澳门投资评级为“卖出”，目标价为 11.60 港元，相当于 34.7 倍的 2021 年经调整 EV/ EBITDA，并相对我们运用折现现金流方法得出的每股估值 13.90 港元有 19.8%的折让。我们认为目前的估值并不具吸引力，且市场或因对 2022 年澳门博彩业强烈反弹的预期而对其估值过高。

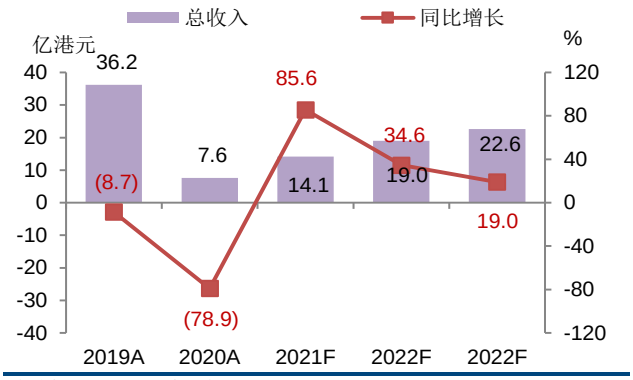
正面因素分析

- 公司 2021 年第 1 季度业绩反映由于消费者开始再次前往喜爱的休闲及博彩目的地，公司业务得以持续增长。于澳门，公司的访客人数持续稳步上升，带动高端中场娱乐场及奢侈品零售表现强劲。
- 于 2021 年 3 月 31 日，公司循环信贷的可供动用借款限额为 2.930 亿美元。

风险分析

- 新冠肺炎疫情带来不同的挑战，疫情反复有可能会对公司的经营和业绩造成重大负面影响。
- 中国内地刑法修正案已于 2021 年 3 月 1 日实施，我们预期新法例将严重影响贵宾厅业务及博彩中介人的客户，可能将影响公司贵宾厅业务。

永利澳门总收入与增长



资料来源：公司、国泰君安国际。

负面因素分析

- 2021 年 3 月 31 日，公司债务总额为 59.6 亿美元，预计 2021 年公司的财务成本比较高。
- 澳博控股（08800 HK）旗下耗资 306 亿港元的旗舰品牌上葡京物业有望于 2021 年下半年部分开业，在一定程度上将给永利澳门带来压力。

损益表

截至 12 月底(百万港元)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
娱乐场	30,850	5,539	10,182	13,701	16,302
客房、餐饮、零售及其他收益	5,311	2,074	3,949	5,313	6,322
总经营收益	36,162	7,612	14,131	19,014	22,624
经营成本及开支	(29,796)	(13,011)	(15,828)	(18,696)	(20,713)
经营溢利	6,365	(5,399)	(1,697)	318	1,911
融资成本（净）	(1,410)	(1,868)	(2,042)	(1,873)	(1,825)
利率掉期公允值变动	114	98	0	0	0
其他	0	(36)	0	0	0
除税前溢利	5,069	(7,204)	(3,739)	(1,555)	86
所得税开支	(12)	(12)	(6)	(3)	0
公司拥有人应占纯利	5,057	(7,217)	(3,746)	(1,558)	87
调整后 EBITDA	9,568	(2,064)	997	2,791	4,181
每股盈利(港元)	0.975	(1.392)	(0.722)	(0.300)	0.017
每股派息(港元)	0.450	0.000	0.000	0.000	0.000

重要财务比率

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
收入增长（%）	(8.7)	(78.9)	85.6	34.6	19.0
调整后 EBITDA 率（%）	26.5	(27.1)	7.1	14.7	18.5
净利率（%）	14.0	(94.8)	(26.5)	(8.2)	0.4
资产回报率（%）	10.5	(14.2)	(8.1)	(4.0)	0.2
股东资金回报率（%）	288.5	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
流动比率（倍）	1.5	1.8	1.0	0.9	0.9
净资产负债比率（%）	139,833	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
付息比率（%）	46.1	0.0	0.0	0.0	0.0

资料来源：公司、国泰君安国际。

澳门伦敦人正于 2021 年分阶段开业

分析员：Noah Hudson

金沙中国(01928 HK)

评级：卖出

股价: HK$32.700

目标价: HK$26.00

End 12/31	Turnover (US$ m)	Net Profit (US$ m)	EPS (US$)	EPS (△%)	PER (x)	BPS (US$)	PBR (x)	DPS (US$)	Yield (%)	ROE (%)
2019A	8,808	2,033	0.251	8.4	16.8	0.550	7.7	0.254	6.0	45.9
2020A	1,687	(1,523)	(0.188)	n.a.	n.a.	0.238	17.7	0.127	3.0	(47.8)
2021F	4,595	856	0.106	n.a.	39.9	0.365	11.6	0.000	0.0	35.1
2022F	6,105	1,602	0.198	87.2	21.3	0.505	8.4	0.079	1.9	45.5
2023F	6,722	1,833	0.226	14.3	18.6	0.538	7.8	0.215	5.1	43.4

已发行股本 Shares in issue (m)	8,093.2	大股东 Major shareholder	拉斯维加斯金沙 (LVS US) 70.0%
市值 Market cap. (US$ m)	34,140.9	流通比例 Free float (%)	30.0
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)	10,073.0	2021 年净负债/股东资金 2021 Net gearing (%)	213.7
52 周高/低 52 Weeks high/low (US$)	40.550 / 26.500	2021 年每股估值 2021 NAV (US$)	31.3
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)			(8.0) / (15.8) / 7.6
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)			(7.0) / (17.4) / (10.5)

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

公司 2021 年第 1 季度标准化赢率下经调整物业 EBITDA 同比下降 10.7%至 0.75 亿美元。标准化赢率下经调整物业 EBITDA 剔除了公司季度贵宾赢率中时好时坏的“运气”成分。公司 2021 年第 1 季度经调整物业 EBITDA 同比增长 49.3%至 1.00 亿美元。公司五个物业中有三个（即澳门伦敦人、澳门巴黎人和澳门金沙）录得经调整物业 EBITDA 亏损。公司录得 2.13 亿美元的净亏损，而 2020 年第 1 季度则为 1.66 亿美元净亏损。我们预测 2021 年至 2023 年经调整物业 EBITDA 分别为 12 亿美元、20 亿美元和 22 亿美元。

我们认为公司目前的估值并不具吸引力，且市场或因对 2022 年澳门博彩业强烈反弹的预期而对其估值过高。投资评级为“卖出”，目标价为 26.00 港元，分别相当于 26.4 倍和 15.5 倍 2021 和 2022 年经调整 EV/EBITDA，且对我们运用折现现金流方法得出的每股估值 31.31 港元有 17.0%的折让。

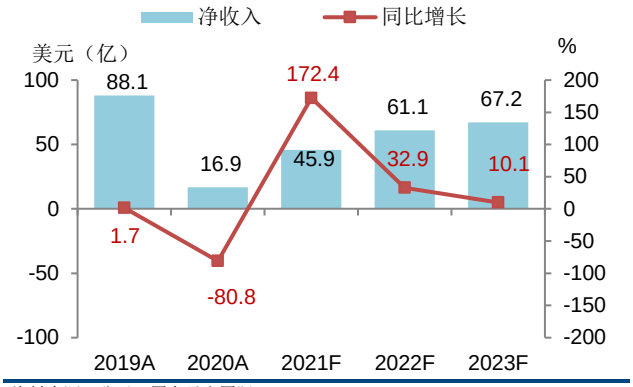
正面因素分析

- 公司的澳门伦敦人于 2021 年 2 月 8 日举行首阶段揭幕典礼。澳门伦敦人已经部分开业，将于 2021 年下半年分阶段持续开业。除水晶金殿外，澳门伦敦人首阶段发展项目也推出全新餐厅、互动式伦敦主题景点，以及设有约 600 间房间的全套房式澳门伦敦人酒店。伦敦人购物中心在翻新、重塑及扩建为澳门伦敦人的所有阶段完成后，其可出租总面积预计将达约 60 万平方呎。

风险分析

- 由于新冠肺炎疫情带来的社交距离措施和旅行限制，金沙中国物业运营水平下降，而部分业务关闭，预期将持续到 2021 年下半年或更久。

金沙中国收入和增长



资料来源：公司、国泰君安国际。

负面因素分析

- 若干新冠疫情防护措施（如限制每张赌台的座位数量、角子机间距、体温检查、口罩防护、新冠病毒检测结果为阴性才能进入博彩区以及健康申报）仍然生效并持续至现在，拉低博彩需求。

损益表

截至 12 月底(百万美元)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
物业总收入	8,717	1,679	4,536	6,027	6,636
渡轮和其他收入	106	21	59	78	86
分部间收入	(15)	(13)	0	0	0
总经营收益	8,808	1,687	4,595	6,105	6,722
经营成本及开支	(6,533)	(2,926)	(3,443)	(4,226)	(4,628)
经营溢利	2,275	(1,239)	1,152	1,879	2,094
融资成本（净）	(242)	(268)	(287)	(260)	(242)
税前利润	2,033	(1,507)	865	1,620	1,852
所得税开支	0	(16)	(9)	(17)	(20)
公司拥有人应占纯利	2,033	(1,523)	856	1,602	1,833
调整后 EBITDA	3,193	(428)	1,223	1,996	2,225
每股盈利(美元)	0.251	(0.188)	0.106	0.198	0.226
每股派息(美元)	0.254	0.127	0.000	0.079	0.215

重要财务比率

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
非博彩收入占比（%）	79.7	69.3	71.1	71.2	71.2
收入增长（%）	1.7	(80.8)	172.4	32.9	10.1
调整后 EBITDA 增长(%)	3.7	(113.4)	n.a.	63.2	11.4
调整后 EBITDA 率（%）	36.3	(25.4)	26.6	32.7	33.1
经营利润率（%）	25.8	(73.4)	25.1	30.8	31.2
净利率（%）	23.1	(90.3)	18.6	26.2	27.3
净利增长（%）	8.4	(174.9)	n.a.	87.3	14.4
资产回报率（%）	16.8	(13.4)	8.0	14.1	15.4
股东资金回报率（%）	45.9	(47.8)	35.1	45.5	43.4
净资产负债比率（%）	70.5	194.1	213.7	108.7	73.9
付息比率（%）	101.0	(67.5)	0.0	40.0	95.0

资料来源：公司、国泰君安国际。

估计 2021 年下半年的市场份额将明显减少

分析员：Noah Hudson

美高梅中国(02282 HK)

评级：卖出

股价: HK$11.760

目标价: HK$10.10

End 12/31	Turnover (HK$ m)	Net Profit (HK$ m)	EPS (HK$)	EPS (△%)	PER (x)	BPS (HK$)	PBR (x)	DPS (HK$)	Yield (%)	ROE (%)
2019A	22,765	1,931	0.508	80.8	23.1	2.753	4.3	0.177	1.5	19.9
2020A	5,096	(5,202)	(1.369)	n.a.	n.a.	1.320	8.9	0.000	0.0	(67.2)
2021F	10,180	(2,249)	(0.592)	(56.8)	n.a.	0.755	15.6	0.000	0.0	(57.0)
2022F	12,092	(1,005)	(0.264)	(55.3)	n.a.	0.536	21.9	0.000	0.0	(41.0)
2023F	14,347	68	0.018	n.a.	656.8	0.581	20.2	0.006	0.1	3.2

已发行股本 Shares in issue (m)	3,800.0	大股东 Major shareholder	美高梅国际酒店 (MGM US) 56.0%
市值 Market cap. (HK$ m)	44,688.0	流通比例 Free float (%)	21.6
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)	2,894.6	2021 年净负债/股东资金 2021 Net gearing (%)	374.5
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK$)	14.620 / 8.890	2021 年每股估值 2021 NAV (HK$)	12.1
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)			(5.0) / (14.8) / 17.6
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)			(4.0) / (16.4) / (0.4)

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

美高梅中国 2021 年第 1 季度经调整物业 EBITDA 环比下降 77.0%至 84.4 百万美元，低于预期，而 2020 年第 1 季度经调整物业 EBITDA 亏损则为 1.23 亿港元。公司 2021 年第 1 季度总收入为 22.99 亿港元，环比下降 2.7%，好于 2021 年第 1 季度澳门博彩业总毛收入环比 8.3%的跌幅。随着新冠肺炎疫情在中国内地得到控制，我们预期公司 2021 年博彩总收入会继续稳步恢复，尽管幅度不大。我们预测 2021 年至 2023 年经调整 EBITDA 分别为 10 亿港元、19 亿港元和 27 亿港元。我们的预测分别对应 9.9%、15.8%和 19.1%的经调整 EBITDA 利润率。我们预测 2021 至 2023 年股东净利润分别为-22 亿港元、-10 亿港元和 68 百万港元，以及每股全面摊薄收益分别为-0.592 港元、-0.264 港元和 0.018 港元。

美高梅中国投资评级为“卖出”，目标价为 10.10 港元，分别相当于 52.9 倍和 27.2 倍 2021 和 2022 年经调整 EV/EBITDA，且对我们运用折现现金流方法得出的每股估值 12.13 港元有 16.7%的折让。我们认为目前的估值并不具吸引力，且市场或因对 2022 年澳门博彩业强烈反弹的预期而对其估值过高。

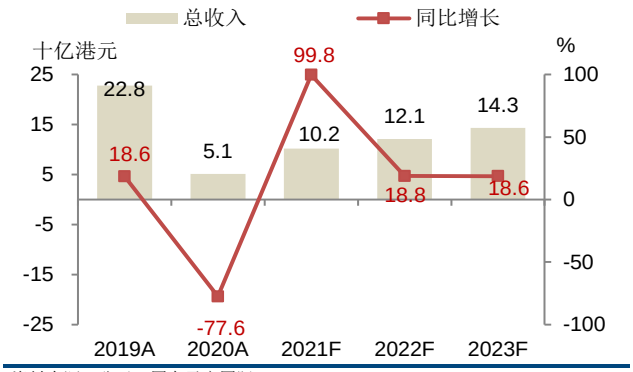
正面因素分析

- 《福布斯旅游指南》2021 年 2 月公布其 2021 年度星级名单，澳门美高梅连续 6 年获五星评级，而澳门美高梅及美狮美高梅的两间禅瀑水疗亦连续两年夺得五星殊荣，进一步彰显美高梅在酒店业界享负盛名，致力为顾客提供超卓的服务和度假设施。

风险分析

- 新冠肺炎疫情带来不同的挑战，疫情反复有可能会对公司的经营和业绩造成重大负面影响。
- 2021年公司的南翼酒店扩建并开幕有望带来一定增量，但是考虑到金沙中国伦敦人、上葡京、银河 3 期新物业将陆续开业，估计公司 2021 年下半年的市场份额将明显减少。

美高梅中国总收入和增长



资料来源：公司、国泰君安国际。

负面因素分析

- 预期需要几年的时间公司的收入金额才能回到 2019 年的水平。
- 中国内地刑法修正案已于 2021 年 3 月 1 日实施，我们预期新法例将严重影响贵宾厅业务及博彩中介人的客户，可能会减少贵宾博彩收入。

损益表

截至 12 月底(百万港元)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
娱乐场收益	20,423	4,384	8,918	10,641	12,683
客房、餐饮、零售及其他收益	2,342	712	1,262	1,450	1,664
总经营收益	22,765	5,096	10,180	12,092	14,347
经营成本及开支	(19,802)	(9,230)	(11,278)	(12,139)	(13,433)
经营溢利	2,963	(4,134)	(1,098)	(48)	914
融资成本（净）	(1,107)	(1,109)	(1,147)	(955)	(846)
利率掉期公允值变动	85	52	0	0	0
除税前溢利	1,942	(5,191)	(2,244)	(1,003)	68
所得税（开支）/收益	(10)	(10)	(4)	(2)	(0)
公司拥有人应占纯利	1,931	(5,202)	(2,249)	(1,005)	68
调整后 EBITDA	6,183	(1,372)	1,005	1,905	2,733
每股盈利（港元）	0.508	(1.369)	(0.592)	(0.264)	0.018
每股派息（港元）	0.177	0.000	0.000	0.000	0.006

重要财务比率

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
收入增长（%）	18.6	(77.6)	99.8	18.8	18.6
调整后 EBITDA 增长（%）	27.8	(122.2)	(173.2)	89.7	43.4
调整后 EBITDA 率（%）	27.2	(26.9)	9.9	15.8	19.1
经营利润率（%）	13.0	(81.1)	(10.8)	(0.4)	6.4
净利率（%）	8.5	(102.1)	(22.1)	(8.3)	0.5
资产回报率（%）	5.7	(16.7)	(8.0)	(3.9)	0.3
股东资金回报率（%）	19.9	(67.2)	(57.0)	(41.0)	3.2
流动比率（倍）	78.3	96.8	60.6	47.1	50.1
净资产负债比率（%）	137.4	239.3	374.5	543.8	537.7
付息比率（%）	34.8	0.0	0.0	0.0	34.8

资料来源：公司、国泰君安国际。

国外持续封锁措施令公司国外业务受损

分析员：Noah Hudson

新濠博亚(MLCO US)

评级：卖出

股价: US$16.570

目标价：US$14.00

End 12/31	Turnover (US$ m)	Net Profit (US$ m)	Earnings/ ADR (US$)	Earnings/ ADR (△%)	PER (x)	BV/ADR (US$)	PBR (x)	DP/ADR (US$)	Yield (%)	ROE (%)
2019A	5,737	373	0.779	14.9	164.9	5.093	25.2	0.640	0.5	15.8
2020A	1,728	(1,263)	(2.647)	(439.6)	n.a.	2.309	7.2	0.000	0.0	(71.4)
2021F	2,769	(396)	(0.830)	(213.4)	n.a.	1.569	10.6	0.620	3.7	(42.8)
2022F	3,942	(11)	(0.023)	n.a.	n.a.	1.723	9.6	0.660	4.0	(1.4)
2023F	4,318	102	0.215	(1,047.3)	77.2	1.863	8.9	0.660	4.0	12.0

总 ADR 数 ADR in issue (m)	478.7	大股东 Major shareholder	新濠国际发展（00200 HK） 51.3%
市值 Market cap. (US$ m)	7,932.9	流通比例 Free float (%)	37.5
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)	2,420.2	2021 年净负债/股东资金 2021 Net gearing (%)	583.2
52 周高/低 52 Weeks high/low (US$)	23.648 /14.500	2021 年每股估值 2021 NAV (US$)	17.1
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)			(3.8) / (17.3) / 7.5
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)			(9.6) / (28.7) / (39.6)

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

新濠博亚 2021 年第 1 季度经调整物业 EBITDA 为 30.1 百万美元，同比下降 60.0%，环比下降 43.6%，也低于预期；总净收入同比下降 36.0%至 5.19 亿美元；博彩总收入为 4.44 亿美元，环比增长 0.8%，同比下降 37.7%，差于 2021 年第 1 季度澳门博彩业总毛收入同比 22.4%的跌幅。我们预测 2021 年至 2023 年经调整物业 EBITDA 分别为 6.89 亿美元、11 亿美元和 12 亿美元，分别对应 24.9%、28.8%和 28.5%的经调整物业 EBITDA 利润率；股东净利润分别为-3.96 亿美元、-0.11 亿美元和 1.03 亿美元，以及每股全面摊薄收益分别为-0.277 美元、-0.008 美元和 0.072 美元。

投资评级为“卖出”，目标价为 14.00 美元，相当于 2021 年 16.8 倍和 2022 年 10.3 倍的 EV/经调整 EBITDA，并相对我们运用折现现金流方法得出的每股估值 17.11 美元有 18.2%的折让。我们预计 2021 年下半年国外的跨境旅行限制将会持续，使得公司海外项目持续停止经营，因此公司业绩比澳门同行更差。

正面因素分析

- 2021 年 3 月 31 日，公司持有现金为 15.81 亿美元，净负债为 42.21 亿美元，净资产负债比率为 318.7%，负债率比较高，但是估计经营现金流足够支付利息费用。

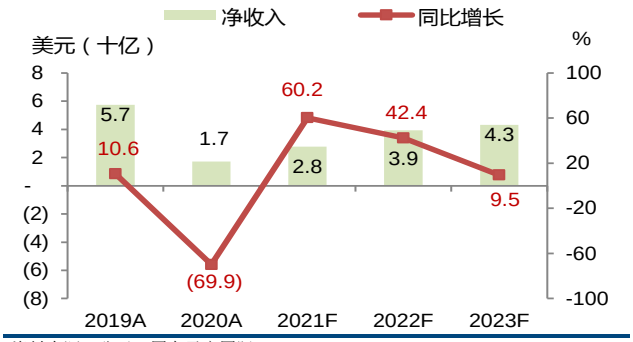
风险分析

- 新冠肺炎疫情亦影响到新濠影汇第 2 期项目的建设和地中海新濠天地项目的施工进度。公司管理层预计需要更多时间以完成此等项目的建设，并且没有给出预计开业日期的预测。
- 由于疫情造成的干扰仍然持续，业界何时可从疫情中恢复将取决于未来事件的发展，如当局维持出入境和签注限制的时间，以及客户的想法和行动，包括需时多久客户才再次出游及参与高密度场所内的娱乐和消闲活动，上述各种因素俱为极不确定。

负面因素分析

- 惟因近期新冠肺炎病例个案有回升之势，于 2021 年 4 月 12 日，菲律宾政府对马尼拉大都会实施改进版的强化社区隔离，预期有关措施将一直生效。新濠天地（马尼拉）暂时停业，并将在有关措施实行期间继续停业。

新濠博亚收入构成



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万美元)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
博彩收入	6,767	1,975	2,985	4,251	4,666
客房、餐饮、零售及其他收益	760	257	461	607	632
折扣、佣金及推广优惠	(1,791)	(504)	(677)	(916)	(980)
总经营收益	5,737	1,728	2,769	3,942	4,318
经营成本及开支	(4,989)	(2,668)	(2,947)	(3,766)	(4,059)
经营溢利	748	(941)	(178)	176	259
融资成本（净）	(310)	(364)	(366)	(335)	(302)
其他	(35)	(153)	3	3	3
所得税开支	(8)	3	5	5	2
少数股东权益	(21)	191	140	140	140
公司拥有人应占纯利	373	(1,263)	(396)	(11)	102
调整后 EBITDA	1,689	(104)	689	1,111	1,228
每份 ADR 盈利（美元）	0.779	(2.647)	(0.830)	(0.023)	0.215
每份 ADR 派息（美元）	0.640	0.000	0.620	0.660	0.660

重要财务比率

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
收入增长（%）	10.6	(69.9)	60.2	42.4	9.5
调整后 EBITDA 增长（%）	13.7	(106.2)	n.a.	61.2	10.6
调整后 EBITDA 率（%）	29.4	(6.0)	24.9	28.2	28.5
经营利润率（%）	13.0	(54.4)	(6.4)	4.5	6.0
净利率（%）	6.5	(73.1)	(14.3)	(0.3)	2.4
资产回报率（%）	4.0	(13.7)	(4.6)	(0.1)	1.3
股东资金回报率（%）	15.8	(71.4)	(42.8)	(1.4)	12.0
流动比率（倍）	246.3	(273.7)	(48.8)	52.7	86.0
净资产负债比率（%）	215.6	342.7	583.2	608.8	586.1
付息比率（%）	82.2	0.0	(74.8)	(2,913.9)	307.6

资料来源：公司、国泰君安国际。

医药行业 跑赢大市

分析员：麦梓琪 Kay Mai

医药板块市场表现回顾

覆盖公司 2021 年上半年跑赢大市，好于预期。我们覆盖公司 2021 年上半年上涨 70.6%，跑赢恒生指数 64.7pts 主要是四环医药受医美概念南下资金追捧年迄今大涨 300%以上推动。另外，受第 1 季度业绩叠加板块轮动驱动，覆盖公司于第 2 季度均有 19%以上的涨幅。

港股医药股表现

			2020/6/30	市值	绝对回报%				相对回报%				相对估值		股价范围	
公司	代码	$	收盘价	百万	1个月	3个月	6个月	1年	1个月	3个月	6个月	1年	预测PER	预测PBR	52周高位	52周低位
覆盖公司：																
国药控股	1099 HK	HKD	23.10	72,087	(11.8)	19.1	22.5	16.4	(9.7)	19.5	16.6	(1.6)	5.9	0.7	28.00	15.76
石药集团	1093 HK	HKD	11.24	134,585	(7.6)	19.7	41.7	22.8	(5.4)	20.1	35.9	4.8	15.7	3.2	12.68	7.08
四环医药	460 HK	HKD	3.32	31,380	(12.4)	55.9	304.9	367.0	(10.2)	56.3	299.0	349.0	22.3	2.0	3.95	0.70
简单平均					(10.6)	31.5	123.0	135.4	(8.4)	31.9	117.2	117.4	14.6	2.0		
加权平均					(9.5)	24.3	70.6	66.3	(7.3)	24.7	64.7	48.3	13.6	2.3		
恒生医疗保健指数	HSHCI	HKD	8,158.55	n.a.	0.9	17.3	21.5	34.7	3.1	17.7	15.6	16.7			8,395.58	5,784.08
恒生指数	HSI	HKD	28,827.95	28,841,036	(2.2)	(0.4)	5.9	18.0							31,183.36	23,124.25

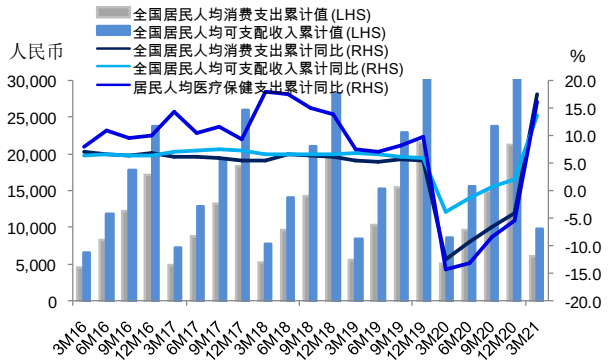
资料来源：Bloomberg、国泰君安国际。

支付端表现回顾与展望

2021 年上半年，个人医疗保健支出逐渐回升，公共财政卫生健康支出增速有所放缓，医保基金支出因疫苗接种加快而增速加快：1）随着经济复苏，人均医疗保健支出增速回升，但仍慢于整体消费支出：2021 年第 1 季度居民人均可支配收入与人均消费支出分别录得 13.7%以及 17.6%的同比增长；同期居民人均医疗保健支出同比增长 16.0%；2）公共财政整体支出增速有所放缓，但政府对卫生健康的支持力度继续提高：2021 年 1-5 月公共财政卫生健康累计支出同比增 4.7%，好于整体公共财政支出的 3.6%，卫生健康支出占公共财政支出比例上升 0.1pts 至 8.7%；3）基本医保基金支出因疫苗接种加快而增速加快：2021 年 1-3 月医保基金收入/支出分别同比增长 32.7%/16.9%；收入增速较高是由于 2020 年上半年对职工医保单位缴费部分实行减征基数相对较低；而支付增速较高则是因为新冠肺炎疫苗的接种费用主要由医保基金给予支付(地方财政亦会给予适当的补助，具体金额取决于各地方政府医保基金的结余情况)；截至 3 月底，医保局通过疫苗采购机构向疫苗生产企业预付资金已经超过人民币 240 亿元；撇除新冠肺炎疫苗的影响，基金支出预计略超过 10%，但 2020 年因疫情影响医疗机构运营而基数较低，该增速略显疲弱；4）商业健康险的累计保费收入及赔付增速于 2021 年 1-5 月分别达到 14.7%及 73.8%。

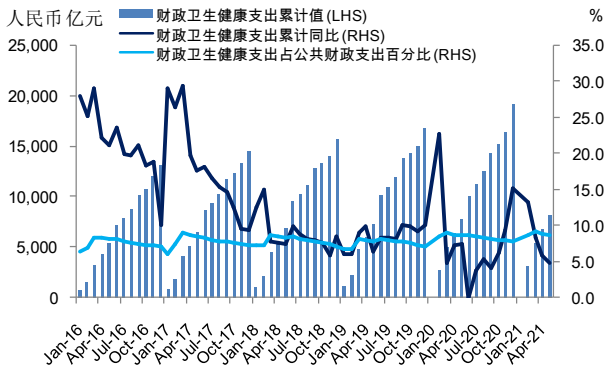
三大支付端的情况均相对疲弱，不过，考虑到新冠肺炎疫苗接种速度大幅提高，相关支出将支撑 2021 年全国卫生健康支出同比增速超 10%。

居民人均收支情况



资料来源：中国统计局、国泰君安国际。

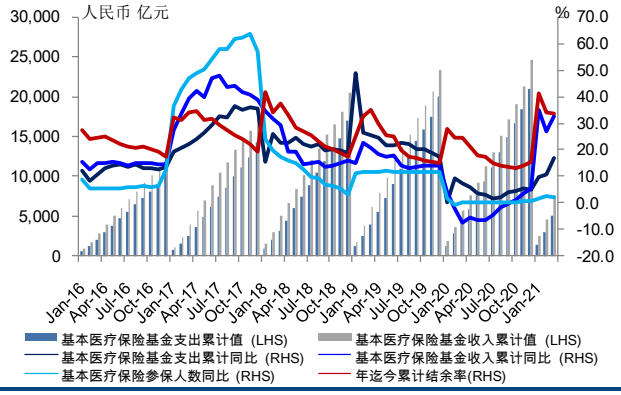
公共财政卫生健康支出情况



资料来源：中国财政部、国泰君安国际。

注：2019 年前数据为财政医疗卫生与计划生育支出。

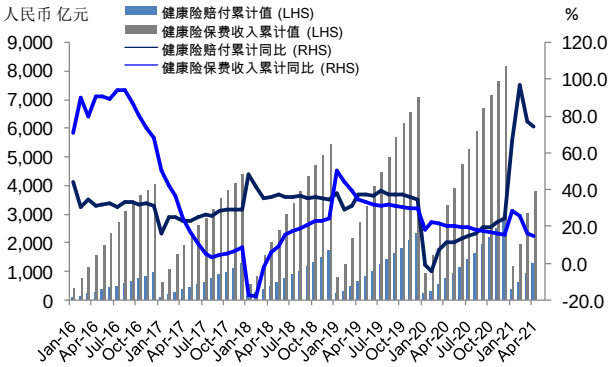
基本医疗保险基金收支情况



资料来源：中国医保局、国泰君安国际。

注：1） 受城乡居民基本医疗保险制度整合影响，医保局披露（2018 年部委改革以前由社保局披露）的与医保相关的数据从2017年开始逐步纳入原来由卫计委管理的新型农村合作医疗保险（新农合）的数据。由于新农合整合于2019年下半年才完成，2019年基金收入及支出的同比增速仍较实际偏大；2）城乡居民医保收入增速主要与政府补助标准上调幅度正相关，2020年补助标准上调30元，同比增加5.8%。 3）职工基本医保收入增速与职工医保缴费的基数变化正相关，这个基数一般与人均工资（即经济发展水平）正相关；其亦与缴费率正相关；4）根据《国务院办公厅关于全面推进生育保险和职工基本医疗保险合并实施的意见》（国办发[2019]10号），不再单列生育保险基金收入，在职工基本医疗保险统筹基金待遇支出中设置生育待遇支出项目。

健康险保费收入及赔付情况



资料来源：中国保监会、国泰君安国际。

行业政策回顾与展望

2021 年上半年医药行业重大政策回顾

领域	时间	政策/大事	核心要点	评价
医保	6/9	《2021 年国家医保药品目录调整申报指南(征求意见稿)》	医保药品目录调整方案已基本定调。本次新增范围包括 2016 年 1 月 1 日至 2021 年 6 月 30 日获批上市的新通用名药品或适应症。符合调整范围的创新药品种或适应症包含了 PD-1 单抗、PARP 抑制剂、EGFR-TKI、ADC 等。	随着医保目录调整工作的常态化开展，医保准入与药品审评审批的衔接日益紧密。我们认为创新药在获批上市后将有机会迅速获得医保谈判的资格，若能顺利进入医保则将大大提升患者的可及性，成为商业化工作的强大助力，利好高临床价值的创新药企业迅速销售放量，实现业绩快速增长。
集中带量采购	1/28	国务院办公厅发布《关于推动药品集中带量采购工作常态化制度化开展的意见》	《意见》明确推动药品集中带量采购工作常态化制度化，重点将基本医保药品目录内用量大、采购金额高的药品纳入采购范围，并做到逐步覆盖国内上市的临床必需、质量可靠的各类药品，做到应采尽采。意见还指出将按照合理差比价关系，将临床功效类似的同通用名药品同一给药途径的不同剂型、规格、包装及采购量合并，促进竞争，同时探索对适应症或功能主治相似的不同通用名药品合并开展集中带量采购。	我们认为集采政策将持续倒逼国内药企加快创新转型的步伐，同时也对创新能力提出了更高的要求，长期看好创新药及 CXO 产业链。集中带量采购将成为常态并预计将延伸至更多领域如注射剂、中成药、生物制剂等，仿制药及部分市场竞争充分的高值耗材市场步入微利时代，行业优胜劣汰以及转型升级速度有望随着集中带量采购加速推进而进一步加快；因此，我们预计 2021 年不少企业将继续陷于增长困境，而持续有创新产品、独家产品推出即拥有更大自主定价权将成为医药企业在市场竞争中获得较高回报的首要条件。 我们预计未来商业保险将取代国家医保成为一部分创新药或器械的快速放量驱动力。集采以及医保谈判等政策赋予了国家医保扩面提高基本保障水平的可能性，但同时也暨大压缩药品、耗材等领域的利润空间。对于首创药以及技术更为复杂的后线用药如双抗、ADC 等，由于 1）医保的支付水平较低难较快覆盖其研发成本；以及 2）由于其创新性，仍需要时间进入临床指南以及路径，进入商保或者是其实现快速放量的较好选择。国家目前亦意识到这个问题，并加快构建作为多层次医疗保障体系重要组成部分的商业健康保险：两会建议加快发展商业健康保险，促进社保和商保的深度融合，并加强医院、医保以及商业保险公司之间的数据交换。
集中带量采购	6/21	国家高值医用耗材联合采购办公室发布《国家组织人工关节集中带量采购公告（第 1 号）》	本次关节集采仅招髋关节和膝关节假体的初次置换产品；联盟地区 2020 年髋、膝关节置换术合计达到一定数量的公立医疗机构均应参加；意向采购量由联合采购办公室组织企业组建产品系统、医疗机构填报采购需求量，并汇总采购需求量后按一定比例形成。髋关节按 3 个产品系统类别申报价格，即陶瓷-陶瓷类、陶瓷-聚乙烯类、合金-聚乙烯类；膝关节按 1 个产品系统类别申报价格；根据医疗机构采购需求、企业供应能力、产品材质 3 个条件，形成 A、B 两组，各为一个竞价单元分别竞价；同一竞价单元内，按企业竞价比价价格由低到高排序，确定入围企业；采购周期为 2 年。	我们认为关节集采政策较为温和，国产替代有望加速。本次关节集采充分考虑了临床需求对企业和材料进行了分类，尽量避免了恶意低价竞争的风险，保证了优质产品的供应。与心脏支架不同，骨科关节国产化率较低、与外资的价差较大（一般是 2-4 倍），较为温和的集采方案有望最大程度保护国产企业的经营利润。随着国产品牌技术的不断迭代，带量采购将有望加速国产替代，利好骨科关节国产龙头。
集中带量采购	4/15	国家组织药品联合采购办公室发布《关于报送第五批国家组织药品集中采购品种范围相关采购数据的通知》	本次集采主要涉及 60 个品种（注射剂品种有 30 个，占 50%），207 个品规。	本次集采纳入的品种的数量和规模均为历次之最。本轮集采基本延续前几轮机制(竞争格局达到 3 家及以上过评)，常态化机制显现。中长期来看，在集采常态化的背景下，原料药企延伸制剂一体化的优势越来越明显;短期来看，竞争格局较好品种的新进生产商有望受益。
医疗	6/16	国家卫健委发布了《关于加快推进康复医疗工作发展的意见》	文件提出 2022 年我国每 10 万人口要拥有 6 名康复医师，10 名康复治疗师的目标；还提出了 24 条发展意见，包括增加医疗机构与床位供给；鼓励社会办医参与建设连锁化康复医疗中心；鼓励一二级医院转型康复医疗；促成公立与民营，三级医院与基层共建医联体联合开展服务；鼓励基层开展社区居家康复项目；大力发展康复医疗信息化及相关智慧产业发展等举措。	我们认为，随着人口老龄化的不断加深、工作/生活状态对体态的影响、国家扶持政策的加码和康复医疗观念逐渐普及等，康复医疗行业(包括康复医疗器械和康复医疗服务)在中国有望加速发展。近期政策密集释放，康复医疗行业有望加速发展。
零售	4/1	国家卫健委发布《长期处方管理规范(试行 征求意见稿)》	文件规定医师开具长期处方后，患者可以自主选择在医疗机构或者社会零售药店进行调剂取药；药师对长期处方进行审核，并对患者进行用药指导和用药教育，发放用药教育材料。基层医疗卫生机构不具备条件的，应当由医联体内上级医院的药师通过互联网远程进行处方审核或提供用药指导服务。	我们认为该政策的出台有望规范长期处方管理、推进分级诊疗并保障慢性病患者的长期用药需求，对零售连锁龙头是极大利好。
零售	5/10	国家医保局发布《关于建立完善国家医保谈判药品“双通道”管理机制的指导意见》	文件提出为确保国家医保谈判药品顺利落地，更好满足广大参保患者合理的用药需求，各地积极探索“双通道”的管理机制，提高了谈判药品的可及性。“双通道”是指通过定点医疗机构和定点零售药店两个渠道，满足谈判药品供应保障、临床使用等方面的合理需求，并同步纳入医保支付的机制。	改文件标志着谈判药品的供应保障朝着多元化方向迈出了一步。我们认为该政策为广大患者及时购买到国家医保谈判药品提供了便利，并有望解决医保目录谈判药入院难的问题。同时，将加快创新处方药流出医院，利好 DTP 药房；利好与政府关系好的零售龙头。
“互联网+”	4/15 4/8	国务院发布《关于服务“六稳”“六保”进一步做好“放管服”改革有关工作的意见》 国家发改委发布《关于支持海南自由贸易港建设放宽市场准入若干特别措施的意见》	文件明确提出在确保电子处方来源真实可靠的前提下，允许网络销售除国家实行特殊管理的药品以外的处方药。 《意见》指出，要在乐城先行区建立海南电子处方中心，对于在国内上市销售的处方药，除国家药品管理法明确实行特殊管理的药品外，全部允许依托电子处方中心进行互联网销售，不再另行审批。海南电子处方中心对接互联网医院、海南医疗机构处方系统、各类处方药销售平台、医保信息平台与支付结算机构、商业类保险机构，实现处方相关信息统一归集及处方药购买、信息安全认证、医保结算等事项“一网通办”，海南电子处方中心及海南省相关部门要制定细化工作方案，强化对高风险药品管理，落实网络安全、信息安全、个人隐私保护等相关主体责任。利用区块链、量子信息等技术，实现线上线下联动监管、药品流向全程追溯、数据安全存储。	尽管互联网处方确立进一步开放的趋势，但其监管也提高到了一个新的高度。从目前看来未来实施的最起码将是省级统一的监管模式。三方互联网可能将因处方真实性合理性的监管升级迎来痛苦期。

资料来源：国务院、药品监督管理局、医疗保障局、卫生健康委员会、中医药管理局、药典委员会、发展和改革委员会、财政部、知识产权局、国家组织高值医用耗材联合采购办公室、国泰君安国际。

2021 年，集中带量采购将成为常态并预计将延伸至更多领域，仿制药及部分市场竞争充分的高值耗材市场步入微利时代，行业优胜劣汰、转型升级以及国产替代速度有望随着集中带量采购加速推进而进一步加快；因此，预计 2021 年不少企业将继续陷于增长困境。在国家层面上，药品集中带量采购规则已基本定下基调，我们预计 2021 年药品的集中带量采购覆盖范围将扩大至更多注射剂型；我们亦预计医保局将进一步探索生物制剂以及中成药等集中带量采购规则；参照医用耗材的模式，对部分临床替代性简单明确的品种，甚至有可能探索按适应症招标。高值医用耗材的集中带量采购范围亦有望将进一步扩大。但是由于医用耗材存在技术多样、标准不一以及分类不清的问题，其新一轮集中带量采购规则或有可能面临较药品集中带量采购更大幅度的调整，甚至出现“一品一策”，因此，不确定性更大。在地方层面上，我们认为个省份/联盟将提前一步继续探索金额较大的药品以及高值医用耗材的集中带量采购。因此，集中带量采购对企业销售额的影响或会相对前两年平滑。仿制药及部分市场竞争充分的高值耗材市场亿步入微利时代。市场优胜劣汰以及转型升级速度有望随着集中带量采购加速推进而进一步加快。**我们认为持续有创新产品、独家产品推出即拥有更大自主定价权将成为医药企业在市场竞争中获得较高回报的首要条件。**

医保支付改革预计将于 2021 年进一步推进，院内控费力度、精确度继续加大，临床用药结构有望继续优化，疗效、安全性以及性价比或非同质化将成为创新产品未来致胜的关键。多元复合式医保支付体系预计将进一步推进：按疾病诊断相关分组付费（DRG）以及病种分值付费（DIP）均将在 2021 年底前在全部试点实现实际付费，而针对紧密型医共体付费的基本框架亦有望在不久将来出台。三种支付方式的推进，将有效引导医疗机构优化成本结构，提高运营效率，以获得更多的“结余”收益；我们预计医疗机构将会通过不断优化临床路径，提升诊疗效率，并防止过度医疗，以有效降低患者的就医成本并最大化医院的收入。因此，临床用药结构有望在未来持续优化。另外，医保目录动态调整机制的设立，虽然有望加大了创新药的可及性以及放量速度，但亦加剧了创新赛道的竞争压力。**总的来说，在多元复合式医保支付体系预计加速推进的背景下，疗效以及性价比或非同质化将成为创新产品未来致胜的关键。**

互联网医疗预计将于 2021 年继续获得政策实质性推进，互联网医院的建设有望加速而更多地区预计将落地互联网医疗医保支付，医保统筹资质向零售药店放开的力度因此亦有望进一步加大；处方流转有望加快，零售终端占市场比例有望提高。互联网医院在承接慢病及复诊服务上，具备比实体医院更大的优势。随着《关于积极推进“互联网+”医疗服务医保支付工作的指导意见》于 2020 年 12 月的发布，医疗机构、零售药店、医保之间信息孤岛的现象预计将有效被打破，在“双通道”以及长处方进一步放开的加持下，患者选择线上服务的动力更足，院外处方药品市场有望真正迎来增长点。另外，零售市场亦有望受以下两个因素驱动加速增长：1）因为集中带量采购以及医保支付方式改革等推行，原研药的销售主要渠道有望从院内转向院外；以及 2）医保动态调整造成创新药市场竞争加大，部分品种或将渠道转向 DTP 药房以确保自主定价权，在商业补充险的大力推广的背景下，院外市场原研药与创新药销售增速有望加快。

医药行业运行总结与展望

医院运营依然较 2019 年低效。根据卫健委，2021 年 1-3 月，全国医疗卫生机构出院人数达 5,671 万人，同比增长 19.7%，但较 2019 年同期下降 8.3%；全国医疗卫生机构总诊疗人次达 15 亿人次（不包含诊所、医务室、村卫生室数据），同比增长 40.8%，但因统计口径发生变化，暂无法与 2019 年比较。

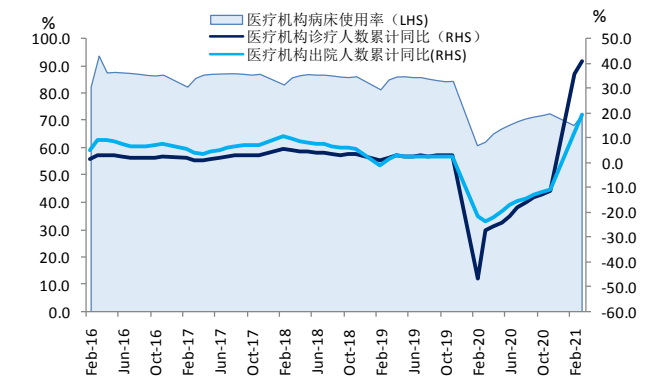
药品销售 2021 年政策压力大。根据统计局，限额以上中西药品类零售额增速从 2020 年 3 月起开始反弹，2021 年 1-5 月累计同比增速达 11.9%。受 2020 年基数低的影响，2021 年增速数字偏高。从单月增速看，5 月的同比增速仅有 7.3%，我们认为一方面是受集采影响，另一方面是 DRG 或 DIP 推行的影响。

受政策影响，用药结构发生重大变化，正加快向临床价值较高的创新药倾斜。2020 年是第一批“4+7”集采和第一批“4+7”扩围集采、第二批（4 月开始）和第三批（11 月开始）集采、医保谈判品种、国家重点监控品种以及 2019 版国家医保目录的执行期，这一系列政策的执行给 2020 年中国医疗机构的用药带来了深刻的影响。根据米内网， 在新冠疫情叠加多个政策落地的冲击下，2020 年中国公立医疗机构终端药品的销售额为 12,107 亿元，同比下降 12.0%，首次出现负增长。其中，全国集采执行期品种与 2019 年相比同比下降 27.7%，国家重点监控目录内（辅助用药）品种同比降了 67.1%；医保谈判品种逆流而上同比增长 47.1%；说明未来用药结构正加快向临床价值较高的创新药倾斜。在美国，药物市场结构是仿制药占比约为 21%，改良新药占比约为 31%，创新药占比

为约 48%。但我国的仿制药在集采前占比超 60%，因此，创新药/改良新药仍然是我国亟待提升的重要方向且具有大量空间。

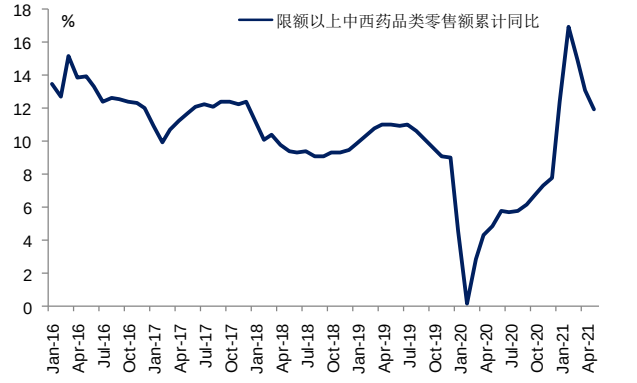
展望 2021 年，考虑到新冠肺炎疫苗要到年末才能普及至群体免疫比例，我们认为医院运营依然会略受新冠肺炎在各地多次散发影响，因此，医院客流量及对应药品、耗材等销量增速依然会受到一定限制；另外，受益于集采及医保谈判及调整的常态化，用药结构亦将继续加快向临床价值较高的创新药/新制剂倾斜。

医疗机构诊疗人次及出院人数累计同比



资料来源：中国卫健委、国泰君安国际。

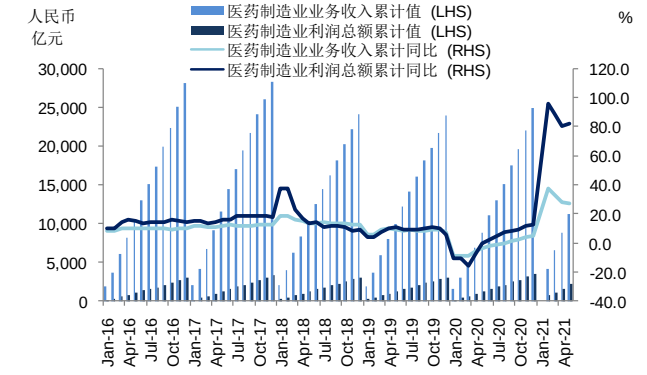
限额以上中西药品类零售额累计同比



资料来源：米内网、国泰君安国际。

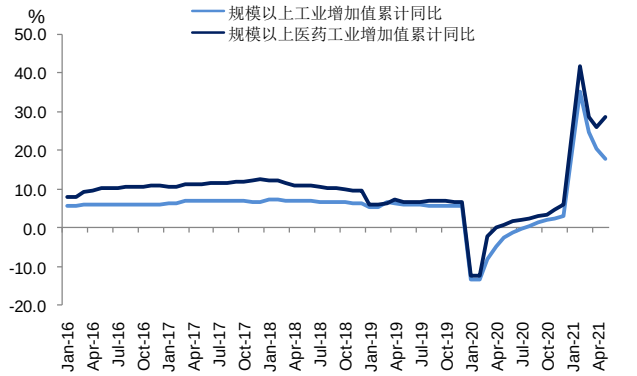
受新冠疫苗、检测试剂等防疫抗疫物资需求旺盛带动，2021 年医药制造业利润保持快速增长。2021 年 1-5 月，医药制造业（规模以上）累计主营业务收入录得人民币 11,162 亿元，同比上升 27.6%；利润总额达人民币 2,245 亿元，同比上升 80.2%。2021 年 1-5 月，医药工业增加值同比增加 28.4%，好于全部规模以上工业 17.8%的升幅。受 2020 年基数较低等因素影响，1-5 月份工业生产增速较高。但剔除基数影响看，工业生产延续了 2020 年 3 月份以来的稳步回升态势。5 月份，医药工业增速拐头向上，主要是新冠疫苗需求大幅增加拉动。

医药制造业主营业务收入及利润总额



资料来源：中国统计局、国泰君安国际。

规模以上医药工业增加值累计同比

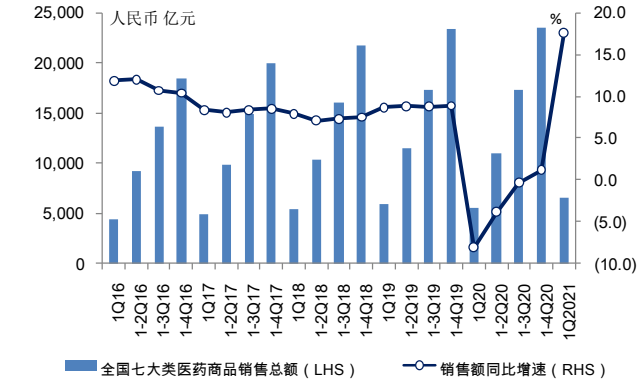


资料来源：中国统计局、国泰君安国际。

2021 年第 1 季度药品流通市场全面复苏，行业增速基本恢复至 2019 年同期水平。根据商务部初步统计，2021 年第 1 季度，全国七大类医药商品销售总额为人民币 6,516 亿元，同比增长 17.7%，较 2019 年同期相比增长 7.7%。流通直报企业 2021 年第 1 季度的平均毛利率为 7.2%，同比下降 0.3pts；平均费用率为 6.0%，同比下降 0.3pts；行业平均利润率为 1.6%，基本持平。我们认为毛利率及费用率同步下降，伴随行业利润率略增高主要因为行业层次进一步压缩所致。

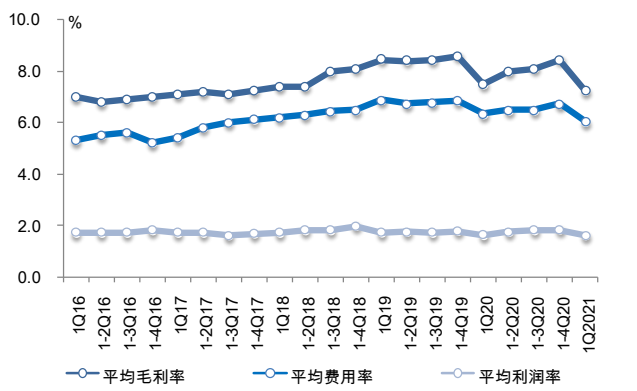
而零售行业市场则维持稳定增长，主要受益于处方外流继续增加。2020 年第 1 季度的药品零售规模为人民币 1,363 亿元（含税），同比增长 8.9%。零售业增速维持稳定增长，主要得益于新冠肺炎疫情影响以及“互联网+”取得实际性进展所推动的处方外流。根据米内网统计，2020 年，公立医院终端/ 零售药店终端/ 公立基层医疗终端销售额同比增速分别为-12.0%/ +3.2%/ -11.8%，销售占比分别较 2019 年下降 2.6%/提高 3.0%/提高 0.4%至 64.0%/ 26.3%/ 9.7%；2020 年，实体药店/ 网上药店的销售额分别同比增长 0.7%/75.6%至人民币 4,087 亿元/人民币 243 亿元，而 2019 年的增速分别为 6.2%与 40.0%，说明新冠肺炎疫情加快了线上零售渠道的发展。

医药商品流通市场销售规模及增速



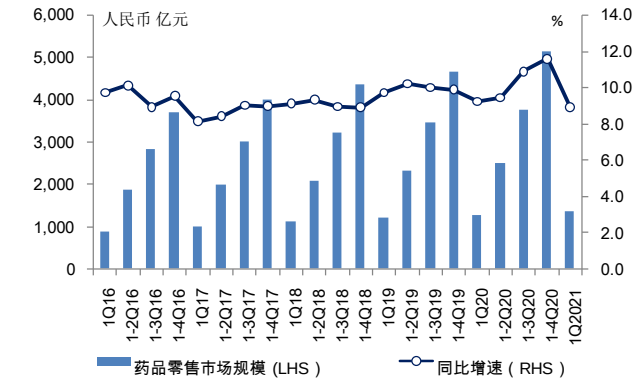
资料来源：中国商务部、国泰君安国际。

流通直报企业利润及费用水平



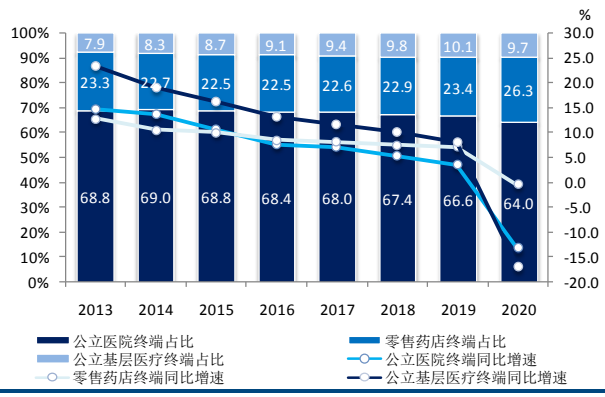
资料来源：中国商务部、国泰君安国际。

医药零售市场销售规模及增速



资料来源：中国商务部、国泰君安国际。

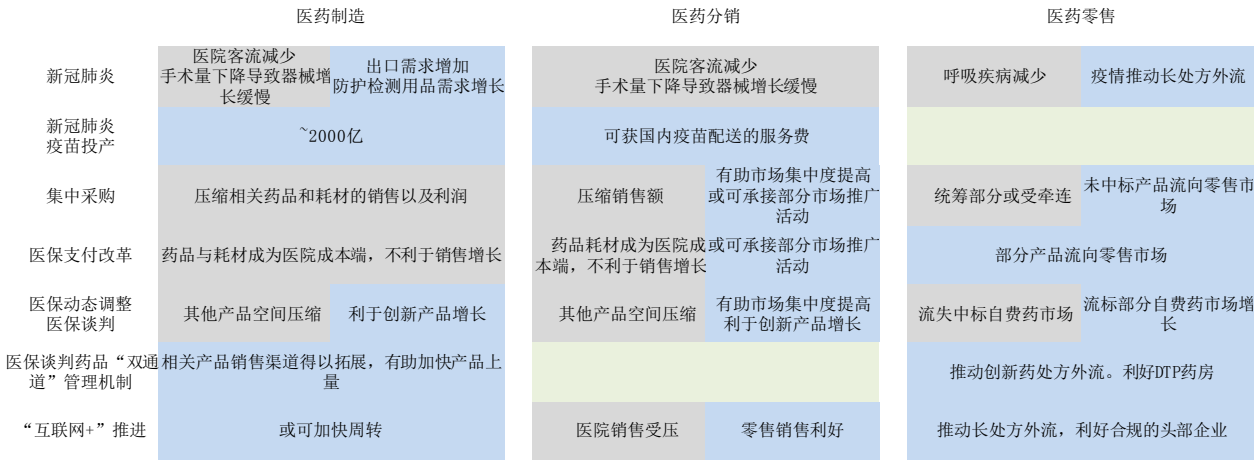
中国药品市场三大终端销售占比及增速



资料来源：米内网、国泰君安国际。

需求是推动医药行业增长的主因。人口增长、老龄化比例提高、某些疾病发病率提高、经济增长（患者及医保经济支付能力、医院数目/配备/服务水平、健康意识及文化状态）等因素都是影响医药需求的长期因素。相对而言，突发疾病属于引起医药的短期需求因素，比如新冠肺炎等。供给也可开拓未满足的需求甚至创造新需求从而影响医药行业的增长，比如研发新技术/ 新疗法以提高了患者生存时间，耐受性，以及依从性甚至是创造新产品如可穿戴设备、基因测序等；供给另一方面是影响存量市场的更新换代。而政策及其他行业特别是互联网行业的发展可以加速供给对接与、协同并落实需求，并且影响供给侧的结构。2021 年，在经济复苏的背景下，其他影响医药行业发展的因素预计有：新冠肺炎疫情反复、新冠疫苗投产、集中采购、医保支付改革、医保动态调整、“互联网+”推进。综合上述影响因素，**我们对 2021 年行业展望为：制造业增速回至双位数；分销高个位数；零售双位数。**

2021 年影响行业发展的重要因素



资料来源：中国医保局、国泰君安国际。

注：灰色为负面影响、绿色为中性影响、而蓝色为正面影响。

投资建议

我们对医药行业的评级为“跑赢大市”。仿制药、高值耗材集中带量采购以及医保目录调整等政策的常态化、以及DIP与DRG的推行将推动行业优胜劣汰、转型升级以及国产替代加速，公司表现预计将进一步分化。长期来看，具备优秀的科研人才、前瞻性的管理团队、丰富且优质的管线储备（合适的更新换代产品或者是可以创造增量市场的产品）以及协调的商业团队的公司将获得更多自主定价权，并实现可持续发展。个股推荐偏好具有明确创新属性和催化剂的公司。

行业风险因素包括：1）新冠疫情发展超预期；2）医改政策风险；3）研发失败风险。

公司名称	编号	股价 (HK$)	个股评级	2021 市盈率(x)	2022 市盈率(x)	2023 市盈率(x)	2021 市净率(x)	2021 ROE(%)	2021 股息率(%)
国药控股	01099	23.100	收集	7.3	6.5	5.7	1.0	13.8	4.1
石药集团	01093	11.240	买入	20.4	17.2	14.4	4.2	22.5	1.2
四环医药	00460	3.320	买入	29.4	18.6	10.9	2.7	9.3	1.0
市值加权平均			**跑赢大市**	17.6	14.1	11.3	3.0	18.1	2.1

资料来源：国泰君安国际。

布局多个板块，具备长线快速增长逻辑

分析员：麦梓琪 Kay Mai

四环医药(00460 HK)

评级：买入

股价: HK$3.320

目标价：HK$4.33

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net Profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (△%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2019A	2,878	(2,753)	-0.291	(270.0)	(10.2)	1.015	2.9	0.017	0.6	(24.9)
2020A	2,464	473	0.050	(117.2)	55.3	0.971	2.8	0.150	5.4	5.0
2021F	3,828	890	0.094	88.2	29.4	1.042	2.7	0.028	1.0	9.3
2022F	5,436	1,405	0.149	57.9	18.6	1.157	2.4	0.046	1.7	13.5
2023F	8,973	2,393	0.253	70.3	10.9	1.352	2.0	0.081	2.9	20.2

已发行股本 Shares in issue (m)	9,451.8	大股东 Major shareholder	车冯升先生 63.6%
市值 Market cap. (HK$ m)	31,379.9	流通比例 Free float (%)	36.4
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)	122,328.5	2021 年净负债/股东资金 2021 Net gearing (%)	净现金
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK$)	3.950 / 0.701	2021 年每股估值 2021 NAV (HK$)	5.4
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)			(12.4)/ 55.9/ 367.0
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)			(10.2)/ 56.3/ 349.0

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

四环医药目前聚焦五大平台，提供短至长线的增长逻辑。1）四环医药有望快速成为中国医美行业中有力的竞争者，皆因其已布局主流注射项目，并引进其他先进技术及产品作为补充。2023 年的收入/ 净利润预计超过人民币 30 亿元/ 人民币 10 亿元，肉毒素（乐提葆®）将为其业绩主要推动力。2）创新药及生物制剂即将进入收获期，并支持中长期增长。创新药如 PPI、CDK4/6i、sglt-2i、氨基糖苷类抗生素以及三代胰岛素预计将于 2022 年起开始贡献收入，其销售峰值合计预计超人民币 100 亿元。3）仿制药是目前主要的利润产生单位，预计其于 2021-2023 年维持双位数增长，基于 i）回能等新产品进入增长期，ii）克林澳®新适应症获批，iii）非 PVC 粉液双室袋注射液产品推广，与 iv）53 个具有高技术壁垒的仿制药于不久将来被批准等；4）四环正孵化原料药/CDMO 与工业大麻平台，将为公司未来增长带来更多可能。公司目标价为 4.33 港元，目标价乃基于分类加总估值法，包含创新药管线价值 1.06 港元、仿药管线价值 1.10 港元，医疗美容及其它业务价值 1.70 港元，净现金价值 0.47 港元；投资评级为“买入”。

正面因素分析

- 主要产品克林澳®急性脑卒中新适应症获批，公司收入有望自此受益。
- 公司有望通过 Hugel 的肉毒素切入医美市场，并通过全面产品布局成为医美领域主要竞争者。

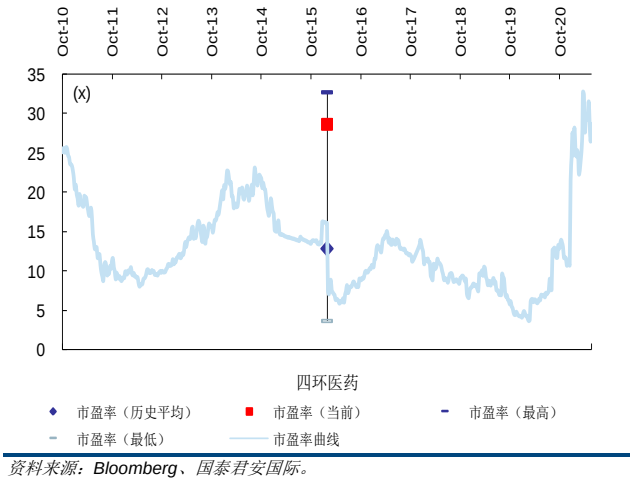
风险分析

- 政策风险。
- 储备上市延后。

负面因素分析

- 医保支付方式改革的加快推进将对药物销量产生压力。

公司预测市盈率曲线



资料来源：Bloomberg、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万人民币)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
收入	2,878	2,464	3,828	5,436	8,973
销售成本	(589)	(550)	(842)	(1,162)	(1,862)
毛利	2,289	1,914	2,986	4,274	7,111
其他收入	213	173	171	174	195
其他损益－净额	402	250	253	356	582
减值亏损	(3,972)	0	0	0	0
终止确认联营/附属公司	0	72	0	0	0
分销成本	(245)	(369)	(651)	(989)	(1,746)
行政开支	(472)	(490)	(612)	(828)	(1,302)
研究开支	(599)	(729)	(833)	(917)	(1,279)
其他开支	(24)	(34)	(40)	(44)	(48)
经营溢利	(2,406)	787	1,274	2,026	3,513
财务费用	(5)	(8)	(21)	(11)	(3)
应占联营合营	(12)	(13)	(16)	3	10
税前利润	(2,423)	766	1,236	2,019	3,520
已终止业务利润	(290)	(219)	(247)	(404)	(704)
所得税开支	(44)	(35)	0	0	0
税后利润	(2,757)	512	989	1,615	2,816
少数股东权益	(4)	39	99	210	422
净利润	(2,753)	473	890	1,405	2,393
每股净利(人民币)	(0.291)	0.050	0.094	0.149	0.253

重要财务比率

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
收入增长（%）	(1.3)	(14.4)	55.3	42.0	65.1
经营利润增长（%）	(218.8)	(132.7)	61.8	59.1	73.4
净利润增长（%）	(270.0)	(117.2)	88.0	57.8	70.3
经营利润率（%）	(83.6)	31.9	33.3	37.3	39.1
净利润率（%）	(95.7)	19.2	23.3	25.8	26.7
股东资金回报率（%）	(24.9)	5.0	9.3	13.5	20.2
资产回报率（%）	(19.7)	4.0	7.2	10.4	15.0
净负债比率（%）	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司、国泰君安国际。

创新管线研发进展顺利

分析员：麦梓琪 Kay Mai

石药集团(01093 HK)

评级：买入

股价: HK$11.240

目标价: HK$14.00

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net Profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (△%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2019A	22,103	3,714	0.311	20.9	32.3	1.544	6.5	0.095	0.9	22.2
2020A	24,942	5,160	0.432	38.9	21.7	1.868	5.0	0.075	0.8	25.3
2021F	27,544	5,508	0.460	6.6	20.4	2.219	4.2	0.115	1.2	22.5
2022F	32,732	6,530	0.545	18.5	17.2	2.649	3.5	0.136	1.5	22.4
2023F	38,822	7,798	0.651	19.4	14.4	3.164	3.0	0.163	1.7	22.4

已发行股本 Shares in issue (m)	11,973.8	大股东 Major shareholder	蔡东晨先生 29.6%
市值 Market cap. (HK$ m)	134,585.2	流通比例 Free float (%)	70.4
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)	48,063.9	2021 年净负债/股东资金 2021 Net gearing (%)	净现金
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK$)	12.680 / 7.080	2021 年每股估值 2021 NAV (HK$)	20.7
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)			(7.6)/ 19.7/ 22.8
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)			(5.4)/ 20.1/ 4.8

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

石药集团 2021 年第 1 季度股东净利同比上升 26.9%至人民币 1,472 百万元，略好于市场预期以及我们预期，主要得益于强于预期的控费力度。我们认为 2021 年股东净利将同比增长 6.8%（或调整后同比增长 24.2%）。

创新管线研发进展顺利。注射用两性霉素 B 胆固醇硫酸酯复合物已在 2021 年上半年获得生产批准。注射用米托蒽醌脂质体预计将在 2021 年获得生产批准；度恩西布（PI3K 抑制剂）、两性霉素 B 脂质体、克艾力的肺癌适应症以及 BPI-7711（倍而达药业研发的三代 EGFR 酪氨酸激酶抑制剂）将在 2022 年获批；DBPR108（DPP-4 抑制剂）、SKLB1028（FLT3 抑制剂）、JMT101（EGFR 单抗）、JMT103（RANKL 单抗）、SYSA1802（PD-1 单抗）：EpCAM/CD3 双抗，伊立替康脂质体注射液和多西他赛白蛋白注射液将在 2023 年获批。

目标价为 14.00 港元，对应 25.4 倍 2021 年以及 21.4 倍 2022 年的市盈率，并重申“买入”

正面因素分析

- 公司研发实力强，产品管线丰厚。
- 公司具备原料药自产的能力；集中采购背景下，“原料药+制剂”一体化企业在成本及优先级上均享有优势。

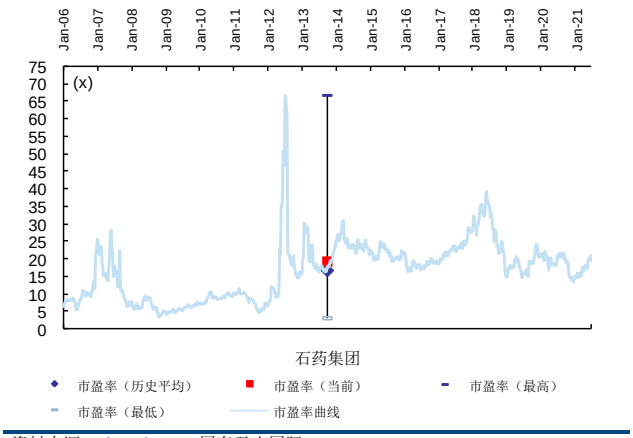
负面因素分析

- 为适应行业转型升级，公司研发及销售费用快速上涨。

风险分析

- 政策风险如新医保支付方式的推行。
- 储备上市延后。

公司预测市盈率曲线



资料来源：Bloomberg、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万人民币)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
收入	22,103	24,942	27,544	32,732	38,822
销售成本	(6,192)	(6,257)	(6,611)	(7,607)	(8,724)
毛利	15,911	18,685	20,934	25,125	30,097
其他收入	244	265	312	365	442
其他收益及亏损	48	377	210	216	221
分销及销售开支	(8,712)	(9,378)	(10,174)	(12,189)	(14,527)
研发费用	(749)	(946)	(1,047)	(1,231)	(1,446)
行政开支	(2,000)	(2,890)	(3,295)	(4,089)	(5,027)
其它费用	(142)	(57)	(60)	(62)	(64)
经营利润	4,600	6,057	6,880	8,135	9,697
财务费用	(32)	(12)	(13)	(11)	(10)
应占联营合营	58	14	4	21	41
其他损益	0	333	0	0	0
税前利润	4,626	6,391	6,871	8,145	9,728
所得税开支	(893)	(1,162)	(1,251)	(1,482)	(1,770)
税后利润	3,733	5,229	5,620	6,663	7,957
少数股东权益	19	69	112	133	159
净利润	3,714	5,160	5,508	6,530	7,798
每股净利(人民币)	0.311	0.432	0.460	0.545	0.651

重要财务比率

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
收入增长（%）	24.8	12.8	10.4	18.8	18.6
经营利润增长（%）	20.3	31.7	13.6	18.2	19.2
净利润增长（%）	20.6	38.9	6.8	18.5	19.4
经营利润率（%）	20.8	24.3	25.0	24.9	25.0
有效所得税率（%）	19.3	18.2	18.2	18.2	18.2
净利润率（%）	16.8	20.7	20.0	19.9	20.1
股东资金回报率（%）	22.2	25.3	22.5	22.4	22.4
资产回报率（%）	15.1	18.5	17.4	17.8	18.1
净负债比率（%）	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
净利息覆盖比例（倍）	143.7	523.5	535.5	749.9	973.8

资料来源：公司、国泰君安国际。

2021 年增速预计将继续好于行业平均

分析员：麦梓琪 Kay Mai

国药控股(01099 HK)

评级：收集

股价: HK$23.100

目标价：HK$28.00

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net Profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (△%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2019A	425,273	6,253	2.105	7.1	9.8	15.958	1.3	0.600	2.9	13.9
2020A	456,415	7,187	2.310	9.7	8.3	18.114	1.1	0.690	3.6	13.9
2021F	518,832	8,176	2.620	13.4	7.3	19.990	1.0	0.786	4.1	13.8
2022F	580,012	9,301	2.981	13.8	6.5	22.184	0.9	0.894	4.6	14.1
2023F	644,609	10,608	3.399	14.1	5.7	24.689	0.8	1.020	5.3	14.5

已发行股本 Shares in issue (m)	3,120.7	大股东 Major shareholder	中国医药集团 57.0%
市值 Market cap. (HK$ m)	72,087.2	流通比例 Free float (%)	43.0
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)	10,963.9	2021 年净负债/股东资金 2021 Net gearing (%)	21.0
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK$)	24.800 / 15.760	2021 年每股估值 2021 NAV (HK$)	40.2
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)			28.0/ 27.8/ 15.2
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)			25.5/ 25.0/ (2.7)

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

2021 年第 1 季度，公司收入/ 股东净利分别同比增加 27.4%/ 49.8%至人民币 120,266 百万元/ 人民币 1,216 百万元，说明从 2020 年新冠肺炎疫情的影响下恢复强劲。药品分销/ 器械分销/ 医药零售板块分别同比增长超 20%/ 60%/ 30%，销售占比分别为 74%/ 20%/ 6%。

预计 2021 年股东净利可继续维持低双位数增长，考虑到 1）收入增速有望反弹至 10%以上，主要是由于零售药房板块及医疗器械板块预计将维持高增速而药品分销板块的增速预计将恢复；2）毛利率预计亦将维持稳定，因为医疗器械板块贡献度的增加预计将减轻由带量采购的拓展以及疾病诊断相关分组与病种分值法的逐步实行带来的下行压力；及 3）利率处于抬升趋势，但国药控股的现金循环周期预期短期难有改善空间，不过我们认为公司可以通过继续控制管理费用维持净利率稳定。

公司目标价为 28.00 港币，对应 8.9 倍 2021 年市盈率以及 7.8 倍 2022 年市盈率，建议“收集”。

正面因素分析

- 制造业集中度提高利好分销龙头。
- 公司作为零售龙头将率先受益于处方外流。

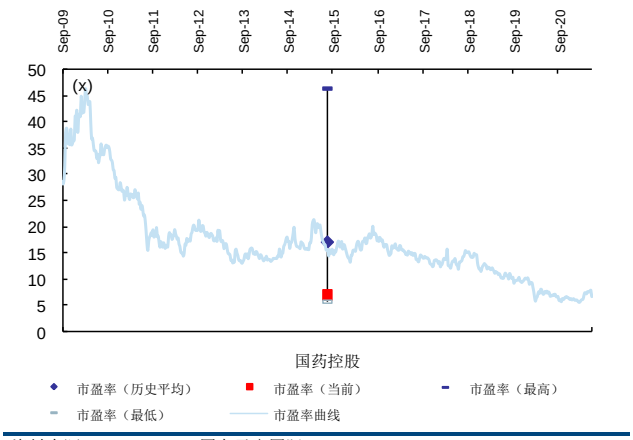
风险分析

- 制造业格局波动或会牵连分销行业业绩波动。
- 整个行业面临价格下行压力或伤害分销行业的利润率。

负面因素分析

- 医院拖欠账款的情况仍未明显改善，公司周转仍受拖累。

公司预测市盈率曲线



资料来源：Bloomberg、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万人民币)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
收入	425,273	456,415	518,832	580,012	644,609
销售成本和其他经营成本	(387,741)	(416,091)	(473,175)	(529,073)	(588,110)
毛利	37,531	40,323	45,657	50,939	56,499
其他收入	441	652	742	829	922
分销及销售开支	(12,557)	(14,142)	(15,980)	(17,776)	(19,657)
一般及行政开支	(6,912)	(7,050)	(7,735)	(8,290)	(8,840)
信用减值损失	(416)	(750)	(800)	(840)	(882)
出售以摊余成本计量之金	(1,950)	(1,274)	(1,544)	(1,846)	(2,144)
经营利润	16,137	17,760	20,340	23,017	25,899
其他损益－净额	53	139	156	174	193
其他开支	(174)	(341)	(388)	(434)	(482)
财务费用－净额	(3,143)	(2,947)	(3,460)	(3,766)	(3,891)
应占联营合营	887	987	1,082	1,179	1,285
税前利润	13,760	15,598	17,730	20,171	23,005
所得税开支	(3,140)	(3,501)	(3,989)	(4,538)	(5,176)
税后利润	10,620	12,097	13,741	15,632	17,829
少数股东权益	4,368	4,910	5,565	6,331	7,221
净利润	6,253	7,187	8,176	9,301	10,608
每股净利(人民币)	2.105	2.310	2.620	2.981	3.399

重要财务比率

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
收入增长（%）	23.4	7.3	13.7	11.8	11.1
经营利润增长（%）	14.7	10.1	14.5	13.2	12.5
净利润增长（%）	7.1	14.9	13.8	13.8	14.1
经营利润率（%）	3.8	3.9	3.9	4.0	4.0
净利润率（%）	1.5	1.6	1.6	1.6	1.6
股东资金回报率（%）	13.9	13.9	13.8	14.1	14.5
资产回报率（%）	4.2	4.2	4.1	4.2	4.3
净负债比率（%）	24.6	24.3	21.0	10.0	(1.8)
净利息覆盖比例（倍）	5.1	5.6	5.5	5.6	6.0
现金循环周期（日）	46.7	52.9	55.4	55.1	53.5

资料来源：公司、国泰君安国际。

基建行业 跑赢大市

分析员：黄家玮 Gary Wong

2021 年 1-5 月基建投资增速环比实则上略有回升，但改善并不显著。据中国统计局的数据显示，2021 年 1-5 月基建投资增速(不含电力、热力、燃气及水生产和供应业)为 11.8%，增幅较 1-4 月的收窄 6.6 个百分点。其中 1-5 月水利、环境和公共设施管理业投资增速为 10.2%，增幅较 1-4 月的 15.6%收窄 5.4 个百分点；交通运输、仓储和邮政业投资增速为 12.1%，增幅较 1-4 月的 19.8%收窄 7.7 个百分点。1-5 月基建投资仍维持双位数增幅主要由于去年同期新冠疫情影响导致投资基数较低，若与 2019 年同期相比 2021 年 1-5 月基建投资实际两年的平均增速为 2.6%，与 1-4 月时的增速相比提高 0.2 个百分点，增长动力略有增强，但改善并不显著。

2021 年基建投资资金有一定保障，整体看仍将略有增长。国务院总理李克强于 2021 年政府工作报告提到今年中央预算投资规模为 6,100 亿元，仅比去年增加 100 亿元；地方政府专项债额度甚至减少 1,000 亿元至 3.65 万亿元，并且将不会像去年一样向铁路基金注资 1,000 亿元。从宏观的角度看，随着疫情消退，国内消费及出双双回升，2021 年推行逆周期的政策需求弱于去年。虽然这反映支持基建投资的政策力度将低于去年，但从专项债的发行额度看，中央政府对于基建投资的支持力度并无大幅削减。此外，2021 年 1-5 月财政收入同比增速达 24.2%，较去年同期的-13.6%同比增速有极大改善。另一方面，即使在房地产市场仍受严密调控的情况下，1-5 月国有土地使用权出让收入同比增速仍达到 23.9%，其作为政府性基金预算收入最重要的组成部份(占比超过 70%)，以及基建投资的重要资金来源，卖地收入的强劲复苏意味着今年基建投资的到位资金将有一定保障。我们认为即使 2021 年基建投资增长空间有限，但在投资资金较有保障的情况下，应可录得温和增长。

“新基建”投资将是下一轮基建投资增长的主要动力。发改委副主任宁吉喆于 2021 年 3 月 8 日的国务院新闻办公室举行新闻发布会上称，今年我国要保持经济运行在合理区间，还需要进一步发挥投资的关键作用，加大补短板力度，拓展投资空间，增强投资增长后劲，合理扩大有效投资。在新型基础设施方面，今年将出台“十四五”新型基础设施建设规划，大力发展数字经济，拓展 5G 应用，加快工业互联网、数据中心等建设。在新型城镇化方面，实施城市更新行动，全面推进城镇老旧小区改造，推进以县城为重要载体的城镇化建设。在重大工程方面，及时推进川藏铁路、西宁至成都铁路、大藤峡水利枢纽工程等交通水利重大项目。今年以来多地密集上马新一批重大项目，其中河南下发 2021 年度 5G 项目清单，共计 559 个项目，总投资 580 多亿元；湖南则发布 2021 年“数字新基建”100 个标志性项目名单，总投资 216 亿元；广州发布 2021 年科创领域“新基建”方案，首批投资更达到 1,681 亿元，其中明确今年将推进超算中心、数据中心与云计算中心建设。根据中国信通院的预测，2021 年新基建投资预计约为 1.78 万亿元，整个“十四五”时期投资预计达到 10.53 万亿元。随着中国加速发展数字经济并向绿色低碳的发展方式转型，能够提供更高边际效益的“新基建”投资将成为下一轮基建投资增长的主要动力。

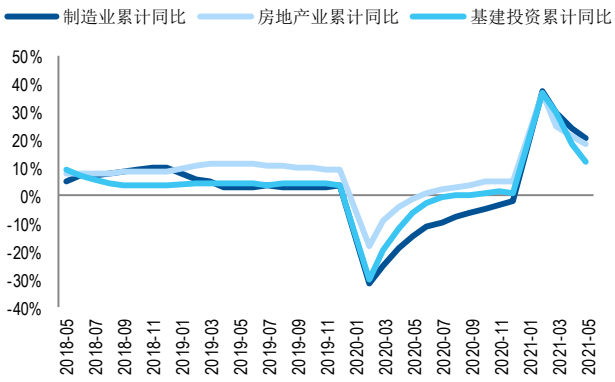
2021 年保障性住房投资额预计将维持高位。根据住建部公布的数据，“十三五”期间全国棚改累计开工超过 2,300 万套，超过原预计的 2,000 万套多 300 万套，超额完成“十三五”规划的目标。虽然如此，住建部住房保障司负责人潘伟在 2021 年 4 月 21 日国新办就《国家基本公共服务标准（2021 年版）》有关情况举行的发布会会上表示，下一步将做好公租房保障，会同相关部门继续对大城市新筹集公租房给予中央补助，指导各地实行实物保障和货币补贴并举，不断加大对城镇住房、收入困难家庭的保障力度，对城镇低保、低收入住房困难家庭应保尽保。我们认为这一表态与此前发布的“十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要”里提到要加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度。尤其是以人口流入多、房价高的城市为重点，扩大保障性租赁住房供给，着力解决困难群体和新市民住房问题的论述是一致。显示中央政府认为保障性住房的建设仍有其逼切性，至少未来五年仍将是投资重点。根据发改委的公告，截至 2021 年 6 月 30 日共安排三批保障性安居工程的中央预算内投资计划，总投资达到 960 亿元，反映投资强度并无减少甚至高于过去两年。我们预计 2021 年保障性住房的投资额将维持高位。

我们预计 2021 年交通运输、仓储和邮政业投资增速为 5%。据中国统计局数据显示，2021 年 1-5 月交通运输、仓储和邮政业投资增速为 12.1%，增幅较 1-4 月的 19.8%收窄 7.7 个百分点。其中铁路运输业投资增速为 7.1%，增幅较 1-4 月的 27.5%收窄 20.4 个百分点；道路运输业投资增速为 10.6%，增幅较 1-4 月的 16.8%收窄 6.2 个百分点。若与 2019 年同期相比 2021 年 1-5 月交通运输、仓储和邮政业，路运输业投资及道路运输业两年的年化投资增速分别为 8.6%，2.3%及 9.0%，较 1-4 月各自分别为 12.3%，16.8%及 11.2%的年化投资增速均有所下跌，特别是铁路运输业投资增速下跌幅度较大，我们认为主要因为去年 1 季度疫情导致大量交通基建工程延后，在 4 月中疫情开始获得全国性控制后，大量积压的工程集中于 5 月开工导致去年投资基数较高所致。交通运输部新闻

发言人孙文剑在 2021 年 5 月 27 日交通部举行 5 月份例行新闻发布会上称，自 2020 年 5 月起，交通固定资产投资累计增速由负转正，基本补齐疫情造成的缺口。全年完成投资 3.5 万亿元，比 2019 年增长 7.1%，增速为近三年最高水平。根据 2021 年 1 月交通部印发的《关于服务构建新发展格局的指导意见》，未来三年中国将新增城际铁路和市域铁路运营里程 3,000 公里，新改建高速公路里程 2.5 万公里，以此推算年均新增城际铁路和市域铁路 1,000 公里，新改建高速公路里程 8,330 公里，年均投资预计达 1.38 万亿元，而 2020 年两者投资估计合共 1.13 万亿元，即有 23%的增长。此外，根据《新时代交通强国铁路先行规划纲要》提出的要求，到 2035 年全国铁路网达到 20 万公里左右，其中高铁 7 万公里左右，相对现时仅 14.6 万公里的铁路总里程及 3.8 万公里的高铁里程，未来年均新增铁路里程及高铁里程分为 3,600 公里及 2,133 公里，虽然略低于 2020 年分别为 4,933 公里及 2,900 公里的新增里程，但考虑到原材料及工资成本的长期上升，未来年均铁路投资额预计不会低于 2020 年的水平，即约 8,000 亿元。而为形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局，支持国内循环的普通公路及支持国外发展的机场及港口建设必将持续增长，提供坚强的交通运输保障。因此我们认为在城际铁路及高速公路投资维持较快增长、铁路投资维持稳定，以及普通公路、机场及港口维持温和增长的情况下，2021 年交通基建投资在 2020 年较高的基数下，仍可维持 5%的增长。

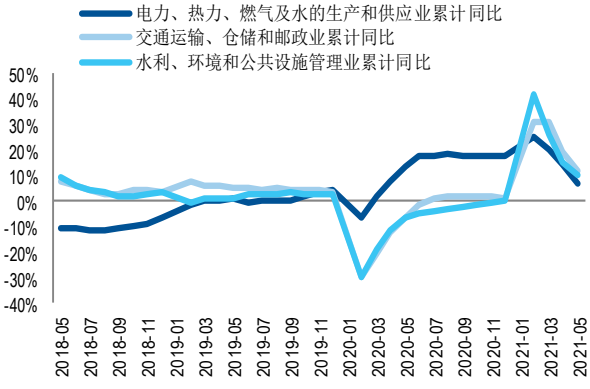
我们预计 2021 年水利、环境和公共设施管理业投资增速为 2%。据中国统计局数据显示，2021 年 1-5 月水利、环境和公共设施管理业投资增速为 10.2%，增速较 1-4 月的 15.6%收窄 5.4 个百分点。其中水利管理业投资增速为 15.4%，增速较 1-4 月的 24.9%收窄 9.5 个百点；生态保护和环境业投资增速为 20.0%，增速较 1-4 月的 19.3%提高 0.7 个百分点；公共设施管理业投资增速为 8.7%，增速较 1-4 月的 14.1%收窄 5.4 个百点。水利部部长鄂竟平在 2021 年 1 月 25 日的 2021 年全国水利工作会议上表示，2021 年将高标准推进重大水利工程建设，加快黄河古贤水利枢纽工程等 150 项重大水利工程建设，争取早开工、多开工。重点推进南水北调东线一期北延应急供水工程及东、中线一期工程配套建设任务，我们预计 2021 年水利相关投资增长将略高于去年。在生态环境投资方面，现时大部份环境治理相关的“十四五”规划纲要尚未公布，我们认为大量环境相关投资或将等待纲要发布后始作投入，将影响今年环境投资的增长。预计今年环境投资最多与去年持平。在公共设施方面，以体育设施为例，根据发改委及体育总局于 2021 年 4 月发布《“十四五”时期全民健身设施补短板工程实施方案》，提出到 2025 年人均体育场地面积要达到 2.6 平方米以上，较 2020 年的 2.2 平方米增加 18.2%。而在“十三五”期间人均体育场地面积从约 1.6 平方米增加至 2.2 平方米，增加 37.5%。我们认为“十四五”时期公共设施投资仍将维持一定增长，但增速将低于“十三五”，加上今年作为五年计划的第一年，一般投资完成度较低，预计 2021 年公共设施管理投资仅有轻微增长。总体而言，我们预计 2021 年水利、环境和公共设施管理业投资增速为 2%。

制造业、房地产业与基建固定资产投资增速



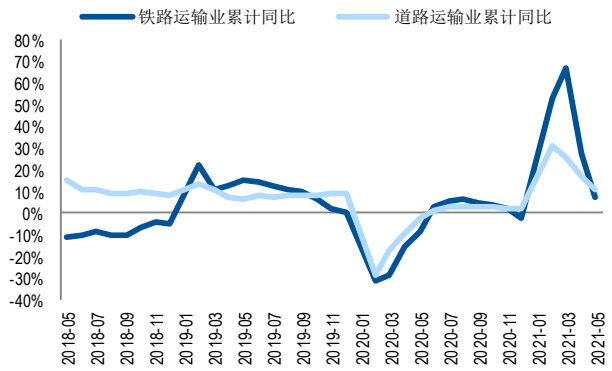
资料来源：中国统计局。

基建分部固定资产投资增速



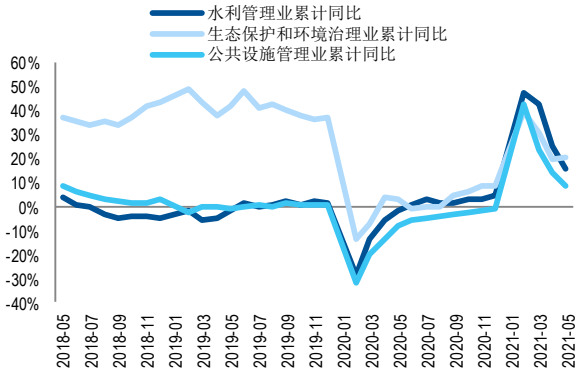
资料来源：中国统计局。

铁路及道路固定资产投资增速



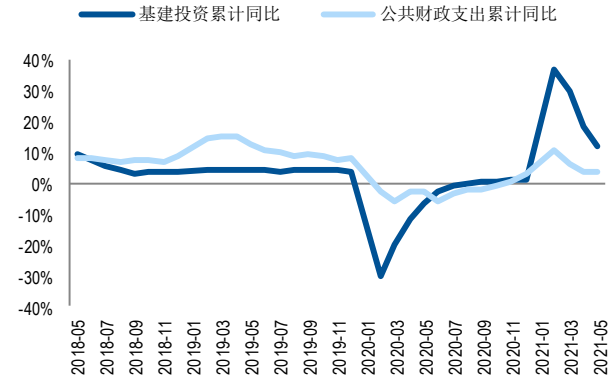
资料来源：中国统计局。

水利、生态环保及公共设施固定资产投资增速



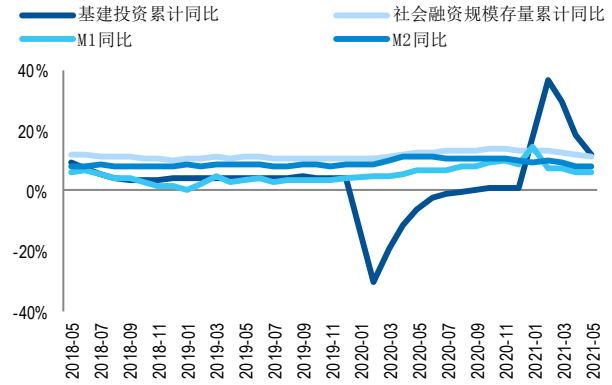
资料来源：中国财政部。

基建投资增速与公共财政支出增速



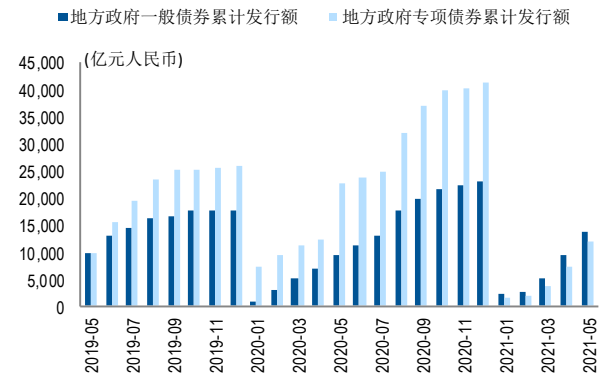
资料来源：中国统计局、财政部。

基建投资增速与货币供应及社融增速



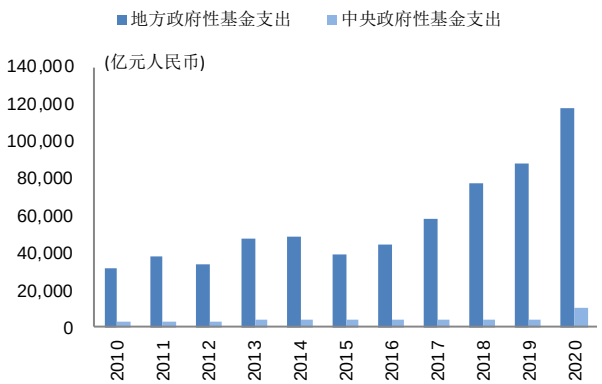
资料来源：中国统计局、中国人民银行。

地方政府债券发行情况



资料来源：中国统计局、财政部。

中央及地方政府性基金支出情况



资料来源：中国统计局、财政部。

2021 年上半年发改委批复的重大基建工程及规划

日期	项目	投资额（亿元）
2021 年 1 月 11 日	新建雄安新区至忻州高速铁路	572.40
2021 年 1 月 26 日	佛山市城市轨道交通第二期建设规划（2021-2026 年）	772.13
2021 年 2 月 22 日	保障性安居工程 2021 年第一批中央预算内投资计划	296.93
2021 年 3 月 4 日	榆横矿区可可盖煤矿项目	124.34
2021 年 3 月 19 日	故宫博物院北院区	19.78
2021 年 4 月 2 日	保障性安居工程 2021 年第二批中央预算内投资计划	422.33
2021 年 6 月 15 日	保障性安居工程 2021 年第三批中央预算内投资计划	240.63
2021 年 6 月 25 日	气象基础设施 2021 年第二批中央预算内投资计划	10.00
	总计	**2,458.54**

资料来源：中国国家发改委，各地发改委。

投资建议

我们预计 2021 年基建投资增速至少为 2.5%，行业首选中国建筑国际(03311 HK)，次选中国中铁(00390 HK)。2020 年大部份投资项目受疫情影响均于下半年才大规模动工，这些项目的密集施工期顺延到 2021 年，因此 2021 年基建投资规模整体应高于 2020 年。虽然 2020 年下半年基建投资额基数较高，但我们认为前述有利因素将促使 2021 年下半年基建投资额至少与去年同期持平，对应全年基建投资增速为 2.9%。即使以较保守估计，我们认为 2021 基建投资增速至少可达 2.5%，整体看 2021 年基建行仍有足够的投资机会。第一，新型城镇化的持续推进；第二，加快绿色经济转型带来的新投资机会；第三，行业估值接近历史最低。从公司层面看，中国建筑国际(03311 HK)作为粤港澳大湾区最大的建筑工程企业，将持续受惠于大湾区强劲的建筑需求；而其作为最大的保障房建设企业，亦将受惠于政府对保障房的建设的持续投入。此外，公司旗下的中建海龙科技是中国装配式建筑业务的龙头企业，由于中国正加快发展绿色经济，装配式建筑大量减低碳排放的特质将为行业迎来爆发式的增长，我们认为该业务潜力庞大，将为公司带来长期的增长动力。维持其“买入”评级及 8.30 港元的目标价。中国中铁(00390 HK)作为中国两大铁路工程寡头之一，以及中国最大的城市轨道工程承包商(长期维持市占率逾 50%)，将受惠于未来几年城际铁路及城轨投资的稳定增长。此外，公司作为中国主要的公路工程建设企业之一(长期维持市占率 10%以上)，亦将受惠于国家对地方性主要高速公路及农村公路建设的持续投入。公司现时估值接近历史最低，并不合理。我们认为中国中铁(00390 HK)拥有良好的长线投资价值。维持“买入”评级及 6.70 港元的目标价。我们认为即使基建投资将进入低单位数增长的时代，鉴于截至 2020 年底中国城镇化率只有 63.9%，相对于美国以及日本在 1970 年及 1975 年时已分别达到 74%及 75.9%，及两国截至 2017 年底更分别达到 82%及 93%而言仍较低，中国城镇化之路仍十分漫长，而基建投资在很长一段时间内仍将稳步增长；此外，中国前八大建筑工程承包商的市场占有率仅有 20%不到，相对已发展国家的前五市大企业市占率普遍在 30%以上，中国建筑工程市场的集中度处于偏低水平，未来仍有大幅提高的空间，整合潜力十分巨大。基于行业确定的增长前景、充足的整合空间及接近历史低位的估值，维持行业的“跑赢大市”评级。

公司名称	编号	股价(HK$)	个股评级	2021市盈率(x)	2022市盈率(x)	2023市盈率(x)	2021市净率(x)	2021 ROE(%)	2021股息率(%)
中国铁建	01186	5.130	买入	2.3	2.1	1.9	0.2	9.5	6.6
中国中铁	00390	4.050	买入	3.1	2.7	2.5	0.2	10.2	6.1
中国交建	01800	3.770	收集	2.5	2.3	2.2	0.2	8.1	7.7
承达集团	01568	1.530	收集	7.6	7.2	6.4	1.0	13.9	5.2
中石化炼化工程	02386	5.030	买入	7.3	6.8	6.4	0.6	8.9	7.6
中国建筑国际	03311	5.300	买入	4.0	3.5	3.2	0.5	12.7	7.4
中国通号	03969	2.870	收集	6.0	5.6	5.1	0.6	9.5	9.2
中国能建	03996	0.780	收集	3.3	2.9	2.5	0.3	9.9	5.5
市值加权平均			**跑赢大市**	**3.5**	**3.2**	**2.9**	**0.3**	**9.8**	**6.9**

资料来源：彭博、国泰君安国际。

国内大中型铁路建设市占率维持第一

分析员：黄家玮 Gary Wong

中国中铁(00390 HK)

评级：买入

股价: HK$4.050

目标价: HK$6.70

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net Profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (Δ%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2019A	850,843	23,678	0.950	32.3	3.8	10.540	0.3	0.169	4.7	10.7
2020A	974,732	25,188	0.963	1.4	3.5	12.741	0.3	0.180	5.3	9.9
2021F	1,076,633	28,643	1.104	14.6	3.1	13.657	0.2	0.206	6.1	10.2
2022F	1,179,225	31,897	1.236	12.0	2.7	14.638	0.2	0.231	6.8	10.4
2023F	1,282,980	35,053	1.365	10.4	2.5	15.824	0.2	0.256	7.6	10.4

已发行股本 Shares in issue (m)	24,570.9	大股东 Major shareholder	中铁工 47.2%
市值 Market cap. (HK$ m)	99,512.1	流通比例 Free float (%)	52.8
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)	16,585.6	2021 年净负债/股东资金 2021 Net gearing (%)	39.9
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK$)	4.850 / 3.330	2021 年每股估值 2021 NAV (HK$)	8.6
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)			(1.2) / (1.5) / 6.6
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)			(0.1) / (3.0) / (11.4)

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

中国中铁(00390 HK)2021 年第 1 季度收入同比增 50.9%至 2,370 亿元(人民币，下同)，股东净利同比增 80.9%至 65 亿元。业绩符合预期。股东净利大幅增加主要由于去年同期因新冠疫情造成大量工程项目停工及延期，导致利去年同期润基数较低。整体毛利率同比提高 0.1 个百分点至 9.8%，其中基建业务毛利率为 8.1%，同比增加 0.9 个百分点，主要因为毛利率较高的公路和市政业务收入增幅较大。销售费用率同比持平为 0.5%、管理费用率同比减少 0.7 个百分点至 2.6%、财务费用率持同比减少 0.2 个百分点至 0.7%，费率基本可控。2021 年 1 季度新签合同额为 3,292 亿元，同比跌 2.5%。其中基建新签 2,800 亿元，同比跌 7.3%。分部看，铁路新签 527 亿元，同比跌 6.7%；公路新签 343 亿元，同比跌 53.4%；市政及其他新签 1,930 亿元，同比增 12.2%。截至 2021 年 3 月 31 日，公司未完成合同额达 37,810 亿元，同比增 10.9%。

根据<新时代交通强国铁路先行规划纲要>，到 2035 年全国铁路网达到 20 万公里左右，其中高铁 7 万公里左右，较现时分别为 14.6 万公里及 3.8 万公里的路网及高铁里程高 37.0%及 84.2%，预计"十四五"期间铁路年均投资仍将维持于 8,000 亿元左右。此外，受惠于新型城镇化及粤港澳大湾区等超大型城市群的加速建设，城轨投资将维持快速增长，预计"十四五"期间年均投资增速为 12%。公司作为大中型铁路及城轨建设市场市占率第一的龙头企业，将持续受惠于相关投资的稳步增长。维持公司 6.70 港元的目标价，对应 4.8/ 4.5/ 5.3 倍 2021/ 2022/ 2023 年 EV/EBITDA。维持"买入"评级。

正面因素分析

- 国内大中型铁路建设市占率达 57.3%，继续保持第一。
- 未完成合同额充裕，截至 2020 年底达年收入 3.8 倍。
- 矿产资源业务受惠于近期金属等大宗商品价格上涨。

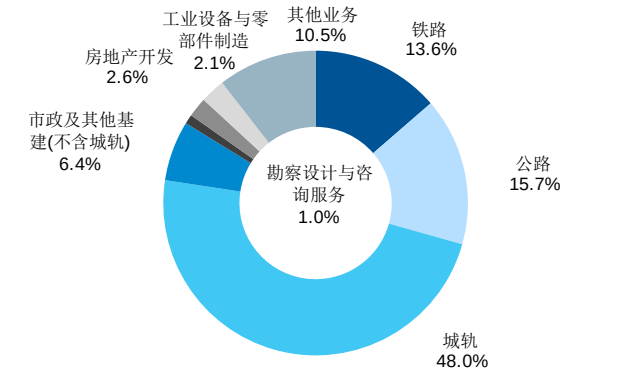
负面因素分析

- 2021 年第 1 季度新签合同额同比下跌。
- 2020 年房地产开发业务毛利率同比大跌。
- 金融业务受监管趋严和市场不景气影响，毛利率出现下跌。

风险分析

- 钢铁及水泥等原材料价格持续上涨，或将影响基建业务毛利率。
- 地方债务问题或拖慢部份项目投资进度。
- 海外项目将承受一定地缘政治风险。

2021 年第 1 季度新签合同明细



资料来源：公司。

损益表

截至 12 月底(百万人民币)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
营业额	850,843	974,732	1,076,633	1,179,225	1,282,980
经营成本	(770,979)	(884,380)	(974,654)	(1,067,543)	(1,161,308)
毛利	79,864	90,352	101,980	111,681	121,673
其它收入/支出	(13,317)	(21,513)	(20,789)	(23,738)	(26,337)
销售及管理费用	(32,446)	(32,990)	(39,783)	(41,649)	(44,405)
经营利润	34,101	35,849	41,408	46,294	50,932
财务费用	(3,374)	(2,432)	(3,503)	(3,884)	(4,311)
应占联营及合资公司收益	2,460	2,195	2,415	2,589	2,776
除税前盈利	33,187	35,612	40,320	44,999	49,397
税项	(7,808)	(8,362)	(9,477)	(10,571)	(11,607)
除税后盈利	25,379	27,250	30,844	34,428	37,790
少数股东权益	(1,701)	(2,062)	(2,201)	(2,531)	(2,737)
股东应占溢利	23,678	25,188	28,643	31,897	35,053
每股盈利 (人民币)	0.950	0.963	1.104	1.236	1.365
增长/减少 (%)	32.3	1.4	14.6	12.0	10.4

重要财务比率

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
毛利率（%）	9.4	9.3	9.5	9.5	9.5
经营利润率（%）	4.4	4.0	4.2	4.2	4.2
净利率（%）	2.8	2.6	2.7	2.7	2.7
资产回报率（%）	2.2	2.1	2.2	2.2	2.3
股东资金回报率（%）	10.7	9.9	10.2	10.4	10.4
净负债比率（%）	41.8	37.8	39.9	39.4	38.2
净利息覆盖比率（倍）	6.1	5.3	5.1	5.4	5.5

资料来源：公司、国泰君安国际。

分拆铁建重工有利于释放公司价值

分析员：黄家玮 Gary Wong

中国铁建(01186 HK)

评级:买入

股价: HK$5.130

目标价: HK$8.50

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net Profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (Δ%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2019A	830,452	20,197	1.396	11.1	3.3	15.461	0.3	0.210	4.6	9.6
2020A	910,325	22,393	1.649	18.1	2.6	18.727	0.2	0.230	5.4	8.8
2021F	1,027,895	25,593	1.885	14.3	2.3	19.753	0.2	0.283	6.6	9.5
2022F	1,143,675	27,785	2.046	8.6	2.1	21.196	0.2	0.307	7.2	9.7
2023F	1,246,764	30,145	2.220	8.5	1.9	22.366	0.2	0.333	7.8	9.9

已发行股本 Shares in issue (m)	13,579.5	大股东 Major shareholder	中国铁建总公司 51.1%
市值 Market cap. (HK$ m)	69,662.8	流通比例 Free float (%)	48.9
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)	11,635.4	2021 年净负债/股东资金 2021 Net gearing (%)	6.0
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK$)	7.600 / 4.070	2021 年每股估值 2021 NAV (HK$)	11.5
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)			2.2 / 2.0 / (12.8)
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)			3.3 / 0.4 / (30.8)

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

中国铁建(01186 HK) 2021 年 1 季度收入同比增 61.2%至 2,340 亿元(人民币，下同)。股东净利同比增 68.5%至 50 亿元。业绩符合预期。股东净利大幅增加主要由于去年同期因新冠疫情造成大量工程项目停工及延期，导致利去年同期润基数较低。整体毛利率持同比减少 1.4 百分点至 7.4%、销售费用率同比减少 0.1 个百分点至 0.6%、管理费用率减少 0.7 个百分点至 2.1%、财务费用率同比减少 0.2 个百分点至 0.2%，费率基本可控。2021 年第 1 季度新签合同额为 4,589 亿元，同比增 34.9%。其中工程承包新签 3,713 亿元，同比增 20.9%。分部看铁路新签 570 亿元，同比增 7.5%；公路新签 539 亿元，同比增 28.1%；其他工程承包新签 2,604 亿元，同比增 22.9%。截至 2021 年 3 月 31 日，公司未完成合同额达 44,285 亿元，同比增 27.9%。

根据<新时代交通强国铁路先行规划纲要>，到 2035 年全国铁路网达到 20 万公里左右，其中高铁 7 万公里左右，较现时分别为 14.6 万公里及 3.8 万公里的路网及高铁里程高 37.0%及 84.2%，预计"十四五"期间铁路年均投资仍将维持于 8,000 亿元左右。公司作为国内两大铁路基建工程承包商之一，将受惠于中长期铁路投资维持高位。此外，公司分拆旗下铁建重工于上交所科创版上市，将带来大额特殊收益。随着日后更多的分拆实施，公司潜在价值逐步获得释放，有助提高公司估值。维持其 8.50 港元的目标价，对应 3.8/ 3.5 /3.2 倍 2021/ 2022/ 2023 年市盈率。维持"买入"评级。

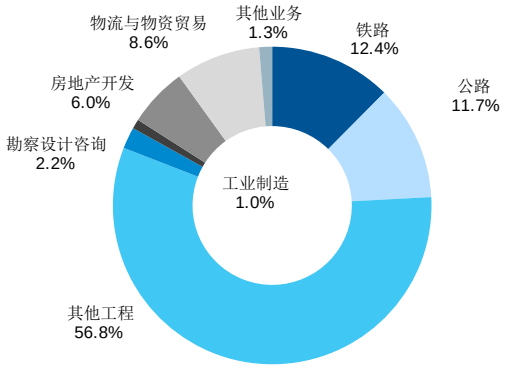
正面因素分析

- 2021 年第 1 季度新签合同增速达 34.9%，高于同业。
- 未完成合同额充裕，截至 2020 年底达年收入 4.9 倍。
- 分拆铁建重工于上交所科创版上市将带来特殊收益。

风险分析

- 钢铁及水泥等原材料价格持续上涨，或将影响基建业务毛利率。
- 地方债务问题或拖慢部份项目投资进度。
- 海外项目将承受一定地缘政治风险。

2021 年第 1 季度新签合同明细



资料来源：公司。

负面因素分析

- 2021 年第 1 季度毛利率同比下跌。
- 2021 年第 1 季度境外签合同额同比大跌 21.8%。
- 2020 年工程承包业务收入占比仍达 84.1%，业务集中度较高。

损益表

截至12月底(百万人民币)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
营业收入	830,452	910,325	1,027,895	1,143,675	1,246,764
经营成本	(750,365)	(825,987)	(931,519)	(1,037,453)	(1,131,283)
毛利	80,087	84,338	96,377	106,222	115,481
其它收入	(8,714)	(6,752)	(7,982)	(8,339)	(8,633)
销售及管理费用	(40,112)	(43,312)	(49,250)	(55,370)	(60,984)
经营利润	31,261	34,273	39,144	42,513	45,864
应占联营及合资公司收益	398	470	249	225	336
财务费用	(3,632)	(3,253)	(2,342)	(2,669)	(2,789)
除税前盈利	28,027	31,491	37,051	40,069	43,410
税项	(5,403)	(5,782)	(7,464)	(7,947)	(8,560)
除税后盈利	22,624	25,709	29,587	32,122	34,850
少数股东权益	(2,426)	(3,316)	(3,994)	(4,336)	(4,705)
股东应占溢利	20,197	22,393	25,593	27,785	30,145
每股盈利 (人民币)	1.396	1.649	1.885	2.046	2.220
增长/减少 (%)	11.1	18.1	14.3	8.6	8.5

重要财务比率

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
毛利率（%）	9.6	9.3	9.4	9.3	9.3
经营利润率（%）	3.8	3.8	3.8	3.7	3.7
净利率（%）	2.4	2.5	2.5	2.4	2.4
资产回报率（%）	1.9	1.8	1.9	1.9	1.9
股东资金回报率（%）	9.6	8.8	9.5	9.7	9.9
净负债比率（%）	0.0	净现金	6.0	7.1	12.2
净利息覆盖比率（倍）	4.1	4.9	5.8	5.8	6.0

资料来源：公司、国泰君安国际。

2021 年业绩将进一步改善

分析员：黄家玮 Gary Wong

承达控股(01568 HK)

评级：收集

股价: HK$1.530

目标价: HK$2.50

End 12/31	Turnover (HK$ m)	Net Profit (HK$ m)	EPS (HK$)	EPS (Δ%)	PER (x)	BPS (HK$)	PBR (x)	DPS (HK$)	Yield (%)	ROE (%)
2019A	6,096	413	0.191	8.3	8.0	1.175	1.3	0.025	1.6	17.1
2020A	5,929	406	0.188	(1.6)	8.1	1.389	1.1	0.080	5.2	14.7
2021F	6,528	436	0.202	7.3	7.6	1.511	1.0	0.080	5.2	13.9
2022F	6,979	458	0.212	4.9	7.2	1.643	0.9	0.080	5.2	13.5
2023F	7,466	515	0.238	12.4	6.4	1.801	0.8	0.090	5.9	13.8

已发行股本 Shares in issue (m)	2,158.2	大股东 Major shareholder	江河创建 51.3%
市值 Market cap. (HK$ m)	3,302.1	流通比例 Free float (%)	48.7
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)	37.0	2021 年净负债/股东资金 2021 Net gearing (%)	净现金
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK$)	3.400 / 1.440	2021 年每股估值 2021 NAV (HK$)	4.9
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)			(1.3) / (16.2) / (51.5)
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)			(0.2) / (17.7) / (69.5)

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

承达集团（01568 HK）2020 年收入同比跌 2.7%至 59 亿港元。股东净利同比跌 1.6%至 4 亿港元。业绩略好于预期，主要由于中国内地室内装潢工程业务表现好于预期。股东净利下跌主要因为金融资产公允值变动亏损同比增 45.7%至 0.73 亿港元及期内若干客户的付款速度放慢导致预期信用损失同比增 1.9 倍至 1 亿港元，调整该等因素以及其它一次性因素后股东净利应可录得双位数增长。来自香港/澳门/中国大陆的室内装潢工程业务分别同比变化+14.8%/-12.1%/+22.6%至 17 亿港元/18 亿港元/21 亿港元。整体毛利率同比提高 1.5 个百分点至 15.4%，主要受到香港及中国内地室内装潢工程业务毛利率改善推动。销售费用率同比持平于 0.2%，行政费用率同比提高 0.2 个百分点至 4.6%。截至 2020 年 12 月 31 日，总合同金额和剩余工程价值分别为 70 亿港元及 36 亿港元。

由于澳门赌场步入装修翻新周期，且许多赌场还计划增加翻新费用以便在新冠疫情后重新开放吸引更多游客，我们对澳门市场持乐观态度，加上中国大陆市场正在复苏，我们预计 2021 年业绩将进一步改善。维持其 2.50 港元的目标价，相当于 12.4/11.8/10.5 倍的 2021/2022/2023 年市盈率。维持"收集"评级。

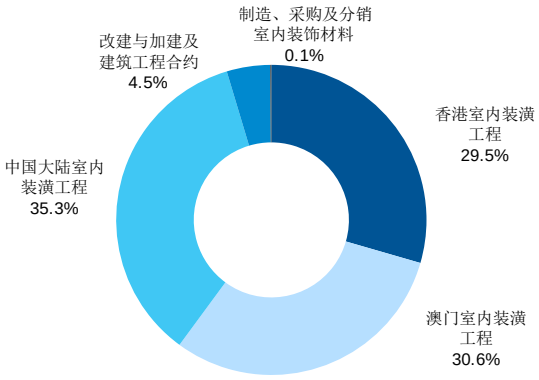
正面因素分析

- 中国大陆业务在 2020 年下半年强劲复苏。
- 多个大型澳门赌场进入翻新周期，澳门室内装潢工程收入或将持续复苏。
- 公司现金流较好，债务水平不高。

风险分析

- 公司经营较大程度依赖于现有两位创始人兼执行董事的执行力，他们或有可能于未来几年内退休。
- 大额信用减值准备或将再出现。
- 公司业务高度依赖于几大客户。

2020 年全年分部收入



资料来源：公司。

负面因素分析

- 原核数师德勤于 6 月 29 日请辞。
- 公司近年经常出现大额投资亏损。
- 改建与加建及建筑工程业务表现持续转差。

损益表

截至 12 月底(百万港元)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
营业额	6,096	5,929	6,528	6,979	7,466
经营成本	(5,246)	(5,014)	(5,576)	(5,971)	(6,368)
毛利	850	915	952	1,008	1,098
其它收入	(72)	(151)	(145)	(163)	(174)
销售与管理费用	(277)	(280)	(292)	(304)	(316)
经营溢利	500	483	515	542	608
财务费用	(15)	(8)	(5)	(6)	(7)
应占联营/合资公司收入	3	3	4	4	5
除税前盈利	489	479	513	540	606
税项	(76)	(72)	(77)	(82)	(92)
除税后盈利	413	406	436	458	515
股东应占盈利	413	406	436	458	515
每股盈利 (港元)	0.191	0.188	0.202	0.212	0.238
增长/减少 (%)	8.3	(1.6)	7.3	4.9	12.4

重要财务比率

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
毛利率（%）	13.9	15.4	14.6	14.4	14.7
经营利润率（%）	8.2	8.1	7.9	7.8	8.1
净利率（%）	6.8	6.9	6.7	6.6	6.9
资产回报率（%）	7.7	6.8	6.6	6.4	6.6
股东资金回报率（%）	17.1	14.7	13.9	13.5	13.8
净负债比率（%）	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
净利息覆盖比率（倍）	34.4	62.7	97.6	89.4	87.3

资料来源：公司、国泰君安国际。

业绩稳步复苏

分析员：黄家玮 Gary Wong

中交建(01800 HK)

评级：收集

股价: HK$3.770

目标价：HK$4.90

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net Profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (Δ%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2019A	553,114	19,999	1.157	(0.5)	2.9	14.214	0.2	0.233	6.9	8.7
2020A	624,495	16,475	0.921	(20.4)	3.4	15.151	0.2	0.181	5.8	6.7
2021F	718,677	21,230	1.250	35.7	2.5	16.221	0.2	0.243	7.7	8.1
2022F	808,268	22,798	1.347	7.7	2.3	17.368	0.2	0.261	8.3	8.1
2023F	893,367	24,501	1.452	7.8	2.2	18.602	0.2	0.280	8.9	8.1

已发行股本 Shares in issue (m)	16,165.7	大股东 Major shareholder	中交集团 58.0%
市值 Market cap. (HK$ m)	60,944.7	流通比例 Free float (%)	42.0
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)	15,855.7	2021 年净负债/股东资金 2021 Net gearing (%)	130.4
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK$)	5.240 / 3.210	2021 年每股估值 2021 NAV (HK$)	7.6
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)			4.9 / 4.6 / (8.6)
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)			6.0 / 3.0 / (26.6)

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

中交建(01800 HK) 2021 年第 1 季度收入同比增 59.0%至 1,519 亿元(人民币，下同)。股东净利同比增 85.3%至 43 亿元。业绩符合预期。股东净利大幅增加主要由于去年同期因新冠疫情造成大量工程项目停工及延期，导致去年同期利润基数较低。整体毛利率持同比减少 0.2 个百分点至 11.9%。销售费用率持平为 0.2%、管理费用率减少 1.3 个百分点至 3.3%、财务费用率持同比减少 0.4 个百分点至 1.3%，费率基本可控。2021 年第 1 季度新签合同额同比大增 80.3%至 2,277 亿元，其中基建新签同比增 80.8%至 1,981 亿元，包括港口建设新签 148 亿元，增 41.9%、道路与桥梁建设新签 934 亿元，增 144.3%、铁路建设新签 111 亿元，增 8,852.4%、城市建设新签 1,810 亿元，增 84.4%，境外工程新签 579 亿元，增 13.0%。此外，基建设计新签增 155.9%至 132 亿元，疏浚新签增 58.9%至 363 亿元，其他新签增 89.0%至 29 亿元。

根据国务院印发的<国家综合立体交通网规划纲要>，到 2035 年国家综合立体交通网实体线网总规模合计 70 万公里左右（不含国际陆路通道境外段、空中及海上航路、邮路里程）。其中铁路 20 万公里左右、公路 46 万公里左右，高等级航道 2.5 万公里左右，反映中长期交通基建投资仍将维持高位，加上新型城镇化等政策的稳步推进，公司作为国内交通基建及城市建设的龙头企业将持续受惠。维持其 4.90 港元的目标价，对应 7.3/ 7.8/ 7.9 倍的 2021/ 2022/ 2023 年 EV/EBITDA。维持"收集"评级。

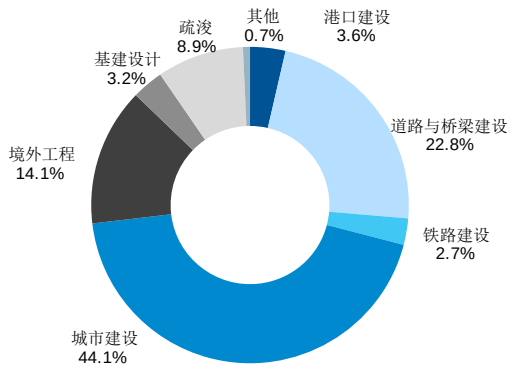
正面因素分析

- 2021 年第 1 季度新签合同增速达 80.3%，高于同业。
- 未完成合同额充裕，截至 2020 年底达年收入 4.7 倍。
- 现时股息率属行业里最高之一。

风险分析

- 钢铁及水泥等原材料价格持续上涨，或将影响基建业务毛利率。
- 地方债务问题或拖慢部份项目投资进度。
- 海外项目将承受一定地缘政治风险。

2021 年第 1 季度新签合同明细



资料来源：公司。

负面因素分析

- 2021 年第 1 季度毛利率同比下跌。
- 2020 年为海外业务作大额拨备。
- 最近两年的利润增速均低于同业平均水平。

损益表

截至 12 月底(百万人民币)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
营业额	553,114	624,495	718,677	808,268	893,367
经营成本	(483,817)	(544,459)	(626,391)	(705,569)	(779,489)
毛利	69,297	80,036	92,286	102,699	113,878
其它收入	5,393	1,578	2,895	3,289	2,587
销售及管理费用	(40,558)	(47,209)	(54,393)	(60,973)	(66,980)
经营利润	34,132	34,405	40,789	45,015	49,485
应占联营及合资公司收益	55	(613)	69	76	83
财务费用	(6,838)	(6,835)	(9,076)	(10,962)	(12,890)
除税前盈利	27,349	26,957	31,781	34,128	36,678
税项	(5,824)	(7,328)	(6,833)	(7,338)	(7,886)
除税后盈利	21,525	19,629	24,948	26,791	28,793
少数股东权益	(1,526)	(3,154)	(3,718)	(3,993)	(4,291)
股东应占溢利	19,999	16,475	21,230	22,798	24,501
每股盈利 (人民币)	1.157	0.921	1.250	1.347	1.452
增长/减少 (%)	(0.5)	(20.4)	35.7	7.7	7.8

重要财务比率

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
毛利率（%）	12.5	12.8	12.8	12.7	12.7
经营利润率（%）	6.2	5.5	5.7	5.6	5.5
净利率（%）	3.6	2.6	3.0	2.8	2.7
资产回报率（%）	1.8	1.3	1.4	1.4	1.4
股东资金回报率（%）	8.7	6.7	8.1	8.1	8.1
净负债比率（%）	93.9	113.2	130.4	146.5	153.8
净利息覆盖比率（倍）	2.2	2.0	2.1	2.0	2.0

资料来源：公司、国泰君安国际。

估值仍有上修空间

分析员：邵俊樨 Peter Shao

中石化炼化工程(02386 HK)

评级：买入

股价: HK$5.030

目标价：HK$5.80

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net Profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (△%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2019A	52,261	2,183	0.493	30.1	9.1	6.159	0.7	0.320	7.1	8.2
2020A	52,353	2,382	0.538	9.1	7.8	6.381	0.7	0.300	7.2	8.6
2021F	56,238	2,556	0.577	7.2	7.3	6.645	0.6	0.318	7.6	8.9
2022F	59,972	2,739	0.619	7.3	6.8	6.937	0.6	0.340	8.1	9.1
2023F	63,103	2,903	0.656	6.0	6.4	7.244	0.6	0.361	8.6	9.2

已发行股本 Shares in issue (m)	4,428.0	大股东 Major shareholder	China Petrochemical Corporation 67.0%
市值 Market cap. (HK$ m)	22,272.8	流通比例 Free float (%)	29.7
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)	5,632.7	2021 年净负债/股东资金 2021 Net gearing (%)	净现金
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK$)	5.250 / 2.850	2021 年每股估值 2021 NAV (HK$)	11.8
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)			1.0 / 15.9 / 52.4
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)			3.2 / 16.3 / 34.4

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

2021 年第一季度，公司新签合同额同比增长 85.9%至人民币 298.93 亿元，已达到全年目标的 50.7%。按业务板块看，除新煤化工板块新签合同额增长同比持平外，炼油、化工等其他业务板块新签合同额均录得了 50%-120%的同比增长。截至今年一季度末，公司在手合同额达人民币 1,220 亿元，创历史新高。

我们给予“买入”评级，目标价 5.80 港元。公司强劲的新签合同表现，叠加周期性板块受捧等市场层面因素，推动公司股价年迄今上涨逾 50%。但公司估值若按市净率和市盈率来看，仍低于过去 5 年平均水平。虽然目前中国炼油炼化行业产能仍然结构性过剩，但对新产能的投资并未因此而停滞。事实上，中国目前在多种炼化产品上仍依赖进口，每年化工贸易赤字达到人民币 260-280 亿元，行业中仍有较多投资机会。据中石化经济技术研究院，“十四五”期间中国炼能将净增约 1.2 亿吨/年。考虑到公司一季度新签合同表现抢眼，且行业持续转型下公司业务向好，我们认为可给予更高估值。我们的目标价对应了 8.4 倍 2021 年市盈率，高出公司 5 年历史前瞻市盈率均值约 0.5 个标准差。

正面因素分析

- 公司业务受益于中国炼化行业持续的升级转型；
- 资产负债状况良好，现金充沛，股息率高。

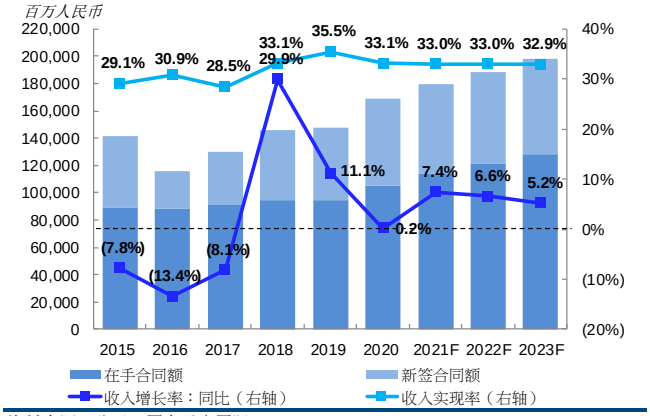
负面因素分析

- 原材料价格有所上涨，影响公司成本端；
- 公司主要海外市场疫情仍然严重（如俄罗斯、东南亚等）。

风险分析

- 在手合同中的主要项目或被取消或延迟；
- 海外市场竞争激励，业务增长或不及预期。

公司新签合同额、未完成合同额、收入增长以及收入实现率



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万人民币)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
总收入	52,261	52,353	56,238	59,972	63,103
销售成本	(46,778)	(46,639)	(50,221)	(53,615)	(56,414)
毛利	5,483	5,714	6,017	6,357	6,689
管理费用	(1,282)	(1,256)	(1,327)	(1,439)	(1,514)
销售及营销费用	(131)	(135)	(145)	(154)	(163)
研发费用	(2,136)	(2,175)	(2,208)	(2,241)	(2,308)
其他收益—净额	84	56	84	68	54
经营利润	2,017	2,204	2,422	2,590	2,758
利息收入—净额	24	15	25	27	28
应占联营/合营公司利润	786	791	809	873	913
税前利润	2,827	3,011	3,257	3,490	3,699
所得税	(644)	(628)	(700)	(750)	(795)
税后利润	2,184	2,382	2,557	2,739	2,903
少数股东权益	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
股东净利	2,183	2,382	2,556	2,739	2,903
每股盈利（人民币）	0.493	0.538	0.577	0.619	0.656
每股股息（人民币）	0.492	0.536	0.576	0.617	0.654

重要财务比率

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
总收入增长(%)	11.2	0.2	7.42	6.6	5.2
净利增长(%)	30.0	7.1	7.32	7.2	6.0
毛利率(%)	10.5	10.9	10.7	10.6	10.6
净利率(%)	4.2	4.5	4.5	4.6	4.6
股东回报率(%)	8.2	8.6	8.9	9.1	9.2
净资产负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司、国泰君安国际。

组装式建筑业务快速增长

分析员：黄家玮 Gary Wong

中国建筑国际(03311 HK)

评级：买入

股价: HK$5.300

目标价：HK$8.30

End 12/31	Turnover (HK$ m)	Net Profit (HK$ m)	EPS (HK$)	EPS (Δ%)	PER (x)	BPS (HK$)	PBR (x)	DPS (HK$)	Yield (%)	ROE (%)
2019A	61,670	5,413	1.072	20.3	4.9	8.348	0.6	0.320	6.0	13.4
2020A	62,458	6,015	1.191	11.1	4.4	9.723	0.5	0.360	6.8	13.2
2021F	70,805	6,672	1.321	10.9	4.0	11.044	0.5	0.390	7.4	12.7
2022F	78,594	7,551	1.496	13.2	3.5	12.540	0.4	0.440	8.3	12.7
2023F	87,116	8,462	1.676	12.1	3.2	14.216	0.4	0.480	9.1	12.5

已发行股本 Shares in issue (m)	4,961.6	大股东 Major shareholder	中国海外集团 64.7%
市值 Market cap. (HK$ m)	26,296.5	流通比例 Free float (%)	35.3
3 个月平均成交股数 3 month average vol. (‘000)	7,046.3	2021 年净负债/股东资金 2021 Net gearing (%)	55.9
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK$)	6.940 / 4.110	2021 年每股估值 2021 NAV (HK$)	13.3
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)			(0.5) / 2.8 / 25.0
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)			0.6 / 1.2 / 7.0

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

中国建筑国际(03311 HK)2021 年第 1 季度主要经营数据均同比大增，主要因为 2020 年 1 季度公司受新冠疫情的影响导致招标及施工进度严重受阻。由于国内疫情于 2020 年下半年已基本受控，公司经营已回复正常，因此业绩同比大幅回升，整体业绩符合预期。2021 年 1 季度新签合约占公司全年目标 1,400 亿港元的 21.9%，低于 2019 年同期的 28.8%，但显著高于 2020 年同期的 12.9%。期内新签较大额的合约包括澳门银娱路凼第四期项目(应占合约额约为 126.0 亿港元)；香港青衣青康路北一及二期公屋项目(应占合约额约为 13.3 亿港元)；河北沧州经开区安置房定向回购项目(应占合约额约为港币 11.4 亿港元)。2020 年来自香港建筑工程收入同比增加 4.6%至 224 亿港元，主要由于中标多个香港特区政府的防疫工程项目。澳门建筑工程收入同比减少 4.1%至 45 亿港元，主要由于疫情导致部分工程进度推迟。中国大陆基建投资项目收入同比增加 1.3%至 323 亿港元，主要因为 2020 年下半年基建投资持续反弹使业务量有所增加。

公司 2020 年共宣派每股达 0.36 港元的股息，同比增加 12.5%，反映公司对未来的现金流状况充满信心。此外，其组装式建筑业务正进入快速增长期，现时估值并没有反映相关的业务潜力。维持其 8.30 港元的目标价，对应 7.1/ 6.5/ 5.9 倍的 2021/ 2022/ 2023 年 EV/ EBITDA。维持“买入”评级。

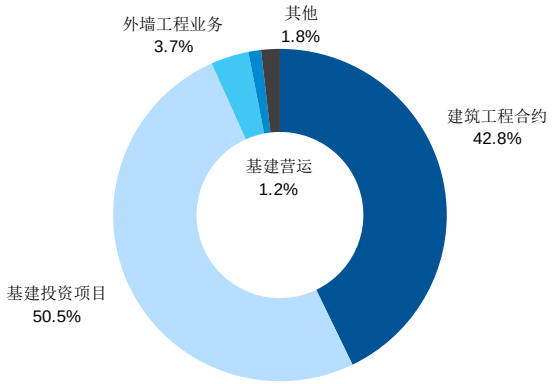
正面因素分析

- 全资附属中建海龙是中国最大的装配式建筑企业之一，将持续受惠于行业的快速增长。
- 2020 年股息增加 12.5%，反映对未来现金流信心十足。
- 未完成合同额充裕，截至 2020 年底达年收入 4.0 倍。

风险分析

- 地方债务问题或拖慢部份项目投资进度。
- 香港建筑工程收入因基数较高，增速或将放缓。
- 此前与礼顿的联营公司被曝违规或将引起索偿。

2020 年全年分部收入



资料来源：公司。

负面因素分析

- 2020 年毛利率同比下跌。
- 2020 年有息债务及财务费用大增。
- 行政、销售及其他经营费用率持续提高。

损益表

截至 12 月底(百万港元)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
营业额	61,670	62,458	70,805	78,594	87,116
经营成本	(52,434)	(53,174)	(60,212)	(66,615)	(73,680)
毛利	9,236	9,284	10,593	11,979	13,436
其它收入	637	979	616	651	668
销售及管理费用	(1,682)	(1,920)	(2,337)	(2,751)	(3,223)
经营利润	8,191	8,343	8,872	9,879	10,881
财务费用	(2,279)	(2,680)	(2,619)	(2,893)	(3,188)
应占联营/合资公司收益	1,373	2,582	2,934	3,335	3,793
除税前盈利	7,284	8,244	9,186	10,321	11,485
税项	(1,561)	(1,760)	(1,973)	(2,217)	(2,459)
除税后盈利	5,724	6,484	7,214	8,104	9,027
少数股东权益	(310)	(469)	(542)	(553)	(565)
股东应占盈利	5,413	6,015	6,672	7,551	8,462
每股盈利 (港元)	1.072	1.191	1.321	1.496	1.676
增长/减少 (%)	20.3	11.1	10.9	13.2	12.1

重要财务比率

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
毛利率（%）	15.0	14.9	15.0	15.2	15.4
经营利润率（%）	13.3	13.4	12.5	12.6	12.5
净利率（%）	8.8	9.6	9.4	9.6	9.7
资产回报率（%）	3.4	3.2	3.2	3.3	3.3
股东资金回报率（%）	13.4	13.2	12.7	12.7	12.5
净负债比率（%）	49.7	60.0	55.9	51.1	46.3
净利息覆盖比率（倍）	3.6	3.1	3.4	3.4	3.4

资料来源：公司、国泰君安国际。

财务状况维持强劲

分析员：黄家玮 Gary Wong

中国通号(03969 HK)

评级：收集

股价: HK$2.870

目标价：HK$4.30

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net Profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (Δ%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2019A	41,646	3,816	0.380	0.0	6.8	3.9	0.7	0.200	7.8	9.3
2020A	40,124	3,819	0.343	(9.8)	7.0	4.0	0.6	0.200	8.4	9.0
2021F	42,887	3,947	0.399	16.4	6.0	4.2	0.6	0.200	8.4	9.5
2022F	47,535	4,508	0.426	6.7	5.6	4.4	0.5	0.210	8.8	9.6
2023F	52,691	4,997	0.472	10.9	5.1	4.7	0.5	0.220	9.2	10.1

已发行股本 Shares in issue (m)	10,589.8	大股东 Major shareholder	通号集团 62.4%
市值 Market cap. (HK$ m)	46,065.6	流通比例 Free float (%)	37.6
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)	8,142.6	2021 年净负债/股东资金 2021 Net gearing (%)	净现金
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK$)	3.900 / 2.490	2021 年每股估值 2021 NAV (HK$)	6.0
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)			(0.6) / (2.5) / (6.6)
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)			0.5 / (4.1) / (24.6)

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

中国通号(03969 HK) 2021 年 1 季度收入同比增 27.6%至 66 亿元(人民币，下同)。股东净利同比增 16.2%至 6 亿元。业绩符合预期。从终端市场来看，铁路市场收入同比增 18.5%至 31 亿元，城轨市场收入同比增 28.5%至 16 亿元，海外业务收入同比增 21.9%至 0.9 亿元，工程总承包收入同比增 45.7%至 18 亿元，其他业务收入同比增 597.5%至 0.1 亿元。公司整体毛利率同比提高 0.2 百分点至 26.5%。销售费用率同比提高 0.1 百分点至 2.7%、行政管理费用率同比持平于 8.1%、研发费用率同比跌 0.5 个百分点至 4.7%、净财务收入 69 百万元，同比减少 48.9%。2021 年第 1 季度公司新签合同额 76 亿，同比增 11.7%。其中铁路市场新签同比跌 23.9%至 27 亿元，城轨市场新签同比跌 1.6%至 17 亿元，海外业务收入同比增 107.4%至 1 亿元，工程总承包及其他新签同比增 110.2%至 31 亿元。

根据<新时代交通强国铁路先行规划纲要>，到 2035 年全国铁路网达到 20 万公里左右，其中高铁 7 万公里左右，较现时分别为 14.6 万公里及 3.8 万公里的路网及高铁里程高 37.0%及 84.2%，预计"十四五"期间铁路年均投资仍将维持于 8,000 亿元左右。此外，受惠于新型城镇化及粤港澳大湾区等超大型城市群的加速建设，城轨投资将维持快速增长，预计"十四五"期间年均投资增速为 12%。作为中国轨道交通控制系统及通信系统的龙头企业，公司将持续受惠于相关投资的稳步增长。维持其 4.30 港元的目标价，对应 9.0/ 8.4/ 7.6 倍的 2021/ 2022/ 2023 年市盈率。维持"收集"评级。

正面因素分析

- 公司自主研发的城市轨道交通列车控制系统及中国列车运行控制系统在国替的背景下有望被广泛使用。
- 作为铁路信号系统集成龙头企业，将受惠于粤港澳大湾区的多条轨道交通建设。
- 2021 年第 1 季度海外业务新签合同额同比增加近 1 倍。

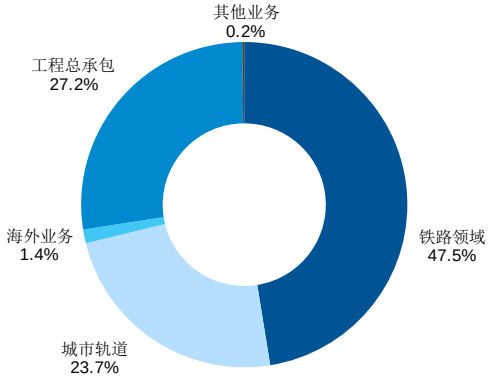
负面因素分析

- 长期手持大量的净现金，资金管理效率不高。
- 公司在国内市场的绝对领导地位使得公司难以进一步大幅提升市场份额。
- 公司海外市场扩展进度差于预期。

风险分析

- 原材料价格持续上涨，或将影响业务毛利率。
- 地方债务问题或拖慢部份项目投资进度。
- 海外项目将承受一定地缘政治风险。

2021 年 1 季度收入



资料来源：公司。

损益表

截至 12 月底(百万人民币)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
营业额	41,646	40,124	42,887	47,535	52,691
经营成本	(32,112)	(31,269)	(33,335)	(36,948)	(40,950)
毛利	9,534	8,855	9,552	10,587	11,741
其它收入	553	416	426	518	603
销售及管理费用	(5,252)	(4,507)	(5,018)	(5,514)	(6,112)
经营利润	4,835	4,765	4,960	5,591	6,232
净财务(费用)/收入	144	250	306	326	330
营业外收入/(支出)	48	21	35	28	31
除税前盈利	5,027	5,036	5,301	5,945	6,593
税项	(850)	(796)	(939)	(982)	(1,081)
除税后盈利	4,177	4,239	4,362	4,963	5,513
少数股东权益	(361)	(420)	(415)	(455)	(515)
股东应占溢利	3,816	3,819	3,947	4,508	4,997
每股盈利 (人民币)	0.380	0.343	0.399	0.426	0.472
增长/减少 (%)	0.0	(9.8)	16.4	6.7	10.9

重要财务比率

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
毛利率（%）	22.9	22.1	22.9	22.3	22.3
经营利润率（%）	11.6	11.9	12.2	11.8	11.8
净利率（%）	9.2	9.5	9.8	9.5	9.5
资产回报率（%）	3.9	3.6	3.8	3.7	3.8
股东资金回报率（%）	9.3	9.0	9.5	9.6	10.1
净负债比率（%）	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司、国泰君安国际。

于 A 股上市将在 2021 年内完成

分析员：朱俊杰 Jun Zhu

中国能建(03996 HK)

评级：收集

股价:HK$0.780

目标价：HK$1.19

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net Profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (△%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2019A	247,291	5,072	0.170	10.8	4.1	1.837	0.4	0.031	4.4	9.6
2020A	270,328	4,517	0.151	(11.0)	4.3	1.963	0.3	0.023	3.4	7.9
2021F	307,874	5,980	0.199	31.7	3.3	2.071	0.3	0.036	5.5	9.9
2022F	344,364	6,727	0.224	12.5	2.9	2.187	0.3	0.045	6.9	10.5
2023F	379,434	7,703	0.257	14.5	2.5	2.311	0.3	0.051	7.9	11.4

已发行股本 Shares in issue (m)	30,020.4	大股东 Major shareholder	中国能建集团 62.3%
市值 Market cap. (HK$ m)	23,415.9	流通比例 Free float (%)	23.2
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)	2,059.9	2021 年净负债/股东资金 2021 Net gearing (%)	90.5
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK$)	0.880 / 0.660	2021 年每股估值 2021 NAV (HK$)	1.36
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)			9.4 / 1.3 / 15.7
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)			10.5 / (0.3) / (2.3)

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

公司 2021 年第 1 季度的收入同比升 71%至人民币 613.1 亿元，而前 3 个月的股东净利润则由负转正至人民币 8.25 亿元。公司于期内的业绩符合其早前发布的正面盈利预告。公司 1 季度的股东净利润同比上升人民币 11.25 亿元或较 2019 年 1 季度的股东净利润上升 15.7%，预示着公司已全面从新冠疫情所造成的冲击中恢复过来。期内的综合毛利率同比微增 0.1 个百分点至 11.1%，而净利润率则同比上升 2.1 个百分点至 1.3%。公司宣布其于 2021 年 1 季度的新签合同额达人民币 2,438.72 亿元，同比增长 91.0%。其中，2021 年 1 季度的新签国内合同额同比大增 177.5%至人民币 1,663 亿元，而新签海外合同额则同比升 14.4%至人民币 776 亿元。截至 2020 年末的在手合同额达人民币 1.34 万亿元，同比升 11.2%。

我们对公司的投资评级为“收集”，目标价为 1.19 港元，相当于 5.0 倍/ 4.4 倍/ 3.9 倍 2021-2023 年市盈率或 0.5 倍/ 0.5 倍/ 0.4 倍 2021-2023 年市净率。

正面因素分析

- 公司在国内的特高压市场拥有最高的份额。
- 国内能源工程服务巨头，业务涉及各个能源领域。
- 后疫情时代下，海外基建投资将迎来黄金时期。

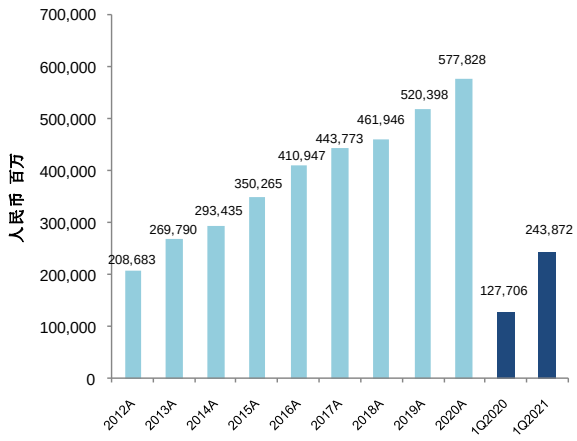
风险分析

- 可再生能源发电的迅速崛起将继续削弱传统能源项目的市场需求。
- 国内抑制火电发展将进一步阻碍公司火电工程项目以及与火电相关业务的发展。
- 国际业务受外交、政治和汇率等因素影响较大。

负面因素分析

- 国内将于十四五期间持续抑制传统能源行业的发展。
- 新冠疫情持续未受控或阻碍国内外对能源工程的投资。

公司历史新增订单量



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万人民币)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
营业额	247,291	270,328	307,874	344,364	379,434
销售成本	(214,954)	(234,227)	(266,510)	(297,634)	(327,373)
毛利	32,337	36,101	41,364	46,730	52,061
销售费用	(2,384)	(1,941)	(3,233)	(3,788)	(4,174)
管理费用	(12,126)	(11,905)	(15,702)	(18,251)	(20,869)
研发费用	(5,512)	(6,785)	(7,235)	(7,920)	(8,348)
经营利润	12,316	15,471	15,195	16,771	18,671
应占联合营公司利润	880	241	924	970	1,019
其他收入/支出	3,413	135	2,357	2,455	2,577
财务费用	(3,301)	(3,092)	(3,359)	(3,393)	(3,647)
税前利润	13,308	12,755	15,117	16,803	18,621
税项	(3,708)	(4,063)	(3,779)	(4,201)	(4,655)
少数股东权益	(4,528)	(4,175)	(5,358)	(5,875)	(6,263)
净利润	5,072	4,517	5,980	6,727	7,703
每股盈利(人民币)	0.170	0.151	0.199	0.224	0.257
每股股息(人民币)	0.031	0.023	0.036	0.045	0.051

重要财务比率

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
毛利率（%）	13.1	13.4	13.4	13.6	13.7
经营利润率（%）	5.0	5.7	4.9	4.9	4.9
净利率（%）	2.1	1.7	1.9	2.0	2.0
流动比率（倍）	1.2	1.1	1.1	1.1	1.1
股东资金回报率（%）	9.6	7.9	9.9	10.5	11.4
总资产回报率（%）	1.3	1.0	1.2	1.3	1.4
速动比率（倍）	0.4	0.5	0.5	0.4	0.4
存货周转期（天）	21.3	19.1	21.0	21.5	21.9
应收帐款周转期（天）	81.4	80.6	81.0	80.8	76.7
应付款周转期（天）	168.7	169.8	175.2	171.6	169.7
净负债比率（%）	105.3	104.6	90.5	98.5	98.8

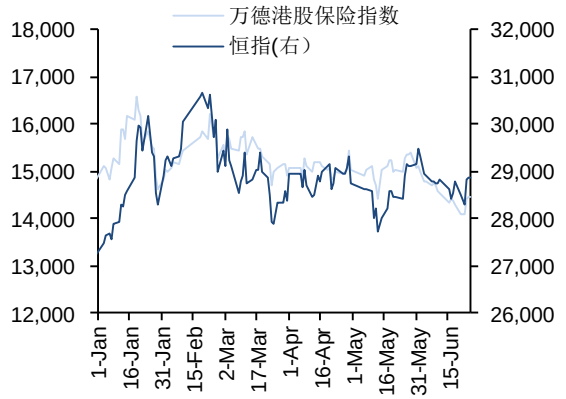
资料来源：公司、国泰君安国际。

保险行业 中性

分析员：黄重钧 Wiley Huang

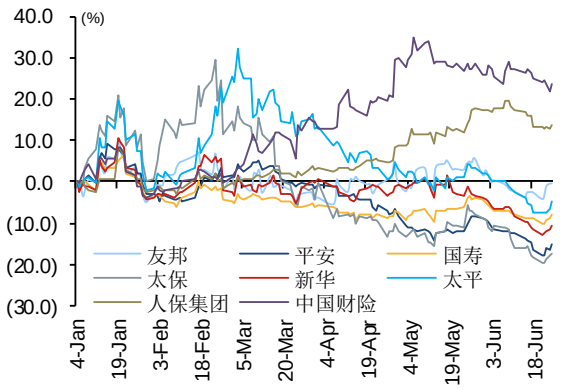
虽然经济继续稳步恢复，但是寿险和财险在二季度均遇到增长困难。寿险方面，受惠于开门红准备的提前以及旧重疾定义产品在1月31日的停售，一季度开门红期间的新单保费基本实现了增长。尽管新单保费录得增长，但是价值率受到理财类产品占比增加的影响出现了下滑。因此，一季度的新业务价值并未出现大幅增长。进入二季度后，寿险保费增长放缓明显，上市公司披露的新单保费也出现了下滑的情况。我们认为，主要原因是保障类产品对于个险渠道的销售难度仍然较大以及一季度销售旧定义产品提前透支了客户资源。财险行业在一季度继续被车险综改拖累，除了2月受惠于去年同期的低基数实现正增长外，其余月份均录得保费负增长。除了车险保费的负增长在二季度持续，非车险保费的增速在二季度也有所回落。虽然财险保费增长放缓，但是上市头部公司通过调整车险的业务结构和提高业务质量降低了车险综改对承保利润的影响。因此，财险公司的股价回报在2021年上半年好于寿险公司和以寿险为主的保险集团的股价回报。展望下半年，我们认为寿险新单保费增长疲弱的情况短期内难以扭转，新业务价值也将会受到新单保费和价值率双下降的影响而出现下滑。同时，我们认为车险综合改革对于车险保费的影响将会持续到9月，非车险的盈利情况也仍然取决于下半年自然灾害所导致的赔付情况。

港股保险行业上半年走势



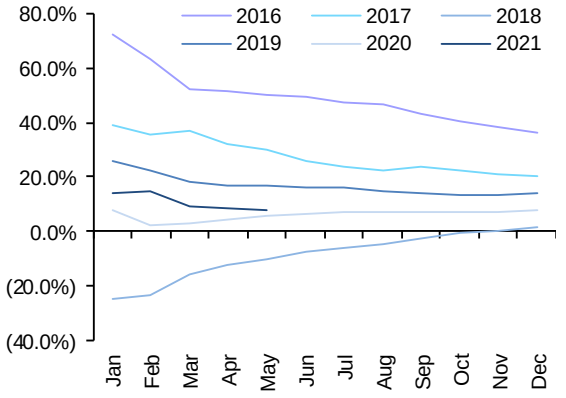
资料来源：WIND。

港股保险公司上半年股价回报



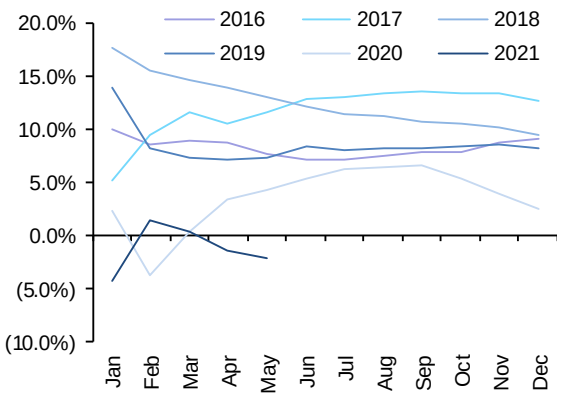
资料来源：Bloomberg。

保险行业人身险保费累计增长



资料来源：银保监会。

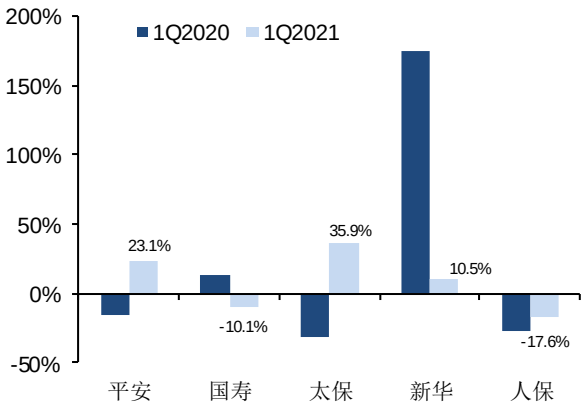
保险行业财产险保费累计增长



资料来源：银保监会。

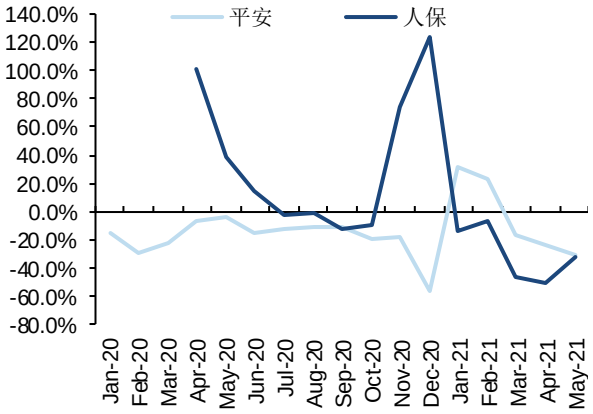
上市险企的寿险保费在一季度基本实现了增长，但是新单保费在二季度的增长形势不容乐观。在开门红提早准备及旧重疾定义产品停售的背景下，平安/国寿/太保/新华/人保分别在一季度实现23.1%/-10.1%/35.9%/10.5%/-17.6%的寿险新单保费增长。增长情况出现分化是由于平安/太保在2021年开门红期间重新推出理财类产品，因此新单保费增长较快。国寿/新华在2021年开门红期间也继续销售理财类产品，但是在2020年高基数的影响下出现了增长放缓或者负增长。进入二季度后，受到开门红期间客户资源的提前透支以及个险渠道人力规模下降的影响，保费增长出现下滑。根据平安和人保所披露的月度数据，寿险新单保费在二季度后开始出现保费增长放缓或保费负增长加大的情况。平安的个险渠道新单保费在4月和5月分别下滑了23.3%和30.7%，人保的寿险的长险首年保费也在4月和5月分别下滑了50.0%和31.6%。整体而言，我们认为二季度寿险行业所面对的形势不容乐观，二季度的新单保费大概率将录得负增长。

上市公司一季度寿险新单保费增长



资料来源：各公司。

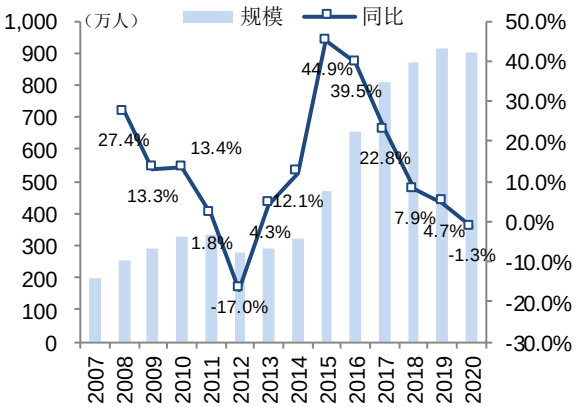
中国平安和人保集团的寿险新单增长



资料来源：中国平安、人保集团。

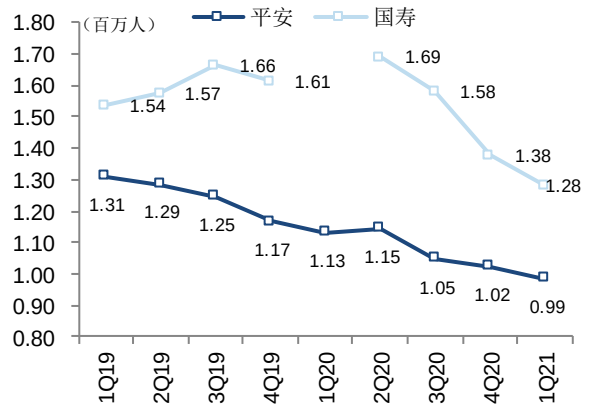
保障类产品难销售仍是导致个险渠道人力规模下滑的原因，目前行业正进行个险渠道的改革以适应新形势下的保障类产品销售。从2015年监管取消保险营销员资格考试后，个险代理人规模迎来了迅速的增长，2015年/2016年/2017年的增长达到了44.9%/39.5%/22.8%。2017年银监会134号文停售短期快返型产品后，粗放式发展的个险代理渠道很快暴露出了问题。相比短期快返型理财产品，保障型产品结构复杂且缴费周期较长，所以销售难度更大。所以，在134号文生效后的2018年和2019年，寿险营销员的增长明显放缓，寿险新单保费的增长也随之放缓。因此，寿险行业开始积极转型来应对，转型主要是通过提高招聘门槛和加强培训来提升营销员的综合素质。2020年疫情之后，个险营销员的规模继续下滑，一方面是因为疫情期间新增员工的素质较低，另一方面是因为疫情导致消费者的购买力下降。虽然，2020年下半年疫情在中国内地得到有效遏制，经济发展也逐步恢复。但是，面对疫情后百万医疗险和城市惠民保的竞争，个险营销员在保障类产品的销售上仍然是力不从心。根据银保监会相关负责人的发言，2020年的保险行业营销员规模为900万人，相当于1.3%的同比下滑。此外，平安和国寿的季报也显示营销员规模在2020年第二季度后连续三个季度都出现了规模下降。

中国保险行业代理人规模



资料来源：中国保险年鉴、银保监。

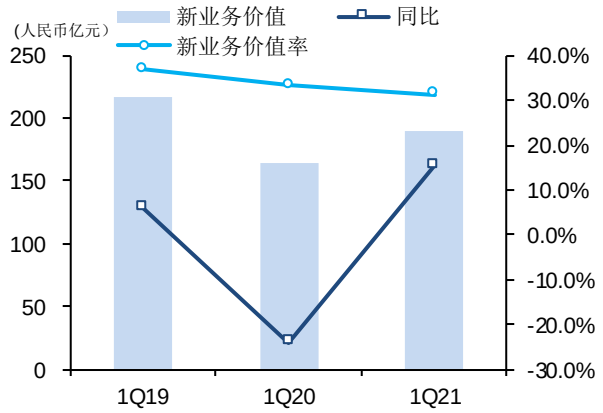
中国平安和人保集团的寿险个险渠道规模



资料来源：中国平安、人保集团。

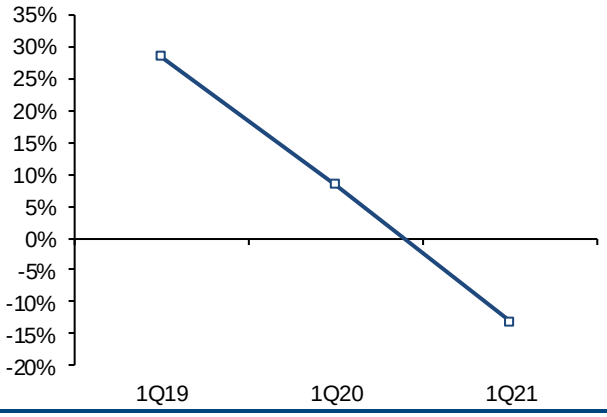
新业务价值率的下滑拖累了新业务价值的增长。虽然一季度新单增长基本符合预期，但是新业务价值率由于理财类产品的增加以及销售难度的降低而出现了下降。因此，2021年一季度的新业务价值并未出现大幅的增长，平安的寿险新业务价值在价值率下降2.0个百分点的情况下同比增长15.4%至人民币189.8亿元，国寿的新业务价值则在一季度下滑了13.2%。虽然二季度的数据并未披露，但是我们认为在新单保费增长放缓或者下滑的情况下，险企会推出性价更高的产品减轻个险渠道的产品销售压力，这会使得新业务价值率下降。因此，我们认为二季度的新业务价值率预计将会继续下降，相应的新业务价值也应该会出现下降。进入2021年下半年，在个险渠道的改革尚未完成且人力规模持续承压的情况下，我们预计新业务价值率将会继续下调以减缓销售端的压力。在新单保费增长和新业务价值率都存在下行压力的情况下，2021年下半年的新业务价值增长预计也将会继续承压。

中国平安历年一季度新业务价值



资料来源：中国平安。

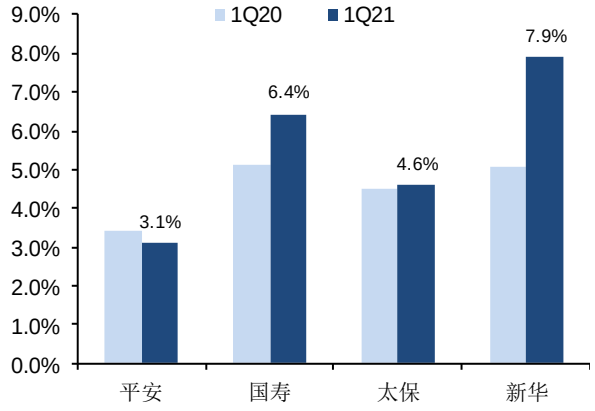
中国人寿历年一季度新业务价值增长



资料来源：中国人寿。

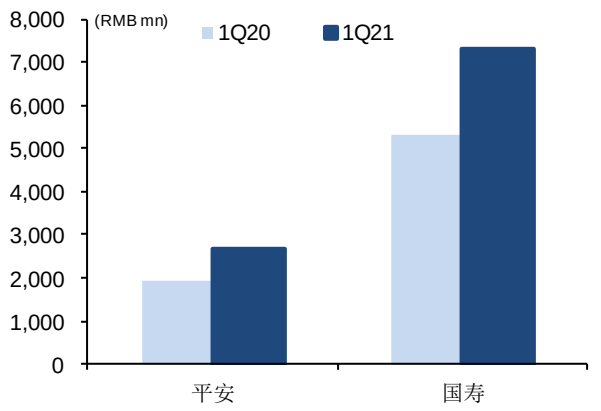
上半年股市造好增厚利润，准备金折现率将在下半年继续侵蚀利润。受益于上半年较好的股票市场走势，上市险企呈现出了较好的利润增长。除了平安因为计提华夏幸福相关的拨备导致总投资收益率下降，其他公司都录得了总投资收益率从的提升。因此，纯寿险公司国寿/新华的股东净利润在一季度分别增长了 67.3%/36.0%。目前，股票市场仍然维持在较高位置，债券收益率也仍然保持在 3.0%以上。因此，我们预计下半年的投资收益率或将继续增厚利润。但是，随着作为准备金折现率的 750 天国债收益率的下行，寿险责任准备的增提侵蚀了利润。平安在一季度增提的准备金达人民币 26.7 亿元，相当于寿险税后净利润的 21.2%。国寿一季度多计提准备金人民币 73.3 亿元，相当于税后净利润的 25.3%。展望 2021 年下半年，投资端较好的表现有望抵消准备金的增提，使得寿险净利润在下半年继续大幅增长。

上市公司投资收益率



资料来源：各公司。

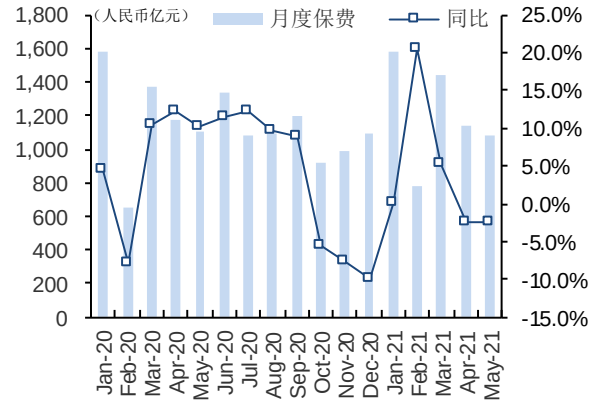
折现率变动对净利润的影响



资料来源：中国平安、中国人寿。

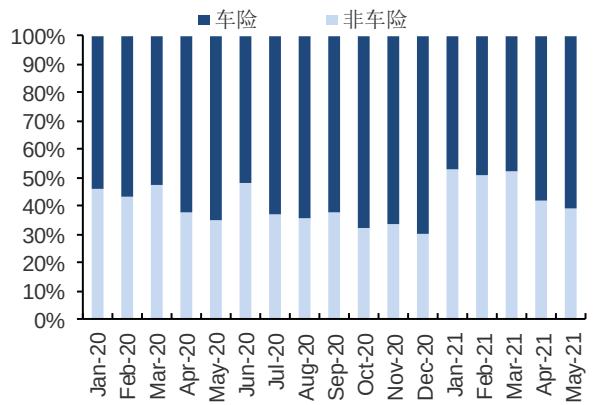
财险增长继续被车险综改拖累，非车险增长也在二季度放缓。根据银保监会披露的保险行业财产险公司保费情况，除了2月受益于去年同期疫情导致的低基数实现了超过20%的增长外，其余月份的保费趋近于零增长或负增长。导致财产险公司保费增长缓慢的主要原因仍然是车险综合改革所导致的件均保费下降，而这一趋势预计将会持续到综改落地期满一年后。在车险负增长的背景下，非车险成为拉动增长的动力，但是进入二季度后非车险保费的增长也出现了放缓。因此，4月和5月的车险保费占比均超过50%。我们认为，虽然健康险市场竞争日益激烈，在信用保证险风险出清后，非车险预计仍可以实现保费的增长。承保利润方面，头部上市财险公司有望通过获取优质客户和调整车险业务结构来减少综改的影响，但是财险行业的车险综合成本率预计会出现上升的情况。非车险的政策性业务的综合成本率仍存在不确定性，主要取决于下半年自然灾害所导致的赔付情况。

保险行业财产险公司保费增长



资料来源：中国财险。

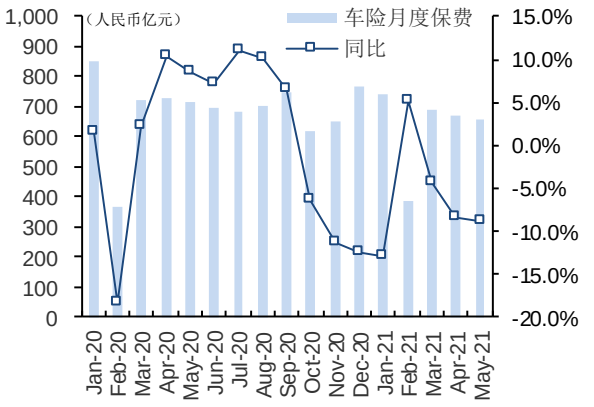
保险行业财产险保费累计增长



资料来源：中国平安。

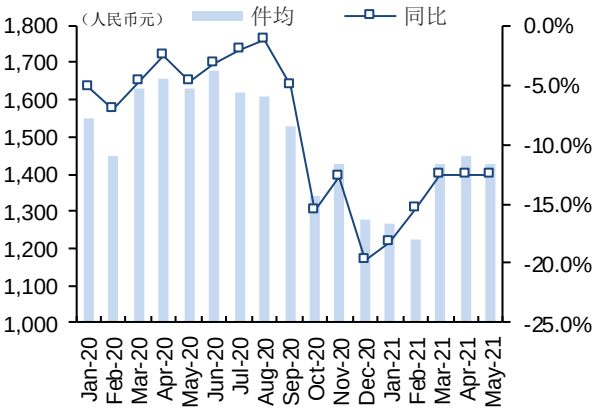
车险保费负增长预计持续到9月，上市公司的车险业务预计跑赢行业。车险综改落地后，月度车险件均保费下滑均超过12%。因此，除了2月受益于低基数实现5.2%增长以外，其余月份的车险保费均录得负增长。进入二季度后，4月/5月的车险保费分别下滑了8.5%/8.8%。上市公司披露的保费数据也基本与行业情况相似，中国财险的4月/5月的车险保费分别下滑13.2%/10.3%，平安的4月/5月的车险保费分别下滑6.1%/5.2%。虽然车险保费出现了下滑，但是头部上市公司通过获取赔付率低的优质客户和增加费用率较低的渠道获客，很好的控制住了综合成本率的上升。中国财险的车险综合成本率在2021年一季度仅上升0.4个百分点至94.6%，其中费用率降低9.1个百分点而赔付率上升9.5个百分点。考虑到车险综改到2021年9月才期满1年，我们认为件均保费的下滑将持续到9月，整个行业车险保费下滑的情况预计到9月才会有所好转。承保方面，尽管行业整体承压的趋势在下半年预计仍将会延续，但是头部险企通过提高家自车保费占比和增加低费率渠道的保费占比仍能降低件均保费下滑给综合成本率带来的影响。所以，我们认为上市头部险企的财险业务将在下半年继续跑赢行业的整体表现。

保险行业财险公司车险原保费及增长



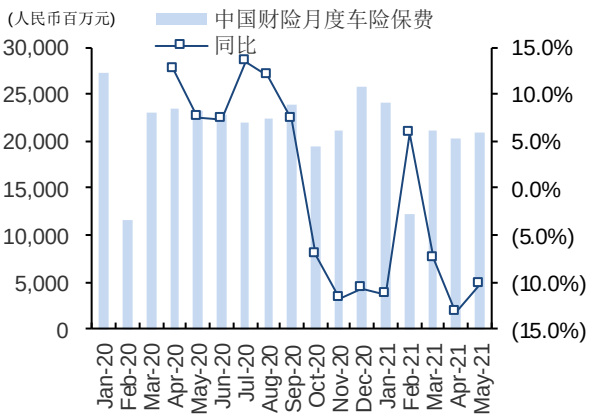
资料来源：银保监会。

保险行业财险公司车险件均保费及费率



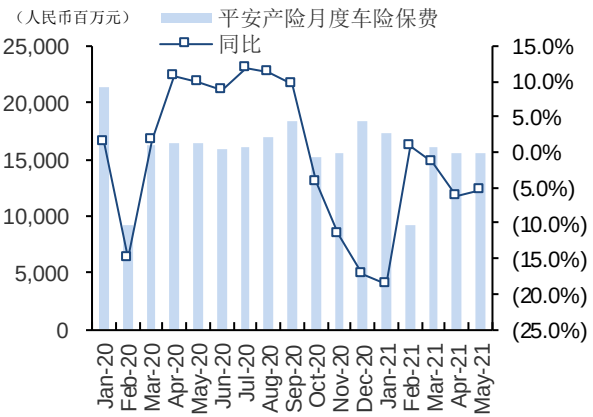
资料来源：银保监会。

中国财险月度车险保费增长



资料来源：中国财险。

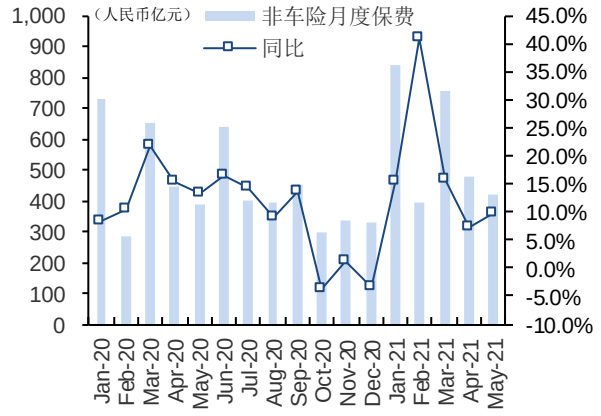
平安产险月度车险保费增长



资料来源：中国平安。

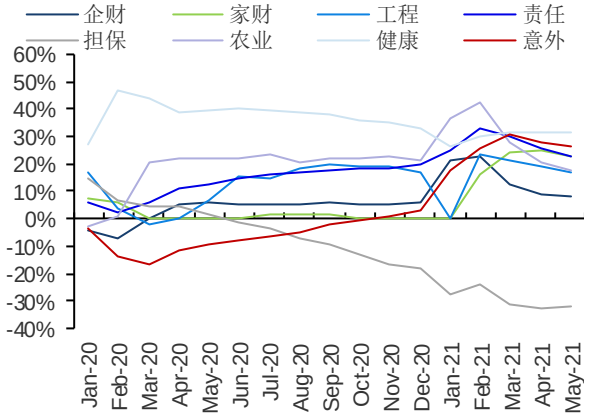
非车险增长在二季度放缓，健康险市场竞争加剧。在车险负增长的情况下，非车险成为险企拉动财险保费增长的唯一途径。根据银保监的数据，保险行业财险公司2021年一季度的非车险保费增长19.8%，除了2月因低基数增长了40.8%以外，1月/3月也都保持了15.0%左右的增长。但是，二季度的非车险保费增长放缓至4月/5月的7.2%/9.6%。我们认为政策性保险的增长放缓是拖累二季度增长的主要原因，2月后的责任险/工程险/农险的保费增长都出现回落。但是，健康险在二季度仍然维持了超过30%的增速。上市公司的非车险保费增长情况也与行业大致相似，中国财险的非车险保费增长在2月后也大幅回落，平安产险的非车险保费下滑也在2月后走阔。但是，二者的健康险保持增长趋势则略有不同，中国财险的意健险保费增长在4月/5月回落至5.9%/-10.5%，而平安产险的意健险保费则在4月/5月增长了20.3%/30.4%。我们认为中国财险的意健险保费增长的回落表明政策性业务的增长可能遇到了困难，而平安产险的意健险保费高增长则表明商业健康险市场的增长情况较好。尽管财险行业的健康险保持了稳健的增长，但是随着越来越多的险企开始大力发展商业健康险业务，我们预计健康险市场的竞争将会愈发激烈，整体规模应该会保持强劲的增长，但是个体险企的健康险保费规模增长或将因为激烈的竞争而放缓。

保险行业财险公司非车险原保费及增长



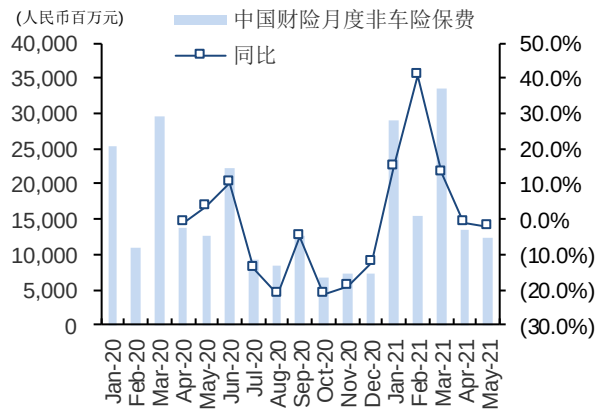
资料来源：银保监会。

保险行业财险公司各类非车险增长



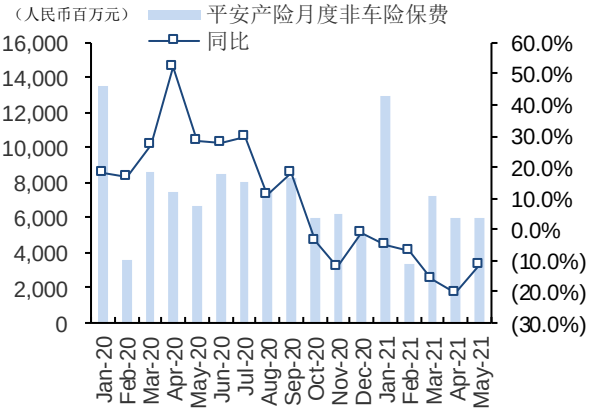
资料来源：银保监会。

中国财险月度非车险保费增长



资料来源：中国财险。

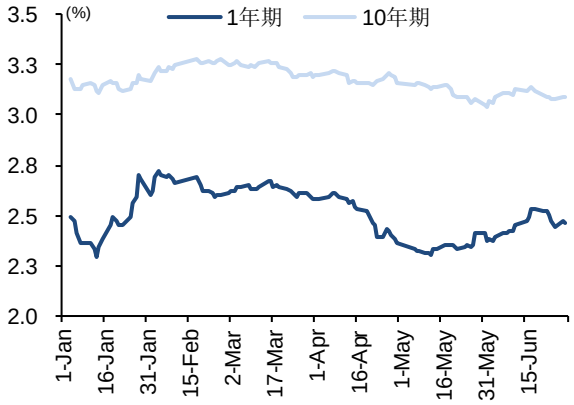
平安产险月度非车险保费增长



资料来源：中国平安。

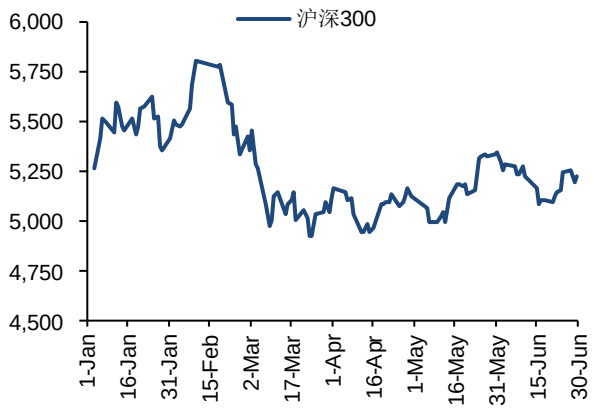
较好的股市表现利好投资收益的提升，险企债券配置比例继续增加。股票市场在一季度出表现较好，在二月达到高位后显著回调，但是在二季度后期又小幅走高。参考保险行业的资金配置情况，股票和投资基金的配置比例在2月后快速下滑，我们认为险资已在2月高位兑现了利润，因此2021年一季度的上市险企投资收益率普遍较好。债券方面，10年期国债收益率在一季度末达到高点后在二季度有所回落，6月30日的10年期国债收益率为3.08%。国债收益率的下行会对到资产的再配置带来一定的压力，但是收益率仍能保持在3.0%以上，我们认为整体影响可控。从资产配置的情况可以看到，险资的债券配置比例仍然在增加，从1月末的36.4%增加到了5月末的37.1%。整体来看，我们预计下半年股市或将保持震荡的行情，债券收益率有望继续维持在3.0%以上，这将有利于投资收益率在下半年的提升。

中国国债到期收益率



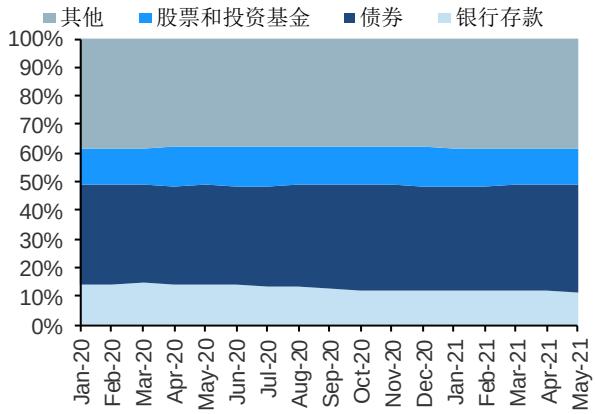
资料来源：Bloomberg。

A 股市场表现



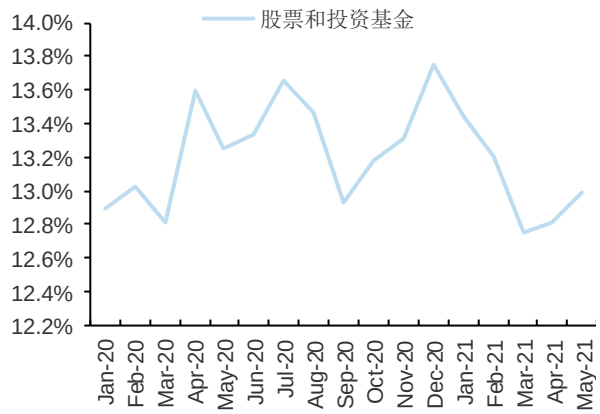
资料来源：Bloomberg。

各类投资资产占比



资料来源：银保监会。

股票和投资基金占比

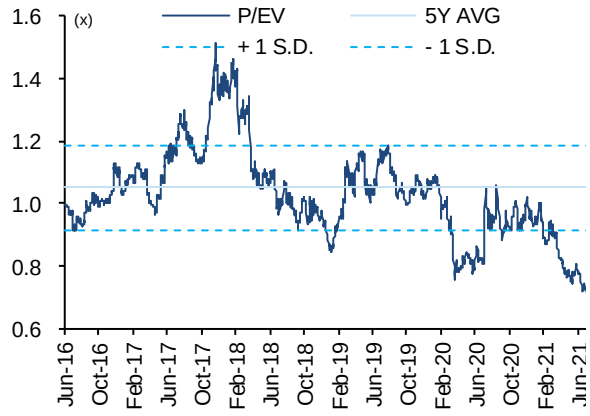


资料来源：银保监会。

投资建议

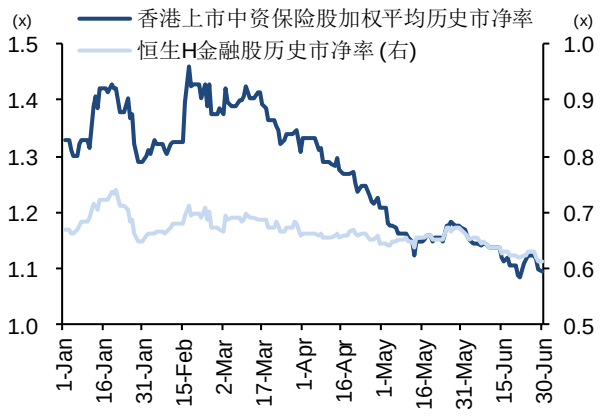
我们维持保险行业的“中性”的投资评级，我们的行业首选为友邦保险（01299 HK）。我们认为个险渠道的人力规模下滑和新重疾定义下保障类产品的难于销售将继续拖累寿险行业的新单保费和新业务价值的增长。车险综改对财险行业的影响将会持续到9月，非车险在下半年或仍面临自然灾害所导致的赔付增加。虽然保险行业资产端较好的表现预计将会持续，但是负债端的恢复仍然需要时间。因此，我们维持对于覆盖保险行业的“中性”评级。我们的行业首选为友邦保险，投资评级为“买入”。我们预计友邦保险在中国内地新设立的分公司以及对于中邮人寿的投资将会加快其中国内地市场的寿险保费增长。

港股上市保险公司加权平均 P/EV



资料来源：Bloomberg。

中资保险板块相对表现



资料来源：Bloomberg。

公司名称	编号	股价 (HK$)	个股评级	2021 市盈率(x)	2022 市盈率(x)	2023 市盈率(x)	2021 市净率(x)	2021 ROE(%)	2021 股息率(%)
中国太平	00966	12.920	中性	5.3	4.1	3.7	0.5	9.3	3.8
友邦保险	01299	95.000	买入	22.4	20.1	17.8	2.2	10.3	1.5
人保集团	01339	2.460	中性	3.8	3.7	3.4	0.4	11.8	9.2
中国财险	02328	6.800	中性	5.1	4.8	4.4	0.6	12.7	7.9
众安在线	06060	36.200	收集	69.8	57.4	43.6	3.3	4.8	0.0
市值加权平均			**中性**	**20.8**	**18.4**	**16.1**	**1.9**	**10.4**	**2.7**

资料来源：国泰君安国际。

寿险业务质量预计将会提高

分析员：黄重钧 Wiley Huang

中国太平(00966 HK)

评级：收集

股价: HK$12.920

目标价: HK$18.00

End 12/31	Turnover (HK$ m)	Net Profit (HK$ m)	EPS (HK$)	EPS (△%)	PER (x)	BPS (HK$)	PBR (x)	DPS (HK$)	Yield (%)	ROE (%)
2019A	223,019	9,009	2.457	50.2	5.3	21.232	0.6	0.300	2.3	12.7
2020A	233,535	6,549	1.822	(25.8)	7.1	25.222	0.5	0.400	3.1	7.8
2021F	253,008	8,772	2.441	34.0	5.3	27.174	0.5	0.488	3.8	9.3
2022F	278,800	11,222	3.123	27.9	4.1	29.672	0.4	0.625	4.8	11.0
2023F	311,722	12,476	3.471	11.1	3.7	32.449	0.4	0.694	5.4	11.2

已发行股本 Shares in issue (m)	3,594.0	大股东 Major shareholder	China Taiping Group 60.1%
市值 Market cap. (HK$ m)	46,434.5	流通比例 Free float (%)	39.9%
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)	8,789.5	FY 21 Target P/EV (x) 2021 年目标 P/EV (x)	0.6
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK$)	19.120 / 11.460	FY 21 Target P/B (x) 2021 年目标市净率 (x)	0.2
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)			(9.7) / (18.4) / 4.0
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)			(8.5) / (20.0) / (14.0)

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

太平人寿 5 月的累计保费同比增长 3.1%至人民币 791.65 亿元。5 月的寿险保费增速与 4 月份持平。分渠道看，个险期交保费和银保期交保费依然疲软，其在 5 月分别增长了 1.0%和 0.5%。考虑到个险代理渠道所面临的压力，我们预计新单保费将继续下滑。太平财险 5 月的累计保费同比增长 1.5%至人民币 114.42 亿元，5 月的单月保费增长了 6.8%。我们认为是非车险支撑了 5 月的增长。展望未来，由于车险综合改革，我们预计太平财险低迷的表现将会持续。

我们对中国太平采取了分部加总估值的方法，寿险业务使用 每股内含价值法得到的 0.58 倍 P/EV，内地财险业务使用 0.29 倍的市净率。在对中国太平进行了 25%的控股公司折让后，我们得出 18.00 港元的目标价。虽然中国内地财险业务仍面临车险综合改革的不利影响，但我们预计寿险业务的质量将会有所提高。因此，我们对于中国太平的投资评级为“收集”。

正面因素分析

- 2020 年的基数较低；
- 个险渠道整体执行力较强；
- 处于底部的估值非常吸引。

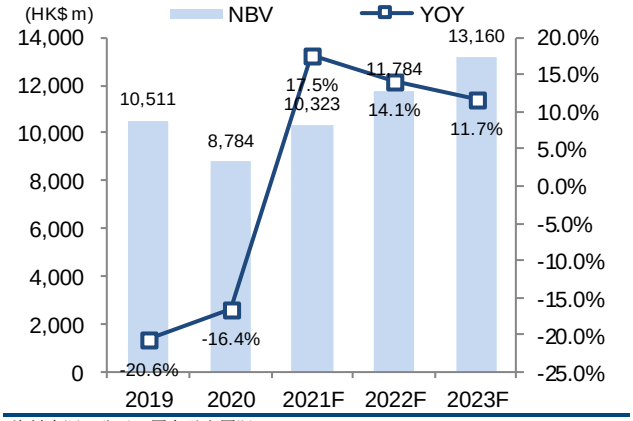
负面因素分析

- 银保渠道占比依旧较大；
- 派息比率低于同业。

风险分析

- 疫情反复使得个险渠道展业受阻；
- 境外疫情拖累的再保险业务和境外财险业务；
- 后疫情时代消费者的保险购买力并未完全恢复。

中国太平的寿险新业务价值及增速



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万港元)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
损益表					
总保费收入	223,019	233,535	253,008	278,800	311,722
已赚保费收入	208,768	217,932	234,742	259,001	289,559
投资收益	30,876	46,871	47,567	50,518	57,971
其他收益	4,884	5,311	3,794	3,769	3,757
总收入	244,528	270,113	286,102	313,288	351,286
保户利益	(58,374)	(65,274)	(65,631)	(71,179)	(79,432)
佣金费用	(24,004)	(21,146)	(25,462)	(31,077)	(34,730)
管理费用和其他费用	(35,278)	(34,250)	(35,343)	(38,896)	(43,494)
寿险责任准备金变动	(112,979)	(132,417)	(146,619)	(157,386)	(177,275)
总费用	(230,634)	(253,087)	(273,055)	(298,537)	(334,930)
应占合营公司利润	1,761	(1,571)	3,835	5,061	5,311
财务费用	(2,328)	(2,190)	(2,037)	(1,718)	(1,718)
税前盈利	13,326	13,265	14,845	18,094	19,949
股东净利润	9,009	6,549	8,772	11,222	12,476
资产负债表					
总资产	919,420	1,169,008	1,333,657	1,511,278	1,710,810
总负债	825,363	1,052,395	1,206,781	1,371,773	1,557,216
股东净资产	94,057	116,613	126,876	139,505	153,594

重要财务比率

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
寿险首年保费增速(%)	(1.7)	(22.5)	15.0	14.0	11.5
新业务价值（百万港元）	10,511	8,784	10,323	11,784	13,160
寿险内含价值(百万港元)	165,456	201,333	230,149	262,565	298,998
集团内含价值(百万港元)	205,398	248,609	277,983	312,354	351,186
集团内含价值增速(%)	14.6	21.0	11.8	12.4	12.4
内地财产险赔付率(%)	50.3	55.3	54.2	53.8	53.5
内财险综合成本率(%)	99.9	103.9	101.2	100.5	100.0
平均股本回报(%)	12.7	7.8	9.3	11.0	11.2
平均资产回报(%)	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3
新业务利润率(%)	27.6	29.8	30.5	30.5	30.5

资料来源：公司、国泰君安国际。

中国内地增长将会加速

分析员：黄重钧 Wiley Huang

友邦保险(01299 HK)

评级：买入

股价: HK$96.500

目标价：HK$120.00

End 12/31	Turnover (US$ m)	Net Profit (US$ m)	EPS (US$)	EPS (△%)	PER (x)	BPS (US$)	PBR (x)	DPS (US$)	Yield (%)	ROE (%)
2019A	47,242	5,979	0.500	127.3	24.8	4.545	2.7	0.162	1.3	12.7
2020A	50,359	5,779	0.480	(4.0)	25.9	5.225	2.4	0.174	1.4	9.8
2021F	52,883	6,708	0.555	15.6	22.4	5.588	2.2	0.188	1.5	10.3
2022F	54,486	7,508	0.620	11.7	20.1	5.993	2.1	0.211	1.7	10.7
2023F	60,735	8,467	0.698	12.6	17.8	6.449	1.9	0.239	1.9	11.2

已发行股本 Shares in issue (m)	12,094.9	大股东 Major shareholder	The BNY Mellon 9.1%
市值 Market cap. (HK$ m)	1,167,157.9	流通比例 Free float (%)	90.9%
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)	20,985.0	FY 21 Target P/EV (x) 2021 年目标 P/EV (x)	2.6
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK$)	109.300 / 68.850	FY 21 Target P/B (x) 2021 年目标市净率 (x)	2.9
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)			(2.7) / 2.3 / 33.5
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)			1.6 / 0.7 / 15.5

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

友邦保险通过其全资子公司友邦保险有限公司投资人民币 120.33 亿元认购中邮人寿保险股份有限公司 24.99%的投资后的股权，交易有待获得所有必要的监管批准。此外，友邦保险将有权向中邮人寿董事会提名一名非执行董事。由友邦保险和中邮人寿组成的技术支援咨询委员会将进一步创造价值。在中国内地市场方面，友邦中国将完全独立于此项投资。由于定位大众市场且可触达邮储银行的庞大分销网络，我们预计对中邮人寿的投资将加速友邦保险在中国内地寿险市场的扩张。此外，友邦保险将通过技术支援咨询委员会帮助提高中邮人寿的业务质量。在高净值客户市场方面，友邦中国将继续申请在新的省份设立分支机构，这将有望实现长期的增长。

我们对友邦保险采用评估法来估算，给予的15.5%权益成本和5.0%长期增长假设。我们的三阶段增长模型显示公司的估值为1,874亿美元，相当于2.63倍的2021年每股内含价值，对应目标价为120.00港元。虽然东南亚的疫情预计会拖累保费增长的恢复，但我们预计中国内地市场增长的加速将会支撑股指。我们对于友邦保险的投资评级为“买入”。

正面因素分析

- 收购中邮人寿有望打开中国内地的大众市场；
- 存量业务规模较大且质量较好；
- 分散的经营区域化有利于降低风险；

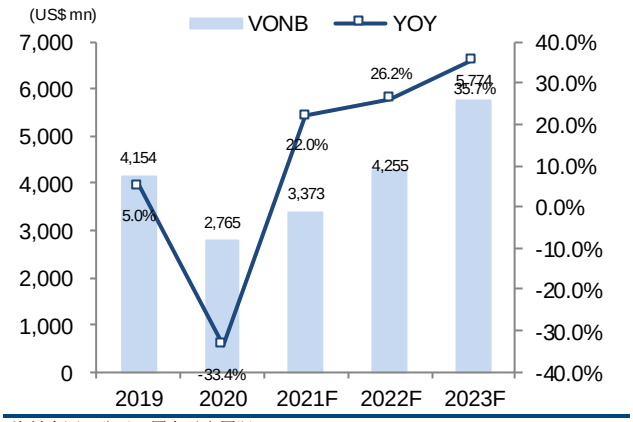
负面因素分析

- 香港保费短期内难以恢复；
- 香港寿险代理人的流失。

风险分析

- 东南亚疫情反复影响代理人展业；
- 中邮人寿可能不被监管批准；
- 低利率环境及股市的动荡给投资端带来压力。

友邦保险的寿险新业务价值及增速



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万美元)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
损益表					
保费及收费收入	34,777	35,780	38,946	42,505	47,583
净保费及收费收入	32,611	33,328	36,167	38,661	43,664
投资回报	14,350	16,707	16,416	15,526	16,771
其他营运收益	281	324	300	300	300
总收益	47,242	50,359	52,883	54,486	60,735
净保险及投资合约给付	32,128	34,739	35,960	36,025	40,299
佣金及其他承保开支	4,283	4,402	4,806	5,104	5,539
营运开支	2,468	2,695	2,823	3,053	3,384
其他费用	1,128	1,236	1,002	1,070	1,152
总开支	40,007	43,072	44,591	45,253	50,374
分占联营公司及合资公司	(8)	(17)	9	5	7
税前溢利	7,227	7,270	8,301	9,239	10,368
股东应占纯利	5,979	5,779	6,708	7,508	8,467
资产负债表					
总资产	284,132	326,121	354,316	385,171	420,553
总负债	228,737	262,453	286,185	312,053	341,821
净资产	55,395	63,668	68,131	73,118	78,733

重要财务比率

截至 12 月底(百万美元)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
营运利润	5,689	5,942	6,462	7,259	8,215
营运利润增速 (%)	7.4%	4.4%	8.7%	12.3%	13.2%
新业务价值	4,154	2,765	3,373	4,255	5,774
新业务价值增速 (%)	5.0%	-33.4%	22.0%	26.2%	35.7%
内含价值	61,985	65,247	71,289	78,418	87,300
内含价值增速 (%)	13.7%	5.3%	9.3%	10.0%	11.3%
平均资产回报 (%)	2.3%	1.9%	2.0%	2.0%	2.1%
平均股本回报 (%)	12.7%	9.8%	10.3%	10.7%	11.2%
OPAT 平均股本回报 (%)	12.1%	10.1%	9.9%	10.4%	10.9%
EV 平均股本回报报 (%)	15.9%	11.7%	12.8%	13.6%	15.0%

资料来源：公司、国泰君安国际。

寿险和财险均承压

分析员：黄重钧 Wiley Huang

人保集团(01339 HK)

评级：中性

股价: HK$2.590

目标价: HK$2.88

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net Profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (△%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2019A	555,251	22,135	0.500	66.7	4.6	4.148	0.6	0.116	5.0	13.2
2020A	563,608	20,036	0.450	(10.0)	4.8	4.579	0.5	0.156	7.2	10.4
2021F	588,193	25,061	0.567	26.0	3.8	4.989	0.4	0.198	9.2	11.8
2022F	630,609	25,702	0.581	2.5	3.7	5.372	0.4	0.203	9.4	11.2
2023F	687,392	27,911	0.631	8.6	3.4	5.800	0.4	0.221	10.2	11.3

已发行股本 Shares in issue (m)	44,224.0	大股东 Major shareholder	Ministry of Finance 60.8%
市值 Market cap. (HK$ m)	114,540.2	流通比例 Free float (%)	39.2%
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)	44,363.7	FY 21 Target P/EV (x) 2021 年目标 P/EV (x)	0.5
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK$)	3.180 / 2.250	FY 21 Target P/B (x) 2021 年目标市净率 (x)	0.3
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)			(9.8) / 2.8 / 14.6
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)			(8.6) / 1.2 / (3.4)

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

人保集团预计其 2021 年上半年股东净利介于人民币 157.53 亿元至人民币 170.13 亿元之间，相当于 25%至 35%的同比增长。根据公司的公告，股东净利增加的主要原因是投资业绩较好以及费用支出的下降。股东利润的预计增长基本符合我们的预期。此外，隐含的 2021 年第二季度的股东净利增长介乎 3%至 26%之间。股东净利的增长应该归因于权益投资相关的投资收益的增加。此外，车险费用率的下降以及寿险新单保费的减少应该有助于费用支出的下降。

我们对人保集团采取了分部加总估值的方法，寿险和健康险业务分使用每股内含价值法得到的0.45倍和0.84倍P/EV；财险业务使用公允市净率估值方法得到0.72倍市净率。在对估值进行了35%的控股公司折让，我们得出每股2.88港元的目标价。进入2021年下半年，由于车险综合改革，我们预计财险业务的低迷表现将会持续。同时，鉴于寿险市场所面临的不利因素，寿险的新单保费或将继续下滑，我们对公司的投资评级为“中性”。

正面因素分析

- 新战略的逐步落地；
- 寿险个险渠道人力规模基数低；
- 财产险业务处于行业龙头。

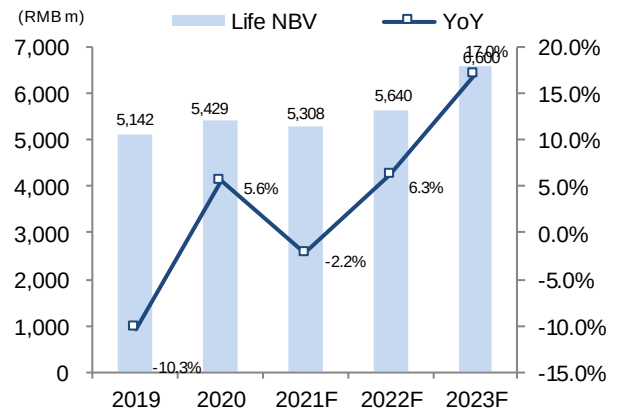
负面因素分析

- 寿险和健康险业务质量落后于同业；
- 财产险业务面临健康险市场的激烈竞争。

风险分析

- 新战略的效果不及预期；
- 疫情反复使得个险渠道展业受阻
- 后疫情时代消费者的保险购买力并未完全恢复。

人保集团寿险新业务价值



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万人民币)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
损益表					
总保费收入	555,251	563,608	588,193	630,609	687,392
已赚保费收入	501,508	520,581	504,966	534,900	578,733
投资收益及其他收益	36,629	45,328	51,760	47,008	49,887
总收入	551,212	581,605	562,817	591,452	638,420
保户利益	364,578	382,837	384,769	409,622	343,208
佣金支出	66,448	62,489	67,725	68,054	73,476
其他开支以及管理费用	97,798	110,393	66,159	70,951	73,917
总费用	534,631	561,408	532,264	560,676	604,105
应占合营公司利润	12,566	11,413	11,822	12,643	13,275
其他	0	0	0	0	0
税前利润	29,147	31,610	42,374	43,418	47,590
股东净利润	22,135	20,036	25,061	25,702	27,911
资产负债表					
总资产	1,133,229	1,256,064	1,388,676	1,464,284	1,521,257
总负债	885,929	982,508	1,089,850	1,140,710	1,170,167
净资产	247,300	273,556	298,826	323,574	351,090

重要财务比率

截至 12 月底(百万人民币)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
财产险总保费	433,175	433,187	446,731	476,743	517,305
财产险综合成本率(%)	99.2	98.9	98.6	98.3	97.9
寿险首年期缴保费	19,574	19,118	19,336	20,210	22,967
寿险首年期缴增速(%)	16.3	(2.3)	1.1	4.5	13.6
健康险总保费增速(%)	51.5	43.9	36.8	13.6	13.4
寿险新业务价值	6,649	5,833	5,308	5,640	6,600
寿险新业务价值率(%)	22.3	24.6	24.7	25.3	26.5
寿险内含价值	89,086	102,297	114,769	128,569	144,430
平均股本回报(%)	13.2	10.4	11.8	11.2	11.3
平均资产回报(%)	2.0	1.7	1.9	1.8	1.9

资料来源：公司、国泰君安国际。

车险综改继续拖累表现

分析员：黄重钧 Wiley Huang

中国财险(02328 HK)

评级：中性

股价: HK$6.80

目标价: HK$7.90

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net Profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (△%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2019A	433,175	24,282	1.092	56.9	5.6	7.641	0.8	0.461	7.6	15.6
2020A	433,187	20,868	0.938	(14.1)	6.0	8.431	0.7	0.375	6.6	11.7
2021F	446,731	24,851	1.117	19.1	5.1	9.173	0.6	0.447	7.9	12.7
2022F	476,743	26,459	1.190	6.5	4.8	9.916	0.6	0.476	8.4	12.5
2023F	517,305	28,900	1.299	9.2	4.4	10.739	0.5	0.520	9.2	12.6

已发行股本 Shares in issue (m)	22,242.0	大股东 Major shareholder	PICC Group 69.0%
市值 Market cap. (HK$ m)	151,245.6	流通比例 Free float (%)	31.0%
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)	30,085.5	FY21 Target P/B (x) 2021 年目标市净率 (x)	0.7
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK$)	7.960 / 5.140	FY21 Combined ratio(%) 2021 年综合成本率(%)	98.9
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)			(8.2) / 0.9 / 6.4
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)			(7.1) / (0.7) / (11.6)

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

中国财险预计其 2021 年上半年净利润将增长约 20%至 35%。公司表示，净利润增长的主要原因是较好的投资业绩以及业务结构调整。净利润的预计增长符合我们的预期。此外，隐含的 2021 年第二季度的净利润增长介乎 10%至 30%之间。净利润的增长应该归因于上半年较好的股市表现所带来的投资收益增加。此外，鉴于车险保费的下滑，我们认为车险承保改善应该会在第二季度持续。

我们对中国财险采用公允市净率估值方法，给予0.72倍的目标市净率，我们得出每股7.90港元的目标价。进入2021年下半年，我们预计车险保费应会继续因车险综合改革而下降。同时，2021年下半年的非车险将面临自然灾害所带来的压力。我们对中国财险的投资评级为“中性”。

正面因素分析

- 市场份额排名第一；
- 政策型业务优势明显；
- 业务创新能力较强。

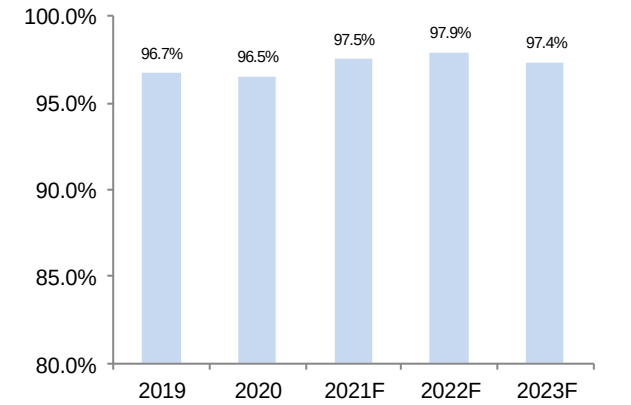
负面因素分析

- 车险保费被车险综改影响出现负增长；
- 政策性业务的承保盈利提升难度较大。

风险分析

- 车险综改拖累车险保费增长和综合成本率；
- 非车险赔付仍面临下半年自然灾害的不确定性；
- 政策性业务的亏损可能会加大。

中国财险综合成本率



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万人民币)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
损益表					
总保费收入	433,175	433,187	446,731	476,743	517,305
净保费收入	380,683	393,127	367,028	385,048	413,261
净赔付	(251,822)	(260,320)	(263,405)	(277,117)	(297,459)
获取成本及其他承保费用	(125,684)	(128,630)	(98,319)	(101,352)	(107,181)
承保利润	3,177	4,177	5,304	6,579	8,621
净投资收益	16,986	17,709	21,062	22,600	23,993
已/未实现投资收益	733	1,520	1,000	750	500
其他费用	(1,363)	(2,681)	(2,064)	(2,069)	(2,074)
应占合营公司利润	4,250	3,951	4,010	4,211	4,421
税前利润	23,783	24,676	29,312	32,071	35,461
股东净利润	24,282	20,868	24,851	26,459	28,900
资产负债表					
总资产	596,081	646,801	652,097	678,927	709,890
总负债	426,127	456,770	445,555	455,867	468,514
股东净资产	169,954	190,031	206,542	223,060	241,377

重要财务比率

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
总保费增长率(%)	11.4	0.0	3.1	6.7	8.5
净保费增长率(%)	10.6	3.3	-6.6	4.9	7.3
净资产增速(%)	20.1	11.8	8.7	8.0	8.2
赔付率(%)	66.2	66.2	71.8	72.0	72.0
费用率(%)	33.0	32.7	26.8	26.3	25.9
综合成本率(%)	99.2	98.9	98.6	98.3	97.9
承保利润增长率(%)	(40.1)	31.5	27.0	24.0	31.0
每股盈利（人民币）	1.1	0.9	1.1	1.2	1.3
每股净资产（人民币）	7.6	8.4	9.2	9.9	10.7
平均股本回报(%)	15.6	11.7	12.7	12.5	12.6
平均资产回报(%)	4.2	3.4	3.8	4.0	4.2

资料来源：公司、国泰君安国际。

保险科技保持快速增长

分析员：黄重钧 Wiley Huang

众安在线(06060 HK)

评级：中性

股价: HK$43.950

目标价: HK$48.70

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net Profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (△%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2019A	14,630	(454)	(0.310)	n.a.	(137.4)	10.145	4.2	0.000	0.0	(3.0)
2020A	16,709	554	0.380	n.a.	104.5	10.685	3.7	0.000	0.0	3.6
2021F	20,051	771	0.524	37.9	75.7	11.187	3.5	0.000	0.0	4.8
2022F	24,123	937	0.637	21.6	62.3	11.639	3.4	0.000	0.0	5.6
2023F	28,916	1,234	0.839	31.7	47.3	12.283	3.2	0.000	0.0	7.0

已发行股本 Shares in issue (m)	1,470.0	大股东 Major shareholder	Ant Financial 13.5%
市值 Market cap. (HK$ m)	70,045.5	流通比例 Free float (%)	86.5%
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)	4,972.1	FY21 Target P/S (x) 2021 年目标市销率 (倍)	3.0
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK$)	78.800 / 33.600	FY21 Target P/B (x) 2021 年目标市净率 (倍)	3.6
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)			9.9 / (6.3) / 14.6
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)			11.0 / (7.9) / (3.4)

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

众安在线1-5月的原保费收入同比增44.4%至人民币77.25亿元。5月的单月保费继续大幅增长，达到了66.3%。健康生态仍然是最大的分部。近几个月的强劲增长是由于消费金融生态和数字生活生态的保费恢复。数字生活生态方面，随着国内旅游市场的复苏，旅游相关保险产品录得强劲增长。同时，由于基数相对较小，宠物保险也录得显著增长。在技术输出方面，众安科技在6月与中银三星人寿签署合作协议，助力中银三星人寿的数字化转型。我们预计科技分部的收入将持续强劲的增长。

我们对众安在线采用分部加总的估值方法，我们给予保险业务2.0倍P/B、科技业务30.0倍P/E、银行业务2.0倍P/B以及其他业务1.0倍P/B得到48.70港元的目标价，对应3.0倍2021年市销率和3.6倍2021年市净率。众安在线近几个月保费增速加快，这或将给承保改善带来压力。但是，科技分部随着保险科技输出客户的增加预计将会继续强劲的增长。我们对公司的投资评级为“中性”。

正面因素分析

- 公司处于保险科技行业中的龙头位置；
- 健康生态和数字生活生态的快速增长；
- 科技输出业务继续签约新客户实现快速增长。

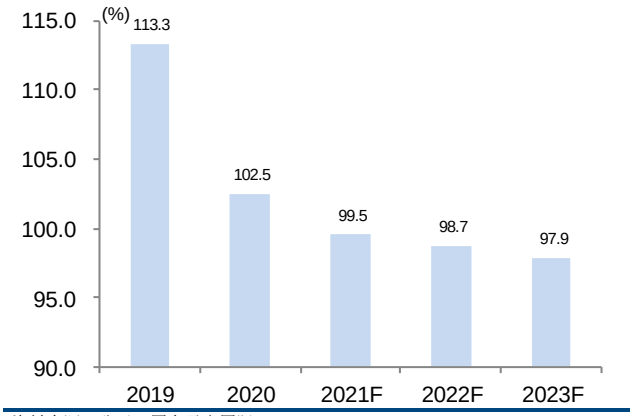
负面因素分析

- 承保盈利能力或因增长加速而下降；
- 部分险种面临激烈的市场竞争。

风险分析

- 保险科技监管的收紧；
- 业务发展对股东的依赖性较大；
- 新业务的投资可能拖累公司的业绩。

众安在线综合成本率



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万人民币)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
损益表					
总保费收入	14,630	16,709	20,051	24,123	28,916
净保费收入	12,801	16,215	19,473	23,284	27,930
净投资收入	1,776	1,527	1,681	1,778	1,883
总收入	15,124	18,493	22,036	26,194	31,330
净赔付	(8,625)	(8,774)	(10,463)	(12,645)	(15,282)
手续费佣金	(910)	(1,407)	(1,598)	(1,859)	(2,168)
行政费用	(5,417)	(7,168)	(8,014)	(9,434)	(11,061)
总费用	(15,691)	(18,313)	(21,600)	(25,520)	(30,273)
应占联营公司利润	(44)	(34)	(34)	(34)	(34)
税前利润	(611)	147	402	640	1,024
股东净利润	(454)	554	771	937	1,234
资产负债表					
总资产	30,908	45,673	53,260	54,827	56,847
总负债	14,402	28,280	35,563	36,884	38,415
股东净资产	16,506	17,393	17,696	17,943	18,431

重要财务比率

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
健康生态保费增速(%)	67.6	37.4	25.4	20.0	20.0
消费金融保费增速(%)	(12.2)	(30.1)	(3.1)	5.0	5.0
汽车生态保费增速(%)	10.0	5.1	6.7	5.0	5.0
总保费增速(%)	30.0	14.2	19.8	20.4	19.9
净资产增速(%)	0.2	5.4	1.7	1.4	2.7
每股盈利（人民币）	(0.3)	0.4	0.5	0.6	0.8
每股净资产（人民币）	10.1	10.7	11.2	11.6	12.3
赔付率(%)	67.4	54.1	53.8	54.4	54.8
费用率(%)	45.9	48.4	45.7	44.4	43.2
综合成本率(%)	113.3	102.5	99.5	98.7	97.9
承保利润率(%)	(13.3)	(2.5)	0.5	1.3	2.1

资料来源：公司、国泰君安国际。

互联网行业 跑赢大市

分析员： 罗沛达 Danny Law

行业概况

中国 1M-5M21 总电商交易金额同比增长达 24.7%。中国统计局公布 2021 年 1 月至 5 月中国电商数据，总电商交易金额达人民币 48,239 亿元，同比增 24.7%，其中实物商品贡献人民币 39,377 亿元，增长 19.9%。在实物商品网上零售额中，吃类、穿类和用类商品分别同比增长 24.2%、28.2%和 17.0%。同时，实物商品网上零售额占社会消费品零售总额约 22.6%，相比去年同期的 24.3%有所回落，这是由于去年国内线下零售受新冠疫情重创而至基数变低，而线下零售亦已于今年展现强劲复苏。虽然该比率于今年有所回落，但不论总电商交易金额增长率或实物商品网上零售额增长率于 1 月至 5 月均仍维持 20%或以上的同比增长，显示增长动力仍在。另外，我们亦留意到于 4 月份开始的单月数据，总电商交易金额增长率已超前单月的社会消费品零售总额增长率，呈现出跟 1 月至 3 月的相反走势。我们认为这趋势若能持续，相信在往后时间的实物商品网上零售占比应能逐步回升。我们仍维持实物商品网上零售占比持续提升的看法，相信 1) 网购接受度提高，2)社区团购的发展，3) 刚性需求的销费品于在线销售持续上升，4) 高效的在线营销工具更能吸引商家加大在线销售渠道的投入，及 5)中国行业数字化机会等等因素所支持。我们预期 2021 年的实物商品网上零售占比将以 1-2 个百分点有所增长。

表格 1: 中国电商交易金额（根据国家统计局最新数据重新计算）

	中国零售	同比增长	实物电商交易金额	同比增长	服务电商交易金额	同比增长	总电商交易金额	同比增长	快递服务行业收入	同比增长	快递服务企业业务	同比增长
	人民币十亿	%	人民币十亿	%	人民币十亿	%	人民币十亿	%	人民币十亿	%	十亿单位	%
1-2M20	5,213.0	-20.5%	1,123.3	3.0%	247.9	-23.3%	1,371.2	-3.0%	86.5	-8.7%	6.6	-10.0%
3M20	2,645.0	-15.8%	730.3	10.7%	115.4	-28.5%	845.7	3.0%	66.9	12.3%	6.0	23.0%
4M20	2,817.8	-7.5%	721.5	16.2%	131.4	-19.3%	852.9	8.8%	72.1	21.7%	6.5	32.1%
5M20	3,197.3	-2.8%	798.8	22.0%	149.0	-13.1%	947.8	14.7%	77.2	24.9%	7.4	41.1%
6M20	3,352.6	-1.8%	974.2	25.2%	158.3	-10.5%	1,132.5	18.6%	79.7	23.9%	7.5	36.8%
7M20	3,220.3	-1.1%	753.7	24.5%	174.7	1.9%	928.4	19.5%	72.3	18.9%	6.9	32.2%
8M20	3,357.1	0.5%	763.3	16.5%	190.8	0.1%	954.1	12.8%	72.7	17.9%	7.2	36.6%
9M20	3,529.5	3.3%	782.6	11.7%	191.3	9.1%	973.9	11.2%	82.4	27.0%	8.1	44.5%
10M20	3,857.6	4.3%	914.2	21.4%	206.8	15.8%	1,121.0	20.3%	81.1	23.3%	8.2	42.9%
11M20	3,951.4	5.0%	1,217.3	13.9%	192.6	27.4%	1,409.9	15.5%	95.9	20.4%	9.7	36.7%
12M20	4,055.6	4.6%	979.8	7.3%	242.9	0.9%	1,222.7	6.0%	92.6	19.9%	9.3	37.4%
1-2M21	6,973.7	33.8%	1,441.2	30.6%	317.5	41.9%	1,758.7	32.5%	138.3	59.9%	13.1	100.2%
3M21	3,548.4	34.2%	865.5	18.5%	185.1	75.9%	1,050.6	25.8%	85.4	27.7%	8.8	47.5%
4M21	3,315.3	17.7%	770.7	15.7%	183.8	52.2%	954.5	21.3%	82.4	14.3%	8.5	30.8%
5M21	3,594.5	12.4%	860.3	9.7%	199.8	48.6%	1,060.1	15.4%	86.4	12.0%	9.2	24.9%

来源: 国家统计局, 国泰君安国际

网购用户规模仍有增长空间，但预期增速将减慢，更多人口红利将来自国际市场。据 CNNIC 发布的第 47 次中国互联网络发展状况统计报告显示，截至 2020 年 12 月，中国网民规模为 9.89 亿，较去年同期增 8,540 万，互联网普及率达 70.4%。而中国非网民规模为 416 亿，其中城镇地区非网民占比为 37.3%，农村地区非网民占比为 62.7%。如从年龄层来看，46.0%的非网民是 60 岁以以上人士，是非网民的主要年龄群。该报告亦指出中国网购用户规模为 7.84 亿，占整体网民约 79.1%，显示已有近 8 成网民已成网购用户。CNNIC 数据亦显示，2020 年 12 月的中国网购用户规模较 2020 年 3 月增长 10.2%，增速刚达双位数。CNNIC 数据虽显示现时国内还有 4 亿多非网民及约 2.1 亿网民但非网购用户可成为电商的新流量，但若考虑到非网民主要群体是较年长人士群体并较难转化为网民的话，可预想到实际的国内网购用户的渗透率已达更高水平。同时，该些非网购用户的网民亦属非主要消费群体，相信未来新增的网购用户对电商收入可能在短期内亦没有太大刺激。此外，在今年中国国家统计局公布的第七次全国人口普查主要数据显示，过去 10 年，中国人口增速放缓。2020 年，中国人口共 141,178 万人，与 2010 年相比，增加 7.2 万人，增长 5.38%，而据中国国家统计局预计在未来一段时间内，中国人口总量仍会保持在 14 亿人以上，每年能够保持 1,000 多万的出生人口规模。考虑到人口总量没太大增量及网购用户渗透率处于较高水

平的情况下，我们相信国内网购用户规模增长空间仍有小量增长空间，在基数效应下，增长速度会变更慢，并进一步跌至单位数增长。鉴于国内人口红利变得枯竭，我们认为更多的电商人口红利将会是来自国际市场。在过去一年疫情下，数字化不旦在国内加快，在国际市场亦有所加快。同时，国外居住地理环境一般较为广阔，对外国居民来说，网购为其带来更大便利性，并增加其网购意向。根据第三方独立市场研究机构 Statista 的数据显示，2017 年全球已有 24 亿人在网上购物，自那以来，这增长速度一直在加快，到 2019 年全球网购用户已达到 31 亿，每年增加约 3.5 亿用户，该机构预计到 2025 年，在线购物人数将达到 49 亿。由此可见，对国内电商而言，国际市场仍有大量人口红利可挖取，因此国际化将会是国内电商新用户的主要增长点。但国际化仍面对一定挑战，包括各国保护主意抬头，国外物流系统建设，国外消费者信任度较低，国外电商竞争等等。

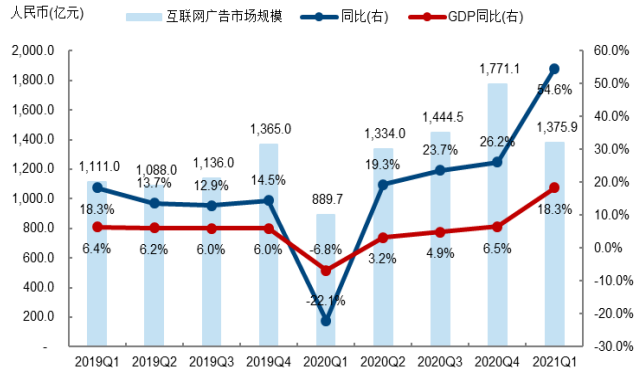
政策监管及人口红利逐渐枯竭促使电商投资更多在用户体验及用户参与度的提升。于 2020 年底，中国政府加大力度监管互联网企业，当中禁止不当市场行为及反垄断成为监管重点，从去年底开始亦有多间电商因此而被罚款。由于监管力度加强，政府透过罚款引导一众电商自我审视过往不正当的市场行为并作出修正，此举削弱了国内互联网领先企业原有的流量优势，同时亦代表政策红利将不再一面倒倾斜。再者，如我们上段所提及，国内人口红利将枯竭，国内电商市场由过往增量渐变成存量市场。除了在下线城市外，上线城市的网购渗透率都已达高水平。有见及此，一众电商除了挖新流量外，不旦需努力保留现有客户，亦需从竞争对手吸引客户。因政策及市场均出现变化，原有的流量优势被削弱，而国内网购用户渗透率高并能在不同电商平台中作出比较，一众原因皆都逼使电商企业把战略重点更为聚焦在如何提高自身竞争力来赢取新客户及原有客户忠诚度。因此，2021 年将是电商企业的投资年，而相信下半年这仍是电商企业的主要工作之一。京东集团-SW (09618 HK)早于年初业绩电话会议里提到 2021 年将是京东的投资年，及后阿里巴巴-SW (09988 HK)亦在业绩电话会议内提到把 2022 财年的新增利润再投资，而拼多多亦有提到将会更多投资在物流基建及增强用户参与度上。当然，不同电商企业在投资方向或领域上都可能存在不同，但他们最终目的却是一致的，1)是为了优化用户体验来提升平台产品/服务的差异化以赢取客户忠诚度及获取新客户，2)是希望透过长期培育用户网购行为来提高用户在平台的消费次数以应对国内人口红利枯竭。由于今年被视为电商界的投资年，我们预计覆盖电商企业包括阿里巴巴-SW (09988 HK)，京东集团-SW (09618 HK)，拼多多 (PDD US)及唯品会 (VIPS US)均于 2021 年录得利润率收缩或盈利倒退;但我们认为此等投资是必需的。由于预期网购用户规模已过了快速增长阶段，电商公司应强化自身能力以响应更多不同用户需求，从而为长远增长奠下基础。

伴随着加强的监管力度，电商亦需肩负更多社会责任。国家“十四五”规划中提到需“强化反垄断和防止资本无序扩张，坚决维护公平竞争市场环境”。平台型企业需要承担起主体责任，在创造市场时并承担公共管理职能；其次，要厘清责任范畴，要自律约束并确保遵守法律要求；第三，强化平台组织治理，建立起内部合规、平台监管、外部协同的全方位治理体系。在过往，电商企业在快速成长阶段存在着不同的行业问题，如不规范不健康的恶性竞争、长期存在的销售假冒伪劣产品等问题。因此，在去年底开可看到执法机构加大治理力度，对行业违法行为处以罚款并责令整改。同时，中国市场监管总局在 2021 年 3 月 15 日亦提到今年将制订网络交易平台责任列表，加速推动全中国网络交易监管平台。目的是为了厘清网络交易平台责任，加强对平台企业履行应付责任的监管。而中国市场监管总局网监司副司长韦犁在当天亦称，今年市场监管总局将推出更有力的监管政策，展开一系列行动，包括制订网络交易平台责任列表，厘清平台责任范围，加强对平台企业履行主要责任的监管，研究对平台企业履行主要责任的情况展开评估。除了强调平台责任外，中国政府亦有提到不同的社会责任，如今年初商务部发出关于推动《电子商务企业绿色发展工作的通知》，推动《电子商务企业诚信档案评价规范》等等，藉此要求电商企业发展时亦应为整个社会发展带来正面影响。从以上种种迹象亦可看出，政策监管仍会持续，政策将会与电商行业的发展变得不可分割。电商企业在发展时不能只关注自身增长，亦需承担更多社会责任。而我们认为此举将对电商企业未来的收入增长带来更多限制，而在盈利增长方面亦会因承担更多社会责任及更多政策规范带来不确定性。总结，我们认为电商行业将由高速增长阶段转到稳定而健康的发展阶段，主要是受到政策监管及在发展时需肩负更多社会责任所致。

2021 年下半年中国在线广告市场将继续稳步反弹。由于去年受到新冠疫情的影响以及低基数的原因，中国在线广告市场随着经济的稳步复苏而持续反弹，2021 年第 1 季度市场规模达人民币 1,375.9 亿元，同比大幅增长 54.6%。与 2019 年同期相比，2 年行业规模增速相当于 11.3%的 CAGR，高于 GDP 的约 5%。一方面，由于广告主会根据宏观形势制定营销计划，因此广告行业规模与 GDP 增长高度相关；另一方面，广告行业的增长与波动比宏观经济更为明显。我们预计，2021 年余下季度中国在线广告市场将进一步反弹，但同比增速或会回落。根据第三方数据公司 QuestMobile 的预测，2021 年和 2022 年中国在线广告市场规模将分别同比增长 11.8%和 10.5%至人民币 6,079.3 亿元和人民币 6,718.0 亿元。投放形式方面，根据第三方数据公司 App Growing 的数据，2021 年 4 月至 6 月中视频及竖视频占广告投放素材形式的 76.5%。我们预计视频（尤其是短视频）的广告形式占比将会进一步

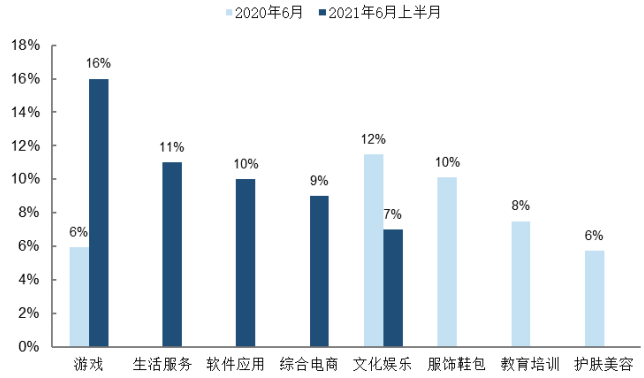
增加，带动主流短视频应用的广告收入增长，而以图文为主的传统广告收入则将受到挤压。投放行业方面，根据 App Growing 的数据，2021 年 6 月上半月广告投放数量前五大行业分别为游戏、生活服务、软件应用、综合电商以及文化娱乐，与去年同月相比发生较大的变化。其中游戏广告数量占比达 16%，较去年 6 月上升 10 个百分点。而去年 6 月广告投放数量最多的文化娱乐行业，则从 12%减少至今年 6 月上半月的 7%。从广告投放的数量上看，我们预计 2021 年游戏等行业的营销支出将会普遍增加，竞争也将更加激烈。

图-1：中国在线广告市场规模



资料来源: Questmobile，Wind，国泰君安国际

图-2：2020 年与 2021 年 6 月广告投放数量前五大行业占比



资料来源: App Growing，国泰君安国际
注：2020 年 6 月指整月，2021 年 6 月指上半月。

行业的投资评级为“跑赢大市”。行业首选是京东集团-SW (09618 HK) ，投资评级为"买入"。我们的目标价为 350.00 港元，相当于 1.0 倍的 2021 财年预测市销率。虽然我们维持今年公司利润率下降的看法，但我们认为此举是为了公司长期增长及保持竞争力的方法，亦是附合行业的趋势。另外，公司定位为供应链的技术和服务提供商，并向第三方商家输出服务能力，相信其政策风险较其他电商为少，同时能继续受惠于中国持续数字化而带来的新服务需求。

公司名称	编号	股价	个股评级	2021 市盈率(x)	2022 市盈率(x)	2023 市盈率(x)	2021 市净率(x)	2021 ROE (%)	2021 股息率(%)
阿里巴巴-SW*	09988 HK	HK$220.000	买入	23.6	21.6	15.3	2.9	14.8	0.0
拼多多	PDD US	US$85.840	收集	n.a.	n.a.	50.0	25.0	(18.5)	0.0
京东集团-SW	09618 HK	HK$305.400	买入	41.4	31.0	24.3	3.5	9.0	0.0
唯品会	VIPS US	US$53.940	收集	13.6	10.9	9.1	2.5	20.6	0.0
微博	WB US	US$52.620	买入	25.3	21.8	19.5	3.8	15.6	0.0
市值加权平均			**跑赢大市**	**21.8**	**19.0**	**22.4**	**6.8**	**8.4**	**0.0**

资料来源：国泰君安国际。
*数字为 22 财年/23 财年/24 财年。

进入投资年，公司今年利润率承压

分析员：罗沛达 Danny Law

京东集团-SW(09618 HK)

评级：买入

股价: HK$305.400

目标价: HK$350.00

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net Profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (△%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2019A	576,888	12,184	4.183	n.a.	65.3	29.066	9.4	0.000	0.0	15.4
2020A	745,802	49,405	16.350	290.9	15.6	67.670	3.8	0.000	0.0	32.7
2021F	952,291	19,333	6.152	(62.4)	41.4	71.829	3.6	0.000	0.0	9.0
2022F	1,157,203	26,087	8.202	33.3	31.0	79.847	3.2	0.000	0.0	11.0
2023F	1,356,599	33,633	10.450	27.4	24.3	90.120	2.9	0.000	0.0	12.5

已发行股数 Shares in issue (m)	3,131.9	大股东 Major shareholder	刘强东 14.6%
市值 Market cap. (HK$ m)	956,482.3	流通比例 Free float (%)	85.4
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)	4,845.1	2021 年净负债/股东资金 2021 Net gearing (%)	净现金
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK$)	422.800/228.400	2021 年市销率 2021 PS (%)	0.8
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)			4.9 / (5.2) / 31.8
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)			6.0 / (6.7) / 13.7

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

公司第一季度业绩好于市场及我们的预期。净收入同比增长 39.0%至人民币 203,176 百万元，超过我们预期 5.4%。按收入类型划分，净产品收入攀升 34.7%，而净服务收入则激增 73.1%。非 GAAP 净利润达到人民币 3,968 百万元，同比增长 33.5%，而非 GAAP 净利率则为 2.0%，同比持平。年度活跃购买者达到 4.998 亿。公司的开放策略不仅能助公司优化收入结构，还能增强公司财务表现的稳定性。公司的运营指标亦在改善，年度活跃购买者规模仍小于其主要同业，我们认为目前年度活跃购买者规模尚未达到上限，用户规模增长将是推动收入增长的主要驱动力之一。同时，公司收入结构持续优化外，并有三个明显的收入趋势。第一，电子产品及家用电器商品的收入贡献逐渐下降，其余业务则获得更多收入份额。第二，服务收入取得更快增长，公司将其自身定位为基于供应链的技术和服务提供商，向第三方开放各种能力。同时，社区团购业务的发展将在一定程度上提高服务需求。第三，日用百货商品收入的增长潜力大于电子产品及家用电器商品。这是由于高频购买项目的特征所致。

公司业绩稳健且好于预期。然而，在激烈的竞争下投资有可能会增加，我们维持今年利润率下降的看法。但我们认为此举是为了公司长期增长及保持竞争力的方法，同时，从历史上公司没有过连续两年录得收入成本增长高于收入增长的情况，我们对公司长期利润率扩张仍有信心。因此我们维持公司投资评级为“买入”。目标价 350.00 港元，相当于 1.0 倍 2021 年预测市销率。

正面因素分析

- 年度活跃购买者仍快速增长，仍有增量空间。
- 公司一众子公司已分拆上市，有助释放价值。
- 定位为基于供应链的技术和服务提供者相信有助减少政策不确定性，并有利于提高利润率。

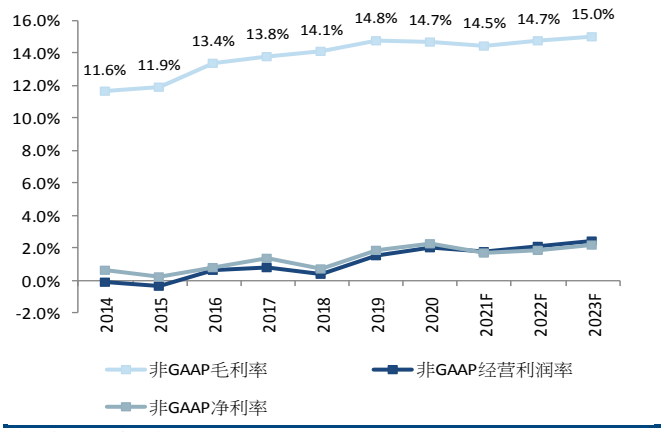
风险分析

- 活跃用户增长持续放缓或倒退。
- 毛利扩张失败。

负面因素分析

- 净利率仍处于薄弱水平。
- 行业正处于"投资年"，投资回报有可能被削弱。

京东集团-SW 利润率预测



资料来源：国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万人民币)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
营业额	576,888	745,802	952,291	1,157,203	1,356,599
销售成本	(492,467)	(636,694)	(814,682)	(986,733)	(1,152,523)
毛利润	84,421	109,108	137,609	170,470	204,075
产品发展费用	(14,619)	(16,149)	(20,023)	(23,426)	(26,553)
销售费用	(22,234)	(27,156)	(36,921)	(46,398)	(55,709)
管理费用	(5,490)	(6,409)	(8,831)	(9,906)	(11,246)
物流费用	(36,968)	(48,700)	(62,060)	(74,654)	(86,458)
经营溢利	5,110	10,694	9,774	16,086	24,108
净财务（开支）/收入	6,436	34,185	7,700	8,834	9,521
其他收益	(1,738)	4,291	3,306	3,772	4,023
税项	(1,802)	(1,482)	(3,152)	(4,426)	(5,938)
少数股东权益	(294)	(68)	30	11	16
股东应占溢利	12,184	49,405	19,333	26,087	33,633
每股盈利 (人民币)	4.183	16.350	6.152	8.202	10.450

重要财务比率

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
收入增长（%）	24.9	29.3	27.7	21.5	17.2
净利增长（%）	不适用	314.9	(60.8)	34.8	28.9
毛利率（%）	14.6	14.6	14.5	14.7	15.0
EBITDA 率（%）	2.6	2.5	2.0	2.3	2.6
经营利润率（%）	1.6	1.7	1.2	1.5	1.9
净利率（%）	2.1	6.6	2.0	2.3	2.5
资产回报率（%）	5.1	14.5	4.2	4.9	5.6
股东资金回报率（%）	15.4	32.7	9.0	11.0	12.5
流动比率（倍）	1.0	1.3	1.3	1.4	1.4
净资产负债比率（%）	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司、国泰君安国际。

预计 2022 财年收入将超人民币 9,300 亿元

分析员：罗沛达 Danny Law

阿里巴巴-SW(09988 HK)

评级：买入

股价: HK$220.000

目标价: HK$280.00

End 3/31	Turnover (RMB m)	Net Profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (△%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
FY2020A	509,711	149,263	7.103	67.4	27.7	41.421	4.7	0.000	0.0	21.9
FY2021A	717,289	150,308	6.954	(2.1)	26.4	49.723	3.7	0.000	0.0	17.8
FY2022F	938,359	155,119	7.034	1.2	26.1	56.072	3.3	0.000	0.0	15.3
FY2023F	1,151,997	175,009	7.781	10.6	23.6	62.993	2.9	0.000	0.0	14.8
FY2024F	1,356,835	194,329	8.470	8.9	21.6	70.450	2.6	0.000	0.0	14.2

已发行股数 Shares in issue (m)	21,688.9	大股东 Major shareholder	软银集团 24.9%
市值 Market cap. (HK$ m)	4,771,558.0	流通比例 Free float (%)	75.1
3 个月平均成交股数 3 month average vol. (‘000)	23,163.0	2022 财年净负债/股东资金 FY22 Net gearing (%)	净现金
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK$)	309.400/200.200	2022 财年非 GAAP 市盈率 FY22 Non GAAP PE	23.0
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)			4.3 / 0.0 / 5.0
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)			5.4 / (1.6) / (13.1)

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

公司 2021 财年第四季度收入同比增长 63.9%至人民币 187,395 百万元，好于我们预期 4.4 %。非 GAAP 净利润达人民币 26,216 百万元，同比上升 17.6%，低于我们预期。公司受累于差于市场预期的毛利率和受到中国监管机构罚款人民币 182 亿元，公司录得 GAAP 净亏损，而非 GAAP 净利润达到人民币 26,216 百万元，同比增长 17.6%，亦低于我们预期 23.7%。根据公司指引，预计到 2022 财年收入将将超过人民币 9,300 亿元，至少同比增长 29.7%，基本符合我们的预期。虽然收入略高于预期，但盈利能力弱于预期，我们认为业绩是差于我们预期。同时，公司将于 2022 财年把所有增加的利润再投资以寻求长期价值创造，包括 i)用户扩展，ii)用户参与度提高和 iii)为其商家创造价值。此举动意味着公司准备继续进行大规模投资，以提高公司生态系统中的功能。因此，我们预计公司于 2022 财年非 GAAP 盈利增长只会低单位数增长，而非 GAAP 净利率将会继续受压。

投资将会是今年的重点，寻求长期的有机增长并获得竞争优势，这将是公司的首要任务；目前，短期盈利能力不是公司的主要关注点。我们认为阿里巴巴-SW 将受益于市场扩张，尤其是公司正在努力提高自身竞争力。总体而言，公司积累了经验、技术能力和行业专业知识；且公司拥有庞大的用户群。我们仍对公司的长期增长持积极态度，我们重申对公司的“买入”投资评级。目标价为港元 280.00，相当于 29.2 倍 2022 财年非 GAAP 预测市盈率。

正面因素分析

- 公司把所有新增利润再投资，有望进一步增强内部协同效应。
- 公司仍有一众新业务快速发展，如淘宝直播，淘特等。
- 中国各行业数字化机会仍在。

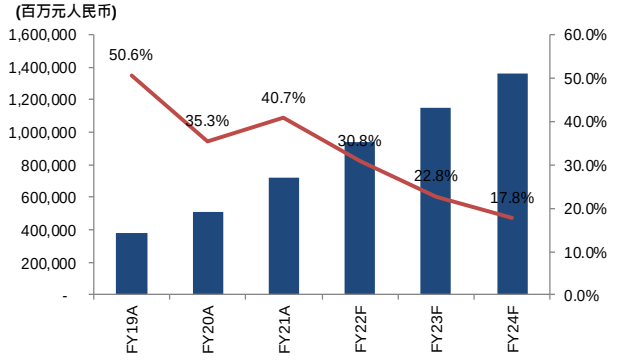
风险分析

- 新业务不能产生协同效应。
- 新投资不达预期回报。
- 更严格的行业政策出台。

负面因素分析

- 公司再投资盈利策略将继续拖低利润率。
- 作为生态系统型公司，投资需更广，回报年期将更长。

阿里巴巴-SW 收入增长预期



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截 3 月底(百万人民币)	FY20A	FY21A	FY22F	FY23F	FY24F
营业额	509,711	717,289	938,359	1,151,997	1,356,835
销售成本	(282,367)	(421,205)	(581,238)	(730,278)	(874,461)
毛利润	227,344	296,084	357,121	421,719	482,375
产品发展费用	(43,080)	(57,236)	(75,387)	(92,366)	(107,572)
销售费用	(50,673)	(81,519)	(104,232)	(125,114)	(145,693)
管理费用	(28,197)	(55,224)	(49,655)	(58,817)	(65,992)
其他费用	(13,964)	(12,427)	(14,167)	(14,804)	(15,568)
经营溢利	91,430	89,678	113,680	130,619	147,550
净财务（开支）/收入	(5,180)	(4,476)	(5,752)	(6,902)	(8,318)
其他收益	74,492	87,090	61,238	69,391	78,244
税项	(20,562)	(29,278)	(20,423)	(23,494)	(28,249)
少数股东权益	9,083	7,294	6,376	5,395	5,102
股东应占溢利	149,263	150,308	155,119	175,009	194,329
每股盈利(人民币)	7.103	6.954	7.034	7.781	8.470

重要财务比率

	FY20A	FY21A	FY22F	FY23F	FY24F
收入增长（%）	35.3	40.7	30.8	22.8	17.8
净利增长（%）	70.0	0.8	3.0	12.8	11.0
毛利率（%）	46.0	42.8	39.1	37.6	36.5
EBITDA 率（%）	30.9	27.4	22.3	21.5	21.0
经营利润率（%）	26.9	21.2	18.1	17.5	16.6
净利率（%）	26.0	24.0	18.8	17.9	16.7
资产回报率（%）	13.1	10.0	8.4	8.2	7.9
股东资金回报率（%）	21.9	17.8	15.3	14.8	14.2
流动比率（倍）	1.9	1.7	1.7	1.7	1.7
净资产负债比率（%）	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司、国泰君安国际。

业绩维持高增长，符合预期

分析员：罗沛达 Danny Law

拼多多(PDD US)

评级：收集

股价: US$127.020

目标价: US$148.00

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net Profit (RMB m)	Earnings /ADS (RMB)	Earnings /ADS (△%)	PER (x)	BV/ADS (RMB)	PBR (x)	DP/ADS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2019A	30,142	(6,968)	(6.023)	n.a.	n.a.	21.306	41.5	0.000	0.0	(32.1)
2020A	59,492	(7,180)	(6.023)	n.a.	n.a.	50.479	16.5	0.000	0.0	(16.9)
2021F	111,853	(9,388)	(7.465)	n.a.	n.a.	32.853	25.4	0.000	0.0	(18.5)
2022F	150,661	(3,436)	(2.652)	n.a.	n.a.	30.128	27.6	0.000	0.0	(8.6)
2023F	185,661	1,329	0.996	n.a.	836.1	31.304	26.6	0.000	0.0	3.3

已发行 ADS ADS in issue (m)	1,252.9	大股东 Major shareholder	黄峥 28.1%
市值 Market cap. (US$ m)	159,148.5	流通比例 Free float (%)	71.9
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)	6,480.2	2021 年净负债/股东资金 2021 Net gearing (%)	净现金
52 周高/低 52 Weeks high/low (US$)	212.600/69.890	FY21 EV/GP FY21 企业价值/毛利	16.3
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)			(8.8) / (11.7) / 48.6
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)			(14.4) / (19.3) / 5.8

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

公司第一季度的业绩合理。公司收入同比增长 238.9%至人民币 221.671 亿元，高于我们的预期 2.4%。非 GAAP 净亏损为人民币 18.903 亿元，比 2020 年第一季度人民币 31.696 亿元的非 GAAP 净亏损有所收窄，但仍低于我们预期。活跃买家达 8.238 亿，同比增长 31.2%。公司将继续投入于物流基础设施和用户参与度，旨在为商户提供更高的投资回报率和运营效率，并为其客户提供更好的用户体验。我们预期随着买家规模扩大和进一步的地域扩张，未来买家规模的增长很可能会放缓。我们预计提升人均年支出的关键驱动力将是怎样提高每消费者的购物频率。这是公司重新思考其物流系统和基础设施的原因，以针对性应对农产品等高频采购商品的特点；这亦可帮助商户提高经营线上店铺的意愿和便利性，从而直接推动在线市场服务和交易服务的收入。我们认为公司的战略是清晰的，但需要时间来证明其有效性。拼多多自 2020 年第四季度起经营商品销售业务；此后，毛利率受到明显拖累。我们预计负面影响将在今年继续为毛利率带来压力，但仍有望保持 50%以上。尽管盈利预期有所下降，我们预计公司的盈利时间表将不变；公司将从 2023 年开始实现 GAAP 盈利，非 GAAP 净利润则将在 2022 年提前转为盈利。

我们认为公司仍具有增长潜力，但预计公司将继续投资以寻求长期增长。盈利能力可能取决于拼多多能否成功提升用户参与度，当公司的买家规模已超过 8.00 亿。因此我们维持公司投资评级为"收集"。目标价 148.00 美元，相当于 19.1 倍 2021 年 EV/GP。

正面因素分析

- 公司活跃客户群达 8.24 亿。
- 多多买菜现已覆盖全国 300 多城市，透过加强用户参与度来提高用户年均消费额。

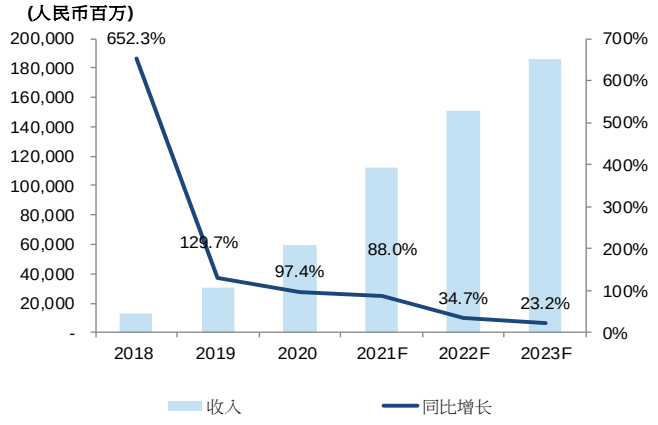
风险分析

- 公司不能提高客户平均的消费次数及提高客户参与度。
- 活跃用户增长持续放缓或倒退。
- 更严格的行业监控政策出台。

负面因素分析

- 公司不断补贴以支持其快速增长，对盈利有负面影响。
- 生态系统较其他主要竞争对手小。

拼多多收入预测



资料来源：国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万人民币)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
营业额	30,142	59,492	111,853	150,661	185,661
销售成本	(6,339)	(19,279)	(51,771)	(66,950)	(80,185)
毛利润	23,803	40,213	60,082	83,711	105,477
市场销售费用	(27,174)	(41,195)	(60,394)	(75,505)	(91,666)
管理费用	(1,297)	(1,507)	(1,671)	(2,119)	(2,298)
研发费用	(3,870)	(6,892)	(10,303)	(13,233)	(13,936)
经营溢利	(8,538)	(9,380)	(12,286)	(7,147)	(2,424)
净财务（开支）/收入	1,459	1,923	2,569	3,323	3,299
其他收益	83	194	232	279	335
税项	0	0	0	0	0
股权投资应占业绩	29	84	96	109	120
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东应占溢利	(6,968)	(7,180)	(9,388)	(3,436)	1,329
每份 ADS 盈利（人民币）	(6.023)	(6.023)	(7.465)	(2.652)	0.996

重要财务比率

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
收入增长（%）	129.7	97.4	88.0	34.7	23.2
净利增长（%）	不适用	不适用	不适用	不适用	不适用
毛利率（%）	79.0	67.6	53.7	55.6	56.8
经营利润率（%）	(28.3)	(15.8)	(11.0)	(4.7)	(1.3)
净利率（%）	(23.1)	(12.1)	(8.4)	(2.3)	0.7
资产回报率（%）	(11.7)	(6.1)	(5.6)	(1.8)	0.6
股东资金回报率（%）	(32.1)	(16.9)	(18.5)	(8.6)	3.3
流动比率（倍）	1.6	1.8	1.5	2.0	1.6
净资产负债比率（%）	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司、国泰君安国际。

业务规模扩大，盈利能力稳定

分析员：罗沛达 Danny Law

唯品会(VIPS US)

评级：收集

股价: US$20.080

目标价：US$32.00

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net Profit (RMB m)	Earnings /ADS (RMB)	Earnings /ADS (△%)	PER (x)	BV/ADS (RMB)	PBR (x)	DP/ADS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2019A	92,994	4,017	6.017	86.9	23.2	33.327	4.2	0.000	0.0	20.6
2020A	101,858	5,907	8.746	45.4	14.8	43.500	3.0	0.000	0.0	23.5
2021F	125,863	6,560	9.522	8.9	13.6	52.179	2.5	0.000	0.0	20.6
2022F	150,449	8,320	11.922	25.2	10.9	63.431	2.0	0.000	0.0	21.2
2023F	173,112	10,056	14.225	19.3	9.1	76.842	1.7	0.000	0.0	20.7

已发行 ADS ADS in issue (m)	687.6	大股东 Major shareholder	沈亚 12.0%
市值 Market cap. (US$ m)	13,807.0	流通比例 Free float (%)	88.0
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)	14,406.8	2021 年净负债/股东资金 2021 Net gearing (%)	净现金
52 周高/低 52 Weeks high/low (US$)	46.000/14.865	2021 Non-GAAP PE 2021 非 GAAP 市盈率	11.4
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)			(16.5) / (33.4) / 1.6
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)			(22.1) / (41.0) / (41.3)

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

2021 年第一季度业绩超预期。公司总收入同比增长 51.1%至人民币 283.985 亿元，高于我们的预期 2.3%。非 GAAP 普通股股东净利为人民币 17.127 亿元，同比增长 73.7%，高于我们的预期 11.2%。公司的电商交易总额达人民币 461 亿元，同比上升 59%，其中服装相关电商交易总额同比增 70%。活跃买家达到 4,580 万，同比增长 54%。2021 年第一季度的订单总量达 1.755 亿，同比增长 44.2%，其中有 1.703 亿笔是回头客订单，占订单总量的 97.0%。上述运营指标意料之中，但收入仍好于预期；这是由于 ARPU 出现了转机。根据我们的计算，自 2017 年第四季度以来，公司的 ARPU 在 2021 年第一季度同比反弹了 5.1%至人民币 155.1 元，远高于我们预估。此外，由于净利润增速更快，公司第一季度实现了利润率扩张。我们相信 2021 年的净利润率将波动，但如果考虑到公司历史上一直保持稳定的利润率，这可能不是一个长期问题。

投资评级为"收集"。由于严格的成本控制，公司在历史上适度的收入增长下保持了稳定的盈利能力。到目前为止，我们认为随着中国的数字化进程，增长潜力仍然存在。此外，旅行限制和刺激消费的国内政策将继续成为公司业务规模增长的催化剂。因此我们维持投资评级为"收集"。目标价为 32.00 美元，相当于 18.1 倍的 2021 年预测非 GAAP 市盈率。

正面因素分析

- 公司 ARPU 自 2017 年 4 季度以来首次录得同比增长。
- 公司回头客订单占比重，显示客户忠诚度高。
- 公司利润率一直保持稳定，成本控制能力高。

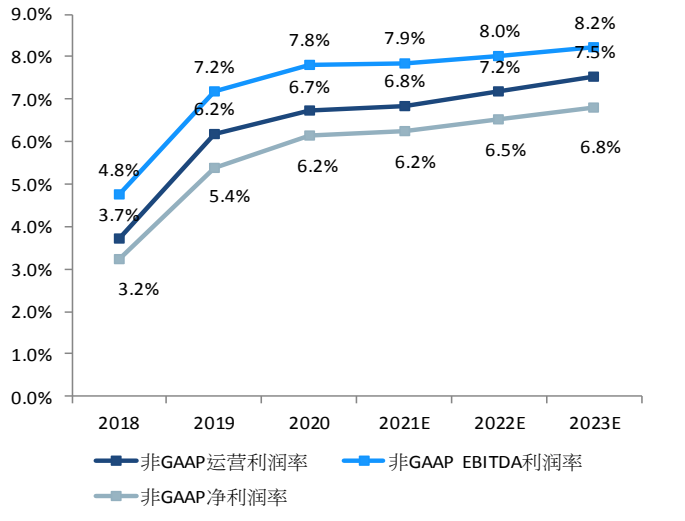
风险分析

- 不利行业发展的政策出台。
- 活跃买家数量倒退。

负面因素分析

- 公司业务属利基市场，增长潜力较一般电商为低。
- 去库存应在经济不境气时发展更好，相反亦然。

唯品会利润率预期



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底 (百万元人民币)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
营业额	92,994	101,858	125,863	150,449	173,112
销售成本	(72,314)	(80,573)	(99,469)	(118,515)	(135,920)
毛利润	20,680	21,285	26,394	31,935	37,192
产品发展费用	-1,568	-1,221	-1,559	-1,906	-2,242
销售费用	-3,324	-4,284	-5,863	-7,162	-8,417
管理费用	(4,064)	(3,749)	(4,222)	(4,931)	(5,540)
履行费用	(7,318)	(6,879)	(8,165)	(9,474)	(10,623)
其他收益	645	708	978	1,171	1,354
经营溢利	5,052	5,860	7,564	9,633	11,723
净财务（开支）/收入	297	1,202	426	416	425
其他非经营收益	(128)	(43)	(57)	(31)	(32)
税前利润	5,221	7,019	7,933	10,018	12,116
税项	(984)	(1,130)	(1,411)	(1,744)	(2,112)
应占联属公司亏损	27	30	69	81	96
少数股东权益	30	(12)	(31)	(36)	(44)
股东应占溢利	4,017	5,907	6,560	8,320	10,056
每份 ADS 盈利 (人民币)	6.017	8.746	9.522	11.922	14.225

重要财务比率

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
收入增长（%）	10.0	9.5	23.6	19.5	15.1
净利增长（%）	88.7	47.1	18.2	26.4	20.9
毛利率（%）	22.2	20.9	21.0	21.2	21.5
经营利润率（%）	5.1	5.8	6.0	6.4	6.8
净利率（%）	4.3	5.8	5.5	5.9	6.2
资产回报率（%）	17.5	17.3	20.7	24.0	28.3
股东资金回报率（%）	20.6	23.5	20.6	21.2	20.7
净资产负债比率（%）	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司、国泰君安国际。

货币化效率持续提升

分析员：罗沛达 Danny Law

微博(WB US)

评级：买入

股价: US$52.620

目标价: US$60.00

End 12/31	Turnover (USD m)	Net Profit (USD m)	EPS (USD)	EPS (△%)	PER (x)	BPS (USD)	PBR (x)	DPS (USD)	Yield (%)	ROE (%)
2019A	1,767	495	2.194	(14.2)	24.0	10.128	5.2	0.000	0.0	24.6
2020A	1,690	313	1.381	(37.1)	38.1	12.394	4.2	0.000	0.0	12.3
2021F	2,156	475	2.078	50.5	25.3	14.011	3.8	0.000	0.0	15.6
2022F	2,348	557	2.417	16.3	21.8	15.755	3.3	0.000	0.0	15.8
2023F	2,589	628	2.700	11.7	19.5	17.422	3.0	0.000	0.0	15.5

已发行股本 Shares in issue (m)	226.9	大股东 Major shareholder	新浪 44.7%
市值 Market cap. (US$ m)	11,939.5	流通比例 Free float (%)	45.8
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)	1,197.8	2021 年净负债/股东资金 2021 Net gearing (%)	净现金
52 周高/低 52 Weeks high/low (US$)	63.550 / 32.500	FY20-23 PEG	1.2
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)			3.5 / 4.3 / 56.6
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)			(2.0) / (5.2) / 12.4

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

微博 2021 年第 1 季度收入为 4.589 亿美元，同比增长 41.9%，并高于我们的预期 11.2%，这主要是由于中国在线广告市场的强劲复苏，带动来自于非阿里巴巴广告主收入以及增值业务的增长。非 GAAP 股东净利润同比增长 93.8%至 1.307 亿美元，而 GAAP 股东净利润则同比小幅减少，主要区别在于 58.2 百万美元的投资损失或减值。同时，微博对第 2 季度的收入指引为同比增长 25%-30%的区间。微博 2021 年第 1 季度月活跃用户达 5.30 亿，鉴于去年新冠疫情的高基数，同比回落 3.6%。随着经济持续复苏，我们预计月活跃用户将在 2021 年第 4 季度恢复至历史最高水平并继续稳步增长，而微博的收入增长动力将逐渐转变为货币化效率的提高。虽然月活跃用户同比增速持续下降，但每活跃用户的收入增速却持续加快。在产品端，微博将加大内容可视化的投入，提高用户参与度以及用户粘性，从而提升短视频应用的竞争力。在渠道端，微博将继续投入并拓展渠道，优化内容推荐效率。

公司目前投资评级为"买入"，目标价为 60.00 美元。当前目标价相当于 22.4 倍、19.4 倍和 16.7 倍 2021-2023 年非 GAAP 市盈率。

正面因素分析

- 宏观经济带动广告业持续复苏。
- 货币化水平加速增长。
- 内容推荐的优化及短视频应用的投入。

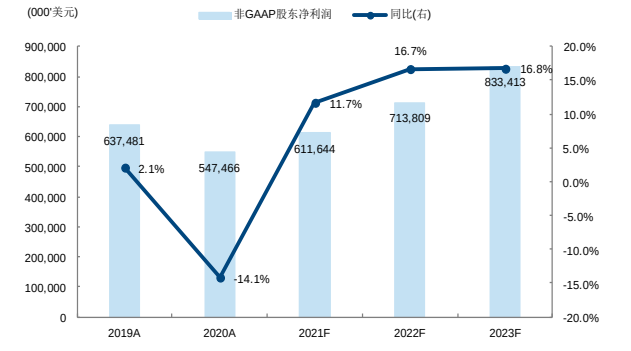
负面因素分析

- 用户增长放缓。
- 用户留存率增长停滞。
- 营销费用支出超预期。

风险分析

- 宏观经济影响广告收入。
- 政府加强监管社交平台。
- 广告行业及短视频竞争加剧。

公司净利润



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万美元)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
营业收入	1,767	1,690	2,156	2,348	2,589
营业成本	(329)	(302)	(365)	(414)	(448)
毛利	1,438	1,388	1,791	1,934	2,142
销售费用	(465)	(456)	(597)	(638)	(697)
研发费用	(284)	(324)	(415)	(457)	(492)
管理费用	(91)	(101)	(131)	(140)	(154)
经营利润	598	507	648	699	799
权益投资收入	(13)	10	(1)	5	2
投资收益	(42)	(175)	(118)	(80)	(104)
利息收入	55	28	52	51	60
其他收入	4	5	5	5	5
税前利润	602	376	586	680	763
税项	(110)	(61)	(113)	(125)	(137)
税后利润	493	315	473	556	626
少数股东权益	2	(1)	2	2	2
股东应占净利润	495	313	475	557	628
非 GAAP 股东净利润	637	547	612	714	833
非 GAAP 每股盈利(美元)	2.828	2.413	2.674	3.096	3.586

重要财务比率

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
非 GAAP 毛利率（%）	81.4	82.1	83.1	82.4	82.7
非 GAAP 经营利润（%）	37.5	34.3	34.7	34.3	35.2
非 GAAP 净利率（%）	36.1	32.4	28.4	30.4	32.2

资料来源：公司、国泰君安国际。

机械行业

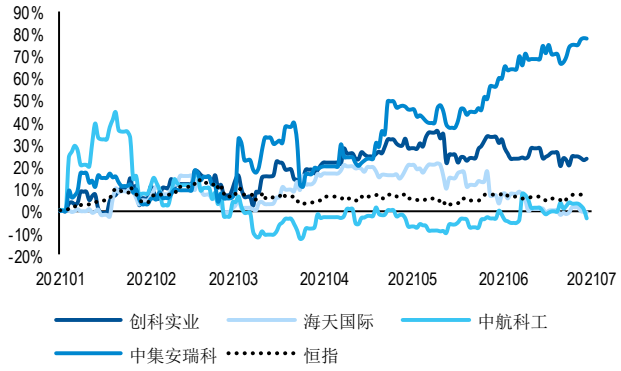
跑赢大市

分析员：冯廷帅 David Feng

股价表现回顾

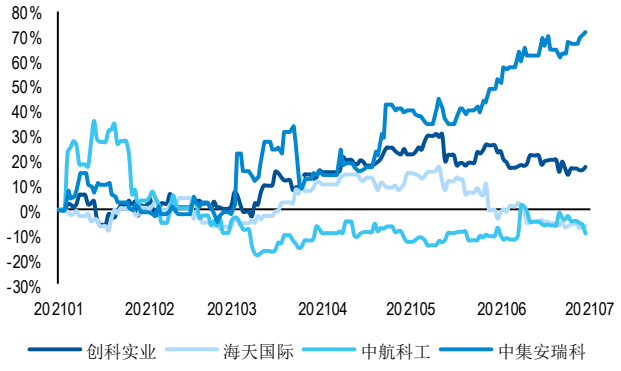
2021 年上半年机械股整体跑赢大市。2021 年上半年，我们所覆盖的 4 家香港上市机械股的市值平均绝对回报为 24.1%，同期恒指涨幅为 5.9%，整体跑赢大市 18.2 个百分点。创科实业(00669 HK)与海天国际(01882 HK)在全年业绩超预期的刺激下逐步走高，其后海天国际因国内下游出口预期转差而有所回落。中航科工年初在回 A 上市的预期下以及航空工业集团三年改革行动计划的刺激下出现一轮大幅上涨，但涨幅跟随军工行业整体的回调而被快速抹平。中集安瑞科(03899 HK)在 3 月氢能产业布局取得实质性进展后股价大幅走高，随后尽管因全年业绩不理想而出现回调，但后续在公司氢能产业链布局蕴藏的巨大潜力逐步浮现后，股价不断向上突破。

我们所覆盖机械股绝对回报



资料来源：彭博、国泰君安国际。

我们所覆盖机械股相对回报

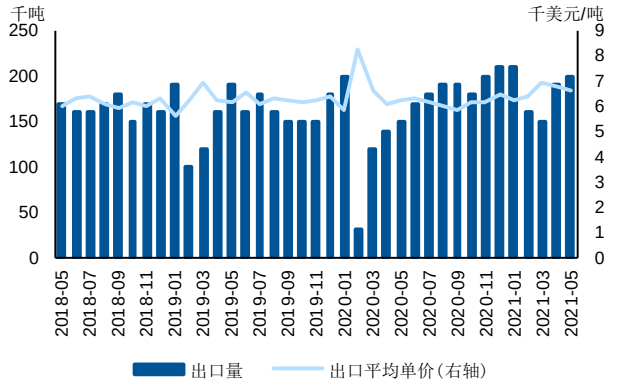


资料来源：彭博、国泰君安国际。

工具行业

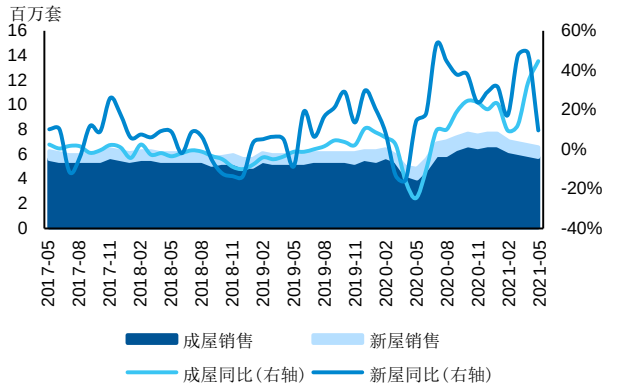
家装与 DIY 活动或将逐步回归常态，期待拜登基建计划拉动的专业级工具需求。2021 年 1-5 月，中国手用及机用工具出口量同比增 42.2%，两年平均增长率高达 49.0%，表明海外工具需求仍持续高涨。在原材料成本压力的推动下，1-5 月的出口平均单价同比上涨 5.3%，创历史新高。美国房屋销售方面，5 月的成屋及新屋销售环比继续回落，房屋库存则有所回升。随着疫情管控措施的逐步放开，我们预计 DIY 活动的热潮也将逐步消退。整体而言，我们预计家装与 DIY 活动的高景气或将在下半年开始消退。另一方面，拜登万亿美元基建计划近期已达成部分一致，尽管整体规模缩水，但我们预计待国会批准后，基建计划仍将拉动对于专业级工具的需求，并对家装与 DIY 需求的退潮形成一定对冲。

中国手用及机用工具出口量与平均单价



资料来源：中国海关总署、国泰君安国际。

美国成屋与新屋销售

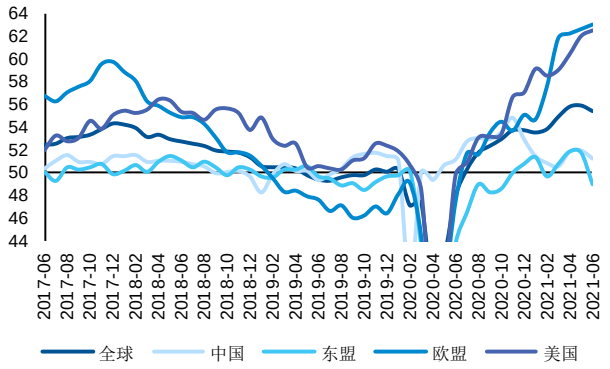


资料来源：全美地产经纪商协会、美国商务部、国泰君安国际。

塑料加工机械行业

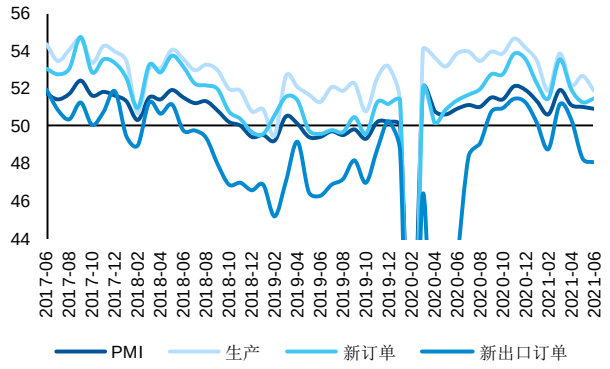
全球主要经济体制造业强劲复苏，国内出口订单受到压制。2021 年 6 月全球 PMI 达 55.5%，维持在相当高的景气水平，其中欧盟与美国继续加速复苏并领跑全球，中国虽略有回落但仍处于景气区间之上，东盟则因疫情反复而再度陷入荣枯线以下。6 月中国官方 PMI 的关键分类指数显示，尽管生产活动仍维持较高景气，出口订单则明显受到了海外制造业复苏的压制。就国内主要下游行业的需求来看，塑料加工机械的主要下游行业同比均有显著反弹，相比 2019 年同期也都实现了较快增长。然而，除电子产业以外，汽车、电器等其他行业的固定资产投资仍然相对保守。零售额方面，通讯设备在去年同期的高基数上仍保持了较快增长。汽车行业生产端尽管受制于芯片短缺，但需求仍保持稳步复苏，中大型注塑机的需求或有待进一步释放。2021 年 1-5 月，全国塑料加工机械产量同比增 41.6%，但 5 月单月的同比增速已回落至 5.4%。同期，全国注塑机出口额同比增 72.5%，两年平均增长率达 21.1%。整体而言，我们认为海外制造业的复苏将对国内的注塑机需求形成一定压力，但对于注塑机厂商而言，海外需求的恢复将部分抵消国内的出口降温。

全球主要经济体制造业 PMI



资料来源：IHS Markit、国泰君安国际。

中国官方 PMI 及关键分类指数



资料来源：中国国家统计局、国泰君安国际。

塑料加工机械主要下游行业关键指标增速

	工业增加值				固定资产投资				零售额(限额以上)		
	制造业	汽车	电器	电子	制造业	汽车	电器	电子	汽车	家电	通讯器材
2021 年 1-5 月同比	19.3%	29.3%	33.5%	21.5%	20.4%	-3.7%	24.4%	27.6%	37.8%	23.2%	29.3%
对比 2019 年同期	16.0%	19.1%	29.8%	26.0%	2.6%	-26.0%	-0.6%	36.4%	14.4%	0.5%	32.3%
两年平均增长率	7.7%	9.1%	13.9%	12.2%	1.3%	-14.0%	-0.3%	16.8%	6.9%	0.3%	15.0%

资料来源：中国国家统计局、国泰君安国际。

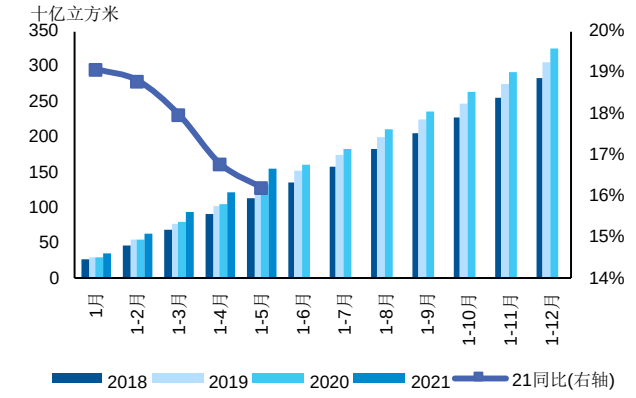
航空军工行业

新机型加速列装，直升机市场广阔。2021 年中国国防预算同比增长 6.8%并突破 2,000 亿美元大关，武器装备方面的投入力度不断提升维持高确定性。6 月 18 日空军发布消息称，国产新一代隐身战斗机歼 20 已列装人民空军多支英雄部队，这标志着在作战能力逐步得到检验后，以 20 系为代表的新机型列装部队的速度将持续提升。此外，国防部提到上半年军事训练全军弹药消耗大幅增加，对于实战化训练的日益重视将拉动下游军事装备的采购需求，特别是导弹等易耗品。航空工业集团旗下的各主机厂预计 2021 年向关联方采购的金额均有较大幅度的同比增长，印证了年内航空装备的旺盛需求。民用通航方面，根据亚翔航空的统计，2020 年中国大陆的民用涡轮直升机机队规模同比增长 7%，增速继续领跑亚太地区。整体而言，我们认为国防航空产业链将充分受惠于对于新型装备的强劲需求，并维持稳定的高增长。

能源装备行业

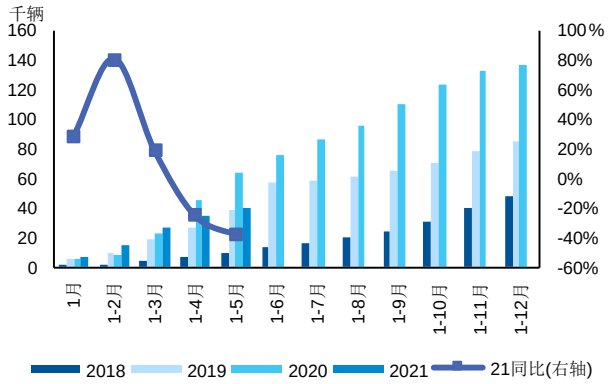
天然气消费量稳步增长，氢能装备蓄势待发。2021 年 1-5 月，天然气表观消费量同比增长 16.2%，两年平均增长率为 10.6%，整体维持了稳步增长。尽管 LNG 价格同比有所上涨，但其相对柴油的经济性仍然较强。然而，天然气重卡 1-5 月的销量同比下降 37.1%，我们认为其原因主要在于重型柴油车国六排放标准于 7 月 1 日全面实施前，国五重卡的大量去库存对天然气重卡销售形成打压。我们认为在国六标准全面实施后，下半年天然气重卡的需求将会明显恢复。得益于环保和碳排放方面的优势，以天然气重卡为代表的天然气应用装备的需求将在十四五期间快速增长。氢能方面，在碳中和目标的大背景下，我们认为氢燃料电池车以及风光能发电配套的储能装备将成为氢能下游两大应用场景，而相关的制氢与加氢相关装备则有望在产业链早期布局中获得快速发展。

国内天然气表观消费量



资料来源：中国国家统计局、国泰君安国际。

天然气重卡销量

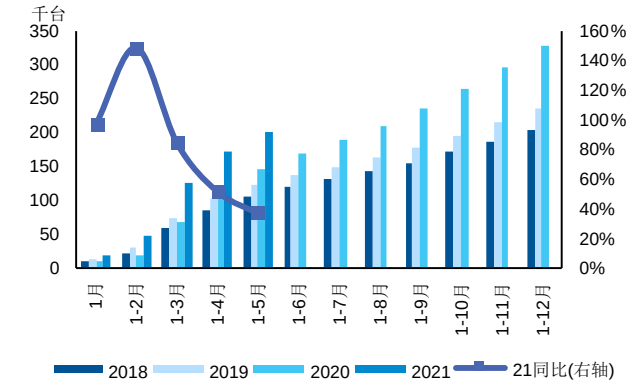


资料来源：中国汽车工业协会、国泰君安国际。

工程机械行业

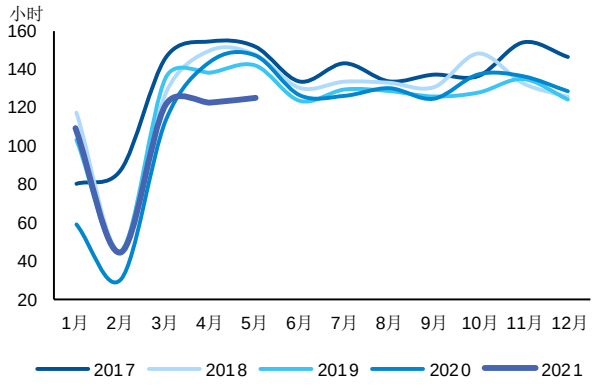
挖掘机国内市场提前进入淡季，出口需求井喷式增长。2021 年 1-5 月，全国挖掘机销量同比增 37.7%至 20.1 万台，然而 5 月单月的销量同比下滑 14.3%，环比 4 月更下滑 41.6%。5 月中国小松挖掘机开工小时数为 125.7 小时，虽然连续 2 个月保持增长但仍显著低于往年同期。不过，出口方面则呈现井喷式增长，1-5 月的挖掘机出口量同比增长 106%至 2.4 万台。我们认为，2020 年二季度以来的本轮国内工程机械爆发性增长已经结束，宏观资金环境趋紧以及钢材价格的暴涨对工程施工造成了打压，而下半年的挖掘机销售在去年同期的高基数基础上将难以继续实现进一步增长。

全国挖掘机销量



资料来源：中国工程机械工业协会、国泰君安国际。

中国康查士挖掘机月均开工小时数



资料来源：小松制作所、国泰君安国际。

投资建议

行业投资评级为“跑赢大市”，首选中航科工(02357 HK)。电动工具方面，我们认为疫情的逐步受控将令家装与 DIY 需求在下半年开始逐步降温，但拥有强劲品牌实力的创科实业(00669 HK)将有望受惠于拜登基建落地后对专业级工具的提振。塑料加工机械方面，我们认为欧美制造业的强劲复苏将令去年下半年以来国内火爆的出口需求回归常态，进而打击国内相关厂商的设备更新意愿，但海外当地厂商的需求增长有望对海天国际(01882 HK)等海外布局较广的塑机厂商形成一定对冲。能源装备方面，我们预计中集安瑞科(03899 HK)将把握碳中和目标带来的发展机遇，继续巩固其在天然气储运装备以及化工罐箱等方面的领先地位，并全面落实其在氢能产业链方面的战略布局。军工方面，在新机型加速列装、航空军工产业链维持高景气度的背景下，我们看好中航科工(02357 HK)在回 A 上市的布局下维持穿越周期的成长性的能力，并将其作为我们的行业首选。我们对于机械行业在 2021 年下半年的走势维持谨慎乐观，给予行业“跑赢大市”的投资评级。

公司名称	编号	股价 (HK$)	个股评级	2021 市盈率(x)	2022 市盈率(x)	2023 市盈率(x)	2021 市净率(x)	2021 ROE(%)	2021 股息率(%)
创科实业	00669	135.6	收集	34.2	29.7	26.0	7.1	22.2	1.2
海天国际	01882	26.05	收集	14.0	13.3	12.2	2.3	16.6	2.8
中航科工	02357	5.14	买入	15.5	13.0	11.6	1.4	9.1	1.3
中集安瑞科	03899	8.08	收集	16.7	12.3	10.5	1.7	10.7	2.4
市值加权平均			**跑赢大市**	**28.8**	**25.0**	**21.9**	**5.6**	**19.5**	**1.5**

资料来源：国泰君安国际。

专业级工具需求将受惠于基建计划落地

分析员：冯廷帅 David Feng

创科实业(00669 HK)

评级：收集

股价: HK$135.600

目标价：HK$142.80

End 12/31	Turnover (USD m)	Net Profit (USD m)	EPS (USD)	EPS (△%)	PER (x)	BPS (USD)	PBR (x)	DPS (USD)	Yield (%)	ROE (%)
2019A	7,667	615	0.337	11.6	51.9	1.855	9.4	0.133	0.8	19.1
2020A	9,812	801	0.438	30.0	39.9	2.130	8.2	0.174	1.0	21.9
2021F	11,365	936	0.511	16.7	34.2	2.473	7.1	0.212	1.2	22.2
2022F	12,866	1,081	0.589	15.3	29.7	2.836	6.2	0.253	1.4	22.2
2023F	14,527	1,237	0.674	14.4	26.0	3.241	5.4	0.300	1.7	22.2

已发行股本 Shares in issue (m)	1,833.4	大股东 Major shareholder	Horst Julius Pudwill 20.1%
市值 Market cap. (HK$ m)	248,611.4	流通比例 Free float (%)	60.8
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)	3,788.4	2021 年净负债/股东资金 2021 Net gearing (%)	4.6
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK$)	153.400 / 74.200	2021 年每股估值 2021 NAV (HK$)	143.6
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)			(7.3) / 2.0 / 78.9
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)			(6.3) / 0.4 / 60.9

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

公司旗下的 MILWAUKEE 品牌已成长为全球第一的专业级工具品牌，而 RYOBI 品牌则继续领跑全球 DIY 工具市场，龙头效应在疫情催化下充分彰显。公司全球最大的竞争对手史丹利百得(SWK US)于一季度末对于 2021 年全年的业绩指引中，每股盈利的内生同比增速为 11%-13%，而我们认为公司在其更为强劲的产品竞争力带动下，2021 年的盈利增长将继续跑赢竞争对手。根据公司最大的经销商家得宝(HD US)对其一季度销售情况的观察，专业级和 DIY 客户的销售均延续了去年下半年来的强劲增长，而专业级客户销售增长略强于 DIY 客户，而我们认为这一趋势将在下半年在即将推进的拜登基建计划的刺激下变得更为显著。此外，充电式户外工具对于传统燃油设备的替代热潮也有望延续。公司电动工具控制器供应商贝仕达克(300822 CH)第一季度收入同比大增 65.8%，两年平均增长率为 14.8%，表明公司的电动工具生产仍维持强劲。我们目前对公司的投资评级为“收集”，目标价为 142.80 港元，对应 35.8 倍/ 31.1 倍/ 27.2 倍的 2021-2023 年市盈率和 7.4 倍的 2021 年市净率。

正面因素分析

- 美国家装活动维持高景气。
- 拜登基建计划落地，拉动专业级工具需求。
- 充电式户外电动工具引爆新增长点。

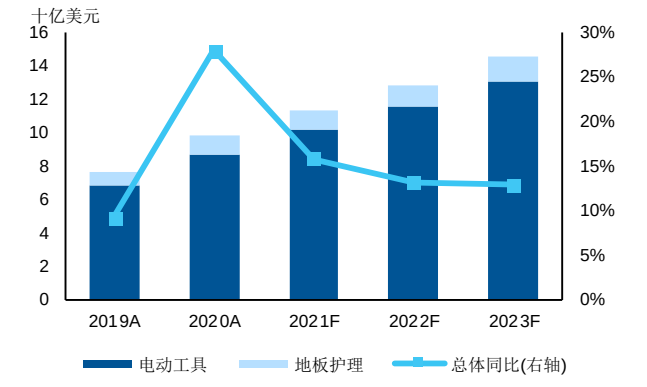
负面因素分析

- 芯片与电芯等关键零部件短缺影响生产。
- 美国房屋销售回落，房屋库存有所回升。
- 美国疫情逐步受控，恢复正常办公影响 DIY 需求。

风险分析

- 原材料价格上涨令毛利率承压。
- G7 推动最低企业税率或增加税务负担。

各分部收入及总体同比增速



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万美元)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
营业额	7,667	9,812	11,365	12,866	14,527
营业成本	(4,774)	(6,059)	(6,966)	(7,829)	(8,760)
毛利润	2,893	3,753	4,399	5,037	5,767
其他收入	11	11	13	16	19
销售费用	(1,195)	(1,573)	(1,875)	(2,142)	(2,476)
管理费用	(805)	(1,006)	(1,166)	(1,320)	(1,490)
研发费用	(230)	(317)	(360)	(411)	(471)
经营利润	673	868	1,011	1,180	1,349
财务费用	(12)	(7)	(3)	(17)	(18)
应占联营公司业绩	0	0	0	0	0
税前利润	661	861	1,009	1,163	1,332
所得税	(46)	(60)	(72)	(82)	(95)
少数股东权益	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
股东利润	615	801	936	1,081	1,237
基本每股盈利(美元)	0.337	0.438	0.511	0.589	0.674

重要财务比率

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
毛利率(%)	37.7	38.3	38.7	39.2	39.7
经营利润率(%)	8.8	8.8	8.9	9.2	9.3
净利率(%)	8.0	8.2	8.2	8.4	8.5
股东资金回报率(%)	19.1	21.9	22.2	22.2	22.2
资产收益率(%)	9.4	9.9	9.7	9.8	9.8
净负债比率(%)	0.5	净现金	4.6	3.4	净现金

资料来源：公司、国泰君安国际。

海外制造业逐步复苏，出口需求将回归常态

分析员：冯廷帅 David Feng

海天国际(01882 HK)

评级：收集

股价: HK$26.050

目标价：HK$32.90

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net Profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (△%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2019A	9,810	1,751	1.097	(8.7)	19.8	8.220	2.6	0.360	1.7	14.0
2020A	11,800	2,388	1.496	36.4	14.5	9.259	2.3	0.760	3.5	17.1
2021F	13,075	2,466	1.545	3.3	14.0	9.386	2.3	0.604	2.8	16.6
2022F	13,631	2,597	1.627	5.3	13.3	10.390	2.1	0.636	2.9	16.5
2023F	14,191	2,833	1.775	9.1	12.2	11.281	1.9	0.694	3.2	16.4

已发行股本 Shares in issue (m)	1,596.0	大股东 Major shareholder	天富资本 27.2%
市值 Market cap. (HK$ m)	41,575.8	流通比例 Free float (%)	34.6
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)	2,090.5	2021 年净负债/股东资金 2021 Net gearing (%)	7.1
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK$)	32.550 / 15.540	2021 年每股估值 2021 NAV (HK$)	33.1
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)			(7.1) / (16.0) / 65.5
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)			(6.1) / (17.6) / 47.5

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

公司在手订单维持充裕，仍需约三个月的时间消化未完成的订单。去年充分受惠于下游医疗、包装等疫情相关行业的小型机需求今年有所回落。海外制造业的逐步复苏令国内从事出口的下游厂商的资本开支趋于保守，但海外下游客户生产恢复对公司海外销售的带动将对国内需求的转弱形成一定对冲。另一方面，中大型机以及 JU、长飞亚等系列的高端机型需求在汽车与家电等行业的拉动下以反弹至 2019 年同期相近的水平，产品组合的优化对毛利率有一定利好作用。成本方面，为对冲钢价大涨带来的成本压力，公司上调了其产品售价，然而在人民币升值的压力下，公司或难以通过提价实现成本压力的完全转嫁。公司无锡工厂的一期工程已完工，二期工程预计将在 2022 年投产。在新冠疫情的反复冲击下，墨西哥工厂的完工时间将推迟至 2021 年下半年，而印度工厂一度处于停工状态。我们目前对公司的投资评级为“收集”，目标价为 32.90 港元，对应 17.9 倍/ 17.0 倍/ 15.6 倍的 2021-2023 年市盈率和 2.9 倍的 2021 年市净率。

正面因素分析

- 汽车、家电行业带动中大型注塑机需求稳步复苏。
- 高端机型系列的复苏有望提振毛利率。
- 无锡与墨西哥工厂的产能扩张稳步推进。

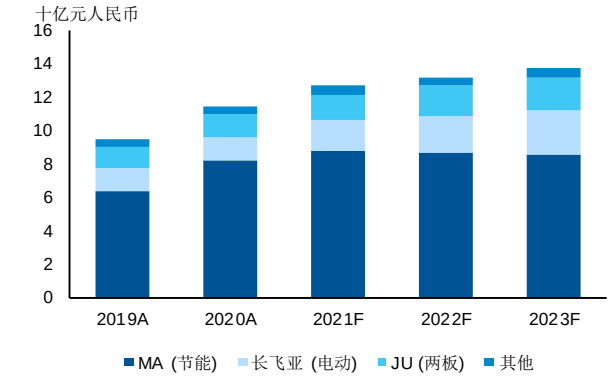
负面因素分析

- 疫情受控令相关的小型注塑机需求有所回落。
- 钢价大幅上涨令毛利率承压。
- 海外供应链恢复，挤占出口市场。

风险分析

- 提价或将削弱公司产品面对海外竞品的产品竞争力。
- 人民币进一步升值或将抑制出口需求。

各系列注塑机销售额



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万人民币)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
营业额	9,810	11,800	13,075	13,631	14,191
营业成本	(6,711)	(7,760)	(8,903)	(9,259)	(9,447)
毛利润	3,099	4,040	4,173	4,372	4,744
其他收入及损益	486	349	366	443	465
销售费用	(752)	(765)	(824)	(883)	(942)
管理费用	(689)	(751)	(793)	(847)	(920)
经营利润	2,143	2,873	2,922	3,085	3,347
财务费用	39	70	119	116	145
应占联营公司业绩	2	26	28	31	34
税前利润	2,184	2,970	3,069	3,232	3,525
所得税	(434)	(580)	(601)	(633)	(690)
少数股东权益	(0)	(2)	(2)	(2)	(2)
股东利润	1,751	2,388	2,466	2,597	2,833
每股盈利(人民币)	1.097	1.496	1.545	1.627	1.775

重要财务比率

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
毛利率(%)	31.6	34.2	31.9	32.1	33.4
经营利润率(%)	21.8	24.3	22.3	22.6	23.6
净利率(%)	17.8	20.2	18.9	19.1	20.0
股东资金回报率(%)	14.0	17.1	16.6	16.5	16.4
资产收益率(%)	9.0	10.9	10.0	10.0	10.1
净负债比率(%)	净现金	净现金	7.1	净现金	净现金

资料来源：公司、国泰君安国际。

新机型加速列装，直升机业务并表后整合提速

分析员：冯廷帅 David Feng

中航科工(02357 HK)

评级：买入

股价: HK$5.140

目标价：HK$6.90

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net Profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (△%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2019A	43,832	1,347	0.174	(19.1)	24.6	2.620	1.6	0.030	0.7	7.0
2020A	50,117	1,995	0.258	48.3	16.6	2.925	1.5	0.050	1.2	9.3
2021F	57,075	2,132	0.277	7.4	15.5	3.160	1.4	0.055	1.3	9.1
2022F	63,783	2,546	0.330	19.1	13.0	3.446	1.2	0.065	1.5	10.0
2023F	70,814	2,844	0.369	11.8	11.6	3.745	1.1	0.070	1.6	10.3

已发行股本 Shares in issue (m)	7,711.3	大股东 Major shareholder	中国航空工业集团 56.0%
市值 Market cap. (HK$ m)	39,636.2	流通比例 Free float (%)	35.2
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)	17,109.8	2021 年净负债/股东资金 2021 Net gearing (%)	净现金
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK$)	8.130 / 3.510	2021 年每股估值 2021 NAV (HK$)	8.6
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)			(1.2) / (1.3) / 46.4
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)			(0.1) / (2.9) / 28.4

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

公司旗下子公司中直股份披露上半年业绩预告，预计股东净利同比增长 20%-40%，原因在于航空产品销量同比有较大幅度增长。公司于 5 月分别就 AG600 两栖飞机、AC352 直升机和 AC311A 直升机与南海通用有限公司、青岛直升机航空有限公司、中信海直公司等客户集中签约。哈飞最新研制的 AC332 直升机在天津开铆，预计 2022 年建成总装生产线并实现首飞，2024 年底完成适航取证并实现首批交付。AC352 直升机适航取证工作正在进行中，预计最快将于 2021 年底取得中国民航适航证。配套系统方面，中航光电近期在手订单饱满，产能利用率达 90%以上。中航光电的华南产业基地已于 3 月正式动工，项目建设周期为 4 年，总投资约 22 亿元，预计项目达产后年销售收入约 55 亿元，主要为华南本地的通讯、数据中心、新能源汽车、消费电子等领域的客户提供互联解决方案。工程服务方面，中航规划参与设计建设的北京新机场南航基地项目等多个项目近日荣获中国钢结构金奖。此外，中航规划设计的全球最大新冠疫苗车间已顺利封顶。我们目前对公司的投资评级为“买入”，目标价为 6.90 港元，对应 21.0 倍/ 17.9 倍/ 16.4 倍的 2021-2023 年市盈率和 1.8 倍的 2021 年市净率。

正面因素分析

- 20 系新机型加速列装部队，航空装备订单饱满。
- 直升机业务稳步扩张，新机型研制有序进行。
- A 股发行有望加速资产整合，并催化估值中枢提升。

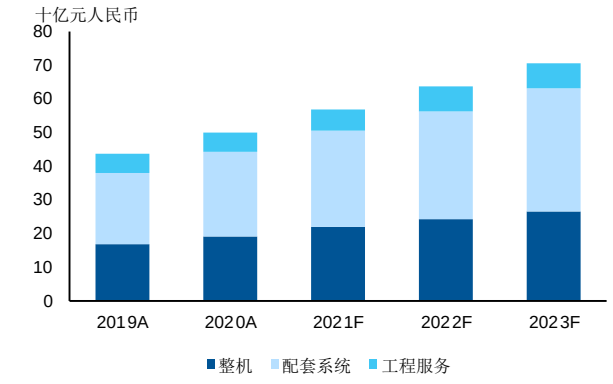
负面因素分析

- 盈利能力较差的整机业务拖累毛利率。
- 增发内资股以及后续发行 A 股产生摊薄每股盈利。

风险分析

- 十四五规划中部队采购力度不及预期。
- 现有库存消耗完毕后，毛利率受原材料成本上涨冲击。
- 回 A 上市进展存在不确定性。

各分部收入



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万人民币)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
营业额	43,832	50,117	57,075	63,783	70,814
营业成本	(34,199)	(39,654)	(44,906)	(50,044)	(55,586)
毛利润	9,632	10,463	12,169	13,739	15,228
其他收入及损益	346	651	529	584	656
销售费用	(692)	(635)	(781)	(873)	(969)
管理费用	(6,104)	(6,184)	(7,171)	(7,950)	(8,755)
经营利润	3,182	4,294	4,746	5,501	6,160
财务费用	(278)	(94)	(125)	(101)	(111)
应占联营与合营公司业绩	229	162	191	220	251
税前利润	3,132	4,362	4,812	5,621	6,301
所得税	(333)	(470)	(526)	(622)	(703)
少数股东权益	(1,452)	(1,897)	(2,154)	(2,453)	(2,754)
股东利润	1,347	1,995	2,132	2,546	2,844
每股盈利(人民币)	0.174	0.258	0.277	0.330	0.369

重要财务比率

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
毛利率(%)	22.0	20.9	21.3	21.5	21.5
经营利润率(%)	7.3	8.6	8.3	8.6	8.7
净利率(%)	3.1	4.0	3.7	4.0	4.0
股东资金回报率(%)	7.0	9.3	9.1	10.0	10.3
资产收益率(%)	2.3	3.1	3.2	3.4	3.5
净负债比率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
利息覆盖率(倍)	9.8	41.6	34.8	50.8	52.0

资料来源：公司、国泰君安国际。

深耕氢能产业，把握能源转型巨大商机

分析员：冯廷帅 David Feng

中集安瑞科(03899 HK)

评级：收集

股价: HK$8.080

目标价：HK$9.20

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net Profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (△%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2019A	13,743	911	0.464	15.1	14.5	3.550	1.9	0.181	2.7	13.5
2020A	12,290	580	0.293	(36.9)	23.0	3.620	1.9	0.118	1.8	8.0
2021F	15,596	810	0.403	37.5	16.7	3.916	1.7	0.160	2.4	10.7
2022F	17,589	1,105	0.549	36.2	12.3	4.274	1.6	0.206	3.1	13.3
2023F	19,488	1,296	0.643	17.1	10.5	4.644	1.4	0.232	3.4	14.2

已发行股本 Shares in issue (m)	2,019.1	大股东 Major shareholder	中集集团 68.7%
市值 Market cap. (HK$ m)	16,112.4	流通比例 Free float (%)	31.3
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)	4,905.6	2021 年净负债/股东资金 2021 Net gearing (%)	净现金
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK$)	8.200 / 3.000	2021 年每股估值 2021 NAV (HK$)	10.2
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)			13.8 / 45.6 / 163.2
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)			14.8 / 44.0 / 145.2

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

根据中集集团一季报披露，2021 年第一季度公司三大板块业务同比均实现较大增长，其中海外业务收入同比增长较大。一季度新签订单 39 亿元人民币，同比增长 39%。截至 2021 年 3 月底的在手订单约为 116 亿元，同比增长 17%。清洁能源业务板块收入及订单均实现同比增长。化工环境业务板块随着全球疫情逐步受控、全球贸易复苏有较大改善，化工环境业务板块整体收入及在手订单对比去年同期均实现 20%以上增长。液态食品业务板块去年签订数个重大海外大型啤酒厂总包工程项目，一季度进入稳步项目施工阶段。氢能方面，公司继与 Hexagon Purus 成立氢能储运合营公司建设 10 万个储氢瓶的生产线后，公司宣布获得逾 1 亿元人民币的车载供氢系统订单。随后，公司与鞍钢展开合作，成立焦炉气制 LNG 及联产氢气合营公司，拓展天然气及氢气下游应用市场的机会。化工环境业务的分拆上市方面，公司公告称中集安瑞环科已进入上市前辅导阶段，辅导完成后即将递交 A 股上市申请。公司预计中集安瑞环科的市值将在 40-100 亿元人民币之间。我们目前对公司的投资评级为“收集”，目标价为 9.20 港元，对应 19.0 倍/ 14.0 倍/ 11.9 倍的 2021-2023 年市盈率和 2.0 倍的 2021 年市净率。

正面因素分析

- 氢能产业链布局全面提速。
- 中集安瑞环科回 A 上市稳步推进。
- 液态化学品贸易复苏，带动罐箱销售回暖。

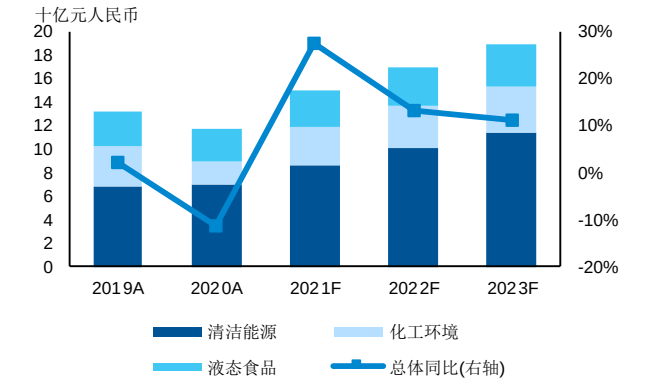
负面因素分析

- LNG 重卡销售出现回落。
- 天然气价格上涨抑制下游应用产品需求。
- 钢价大涨令清洁能源与化工产品毛利率承压。

风险分析

- 全球疫情受控节奏慢于预期。
- 人民币升值令出口及海外业务承压。
- 氢能装备在长期与天然气装备存在一定竞争。

各分部收入及总体同比增速



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万人民币)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
营业额	13,743	12,290	15,596	17,589	19,488
营业成本	(11,392)	(10,195)	(13,151)	(14,640)	(16,131)
毛利润	2,351	2,095	2,445	2,950	3,357
其他收入及损益	259	234	206	246	252
销售费用	(360)	(283)	(343)	(377)	(410)
管理费用	(1,112)	(1,233)	(1,287)	(1,443)	(1,615)
经营利润	1,139	812	1,021	1,376	1,584
财务费用	(62)	(45)	(66)	(85)	(94)
应占联营公司业绩	9	6	21	44	76
税前利润	1,086	773	976	1,335	1,566
所得税	(184)	(207)	(186)	(257)	(301)
少数股东权益	10	14	19	26	31
股东利润	911	580	810	1,105	1,296
每股盈利(人民币)	0.464	0.293	0.403	0.549	0.643

重要财务比率

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
毛利率(%)	17.1	17.0	15.7	16.8	17.2
经营利润率(%)	8.3	6.6	6.5	7.8	8.1
净利率(%)	6.6	4.7	5.2	6.3	6.6
股东资金回报率(%)	13.5	8.0	10.7	13.3	14.2
资产收益率(%)	6.0	3.7	4.9	6.0	6.5
净负债比率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
利息覆盖率(倍)	18.5	18.3	15.8	16.7	17.7

资料来源：公司、国泰君安国际。

工业制造行业

新产业成收入新增长点

分析员：黄家玮 Gary Wong

中国中车(01766 HK)

评级：收集

股价: HK$3.430

目标价: HK$4.60

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net Profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (Δ%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2019A	229,011	11,795	0.411	4.3	7.5	4.735	0.6	0.150	4.897	8.9
2020A	227,656	11,331	0.395	(3.9)	7.2	4.984	0.6	0.180	6.300	8.1
2021F	244,620	10,747	0.374	(5.2)	7.6	5.208	0.5	0.150	5.250	7.3
2022F	264,556	12,450	0.434	15.8	6.6	5.482	0.5	0.160	5.600	8.1
2023F	286,549	13,447	0.469	8.0	6.1	5.780	0.5	0.170	5.950	8.3

已发行股本 Shares in issue (m)	28,698.9	大股东 Major shareholder	中国中车集团 50.7%
市值 Market cap. (HK$ m)	98,437.2	流通比例 Free float (%)	49.3
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)	28,201.7	2021 年净负债/股东资金 2021 Net gearing (%)	净现金
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK$)	4.220 / 2.530	2021 年每股估值 2021 NAV (HK$)	5.9
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)			9.9 / 5.7 / 11.5
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)			11.0 / 4.1 / (6.5)

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

中国中车(01766 HK)2021 年 1 季度收入同比增 24.4%至 416 亿元(人民币，下同)。股东净利同比增 79.4%至 13 亿元，业绩符合预期。分产品看，铁路装备收入同比增 11.8%至 152 亿元，主要机车组销售收入增加；城轨与城市基础设施收入同比跌 1.4%至 93 元，主要因为地铁车辆交付量减少；新产业收入同比增 72.6%至 156 亿元，主要因为风电设备销售增加、现代服务收入同比增 7.9%至 14 亿元，主要因为租赁业务收入增加。整体毛利率同比跌 0.2 个百分点至 21.2%。销售费用率同比增 0.3 个百分点至 3.6%、管理费用率同比跌 0.3 个百分点至 6.7%、研发费用率同比增 0.7 个百分点至 5.5%，净财务费用率同比跌 1.7 个百分点至 0.5%。2021 年第 1 季度公司新签订单约 381 亿元，同比跌 29.9%；其中海外新签 53 亿元，同比增 8.2%。

在<新时代交通强国铁路先行规划纲要>等长期国策及 2030 年前碳达峰等刚性目标的推动下，中国铁路投资将长期稳步增加。作为中国轨道交通装备制造行业的龙头企业，公司受惠于国内高铁及地铁建设的热潮对动车组及地铁车辆的庞大需求。维持其 4.60 港元的目标价，对应 10.2 倍/8.8 倍/8.2 倍 2021/2022/2023 年市盈率。维持"收集"评级。

正面因素分析

- 新产业收入在风电产品销售带动下持续大幅增加。
- 2021 年第 1 季度新签国际订单额回复增长。
- 在碳达峰等鼓励绿色出行的国策长期推动下，铁路车辆需求将长期稳定增加。

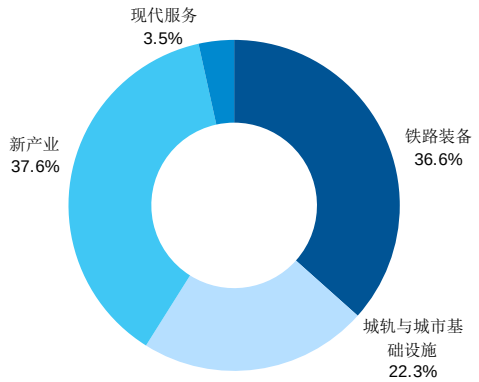
负面因素分析

- 销售收入仍高度依赖于中国市场，海外销售占比较低。
- 2021 年第 1 季度新订单额同比大跌近 3 成。
- 机车产品销售持续低迷。

风险分析

- 铁总招标数量及招标时间具有很大不确定性。
- 风电等新能源项目建设具备周期性，产品需求或骤增骤减。
- 海外项目将承受一定地缘政治风险。

2021 年 1 季度分部收入



资料来源：公司。

损益表

截至12月底(百万人民币)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
营业额	229,011	227,656	244,620	264,556	286,549
经营成本	(176,150)	(176,955)	(190,877)	(205,711)	(223,095)
毛利	52,861	50,701	53,744	58,845	63,453
其它收入	3,428	2,993	3,043	3,089	3,135
销售管理费用	(36,917)	(37,563)	(39,384)	(42,329)	(45,848)
经营利润	19,373	16,132	17,403	19,605	20,740
财务费用	(2,764)	(141)	(2,119)	(2,003)	(1,781)
除税前盈利	16,608	15,991	15,284	17,602	18,959
税项	(2,785)	(2,168)	(2,445)	(2,816)	(3,033)
除税后盈利	13,824	13,823	12,839	14,786	15,926
少数股东权益	(2,029)	(2,492)	(2,091)	(2,336)	(2,479)
股东应占溢利	11,795	11,331	10,747	12,450	13,447
每股盈利 (人民币)	0.411	0.395	0.374	0.434	0.469
增长/减少 (%)	4.3	(3.9)	(5.2)	15.8	8.0

重要财务比率

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
毛利率（%）	23.1	22.3	22.0	22.2	22.1
经营利润率（%）	8.5	7.1	7.1	7.4	7.2
净利率（%）	5.2	5.0	4.4	4.7	4.7
资产回报率（%）	4.6	4.3	4.0	4.3	4.3
股东资金回报率（%）	8.9	8.1	7.3	8.1	8.3
净负债比率（%）	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
净利息覆盖率(倍)	6.1	119.5	7.6	9.1	11.0

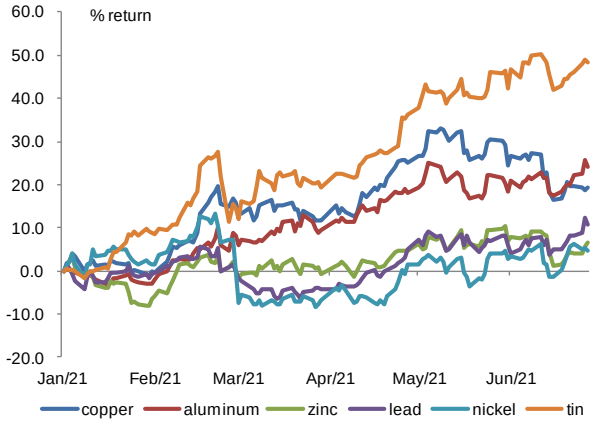
资料来源：公司、国泰君安国际。

有色金属行业 跑赢大市

分析员：郭勇 Kevin Guo

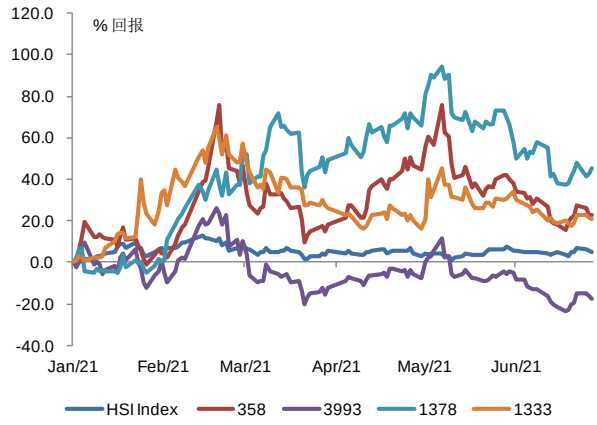
市场回顾：经济复苏叠加多重刺激政策，有色金属价格上升至高位。有色金属价格在 2021 年上半年持续上涨，铜价甚至创出历史新高。随着新冠疫苗投入使用，疫情在全球开始逐步得到控制，全球经济持续复苏。除此之外，欧美发达国家政府陆续推出更多的经济刺激政策，进一步增加了市场对经济复苏的信心。中国经济上半年的表现好于预期，特别是在海外需求的推动下外贸出口保持高增长。在基本面的推动下，有色金属均在上半年持续上涨并保持在相对高位。在基本金属中锡价表现最好，铜价和铝价其次：2021 年上半年的铜价和铝价的涨幅分别为 19%和 24%，锌价和镍价的涨幅分别仅有 7%和 5%。2021 年上半年的 LME 铜均价上涨幅度超过 60%，是所有金属中均价涨幅最高的；铝价、锌价和镍价上半年平均价格的涨幅都接近 40%左右。在金属价格持续上涨的推动下，有色股价同样表现优异。除洛阳钼业（03993 HK）外，有色公司全部显著跑赢恒指。中国宏桥（01378HK）表现最好，上半年股价涨幅达到 45.5%。铝价反弹显著提升了公司的盈利能力，公司巨大的产能和高原材料自给率使得公司能充分享受铝价上涨的好处。江西铜业（00358 HK）的生产保持稳定，公司股价受铜价上涨推动，上半年涨幅在 22.9%。中国忠旺（01333 HK）的生产在 2021 年恢复正常增长，虽然公司不会受益于金属价格上涨，在市场整体向好的背景下公司估值得到修复，上半年涨幅在 20.7%。洛阳钼业（03993 HK）上半年下跌 17.4%，公司股价在前期上涨太多，基本上已经透支了金属价格上升的预期，因此在铜价上涨趋势放缓之后反而出现下跌。

2021 年上半年有色金属价格走势



资料来源：Bloomberg。

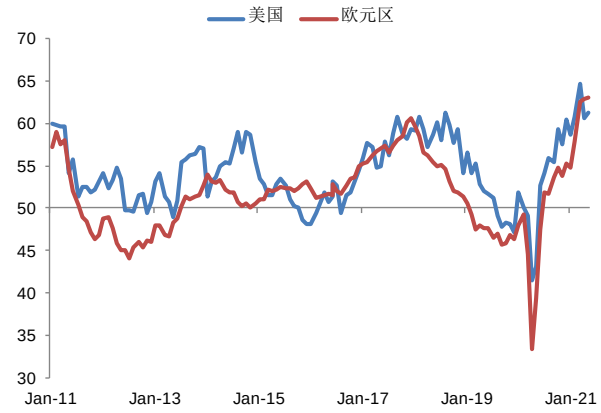
2021 年上半年港股恒指和有色股走势



资料来源：Bloomberg。

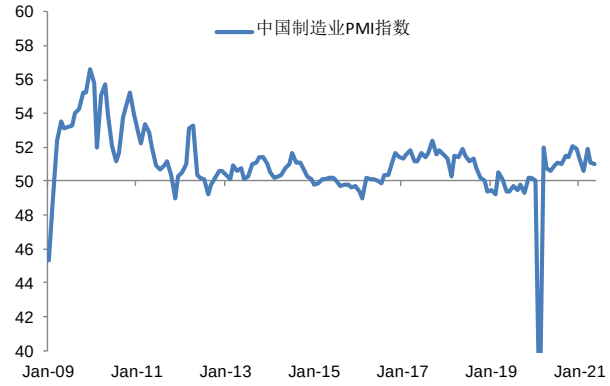
新冠疫苗接种率稳步增长，全球经济复苏前景稳固。根据国际货币基金组织（IMF）最新发布的报告，全球经济从新冠疫情复苏速度可能比此前预期更快。IMF 在新的《世界经济展望》报告中预测，在 2020 年全球经济收缩 3.3%后，2021 年预计全球经济将增长 6%，高于此前预测的 5.5%。报告预测，今年全球主要经济体都将有较大增长。其中，在新兴市场和发展中经济体中，中国经济预测增长 8.4%，印度增长 12.5%。在发达国家中，预计美国增长为 6.4%，欧元区增长 4.4%，日本增长 3.3%。IMF 表示，由于疫苗的出现，全球走出新冠疫情和经济危机的路径愈发明显，但报告警告称，由于新冠疫苗全球分配的不均衡，发展中国家明显落后，因此经济挑战仍然存在。疫情是导致全球经济衰退的罪魁祸首，疫苗的接种将使得疫情得到控制，经济增长最大的压力得以缓解。除此之外，为推动经济复苏，全球各国政府和央行都继续实现宽松的货币政策，同时不断推出更多的财政刺激政策。以美国为代表，国会两党在 6 月份就 1.2 万亿美元基建方案达成一致，拜登政府将“化整为零”推进大基建计划。在该框架下，美国政府将增加近 6000 亿美元的基建支出，包括道路、宽带网络、电网和其他设施。虽然这个开支规模较拜登政府原先的方案缩水近一半，但是方案的落地对经济复苏更重要。欧盟 27 国领导人峰会经过“拉锯式”谈判后，达成了史上最大规模的经济刺激计划。按照计划，欧盟 2021 至 2027 年的长期预算金额将达 1.1 万亿欧元，比上一个七年的财政支出高出 1100 多亿欧元。我们认为疫苗接种的推进有助于控制新冠疫情，而各国政府的刺激政策将使得全球经济的复苏前景更加稳固。

美国和欧元区 PMI 指数



资料来源：Bloomberg。

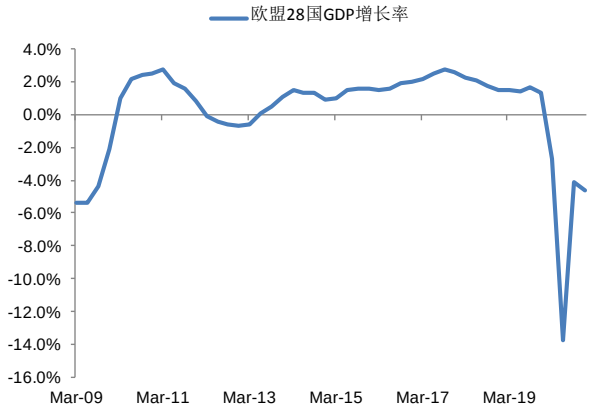
中国制造业 PMI 指数



资料来源：Bloomberg。

中国经济增长良好，中国市场再次成为全球金属消费增长的主要来源。中国是全球首个从新冠疫情中复苏的主要经济体，制造业活动和居民消费都已经恢复到了新冠疫情暴发前的水平。在疫情控制方面，中国的新冠疫苗接种速度相当之快，截至 6 月底已完成 12 亿剂的接种。上半年海外需求旺盛，中国的外贸出口继续保持了高速增长。据中国海关统计，今年前 5 个月我国进出口总值 2.27 万亿美元，同比增长 38.1%，比 2019 年同期增长 26.8%。其中，出口 1.24 万亿美元，同比增长 40.2%，比 2019 年同期增长 29%；进口 1.03 万亿美元，同比增长 35.6%，比 2019 年同期增长 24.3%。过去二十年美国、日本、德国和其他欧洲国家等主要工业国家的有色金属消费量基本保持不变，而中国贡献近 90%的有色金属消费增量。但是随着 2016 年中国经济进入“新常态”，中国对铜、铝等金属的消费增速已经持续低于 5%，部分金属消费需求甚至出现负增长。2021 年全球金属消费的这种趋势得到改善，中国对有色金属的消费需求大幅增长，再次成为全球金属消费增长的主要来源。中国有色金属消费需求的快速增长将有效推动全球金属市场的消费增长。

欧盟 28 国季度 GDP 增长率



资料来源：Bloomberg。

美国季度 GDP 增长率

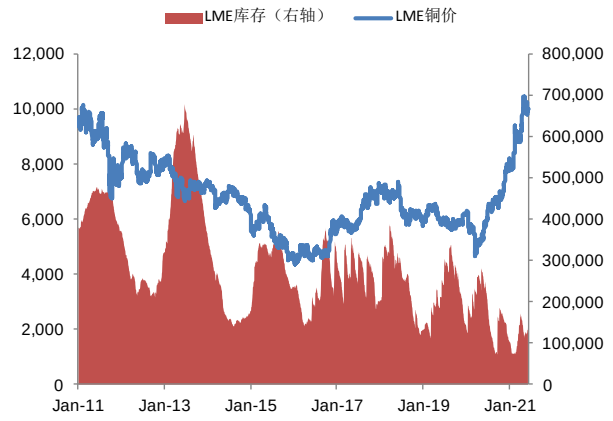
资料来源：Bloomberg。

对 2021 年下半年金属价格走势的总体判断：我们认为 2021 年下半年全球经济将持续复苏，全球有色金属的消费需求将录得较大增长。有色金属的供应基本保持稳定，但有色金属的消费需求将录得较大增长，全球金属市场将处于紧平衡状态。随着新冠疫苗在全球接种率的上升，新冠疫情得到控制的趋势更加明显，全球经济复苏的前景光明。中国市场仍然是全球金属市场消费增长的主要来源，外贸出口的旺盛和稳定的内需将带来稳定的消费增长。在有利基本面的支持下，我们预计 2021 年有色金属价格将基本保持在相对高位。我们认为 2021 年下半年铜价将维持在相对高位，全年均价在 9,000 美元/吨左右。全球铝市场的供应不存在问题，高铝价会推动更多产能复产，铝价的涨幅将不及铜价。我们认为 2021 年下半年铝价将在 1,800-2,500 美元/吨之间波动，全年均价在 2,150 美元/吨之间。全球镍的供应虽然仍不稳定，但在经济复苏的背景下需求因素将主导价格的波动。我们认为 2021 年镍价将会小幅上涨，全年均价在 16,500 美元/吨左右。

铜：铜的消费需求增长趋势良好，预计 2021 年下半年铜价将在 7,000-11,500 美元/吨之间波动，全年均价在 9,000 美元/吨左右。我们预计 2021 年全球铜市场供需将处于紧平衡，这将支持铜价保持在高位。2017-2019 年全球铜市场基本处于均衡状态，铜价维持在一个使得多数矿山企业能够获得较高回报的相对稳定水平，全球铜矿山产能保持稳定增长。虽然 2020 年全球新冠病毒疫情的爆发使得全球铜市场的供需均衡曾一度受到冲击，但在下半年基本恢复了正常水平。在 2021 年全球铜市场的供需平衡再度受到冲击，全球经济复苏以及各国政府的经济刺激政策将推动消费的增长。我们认为 2021 年下半年铜价仍将保持在相对高位，波动区间在 7,000-11,500 美元/吨之间波动，全年均价在 9,000 美元/吨左右。

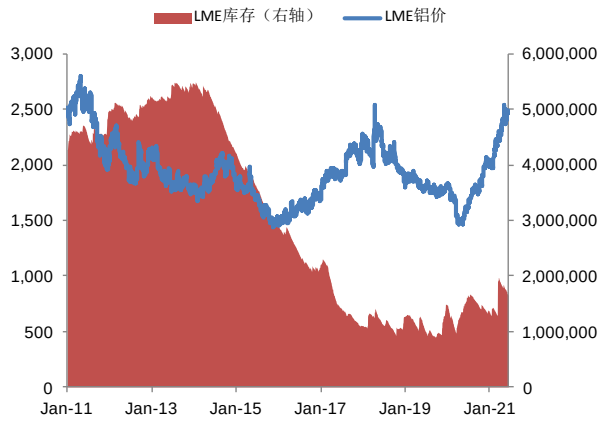
铝：全球铝市场将处于紧平衡状态，预计 2021 年下半年铝价将在 1,800-2,300 美元/吨之间波动，全年均价在 2,150 美元/吨左右。在中国的供给侧改革之后，全球电解铝市场达到了新的平衡，铝价波动的重心逐步上移。2020 年全球新冠病毒疫情的爆发使得行业的均衡一度被破坏，但是在各国刺激政策的推动下市场在下半年恢复至均衡水平。我们认为 2021 年全球经济的持续复苏将推动消费的增长，而行业的剩余产能已基本被充分利用，因此铝市场供应可能趋于紧张。我们认为在基本面的推动下 2021 年下半年铝价仍将处于高位。我们认为 2021 年下半年铝价将在 1,800-2,300 美元/吨之间波动，全年均价在 2,150 美元/吨左右。

LME 铜价与库存（吨）



资料来源：Bloomberg。

LME 铝价与库存（吨）



资料来源：Bloomberg。

镍：需求将主导价格走势，镍价有望继续上行。2020 年在需求的推动下镍价逐步从前期的低点反弹。镍价在过去几年一直受到供应不稳定的影响，虽然曾一度推动了镍价的大幅上涨，但由于需求不足上涨无法维持。2021 年随着全球经济复苏，镍的消费增长显著，需求因素的影响显著超过供应因素并主导镍价的走势。但是由于红土镍矿开发技术的日趋成熟，其生产成本也不断降低，这在一定程度上制约了镍价的上涨空间。我们认为 2021 年镍价将会小幅上涨，全年均价在 16,500 美元/吨之间。

钨、钼：钨钼价格预计将有小幅上涨。钨和钼主要作为钢铁工业的添加剂，其需求受到钢铁产量特别是不锈钢、特钢等高端钢材产量的影响。2021 年上半年钨钼价格基本维持区间波动，上涨幅度较小。虽然国家发改委出台政策有意控制中国的钢产量，但我们认为高端钢材受到的影响较小。我们预计在 2021 年下半年全球市场对钨钼的需求将有一定改善，钨钼价格将有小幅反弹。

投资建议

行业投资评级“跑赢大市”。随着新冠疫苗在全球接种比率的上升，全球经济在 2021 年的复苏将更加稳固，有色金属的消费需求将显著改善。我们认为金属价格在 2021 年下半年将保持在相对高位，但是金属价格的进一步上涨需要新的催化剂。我们认为由于金属价格处于高位，有色金属矿业公司的盈利能力在 2021 年将得到显著改善。但是我们经过上半年的上涨有色股票估值普遍较高，未来的进一步上涨需要更多催化剂。因此我们给予整个行业“跑赢大市”的投资评级。

选股策略：2021 年有色公司的盈利水平将有显著增长，这将有力推动股价的上涨。但是经过前期股价的大幅上涨，我们认为当前有色股票的估值部分已经得到充分反映，进一步上涨需要更多催化剂。长期投资者建议关注基本面良好的洛阳钼业（03993 HK），等待买入机会。洛阳钼业（03993 HK）基本面良好，公司的海外资产质量十分优质，公司的矿产资源量和盈利水平处于行业领先水平，长期投资价值十分显著。经过前期的调整之后，公司股价估值水平逐步回归合理水平。公司是一家十分优质的矿业公司，投资者可等待合适的买入时机。

公司名称	编号	股价 (HK$)	个股评级	2021 市盈率(x)	2022 市盈率(x)	2023 市盈率(x)	2021 市净率(x)	2021 ROE(%)	2021 股息率(%)
江西铜业	00358	15.900	收集	10.4	9.7	9.2	0.7	7.2	1.4
中国宏桥	01378	10.520	收集	5.0	4.7	4.6	0.9	20.1	10.0
中国忠旺	01333	1.810	买入	2.9	2.3	2.1	0.3	9.0	11.5
洛阳钼业	03993	4.610	中性	17.9	16.1	14.7	2.0	11.6	3.4
市值加权平均			**跑赢大市**	**11.0**	**10.0**	**9.4**	**1.3**	**13.7**	**5.7**

资料来源：国泰君安国际。

铜价有望保持当前高位

分析员：郭勇　Kevin Guo

江西铜业(00358 HK)

评级：收集

股价: HK$15.900

目标价：HK$18.20

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (△%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2019A	239,585	2,438	0.704	1.0	20.2	15.232	0.9	0.100	0.7	4.8
2020A	317,756	2,228	0.643	(8.6)	20.6	17.301	0.8	0.100	0.8	4.0
2021F	302,085	4,424	1.278	98.6	10.4	18.388	0.7	0.192	1.4	7.2
2022F	305,801	4,715	1.362	6.6	9.7	19.545	0.7	0.204	1.5	7.2
2023F	309,591	4,987	1.440	5.8	9.2	20.769	0.6	0.216	1.6	7.1

已发行股本 Shares in issue (m)	3,462.7	大股东 Major shareholder	江西铜业公司 40.5%
市值 Market cap. (HK$ m)	55,075.4	流通比例 Free float (%)	59.5
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)	19,987.9	2021 年净负债/股东资金 2021 Net gearing (%)	55.1
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK$)	23.700/7.970	2021 年每股估值 2021 NAV (HK$)	19.5
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)			(13.6) / 7.0 / 103.6
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)			(12.5) / 5.4 / 85.6

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

江西铜业是国内最大的铜生产企业，公司的经营稳定，矿铜年产量一直保持在 20 万吨左右。除铜精矿外，公司还生产黄金和白银以及硒、碲等稀贵金属。但作为典型的周期性企业，公司业绩受金属价格特别是铜价和金价的走势影响极大。我们认为 2021 年全球铜市场供需仍处于紧平衡状态，在基本面支撑下预计全年铜均价将在 9,000 美元/吨左右；而金价在 2021 将继续上涨，预计全年黄金均价将在 1,850 美元/盎司左右。

公司的经营稳定，基本面良好。铜价的维持高位有利于改善公司的盈利能力。公司的矿产铜产量没有增长，而其它业务的盈利能力仍然较差。公司的财务稳健，现金流状况良好。我们预计江铜 2021-2023 年每股盈利分别为人民币 1.278 元、1.362 元和 1.440 元。我们预期公司 12 个月目标价为 18.20 港元，投资评级为“收集”。

正面因素分析

- 公司拥有丰富的铜矿等金属资源储量，保证了公司矿山的开采寿命。
- 公司矿铜生产成本具有显著优势，且铜矿开采中的多种副产品提高了采矿业务的盈利能力。
- 外购铜精矿的加工费提高。

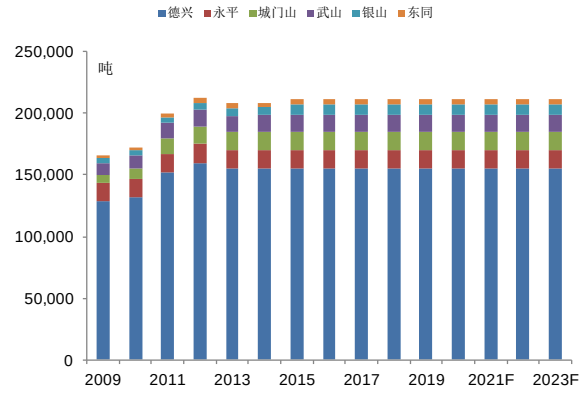
负面因素分析

- 新冠病毒疫情持续影响经济复苏使得铜价面临压力。
- 铜价和金价下跌将会降低了公司的盈利水平。
- 除矿山开采外，公司的加工和贸易等其它业务竞争激烈，毛利率低。
- 公司海外矿山在短期内无法贡献产量。

风险分析

- 铜价、金价等产品价格下跌的风险。
- 国内冶炼产能过剩可能导致冶炼加工费过低。
- 海外在建项目面临地缘政治等风险可能导致成本上升、工期延长。
- 国家能源环保政策趋严可能增加公司生产成本。

公司自有矿山产量（吨）



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万人民币)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
营业额	239,585	317,756	302,085	305,801	309,591
营业成本	(231,172)	(307,687)	(289,716)	(293,153)	(296,673)
毛利	8,413	10,069	12,370	12,648	12,917
经营管理费用	(1,898)	(3,703)	(3,995)	(4,002)	(4,012)
经营溢利	5,040	5,103	8,375	8,647	8,906
净财务开支/收入	(1,884)	(1,950)	(2,044)	(1,925)	(1,803)
其他	(21)	99	(8)	16	25
除税前盈利	3,135	3,252	6,323	6,738	7,127
所得税	(982)	(893)	(1,581)	(1,684)	(1,782)
除税后盈利	2,152	2,359	4,742	5,053	5,346
少数股东权益	286	(132)	(318)	(339)	(358)
股东应占溢利	2,438	2,228	4,424	4,715	4,987
每股盈利 (人民币)	0.704	0.643	1.278	1.362	1.440
每股股息 (人民币)	0.100	0.100	0.192	0.204	0.216

重要财务比率

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
收入增长（%）	1.2	5.0	11.7	32.6	(4.9)
纯利增长（%）	96.4	46.3	1.0	(8.6)	98.6
经营利润率（%）	2.1	1.6	2.8	2.8	2.9
纯利率（%）	1.0	0.7	1.5	1.5	1.6
资产回报率（%）	2.1	1.6	3.0	3.0	3.1
股东资金回报率（%）	4.8	4.0	7.2	7.2	7.1
净资产负债比率（%）	64.3	60.3	55.1	48.9	43.1
净利息覆盖率（倍）	2.3	2.1	3.2	3.4	3.8
市净率（倍）	0.9	0.8	0.7	0.7	0.6

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司业务逐步恢复正常

分析员：郭勇 Kevin Guo

中国忠旺(01333 HK)

评级：买入

股价: HK$1.810

目标价：HK$2.30

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (△%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2019A	23,584	3,022	0.428	(28.0)	3.8	4.881	0.3	0.167	10.3	8.4
2020A	20,402	1,789	0.253	(40.8)	6.0	5.144	0.3	0.000	0.0	4.9
2021F	33,951	3,701	0.524	106.8	2.9	5.547	0.3	0.173	11.5	9.0
2022F	38,050	4,608	0.652	24.5	2.3	6.049	0.2	0.215	14.3	9.8
2023F	43,492	5,164	0.731	12.1	2.1	6.611	0.2	0.241	16.0	10.2

已发行股本 Shares in issue (m)	5,449.5	大股东 Major shareholder	Liu Zhongtian 74.2%
市值 Market cap. (HK$ m)	9,863.5	流通比例 Free float (%)	25.8
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)	6,469.3	2021 年净负债/股东资金 2021 Net gearing (%)	133.2
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK$)	2.690/1.300	2021 年每股估值 2021 NAV (HK$)	3.5
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)			(7.2)/ (5.2) /24.0
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)			(6.1) / (6.8) / 6.0

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

中国忠旺是全球第二大和亚洲最大的铝挤压产品研发制造商。公司主要生产高精密、大截面和高附加值的工业铝挤压产品，产品广泛应用于交通运输领域以及机械设备和电力工程等领域。公司获得来自铁路、汽车、船舶、航空及其它行业的多项国际认证资质。公司拥有多条国际先进的铝挤压生产线，总年产能超过 100 万吨。公司同时大力发展高端铝压延生产能力，天津铝板项目已建成投产，与公司已有的工业铝挤压业务相辅相成、协同发展，并贡献更多的盈利。

公司天津铝中厚板生产线已成功投产，薄板生产线正逐步扩大产量，预计未来铝压延产能将进一步释放。我们认为未来中国忠旺的铝挤压材销量将保持稳定增长，而高端铝压延材将成为公司新的利润增长点。2021 年公司的各项业务已经基本恢复正常，铝产品销量将恢复正常增速。我们预计公司 2021-2023 年每股盈利分别为人民币 0.524 元、0.652 元和 0.731 元。我们预期公司 12 个月目标价为 2.30 港元，投资评级为“买入”。

正面因素分析

- 公司在工业铝挤压材的研究、生产上处于领先地位。
- 公司在高端铝挤压材生产上具有规模优势。
- 公司新建的铝板生产线采用全球领先的生产设备。
- 高加工费的建筑铝合金产品销量保持快速增长。

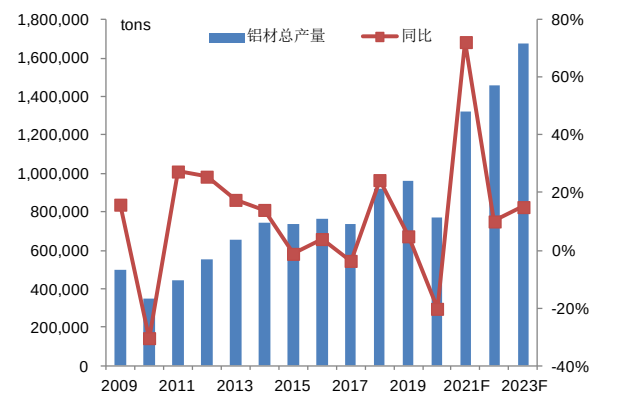
负面因素分析

- 新冠病毒疫情的反复或将影响公司的生产和销售。
- 中国经济增速放缓会影响铝材的消费需求。
- 建筑铝合金模板的销量增速放缓。
- 海外市场的“双反”政策会影响公司铝材的出口。

风险分析

- 海外市场贸易政策风险。
- 工业安全生产风险。
- 原铝价格的波动。

公司铝材总产量



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万人民币)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
营业额	23,584	20,402	33,951	38,050	43,492
营业成本	(16,479)	(14,465)	(24,390)	(27,219)	(31,422)
毛利	7,104	5,936	9,561	10,831	12,069
经营管理费用	(3,321)	(2,928)	(4,036)	(4,233)	(4,810)
经营溢利	3,783	3,008	5,524	6,598	7,259
净财务开支/收入	(1,272)	(1,871)	(1,477)	(1,417)	(1,426)
其他	1,035	864	944	1,033	1,130
除税前盈利	3,546	2,001	4,991	6,213	6,963
所得税	(368)	(163)	(923)	(1,149)	(1,288)
除税后盈利	3,178	1,838	4,068	5,064	5,675
少数股东权益	(156)	(48)	(366)	(456)	(511)
股东应占溢利	3,022	1,789	3,701	4,608	5,164
每股盈利 (人民币)	0.428	0.253	0.524	0.652	0.731
每股股息 (人民币)	0.167	0.000	0.173	0.215	0.241

重要财务比率

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
收入增长（%）	(7.9)	(13.5)	66.4	12.1	14.3
纯利增长（%）	(28.0)	(40.8)	106.8	24.5	12.1
经营利润率（%）	15.0	9.8	14.7	16.3	16.0
纯利率（%）	13.5	9.0	12.0	13.3	13.0
资产回报率（%）	1.4	2.9	3.5	0.0	0.0
股东资金回报率（%）	8.4	4.9	9.0	9.8	10.2
净资产负债比率（%）	180.3	181.6	133.2	117.5	107.8
净利息覆盖率（倍）	2.5	1.0	2.8	3.6	4.0
市净率（倍）	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2

资料来源：公司、国泰君安国际。

铝价将保持在高位

分析员：郭勇 Kevin Guo

中国宏桥(01378 HK)

评级：收集

股价: HK$10.520

目标价: HK$12.50

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (△%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2019A	84,179	6,095	0.709	14.0	13.3	7.676	1.2	0.340	3.6	9.9
2020A	86,145	10,496	1.221	72.3	7.2	8.935	1.0	0.650	7.4	15.6
2021F	107,274	15,063	1.752	43.5	5.0	9.840	0.9	0.876	10.0	20.1
2022F	113,566	16,077	1.870	6.7	4.7	10.832	0.8	0.935	10.7	19.5
2023F	113,890	16,229	1.888	0.9	4.6	11.837	0.7	0.944	10.8	17.9

已发行股本 Shares in issue (m)	9,121.4	大股东 Major shareholder	张波 70.0%
市值 Market cap. (HK$ m)	95,956.6	流通比例 Free float (%)	30.0
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)	25,846.0	2021 年净负债/股东资金 2021 Net gearing (%)	27.8
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK$)	14.400 /3.510	2021 年每股估值 2021 NAV (HK$)	16.4
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)			(16.0) / 1.3/205.8
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)			(14.9) / (0.2) / 187.8

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

中国宏桥是全球最大的、具有显著成本优势的铝电一体化生产商。中国宏桥的生产成本优势主要来自于三方面：自备电厂提供的高电力自给率，完整的区域产业集群，以及先进的生产技术。公司拥有铝土矿-氧化铝产业链，能提供低成本和稳定的氧化铝供应。2021 年随着全球经济复苏以及需求改善，铝价处于高位将进一步提升公司的盈利能力。我们认为 2021 年全球铝市场供需仍将保持平衡，但基本面将支撑铝价维持在高位。

中国宏桥的电解铝生产仍极具成本优势，且公司的债务水平持续下降。我们认为宏桥未来的资本开支将会大幅下降，公司债务水平将逐步减少。公司自备电厂面临缴交政府性基金的政策风险。我们预计中国宏桥 2021-2023 年每股盈利分别为人民币 1.752 元、1.870 元和 1.888 元。我们预期公司 12 个月目标价为 12.50 港元，投资评级为“收集”。

正面因素分析

- 电力和氧化铝自给率高。
- 完整的区域铝产业链集群。
- 生产技术先进，吨铝耗电量低。
- 积极向上游拓展，保证公司未来原料的供应。

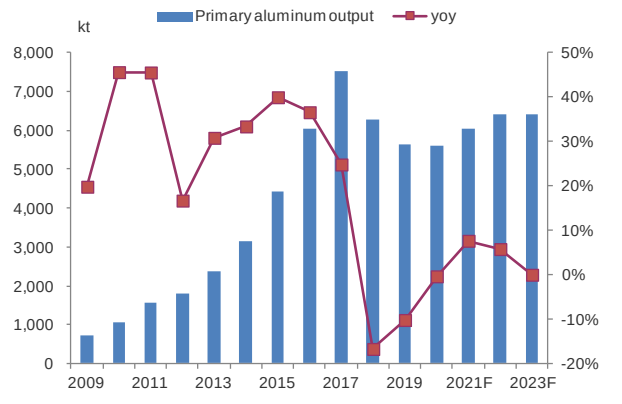
负面因素分析

- 新冠病毒疫情反复影响经济复苏导致铝价下跌。
- 海外铝土矿进口的不确定性可能影响公司的主要原料氧化铝供应。
- 政策性风险。

风险分析

- 铝价价格下跌的风险。
- 进口铝土矿的变动将影响公司氧化铝的供应稳定性。
- 企业自备电厂以及企业跨地区电网政策可能发生变化。
- 原料成本上升。

公司原铝产量



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万人民币)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
营业额	84,179	86,145	107,274	113,566	113,890
营业成本	(67,715)	(66,789)	(81,500)	(85,978)	(86,140)
毛利	16,464	19,355	25,774	27,588	27,750
经营管理费用	(4,095)	(4,452)	(5,096)	(5,281)	(5,296)
经营溢利	12,370	14,903	20,679	22,307	22,454
净财务开支/收入	(5,220)	(4,506)	(3,635)	(3,056)	(2,513)
其他	1,621	2,307	2,441	1,815	1,311
除税前盈利	8,771	12,704	19,486	21,065	21,252
所得税	(2,316)	(2,260)	(4,482)	(5,056)	(5,100)
除税后盈利	6,455	10,445	15,004	16,010	16,151
少数股东权益	(360)	51	59	68	78
股东应占溢利	6,095	10,496	15,063	16,077	16,229
每股盈利 (人民币)	0.709	1.221	1.752	1.870	1.888
每股股息 (人民币)	0.340	0.650	0.876	0.935	0.944

重要财务比率

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
收入增长（%）	(6.7)	2.3	24.5	5.9	0.3
纯利增长（%）	14.0	72.3	43.5	6.7	0.9
经营利润率（%）	14.7	17.3	19.3	19.6	19.7
纯利率（%）	7.2	12.2	14.0	14.2	14.2
资产回报率（%）	3.4	5.8	8.2	8.8	9.0
股东资金回报率（%）	9.9	15.6	20.1	19.5	17.9
净资产负债比率（%）	45.5	3.0	27.8	13.4	1.0
净利息覆盖率（倍）	2.7	3.8	6.4	7.9	9.5
市净率（倍）	1.2	1.0	0.9	0.8	0.7

资料来源：公司、国泰君安国际。

高铜价提升矿业盈利水平

分析员：郭勇 Kevin Guo

洛阳钼业(03993 HK)

评级：中性

股价: HK$4.610

目标价：HK$5.06

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (△%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2019A	68,677	1,857	0.086	(59.9)	47.9	1.889	2.2	0.043	1.0	4.5
2020A	112,981	2,329	0.108	25.5	35.6	1.801	2.1	0.033	0.9	5.8
2021F	123,832	4,634	0.215	99.0	17.9	1.887	2.0	0.129	3.4	11.6
2022F	130,179	5,154	0.239	11.2	16.1	1.983	1.9	0.143	3.7	12.3
2023F	136,663	5,640	0.261	9.4	14.7	2.087	1.8	0.157	4.1	12.8

已发行股本 Shares in issue (m)	21,599.2	大股东 Major shareholder	鸿商集团 24.7%
市值 Market cap. (HK$ m)	99,572.5	流通比例 Free float (%)	75.3
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)	38,728.0	2021 年净负债/股东资金 2021 Net gearing (%)	87.0
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK$)	7.670 /2.550	2021 年每股估值 2021 NAV (HK$)	6.2
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)			(13.8) / (2.1)/ 82.2
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)			(12.7) / (3.7)/ 64.2

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

洛阳钼业在 2020 年成功收购了刚果的一处未开发的铜钴矿，显著扩大了公司的矿产资源量并提升了公司未来的发展潜力。公司的生产保持稳定，钼精矿和钨精矿的产量将保持在稳定的水平。海外矿山运营稳定，矿产品产量也将保持在稳定的水平。2021 年公司铜价和钴价在全球经济复苏和需求改善的推动下将保持在高位，钨钼价格也将有所上涨。新收购的两处海外资产将贡献稳定的利润。

公司当前资产负债表健康，海外的资产收购并未对公司形成较大的负担。公司成功的海外收购也进一步增强了未来的发展前景。我们认为 2021 年公司的盈利能力将进一步改善。公司未来盈利的增长主要将受益于新收购的矿山资产。我们预测公司 2021-2023 年的每股盈利为人民币 0.215 元、0.239 元和 0.261 元。我们认为当前金属价格处于较高水平，价格的进一步上涨需要更多催化剂，当前股价已经基本反映了基本面。我们将公司的目标价设为 5.06 港元，投资评级为“中性”。

正面因素分析

- 公司拥有丰富钨钼资源储备，保证了产量的稳定。
- 公司成功刚果铜钴矿和巴西磷矿及铌矿。
- 公司成功收购刚果一处未开发的铜钴矿。
- 钴价受益于新能源汽车需求扩大有望维持高位。

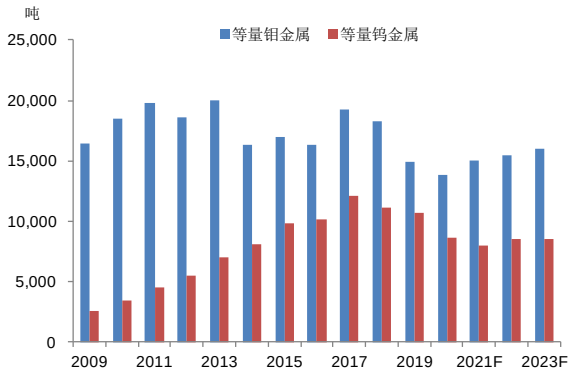
负面因素分析

- 新冠病毒疫情反复可能使得铜价大幅下跌。
- 全球经济增速放缓将影响到国内的钢铁产量，进而影响钼的需求。
- Northparke 铜金矿矿产品产量将出现下降。
- 公司矿产品生产成本上升。

风险分析

- 钼价与钨价波动的风险。
- 金价、铜价波动的风险。
- 政府对钨生产实行配额，钼的生产也有可能纳入保护性开发。

公司钼钨产量



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万人民币)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
营业额	68,677	112,981	123,832	130,179	136,663
营业成本	(65,606)	(104,536)	(112,491)	(118,042)	(123,769)
毛利	3,071	8,445	11,340	12,136	12,894
经营管理费用	(1,324)	(1,404)	(2,105)	(2,213)	(2,323)
经营溢利	2,222	2,947	6,204	6,896	7,543
净财务开支/收入	(1,251)	(1,323)	(1,117)	(1,117)	(1,113)
其他	1,726	(2,771)	(1,915)	(1,910)	(1,914)
除税前盈利	2,358	2,876	6,129	6,817	7,460
所得税	(593)	(398)	(1,241)	(1,380)	(1,511)
除税后盈利	1,766	2,479	4,888	5,436	5,949
少数股东权益	91	(150)	(254)	(283)	(309)
股东应占溢利	1,857	2,329	4,634	5,154	5,640
每股盈利 (人民币)	0.086	0.108	0.215	0.239	0.261
每股股息 (人民币)	0.043	0.033	0.129	0.143	0.157

重要财务比率

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
收入增长（%）	164.5	64.5	9.6	5.1	5.0
纯利增长（%）	(59.9)	25.5	99.0	11.2	9.4
经营利润率（%）	3.2	2.6	5.0	5.3	5.5
纯利率（%）	2.7	2.1	3.7	4.0	4.1
资产回报率（%）	1.7	1.9	3.5	3.7	3.9
股东资金回报率（%）	4.5	5.8	11.6	12.3	12.8
净资产负债比率（%）	64.7	63.3	87.0	81.4	75.3
净利息覆盖率（倍）	1.4	1.9	4.4	4.9	5.3
市净率（倍）	2.2	2.1	2.0	1.9	1.8

资料来源：公司、国泰君安国际。

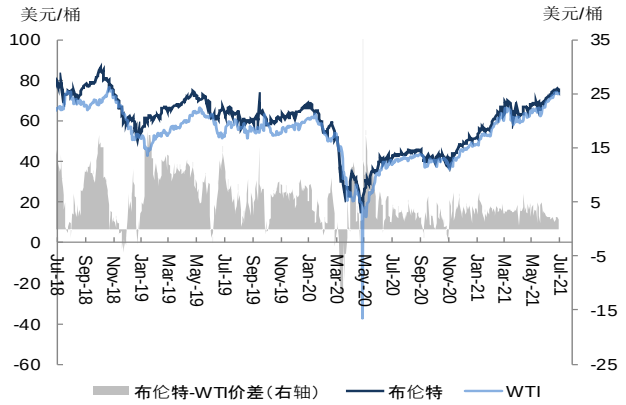
石油化工行业

跑赢大市

分析员：刘谷 Grace Liu 邵俊樨 Peter Shao

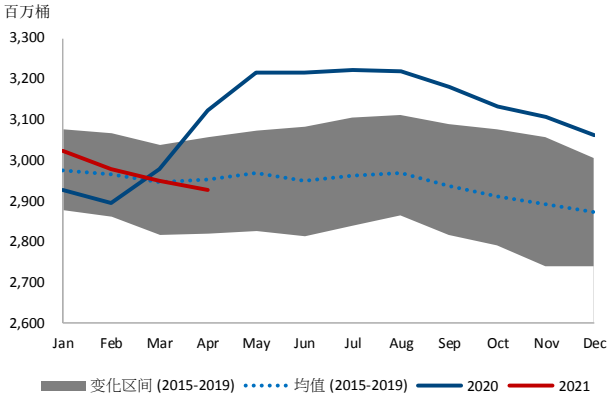
国际油价持续走高，原油供给缺口显现。上半年布伦特原油均价 64.70 美元/桶，较去年同期上涨 57.7%；6 月初以来，布伦特原油价格更是突破 70 美元/桶，较年初涨逾 45%。油价不断走高的背后是原油供给缺口的持续存在。目前，石油需求维持边际复苏态势，但 OPEC+在增产方面保持克制，而非 OPEC+地区产量恢复亦较为缓慢。在此背景下，全球原油库存持续下降，其中具有代表性的 OECD 商业库存已于今年 4 月降至 2015-2019 年均值以下，为疫情以来首次。国际能源署（IEA）估计，若年内 OPEC+维持现行减产政策，且伊朗石油未能回归市场，则全年石油供给缺口可超过 100 万桶/天。

WTI、布伦特原油价格及价差



资料来源：彭博。

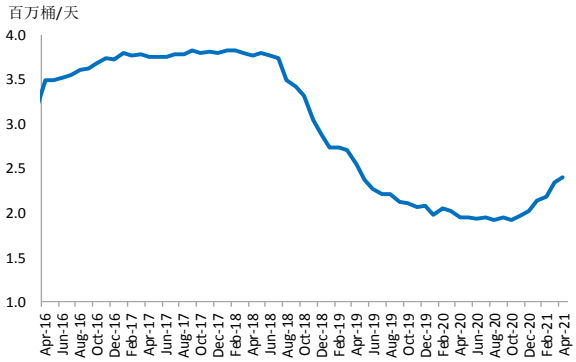
OECD 商业库存



资料来源：国际能源署。

伊朗石油成为影响短期供需平衡的关键因素。2018 年 5 月，美国政府单方面宣布退出伊朗核协议，并重新施加对伊朗石油产业的制裁。此后，伊朗石油产量由 2018 年高峰时的 380 万桶/天降至 2020 年的 200 万桶/天。2021 年 4 月，拜登领导下的美国政府委托英、法、德等“中间国”与伊朗进行非直接谈判，希望重修伊朗核协议。虽然谈判仍在进行，但多方数据显示，伊朗石油产量已于今年 3 月起升至 240 万桶/天。若制裁被完全解除，伊朗石油产量上升的空间仍有大约 140 万桶/天左右，与年内的石油供应缺口大致相当。若伊朗石油可于短期内充分回归市场，则能较大程度缓解石油供给缺口问题。目前，市场普遍预期伊核协议终将达成，但至于协议达成的具体时间和内容则仍然充满不确定性。

伊朗原油产量

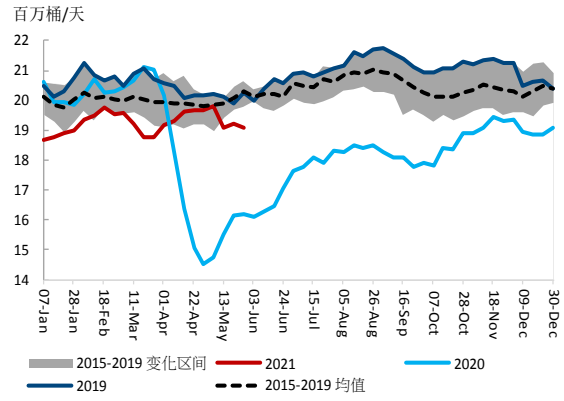


资料来源：彭博。

非 OPEC+地区石油供给增幅预计将远低于需求增幅。虽然石油需求持续复苏、油价持续向好，但油气公司面临更大的能源转型压力及更严格的资本开支管控，以至于许多非 OPEC+地区产量恢复受到抑制。IEA 预计，今年非 OPEC+地区石油产量仅将回升 70 万桶/天，远小于需求复苏的幅度（540 万桶/天）；而 2022 年，非 OPEC+地区产量增幅仍将落后于需求增幅 150 万桶/天。美国是最大的非 OPEC+产油国，也是全球最大的石油消费国，

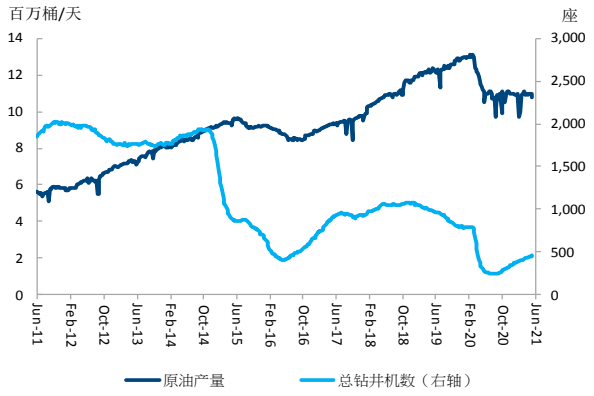
其国内石油产量逐渐恢复。据美国能源署（EIA），截至 2021 年 6 月 11 日，美国 4 周平均油品需求 1,935 万桶/天，较去年同期增长 17.4%，但较 2019 年同期下降 6.5%；美国原油产量 1,120 万桶/天，较去年同期微涨 1.8%，但较 2019 年同期下降 8.2%。据 Baker Hughes 统计，美国原油旋转钻井机数于 2021 年 6 月 25 日为 372，同比上升 97.9%，北美同比上升 136.5%；上半年平均来看，北美原油旋转钻井机数则同比仍下降 30.7%。EIA 预计，2021 年美国原油产量将较去年继续下降 23 万桶/天，2022 年则将回升 71 万桶/天至 1,180 万桶/天，但仍将低于 2020 年高峰产量约 130 万桶/天。

美国油品需求（4 周平均）



资料来源：美国能源署。

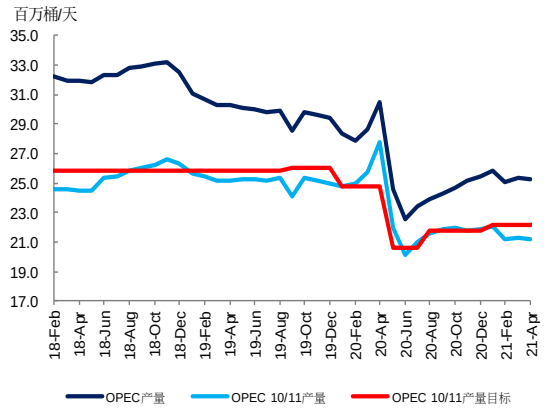
美国原油产量和油气钻井机数



资料来源：美国能源署。

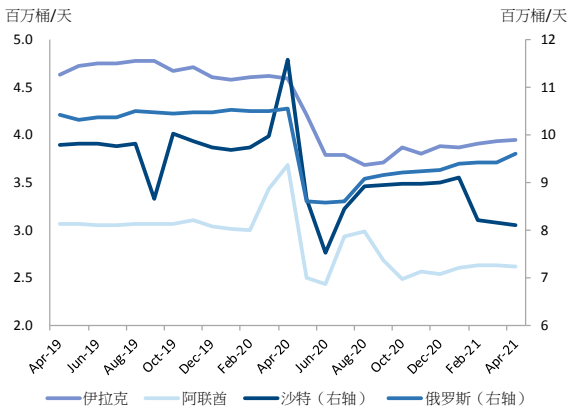
OPEC+垄断能力提升，石油供需预计维持偏紧，但巨大供需缺口难现。美国等非 OPEC+地区产量恢复相对缓慢意味着 OPEC+对石油供应的操控能力得到增强。目前 OPEC+在增产方面保持克制，计划于今年 5-7 月逐渐增产 210 万桶/天，此后将进入规模为 580 万桶/天的第三阶段减产直至 2022 年 4 月。虽然伊朗石油的潜在回归对 OPEC+造成压力，但相对于以往来自非 OPEC+地区产量增长带来的困扰，能见度更高的伊朗石油对于 OPEC+而言更易管理和协调（更何况伊朗也是 OPEC 成员之一）。虽然 OPEC+话语权提升，但其内部仍有较高闲置产能，在油价持续走高时有被释放的压力，从而难以出现巨大供应缺口。步入第三阶段减产后，OPEC+总闲置产能仍高达 690 万桶/天（包括受制裁情景下伊朗的闲置产能）。此外，新冠疫情仍有反复，需求恢复较为缓慢。同时在能源转型背景下，对石油等化石能源的需求有所压抑，并缩短达峰时间，从而难以形成较大需求缺口。参照 IEA 于今年 5 月发布的净零路径，若想将全球气温升高控制在 1.5°C 以内，到 2030 年全球石油消费需较 2020 年下降 18%，到 2050 年则需大幅下降 75%。

OPEC 产量和减产目标



*资料来源：国际能源署、**彭博**、OPEC。*

沙特、俄罗斯、阿联酋、伊拉克原油产量



资料来源：彭博。

上调油价假设。本轮原油价格的恢复上涨主要是基于 OPEC+全力减产的基础上的。如果 OPEC+可于 2022 年 5 月全面开始恢复供应，未来几年原油供需大致平衡，原油价格较为平稳。然而，据美国能源署，美国原油产量于 2023 年可恢复至 2019 年水平，大约略有提升后，于 2025 年左右达至峰值。油气公司向清洁能源公司转型，全球油气上游领域投资大幅下降，而可再生能源处于尚未成熟的阶段，油气价格可能大幅波动，也给未来市场带来

较大不确定性。基于近年 OPEC+对原油供应乃至油价的操控能力有提升的趋势，我们上调油价假设。预计 2021-2023 年布伦特原油均价将位于 68、70 和 72 美元/桶（我们的原假设为 60、63 和 64 美元/桶）。

全球凝聚绿色低碳共识。世界能源结构的转型起因于传统能源老化、页岩气革命、可再生能源技术进步以及核聚变技术的发展。目前对于环境可持续发展的共识提振了低碳经济的需求，全球持续向低碳清洁能源推进。世界主要国家都提出了碳中和的目标，绿色低碳发展在全球已是日益凝聚共识。

发展天然气和氢能。预测显示国内石油需求约在 2025 年左右达至峰值。新能源业务的发展领域，包括风能、太阳能、煤炭的清洁利用、氢能汽车、调峰储能、碳捕捉等。全球天然气资源丰富，低碳优势突出，灵活性高，可补充可再生能源的不稳定性。对于氢能源，终端能源使用中即使提高电气化，仍有 30%-40%可用绿氢来满足实现减排以实现低碳化。氢同时也可用于一些化工产品的合成，替代传统油气的消费。同时，对于长途重型运输、海运、航运等，氢燃料是最终达至低碳的最好解决方案。目前氢能发展的主要障碍是成本问题。

天然气将与可再生能源协同发展。有预测显示，天然气在 2030 年左右取代石油成为世界主导性能源，2087 年左右核能则成为主导性能源，人类走向能源自由。天然气作为相对清洁的化石能源和可再生能源转型的过渡能源，是可再生能源规模化发展的支撑，将与可再生能源协同发展，是未来能源系统保持稳定性的关键，继续成为发展的重点。预期于 2035 年左右全球天然气达至需求峰值。国内方面，天然气依存度相对石油低。据中国石化协会，2021 年 1-4 月份国内石油依存度为 71.2%。天然气依存度则为 43.3%，预期未来依存度约为 50%左右。价格改革方面，2020 年定价目录中提到具备竞争条件省份的天然气门站价将由市场形成，预计东部省份有望取消门站价格管制。国内价格改革向市场化方向进一步迈进，有利于天然气供需的健康发展。

国内油气公司加快转型。对于国内的油气公司，“十四五”期间仍需落实好油气勘探开发的“七年行动计划”，大力推动天然气发展，与可再生能源融合，同时发展新能源业务和终端服务业务。经过改革，油气行业全面对民营和外资开放，形成全产业链开放格局，基本形成了上游油气资源主体多渠道供应，中间统一管网高效集输、下游销售市场充分竞争的油气体系。预期油气企业将更加注重控制成本，注重发展天然气，提高清洁能源供应能力，并根据企业各自条件选择实施可再生能源规模化发展。

炼油行业迎接能源转型的挑战。2020 年末，全球炼油行业总能力为 51.1 亿吨/年，但石油需求下降了 8.8%。据 IEA，全球石油需求至 2023 年都难恢复至 2019 年水平。预计 2026 年前还有 2.45 亿吨/年产能投产。炼油行业仍是面临产能过剩压力，与此同时又要面临减排和能源转型的挑战。欧美有加快炼油厂关闭或出售，但中东和亚洲新型炼化一体化炼厂则兴起。目前炼油产品中，交通燃料占比约为 66%，石化原料约为 16%，其他约为 18%。由于石化原料和重型货运、海运、航运燃料难被替代，交通燃料将是石油基燃料、电能、氢能、生物燃料等多种燃料的综合。炼厂可转产非粮生物燃料、可降解生物塑料、航空燃料、绿氢、塑料回收等。能源储备方面，炼油行业拥有运营氢产业链相关的设备和技术，在氢能方面可以提供具有竞争力的储能解决方案；将多余的可再生能源转化为氢，也可与二氧化碳合成燃料，用于运输和原料。同时，也可利用短流程技术将原油直接制成烯烃等化学品。因此，炼油行业未来将向减油增化，节能减碳、氢储能方向分阶段完成转型发展。加油站网络则会加快电动车充电业务。

行业炼油和营销业务盈利水平恢复并达至较好水平。据中石油经济技术研究院，国内 2020 年炼油产能增长 3.0%至 8.86 亿吨/年。中国石油、中国石化占比分别为 23.7%和 30.9%，三大油企合计为 60.5%，民营则为 28.0%。目前替代成品油较为显著的是天然气，2020 年替代了 2,957 万吨，占比 10.2%；新能源汽车保有量为 492 万辆，替代了成品油 403 万吨，占比 1.4%。预计 2021 年炼油能力增加 1,474 万吨，即 1.66%至 9.00 亿吨/年。“十四五”期间将增至 9.8 亿吨/年，约过剩 1.6 亿吨/年。民企占比上升至 30%，竞争进一步加剧。据石化协会，2020 年国内成品油表观消费量同比下降 6.6%至 2.90 亿吨。原油加工量同比上升 3.4%至 6.7 亿吨，主要炼厂开工率为 76.9%。燃料油出口退（免）税相关政策落实令燃料油产量大幅增长 38%。加油站显著增长 11.7%至 11.9 万座。2021 年第 1 季度中国石油（00857 HK）炼油业务转亏损为经营利润为 102.05 亿元人民币。中国石化（00386 HK）也转为经营利润 194.87 亿元人民币。对于成品油销售业务，中国石油（00857 HK）转亏损为经营利润 33.15 亿元人民币，中国石化（00386 HK）也是转为经营利润 80.21 亿元人民币。2020 年第 1 季度受新冠疫情影响，炼油业务和销售业务均亏损，目前已均回复正常水平。预测全年行业炼油和营销业务经营利润应可达至较好水平。

2021 年石化毛利继续恢复，全年乐观。2020 年受新冠疫情的冲击，全球石化行业饱受原油价格的剧烈震荡，投资和消费受阻，盈利大幅下降。世界多个石化项目因投资环境不利做出调整。据中国石化技术经济研究院，预测 2021 年全球新增乙烯能力为 1,200 万吨/年，PX 为 660 万吨/年。预计全球石化产品消费要到 2022 年底才可回到疫情前水平。2020 年国内乙烯产能新增 602 万吨/年至 3,518 万吨/年，2021 年则新增乙烯能力为 720 万吨/年。虽然原油价格上升明显，但产品与原油价格价差仍可扩大，石化毛利逐渐改善，行业盈利趋势乐观。国际市场上我们选取的 11 种石化产品与石脑油价差，2021 年 1-6 月份平均同比上涨 49.5%。选取的国内 26 种石化产品 2021 年 1-5 月份平均价格同比上升 32.4%，与石脑油价差则同比上升 42.5%，价差自 2020 年第 2 季度低点上升至目前较好水平。第 1 季度中国石油（00857 HK）化工分部转亏损为经营利润 44.70 亿元人民币，中国石化（00386 HK）也同样转亏损为经营利润 71.04 亿元人民币。

行业公司化工业务经营利润

人民币百万元	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	1Q21
中国石油 (00857 HK)	5,058	7,831	-2,877	4,991	3,811	-1,779	-9,839	-19,684	-16,405	193	11,461	7,388	7,823	3,427	10,967	4,470
中国石化 (00386 HK)	14,458	13,306	-12,950	13,805	15,011	26,732	1,178	868	-2,181	19,476	20,623	26,977	27,007	17,151	10,372	7,104

资料来源：各公司。

行业投资评级为“跑赢大市”。原油价格已恢复至正常水平，原油价格处于 65-75 美元/桶的水平对行业公司业绩十分有利。新冠变异病毒虽令疫情有所反复，但疫苗发挥作用下，限制措施有所放松。全年下游石化毛利乐观。行业公司业绩恢复，资产负债表健康，现金流充裕，未来可扩充规模。但全球绿色低碳发展加速，行业同时全面启动发展新能源业务。行业投资评级为“跑赢大市”。

公司名称	编号	股价 (HK$)	个股评级	2021 市盈率(x)	2022 市盈率(x)	2023 市盈率(x)	2021 市净率(x)	2021 ROE(%)	2021 股息率(%)
中国石油	00857	3.780	收集	7.4	7.2	7.0	0.5	6.3	6.0
中国石化	00386	3.930	收集	5.9	5.7	5.6	0.5	8.8	8.5
中海油	00883	8.830	收集	5.6	4.8	4.4	0.7	12.9	8.0
中国旭阳集团	01907	4.880	买入	4.9	4.4	4.0	1.5	36.0	4.1
市值加权平均			**跑赢大市**	**6.5**	**6.1**	**5.9**	**0.5**	**9.1**	**7.2**

资料来源：国泰君安国际。

下游规模再度提升

分析员：刘 谷 Grace Liu

中国石化(00386 HK)

评级：收集

股价: HK$3.930

目标价：HK$4.70

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net Profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (△%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2019A	2,959,799	57,493	0.475	(6.7)	7.4	6.103	0.6	0.310	8.8	7.9
2020A	2,105,984	33,096	0.273	(42.4)	12.1	6.124	0.5	0.200	6.0	4.5
2021F	2,782,518	67,053	0.554	102.6	5.9	6.451	0.5	0.277	8.5	8.8
2022F	2,989,601	70,082	0.579	4.5	5.7	6.749	0.5	0.289	8.8	8.8
2023F	3,149,193	71,288	0.589	1.7	5.6	7.047	0.5	0.294	9.0	8.5

已发行股本 Shares in issue (m)	121,071.2	大股东 Major shareholder	中国石化集团 68.8%
市值 Market cap. (HK$ m)	475,809.9	流通比例 Free float (%)	31.2
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)	118,411.0	2021 年净负债/股东资金 2021 Net gearing (%)	-3.3
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK$)	4.690/2.950	2021 年每股估值 2021 NAV (HK$)	9.8
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)			(4.8) / (5.1) / 24.8
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)			(3.7) / (6.7) / 6.8

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

公司业绩受益于原油价格和国内经济的恢复，上半年已发盈喜。充裕现金流可加大资本开支，扩展规模。2021 年资本开支计划上升 23.8%至 1,672 亿元人民币。未来两年镇海、天津南港、海南等炼油化工项目提升下游产能。公司同时拟投资 299.53 亿元人民币进行茂名炼油转型升级和乙烯提质改造，今年 3 月底也合计出资人民币 67.91 亿元整合海南炼化等的权益或资产。公司实行“一基两翼三新”策略，构建“油气氢电服”综合能源供应和服务格局。“十四五”期间，拟规划布局 1,000 座加氢站或油氢合建站、7,000 座分布式光伏发电站点。公司 2020 年业绩低于预期是由于第 4 季度提取了 84.95 亿元人民币的长期资产减值，加上其他分部全年共提取 145.60 亿元人民币；未来向绿色低碳方向发展，可能还会有低效上游资产的处置。

目标价为 4.70 港元，相当于 2021-2023 年市盈率分别为 7.0、6.8 和 6.7 倍，市净率为 0.61、0.58 和 0.56 倍。投资评级为“收集”。

正面因素分析

- 原油价格恢复，未来几年盈利状况应维持健康水平。
- 现金流十分充裕，资本开支增加，扩展规模。
- 拥有加油站和氢产能，向绿色低碳方向发展条件较好。

负面因素分析

- 大额资产减值的可能性存在。
- 转型绿色低碳业务初期盈利能力可能较低。

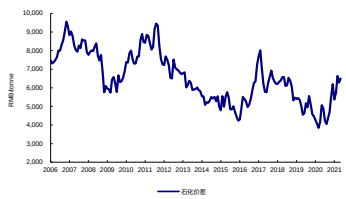
风险分析

- 传统能源的主流存在可能比预期更短。

国内汽油和柴油零售价

资料来源：CEIC、Bloomberg。

国内石化产品和石脑油价差



资料来源：CEIC、Bloomberg、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万人民币)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
营业额	2,899,682	2,049,456	2,721,781	2,930,473	3,090,395
其他经营收入	60,117	56,528	60,737	59,127	58,797
营业额和其他经营收入	2,959,799	2,105,984	2,782,518	2,989,601	3,149,193
采购成本	(2,370,699)	(1,594,130)	(2,167,449)	(2,352,674)	(2,491,807)
销售、管理及雇员费用	(138,181)	(141,321)	(161,814)	(168,010)	(172,490)
折旧、耗减及摊销	(109,172)	(106,965)	(96,165)	(96,653)	(103,206)
勘探费用(含干井费用)	(10,510)	(9,716)	(12,903)	(13,893)	(14,651)
所得税以外税收	(244,517)	(234,947)	(258,558)	(267,557)	(274,492)
其他费用	(346)	(5,712)	1,261	1,445	2,812
经营收益	86,374	13,193	86,888	92,259	95,360
财务成本净额	(10,048)	(9,506)	(8,551)	(9,378)	(10,252)
投资收益	919	37,744	153	169	185
应占联营、合资	12,777	6,712	16,646	17,098	17,530
除税前利润	90,022	48,143	95,137	100,147	102,824
所得税	(17,939)	(6,219)	(17,083)	(18,073)	(18,514)
少数股东损益	(14,590)	(8,828)	(11,000)	(11,993)	(13,022)
股东应占利润	57,493	33,096	67,053	70,082	71,288
每股基本净利 (人民币)	0.47	0.27	0.55	0.58	0.59

重要财务比率

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
收入增长（%）	2.6	(29.3)	32.8	7.7	5.5
净利增长（%）	(6.7)	(42.4)	102.6	4.5	1.7
每股净利增长（%）	(6.7)	(42.4)	102.6	4.5	1.7
毛利率（%）	20.3	25.0	22.6	21.7	21.3
经营利润率（%）	2.9	0.6	3.1	3.1	3.0
净利率（%）	2.4	2.0	2.8	2.7	2.7
净资本负债率（%）	11.3	3.4	(3.3)	(1.5)	0.8
原油实现价格（美元/桶）	58.40	38.80	64.45	66.45	68.45
布伦特价格（美元/桶）	64.21	42.35	68.00	70.00	72.00

资料来源：公司、国泰君安国际。

业绩迅猛回升

分析员：刘 谷 Grace Liu

中国石油(00857 HK)

评级：收集

股价: HK$3.780

目标价：HK$4.60

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net Profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (△%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2019A	2,516,810	45,682	0.250	(13.9)	13.5	6.721	0.5	0.144	4.3	3.7
2020A	1,933,836	19,006	0.104	(58.4)	30.6	6.639	0.5	0.175	5.5	1.6
2021F	2,569,057	77,403	0.423	307.3	7.4	6.870	0.5	0.190	6.0	6.3
2022F	2,856,149	80,290	0.439	3.7	7.2	7.106	0.4	0.197	6.3	6.3
2023F	3,003,132	82,188	0.449	2.4	7.0	7.345	0.4	0.202	6.4	6.2

已发行股本 Shares in issue (m)	183,021.0	大股东 Major shareholder	中国石油集团 80.4%
市值 Market cap. (HK$ m)	691,819.3	流通比例 Free float (%)	19.6
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)	164,653.5	2021 年净负债/股东资金 2021 Net gearing (%)	4.5
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK$)	3.910/2.160	2021 年每股估值 2021 NAV (HK$)	10.3
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)			19.2 / 34.5 / 47.1
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)			20.4 / 32.9 / 29.1

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

公司已发布上半年盈喜。同时今年第 1 季度业绩远好于预期，股东净利为 277.21 亿元人民币，其中天然气及管道分部经营利润同比上升 63.0%。该分部 2020 年第 4 季度经营利润同比上升 253.6%至人民币 147.03 亿元人民币，主要是由于入口天然气没有亏损而且盈利人民币 33.89 亿元人民币。但原油价格上升应会引起入口天然气亏损下半年再现。下属昆仑能源出售北京管道公司和大连 LNG 给国家管网公司于今年第 1 季度末完成交割。加上原出售管道资产和盈利恢复引致的强劲现金流为实施低碳战略提供有利条件。公司已开展其新能源绿色低碳方向战略，与母公司一起设立中油集团昆仑产业资本投资公司，占比 29%，以实施创新战略和绿色低碳战略。资本开支 2021 年计划减少 3.0%至 2,390 亿元人民币，未来几年规模上升空间大。

目标价为 4.60 港元，相当于 2021-2023 年市盈率分别为 9.1、8.7 和 8.5 倍，2021-2023 年市净率为 0.56、0.54 和 0.52 倍。投资评级为“收集”。

正面因素分析

- 原油价格恢复至健康水平，业绩迅猛回升。
- 出售管道资产加上业绩恢复，现金流十分强劲。
- 资本开支上升空间大，有力支持低碳战略的实施。

负面因素分析

- 原油价格上升幅度大，入口天然气很可能重回亏损。
- 向绿色低碳转型阶段盈利会有影响。

风险分析

- 可再生能源的替代速度可能越来越快，原油价格有可能受压。
- 入口天然气亏损可能较大并持续。
- 全球低碳发展意识越来越认同，传统能源业务持续可能比想象中更短。

同业估值比较

公司	货币	股价	PER (x)			PBR (x)			ROE%	Yield%
			2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2021
PetroChina	HKD	3.78	8.1	8.9	9.5	0.5	0.4	0.4	5.7	6.3
Sinopec	HKD	3.93	6.4	6.3	6.2	0.5	0.5	0.5	8.1	9.3
Eni	EUR	10.46	14.8	11.0	9.8	1.0	1.0	0.9	7.2	6.9
Shell	GBp	1,488.60	9.6	8.2	7.9	1.0	0.9	0.8	10.2	3.4
Exxon Mobil	USD	63.26	16.5	13.8	14.1	1.6	1.6	1.5	9.6	5.5
BP	GBp	324.50	9.6	8.7	8.2	1.2	1.1	1.1	12.0	4.7
Chevron	USD	106.21	18.0	15.5	16.4	1.5	1.5	1.5	8.2	5.0
ConocoPhillips	USD	62.88	16.5	14.6	14.8	1.9	1.8	1.7	13.4	2.8
TotalEnergies	EUR	38.76	10.2	9.4	9.2	1.1	1.1	1.1	10.5	6.8
简单平均：			12.2	10.7	10.7	1.1	1.1	1.1	9.4	5.6
加权平均：			13.0	11.4	11.6	1.2	1.2	1.1	9.3	5.4

资料来源：Bloomberg。

损益表

截至 12 月底(百万人民币)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
营业额	2,516,810	1,933,836	2,569,057	2,856,149	3,003,132
采购、服务和其他	(1,697,834)	(1,267,797)	(1,708,825)	(1,945,932)	(2,050,939)
费用成本	(243,689)	(231,282)	(258,354)	(274,085)	(285,836)
折旧和摊销	(225,262)	(213,875)	(200,624)	(210,866)	(227,888)
所得税以外税金	(228,436)	(195,850)	(216,665)	(232,104)	(242,472)
其他(支出)/收入净额	173	50,905	25,165	3,431	3,291
经营利润	121,762	75,937	209,753	196,592	199,287
融资成本总额	(26,777)	(23,397)	(18,348)	(16,507)	(16,426)
应占联营公司损益	8,229	3,533	14,714	15,218	15,702
税前利润	103,214	56,073	206,119	195,303	198,564
税项	(36,199)	(22,588)	(57,232)	(53,848)	(53,763)
税后利润	67,015	33,485	148,887	141,456	144,800
少数股东损益	(21,333)	(14,479)	(71,484)	(61,166)	(62,612)
净利润	45,682	19,006	77,403	80,290	82,188
每股基本盈利 (人民币)	0.25	0.10	0.42	0.44	0.45

重要财务比率

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
收入增长（%）	6.0	(23.2)	32.8	11.2	5.1
经营利润增长（%）	(1.0)	(37.6)	176.2	(6.3)	1.4
净利增长（%）	(13.9)	(58.4)	307.3	3.7	2.4
经营利润率（%）	4.8	3.9	8.2	6.9	6.6
净利率（%）	2.7	1.7	5.8	5.0	4.8
净资本负债率（%）	31.1	20.5	4.5	(2.3)	(5.0)
布伦特原油（美元/桶）	64.2	42.3	68.0	70.0	72.0
实现油价（美元/桶）	60.96	40.33	64.41	66.41	68.41
股价/储量(美元/桶油当量)	4.98	5.91			

资料来源：公司、国泰君安国际。

油价向好，但估值尚未完全修复

分析员：邵俊樨 Peter Shao

中国海洋石油(00883 HK)

评级：收集

股价: HK$8.830

目标价：HK$9.40

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net Profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (△%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2019A	233,199	61,045	1.370	16.1	5.8	10.039	0.8	0.703	8.9	14.1
2020A	155,372	24,956	0.560	(59.1)	13.1	9.719	0.8	0.382	5.2	5.7
2021F	213,011	58,402	1.308	133.6	5.6	10.522	0.7	0.589	8.0	12.9
2022F	236,611	68,104	1.525	16.6	4.8	11.411	0.6	0.686	9.3	13.9
2023F	256,647	75,231	1.685	10.5	4.4	12.374	0.6	0.758	10.3	14.2

已发行股本 Shares in issue (m)	44,647.5	大股东 Major shareholder	CNOOC 65.0%
市值 Market cap. (HK$ m)	394,237.0	流通比例 Free float (%)	35.0
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)	114,175.8	2021 年净负债/股东资金 2021 Net gearing (%)	23.6
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK$)	10.600/6.500	2021 年每股估值 2021 NAV (HK$)	14.0
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)			1.4 / 8.9 / 2.4
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)			3.5 / 9.3 / (15.6)

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

2021 年第一季度，公司油气产量为 1.377 亿桶油当量，同比增长 4.7%，达到全年目标中值的 25.0%；平均实现油价同比增长 20.5%至 59.07 美元/桶；受到产量增加及油价升高推动，公司油气收入同比增长 21.0%至人民币 483.4 亿元；季度内资本开支为人民币 160.4 亿元，同比下降 5.1%，占年度预算中值的 16.9%。

公司当前评级为“收集”，目标价 9.40 港元。年迄今，国际油价持续走高，其背后原因是供给缺口的持续存在。鉴于目前 OPEC+对原油供应乃至油价的操控能力显著提升，我们上调了我们对 2021-2023 年布伦特原油均价的假设至 68/ 70/ 72 美元/桶（原假设 60/ 63/ 64 美元/桶）。受到早前美国“涉军企业”与“实体清单”制裁及蓬莱油田井喷事故影响，中海油估值尚未完全修复至油价前景所对应的基本面水平。我们 9.40 港元的目标价对应 7.0 倍 2021 年市盈率，低于公司过往 5 年前瞻市盈率均值一个标准差。

正面因素分析

- 油价持续向好，公司盈利预期修复。
- 公司资产负债状况良好，现金流充沛，抗风险能力强。

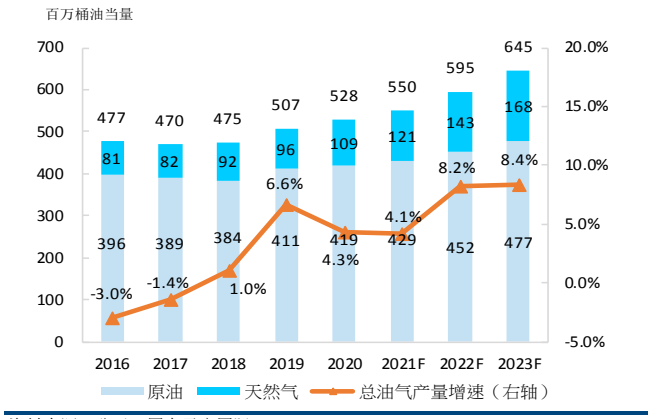
负面因素分析

- 美国“涉军企业”制裁影响公司股票流动性及融资能力；
- 4 月蓬莱油田井喷事故对投资者信心产生一定影响。

风险分析

- 美国对中海油集团实施“实体清单”制裁或影响公司深海钻探方面运营；
- 可再生能源的替代速度有加快趋势，或压制原油价格；
- 公司产量增速不及预期。

中海油油气总产量



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万人民币)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
总收入	233,199	155,372	213,011	236,611	256,647
经营费用	(24,735)	(24,240)	(24,099)	(26,811)	(29,113)
勘探费用	(12,342)	(5,601)	(12,712)	(13,221)	(13,750)
折旧、减值及摊销	(57,699)	(52,306)	(58,242)	(63,040)	(67,839)
采购成本	(29,040)	(11,671)	(12,487)	(12,612)	(13,004)
销售、管理及员工费用	(8,062)	(8,821)	(9,430)	(10,491)	(11,392)
所得税以外税收	(9,156)	(7,200)	(7,455)	(8,281)	(9,239)
其他费用	(7,970)	(9,144)	(6,735)	(6,789)	(7,063)
经营利润	84,195	36,389	81,851	95,366	105,247
净财务费用	(4,798)	(4,717)	(4,402)	(4,377)	(4,420)
投资收益	4,632	2,978	2,993	3,008	3,023
汇兑损失，净额	(213)	445	0	0	0
联营、合营（损失）/利润	1,002	(632)	663	676	690
营业外收入，净额	831	444	585	587	689
税前利润	85,649	34,907	81,690	95,259	105,228
所得税	(22,482)	(24,604)	(9,584)	(16,510)	(24,009)
股东利润	61,045	24,956	58,402	68,104	75,231
基本每股盈利（人民币）	1.370	0.560	1.308	1.525	1.685
摊薄每股盈利（人民币）	1.370	0.560	1.308	1.525	1.685

重要财务比率

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
油气收入增长(%)	5.7	-29.2	40.8	11.9	8.9
经营利润增长(%)	5.0	-56.8	124.9	16.5	10.4
净利增长(%)	15.9	-59.1	134.0	16.6	10.5
经营利润率(%)	36.1	23.4	38.4	40..3	41.0
净利率(%)	26.2	16.1	27.4	28.8	29.3
净资产负债率(%)	26.5	25.4	23.6	21.3	16.3
股东资金回报率（%）	14.1	5.7	12.9	13.9	14.2
原油实现均价(美元／桶)	63.3	41.0	58.0	61.0	62.0

资料来源：公司、国泰君安国际。

2021 年首四月利润大幅增长

分析员：邵俊樨 Peter Shao

中国旭阳集团(01907 HK)

评级：买入

股价: HK$4.880

目标价：HK$6.00

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net Profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (△%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2019A	18,842	1,363	0.345	(45.6)	12.6	1.723	2.5	0.104	2.4	23.9
2020A	19,785	1,700	0.420	21.7	9.7	2.024	2.0	0.131	3.2	22.9
2021F	32,520	3,400	0.831	97.9	4.9	2.667	1.5	0.166	4.1	36.0
2022F	34,574	3,751	0.917	10.3	4.4	3.409	1.2	0.183	4.5	30.6
2023F	37,473	4,129	1.009	10.0	4.0	4.226	1.0	0.202	5.0	26.8

已发行股本 Shares in issue (m)	4,090.0	大股东 Major shareholder	Yang Xuegang 76.2%
市值 Market cap. (HK$ m)	21,667.2	流通比例 Free float (%)	11.7
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)	10,041.8	2021 年净负债/股东资金 2021 Net gearing (%)	107.2
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK$)	6.480/1.820	2021 年每股估值 2021 NAV (HK$)	8.9
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)			(22.4) / 3.8 / 130.2
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)			(20.2) / 4.2 / 112.2

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

公司于 5 月 25 日发布公告，称 2021 年 1-4 月净利润预计较 2020 年上半年增长超过 250%，即超过人民币 12.28 亿元，占我们全年盈利预测的 36.1%。据公告，净利润的大幅增长主要由于 1）焦煤-焦炭价差扩大、2）自年初对收购的 6 家山东焦化公司进行并表，以及 3）来自已内酰胺和苯乙烯的利润增加。今年 5 月以来，煤价持续走高，对旭阳成本端造成一定压力。但目前焦炭价格维持强势，焦炭-焦煤价差仍然处于高位，再加上公司配煤技术先进、配煤成本较低，我们仍然看好公司年内业绩表现。

公司投资评级为“买入”，目标价 6.00 港元。公司作为中国独立焦化龙头，将受益于中国焦化行业在碳达峰、碳中和背景下的加速整合。公司自 2019 年上市以来扩张速度较快，是传统行业难得的高增长公司。我们 6.00 港元的目标价是基于 6.0 倍 2021 年市盈率得出，该市盈率位于香港上市纵向一体化煤炭公司 5.0-8.0 倍市盈率范围的下端。

正面因素分析

- 全球最大的焦炭独立生产商及供应商；
- 配煤技术先进，吨焦成本低于行业平均水平；
- 受益于中国焦炭行业整合大趋势。

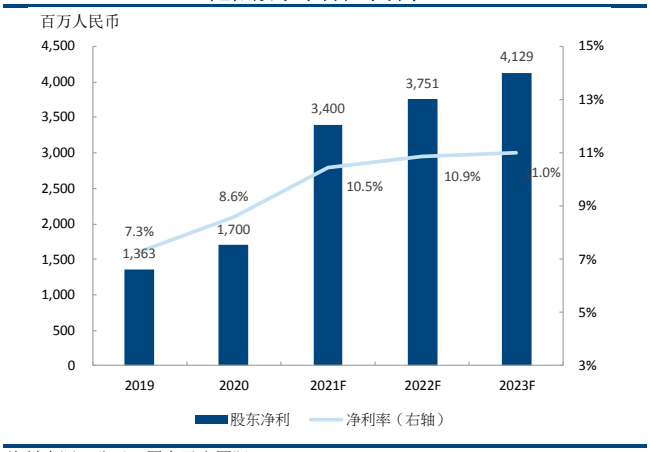
负面因素分析

- 煤价快速上涨，成本端受压；
- 快速扩张策略可导致财务风险上升。

风险分析

- 焦煤-焦炭价差表现不及预期；
- 公司业务扩张进度不及预期。

旭阳股东净利和净利率



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万人民币)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
营业额	18,842	19,785	32,520	34,574	37,473
营业成本	(16,259)	(16,561)	(26,257)	(27,811)	(30,138)
销售费用	(779)	(789)	(1,254)	(1,368)	(1,566)
财务费用	(382)	(441)	(662)	(674)	(677)
其他	(257)	(4)	352	313	240
税前利润	1,679	1,998	3,995	4,408	4,852
所得税	(306)	(297)	(594)	(655)	(721)
税后利润	1,374	1,701	3,401	3,753	4,131
少数股东权益	(11)	(1)	(2)	(2)	(2)
股东利润	1,363	1,700	3,400	3,751	4,129
基本每股盈利（人民币）	0.345	0.420	0.831	0.917	1.009
摊薄每股盈利（人民币）	0.345	0.420	0.831	0.917	1.009

重要财务比率

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
收入增长（%）	(8.5)	5.0	64.4	6.3	8.4
净利增长（%）	(34.7)	24.7	100.0	10.3	10.1
毛利率(%)	13.7	16.3	19.3	19.6	19.6
净利率(%)	7.3	8.6	10.5	10.9	11.0
股东资金回报率(%)	23.9	22.9	36.0	30.6	26.8
净资产负债率(%)	111.8	112.6	107.2	69.8	43.4
利息覆盖比率(倍)	3.6	4.0	4.6	5.2	5.9

资料来源：公司、国泰君安国际。

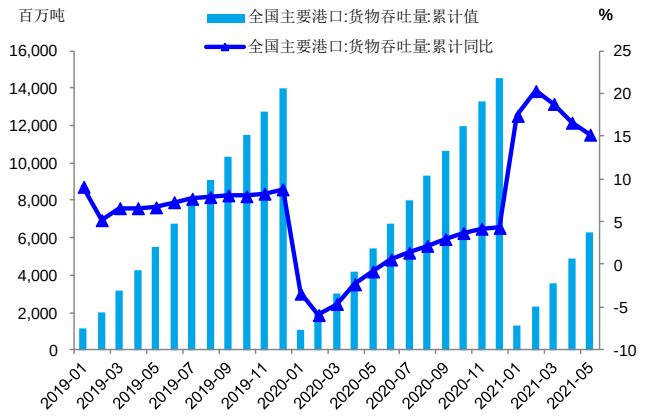
港口行业

跑赢大市

分析员：卓仕凯 Kevin Zhuo

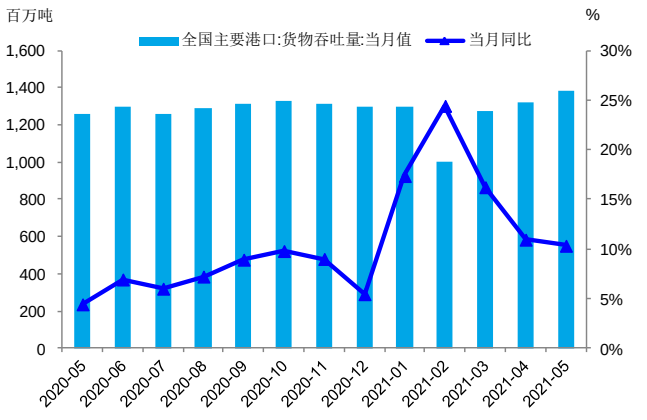
全国港口吞吐量随中国进出口表现强劲。2021 年 1-5 月中国港口货物吞吐量同比上升 15.2%，5 月当月同比上升 10.3%。截止 2021 年 5 月，受疫情下海外经济体对中国物资需求、出口替代效应以及消费恢复的拉动，中国进出口同比增速保持强劲，货运绝对量有所上升。同时，受疫情在国内的受控使投资稳步上升以及海外疫情下居家办公、电器、家具等适箱货物上升的推动，干散货吞吐量及集装箱吞吐量均维持较快同比增速。2021 年 1-5 月，全国港口集装箱吞吐量同比增加 16.8%，其中 5 月同比上升 12.5%。总体上看，中国港口吞吐量势能自 2021 年一季度后延续，近月中国主要外贸伙伴 PMI 基本维持在荣枯线以上，与国内主要港口吞吐量表现一致。

全国港口货物累计吞吐量及同比增速



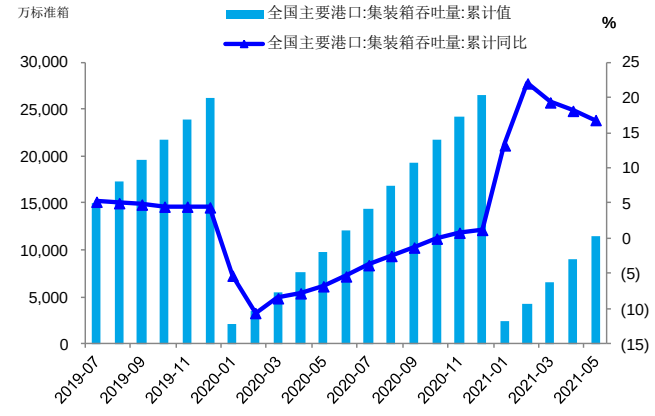
资料来源： 交通部。

全国港口货物月度吞吐量及同比增速



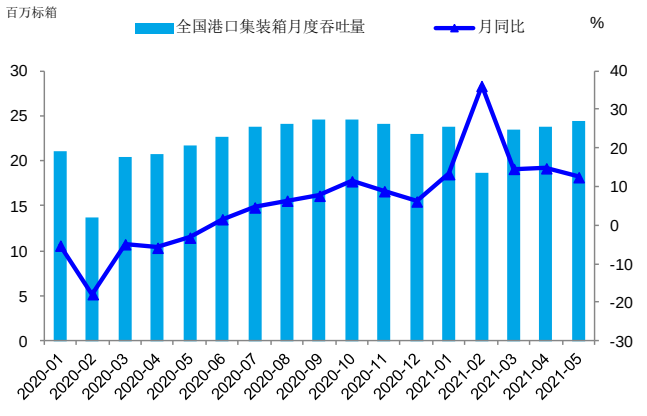
资料来源： 交通部。

全国港口集装箱累计吞吐量及同比增速



资料来源： 交通部。

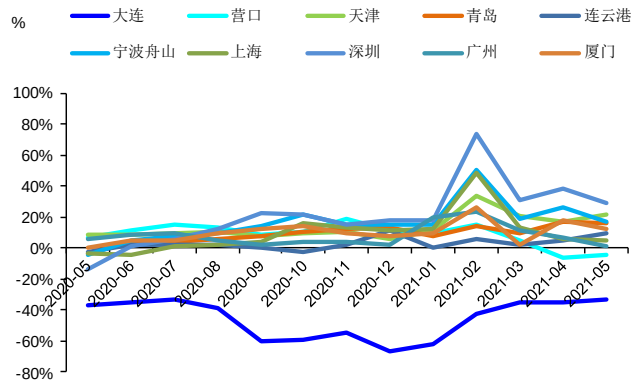
全国港口集装箱月度吞吐量及同比增速



资料来源： 交通部。

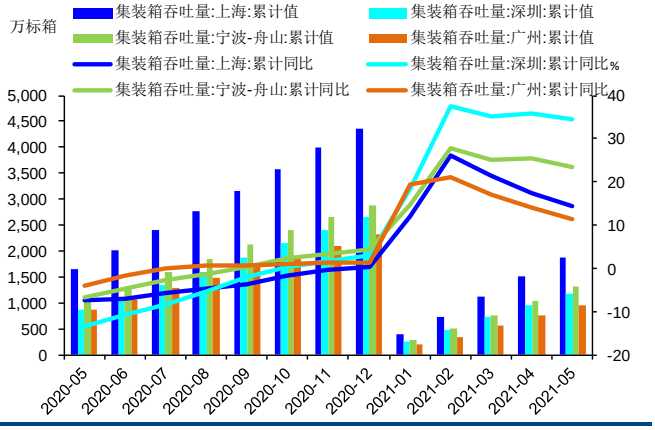
外贸导向型港口集装箱吞吐量具有较高的同比增速。分区域看，受进出口拉动，除了大连和营口受辽港集团整合影响外，所观察港口集装箱吞吐量录得相对强劲上升。其中，2021 年 1-5 月，深圳、厦门、天津和青岛由于外贸导向性强录得较快增速，同比分别上升 29.3%、12.0%、21.8%和 15.6%。外贸集装箱货量占比最高的深圳同比增速最为明显，但由于疫情在 5 月底影响港口运营，其吞吐量同比增长在 5 月出现一定减速。根据中国港口协会数据，八大枢纽港集装箱吞吐量在 6 月上旬同比增幅仅为 2.3%，增速下降比较明显，我们认为这体现了疫情下港口营运的不确定性。

全国核心港口城市集装箱累计吞吐量及同比



资料来源： 交通部。

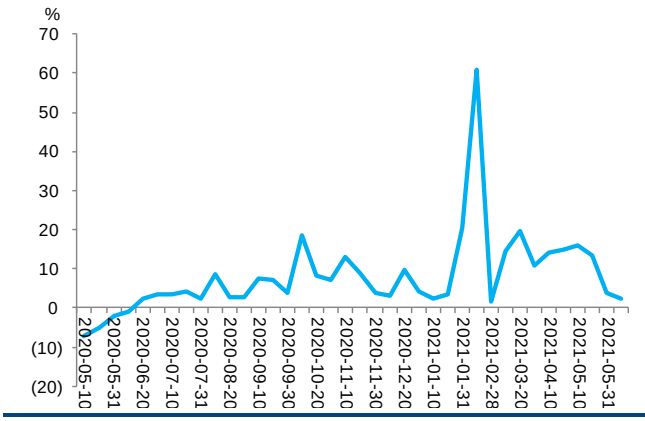
全国核心港口城市集装箱累计吞吐量及同比



资料来源： 交通部。

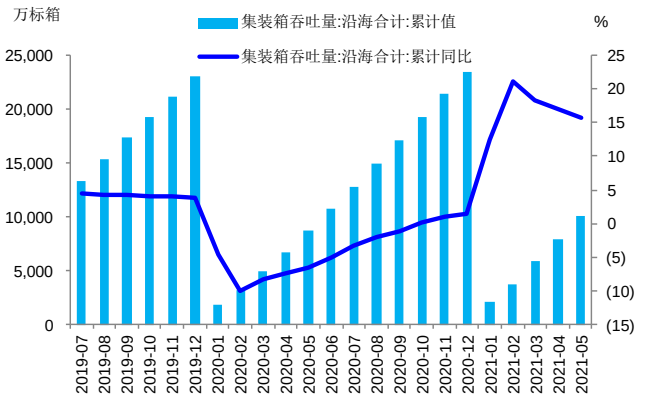
运量偏紧，疫情下港口运营存在不确定性。由于外贸需求的明显上升，外贸型港口运营压力陡增，运输链环节运营偏紧。而外部疫情因素在国内仍可能对局部港口效率造成影响，从而降低有效吞吐量产能。同时，由于海外疫情的反复，外贸导向型港口运营受影响影响的可能性较大。如始于 5 月 21 日在深圳盐田港发现感染案例，当周集装箱装卸作业受到明显影响，这在原本偏紧的港口运营下体现更为明显。在堆场密度持续上升以及装卸受阻情况下，预定在盐田港装卸的班轮存在明显的跳港和分流现象，5 月盐田国际集装箱码头吞吐量同比增速出现下滑。6 月中旬盐田港吞吐量操作能力恢复至七成，并于 6 月底恢复正常生产水平。我们认为中国港口的防疫措施加强将减少疫情对外贸港口的冲击，但是由于业务类型原因发现疫情风险仍然偏高。

中国八大枢纽港集装箱吞吐量同比增速



资料来源： 中港协。

中国沿海吞吐量累计同比增速



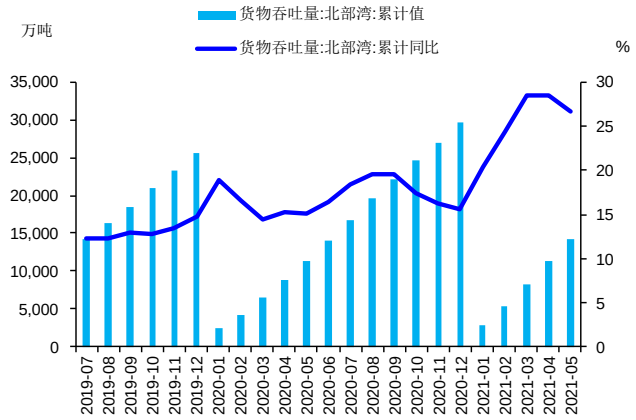
资料来源： 中国海关。

全国港口吞吐量增长势能预计将在 2021 年持续。从外贸数据上看，中国供应链在疫情中表现出强劲的韧性，在保障海外物资需求起到重要作用。2021 年海外疫情影响持续的预期预计将使中国港口吞吐量维持在一定水平。同时，疫情下暂时性的中国出口替代作用以及主要经济体疫情下的财政刺激政策将为中国港口吞吐量形成一定增量贡献。我们预计中国港口集装箱吞吐量将于 2021 年下半年保持高单位数增长。另外，由于中国经济受疫情影响较小，内需以及基建投资保持稳步上升，港口铁矿石存库处于合理但偏低水平，我们预计干散货吞吐量将维持较为温和的同比上升。

我们认为在经历港口运营偏紧以及港口产能布局整合后，装卸费存在上升可能性。自中国港口的产能过剩，到包括山东省、辽宁省、浙江省等以省级单位的港口整合初具成效。港口吞吐量结构已经出现一定优化，恶性竞争进一步缓解。并于 2017 年开始港口的反垄断调查下主要港口装卸费下调后，对比国际港口的装卸费，我国港口装卸费率处于较低水平。在港口功能分区合理以及经营服务专业化加强的背景下，以及在目前疫情下港口吞吐量爆发导致运营压力上升的情况下，我们认为中国港口装卸费存在上调的可能性。由于港口企业给予客户装卸费用存在一定的优惠政策，我们认为装卸费的提升将有可能体现在给予客户优惠的减少上。

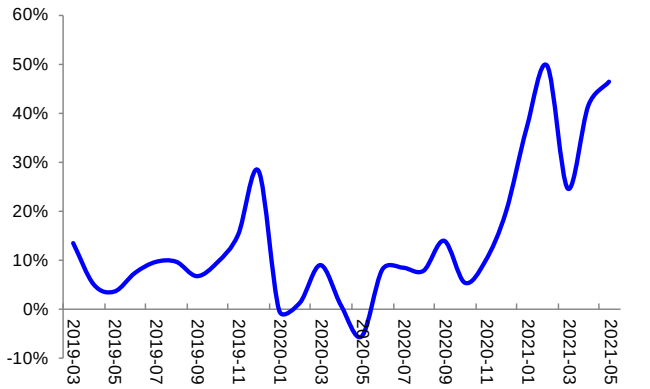
经贸结构发展或将释放地区港口潜力。RCEP 协定于 2020 年 11 月 15 日签订，整体而言，此次协定将总体渐进实现 90%以上税目的零关税，RCEP 对非关税壁垒的统一，如原产地认证、通关便利化、卫生和植物的检疫措施等也将对区域内产业链分工和贸易产生积极作用。从港口的角度上看，与成员国间具有优势的地理位置和合作关系的港口将获得更好的增量基础。如北部湾地区作为与东盟国家间进出口的优势枢纽，货量增长预期有望拉动基础建设的加强，加之中西部腹地资源不断开发的情况下，港口作业货量增长具备潜力。同时，从长期上看，我们认为 RCEP 协定将加强地区整体制造实力，并支撑全球贸易的发展，这将为中国培育世界一流港口打下更深的基础。

北部湾累计货物吞吐量及同比增速



资料来源： 交通部。

中国对东盟贸易同比增速



资料来源： 中国海关。

港口布局和自动化为未来港口企业发展两个重要因素。虽近期受疫情影响出现部分制造业份额回流中国的情况，但从中国长期进出口结构上看，中国制造逐步走向高端化的道路，高新技术产品进出口保持良好增长态势，与各地区外贸处于动态变化的过程。鉴于亚洲区域内贸易的加强趋势，以及未来 RCEP 协定执行的支撑，地区吞吐量潜力较大。同时，我们认为亚洲地区产业链的深度合作有利于催生新的枢纽节点，我们看好亚洲区域内拥有良好布局的港口企业。另外，我们认为港口自动化程度将奠定未来港口竞争力基础。从目前航运船舶大型化和近期货量爆发下港口拥堵的情况上看，我们认为港口设备和配置仍有发展空间。随着国内集装箱港口自动化进程，自动化码头在吞吐量规模，单机作业效率和船时效率方面正不断提升。港口作为物流重要节点，我们认为设备升级和自动化对其竞争力起到保障性作用。

投资建议

跑赢大市，看好进出口短期动力保持下行业的估值修复。我们认为中国进出口短期内动力仍具持续性，这将利好港口企业吞吐量表现以及带来行业估计的继续修复。同时，全球生产国家疫情的反复以及主要消费经济体的财政刺激政策可能共振为中国港口吞吐量再添增量。同时，中国产业链在国际合作体系中维持稳固，我们继续看好中国和亚洲区域内贸易的发展。虽后期常态化疫情可能对中国外贸出口边际增长贡献减弱，但疫情预期下外贸绝对量应维持，吞吐量下行风险不高。总体上，全球疫情动向、国际贸易格局的变化和疫情后各经济体的恢复仍为未来港口行业走势关键因素。同时，我们认为 RCEP 协定的潜在执行有望带来主题性利好，中长期则有望激发区域内港口发展的潜力，并催生地区枢纽港表现。我们看好港口区域配置具备长期成长空间的港口企业。同时，鉴于稳定的经营现金流以及吞吐量增长的预期，我们给予行业评级为“跑赢大市”。

从拓展和盈利增长的角度上看，推荐中远海运港口（01199 HK）。吞吐量增长和精细化管理同为公司未来增长的拉动因素。中远海运港口目标在 2025 年实现 5,700 万标箱的权益吞吐量，相当于 8.2%的年复合增长率。另一方面，中远海运港口设定了在五年内单箱成本下降 15%至 20%的目标。在信息技术的支持下，我们认为此目标可行并预计其控股码头效益将有更大改善。估值上看，鉴于中国进出口的短期势能仍存，以及中远海运港口估值水平仍处于历史相对低位，我们认为目前估值有望继续修复。参考公司最近码头的出售，相关市净率通常在 1.5 倍至 1.7 倍。我们认为公司码头组合的持续优化预计也将利好其估值。我们认为公司的运营审慎且现金状况充裕，应有利于其码头组合的进一步优化及维持其派息政策。我们当前对中远海运港口的投资评级为“买入”，目标价为 8.30 港元，相当于 10.6 倍、9.2 倍及 8.1 倍 2021-2023 年市盈率，以及 0.6 倍、0.6 倍及 0.6 倍 2021-2023 年市净率。

公司名称	编号	股价 (HK$)	个股评级	2021 市盈率(x)	2022 市盈率(x)	2023 市盈率(x)	2021 市净率(x)	2021 ROE (%)	2021 股息率(%)
中远海运港口	01199	6.060	买入	7.7	6.7	5.9	0.5	5.9	5.2
招商局港口	00144	11.340	收集	8.4	7.8	7.3	0.5	5.5	4.7
市值加权平均			**跑赢大市**	**8.2**	**7.4**	**6.8**	**0.5**	**5.7**	**4.9**

资料来源：国泰君安国际。

吞吐量增长明显,长期看好公司码头布局

分析员：卓仕凯 Kevin Zhuo

招商局港口(00144 HK)

评级：收集

股价: HK$11.340

目标价: HK$15.40

End 12/31	Turnover (HKD m)	Net profit (HKD m)	EPS (HKD)	EPS (△%)	PER (x)	BPS (HKD)	PBR (x)	DPS (HKD)	Yield (%)	ROE (%)
2019A	8,898	8,362	2.478	12.9	4.6	23.646	0.5	0.800	7.1	10.8
2020A	8,945	5,151	1.463	(41.0)	7.8	24.951	0.5	0.690	6.1	6.1
2021F	9,804	4,915	1.343	(8.2)	8.4	24.705	0.5	0.537	4.7	5.5
2022F	10,159	5,324	1.454	8.3	7.8	25.703	0.4	0.582	5.1	5.8
2023F	10,532	5,715	1.561	7.3	7.3	26.770	0.4	0.624	5.5	5.9

已发行股本 Shares in issue (m)	3,661.1	大股东 Major shareholder	招商局集团 64.5%
市值 Market cap. (HK$ m)	41,516.7	流通比例 Free float (%)	35.5
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)	3,717.3	2021 年净负债/股东资金 2021 Net gearing (%)	33.1
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK$)	13.320/7.750	2021 年每股估值 2021 NAV (HK$)	18.4
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)			(9.9)/ (6.9)/ 23.8
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)			(7.7)/ (6.5)/ 5.8

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

招商局港口（“公司”）吞吐量受益于中国强劲外贸录得快速增长。公司 2021 年 5 月集装箱吞吐量实现 14.7%的同比上升至 11.556 百万标箱。其中，外贸导向型码头如公司深圳西部码头吞吐量于 2021 年 5 月维持在 98.6 万标箱的高位，拉动其珠三角地区吞吐量同比升 24.1%。短期上看，进出口强劲动能的保持有利于公司 2021 年保持快速的吞吐量增长。展望未来，在通过码头收购拓充了其东南亚及欧洲的码头布局后，公司在码头网络、信息化经营以及吞吐量增长方面仍有优化空间。我们看好招商局港口码头布局下后期货量的成长。鉴于（1）国际码头的战略布局，（2）港口产能和自动化的扩展，（3）码头与航运公司战略联盟的进一步探索，我们对公司的长期发展持乐观态度。

自进出口带动公司估值恢复，公司估值已出现一定程度回归。由于海外经济体对于中国供应链依赖仍存，后续中国进出口绝对量仍有望保持较高水平，这将支撑公司吞吐量及利好其估值。但对于估值继续修复而言，我们更看好公司内部资源优化后盈利的改善。公司作为投资型码头运营商具备庞大的码头网络，其中内部资源具备可观的改善空间。同时，我们观察到继码头收购后公司杠杆率逐步走低，经营稳健程度进一步提高。我们当前给予公司“收集”评级。目标价为 15.40 港元，对应 11.5 倍/ 10.6 倍/ 9.9 倍 2021-2023 年市盈率和 0.6 倍/ 0.6 倍/ 0.6 倍 2021-2023 年市净率。

正面因素分析

- 东南亚码头布局进一步完善。
- 港航合作进一步发展。
- 港口整合提升运营效率。

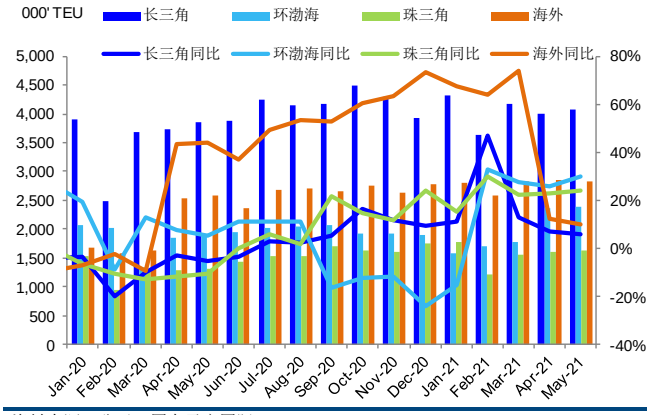
风险分析

- 新收购码头发展不及预期。
- 疫情导致封锁政策及港口经营受限。
- 贸易保护主义加剧。

负面因素分析

- 码头组合优化受限于弱控制力。
- 疫情下耐用品贸易持续性弱。

招商局港口分地区集装箱月度吞吐量及同比



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万港元)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
营业额	8,898	8,945	9,804	10,159	10,532
毛利	3,716	3,744	4,167	4,318	4,476
其他收入	6,948	1,852	421	390	400
经营溢利	9,243	4,225	3,117	3,285	3,402
应占联营及合资公司收益	4,295	4,457	5,037	5,394	5,756
净财务开支/收入	(1,782)	(1,524)	(1,695)	(1,512)	(1,449)
除税前盈利	11,756	7,158	6,460	7,167	7,709
税项	(2,518)	(1,077)	(745)	(904)	(986)
税后盈利	9,238	6,081	5,715	6,263	6,723
少数股东权益	(876)	(930)	(800)	(939)	(1,008)
股东应占溢利	8,362	5,151	4,915	5,324	5,715
每股盈利 (港元)	2.478	1.463	1.343	1.454	1.561
增长/减少(%)	12.9	(41.0)	(8.2)	8.3	7.3

重要财务比率

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
经营利润率(%)	103.9	47.2	31.8	32.3	32.3
毛利率(%)	41.8	41.9	42.5	42.5	42.5
资产回报率(%)	5.8	3.2	2.9	3.1	3.2
股东资金回报率(%)	10.8	6.1	5.5	5.8	5.9
流动比率(倍)	0.8	1.1	1.1	1.0	1.0
速动比率(倍)	0.8	1.1	1.1	1.0	1.0
净资产负债比率(%)	39.6	32.8	33.1	31.3	28.0
净利息覆盖率(倍)	4.4	5.0	5.0	6.1	6.6

资料来源：公司、国泰君安国际。

预期量效齐增，期待估值继续修复

分析员：卓仕凯 Kevin Zhuo

中远海运港口(01199 HK)

评级：买入

股价: HK$6.06

目标价：HK$8.30

End 12/31	Turnover (USD m)	Net profit (USD m)	EPS (USD)	EPS (△%)	PER (x)	BPS (USD)	PBR (x)	DPS (USD)	Yield (%)	ROE (%)
2019A	1,028	308	0.098	(7.2)	7.9	1.580	0.5	0.039	5.1	6.1
2020A	1,001	347	0.108	10.1	7.2	1.674	0.5	0.043	5.5	6.6
2021F	1,173	336	0.101	(6.2)	7.7	1.734	0.5	0.041	5.2	5.9
2022F	1,369	387	0.117	15.1	6.7	1.807	0.4	0.047	6.0	6.6
2023F	1,436	439	0.132	13.4	5.9	1.890	0.4	0.053	6.8	7.2

已发行股本 Shares in issue (m)	3,315.3	大股东 Major shareholder	中远海运控股 50.0%
市值 Market cap. (HK$ m)	20,090.7	流通比例 Free float (%)	50.0
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)	4,631.7	2021 年净负债/股东资金 2021 Net gearing (%)	30.8
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK$)	7.420/3.940	2021 年每股估值 2021 NAV (HK$)	9.2
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)			(2.9)/ (4.6)/ 45.7
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)			(0.7)/ (4.2)/ 27.7

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

中远海运港口（“公司”）2021 年一季度业绩符合我们及市场预期。由于疫情下全球贸易需求带动大中华区强劲的吞吐量增长以及新航线的挂靠，公司 2021 年一季度收入同比上升 20.3%至 2.653 亿美元，符合我们及市场预期。公司总集装箱吞吐量同比上升 9.9%达 3,020 万标箱。其中，来自控股码头和非控股码头的集装箱吞吐量分别同比上升 5.3%和 10.9%。增效策略下，公司毛利率同比提升 2.7 个百分点至 23.4%。非控股码头吞吐量强劲增长下应占合营及联营公司利润同比增长 54.8%。受到 2020 年一季度出售扬州码头和张家港码头一次性收益的影响，公司股东净利同比下降 20.5%至 7,300 万美元。剔除该一次性收益，公司经调整股东净利同比上升 140.1%，基本符合我们及市场预期。

吞吐量保持增加以及精细化运营带来的成本改善同为公司增长动力，中国进出口态势下估值有望继续修复。我们预计公司吞吐量仍将保持较快增长，主要因为公司内生码头组合潜力仍有望受益于国际贸易局势的推动以及培育期码头的增长；稳健及充裕的现金水平为公司码头收购带来灵活性，码头组合拓展可期。公司预计 21-25 年实现 8.2%的权益吞吐量符合增长，同时精细化运营概念“单箱成本”的引入预计将优化公司管控。我们认为公司毛利率改善空间较大，并有望在未来提升。2021 年一季度公司估值随进出口逐步修复，我们认为当前公司估值仍然吸引。我们当前给予“买入”评级且目标价为 8.30 港元。

正面因素分析

- 进出口维持动能。
- 码头组合具备主动性。
- 成本改善空间较大。

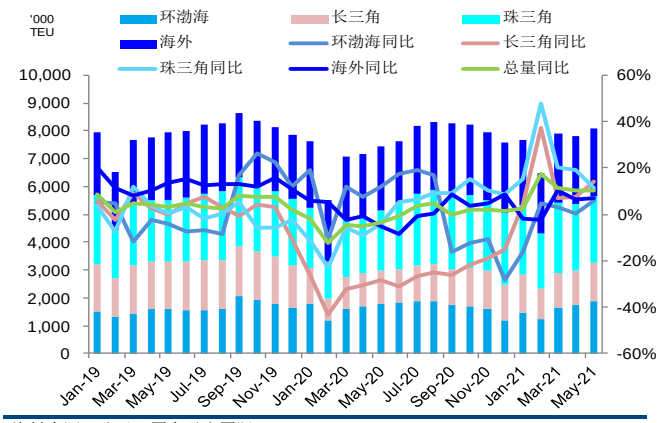
负面因素分析

- 货量上升，港口经营压力加大。
- 疫情下耐用品贸易持续性弱。
- 港口业务单一拓展性较低。

风险分析

- 码头项目进展不如预期。
- 疫情下港口停工风险。
- 贸易保护主义加剧。

中远海运港口分地区集装箱月度吞吐量及同比



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万美元)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
营业额	1,028	1,001	1,173	1,369	1,436
毛利	273	233	305	363	409
经营溢利	213	236	188	231	268
应占联营及合资公司收益	267	273	319	345	378
净财务开支/收入	(96)	(100)	(101)	(102)	(103)
除税前盈利	384	409	407	475	543
税项	(34)	(35)	(33)	(35)	(45)
除税后盈利	350	374	373	440	499
少数股东权益	(42)	(26)	(37)	(53)	(60)
股东应占溢利	308	347	336	387	439
每股盈利 (美元)	0.098	0.108	0.101	0.117	0.132

重要财务比率

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
毛利率(%)	26.5	23.2	26.0	26.5	28.5
经营利润率(%)	20.7	23.6	16.1	16.9	18.6
资产回报率(%)	3.2	3.2	2.9	3.3	3.7
股东资金回报率(%)	6.1	6.6	5.9	6.6	7.2
流动比率(倍)	1.3	1.8	1.8	1.4	1.6
速动比率(倍)	1.0	1.8	1.7	1.4	1.6
净资产负债比率(%)	39.2	30.7	30.8	29.2	26.3
净利息覆盖率(倍)	6.3	6.3	5.9	6.5	7.3

资料来源：公司、国泰君安国际。

贵金属行业

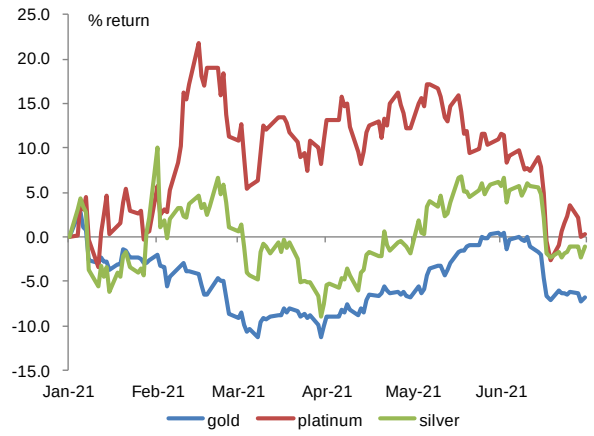
跑赢大市

分析员：郭勇 Kevin Guo

黄金资产仍极具吸引力

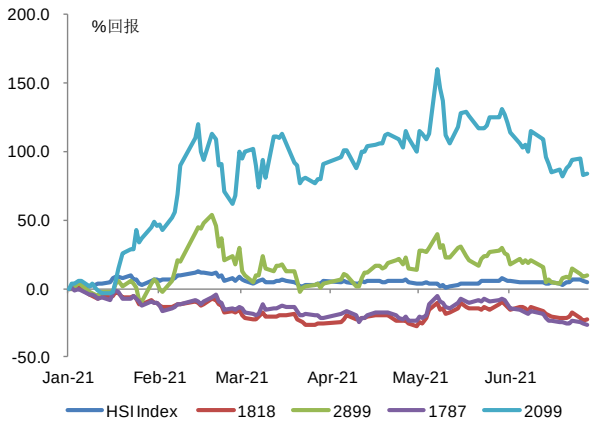
市场回顾：2021 年上半年金价保持区间波动，矿山资产组合决定股价走势。2021 年上半年黄金市场相对平静，金价基本保持在 1,800 美元/盎司-2,000 美元/盎司的区间波动，缺乏进一步上升的动力。虽然全球新冠疫情上半年在印度等国再度恶化，但是市场对疫情的消息基本免疫。而随着新冠疫苗在全球接种的进行，市场对全球经济复苏的信心愈发坚定。在金融市场方面，市场消息同样十分平淡，并未发生超出市场预期的变动。美国通胀指标超出预期是上半年市场唯一超出预期的消息，并短暂推动了金价的反弹。2021 年上半年金价小幅回调 6.8%，但是由于低基数效应，上半年的平均价格涨幅达到 10%左右。由于疫情对经济的影响仍然较大，全球各国政府继续出台更多的经济刺激政策。美联储依旧维持宽松的货币政策，美国政府的财政刺激规模虽然有所缩水，但是如期而至。全球金融市场对黄金的保值避险需求依旧高企，全球黄金 ETF 的持仓量持续上涨。金价总体保持了较高的价位，在此价格水平下大多数黄金矿业公司盈利状况良好，但是黄金股的表现却出现显著分化，主要是与各公司的矿山资产组合密切相关。由于前期黄金股已经透支了高金价的预期，在金价无法进一步上涨时黄金股反而出现回调。招金矿业（01818 HK）基本以黄金业务为主，上半年下跌 22.3%，显著跑输恒指。紫金矿业（02899 HK）上半年上涨 10%左右，主要是受益于公司的铜矿和锌矿开采业务，表现好于恒指。紫金矿业的产品中主要包括黄金、铜、锌和铁矿石等产品，铜矿业务的盈利贡献超过一半，黄金贡献的盈利占 30%左右，因此有色金属价格的高企使得公司股价走高。中国黄金国际（02099 HK）上半年上涨 83.8%，显著跑赢恒指，同样是受到铜价的推动。中国黄金国际（02099 HK）的黄金产量稳定，铜产量不断增加，来自铜业务的收入占比已经超过黄金，因此公司受铜价上升的影响极大。除此之外，公司估值水平一直较低，铜价的反弹带动了公司估值的修复。

2021 年上半年贵金属价格走势



资料来源：Bloomberg。

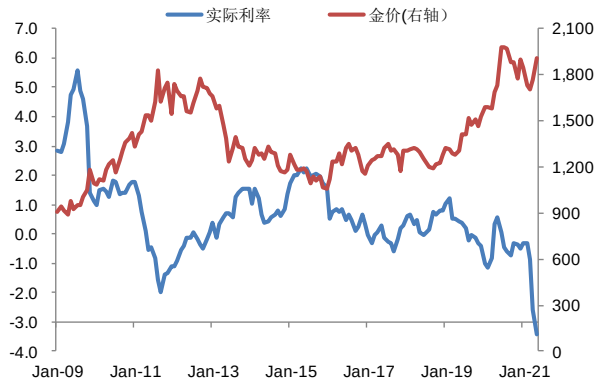
2021 年上半年港股恒指和黄金股走势



资料来源：Bloomberg。

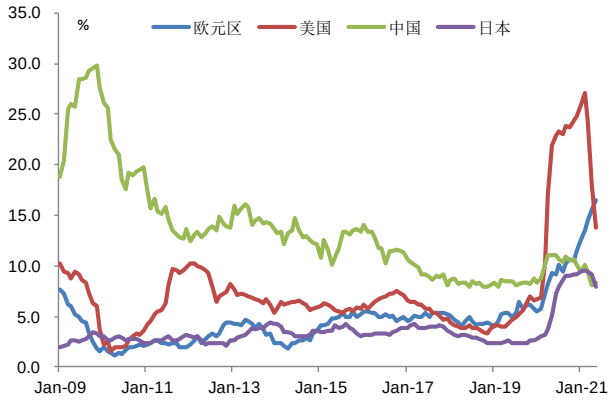
美联储将维持宽松的货币政策，美国政府未来有可能推出更多的财政刺激政策，金价有望继续上涨。新冠疫情对美国经济带来了巨大的冲击，同时也沉重打击了美国居民的就业和收入状况。为应对新冠疫情，美国政府从 2020 年开始陆续出台了多项刺激政策。2021 年随着疫苗接种率的提升，美国经济修复进一步提速，就业和通胀走势出现分化。一方面，由于财政补贴及疫情压低了就业意愿，非农就业增速在岗位需求旺盛的情况下连续不及预期。另一方面，在供需缺口和基数效应的作用下，通胀增速持续超出预期，5 月 CPI 增速高达 5%，5 年期盈亏平衡通胀率稳定在 2.57%附近。尽管美联储议息会议声明仍将通胀的快速上涨归因于临时性因素，但鲍威尔在议息会后承认通胀的增速和时长可能超出预期，并表示如果通胀出现持续大幅增长，美联储将作出反应。但是他认为“现在谈论加息不合时宜，我们距离目标还很早。除了美国之外，全球各国国政府和央行均推出了类似的刺激政策。全球新冠病毒疫情肆虐之下，多国央行实施了宽松货币政策，异常充足的流动性为金价的上涨提供了强有力的支撑。各国央行向市场大量注入流动性，最后总是不可避免地会推动资产的上涨，特别是避险资产。以美联储为代表的各国央行实施的宽松货币政策是推动金价不断上升并创出历史新高的主要动力，美联储宽松货币政策的持续使得金价在 2021 年下半年将继续受到支撑。

美国实际利率与金价



资料来源：Bloomberg。

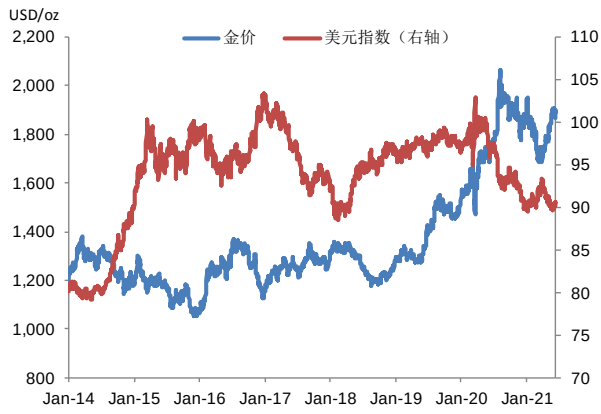
主要经济体的货币供应增速（M2）



资料来源：Bloomberg。

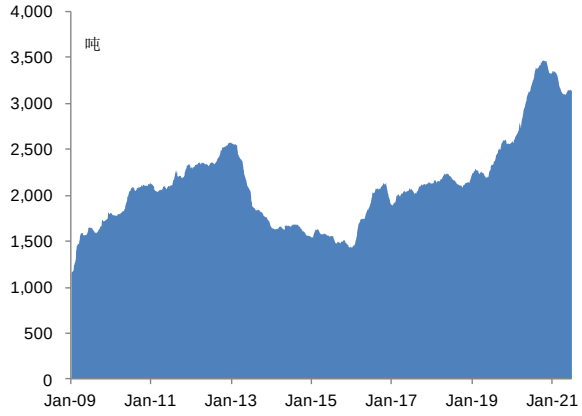
美元指数在低位徘徊，减少了对金价的压力。新冠疫情深刻改变了美元与其它货币的对比，以及投资者对美元资产的偏好。2021 年上半年美元指数虽然有小幅反弹，但是整体上看仍处于 5 年来的较低水平，且未改变美元指数自 2020 年以来的下跌趋势。虽然拜登政府承诺将推动美国经济的复苏，但是两党的分歧导致政府计划的基建投资规模不断缩水。除此之外，在美联储量宽的推动之下，美国股市虽不断走高但是不同企业的表现迥异，美国科技股的估值水平普遍高涨，进一步加剧了部分投资者的担忧。随着全球通胀水平的快速反弹，特别是美国的消费价格指数近来超预期，令美联储在 6 月的货币政策例会上发出了考虑退出量宽政策的信号。与此同时，大西洋彼岸的欧洲央行仍在维持鸽派论调，极力避免提前结束疫情紧急资产购买计划(PEPP)。这种政策预期的差异有可能导致欧元将进一步走强。美元资产吸引力的下降和美元走弱，进一步减小了对金价上升的压力。

美元指数与金价



资料来源：Bloomberg。

全球黄金 ETF 持仓规模



资料来源：Bloomberg、GFMS。

全球金融市场仍存不确定性，黄金的避险和保值需求仍然高企。在经过一年的剧烈波动之后金融市场已经逐步对新冠疫情的消息免疫，疫苗的使用使得新冠疫情将逐步得到控制，但是全球经济的复苏仍存在巨大的不确定性。在这种背景下，我们认为未来市场的避险需求仍将存在，投资者仍会考虑黄金的避险作用。今年以来，对于通胀的担忧主宰着全球金融市场的走势任何风吹草动都能牵动市场走势，影响市场风格。通胀一方面会侵蚀企业利润，另一方面，价格压力走高也是经济过热的信号之一，这可能导致美联储开始收紧货币政策，从而对市场造成下行压力。美国通胀数据持续上升，五月 CPI 同比大涨 5%，预期值仅为 4.7%，增速创下 2008 年 8 月以来最高值，扣除食品和能源的核心 CPI 同比增长 3.8%，增速创下 1992 年以来的新高。美联储不遗余力地为通胀预期降温，坚称价格上涨只是“暂时的”。美联储主席鲍威尔在国会听证会上重申，最近通胀高涨只是源于暂时的因素影响，称不会因为通胀担忧就先发制人地加息。但是在全球流动性泛滥的背景下，投资者对通胀的担忧并非空穴来风。全球黄金 ETF 持仓量在 2021 年仍然保持在高位，目前维持在 3,100 吨以上的水平。我们认为市场对避险和保值资产的需求在 2021 年仍将高企，下半年黄金 ETF 持仓量可能会再度上升。

2021 年下半年黄金价格展望：预计 2021 年下半年金价将继续上涨，年度黄金均价将在 1,850 美元/盎司左右。我们预计 2021 年下半年全球经济将持续复苏，但是新冠病毒变异对经济复苏不确定性的影响仍然存在。在经济未充分复苏之前，美联储会将基准利率维持在“零利率”水平，同时仍然保持宽松的货币政策。全球其它发达国家的经济表现不如美国，这些国家央行也将继续保持宽松的货币政策。全球金融市场的流动性依旧十分充足，这一趋势在 2021 年下班将持续，并将有力推动金价的上升。宽松政策的另一面是对未来通胀的担忧，这将逐步增加市场的保值需求。除此之外，市场和全球经济前景的不确定性使得投资者对避险资产的需求不断上升，这也将支撑金价进一步上涨。我们预计 2021 年下半年金价将在 1,700-2,300 美元/盎司之间波动，全年黄金均价将在 1,850 美元/盎司左右。

投资建议

行业投资评级“跑赢大市”。2021 年下半年随着疫苗的广泛接种，新冠疫情将逐步得到控制，但是全球经济的复苏仍然面临一定的不确定性，市场对保值资产的需求仍然巨大。美联储将继续维持“零利率”政策，而量宽政策的拐点仍未决定。我们预计美联储和其它国家的央行在下半年将继续维持量宽政策，市场的流行性依旧十分充裕。除此之外，为刺激经济复苏以及帮助居民应对新冠疫情带来的影响，各国政府都推出了金额巨大的财政刺激政策。这些政策都将支撑金价进一步上涨。我们预计 2021 年下半年金价将在 1,700-2,300 美元/盎司之间波动，全年黄金均价将在 1,850 美元/盎司左右。金价是影响黄金生产企业盈利能力最重要的因素，在金价上涨的背景下黄金矿业公司的盈利状况将得到改善，且黄金矿业公司的运营基本稳定。我们认为在金价持续上涨的支撑下，黄金矿业公司的估值有望上升，行业投资评级为“跑赢大市”。

选股策略：买入行业龙头招金矿业（01818 HK）。我们预计 2021 年下半年金价有望进一步上涨，黄金全年均价将高于 2020 年。招金矿业是国内黄金生产的龙头企业，拥有丰富的黄金资源储量，公司矿金产量一直保持稳定增长。随着金价的上涨，公司黄金开采业务的盈利能力将进一步提升。除此之外，公司股价在 2020 年下半年和 2021 年上半年涨幅不多，估值水平不高存在估值修复需求。我们认为 2021 年金价的上涨将进一步推动公司股价的上涨。我们的行业首选股票是招金矿业（01818 HK）。

公司名称	编号	股价 (HK$)	个股评级	2021 市盈率(x)	2022 市盈率(x)	2023 市盈率(x)	2021 市净率(x)	2021 ROE(%)	2021 股息率(%)
招金矿业	01818	7.380	买入	11.4	9.3	8.5	1.1	12.3	2.6
紫金矿业	02899	10.440	中性	19.3	14.7	13.5	3.5	19.2	2.3
中国黄金国际	02099	21.100	收集	4.7	4.3	4.1	0.6	14.0	7.5
市值加权平均			**跑赢大市**	**18.3**	**14.0**	**12.9**	**3.2**	**18.5**	**2.5**

资料来源：国泰君安国际。

公司估值水平十分吸引

分析员：郭勇 Kevin Guo

招金矿业(01818 HK)

评级：买入

股价: HK$7.380

目标价: HK$11.95

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (△%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2019A	6,330	479	0.149	1.0	44.3	5.390	1.2	0.041	0.6	3.5
2020A	7,649	1,052	0.322	116.2	19.0	5.216	1.2	0.050	0.8	7.7
2021F	9,372	1,766	0.540	67.8	11.3	5.730	1.1	0.162	2.6	12.3
2022F	10,001	2,154	0.659	22.0	9.3	6.165	1.0	0.198	3.2	13.7
2023F	10,547	2,359	0.721	9.5	8.5	6.685	0.9	0.216	3.5	13.8

已发行股本 Shares in issue (m)	3,270.4	大股东 Major shareholder	招金集团 37.3%
市值 Market cap. (HK$ m)	24,135.5	流通比例 Free float (%)	62.7
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)	7,118.5	2021 年净负债/股东资金 2021 Net gearing (%)	92.4
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK$)	11.680/6.850	2021 年每股估值 2021 NAV (HK$)	13.8
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)			(11.9) / 4.4 /(18.5)
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)			(10.8) / 2.8 / (36.5)

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

招金矿业是国内黄金行业的龙头企业，公司黄金资源量、产量均处于国内领先地位。公司长期保持稳步的扩张，通过不断的收购扩充公司的黄金资源量，并为矿金产量的长期增长提供保障，未来公司矿金产量将继续保持稳定增长。公司的基本面良好，黄金生产成本具有优势。但公司阜外新建矿山的生产成本较高，且公司的债务负担较重。

美联储等多国央行将继续实施宽松的货币政策，市场对通胀和风险的担忧推动了黄金的避险和保值需求，金价受到有力支撑。我们预计 2021 年金价将继续上涨，预计全年黄金均价将在 1,850 美元/盎司左右。我们预计招金 2020-2022 年每股盈利分别为人民币 0.540 元、0.659 元和 0.721 元。我们对公司的投资评级为“买入”，目标价为 11.95 港元。

正面因素分析

- 公司拥有丰富的黄金资源量。
- 公司矿金生产成本具有优势。
- 公司管理层行业经验丰富，执行力强。
- 新冠病毒疫情使得金价持续走高。

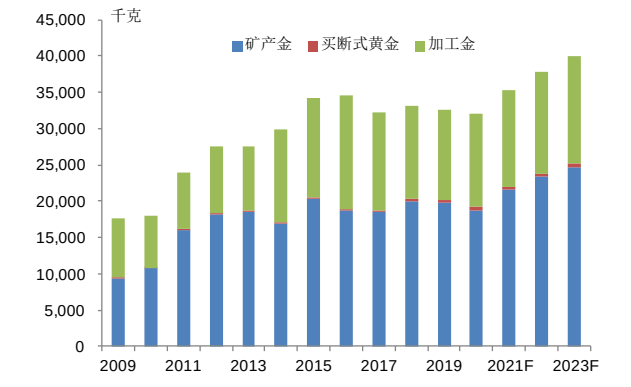
负面因素分析

- 黄金价格下跌会影响公司的盈利能力。
- 矿山资源收购的竞争激烈，获得优质资源的难度极大。
- 埠外新收购项目的成本通常高于埠内矿山。
- 新收购矿山普遍资源总量较小，对公司盈利贡献有限。
- 公司负债水平较高。

风险分析

- 金价下跌风险。
- 矿山开采的安全风险。
- 新矿山的建设和扩产进度晚于预期。
- 公司新项目较多，特别是埠外矿山的成本控制与产能投放速度存在变数。

招金产量按产品分类



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万人民币)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
营业额	6,330	7,649	9,372	10,001	10,547
营业成本	(4,040)	(4,033)	(4,840)	(5,149)	(5,402)
毛利	2,290	3,615	4,531	4,853	5,145
经营管理费用	(1,011)	(1,254)	(1,406)	(1,400)	(1,477)
经营溢利	1,306	2,014	2,648	3,074	3,274
净财务开支/收入	(662)	(699)	(622)	(598)	(559)
其他	(48)	23	18	16	15
除税前盈利	596	1,337	2,043	2,493	2,730
所得税	(157)	(103)	(429)	(524)	(573)
除税后盈利	438	1,235	1,614	1,969	2,157
少数股东权益	41	(183)	151	184	202
股东应占溢利	479	1,052	1,766	2,154	2,359
每股盈利 (人民币)	0.149	0.322	0.540	0.659	0.721
每股股息 (人民币)	0.041	0.050	0.162	0.198	0.216

重要财务比率

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
收入增长（%）	7.5	(11.8)	20.8	22.5	6.7
纯利增长（%）	(27.8)	1.0	116.2	67.8	22.0
经营利润率（%）	20.6	26.3	28.3	30.7	31.0
纯利率（%）	7.6	13.8	18.8	21.5	22.4
资产回报率（%）	1.2	2.7	4.7	5.6	6.0
股东资金回报率（%）	3.5	7.7	12.3	13.7	13.8
净资产负债比率（%）	109.7	113.2	92.4	78.6	65.1
净利息覆盖率（倍）	1.7	2.5	3.8	4.6	5.2
市净率（倍）	1.2	1.2	1.2	1.1	1.0

资料来源：公司、国泰君安国际。

铜价和金价都将保持高位

分析员：郭勇 Kevin Guo

中国黄金国际(02099 HK)

评级：收集

股价: HK$21.100

目标价: HK$26.05

End 12/31	Turnover (USD m)	Net profit (USD m)	EPS (USD)	EPS (△%)	PER (x)	BPS (USD)	PBR (x)	DPS (USD)	Yield (%)	ROE (%)
2019A	657	(33)	(0.083)	578.9	(32.7)	3.659	0.7	0.000	0.0	(2.3)
2020A	864	112	0.282	(441.0)	9.6	4.025	0.7	0.000	0.0	7.4
2021F	1,080	231	0.583	106.5	4.7	4.440	0.6	0.204	7.5	14.0
2022F	1,097	249	0.629	7.8	4.3	4.850	0.6	0.220	8.1	13.8
2023F	1,112	262	0.661	5.2	4.1	5.283	0.5	0.232	8.5	13.3

已发行股本 Shares in issue (m)	396.4	大股东 Major shareholder	中国黄金集团 39.5%
市值 Market cap. (HK$ m)	8,364.3	流通比例 Free float (%)	60.5
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)	1,061.2	2021 年净负债/股东资金 2021 Net gearing (%)	67.8
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK$)	29.900/3.985	2021 年每股估值 2021 NAV (HK$)	31.2
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)			(18.2) / 2.4 / 412.1
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)			(17.1) / 0.8 / 394.1

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

中国黄金国际是中国黄金集团的海外旗舰平台，拥有丰富的黄金和有色金属资源储量。公司目前运营两座矿山：长山壕金矿和甲玛铜金矿。长山壕金矿的产能扩产后上升至 60,000 吨/日；甲玛铜金矿一期和二期扩产都已经完成，产能从 6,000 吨/日扩大至 50,000 吨/日，二期扩建产能已经顺利实现商业化运行。公司未来的矿产品产量将基本维持在一个稳定的水平。公司将通过收购扩大资源储量和产品产量。

甲玛矿已经顺利达产，生产成本也随着产能的释放会有一定幅度的下降。我们认为 2021 年全球铜市场供需将处于紧平衡，预计全年铜均价将在 9,000 美元/吨左右；美联储等多国央行将继续实施宽松的货币政策，市场对通胀和风险的担忧推动了黄金的避险和保值需求，金价受到有力支撑。预计全年黄金均价将在 1,850 美元/盎司左右。我们预计中国黄金国际 2021-2023 年每股盈利分别为 0.583 美元、0.629 美元和 0.661 美元。我们对公司目标价为 26.05 港元，投资评级为“收集”。

正面因素分析

- 公司扩产顺利达产，未来三年产量保持稳定。
- 公司是中国黄金集团的海外平台，在资源收购方面能得到母公司的有力支持。
- 公司目前拥有充足的资金，未来扩张潜力巨大。

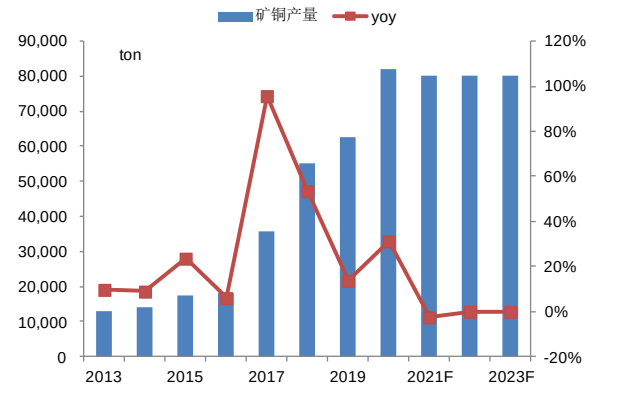
负面因素分析

- 新冠病毒疫情反复使得铜价大幅下跌。
- 金价的低迷影响了公司的盈利能力。
- 公司黄金和铜精矿的生产成本均较高。
- 公司矿山生产易受天气状况影响。

风险分析

- 金价和铜价波动风险。
- 矿山开采的安全风险。
- 矿山的建设和扩产进度晚于预期。
- 天气及地址灾害风险。

公司矿铜产量



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万美元)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
营业额	657	864	1,080	1,097	1,112
营业成本	(593)	(654)	(681)	(674)	(678)
毛利	64	210	400	424	435
经营管理费用	(67)	(55)	(76)	(70)	(69)
经营溢利	(3)	155	324	354	366
净财务开支/收入	(43)	(42)	(54)	(58)	(55)
其他	(5)	13	16	15	14
除税前盈利	(25)	125	287	310	325
所得税	(7)	(11)	(49)	(53)	(55)
除税后盈利	(32)	114	238	257	270
少数股东权益	1	2	7	8	8
股东应占溢利	(33)	112	231	249	262
每股盈利 (美元)	(0.083)	0.282	0.583	0.629	0.661
每股股息 (美元)	0.000	0.000	0.204	0.220	0.232

重要财务比率

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
收入增长（%）	15.2	31.4	25.0	1.6	1.4
纯利增长（%）	578.9	(441.0)	106.5	7.8	5.2
经营利润率（%）	(0.4)	17.9	30.0	32.2	32.9
纯利率（%）	(5.0)	13.0	21.4	22.7	23.6
资产回报率（%）	(1.0)	3.4	6.2	6.2	6.3
股东资金回报率（%）	(2.3)	7.4	14.0	13.8	13.3
净资产负债比率（%）	70.3	62.4	67.8	67.5	57.7
净利息覆盖率（倍）	n.a.	4.0	6.3	6.3	6.9
市净率（倍）	0.7	0.7	0.6	0.6	0.5

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司矿产品产量将保持高速增长

分析员：郭勇 Kevin Guo

紫金矿业(02899 HK)

评级：中性

股价: HK$10.440

目标价: HK$10.20

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (△%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2019A	136,098	4,284	0.169	(5.0)	55.3	2.017	4.6	0.100	1.1	9.3
2020A	171,501	6,509	0.256	51.9	33.8	2.228	3.9	0.120	1.4	12.1
2021F	200,570	11,436	0.451	75.7	19.2	2.476	3.5	0.203	2.3	19.2
2022F	214,960	14,972	0.590	30.9	14.7	2.80	3.1	0.265	3.1	22.4
2023F	221,330	16,350	0.644	9.2	13.4	3.15	2.7	0.290	3.3	21.6

已发行股本 Shares in issue (m)	26,327.6	大股东 Major shareholder	兴杭投资 26.3%
市值 Market cap. (HK$ m)	274,860.1	流通比例 Free float (%)	73.7
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)	66,474.6	2021 年净负债/股东资金 2021 Net gearing (%)	100.1
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK$)	16.240/3.640	2021 年每股估值 2021 NAV (HK$)	13.8
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)			(14.3) / 9.2 / 189.2
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)			(13.2) / 7.6 / 171.2

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

紫金矿业拥有丰富的黄金和有色金属资源储量，并通过持续的并购使得公司权益矿产资源量保持了快速增长，保障了公司后期的发展。公司主要矿产品的产量在未来三年都将保持快速增长。我们认为 2021 年全球铜市场供需将处于紧平衡，预计全年铜均价将在 9,000 美元/吨左右；锌价将小幅上涨，预计全年锌价在 2,500 美元/吨左右；美联储等多国央行将继续实施宽松的货币政策，市场对通胀和风险的担忧推动了黄金的避险和保值需求，金价受到有力支撑。预计全年黄金均价将在 1,850 美元/盎司左右。

紫金矿业已经发展成为一家综合性的金属开采企业，公司矿山开采业务的成本拥有很高的竞争力。公司以较低的价格在海外收购多项极具价值的矿山资产，有利于公司的长远发展。我们预计公司 2021-2023 年每股盈利分别为人民币 0.451 元、0.590 元和 0.644 元。我们对公司目标价为 10.20 港元，投资评级为“中性”。

正面因素分析

- 公司矿金储量和产量均处于业内领先地位。
- 资源储备多元化，拥有丰富的铜、锌等有色金属资源。
- 公司逆周期成功收购多个海外优质矿山资产，为公司长远发展打下了基础。
- 非公开发行股票成功有助于降低债务负担。

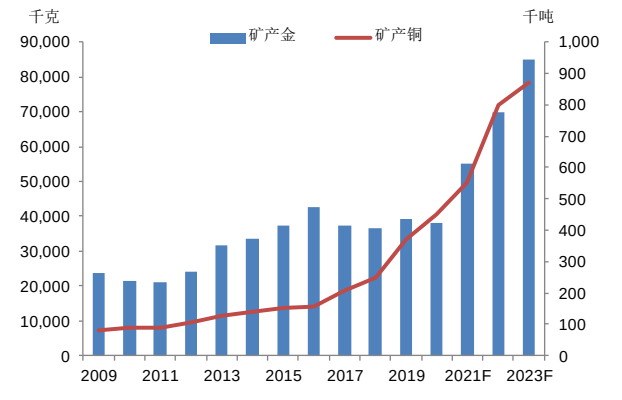
负面因素分析

- 新冠病毒疫情反复使得铜价和锌价大幅下跌。
- 生产成本上升侵蚀了公司的盈利能力。
- 部分矿山面临品位下降问题。
- 紫金山金矿的黄金资源已开采完毕，新收购黄金资产的生产成本较高。

风险分析

- 金价与铜价波动对公司业绩的影响。
- 矿山生产过程中可能出现的环保事故。
- 海外项目存在地缘政治、成本、管理等方面风险。
- 海外扩张存在的不确定性。

紫金矿产金与铜产量



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万人民币)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
营业额	136,098	171,501	200,570	214,960	221,330
营业成本	(120,583)	(151,071)	(170,239)	(177,929)	(181,587)
毛利	15,515	20,430	30,331	37,031	39,743
经营管理费用	(4,740)	(4,856)	(5,679)	(6,086)	(6,267)
经营溢利	8,733	13,012	22,038	28,278	30,756
净财务开支/收入	(1,467)	(1,784)	(2,007)	(2,038)	(2,128)
其他	(291)	(381)	(213)	(295)	(297)
除税前盈利	6,974	10,846	19,817	25,945	28,332
所得税	(1,913)	(2,388)	(4,363)	(5,712)	(6,238)
除税后盈利	5,061	8,458	15,454	20,233	22,094
少数股东权益	(777)	(1,949)	(4,018)	(5,261)	(5,744)
股东应占溢利	4,284	6,509	11,436	14,972	16,350
每股盈利 (人民币)	0.169	0.256	0.451	0.590	0.644
每股股息 (人民币)	0.100	0.120	0.203	0.265	0.290

重要财务比率

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
收入增长（%）	12.1	28.4	26.0	16.9	7.2
纯利增长（%）	16.7	(5.0)	51.9	75.7	30.9
经营利润率（%）	11.4	11.9	15.1	17.2	18.0
纯利率（%）	3.1	3.8	5.7	7.0	7.4
资产回报率（%）	3.6	4.3	6.1	7.4	7.5
股东资金回报率（%）	9.3	12.1	19.2	22.4	21.6
净资产负债比率（%）	87.5	116.2	100.1	96.2	88.9
净利息覆盖率（倍）	3.9	4.6	6.7	8.3	8.7
市净率（倍）	5.2	4.6	3.9	3.5	3.1

资料来源：公司、国泰君安国际。

房地产行业 跑赢大市

分析员：詹春立 Chunli Zhan 柳晨 Chen Liu 王瀚 Jerrimy Wang 王俊浩 Johnny Wong

香港物业市场概览

住宅物业

2021 年上半年香港住宅价格明显反弹，整体成交旺盛。2021 年上半年香港经济摆脱 2020 年的低迷，住宅需求亦全面回升。根据差饷物业估价署的数据，2021 年 1-5 月二手市场的整体平均房价累计上升 3.6%，其中 D 类住宅(即 100 平方米至 159.9 平方米之间的单位)升幅最大，达 5.1%。2020 年上半年住宅市场的整体交易量及交易价值为近年高位，交易主要由二手市场带动。2021 年上半年一手住宅推盘受疫情反复以及预售楼花同意书获批量较少影响，月均交易量为 1,381 个单位，但不少新盘的售价创同区新高，而且整体单位认购热烈，显示市场购买力未被疫情拖累。

整体住宅价格有望破顶，豪宅市场炽热。根据差饷物业估价署的住宅价格指数住宅价格显示，整体住宅价格距离 2019 年 5 月的上一个顶峰只有 0.8%，其中 A 类住宅(即 40 平方米以下的单位)已于 2021 年 5 月创下历史新高，反映刚性需求强劲，我们亦相信住宅价格将会在 2021 年第三季破顶。住宅价格急升下租金回报率进一步下跌至历史低位。豪宅方面，根据中原地产数据，2021 年首五个月价值二千万元以上的豪宅(包括一手及二手)买卖合约登记为 1,773 宗，总值 814.5 亿港元，超越 2020 年下半年的 1,294 宗及 683.61 亿元。其中长实集团（01113）旗下波老道 21 号项目于 2 月以呎价 13.6 万港元刷新亚洲分层式住宅呎价新高，显示豪宅市场已完全摆脱疫情的阴霾更见炽热。

2016 年以来住宅价格指数的变化

	类别					
年份	A *(40 m^2 以下)*	B *(40 m^2 -69.9 m^2)*	C *(70 m^2 - 99.9 m^2)*	D *(100 m^2 -159.9 m^2)*	E *(160 m^2 以上)*	综合
2016	7.8%	8.1%	6.5%	6.7%	8.2%	7.9%
2017	14.9%	14.0%	14.2%	12.4%	8.9%	14.7%
2018	2.3%	1.8%	1.6%	-0.3%	-3.2%	1.9%
2019	5.7%	6.3%	3.2%	3.4%	-5.1%	5.5%
2020 年	0.5%	0.5%	-0.2%	-0.1%	7.0%	0.2%
2021 年首五个月	4.1%	3.7%	5.1%	3.7%	3.2%	3.6%
累计	**40.1%**	**39.0%**	**33.8%**	**28.1%**	**19.4%**	**38.1%**

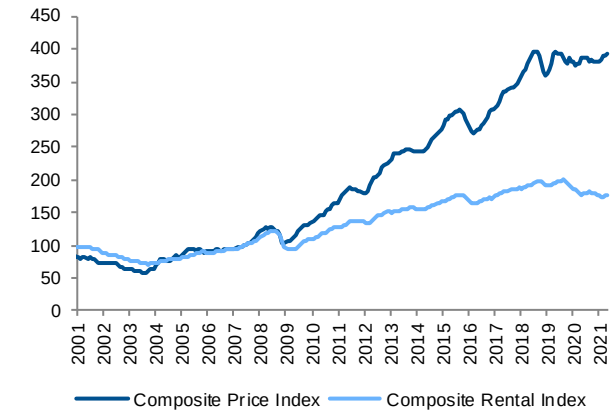
资料来源：香港差饷物业估价署。
注：价格指数仅包括二手住宅交易。

香港住宅物业每月平均成交量

	交易量			交易价值（港币百万元）		
年份	一手买卖	二手买卖	总计	一手买卖	二手买卖	总计
2016	1,399	3,159	4,558	15,549	20,121	35,670
2017	1,554	3,579	5,133	20,043	26,320	46,363
2018	1,303	3,468	4,771	18,292	28,316	46,608
2019	1,759	3,224	4,983	18,967	26,766	45,733
2020	1,276	3,714	4,990	14,148	31,538	45,686
2021 年首五个月	1,381	5,308	6,689	19,017	46,862	65,880
2008 年起的平均值	**1,451**	**3,599**	**5,051**	**17,547**	**28,453**	**46,000**

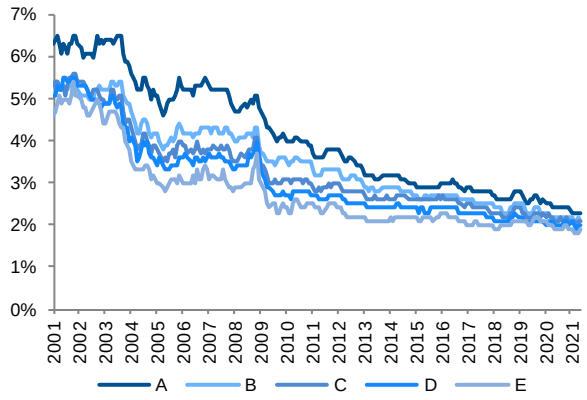
资料来源：土地注册处。

香港住宅物业价格及租金指数



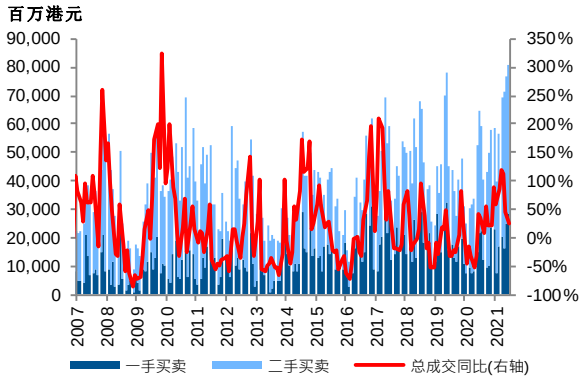
资料来源：香港差饷物业估价署。

香港住宅物业的租金回报率



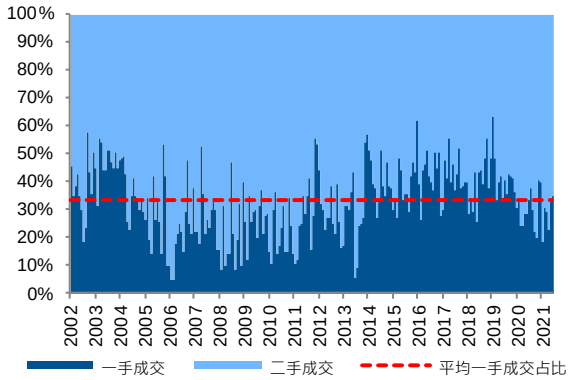
资料来源：香港差饷物业估价署。
注：
A级是指面积小于40平方米的单位。
B级是指面积在40平方米到69.9平方米之间的单位。
C级是指面积在70平方米到99.9平方米之间的单位。
D级是指面积在100平方米至159.9平方米之间的单位。
E级是指面积超过160平方米的单位。

香港住宅物业交易价值



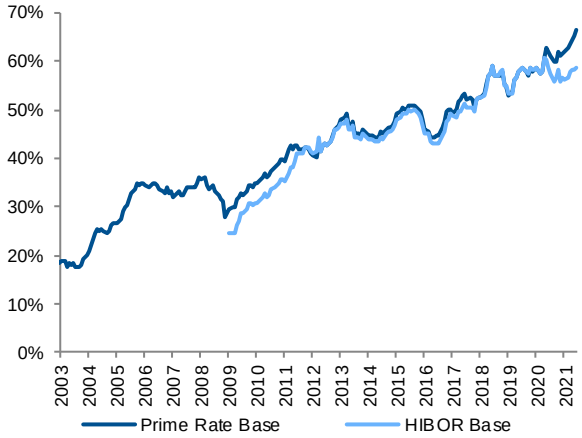
资料来源：香港土地注册处。

香港住宅物业一手及二手交易价值的份额



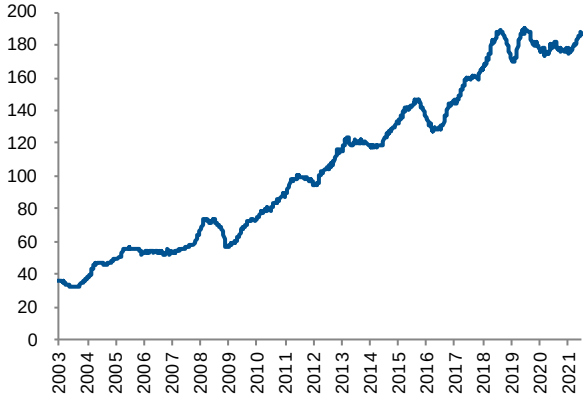
资料来源：香港土地注册处。

香港按揭供款与收入比率



资料来源：中原地产。

中原城市领先指数（CCL）

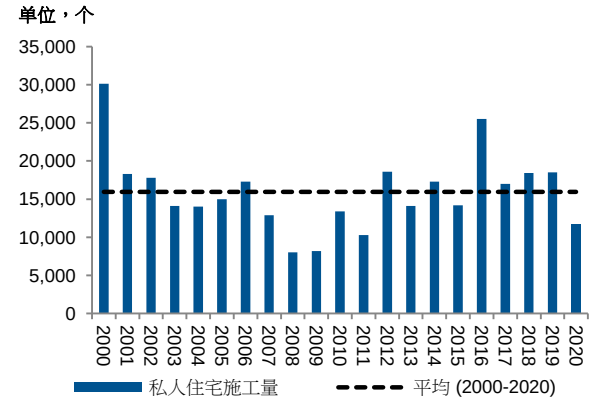


资料来源：中原地产。

2021年香港私人住宅落成量应能达标。根据差饷物业估价署数据，2021年1-5月私人住宅落成量为约为7,791个单位，为全年落成目标18,230伙单位的42.7%。现时香港疫情已明显缓和，建屋进度受延误机会不大，因此我们相信2021年香港私人住宅落成量应能达标。

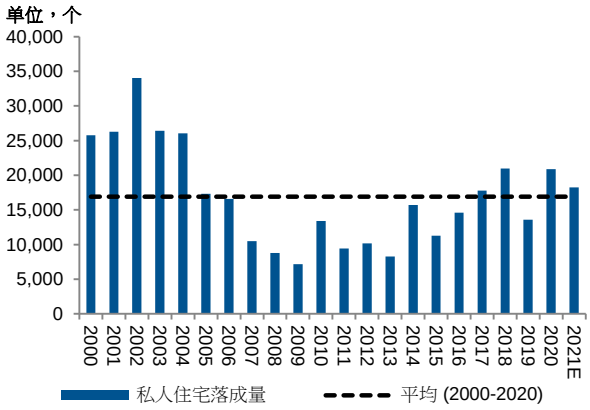
港元利率仍处极低水平，继续支撑住宅需求。即使全球疫情有所改善，欧美现时仍维持量化宽松。市场普遍认为美联储于 2023 年前不会加息，反映环球流动性将保持充裕。现时香港银行体系总结余处于约 4,575 亿港元的历史新高水平，港元银行同业拆借利率亦维持低企，其中一个月期限同业拆借利率仍低于 0.1%水平，低住宅按揭利率有助支撑香港的住宅需求，我们亦认为该情况会廷续至 2022 年。

香港私人住宅施工量



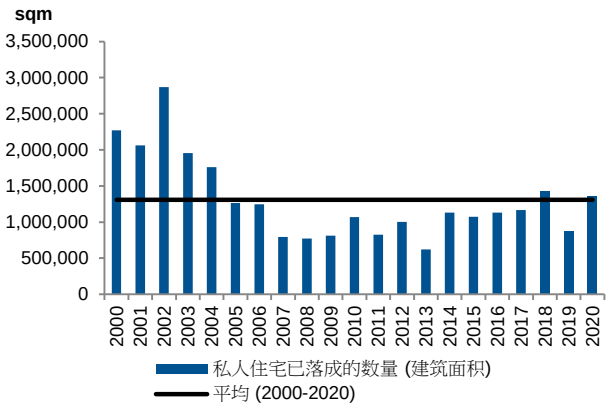
资料来源：香港运输及房屋局、香港差饷物业估价署。

香港私人住宅落成量



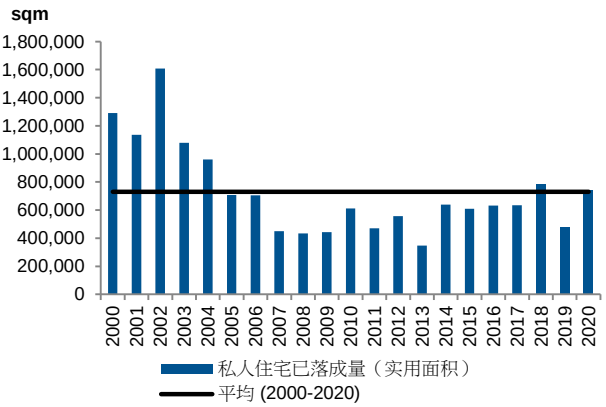
资料来源：香港差饷物业估价署。

香港私人住宅落成量（以总建筑面积计）



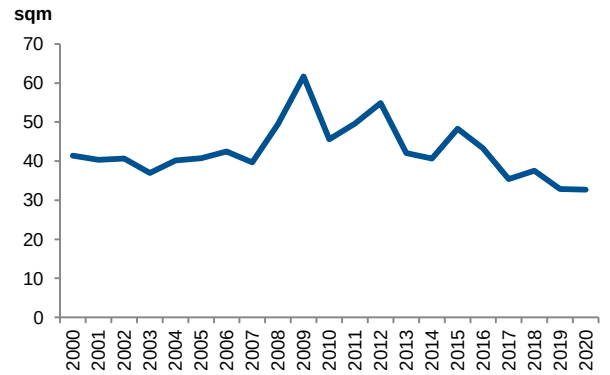
资料来源：香港屋宇署。

香港私人住宅落成量（以实用面积计）



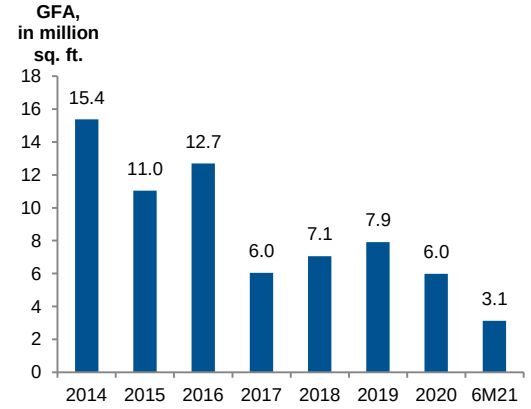
资料来源：香港屋宇署。

香港新落成私人住宅物业的每单位平均实用面积



资料来源：香港屋宇署，国泰君安国际。

香港三大私人住宅土地供应统计（以总建筑面积计）



资料来源：地政总署，港铁，市区重建局，国泰君安国际。
注:此数据包括政府卖地，港铁项目及市区重建局项目推出的住宅土地供应，但不包括由农地转换及私人发展商的旧楼重建住宅土地供应。

我们调高 2021 年香港的整体私人住宅价格升幅至 7%。目前香港住宅土地供应不足问题仍然持续，数个新发

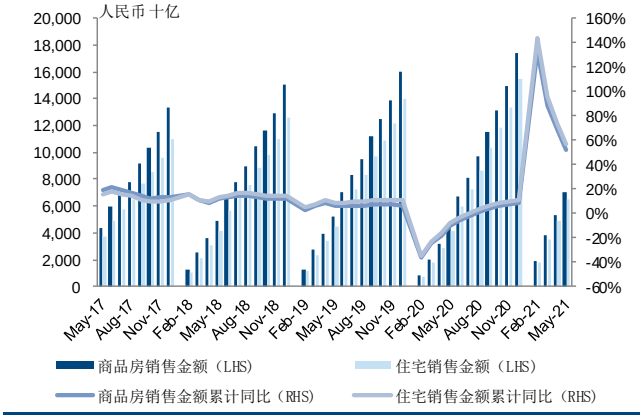
展区仍处初步阶段，发展需时，但现时香港房屋供应问题已迫在眉睫，市场普遍预期私人住宅供应有机会于2023年出现短暂断层，而新落成私人住宅物业的每单位平均实用面积亦持续下跌，影响居住水平。需求方面，市场流动性充裕，按揭利率预料在2023年前将保持低企，而经济增长亦于疫情缓和后重拾动力。然而，香港最近的移民潮对住宅需求有负面影响，但我们相信未来国内人才流入香港将足以填补缺口。市场仍在等待各地通关时间，我们认为中港通关将有助住宅价格进一步提升。我们调高2021年香港的整体私人住宅价格升幅至7%，同时预期住宅价格会于第三季破顶。

中国内地房地产市场概览

中国内地商品住宅销售和房价

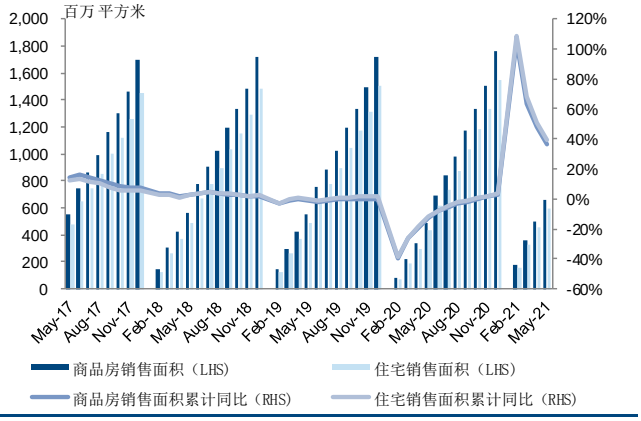
2021年1至5月销售表现强劲，下半年可能边际回落，但全年仍将保持高景气。由于去年疫情影响导致的房地产销售低基数，2021年1至5月，商品房累计销售面积同比增36.3%至6.638亿平方米，商品房累计销售金额增长更为强劲，为同比增长52.4%至人民币7.053万亿元。即使排除去年低基数效应和2019年同期比，今年1至5月商品房累计销售面积增长19.6%，两年平均增长率为9.8%，商品房累计销售金额增长32.6%，两年平均增长率为16.3%。我们认为上半年全国商品房销售的强劲表现，主要由于两方面原因：1）“三条红线”等融资监管手段持续施压，房企开启降价销售等手段，加速去库存以回笼资金；以及2）一、二线城市房地产市场持续保持高热度。根据国家统计局数据，今年1至5月份，来自东部地区房地产销售金额表现高于全国表现9.4个百分点，为同比增61.8%。虽然下半年流动性趋势略有收紧，可能会制约房地产销售，但考虑到当前的低库存条件，平稳的政策支撑，以及仍然具有韧性的高线城市住房需求。我们认为下半年的全国房地产销售虽然边际回落，但仍将保持高景气。基于1至5月份全国商品房销售超预期的表现，以及下半年销售将延续稳健势头的判断，我们上调全国商品房销售面积预测至同比上升3.0%（之前预测同比升1.5%），至18.137亿平方米。且考虑到高线城市房价上涨及高线城市销售占比提高影响，我们调高全年销售均价预测至上涨6.5%（之前预测为同比升5.0%）。因此，全年的商品房销售金额同比增速也相应上调至9.7%，达到约人民币19.044万亿元。

中国房屋累计销售金额



资料来源：中国统计局、国泰君安国际。

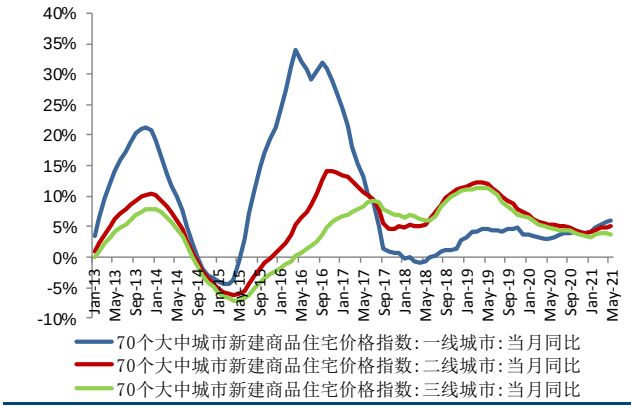
中国房屋累计销售面积



资料来源：中国统计局、国泰君安国际。

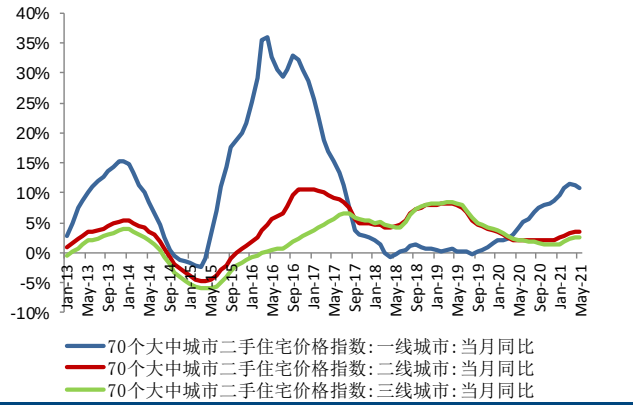
个别大城市房价仍然火热，商品房住宅价格可能在下半年受到控制。虽然在今年3月《政府工作报告》中提及将“解决好大城市住房突出问题”作为政府2021年的工作重点任务之一。但从今年1至5月份来看，住宅价格有抬头趋势，尤其是在一线、二线城市。2021年5月，70城新建住宅价格指数环比上涨0.5%，同比增长4.5%，其中一线、二线和三线城市新建住宅价格指数分别同比上涨6.0%、5.0%和3.8%。一线城市的北京、上海、广州和深圳分别同比涨4.3%、4.5%、11.2%和3.7%。二手住宅成交价格指数，相对而言更反映实际房价涨幅度量的准确性。2021年5月，70城二手住宅价格指数虽然只同比涨3.5%，但来自一线城市的涨幅更为明显，其中北上广深分别同比涨9.3%、9.4%、13.5%和10.9%。2021年2月，深圳住建部发布《关于建立二手住房成交参考价格发布机制的通知》，规范中介对外房源的展示价格。同时，全国不少城市也出台规范中介市场和进一步严控房价的措施。我们认为下半年，由于“房地产贷款集中度”调控的深入，下半年银行将会把重点从收紧开发商贷款转移至对居民住房贷款的收紧。尤其是考虑到上半年商品房销售强劲带来的住房贷款余额的持续增加。预计随着下半年流动性边际收紧，房价涨幅边际或将有所收敛。但根据我们的预测，2021年商品房平均售价仍将较2020年水平高约6.5%。

分线级 70 城新建住宅价格



资料来源：中国统计局、万得、国泰君安国际。

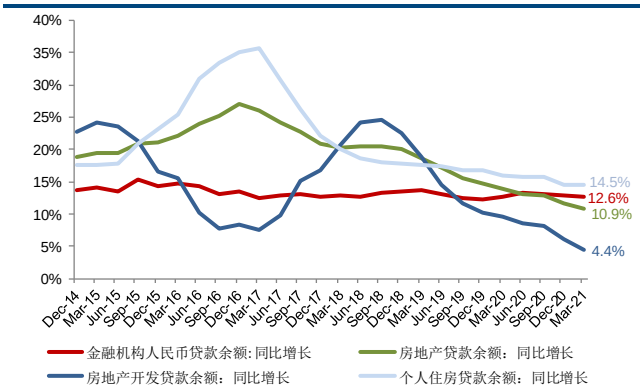
分线级 70 城二手住宅价格



资料来源：中国统计局、万得、国泰君安国际。

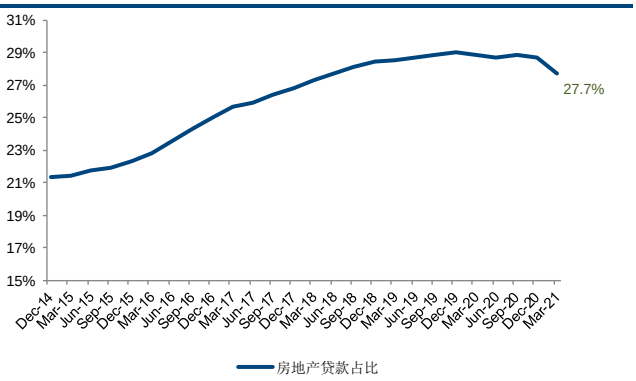
居民住房贷款可能在下半年进一步收紧。今年二季度以来，虽然基准利率水平维持不变，但多地房贷实际利率走高，包括深圳、广州、宁波以及杭州等多家银行上调首套、二套房利率。根据融 360 大数据显示，2021 年 5 月，全国首套房贷款利率为 5.33%，较 2021 年 1 月上涨 11 个基点，二套房房贷平均利率为 5.61%，较 2021 年 1 月上涨 8 个基点。房贷政策延续收紧态势。我们认为银行受“房地产贷款集中度”的调控，流向地产商的开发贷款已大幅减少，而对于居民住房贷款的发放仍有下降空间。根据中国人民银行公布的 2021 年第一季度数据来看，房地产开发贷款余额同比增速已降至 4.4%，低于人民币贷款余额增速的 12.6%，而个人住房贷款余额仍保持同比 14.5%的较高增长。截止 2021 年第一季度，总的房地产贷款余额为 50.03 万亿元，占总的人民币贷款余额比例为 27.7%。以“房地产贷款集中度”新规中，对于第二档中资中型银行，房地产贷款占比上限不超 27.5%的要求来看，仍然有收紧空间。因此，我们认为对于居民住房贷款的发放有可能在今年下半年进一步收紧。

各项人民币贷款余额同比增速



资料来源：中国人民银行、国泰君安国际。

房地产贷款余额占总贷款余额比例

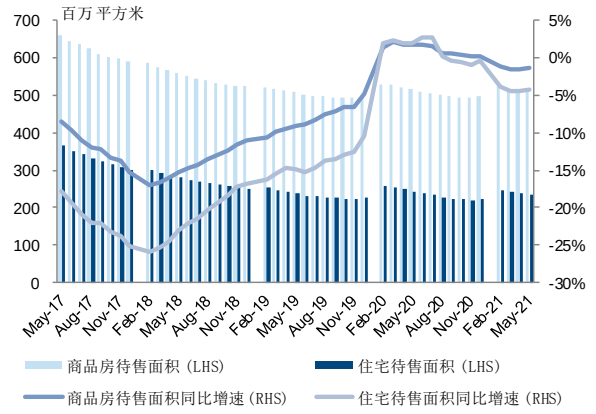


资料来源：中国人民银行、国泰君安国际。

房地产库存水平

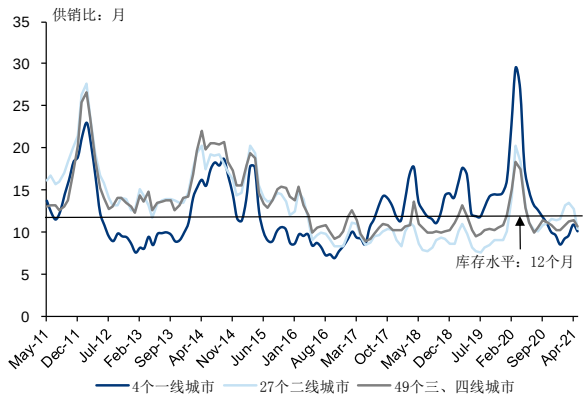
商品房库存水平有所下跌，随着新开工逐步修复，新建住宅供销比下半年将维持稳定。由于“三条红线”以及“房地产贷款集中度”新规的持续施压，各房企普遍加速去库存销售，并保持谨慎的新推盘速度。根据国家统计局数据，全国商品房待售面积自 2021 年以来就一直保持同比负增长。截至 2021 年 5 月末，全国商品房待售面积约为 5.10 亿平方米，同比下跌 1.4%。如果只看全国住宅待售面积，同比下跌幅度更大，降 4.3%至约 2.33 亿平方米。包括中国恒大（03333 HK）在内的不少房企，在今年上半年都进行了降价去库存等措施，以提升现金流水平。我们认为，这主要导致了商品房库存水平的降低，也使得部分热点城市出现房价回暖上升的趋势。根据克而瑞的统计数据，2021 年 5 月一线、二线和三线城市的新建商品住宅供销比分别为 10.1 个月，10.39 个月和 10.68 个月，均出现环比下降。其中，二线城市的新建商品住宅供销比，相比 2021 年 4 月份的 12.7 个月下跌更为明显。我们预计由于商品房销售 2021 年 1 至 5 月份的强劲表现，各房企将在下半年逐步有补库存的需求，新开工的逐步修复将支撑新建商品住宅供应量。新建商品住宅的供销比继续大幅下滑的可能性较低，市场的供给和需求将维持在稳定的低于 12 个月以下的健康水平。

中国房屋待售面积



资料来源：中国统计局、国泰君安国际。

新建商品住宅去库存周期



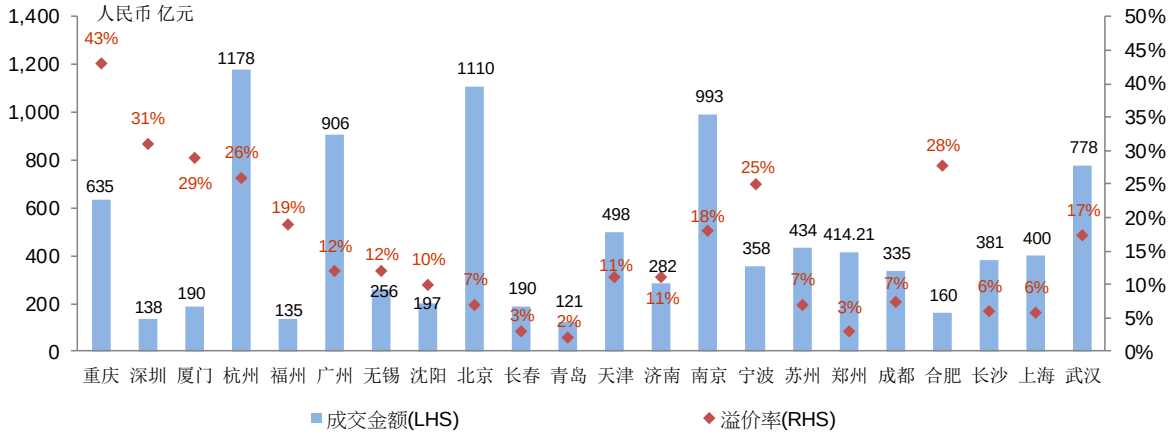
资料来源：克而瑞、国泰君安国际。

附注：去库存周期即供销比=当月新建商品房住宅库存量/过去三个月新建商品住宅销售面积的平均值。

中国内地土地购置

土地集中供应政策首次实施，房企拿地竞争激励且土地溢价率维持高位。2021 年 2 月，自然资源部要求 22 个重点城市住宅用地出让实现“两集中”，一是集中发布出让公告，二是集中组织土地出让活动，且一年内不能超过 3 次。继 4 月中首个“两集中”城市长春进行土地出让之后，截至 2021 年 6 月 30 日，所有 22 个城市均完成首次土地集中出让。整体来说，土地市场热度不减。除个别市场较为看淡的城市以外，大部分土地都面临房企激励的竞争，土地溢价率维持高位。重点城市的优质地块引得了大量房企竞价，且根据竞拍规则，不少地块竞拍价格达到地价上限后，迅速进入竞配建、竞自持或摇号确定阶段。根据中指研究院统计，我们整理了各城市首批土地集中出让的平均溢价率，22 城平均溢价率为 15%，略高于 2020 年 22 城住宅用地平均成交溢价率的 13%。首批土地集中出让，溢价率居前的城市分别为：重庆、深圳、合肥、厦门、杭州。其中，重庆由于没有设置最高竞价，首次土地集中供应的平均溢价率达到 43%。上海由于设置了 10%的最高溢价率限制，首次土地集中供应平均溢价率约为 6%。进入 2021 年下半年，我们认为随着第二批以及第三批的土地集中供应，市场会有以下两个变化：1）地方政府设置更为严格的限地价等竞拍规则，或者结合勾地政策，给土地市场降温；以及 2）更多三线、四线城市也参与集中供地，房企转战低线土地市场，避免与央企或者龙头房企的激励竞争。

首批土地集中供应平均土地成交金额及溢价率

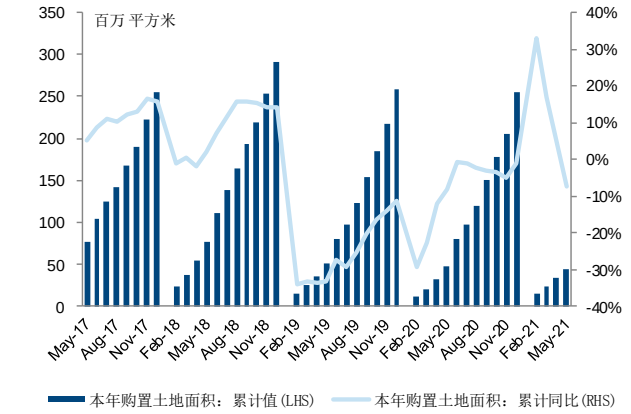


资料来源：中指研究院，国泰君安国际。

土地成交整体有所回落，随着房企多元化补库存，下半年将逐步回升。土地集中供应政策的推出，更加考验房企的现金流管理和筹措购地资金的能力。由于首批集中供地从 2021 年 4 月中才逐步开始，房企在第一季度拿地普遍审慎。根据国家统计局统计，虽然 2021 年 5 月土地购置面积环比增 9.5%，土地成交价款环比增 84.8%，但是 2021 年 1 至 5 月的累计土地购置面积录得同比下跌 7.5%，而 1 至 5 月份的累计土地成交价款同比下降 20.5%。由于在首批土地集中供应下，多个城市土地市场表现火热，我们认为进入下半年，房企将会把购地目标更多的放到多元化拿地上，包括通过产业勾地，兼并购以及城市更新等手段。并且对于三线或者四线城市，房企也将在土地市

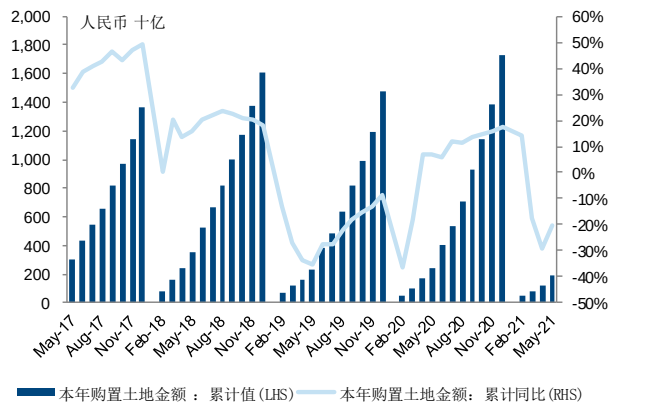
场上表现得更为积极，这将带动全年土地成交数字的逐步回升。总体而言，我们认为房企下半年的土地购置会较上半年更为活跃。但考虑到 2020 年 6 至 12 月土地购置相对较高的基数，以及“三条红线”和“房地产贷款集中度”要求下房企持续面临的融资压力，我们判断 2021 年全年土地购置面积仍将可能录得约 5%的同比跌幅。

累计土地购置面积和同比增速



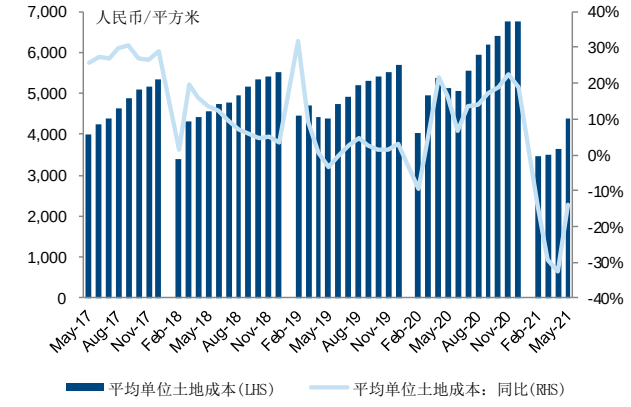
资料来源：中国统计局、国泰君安国际。

累计土地购置金额和同比增速



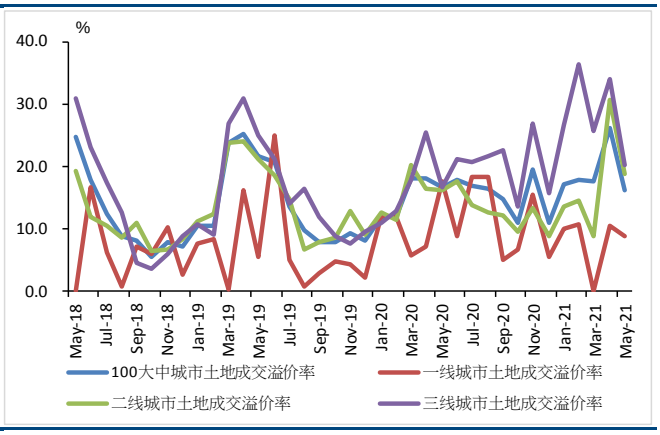
资料来源：中国统计局、国泰君安国际。

平均土地成本和同比增速



资料来源：中国统计局、国泰君安国际。

土地成交溢价率

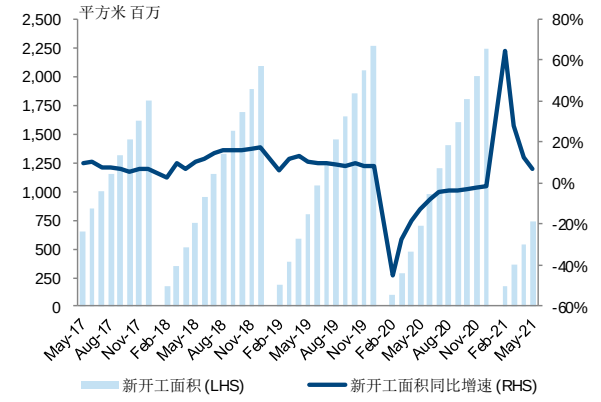


资料来源：万得、国泰君安国际。

中国内地新开工与投资

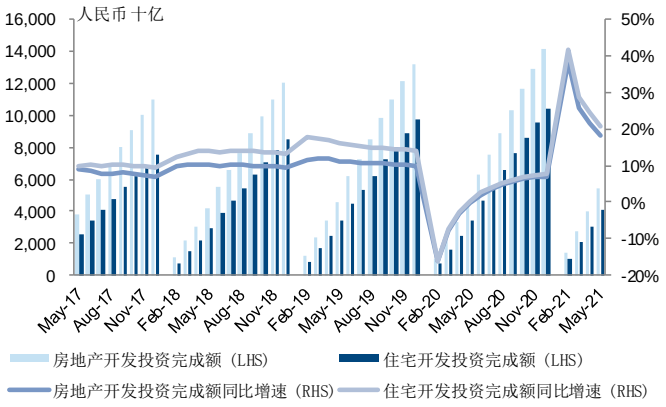
新开工有望下半年逐步修复，开发投资将维持高位。如果撇除去年疫情影响造成的低基数，2021 年 1 至 5 月新开工数字大约跌至 2018 年同期水平。2021 年 4 月和 5 月，全国房屋新开工连续两个月出现同比下滑（分别下跌 9.3%和 6.1%）。2021 年 1 至 5 月，全国房屋累计新开工面积同比仅增 6.9%，为 7.435 亿平方米，该数字较疫情前 2019 年同期水平低 6.8%。新开工数字的下滑我们认为在预料之中，房企上半年新开工意愿不强主要是因为：1）受“三条红线”等融资新规的持续影响；以及 2）房企更愿意采用去库存方式以推动销售，以此改善现金流和资产负债表。进入下半年，我们认为由于上半年较为强劲的销售表现，加上库存已降至一个较低水平，新开工力度将在下半年逐步修复，以应对具有韧性的后市需求。但考虑到去年下半年的高基数，我们仍然维持全年新开工面积同比下跌 2.5%的预测。房地产开发投资方面，2021 年 1 至 5 月的累计房地产投资处于历史高位，同比上涨 18.3%至人民币 5.432 万亿元，比 2019 年同期高 17.9%。我们认为地产开发投资维持高位，主要还是由于过往两年销售增长带来的施工和竣工要求。竣工单月增速显著回升，开发商在 2021 年仍然面临较大的利润结转压力。再加上原材料价格上涨带来的建安成本的上升，考虑到今年以来 PPI 提速较快（2021 年 5 月同比涨 9.0%，环比涨 1.6%），以及土地溢价率保持高位带来的对土地购置成本的支撑。我们维持全年开发投资同比增速 6.0%的预测。

房地产累计新开工面积及同比增速



资料来源：中国统计局、国泰君安国际。

房地产累计开发投资额及同比增速



资料来源：中国统计局、国泰君安国际。

房地产行业部分关键数据与房价

	商品房销售面积:累计同比	房屋新开工面积:累计同比	房地产开发投资完成额:累计同比	商品房待售面积:同比	商品房平均销售价格:累计同比
2007年	23.2%	19.4%	30.2%	-7.5%	14.8%
2008年	-19.7%	2.3%	23.4%	38.3%	-1.7%
2009年	43.6%	12.5%	16.1%	7.1%	23.2%
2010年	10.1%	40.7%	33.2%	0.0%	7.5%
2011年	4.9%	16.2%	27.9%	26.1%	6.5%
2012年	1.8%	-7.3%	16.2%	27.0%	8.1%
2013年	17.3%	13.5%	19.8%	35.2%	7.7%
2014年	-7.6%	-10.7%	10.5%	26.1%	1.4%
2015年	6.5%	-14.0%	1.0%	15.6%	7.4%
2016年	22.5%	8.1%	6.9%	-3.2%	10.1%
2017年	7.7%	7.0%	7.0%	-15.3%	5.6%
2018年	1.3%	17.2%	9.5%	-11.0%	10.7%
2019年	-0.1%	8.5%	9.9%	-4.9%	6.6%
2020年	2.6%	-1.2%	7.0%	0.1%	5.9%
2021年1-5月	36.3%	6.9%	18.3%	-1.4%	11.8%

资料来源：中国统计局、国泰君安国际。

主要上市公司的销售表现

前 30 强房企 2021 年上半年合约销售保持较高速增长。克尔瑞的数据显示，排名前 30 的房企 2021 年 1 至 6 月的总全口径合约销售金额同比上涨 34%至人民币 46,545.9 亿元，而去年同期这 30 价房企的总合约销售额由于受到一季度疫情影响，仅仅与 2019 年持平。我们认为头部房企的合约销售增长好于我们此前的预期，其中四家头部房企的半年全口径合约销售额突破人民币 3,000 亿元，19 家房企的上半年合约销售额突破人民币 1,000 亿元。前 30 强房企，除中国恒大（03333 HK）以外，上半年合约销售额均录得双位数以上的同比增长。与国家统计局数据反映出的销售数据一致，30 强房企的整体销售，也在今年上半年表现出强劲的增长势态。我们认为，由于“三条红线”以及“土地两集中”等新规对于房企提出了更高的资金要求，行业整合的步伐仍然在继续。小型房企受制于融资端收紧以及来自全国性开发商激烈的土地竞争，会加速被市场出清。而拥有良好的财务管控，以及多元化土地补给的房企将继续获得更大的市场份额。虽然行业整体销售增速放缓，但是考虑到大部分上市房企将 2021 年销售目标设置在 10%-15%的增长水平，我们认为前 30 强房企将有望录得稳健的 10%-15%的全年合约销售增长，高于我们对于全国平均增长水平预测的 9.7%。

中国内地部分龙头开发商销售表现

名次	企业名称	股票代码	2021 年 1-6 月全口径合约销售金额(亿元)	2020 年 1-6 月全口径合约销售金额(亿元)	2019 年 1-6 月全口径合约销售金额(亿元)	2021 年 1-6 月同比增速	2020 年 1-6 月同比增速
1	碧桂园	02007.HK	4,264.2	3,723.1	3,895.4	14.5%	(4.4%)
2	中国恒大	03333.HK	3,561.6	3,487.9	2,825.4	2.1%	23.4%
3	万科地产	02202.HK	3,548.1	3,180.0	3,349.3	11.6%	(5.1%)
4	融创中国	01918.HK	3,208.0	1,947.0	2,139.0	64.8%	(9.0%)
5	保利发展	600048.SH	2,850.0	2,168.0	2,501.0	31.5%	(13.3%)
6	中海地产	00688.HK	2,054.0	1,694.5	1,707.2	21.2%	(0.7%)
7	招商蛇口	001979.SZ	1,769.7	1,106.8	1,011.8	59.9%	9.4%
8	华润置地	01109.HK	1,648.0	1,108.0	1,163.0	48.7%	(4.7%)
9	绿地控股	600606.SH	1,640.8	1,350.0	1,705.0	21.5%	(20.8%)
10	金地集团	600383.SH	1,625.0	1,016.0	856.0	59.9%	18.7%
11	世茂集团	00813.HK	1,527.9	1,104.7	1,003.5	38.3%	10.1%
12	龙湖集团	00960.HK	1,426.3	1,111.0	1,051.9	28.4%	5.6%
13	绿城中国	03900.HK	1,366.8	672.7	495.5	103.2%	35.8%
14	旭辉集团	00884.HK	1,361.5	807.2	884.4	68.7%	(8.7%)
15	中国金茂	00817.HK	1,301.5	1,028.7	784.6	26.5%	31.1%
16	新城控股	601155.SH	1,190.4	970.0	1,239.8	22.7%	(21.8%)
17	中南置地	000961.SZ	1,088.4	819.6	824.4	32.8%	(0.6%)
18	金科集团	000656.SZ	1,020.0	830.0	788.7	22.9%	5.2%
19	阳光城	000671.SZ	1,013.0	900.0	900.0	12.6%	0.0%
20	中梁控股	02772.HK	956.2	677.0	681.0	41.2%	(0.6%)
21	建发房产	01908.HK	933.7	380.0	278.7	145.7%	36.3%
22	龙光集团	03380.HK	882.1	571.8	461.0	54.3%	24.0%
23	滨江集团	002244.SZ	879.2	547.0	516.7	60.7%	5.9%
24	正荣集团	06158.HK	832.4	604.5	688.4	37.7%	(12.2%)
25	融信集团	03301.HK	829.7	603.6	566.8	37.5%	6.5%
26	美的置业	03990.HK	825.0	482.0	467.6	71.2%	3.1%
27	佳兆业	01638.HK	800.1	511.0	462.0	56.6%	10.6%
28	雅居乐	03383.HK	753.3	551.0	582.0	36.7%	(5.3%)
29	中国铁建	601186.SH	697.4	307.5	403.2	126.8%	(23.7%)
30	祥生集团	02599.HK	691.6	473.1	496.0	46.2%	(4.6%)
	合计		**46,545.9**	**34,733.7**	**34,729.3**	**34.0%**	**0.0%**

资料来源：克而瑞、公司、国泰君安国际。

附注 ：绿城中国的全口径合约销售金额仅包含投资项目，不包含代建项目。全口径合约销售金额由克而瑞统计，可能部分与公司公告有差异。

中国内地物业管理

政策利好持续释放，行业标准日趋规范。2020 年末，政府围绕“智慧平台”搭建出台了多项政策以加快推动物业管理企业智慧化转型。2021 年上半年，政策继续利好物业管理行业并重点聚焦基层社区治理，鼓励发展养老、幼托、用餐、保洁等社区多样化服务，探索“物业服务+生活服务”模式以满足居民多样化多层次的居住生活需求。我们认为利好政策的频繁出台是由于物业管理行业在经历过新冠疫情考验后，实现了价值重塑，助推政府重新定义行业逻辑。在持续利好的政策背景下，物业管理企业将加速布局养老、团餐、快递、家政等多样化社区增值服务赛道。此外，政策也强调要加强物业服务监管，完善物业服务价格形成机制，建立物业服务企业信用管理制度等，以提升物业管理行业的服务质量和标准化水平。我们认为行业的日益规范将更有利于推动物业服务规模化、品牌化，加大物业费收缴力度，形成社区管理和服务的长效机制，品牌物企和规模物企优势将更加明显。

2021年初以来中央及各部委影响物业管理行业的会议纪要和政策文件

会议/政策	时间	涉及物业管理行业主要内容
《关于加强和改进住宅物业管理工作的通知》	1 月 5 日	➢ 扩大物业管理覆盖范围，实行专业化物业管理，支持物业服务企业兼并重组，推动物业服务规模化、品牌化经营，提升整体服务水平，完善物业服务价格形成机制。 ➢ 鼓励物业服务企业运用物联网、云计算、大数据、区块链和人工智能等技术，建设智慧物业管理服务平台，提升物业智慧管理服务水平。鼓励物业服务企业向养老、托幼、家政、文化、健康、房屋经纪、快递收发等领域延伸，探索“物业服务+生活服务”模式。
《2021 年政府工作报告》	3 月 5 日	➢ 发展社区养老、托幼、用餐、保洁等多样化服务,加强配套设施建设,实施更优惠政策,让社区生活更加便利。

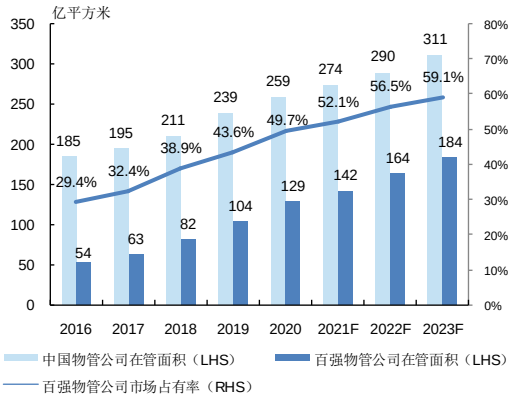
《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》	3月12日	➢ 加快发展健康、养老、托育、文化、旅游、体育、物业等服务业，加强公益性、基础性服务业供给，扩大覆盖全生命期的各类服务供给。 ➢ 加强物业服务监管，提高物业服务覆盖率、服务质量和标准化水平。
《2021年新型城镇化和城乡融合发展重点任务》	4月13日	➢ 加强基层社会治理，支持老旧小区引入市场化物业服务或推行社区托管、社会组织代管等方式，提高物业服务质量和标准化水平。
《关于推进城市一刻钟便民生活圈建设的意见》	5月28日	➢ 鼓励有条件的物业服务企业向养老、托育、家政、邮政快递、前置仓等领域延伸，推动“物业服务＋生活服务”，提升消费便利化、品质化水平。 ➢ 鼓励物业服务企业在保障安全、征得业主同意的前提下，在居住区设置共享仓，为商户和居民提供物品临时存放场所。
《“十四五”积极应对人口老龄化工程和托育建设实施方案》	6月17日	➢ 建设连锁化、标准化的社区居家养老服务网络

资料来源：中国政府网、住房和城乡建设部、国家和发展改革委员会、国泰君安国际。

物管行业上市格局基本形成，下半年小物企或迎递表潮。2020年下半年以来，物业管理企业大规模集中上市，分别有15家和5家物业管理企业于2020年下半年和2021年上半年登陆香港交易所。截止2021年6月30日，在港上市的内地物管企业共达到42家，总市值高达约1万亿港元。目前在港交所排队上市的物业服务企业已达24家，在未上市的物业管理企业中，仅有少数大型物业管理企业（万物云、龙湖智慧服务、金地物业）还未提交上市申请。至此，物业管理企业的上市格局已基本形成。我们认为，行业资本市场的高估值、政策加持以及关联房地产的融资需求是最近一年以来物业管理企业集中上市的主要原因。此外，2021年5月20日，香港交易所刊发咨询总结，拟从2022年1月1日起调高主板的上市盈利要求60%。我们认为这将提升上市主板企业质量，但也会影响后续盈利较低的小型物业公司登陆资本市场，同时催化更多小型物管企业在2021年下半年递交上市申请，加速赴港上市进程。

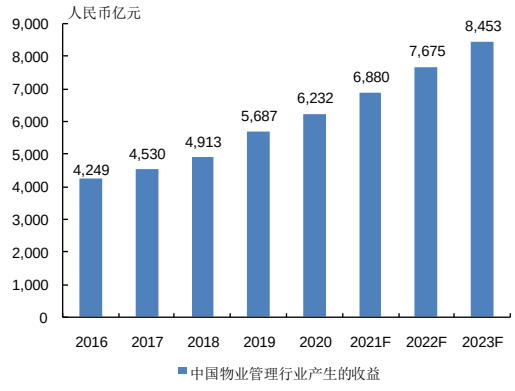
收并购加速行业整合，分化格局呈现常态。由于物业管理行业尚处行业整合早期，当前呈现出“大行业，小龙头”的竞争格局。据中国指数研究院数据，2020年物业管理行业总收益高达6,232亿元人民币，但前十强物管公司市占率仅10.2%，远低于地产开发板块的27.5%。同时，据中国指数研究院预测，中国物业管理公司总在管面积预计将由2020年的259亿平方米增长至2023年的311亿平方米，年复合增长率6.3%；物业服务百强企业的在管面积将由2020年的129亿平方米增长至2023年的184亿平方米，年复合增长率12.6%；物业服务百强企业的市场份额将由2020年的49.7%升至2023年的59.1%。物业管理企业在不断追求扩张规模、抢占市场价值高地的同时，也催生出更加激烈的收并购竞争。根据克而瑞数据，2021年上半年物管行业收并购总金额达到133亿元人民币，已超过2020年全年的100亿元人民币。我们观察到被收购标的正逐渐由从事基础服务的物业管理公司向上下游产业链公司延伸，被收购标的的收购估值也水涨船高。我们认为收并购将加速行业整合，进一步提升集中度，未来拥有较高估值和充裕现金的大型物管企业将不断通过收并购以实现规模的跨越式增长，而中小物业管理企业则因缺乏资金实力只能依赖关联地产公司的项目输送，规模增速将更加受限，行业格局将进一步分化。

中国百强物业公司在管总面积及市场份额



资料来源：中国指数研究院、国泰君安国际。

中国物业管理行业产生的总收益



资料来源：中国指数研究院、国泰君安国际。

2021 年物业管理行业部分收并购*

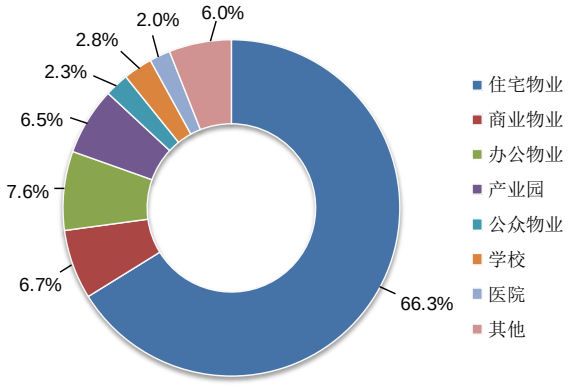
时间	收购方	被收购方	收购股份	交易金额（亿元人民币）
1月	合景悠活	雪松智联	80%	13.16
1月	恒大物业	宁波雅太酒店物业	100%	15.00
2月	碧桂园服务	蓝光嘉宝服务	64.62%	48.47
3月	龙湖嘉悦物业服务	亿达物业	100%	12.73
3月	雅生活	五家环卫公司	—	11.80
4月	融创服务	彰泰服务	80%	7.30
4月	世贸服务	深圳深兄环境	67%	5.06
5月	正荣服务	正荣商管	99%	8.91

资料来源：国泰君安国际。

附注：主要截取 2021 年 1-6 月交易金额超 5 亿元人民币对价的收并购。*

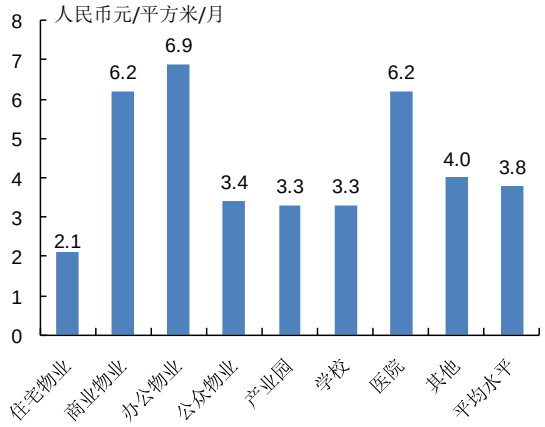
在管业态多元化，非住占比逐年上升。物业管理行业的在管业态中，按在管面积计算，住宅仍占据最大份额，但随着物业管理公司多元化丰富其在管组合，非住业态占比逐年提升。根据中指研究院数据，2020 年物业管理百强企业在管业态中，非住业态占比 33.7%，高于 2019 年的 31.1%。此外，收费单价方面，根据中指研究院数据，2020 年物业管理百强企业平均管理费为每月 3.8 元人民币/平方米，其中住宅为每月 2.1 元人民币/平方米，普遍低于非住类业态收费单价。商业、公办、医院业态等收费相对较高，平均单价超过每月 6.0 元人民币/平方米。我们认为在城镇化不断提升的支撑下，非住市场呈现出庞大的市场潜力，并且由于非住宅业态拥有较高的行业准入壁垒，相较于住宅业态具有收费高、收费稳定、提价容易等优势，其毛利率较高更具吸引力。此外，由于近年来住宅市场的市场份额争抢愈发激烈，我们预计非住市场将成为物业管理公司未来的重点拓展方向。

2020 年中国百强物业公司在管业态占比



资料来源：中国指数研究院、国泰君安国际。

2020 年中国百强物业公司在管业态平均管理费



资料来源：中国指数研究院、国泰君安国际。

杠杆依赖逐步减轻，基于低估值和高股息，我们维持内地房地产行业“跑赢大市”。由于 1）部分房企出现 2020 业绩较大波动；2）土地集中供应暂时来看没有给土地市场及时降温；以及 3）融资端口仍然持续收紧。整个房地产板块在 2020 年业绩之后呈现了一个持续下滑的表现，目前整个地产板块估值处于历史较低水平。虽然年初至今，个别房企出现了债务违约风险，比如华夏幸福（600340 SH）和蓝光发展（600466 SH）。但我们也看到，房地产企业在更严格的融资监管下，净负债率得到有效控制，资产负债表得到普遍改善，行业的系统性风险在逐步降低。我们认为随着地产长效机制加速出清小型开发商，以及政策面推动行业减轻对杠杆的依赖，优质房企估值将重塑机遇。我们仍然看好销售增长势头稳健，具有良好财务纪律性的房地产开发企业。对于物业管理板块，我们认为该行业高速赛带的性质保持不变，且将持续受益于社区经济，养老经济等政策支持。随着更多的物业管理企业上市，我们认为物业管理板块将出现进一步估值分化。我们看好拥有更强兼并购能力和精细化管理能力的企业，并且认为龙头企业在持续拓展在管面积，以及增强业主用户粘性上具有优势。房地产开发企业我们的首选是旭辉控股集团（00884 HK）。我们看好旭辉控股集团稳健的业绩增长前景。考虑到其全面优势的提升，包括随着其商业元年的开启，商业地产持续发力，我们认为旭辉控股集团有望成为下一个行业龙头。公司当前的投资评级为“买入”，目标价为 9.20 港元，较其 2021 年每股估值有 50%的折让，也相当于 7.0 倍 2021 年核心市盈率和 1.5 倍 2021 年市净率。物业管理板块我们的首选是永升生活服务（01995 HK），考虑到其“四轮驱动”的发展战略、顶尖的管理团队包括具有竞争力的股权激励机制，以及业绩的高增长预期。永升生活服务当前的目标价为 24.00 港元，投资评级为“买入”，目标价相当于 54.4 倍/36.9 倍/26.3 倍 2021-2023 年市盈率。

公司名称	编号	股价 (HK$)	个股评级	2021 核心市盈率(x)	2022 核心市盈率(x)	2023 核心市盈率(x)	2021 市净率(x)	2021 ROE(%)	2021 股息率(%)
中国内地房地产企业									
深圳控股	00604	2.390	买入	4.1	3.7	3.3	0.4	11.1	11.1
建业地产	00832	2.020	收集	2.7	2.2	1.7	0.4	15.9	14.1
旭辉控股集团	00884	6.060	买入	4.6	4.1	3.5	1.0	24.7	7.2
当代置业	01107	0.770	收集	2.7	2.2	2.0	0.2	10.9	10.7
宝龙地产	01238	6.670	买入	5.4	4.5	3.8	0.6	15.8	6.6
禹洲集团	01628	1.990	中性	3.6	2.7	2.2	0.4	11.4	9.7
华南城*	01668	0.850	买入	3.7	3.3	3.1	0.2	6.1	4.7
合景泰富集团	01813	10.400	买入	3.6	3.0	2.5	0.6	17.4	13.1
中骏集团控股	01966	3.190	买入	2.6	2.2	1.8	0.5	19.1	11.5
弘阳地产	01996	2.580	买入	4.8	4.2	3.7	0.4	11.2	6.4
新力控股集团	02103	4.190	买入	6.1	5.5	5.0	1.1	20.2	4.4
中梁控股	02772	4.790	买入	3.6	3.2	2.9	1.1	33.0	11.2
融信中国	03301	4.480	买入	2.6	2.0	1.7	0.3	13.3	11.5
中国奥园	03883	6.550	买入	2.4	2.1	1.9	0.6	31.0	15.2
绿城中国	03900	11.960	收集	7.7	6.6	5.7	0.7	9.4	4.4
市值加权平均			**跑赢大市**	**4.5**	**3.8**	**3.3**	**0.7**	**18.4**	**9.0**
中国内地物业管理企业									
金融街物业	01502	5.000	买入	9.9	8.4	7.1	1.3	14.1	4.0
永升生活服务	01995	19.280	买入	43.7	29.7	21.1	7.9	19.5	0.7
雅生活服务	03319	38.650	买入	17.9	13.3	10.5	4.7	29.3	2.2
奥园健康	03662	5.820	买入	9.4	6.4	4.5	2.7	31.9	4.2
宝龙商业	09909	27.300	收集	34.6	24.5	18.5	5.4	17.4	1.2
市值加权平均			**跑赢大市**	**27.6**	**19.5**	**14.6**	**5.6**	**24.4**	**1.7**
香港地产									
恒基地产	00012	36.800	中性	14.7	13.6	12.6	0.5	3.7	4.9
信和置业#	00083	10.100	中性	7.7	14.2	11.7	0.6	7.6	4.7
恒隆地产	00101	20.450	收集	17.4	15.0	10.7	0.6	3.5	4.1
市值加权平均			**中性**	**13.5**	**14.1**	**11.9**	**0.5**	**4.7**	**4.7**

资料来源：国泰君安国际。

附注：公司以 3 月 31 日为财务年结日。2021 年实际对应 FY21/22，即截至 2022 年 3 月 31 日止的 12 个月，后续年份依次类推。*

附注#：公司以 6 月 30 日为财务年结日。2021 年实际对应 FY21/22，即截至 2022 年 6 月 30 日止的 12 个月，后续年份依次类推。

短期上升空间有限

分析员：王俊浩 Johnny Wong

恒基地产(00012 HK)

评级：中性

股价: HK$ 36.800

目标价: HK$36.00

End 12/31	Turnover (HKD m)	Net Profit (HKD m)	EPS (HKD)	EPS (Δ%)	PER (x)	BPS (HKD)	PBR (x)	DPS (HKD)	Yield (%)	ROE (%)
2019A	24,184	16,994	3.510	27.5	9.9	66.276	0.5	1.800	5.2	5.9
2020A	25,020	10,192	2.105	(40.0)	16.5	67.672	0.5	1.800	5.2	3.1
2021F	27,276	14,575	3.011	43.0	11.5	68.883	0.5	1.800	5.2	4.4
2022F	36,299	15,604	3.223	7.0	10.8	70.306	0.5	1.800	5.2	4.6
2023F	25,401	16,646	3.438	6.7	10.1	71.944	0.5	1.800	5.2	4.8

已发行股本 Shares in issue (m)	4,841.4	大股东 Major shareholder	Dr. Lee Shau Kee 72.8%
市值 Market cap. (HK$ m)	178,163.5	流通比例 Free float (%)	27.2
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)	3,495.7	2021 年净负债/股东资金 2021 Net gearing (%)	25.3
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK$)	38.850 / 27.200	2021 年每股估值 2021 NAV (HK$)	60.1
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)			9.6/14.0/30.3
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)			6.6/15.8/12.4

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

2020 年恒基地产的房地产销售收入在为 160.1 亿港元。房地产开发业务的经营利润率同比增长 18.3 个百分点至 54.0%。物业租赁收入同比下降 6.4%至 57.77 亿港元，主要是由于香港租金收入下降。物业租赁的整体营业利润率同比下降 1.9 个百分点。公司的净负债比率环比下降 1.3 个百分点至 26.9%。公司宣布维持末期股息每股派息 1.30 港元。

据媒体报导，恒基地产于 2021 年上半年在香港累计出售约 1,210 伙住宅单位，合约销售约为 95.0 亿港元。2021 年上半年公司启动了四个住宅项目销售，包括帝御·岚天，尚悦·天城，The Henley I 和逸南。公司亦延续市区旧楼收购步伐，并于分别于 2021 年 3 月及 7 月成功统一红磡黄埔街项目及石硤尾耀东街项目的业权。我们的目标价相对于恒基地产 2021 年每股估值有 45%折让，亦相当于 14.4/13.4/12.4 倍 2021/2022/2023 年核心市盈率和 0.5/0.5/0.5 倍 2021/2022/2023 年市净率。

正面因素分析

- 香港市区重建项目为公司提供稳定的优质土储。
- 香港政府的新市镇规划有望释放公司农地储备的价值。

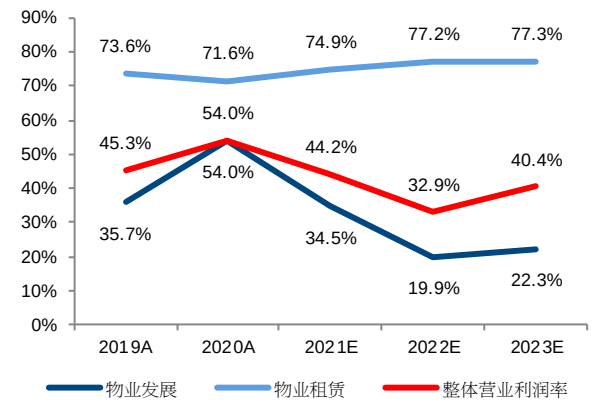
负面因素分析

- 受疫情影响，公司的香港租务仍面临下行压力。
- 香港商用物业投资气氛低迷，影响公司出售非核心投资物业。

风险分析

- 公司核心盈利增长依赖于一次性出售物业权益。
- 地价较高的启德住宅项目有机会拖累毛利率。
- 新盘销售时间可能受预售楼花同意书获批的时间而有所延误。

公司分部利润率



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万港元)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
营业额	24,184	25,020	27,276	36,299	25,401
直接成本	(11,378)	(9,717)	(13,600)	(22,594)	(13,431)
毛利	12,806	15,303	13,676	13,705	11,970
其他收入和净收入	1,148	(98)	56	31	78
销售和营销费用	(1,307)	(1,053)	(1,279)	(1,477)	(873)
行政费用	(1,946)	(1,981)	(2,050)	(2,122)	(2,196)
投资物业公允价值变动	2,530	(2,413)	1,866	1,902	1,930
营业利润	13,231	9,758	12,268	12,039	10,908
合营企业及联营公司业绩	5,821	3,160	5,806	6,258	9,014
财务收入净额	34	(204)	(469)	(445)	(414)
税前利润	19,086	12,714	17,606	17,851	19,508
税项	(2,037)	(2,431)	(2,613)	(2,087)	(2,757)
少数股东权益	(55)	(91)	(418)	(161)	(105)
股东应占净利润	16,994	10,192	14,575	15,604	16,646
核心股东应占净利润	14,640	14,899	12,141	13,073	14,087
核心每股盈利 (港元)	3.024	3.078	2.508	2.700	2.910

重要财务比率

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
毛利率（%）	53.0	61.2	50.1	37.8	47.1
核心经营利润率（%）	44.2	48.6	38.1	27.9	35.3
净利润率（%）	70.3	40.7	53.4	43.0	65.5
核心净利润率（%）	60.5	59.5	44.5	36.0	55.5
核心资产回报率（%）	3.3	3.3	2.6	2.8	3.0
核心股东资金回报率（%）	4.6	4.6	3.7	3.9	4.1
派息比率（%）	51.3	85.5	59.8	55.8	52.4
净负债比率（%）	25.4	26.3	25.3	22.7	22.0

资料来源：公司、国泰君安国际。

预料可开发土地储备将缩少

分析员：王俊浩 Johnny Wong

信和置业(00083 HK)

评级：中性

股价: HK$12.240

目标价: HK$12.50

End 06/30	Turnover (HKD m)	Net Profit (HKD m)	EPS (HKD)	EPS (Δ %)	PER (x)	BPS (HKD)	PBR (x)	DPS (HKD)	Yield (%)	ROE (%)
2019A	8,010	6,915	1.031	(33.4)	11.3	21.314	0.5	0.550	4.7	5.2
2020A	5,887	1,688	0.248	(75.9)	47.2	20.571	0.6	0.550	4.7	1.2
2021F	28,490	10,172	1.444	482.3	8.1	20.619	0.6	0.570	4.9	6.9
2022F	14,230	7,411	1.012	(29.9)	11.6	21.061	0.6	0.570	4.9	4.9
2023F	16,649	8,938	1.220	20.6	9.6	21.711	0.5	0.570	4.9	5.7

已发行股本 Shares in issue (m)	7,326.7	大股东 Major shareholder	Robert Ng Chee Siong 57.63%
市值 Market cap. (HK$ m)	89,678.8	流通比例 Free float (%)	42.4
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)	4,119.5	FY2021 年净负债/股东资金 FY2021 Net gearing (%)	Net Cash
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK$)	8.900 / 12.980	FY2021 年每股估值 FY2021 NAV (HK$)	22.7
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)			5.4/9.9/28.5
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)			2.4/11.7/10.6

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

由于期内信和置业获确认的物业销售同比大增 373.0%，带动公司于 2021 财年上半年收入同比上升 29.3%至 40.98 亿港元。公司的租赁业务在严峻的市场环境中表现挣扎，租赁收入同比下降 13.9%至 14.17 亿港元。截至 2020 年 12 月 31 日，信和置业的净现金较 2020 财年下跌 3.2%至 372 亿港元。公司维持中期股息 14 港仙。

即使拥有强劲的净现金，公司补充土地储备的步伐较为缓慢，我们担心公司的可开发土地储备将在将凯汇交付后明显减少。另外，疫情对公司酒店业务的负面影响仍然持续，我们预计该业务于 2021 年财年将维持亏损。我们的目标价相当于较 22.7 港元的 2021 财年每股估值有 45%的折让。我们的目标价相当于 7.9 倍/ 14.5 倍/ 11.9 倍的 2021/2022/2023 财年核心市盈率和 0.6 倍/ 0.6 倍/ 0.6 倍的 2021/2022/2023 财年市净率。

正面因素分析

- 强劲的净现金状况让公司在具防守性。
- 公司的重点住宅发展项目凯汇会于 2021 财年入账。
- 公司的豪宅项目销情理想。

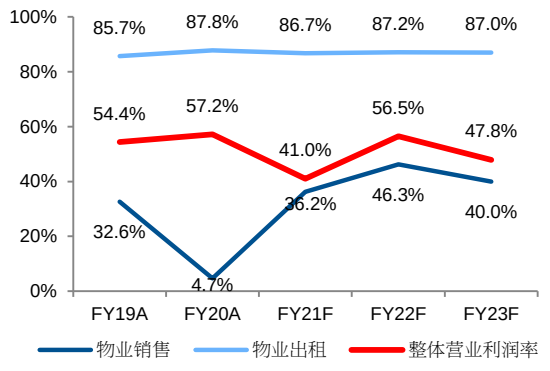
负面因素分析

- 租赁业务及酒店业务仍受疫情拖累。
- 公司补充土储的步伐较慢。

风险分析

- 香港私人土地市场竞争愈趋激烈。
- 香港和新加坡仍未有解封关口的时间表

公司营业利润率



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 6 月底(百万港元)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
营业额	8,010	5,887	28,490	14,230	16,649
销售成本	(1,319)	(541)	(17,434)	(2,915)	(8,973)
直接成本	(2,200)	(1,897)	(1,887)	(2,140)	(2,202)
毛利	4,491	3,450	13,417	6,569	10,251
投资物业公允价值变动	1,966	(2,021)	(0)	983	1,101
行政费用	(932)	(844)	0	(1,069)	(1,011)
其他费用	17	182	19	36	52
营业利润	5,541	766	13,436	6,518	10,393
合营企业及联营公司业绩	1,594	438	1,008	1,313	1,524
财务收入净额	583	995	1,222	1,391	1,435
税前利润	7,718	2,200	15,666	9,222	13,352
税项	(714)	(525)	(2,418)	(1,273)	(1,775)
少数股东权益	(90)	13	(762)	(220)	(147)
股东应占净利润	6,915	1,688	10,172	7,411	8,938
核心股东应占净利润	4,671	4,557	12,427	6,556	10,125
核心每股盈利 (港元)	0.697	0.668	1.764	0.931	1.437

重要财务比率

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
毛利率（%）	56.1	58.6	41.0	56.5	47.8
经营利润率（%）	69.2	13.0	41.0	56.1	48.5
核心经营利润率（%）	44.6	47.3	41.0	47.6	43.4
净利润率（%）	86.3	28.7	38.1	66.5	53.3
核心净利润率（%）	58.3	77.4	38.0	56.4	47.3
核心资产回报率（%）	2.7	2.5	6.7	3.5	5.3
核心股东资金回报率（%）	3.3	3.1	8.3	4.2	6.3
派息比率（%）	53.3	222.1	32.2	52.0	35.1
净负债比率（%）	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司、国泰君安国际。

对租赁业务谨慎乐观

分析员：王俊浩 Johnny Wong

恒隆地产(00101 HK)

评级：收集

股价: HK$18.980

目标价: HK$22.00

End 12/31	Turnover (HKD m)	Net Profit (HKD m)	EPS (HKD)	EPS (Δ %)	PER (x)	BPS (HKD)	PBR (x)	DPS (HKD)	Yield (%)	ROE (%)
2019A	8,852	6,172	1.372	40.4	13.8	30.831	0.6	0.760	4.0	4.6
2020A	8,973	-2,571	(0.572)	(141.7)	(33.2)	30.748	0.6	0.760	4.0	(1.9)
2021F	10,606	3,613	0.803	n.a.	23.6	30.771	0.6	0.780	4.1	2.6
2022F	14,155	6,977	1.551	93.2	12.2	31.522	0.6	0.800	4.2	5.0
2023F	25,356	9,307	2.069	33.4	9.2	32.791	0.6	0.800	4.2	6.4

已发行股本 Shares in issue (m)	4,497.7	大股东 Major shareholder	CHAN Adriel Wenbwo 58.8%
市值 Market cap. (HK$ m)	93,104.5	流通比例 Free float (%)	41.2
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)	4,053.8	2021 年净负债/股东资金 2021 Net gearing (%)	26.9
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK$)	22.600 / 18.000	2021 年每股估值 2021 NAV (HK$)	40.0
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)			1.6/1.3/16.5
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)			(1.4)/3.1/(1.4)

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

恒隆地产于 2020 年来自物业租赁的收入贡献同比增长 4.1%至 89.11 亿港元，其中来自中国内地的租赁收入增长强劲，但香港的租赁业务受小区隔离措施影响表现疲弱。核心纯利同比下跌 6.1%至 42.01 亿港元。公司维持每股末期派息 59 港仙。

公司于 2020 年在香港大部分的新租约和续约租金出现负增长，我们认为这一趋势将在 2021 年延续。上海的零售销售增长令人惊喜，但上海以外的购物中心却表现不一，公司于国内的新写字楼物业亦增长缓慢。公司已于 2021 年 2 月完成对寿臣山路项目的收购。我们目前对恒隆地产的目标价为 22.0 港元。我们的目标价相当于 20.3 倍/17.4 倍/12.5 倍 2021/2022/2023 年核心市盈率和 0.7 倍/0.7 倍/0.7 倍 2021/2022/2023 年的市净率。

正面因素分析

- 数个国内大型在建投资项目将为公司未来盈利增长点。
- 国内购物中心零售额在疫情消退后明显反弹。
- 公司未来将开始销售国内服务式公寓，实现资金回笼。
- 人民币升值对公司的国内业务有利。

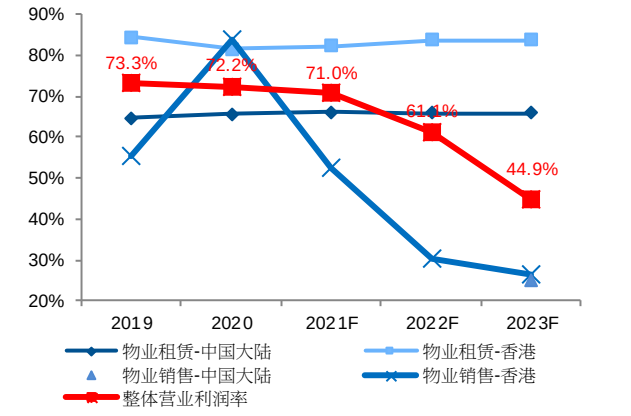
负面因素分析

- 香港的租赁业务仍受疫情影响。
- 公司短期内资本开支需求较大。
- 国内部分非一线城市的写字楼供过于求。

风险分析

- 新冠肺炎疫情或影响在建项目的完工时间。
- 新开业投资项目或需要更长的提升期。

公司的经营利润率



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万港元)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
营业额	8,852	8,973	10,606	14,155	25,356
直接成本和运营费用	(2,365)	(2,492)	(3,078)	(5,512)	(13,962)
毛利	6,487	6,481	7,527	8,644	11,394
投资物业公允价值变动	8,797	(6,664)	(1,595)	1,643	1,746
行政费用	(593)	(531)	(547)	(563)	(580)
其他费用	9	50	28	0	0
营业利润	14,700	(664)	5,413	9,724	12,560
财务收入净额	100	(111)	(107)	(162)	(43)
合营企业及联营公司业绩	9	(88)	(92)	(97)	(102)
税前利润	14,809	(863)	5,213	9,464	12,415
税项	(5,009)	(1,193)	(1,072)	(1,946)	(2,553)
少数股东权益	(3,628)	(515)	(528)	(541)	(555)
股东应占净利润	6,172	(2,571)	3,613	6,977	9,307
核心股东应占净利润	4,474	4,201	4,880	5,672	7,920
核心每股盈利 (港元)	0.995	0.934	1.085	1.261	1.761

重要财务比率

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
毛利率（%）	73.3	72.2	71.0	61.1	44.9
经营利润率（%）	166.1	(7.4)	51.0	68.7	49.5
核心经营利润率（%）	66.6	66.3	65.8	57.1	42.6
净利润率（%）	69.7	(28.7)	34.1	49.3	36.7
核心净利润率（%）	50.5	46.8	46.0	40.1	31.2
核心资产回报率（%）	2.2	2.0	2.3	2.6	3.5
核心股东资金回报率（%）	3.2	3.0	3.5	4.0	5.4
派息比率（%）	76.4	81.4	71.9	63.4	45.4
净负债比率（%）	19.0	22.8	26.9	23.5	24.6

资料来源：公司、国泰君安国际。

新五年规划蓝图提速业务发展

分析员：王瀚 Jerrimy Wang

深圳控股(00604 HK)

评级：买入

股价：HK$2.390

目标价：HK$3.09

End 12/31	Turnover (HKD m)	Underlying Net Profit (HKD m)	Underlying EPS (HKD)	Underlying EPS (Δ%)	Underlying PER (x)	BPS (HKD)	PBR (x)	DPS (HKD)	Yield (%)	ROE (%)
2019A	14,919	3,062	0.358	(7.3)	6.7	5.203	0.5	0.180	7.5	9.4
2020A	18,803	4,553	0.514	43.5	4.7	5.715	0.4	0.180	7.5	7.8
2021F	23,733	5,240	0.589	14.6	4.1	6.229	0.4	0.265	11.1	11.1
2022F	28,380	5,739	0.645	9.5	3.7	6.864	0.3	0.286	12.0	10.9
2023F	33,032	6,505	0.731	13.4	3.3	7.578	0.3	0.322	13.5	11.1

已发行股本 Shares in issue (m)	8,899.9	大股东 Major shareholder	Shum Yip Holdings 63.7%
市值 Market cap. (HK$ m)	21,270.7	流通比例 Free float (%)	36.3
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)	5,426.5	2021 年净负债/股东资金 2021 Net gearing (%)	22.2
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK$)	2.980 / 2.210	2021 年每股估值 2021 NAV (HK$)	6.2
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)			(9.8) / (7.8) / 4.5
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)			(8.7) / (9.4) / (13.5)

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

深圳控股是深圳国资委旗下最大的房地产上市公司。2021 年 1-5 月，深圳控股的合约销售金额同比上升 25.9%至 57.78 亿元人民币。由于我们预计来自二线城市项目的比重将持续上升，因此预计合约销售均价在未来几年也将相应下降。到目前为止，公司已实现 2021 年合约销售目标 180 亿元人民币的 32.1%。

公司已制定了未来五年计划蓝图，旨在成为“产城创新建设者”，其计划蓝图包括提升合约销售，租金收入和管理费用，分拆城市运营业务上市，以及培养 2-3 家科技行业的上市公司。截至 2020 年底，公司的土地储备仍处于历史低位，与同业相比，公司债务状况更健康，因此我们认为公司的土地储备将不断恢复。此外，凭借深圳国资背景，公司更容易获得优质的土地资源，并有可能从母公司获得更多的财务支持。公司当前的投资评级为“买入”，目标价为 3.09 港元，相对于其 2021 年 NAV 有 50%的折让，也相当于 5.2 倍 2021 年核心市盈率和 0.5 倍 2021 年市净率。

正面因素分析

- 新五年规划勾勒高速发展预期。
- 债务状况良好，未受“三条红线”影响。
- 大湾区及中国特色社会主义先行示范区的政策红利。

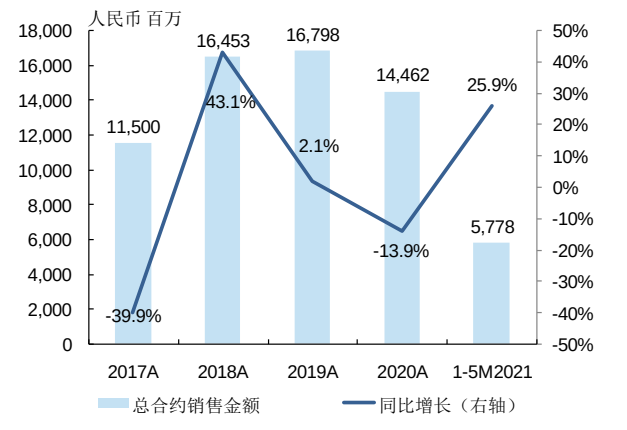
负面因素分析

- “715”购房新政一定程度限制深圳购房需求。
- 公司的土地储备仍处于历史低位。
- 二线城市项目增多使得利润率下降。

风险分析

- 在二线城市土地获取过程中的不确定性。
- 扩张可能带来债务状况恶化。

总合约销售金额及同比增长



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万港元)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
营业额	14,919	18,803	23,733	28,380	33,032
销售成本	(9,794)	(9,988)	(13,646)	(17,198)	(20,414)
毛利	5,125	8,815	10,087	11,182	12,618
销售及行政费用	(1,388)	(1,352)	(1,733)	(2,072)	(2,411)
其他	1,462	409	1,472	1,384	1,350
经营溢利	5,200	7,871	9,826	10,494	11,557
净财务开支/收入	(561)	(992)	(1,427)	(1,543)	(1,649)
应占合营及联营企业溢利	2,046	1,254	1,505	1,806	2,167
除税前盈利	6,685	8,134	9,904	10,758	12,075
税项	(2,307)	(4,170)	(3,602)	(3,958)	(4,456)
除税后盈利	4,377	3,963	6,302	6,800	7,620
少数股东权益	(314)	(241)	(410)	(428)	(457)
股东应占溢利	4,063	3,723	5,893	6,372	7,163
基本每股盈利（港币）	0.475	0.420	0.662	0.716	0.805

重要财务比率

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
收入增长（%）	(10.4)	26.0	26.2	19.6	16.4
毛利率（%）	34.4	46.9	42.5	39.4	38.2
经营利润率（%）	34.9	41.9	41.4	37.0	35.0
净利率（%）	27.2	19.8	24.8	22.5	21.7
核心净利率（%）	20.5	24.2	22.1	20.2	19.7
资产回报率（%）	3.3	2.7	3.7	3.6	3.7
经调整资产负债率（%）	54.9	58.2	59.2	59.2	58.8
净负债/总权益（%）	24.7	21.9	20.3	18.8	16.7
现金短债比（倍）	1.472	1.469	1.542	1.585	1.638

资料来源：公司、国泰君安国际。

增长基本面不变

分析员：詹春立 Chunli Zhan

建业地产(00832 HK)

评级：收集

股价：HK$2.020

目标价：HK$2.80

End 12/31	Turnover (RMB m)	Underlying Net Profit (RMB m)	Underlying EPS (RMB)	Underlying EPS (△%)	Underlying PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2019A	30,767	1,806	0.661	133.5	2.7	3.548	0.5	0.417	23.1	21.7
2020A	43,304	2,344	0.842	27.4	2.0	4.024	0.4	0.315	18.7	17.1
2021F	49,663	1,835	0.635	(24.6)	2.7	4.191	0.4	0.237	14.1	15.9
2022F	59,441	2,310	0.782	23.2	2.2	4.757	0.4	0.293	17.4	17.9
2023F	73,511	3,012	1.020	30.4	1.7	5.501	0.3	0.381	22.7	20.2

已发行股本 Shares in issue (m)	2,967.1	大股东 Major shareholder	Wu Po Sum 69.6%
市值 Market cap. (HK$ m)	5,993.6	流通比例 Free float (%)	30.4
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)	11,129.4	2021 年净负债/股东资金 2021 Net gearing (%)	31.8
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK$)	3.211/1.700	2021 年每股估值 2021 NAV (HK$)	9.2
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)			(4.3) / (14.9) / (20.0)
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)			(2.1) / (14.5) / (38.0)

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

建业地产 2021 年 1 至 5 月的总合约销售金额(仅包含重资产合约销售，轻资产业务已于今年 5 月完成分拆)同比下跌 1.8%至人民币 215.4 亿元。但公司合约销售有望在 2021 年下半年加速，考虑到公司从 6 月份开始更多的推盘。根据管理层，公司仍然维持全年人民币 800 亿的销售目标不变，合约销售在上下半年的表现可能为 40%和 60%分布。截至 2021 年 5 月底，公司全年合约销售目标的完成率为 26.9%。

虽然合约销售略为滞后，但公司正着力改善各项运营指标，稳健的财务状况，也将有利于公司应对融资收紧的风险。截至 2020 年底，公司总土地储备充裕，为 5,411 万平方米。另外，公司 5 月份完成轻资产业务分拆后，股价大幅回落只因反映除权后影响。我们相信公司基本面未发生改变，且在未来几年将实现稳定的利润增长。公司当前投资评级为“收集”，目标价为 2.80 港元，相对于其 2021 年 NAV 有 70%的折让，也相当于 3.7 倍 2021 年的核心市盈率和 0.6 倍 2021 年的市净率。

正面因素分析

- 财务状况稳健，杠杆指标处于行业较低水平。
- 在河南拥有品牌和运营优势。
- 收购西安荣华 50%以上股权即将完成。
- 高股息吸引长线投资人。

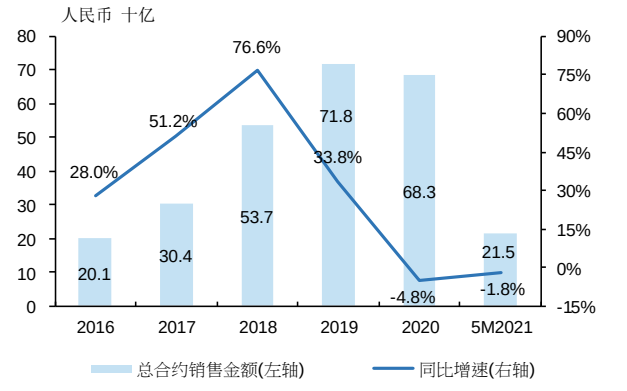
负面因素分析

- 河南低线城市合约销售均价较低。
- 年合约销售规模仍未过千亿，相对同业偏小。
- 轻资产业务拆分导致信用评级压力。

风险分析

- 合约销售表现可能不及预期。
- 聚焦河南及大中原地区的区域性风险。
- 毛利率可能进一步下滑。

总合约销售金额及同比增长



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万人民币)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
营业额	30,767	43,304	49,663	59,441	73,511
销售成本	(22,761)	(34,708)	(40,088)	(47,797)	(59,068)
毛利	8,005	8,596	9,575	11,644	14,443
销售费用	(1,901)	(1,871)	(2,078)	(2,460)	(2,664)
行政费用	(1,722)	(1,746)	(1,973)	(2,308)	(2,770)
其他	985	866	420	414	424
经营溢利	5,368	5,845	5,945	7,290	9,432
净财务开支/收入	(395)	(1,272)	(1,465)	(1,527)	(1,561)
分占合营及联营公司溢利	144	362	493	699	658
除税前盈利	5,116	4,935	4,972	6,463	8,529
税项	(2,701)	(2,834)	(2,518)	(3,164)	(4,068)
除税后盈利	2,416	2,102	2,454	3,298	4,461
少数股东权益	(400)	(300)	(564)	(935)	(1,399)
股东应占溢利	2,015	1,802	1,891	2,363	3,062
核心股东应占溢利	1,806	2,344	1,835	2,310	3,012
基本每股盈利(人民币)	0.737	0.647	0.654	0.800	1.037
核心每股盈利(人民币)	0.661	0.842	0.635	0.782	1.020

重要财务比率

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
收入增长（%）	108.1	40.8	14.7	19.7	23.7
毛利率（%）	26.0	19.9	19.3	19.6	19.6
经营利润率（%）	17.4	13.5	12.0	12.3	12.8
净利率（%）	6.5	4.2	3.8	4.0	4.2
核心净利率（%）	5.9	5.4	3.7	3.9	4.1
资产回报率（%）	1.6	1.2	1.1	1.3	1.5
经调整资产负债率（%）	86.2	85.5	84.4	82.7	80.4
净负债/总权益（%）	5.6	13.6	24.4	20.1	15.8
现金短债比（倍）	2.459	1.922	1.799	1.816	1.838

资料来源：公司、国泰君安国际。

下一个龙头候选

分析员：詹春立 Chunli Zhan

旭辉控股集团(00884 HK)

评级：买入

股价：HK$6.060

目标价：HK$9.20

End 12/31	Turnover (RMB m)	Underlying Net Profit (RMB m)	Underlying EPS (RMB)	Underlying EPS (△%)	Underlying PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2019A	56,451	6,903	0.885	23.0	6.1	3.824	1.4	0.340	6.3	23.1
2020A	71,799	8,026	1.001	13.2	5.0	4.386	1.2	0.333	6.6	24.2
2021F	83,978	9,018	1.097	9.6	4.6	5.244	1.0	0.365	7.2	24.7
2022F	104,251	10,239	1.245	13.5	4.1	6.218	0.8	0.414	8.2	23.4
2023F	126,065	11,760	1.430	14.9	3.5	7.331	0.7	0.476	9.4	22.5

已发行股本 Shares in issue (m)	8,240.0	大股东 Major shareholder	Lin's Family 54.4%
市值 Market cap. (HK$ m)	50,093.1	流通比例 Free float (%)	38.7
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)	9,471.0	2021 年净负债/股东资金 2021 Net gearing (%)	143.4
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK$)	7.852/5.220	2021 年每股估值 2021 NAV (HK$)	18.4
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)			(12.0) / (19.2) / (11.8)
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)			(9.9) / (18.8) / (29.8)

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

旭辉控股集团自今年 3 月份起，销售复苏势头强劲，连续三个月单月合约销售额突破人民币 260 亿元。2021 年 1 至 5 月的总合约销售金额同比激增 97.9%至人民币 1,100.6 亿元。旭辉控股集团今年的合约销售目标为人民币 2,650 亿元，对应年增长率为 15%。截至 2021 年 5 月底，公司已经完成其年度合约销售目标的 41.5%。

旭辉交付了一个稳健的 2020 年业绩答卷，核心股东净利润同比增长 16.3%，且资产负债表进一步得到加强。展望未来，在其"平台+生态"的战略下，公司将关注多元化发展以创造产业协同效应，并在未来 10 年抓住增长机会。我们认为旭辉控股集团拥有稳健的增长前景，且随着其全面优势的提升，公司有望成为下一个行业龙头。公司当前的投资评级为"买入"，目标价为 9.20 港元，相对于其 2021 年 NAV 有 50%的折让，也相当于 7.0 倍 2021 年核心市盈率和 1.5 倍 2021 年市净率。

正面因素分析

- 合约销售表现强劲。
- 毛利率下滑或已触底。
- 净利润增长在未来几年保持韧性。
- 旭辉商业逐步发力，租金收入大幅增长可期。

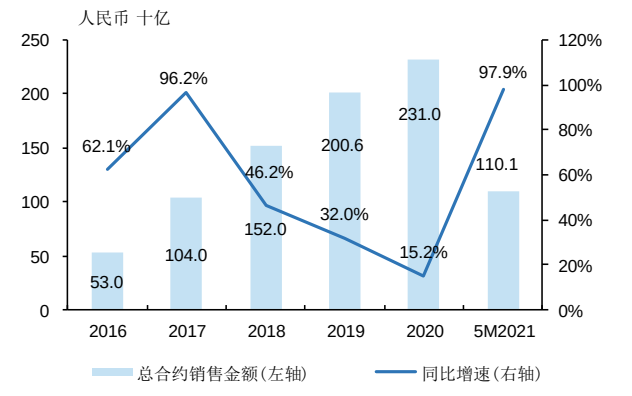
负面因素分析

- 收并购可能受阻，今年 4 月份与彰泰的收购交易已终止。
- 土储权益比例有待进一步提升。
- 结转项目单价较合约销售单价仍然偏低。

风险分析

- 一线、二线城市政策进一步收紧，销售不及预期。
- 因限价和成本上升导致的潜在毛利率下滑。
- 公司与其他开发商合作项目不顺。

总合约销售金额及同比增长



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万人民币)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
营业额	56,451	71,799	83,978	104,251	126,065
销售成本	(42,335)	(56,190)	(63,678)	(78,730)	(94,792)
毛利	14,116	15,609	20,300	25,521	31,273
销售费用	(1,580)	(2,067)	(2,331)	(2,560)	(2,819)
行政费用	(3,148)	(2,946)	(3,477)	(3,929)	(4,518)
其他	1,670	4,114	1,558	1,592	1,633
经营溢利	11,058	14,709	16,051	20,625	25,569
净财务开支/收入	(729)	(667)	(697)	(714)	(724)
分占合营及联营公司溢利	3,508	2,128	3,293	3,489	3,627
除税前盈利	13,837	16,170	18,647	23,400	28,472
税项	(4,595)	(4,274)	(5,265)	(7,416)	(9,275)
除税后盈利	9,242	11,896	13,381	15,984	19,198
少数股东权益	(2,799)	(3,864)	(3,622)	(4,975)	(6,636)
股东应占溢利	6,443	8,032	9,759	11,009	12,561
核心股东应占溢利	6,903	8,026	9,018	10,239	11,760
基本每股盈利(人民币)	0.826	1.002	1.187	1.339	1.528
核心每股盈利(人民币)	0.885	1.001	1.097	1.245	1.430

重要财务比率

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
收入增长（%）	33.2	27.2	17.0	24.1	20.9
毛利率（%）	25.0	21.7	24.2	24.5	24.8
经营利润率（%）	19.6	20.5	19.1	19.8	20.3
净利率（%）	11.4	11.2	11.6	10.6	10.0
核心净利率（%）	12.2	11.2	10.7	9.8	9.3
资产回报率（%）	2.4	2.3	2.5	2.6	2.8
经调整资产负债率（%）	74.8	72.5	70.6	68.4	65.9
净负债/总权益（%）	75.6	71.3	68.3	63.8	57.8
现金短债比（倍）	2.790	2.736	2.597	2.494	2.444

资料来源：公司、国泰君安国际。

产业协同助力稳健增长

分析员：柳晨 Jack Liu

当代置业(01107 HK)

评级：收集

股价：HK$0.770

目标价：HK$1.34

End 12/31	Turnover (RMB m)	Underlying Net Profit (RMB m)	Underlying EPS (RMB)	Underlying EPS (Δ%)	Underlying PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2019A	14,552	689	0.247	24.4	2.8	3.078	0.2	0.065	9.5	12.4
2020A	15,741	579	0.207	(16.1)	3.1	3.928	0.2	0.066	10.3	11.5
2021F	18,405	672	0.241	16.1	2.7	4.264	0.2	0.068	10.7	10.9
2022F	21,562	803	0.287	19.5	2.2	4.675	0.1	0.080	12.5	11.7
2023F	23,926	911	0.326	13.4	2.0	5.143	0.1	0.090	14.1	12.1

已发行股本 Shares in issue (m)	2,795.0	大股东 Major shareholder	Zhang Lei 66.1%
市值 Market cap. (HK$ m)	2,152.1	流通比例 Free float (%)	33.9
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)	424.8	2021 年净负债/股东资金 2021 Net gearing (%)	160.6
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK$)	1.200/0.740	2021 年每股估值 2021 NAV (HK$)	3.5
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)			(1.3) / (6.1) / (29.4)
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)			0.9 / (5.7) / (47.4)

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

2021 年 1 至 5 月，公司总合约销售额为人民币 170.31 亿元，同比增 62.7%。剔除来自车位的销售额后，物业合约销售额同比增 62.7%至人民币 168.90 亿元。公司 2021 年的销售目标约为人民币 470 亿元，相比 2020 年实际总合约销售金额高出 11.3%。截至 2021 年 5 月底，公司已完成其年度合约销售目标的 36.2%。考虑到其相对同业将小的规模和较少的项目数量，我们认为公司在 2021 年下半年将加速推盘来完成其销售目标。

2020 年全年，公司新购入了 24 个项目，估计总建面约为 462.6 万平米。其中来自产业协同和一二级联动开发的新购入土地价值占比分别达到 52.5%和 5.9%。我们预计多样化的土地收购渠道将帮助公司控制土地成本同时维护毛利率。公司当前的投资评级为“收集”，目标价为 1.34 港元，相对于其 2021 年 NAV 有 61.7%的折让，也相当于 4.6 倍 2021 年核心市盈率和 0.3 倍 2021 年市净率。

正面因素分析

- 成功拓展了多个产业勾地项目。
- 部分轻资产的代建项目拓宽了收入渠道。
- 公司拥有较强的绿色环保建筑技术。
- 2020 年维持稳定的派息。

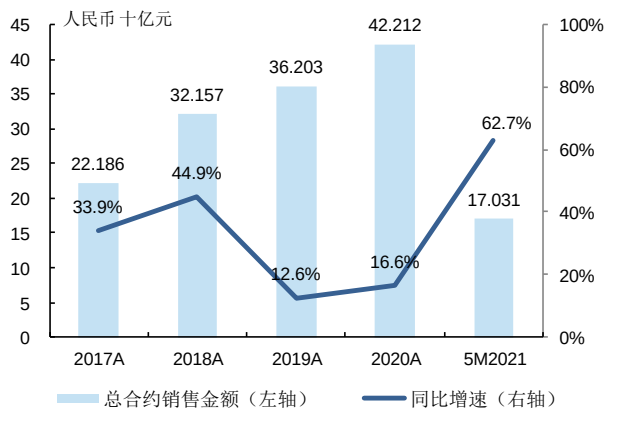
负面因素分析

- 规模相对同业较小，拿地时面临的竞争压力较大。
- 位于低线城市的土地储备偏多。
- “三道红线”要求的三项指标目前满足两个。

风险分析

- 合约销售不及预期。
- 融资可能存在缺口。

总合约销售金额及同比增长



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万人民币)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
营业额	14,552	15,741	18,405	21,562	23,926
销售成本	(10,844)	(11,956)	(14,136)	(16,606)	(18,471)
毛利	3,707	3,785	4,269	4,956	5,455
销售费用	(530)	(583)	(663)	(776)	(861)
行政费用	(681)	(713)	(828)	(992)	(1,101)
投资物业公允价值变动	357	237	237	241	264
其他	270	475	201	205	211
经营溢利	3,123	3,201	3,216	3,633	3,968
净财务开支/收入	(420)	(410)	(571)	(609)	(653)
分占合营及联营公司溢利	(32)	76	84	105	121
除税前盈利	2,670	2,867	2,729	3,129	3,436
税项	(1,616)	(1,750)	(1,603)	(1,790)	(1,904)
除税后盈利	1,054	1,117	1,126	1,339	1,532
少数股东应占溢利	(324)	(378)	(360)	(442)	(521)
股东应占溢利	731	739	766	897	1,011
核心股东应占溢利	689	579	672	803	911
基本每股盈利(人民币元)	0.262	0.264	0.274	0.321	0.362

重要财务比率

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
收入增长（%）	55.8	8.2	16.9	17.2	11.0
毛利率（%）	25.5	24.0	23.2	23.0	22.8
经营利润率（%）	21.5	20.3	17.5	16.9	16.6
净利率（%）	5.0	4.7	4.2	4.2	4.2
核心净利率（%）	4.7	3.7	3.7	3.7	3.8
资产回报率（%）	1.7	1.5	1.3	1.4	1.4
经调整资产负债率（%）	82.0	82.0	82.2	82.4	82.6
净负债/总权益（%）	82.7	95.7	98.3	83.3	74.7
现金短债比（倍）	1.202	1.437	1.379	1.454	1.461

资料来源：公司、国泰君安国际。

强劲的增长势头持续

分析员：柳晨 Jack Liu

宝龙地产(01238 HK)

评级：买入

股价：HK$6.670

目标价：HK$8.00

End 12/31	Turnover (RMB m)	Underlying Net Profit (RMB m)	Underlying EPS (RMB)	Underlying EPS (Δ%)	Underlying PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2019A	26,042	1,940	0.666	44.3	9.0	7.684	0.8	0.354	5.9	13.7
2020A	35,495	3,564	0.868	30.4	6.4	8.744	0.6	0.387	7.0	17.9
2021F	45,788	4,243	1.024	18.0	5.4	9.906	0.6	0.369	6.6	15.8
2022F	56,991	5,117	1.235	20.6	4.5	11.305	0.5	0.444	8.0	16.8
2023F	70,890	6,117	1.477	19.6	3.8	13.423	0.4	0.529	9.5	17.1

已发行股本 Shares in issue (m)	4,142.4	大股东 Major shareholder	Hoi Kin Hong 44.3%
市值 Market cap. (HK$ m)	27,629.8	流通比例 Free float (%)	34.6
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)	7,718.7	2021 年净负债/股东资金 2021 Net gearing (%)	105.7
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK$)	8.730/4.530	2021 年每股估值 2021 NAV (HK$)	13.3
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)			(11.1) / (12.4) / 53.7
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)			(8.9) / (12.0) / 35.7

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

宝龙地产 2021 年 1 至 5 月的全口径合约销售金额同比激增 100.4%至人民币 425.02 亿元。其中来自商业和住宅物业的合约销售金额分别达到人民币 34.75 亿元和人民币 390.27 亿元，分别占同期总合约销售金额的 8.2%和 91.8%。公司的 2021 年度销售目标约为人民币 1,050 亿元。截至 2021 年 5 月底，公司已经完成其年度合约销售目标的 40.5%。

宝龙地产"新五年战略规划(2021-2025)"提到，在未来五年内，公司将致力于达成（i）自持购物中心总数超过 100 家，（ii）核心利润超过人民币 100 亿元，以及（iii）年权益合约销售金额超过人民币 1,000 亿元等目标。新的战略规划显示了中长期强劲的增长预期。我们对公司新战略规划目标的成功实施持乐观态度。公司目前投资评级为"买入"，目标价为 8.00 港元，相对于其 2021 年 NAV 有 40.0%的折让，也相当于 6.5 倍 2021 年的核心市盈率和 0.7 倍 2021 年的市净率。

正面因素分析

- 庞大的商住复合地产项目带动公司合约销售。
- 综合体项目带来较低的单位土地成本。
- 深耕长三角的战略布局适合公司发展。
- 2020 年底的资产负债表项目符合所有"三道红线"。

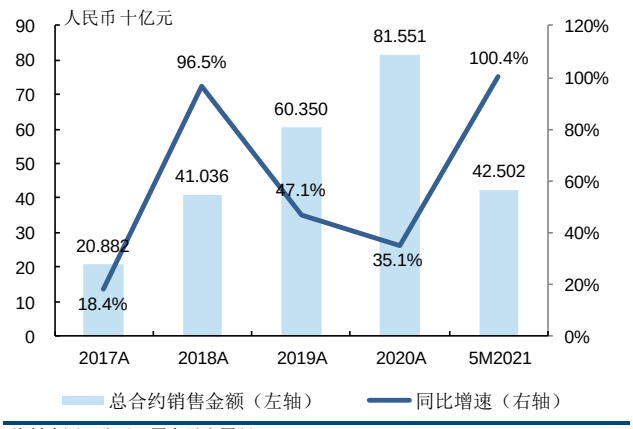
负面因素分析

- 商业地产的销售和出租易受到消费零售市场的影响。
- 一二线城市核心区域购物中心竞争激烈。
- 三四线城市的商业地产需求可能不足。

风险分析

- 合约销售不及预期。
- 商业项目开业运营进度不及预期。
- 商业项目入驻率和单位租金不及预期。

总合约销售金额及同比增长



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万人民币)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
营业额	26,042	35,495	45,788	56,991	70,890
销售成本	(16,559)	(22,680)	(30,281)	(37,750)	(47,056)
毛利	9,483	12,816	15,507	19,241	23,834
销售费用	(984)	(1,096)	(1,511)	(1,881)	(2,339)
行政费用	(1,440)	(1,546)	(2,060)	(2,565)	(3,190)
投资物业公允价值变动	2,394	2,096	2,347	2,629	2,944
其他	927	184	212	233	245
经营溢利	10,380	12,304	14,417	17,640	21,491
净财务开支/收入	(900)	312	(904)	(954)	(1,043)
分占合营及联营公司溢利	376	667	569	490	540
除税前盈利	9,856	13,283	14,082	17,176	20,988
税项	(3,838)	(4,468)	(5,278)	(6,589)	(8,381)
除税后盈利	6,018	8,815	8,804	10,588	12,607
少数股东应占溢利	(1,907)	(2,671)	(2,641)	(3,176)	(3,782)
永续资本工具	(70)	(51)	(50)	(51)	(51)
股东应占溢利	4,041	6,093	6,112	7,360	8,773
核心股东应占溢利	1,940	3,564	4,243	5,117	6,117
基本每股盈利(人民币元)	1.004	1.471	1.476	1.777	2.118

重要财务比率

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
收入增长（%）	32.9	36.3	29.0	24.5	24.4
毛利率（%）	36.4	36.1	33.9	33.8	33.6
经营利润率（%）	39.9	34.7	31.5	31.0	30.3
净利率（%）	15.5	17.2	13.3	12.9	12.4
核心净利率（%）	10.3	10.1	9.3	9.0	8.6
资产回报率（%）	3.7	4.5	4.0	4.2	4.4
经调整资产负债率（%）	72.2	69.9	68.2	67.2	65.3
净负债/总权益（%）	81.2	73.9	67.4	64.7	55.4
现金短债比（倍）	1.325	1.226	1.258	1.291	1.409

资料来源：公司、国泰君安国际。

改善尚需时日

分析员：詹春立 Chunli Zhan

禹洲集团(01628 HK)

评级：中性

股价：HK$1.990

目标价：HK$2.30

End 12/31	Turnover (RMB m)	Underlying Net Profit (RMB m)	Underlying EPS (RMB)	Underlying EPS (△%)	Underlying PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2019A	23,241	3,939	0.802	4.9	2.2	4.020	0.4	0.358	20.1	18.1
2020A	10,412	634	0.118	(85.3)	14.1	3.990	0.4	0.279	16.8	0.0
2021F	27,440	2,613	0.459	289.4	3.6	4.188	0.4	0.161	9.7	11.4
2022F	39,462	3,439	0.604	31.6	2.7	4.650	0.4	0.211	12.8	13.8
2023F	46,765	4,220	0.741	22.7	2.2	5.200	0.3	0.259	15.6	15.2

已发行股本 Shares in issue (m)	5,693.7	大股东 Major shareholder	Lam Lung On 59.3%
市值 Market cap. (HK$ m)	11,330.5	流通比例 Free float (%)	30.8
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)	11,965.9	2021 年净负债/股东资金 2021 Net gearing (%)	125.8
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK$)	4.150/1.930	2021 年每股估值 2021 NAV (HK$)	7.7
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)			(15.7) / (11.6) / (45.0)
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)			(13.5) / (11.2) / (63.0)

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

2021 年 1 至 5 月，禹洲集团总合约销售金额为人民币 416.9 亿元，同比增 35.6%。根据克而瑞的统计数据，公司今年 1 至 5 月的总合约销售金额于全部中国内地开发商中排名第 44 位。公司的 2021 年度销售目标约为人民币 1,100 亿元，相比 2020 年实现的总合约销售金额高出约 5.0%。截至 2021 年 5 月底，公司已完成其年度合约销售目标的 37.9%。

禹洲集团 2020 年全年业绩令人失望，核心股东净利润同比下跌 83.9%。我们认为公司尚需时日去解决过往几年快速发展中暴露的问题，包括：1）土地储备较低的权益比例和并表比例；2）土地成本较高和部分核心城市限价问题；以及 3）在项目结转上较差的执行力。公司当前的投资评级为“中性”，目标价为 2.30 港元，相对于其 2021 年 NAV 给予 70%的折让，也相当于 4.2 倍 2021 年核心市盈率和 0.5 倍 2021 年市净率。

正面因素分析

- 合约销售额仍然稳步向前。
- 公司短期债务大部分已还款或再融资已提前完成。
- 禹佳生活服务即将分拆。

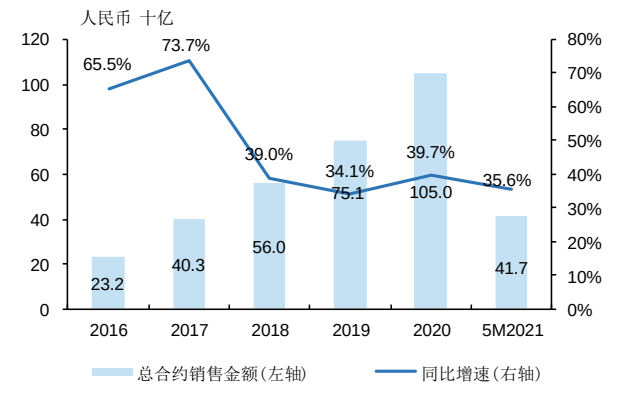
负面因素分析

- 并表项目比例低，且交付进度慢。
- 公司过往高价拿地项目造成低毛利和亏损。
- 负债率等指标略有恶化。
- 融资成本可能持续升高。

风险分析

- 公司融资可能进一步受阻，流动性出现危机。
- 预售物业的交付进一步延迟。
- 差于预期的毛利率表现。

总合约销售金额及同比增长



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万人民币)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
营业额	23,241	10,412	27,440	39,462	46,765
销售成本	(17,149)	(9,932)	(22,248)	(31,772)	(37,380)
毛利	6,092	480	5,192	7,690	9,385
销售费用	(660)	(428)	(458)	(780)	(870)
行政费用	(1,091)	(804)	(823)	(1,578)	(2,104)
其他	2,457	793	1,394	2,008	2,480
经营溢利	6,799	41	5,305	7,340	8,891
净财务开支/收入	(360)	(124)	(468)	(509)	(538)
分占合营及联营公司溢利	166	230	618	776	799
除税前盈利	6,605	147	5,455	7,606	9,153
税项	(2,638)	81	(2,222)	(3,129)	(3,737)
除税后盈利	3,967	228	3,233	4,476	5,416
少数股东权益	(472)	(224)	(586)	(1,000)	(1,156)
股东应占溢利	3,495	5	2,646	3,476	4,261
核心股东应占溢利	3,939	634	2,613	3,439	4,220
基本每股盈利(人民币)	0.711	0.001	0.465	0.611	0.748
核心每股盈利(人民币)	0.802	0.118	0.459	0.604	0.741

重要财务比率

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
收入增长（%）	(4.4)	(55.2)	163.6	43.8	18.5
毛利率（%）	26.2	4.6	18.9	19.5	20.1
经营利润率（%）	29.3	0.4	19.3	18.6	19.0
净利率（%）	15.0	0.0	9.6	8.8	9.1
核心净利率（%）	16.9	6.1	9.5	8.7	9.0
资产回报率（%）	3.0	0.4	1.3	1.5	1.6
经调整资产负债率（%）	79.1	77.9	77.7	76.7	75.4
净负债/总权益（%）	82.3	96.8	88.2	68.8	54.0
现金短债比（倍）	2.325	1.825	2.001	2.325	2.551

资料来源：公司、国泰君安国际。

2021 财年业绩符合预期

分析员：王瀚 Jerrimy Wang

华南城(01668 HK)

评级：买入

股价：HK$0.850

目标价：HK$1.15

End 3/31	Turnover (HKD m)	Underlying Net Profit (HKD m)	Underlying EPS (HKD)	Underlying EPS (Δ%)	Underlying PER (x)	BPS (HKD)	PBR (x)	DPS (HKD)	Yield (%)	ROE (%)
FY20A	9,888	1,553	0.192	(11.8)	4.4	4.295	0.2	0.030	3.5	7.4
FY21A	11,309	1,886	0.233	21.7	3.6	5.101	0.2	0.030	3.5	6.3
FY22F	12,729	1,870	0.231	(0.8)	3.7	5.390	0.2	0.040	4.7	6.1
FY23F	13,945	2,083	0.257	11.4	3.3	5.697	0.1	0.040	4.7	6.3
FY24F	14,938	2,221	0.274	6.7	3.1	6.023	0.1	0.050	5.9	6.2

已发行股本 Shares in issue (m)	8,091.9	大股东 Major shareholder	Cheng Chung Hing 28.5%
市值 Market cap. (HK$ m)	6,878.1	流通比例 Free float (%)	71.5
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)	9,923.2	FY22 年净负债/股东资金 FY22 Net gearing (%)	62.4
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK$)	1.170 / 0.680	FY22 年每股估值 FY22 NAV (HK$)	3.1
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)			(1.2) / (1.2) / 11.8
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)			(0.1) / (2.7) / (6.2)

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

华南城 2021 财年业绩基本符合我们及市场预期。持续性收入同比增长 14.7%至 27.654 亿港元。由于销售物业成本增加，整体毛利率同比下降 2.0 个百分点至 43.7%。核心股东净利润同比增长 21.4%至 18.856 亿港元。公司宣布派发每股 3.0 港仙的末期股息，派息率为 10.0%，高于 2020 财年的 9.2%。

华南城 2021 财年的合约销售额超过了其目标，意味着房地产开发业务的稳定复苏。凭借充足的可售资源和来自经常性收入的稳定现金流，我们预计华南城将放慢土地收购进程以改善债务状况。深圳华南城的城市更新项目有望成为公司收入的长期新增长点。公司目前投资评级为“买入”，目标价为 1.15 港元，较 2022 财年每股估值 3.08 港元有 63%的折让，也相当于 5.0 倍 2022 财年核心市盈率和 0.2 倍 2022 财年市净率。

正面因素分析

- 公司发行人评级得到改善，发行利率有望下降。
- 深圳华南城旧改项目有望带动收入快速增长。
- 华南城地理位置逐步改善。

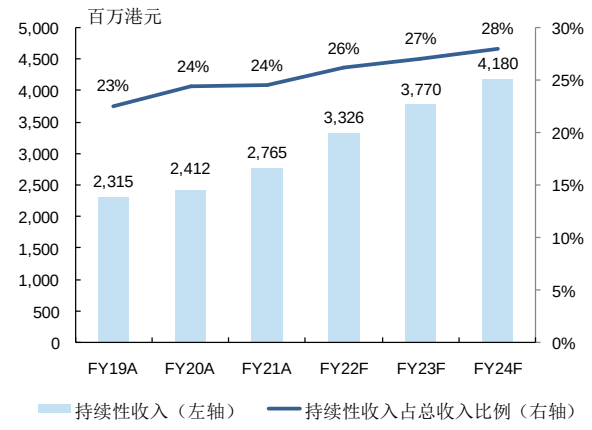
负面因素分析

- 结转成本上升导致利润率下降。
- 融资成本上升。
- 有息负债总额继续上升。

风险分析

- 旧改项目不及预期。
- 未来获取的地块成本可能上升。
- 持续性收入增长不及预期。

持续性收入及占总收入比例



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 3 月底(百万港币)	FY20A	FY21A	FY22F	FY23F	FY24F
营业额	9,888	11,309	12,729	13,945	14,938
销售成本	(5,365)	(6,365)	(7,276)	(8,122)	(8,851)
毛利	4,523	4,944	5,453	5,823	6,088
销售费用	(485)	(486)	(535)	(572)	(598)
行政费用	(1,002)	(1,042)	(1,158)	(1,255)	(1,344)
其他	1,952	624	932	967	994
经营溢利	4,988	4,040	4,692	4,963	5,140
净财务开支/收入	(518)	(638)	(730)	(701)	(656)
除税前盈利	4,471	3,402	3,963	4,262	4,483
税项	(1,843)	(987)	(1,387)	(1,449)	(1,524)
除税后盈利	2,628	2,415	2,576	2,813	2,959
少数股东权益	5	0	0	0	0
股东应占溢利	2,633	2,415	2,576	2,814	2,959
基本每股盈利（港币）	0.325	0.299	0.318	0.348	0.366

重要财务比率

	FY20A	FY21A	FY22F	FY23F	FY24F
收入增长（%）	(3.8)	14.4	12.6	9.6	7.1
毛利率（%）	45.7	43.7	42.8	41.8	40.8
经营利润率（%）	50.5	35.7	36.9	35.6	34.4
净利率（%）	26.6	21.4	20.2	20.2	19.8
核心净利率（%）	15.7	16.7	14.7	14.9	14.9
资产回报率（%）	2.3	2.1	2.1	2.2	2.3
经调整资产负债率（%）	64.4	60.4	59.9	59.1	58.3
净负债/总权益（%）	67.2	67.6	62.3	57.2	52.2
现金短债比（倍）	1.256	1.306	1.425	1.541	1.644

资料来源：公司、国泰君安国际。

乘旧改政策利好之风

分析员：詹春立 Chunli Zhan

合景泰富集团(01813 HK)

评级：买入

股价：HK$10.400

目标价：HK$14.30

End 12/31	Turnover (RMB m)	Underlying Net Profit (RMB m)	Underlying EPS (RMB)	Underlying EPS (△%)	Underlying PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2019A	23,942	4,964	1.564	33.9	5.9	11.268	0.8	0.740	8.0	30.4
2020A	29,742	6,289	1.980	26.6	4.4	13.688	0.6	0.930	10.7	16.8
2021F	36,700	7,706	2.423	22.4	3.6	15.388	0.6	1.138	13.1	17.4
2022F	45,822	9,133	2.871	18.5	3.0	17.292	0.5	1.349	15.6	18.4
2023F	57,651	10,871	3.418	19.0	2.5	19.556	0.4	1.606	18.5	19.4

已发行股本 Shares in issue (m)	3,180.5	大股东 Major shareholder	Kong's Brothers 62.7%
市值 Market cap. (HK$ m)	33,077.4	流通比例 Free float (%)	37.3
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)	4,136.9	2021 年净负债/股东资金 2021 Net gearing (%)	72.6
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK$)	14.180/9.350	2021 年每股估值 2021 NAV (HK$)	23.9
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)			(13.3) / (22.7) / (10.0)
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)			(11.2) / (22.4) / (28.0)

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

2021 年 1 至 5 月，合景泰富集团总合约销售金额为人民币 458.7 亿元，同比增 59.8%。公司的 2021 年度销售目标约为人民币 1,240 亿元，相比 2020 年实现的总合约销售金额高出约 20%。截至 2021 年 5 月底，公司已完成其年度合约销售目标的 37.0%。根据管理层指引，公司的权益销售比例有望在未来几年保持在 65%以上。

合景泰富集团聚焦大湾区以及其他高线城市，土地储备优质。公司大力发展旧改项目，随着政策利好，公司城市更新项目的转化将加快，预计今年有人民币 100 亿元货值可以推出。除此之外，公司高端商业项目储备丰厚，将在未来带来更强的租金增长，并有助于公司整体毛利率维持在 30%以上。公司当前的投资评级为“买入”，目标价为 14.30 港元，相对于其 2021 年 NAV 有 40%的折让，也相当于 4.9 倍 2021 年核心市盈率和 0.8 倍 2021 年市净率。

正面因素分析

- 派息率稳定且较高。
- 毛利率保持行业较高水平。
- 优质商业多位于核心城市核心地段。
- 旧改储备丰厚，且有望转化加快。

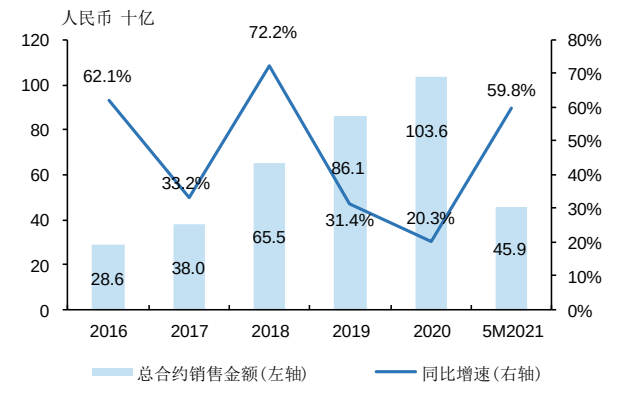
负面因素分析

- 土地成本攀升较快。
- “三条红线”要求的三项指标目前满足两个。
- 合作开发项目较多，销售权益比例仍然不高。

风险分析

- 一线、二线城市政策进一步收紧，销售不及预期。
- 因限价导致的潜在毛利率下滑。
- 城市更新项目进展受阻。

总合约销售金额及同比增长



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万人民币)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
营业额	23,942	29,742	36,700	45,822	57,651
销售成本	(16,496)	(20,383)	(25,285)	(31,688)	(40,008)
毛利	7,446	9,359	11,415	14,135	17,643
销售费用	(1,006)	(1,222)	(1,364)	(1,443)	(1,616)
行政费用	(1,551)	(1,561)	(1,764)	(2,099)	(2,498)
其他	6,566	2,040	1,108	1,200	1,292
经营溢利	11,454	8,616	9,395	11,793	14,822
净财务开支/收入	(1,531)	(1,034)	(1,287)	(1,337)	(1,390)
分占合营及联营公司溢利	3,445	2,481	3,635	3,329	3,439
除税前盈利	13,368	10,063	11,743	13,786	16,871
税项	(3,497)	(3,398)	(3,433)	(3,808)	(4,785)
除税后盈利	9,871	6,665	8,310	9,977	12,086
少数股东权益	(65)	11	(246)	(422)	(729)
股东应占溢利	9,806	6,677	8,064	9,555	11,357
核心股东应占溢利	4,964	6,289	7,706	9,133	10,871
基本每股盈利(人民币)	3.089	2.102	2.535	3.004	3.571
核心每股盈利(人民币)	1.564	1.980	2.423	2.871	3.418

重要财务比率

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
收入增长（%）	220.2	24.2	23.4	24.9	25.8
毛利率（%）	31.1	31.5	31.1	30.8	30.6
经营利润率（%）	47.8	29.0	25.6	25.7	25.7
净利率（%）	41.0	22.4	22.0	20.9	19.7
核心净利率（%）	20.7	21.1	21.0	19.9	18.9
资产回报率（%）	4.9	3.0	3.3	3.6	4.0
经调整资产负债率（%）	80.8	75.1	73.6	72.1	70.3
净负债/总权益（%）	75.4	61.7	59.7	58.0	55.5
现金短债比（倍）	2.391	1.765	1.724	1.673	1.632

资料来源：公司、国泰君安国际。

持续走向收获

分析员：詹春立 Chunli Zhan

中骏集团控股(01966 HK)

评级：买入

股价：HK$3.190

目标价：HK$5.40

End 12/31	Turnover (RMB m)	Underlying Net Profit (RMB m)	Underlying EPS (RMB)	Underlying EPS (△%)	Underlying PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2019A	21,370	2,650	0.641	12.3	4.4	4.203	0.7	0.215	7.5	21.2
2020A	32,573	3,354	0.799	24.7	3.3	4.973	0.5	0.242	9.1	19.7
2021F	39,124	4,258	1.008	26.2	2.6	5.755	0.5	0.305	11.5	19.1
2022F	48,206	5,178	1.226	21.6	2.2	6.693	0.4	0.371	13.9	20.0
2023F	57,453	6,190	1.466	19.5	1.8	7.807	0.3	0.443	16.7	20.5

已发行股本 Shares in issue (m)	4,222.1	大股东 Major shareholder	Wong Chiu Yeung 50.1%
市值 Market cap. (HK$ m)	13,468.6	流通比例 Free float (%)	38.6
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)	7,188.9	2021 年净负债/股东资金 2021 Net gearing (%)	102.6
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK$)	4.380/2.860	2021 年每股估值 2021 NAV (HK$)	12.0
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)			(11.1) / (12.1) / (13.1)
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)			(9.0) / (11.7) / (31.1)

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

2021 年 1 至 5 月，中骏集团控股完成总合约销售额人民币 466.1 亿元，同比增 65.6%。中骏集团控股为 2021 年设定的合约销售目标为人民币 1,200 亿元，同比增幅为 18%。截至 2021 年 5 月底，公司已完成了全年目标的 38.8%。根据克而瑞的统计数据，公司今年 1 至 5 月的总合约销售金额于全部中国内地开发商中排名第 39 位。

公司双轨道战略初见成效。公司借助商业+公寓的品牌优势，获取成本相对较低的土地。公司计划 2025 年之前扩大布局至 100 座世界城购物中心（目标 60 间开业）和 200,000 间方隅公寓，为此我们认为其租金收入有望在未来几年大幅提升。公司目前投资评级为“买入”，目标价为 5.40 港元，相对于其 2021 年 NAV 有 55%的折让，也相当于 4.5 倍 2021 年的核心市盈率和 0.8 倍 2021 年市净率。

正面因素分析

- 土地储备充足且城市布局更广。
- 商业租金增长可能带来惊喜。
- “三条红线”全部达标。
- 中骏商管预计 7 月完成分拆。

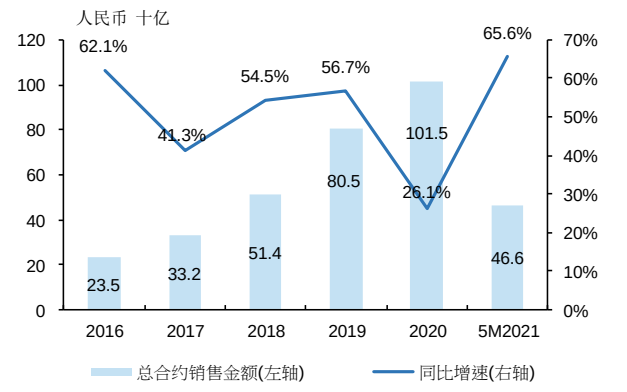
负面因素分析

- 自持物业前期资金沉淀大。
- 毛利率下滑。
- 项目权益比例偏低。

风险分析

- 合约销售不及预期。
- 结转项目毛利率不及预期。
- 商业项目开发存在不确定性

总合约销售金额及同比增长



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万人民币)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
营业额	21,370	32,573	39,124	48,206	57,453
销售成本	(15,478)	(24,709)	(29,601)	(36,285)	(43,043)
毛利	5,892	7,864	9,522	11,921	14,410
销售费用	(516)	(759)	(832)	(970)	(1,121)
行政费用	(1,616)	(2,094)	(2,408)	(2,793)	(3,212)
其他	2,468	1,593	278	302	325
经营溢利	6,228	6,604	6,560	8,459	10,401
净财务开支/收入	(528)	(683)	(713)	(757)	(800)
分占合营及联营公司溢利	154	642	1,753	1,533	1,251
除税前盈利	5,854	6,563	7,600	9,236	10,852
税项	(1,831)	(2,117)	(2,415)	(2,921)	(3,396)
除税后盈利	4,023	4,446	5,185	6,315	7,455
少数股东权益	(513)	(642)	(869)	(1,069)	(1,187)
股东应占溢利	3,510	3,803	4,317	5,246	6,268
核心股东应占溢利	2,650	3,354	4,258	5,178	6,190
基本每股盈利(人民币)	0.849	0.906	1.022	1.242	1.485
核心每股盈利(人民币)	0.641	0.799	1.008	1.226	1.466

重要财务比率

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
收入增长（%）	20.2	52.4	20.1	23.2	19.2
毛利率（%）	27.6	24.1	24.3	24.7	25.1
经营利润率（%）	29.1	20.3	16.8	17.5	18.1
净利率（%）	16.4	11.7	11.0	10.9	10.9
核心净利率（%）	12.4	10.3	10.9	10.7	10.8
资产回报率（%）	2.8	2.4	2.3	2.3	2.4
经调整资产负债率（%）	73.5	68.7	67.5	66.0	64.3
净负债/总权益（%）	60.0	59.2	57.6	57.6	54.5
现金短债比（倍）	1.944	1.691	1.712	1.637	1.642

资料来源：公司、国泰君安国际。

资产负债表得到强化

分析员：詹春立 Chunli Zhan

弘阳地产(01996 HK)

评级：买入

股价: HK$2.580

目标价: HK$3.50

End 12/31	Turnover (RMB m)	Underlying Net Profit (RMB m)	Underlying EPS (RMB)	Underlying EPS (△%)	Underlying PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2019A	15,170	1,186	0.357	(37.3)	6.5	4.183	0.6	0.111	4.8	11.0
2020A	20,159	1,313	0.396	10.8	5.4	4.566	0.5	0.122	5.7	11.4
2021F	24,109	1,481	0.445	12.6	4.8	4.978	0.4	0.137	6.4	11.2
2022F	27,242	1,704	0.513	15.1	4.2	5.454	0.4	0.158	7.4	11.8
2023F	31,052	1,946	0.585	14.2	3.7	5.995	0.4	0.181	8.4	12.2

已发行股本 Shares in issue (m)	3,328.4	大股东 Major shareholder	Zeng Huansha 72.3%
市值 Market cap. (HK$ m)	8,587.3	流通比例 Free float (%)	27.7
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)	3,420.3	2021 年净负债/股东资金 2021 Net gearing (%)	97.4
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK$)	3.040/2.440	2021 年每股估值 2021 NAV (HK$)	8.8
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)			(3.0) / (9.8) / (0.4)
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)			(0.8) / (9.4) / (18.4)

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

弘阳地产 5 月份合约销售表现强劲，录得单月人民币 129.2 亿元的最高纪录。2021 年 1 至 5 月份，弘阳地产完成总合约销售额人民币 396.1 亿元，同比增 91.9%。弘阳地产为今年的合约销售设定的增长目标为 15%，即约人民币 995 亿元。截至 2021 年 5 月底，公司已完成了全年目标的 39.8%。根据克而瑞的统计数据，公司今年 1 至 5 月的总合约销售金额于全部中国内地开发商中排名第 47 位。

弘阳地产的资产负债表得到很大改善。截至 2020 年底，公司“三条红线”全部达标。我们看好公司稳定的利润增长前景，且公司多年扎根江苏和长三角区域预计将开始收获成效。公司目前投资评级为“买入”，目标价为 3.50 港元，相对于其 2021 年 NAV 有 60%的折让，也相当于 6.5 倍 2021 年的核心市盈率和 0.6 倍 2021 年的市净率。

正面因素分析

- 大江苏和长三角提前布局，提供持续增长预期。
- 高于行业平均的利润增长。
- “三条红线”全部达标。

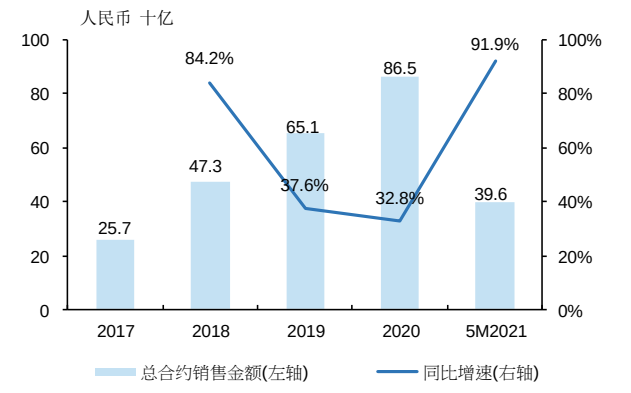
负面因素分析

- 规模相对偏小，且项目权益比例偏低。
- 毛利率出现下滑。
- 刚需项目占比较多，整体售价不高。

风险分析

- 弘阳广场系列发展的不确定性。
- 合约销售可能不及预期。
- 毛利率下滑超预期。

总合约销售金额及同比增长



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万人民币)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
营业额	15,170	20,159	24,109	27,242	31,052
销售成本	(11,356)	(15,651)	(18,828)	(21,162)	(23,994)
毛利	3,813	4,508	5,281	6,080	7,058
销售费用	(652)	(928)	(993)	(1,172)	(1,289)
行政费用	(1,090)	(991)	(1,139)	(1,299)	(1,494)
其他	605	852	548	612	672
经营溢利	2,677	3,442	3,696	4,221	4,947
净财务开支/收入	(634)	(725)	(691)	(820)	(934)
分占合营及联营公司溢利	693	443	1,086	1,543	1,617
除税前盈利	2,735	3,159	4,092	4,945	5,630
税项	(1,100)	(1,304)	(1,559)	(1,823)	(2,145)
除税后盈利	1,636	1,855	2,533	3,121	3,485
少数股东权益	(168)	(194)	(761)	(1,082)	(1,160)
股东应占溢利	1,468	1,661	1,772	2,039	2,325
核心股东应占溢利	1,186	1,313	1,481	1,704	1,946
基本每股盈利(人民币)	0.442	0.500	0.533	0.613	0.699
核心每股盈利(人民币)	0.357	0.396	0.445	0.513	0.585

重要财务比率

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
收入增长（%）	64.2	32.9	19.6	13.0	14.0
毛利率（%）	25.1	22.4	21.9	22.3	22.7
经营利润率（%）	17.6	17.1	15.3	15.5	15.9
净利率（%）	9.7	8.2	7.3	7.5	7.5
核心净利率（%）	7.8	6.5	6.1	6.3	6.3
资产回报率（%）	1.8	1.5	1.4	1.4	1.5
经调整资产负债率（%）	74.4	69.4	69.0	68.2	67.1
净负债/总权益（%）	70.4	50.3	54.6	57.6	58.7
现金短债比（倍）	1.357	1.620	1.541	1.459	1.380

资料来源：公司、国泰君安国际。

稳定增长前景可期

分析员：詹春立 Chunli Zhan

新力控股集团(02103 HK)

评级：买入

股价：HK$4.190

目标价：HK$4.80

End 12/31	Turnover (RMB m)	Underlying Net Profit (RMB m)	Underlying EPS (RMB)	Underlying EPS (△%)	Underlying PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2019A	26,985	1,853	0.603	485.2	6.2	2.288	1.6	0.130	3.5	31.5
2020A	28,069	1,868	0.523	(13.3)	6.7	2.763	1.3	0.140	4.0	21.7
2021F	30,880	2,052	0.575	9.8	6.1	3.230	1.1	0.154	4.4	20.2
2022F	34,171	2,251	0.631	9.7	5.5	3.736	0.9	0.169	4.8	19.0
2023F	37,903	2,498	0.700	11.0	5.0	4.296	0.8	0.187	5.4	18.1

已发行股本 Shares in issue (m)	3,570.2	大股东 Major shareholder	Zhang Yuanlin 83.2%
市值 Market cap. (HK$ m)	14,959.1	流通比例 Free float (%)	16.8%
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)	3,187.5	2021 年净负债/股东资金 2021 Net gearing (%)	118.3
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK$)	4.580/3.790	2021 年每股估值 2021 NAV (HK$)	10.6
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)			(0.7) / 5.3 / (0.2)
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)			1.5 / 5.7 / (18.3)

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

2021 年 1 至 5 月，新力控股集团全口径合约销售额为人民币 467.7 亿元，同比升 42.9%。公司 1 至 5 月的权益合约销售额为人民币 223.7 亿元，考虑到公司今年设置的权益销售增长目标为 10%，即 555 亿元人民币权益销售额，公司已完成了全年目标的 40.3%。

公司 2020 年录得与 2019 年持平的核心股东净利润，主要由于交付延迟和毛利率下滑。与此同时，公司资产负债表得到改善，有望在未来 1 年至 1 年半时间内实现“三条红线”全部达标。我们认为公司的销售规模和利润都走在稳步增长的轨道上，未来三年利润年复合增长率有望录得稳定的 10%左右水平。公司目前投资评级为“买入”，目标价为 4.80 港元，相对于其 2021 年 NAV 有 55%的折让，也相当于 7.0 倍 2021 年的核心市盈率和 1.2 倍 2021 年的市净率。

正面因素分析

- 公司在江西省具有市场领先地位。
- 轻资产输出项目拓宽收入，树立口碑。
- 公司在南昌和惠州土地成本具有优势
- 公司产品的质量好于同业。

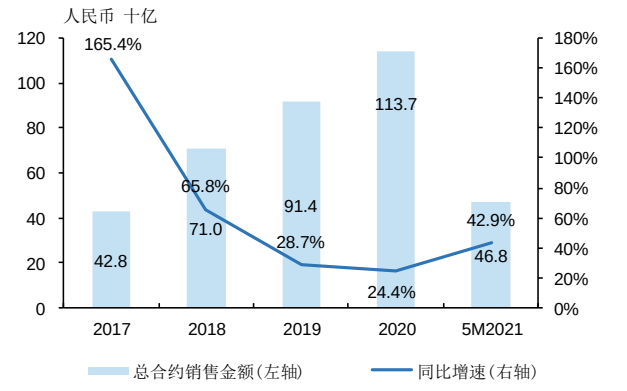
负面因素分析

- 权益比例偏低，公司非并表项目偏多。
- 下沉江西低线城市及拓展长三角区域，利润率承压。
- 融资成本偏高。
- “三道红线”要求的三项指标目前满足两个。

风险分析

- 合约销售出现大幅下滑。
- 毛利率下滑过快。
- 公司收入结转不及预期。

总合约销售金额及同比增长



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万人民币)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
营业额	26,985	28,069	30,880	34,171	37,903
销售成本	(18,986)	(21,209)	(23,404)	(25,799)	(28,507)
毛利	7,999	6,860	7,476	8,372	9,396
销售费用	(1,077)	(956)	(1,058)	(1,163)	(1,280)
行政费用	(569)	(580)	(644)	(708)	(793)
其他	218	137	159	153	147
经营溢利	6,571	5,461	5,934	6,654	7,470
净财务开支/收入	(409)	(440)	(464)	(500)	(539)
分占合营及联营公司溢利	102	65	220	259	298
除税前盈利	6,264	5,086	5,690	6,412	7,230
税项	(4,250)	(3,048)	(3,276)	(3,585)	(4,072)
除税后盈利	2,014	2,038	2,414	2,827	3,158
少数股东权益	(57)	(78)	(250)	(468)	(558)
股东应占溢利	1,958	1,960	2,164	2,359	2,600
核心股东应占溢利	1,853	1,868	2,052	2,251	2,498
基本每股盈利(人民币)	0.638	0.549	0.606	0.661	0.728
核心每股盈利(人民币)	0.603	0.523	0.575	0.631	0.700

重要财务比率

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
收入增长（%）	220.7	4.0	10.0	10.7	10.9
毛利率（%）	29.6	24.4	24.2	24.5	24.8
经营利润率（%）	24.4	19.5	19.2	19.5	19.7
净利率（%）	7.3	7.0	7.0	6.9	6.9
核心净利率（%）	6.9	6.7	6.6	6.6	6.6
资产回报率（%）	2.3	2.0	2.1	2.0	2.0
经调整资产负债率（%）	76.0	73.2	72.0	70.5	69.3
净负债/总权益（%）	67.0	63.6	64.7	64.4	62.3
现金短债比（倍）	1.425	1.244	1.409	1.327	1.311

资料来源：公司、国泰君安国际。

稳健增长中保持领先优势

分析员：柳晨 Jack Liu

中梁控股(02772 HK)

评级：买入

股价：HK$4.790

目标价：HK$7.20

End 12/31	Turnover (RMB m)	Underlying Net Profit (RMB m)	Underlying EPS (RMB)	Underlying EPS (Δ%)	Underlying PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2019A	56,640	3,901	1.194	85.4	3.6	2.437	1.8	0.437	10.2	67.8
2020A	65,941	3,754	1.048	(12.2)	3.8	3.045	1.3	0.411	10.3	38.1
2021F	75,676	4,015	1.121	6.9	3.6	3.742	1.1	0.448	11.2	33.0
2022F	87,305	4,500	1.256	12.1	3.2	4.534	0.9	0.503	12.6	30.4
2023F	99,941	4,996	1.395	11.0	2.9	5.411	0.7	0.560	14.0	28.1

已发行股本 Shares in issue (m)	3,581.8	大股东 Major shareholder	Yang Jian 82.9%
市值 Market cap. (HK$ m)	17,156.8	流通比例 Free float (%)	17.1
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)	2,811.6	2021 年净负债/股东资金 2021 Net gearing (%)	171.4
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK$)	6.290/4.510	2021 年每股估值 2021 NAV (HK$)	18.0
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)			(2.0) / (8.4) / (12.9)
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)			0.1 / (8.0) / (30.9)

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

2021 年 1 至 5 月，中梁控股全口径合约销售金额达到约人民币 758 亿元，同比大增 76.3%。根据克而瑞的统计数据，公司今年 1 至 5 月的全口径合约销售金额于全部中国内地开发商中排名第 20 位。公司的 2021 年度销售目标约为人民币 1,800 亿元，相比 2020 年实现的全口径合约销售金额高出约 6.7%。截至 2021 年 5 月底，公司已完成其年度合约销售目标的 42.1%。

公司更加偏向于以标准化的开发流程开发中小规模的住宅项目，其过往几年的项目周转相比同业更为快速。公司的全口径合约销售金额于 2018-2020 年经历高速增长的同时基本上维持了前二十的全国排名。公司目前投资评级为“买入”，目标价为 7.20 港元，相对于其 2021 年 NAV 有 60%的折让，也相当于 5.4 倍 2021 年的核心市盈率和 1.6 倍 2021 年市净率。

正面因素分析

- 全口径合约销售排名维持前列。
- 深耕长三角和中西部的战略布局精准有效。
- 近年来逐步由三四线城市向二线城市扩张。
- 派息政策较为吸引。

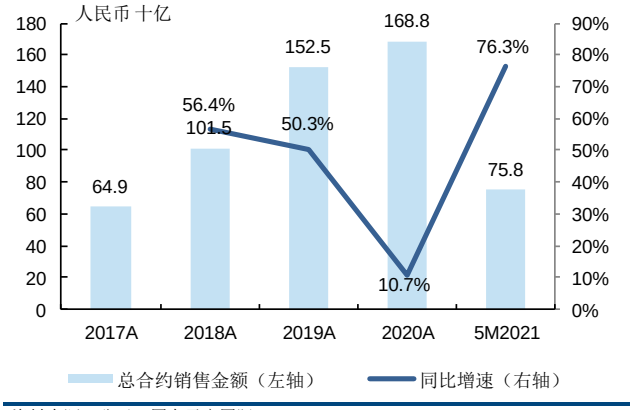
负面因素分析

- 先前的高周转模式在持续的地产调控下可能难以持续。
- 土地购置渠道不够多元化。
- “三道红线”要求的三项指标目前满足两个。

风险分析

- 合约销售不及预期。
- 结转项目毛利率不及预期。
- 较高的债务水平。

总合约销售金额及同比增长



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万人民币)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
营业额	56,640	65,941	75,676	87,305	99,941
销售成本	(43,457)	(52,088)	(59,938)	(69,413)	(79,662)
毛利	13,182	13,853	15,738	17,892	20,279
销售费用	(2,030)	(2,254)	(2,497)	(2,794)	(3,098)
行政费用	(2,550)	(2,848)	(3,178)	(3,580)	(3,998)
投资物业公允价值变动	50	88	97	117	134
其他	(38)	695	779	818	859
经营溢利	8,614	9,534	10,938	12,454	14,177
净财务开支/收入	49	(134)	(175)	(187)	(201)
分占合营及联营公司溢利	1,235	965	1,019	1,121	1,057
除税前盈利	9,898	10,365	11,783	13,388	15,033
税项	(3,642)	(3,798)	(4,595)	(5,194)	(5,788)
除税后盈利	6,256	6,566	7,188	8,193	9,245
少数股东应占溢利	(2,422)	(2,823)	(3,177)	(3,687)	(4,234)
股东应占溢利	3,834	3,743	4,011	4,506	5,011
核心股东应占溢利	3,901	3,754	4,015	4,500	4,996
基本每股盈利(人民币元)	1.174	1.045	1.120	1.258	1.399

重要财务比率

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
收入增长（%）	87.5	16.4	14.8	15.4	14.5
毛利率（%）	23.3	21.0	20.8	20.5	20.3
经营利润率（%）	15.2	14.5	14.5	14.3	14.2
净利率（%）	6.8	5.7	5.3	5.2	5.0
核心净利率（%）	6.6	4.8	5.3	5.2	5.0
资产回报率（%）	2.0	1.5	1.4	1.4	1.4
经调整资产负债率（%）	80.8	79.9	79.1	77.7	76.4
净负债/总权益（%）	65.6	65.8	62.2	61.8	60.3
现金短债比（倍）	1.232	1.439	1.564	1.624	1.720

资料来源：公司、国泰君安国际。

净利润同比降幅有所收窄

分析员：柳晨 Jack Liu

融信中国(03301 HK)

评级：买入

股价：HK$4.480

目标价：HK$7.50

End 12/31	Turnover (RMB m)	Underlying Net Profit (RMB m)	Underlying EPS (RMB)	Underlying EPS (Δ%)	Underlying PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2019A	51,463	3,182	1.884	17.0	2.1	9.563	0.4	0.537	13.4	21.6
2020A	48,303	1,720	1.010	(46.4)	3.7	10.511	0.4	0.421	11.3	14.2
2021F	57,042	2,434	1.429	41.5	2.6	11.575	0.3	0.431	11.5	13.3
2022F	62,415	3,104	1.823	27.5	2.0	13.017	0.3	0.547	14.7	15.2
2023F	67,042	3,636	2.135	17.1	1.7	14.660	0.3	0.639	17.1	15.8

已发行股本 Shares in issue (m)	1,683.4	大股东 Major shareholder	Ou Zonghong 65.2%
市值 Market cap. (HK$ m)	7,541.8	流通比例 Free float (%)	34.8
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)	1,809.2	2021 年净负债/股东资金 2021 Net gearing (%)	213.1
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK$)	7.381/4.300	2021 年每股估值 2021 NAV (HK$)	18.8
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)			(6.3) / (7.3) / (27.3)
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)			(4.1) / (6.9) / (45.3)

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

2021 年 1 至 5 月，融信中国的全口径合约销售金额达到约人民币 681.2 亿元，同比增 67.3%。公司的 2021 年度销售目标约为人民币 1,600 亿元，相比 2020 年实现的全口径合约销售金额仅高出 3.1%。截至 2021 年 5 月底，融信中国已完成其年度合约销售目标的 42.6%。

公司毛利率由 2019 年的 24.2%大幅下挫至 2020 年的 11.0%，主要原因是严格的销售均价限制和 2020 年高土地成本项目的集中交付。受此影响，公司的股东净利在 2020 年上半年同比大幅下降 54.1%，而 2020 年全年的股东净利同比降幅收窄至 23.0%。我们预计 2021 年毛利率将有较大可能恢复至 13%-15%的水平并于其后向 20%左右的正常水平慢慢靠拢。公司目前投资评级为“买入”，目标价为 7.50 港元，相对于其 2021 年 NAV 有 60%的折让，也相当于 4.4 倍 2021 年的核心市盈率和 0.5 倍 2021 年市净率。

正面因素分析

- 债务结构有所优化。
- 深耕长三角和海峡西岸地区的战略发挥公司优势。
- 平均销售价格相对较高。
- 2020 年底资产负债表项目符合所有“三道红线”。

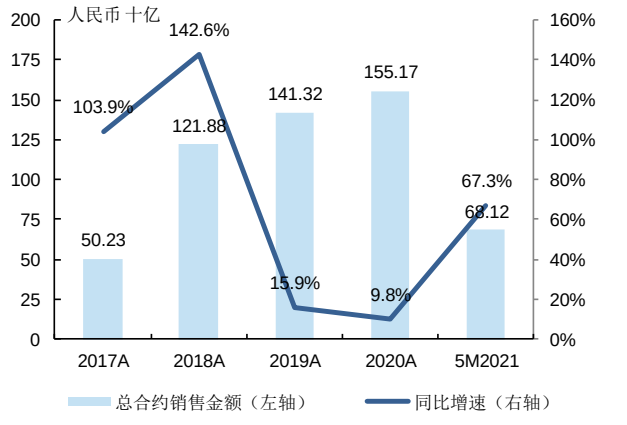
负面因素分析

- 单位土地成本不断升高。
- 土地储备的权益比率有所下降。
- 合约销售规模逐渐见顶。

风险分析

- 合约销售不及预期。
- 结转项目毛利率不及预期。
- 较高财务杠杆。

总合约销售金额及同比增长



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万人民币)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
营业额	51,463	48,303	57,042	62,415	67,042
销售成本	(38,987)	(42,990)	(49,113)	(51,680)	(54,371)
毛利	12,475	5,312	7,929	10,735	12,671
销售费用	(1,199)	(1,259)	(1,426)	(1,498)	(1,542)
行政费用	(1,479)	(1,604)	(1,825)	(1,935)	(2,011)
投资物业公允价值变动	50	(184)	72	79	84
其他	298	676	430	451	474
经营溢利	10,145	2,941	5,179	7,832	9,675
净财务开支/收入	(380)	1,349	(232)	(242)	(262)
分占合营及联营公司溢利	896	611	798	878	966
除税前盈利	10,661	4,901	5,746	8,468	10,379
税项	(4,767)	(1,407)	(1,927)	(3,301)	(4,236)
除税后盈利	5,894	3,494	3,819	5,167	6,143
少数股东应占溢利	(2,729)	(1,066)	(1,337)	(2,015)	(2,457)
永续资本工具	(11)	0	0	0	0
股东应占溢利	3,154	2,428	2,482	3,152	3,686
核心股东应占溢利	3,182	1,720	2,434	3,104	3,636
基本每股盈利(人民币元)	1.867	1.426	1.474	1.872	2.189

重要财务比率

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
收入增长（%）	49.7	(6.1)	18.1	9.4	7.4
毛利率（%）	24.2	11.0	13.9	17.2	18.9
经营利润率（%）	19.7	6.1	9.1	12.5	14.4
净利率（%）	6.1	5.0	4.4	5.1	5.5
核心净利率（%）	6.2	3.6	4.3	5.0	5.4
资产回报率（%）	2.8	1.5	1.6	2.0	2.3
经调整资产负债率（%）	73.2	69.9	68.8	67.4	65.8
净负债/总权益（%）	69.9	82.8	76.0	67.0	60.0
现金短债比（倍）	1.658	1.076	1.140	1.232	1.289

资料来源：公司、国泰君安国际。

盈利的增长势头持续

分析员：柳晨 Jack Liu

中国奥园(03883 HK)

评级：买入

股价: HK$6.550

目标价: HK$12.10

End 12/31	Turnover (RMB m)	Underlying Net Profit (RMB m)	Underlying EPS (RMB)	Underlying EPS (Δ%)	Underlying PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2019A	50,531	4,122	1.535	59.8	3.8	5.587	1.0	0.550	9.4	31.2
2020A	67,794	4,857	1.799	17.2	3.0	6.882	0.8	0.770	14.1	35.2
2021F	88,203	6,054	2.240	24.5	2.4	8.472	0.6	0.832	15.2	31.0
2022F	108,695	7,126	2.636	17.7	2.1	10.428	0.5	0.976	17.9	29.5
2023F	130,753	7,918	2.930	11.1	1.9	12.544	0.4	1.082	19.8	26.9

已发行股本 Shares in issue (m)	2,695.9	大股东 Major shareholder	Guo Ziwen 55.2%
市值 Market cap. (HK$ m)	17,658.0	流通比例 Free float (%)	44.8
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)	7,581.5	2021 年净负债/股东资金 2021 Net gearing (%)	208.9
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK$)	11.804/6.430	2021 年每股估值 2021 NAV (HK$)	26.9
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)			(27.6) / (19.7) / (29.2)
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)			(25.5) / (19.3) / (47.2)

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

中国奥园 2021 年 1 至 5 月的合约销售金额同比增长 58.0%至人民币 525.7 亿元。公司 2021 年销售目标被设定在约人民币 1,500 亿元，相比 2020 年实现的全口径合约销售金额高出 12.8%。截至 2021 年 5 月底，公司已经完成了其年度销售目标的 35.0%。根据克而瑞的统计数据，公司今年 1 至 5 月的全口径合约销售金额于全部中国内地开发商中排名第 32 位。

截至 2020 年 12 月 31 日，公司的总土储建筑面积约为 5,717.9 万平方米，对应全口径总货值约人民币 6,208 亿元。截至 2020 年末，公司还拥有超过 60 个处于不同开发阶段的城市更新项目，对应的潜在全口径货值约为人民币 6,730 亿元。其中位于大湾区的城市更新项目贡献了总城市更新项目货值的 97%。公司目前投资评级为“买入”，目标价为 12.10 港元，相对于其 2021 年 NAV 有 55%的折让，也相当于 4.5 倍 2021 年的核心市盈率和 1.2 倍 2021 年的市净率。

正面因素分析

- 大湾区战略布局提供可持续增长预期。
- 拿地渠道多元化，善于经营城市更新项目。
- 2021 年销售目标预示着合约销售的扩张仍在持续。

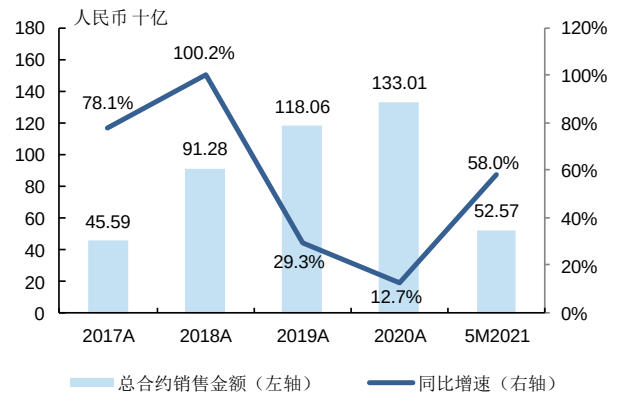
负面因素分析

- 旧改项目土地确权周期较长。
- 合约销售均价偏低。
- “三道红线”要求的三项指标目前满足两个。

风险分析

- 商业项目入驻率可能不及预期。
- 合约销售可能不及预期。
- 海外项目发展存在不确定性。

总合约销售金额及同比增长



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万人民币)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
营业额	50,531	67,794	88,203	108,695	130,753
销售成本	(35,510)	(50,785)	(65,878)	(80,979)	(97,038)
毛利	15,021	17,009	22,325	27,716	33,716
销售费用	(2,138)	(2,531)	(3,352)	(4,239)	(5,230)
行政费用	(2,435)	(3,330)	(4,410)	(5,435)	(6,538)
投资物业公允价值变动	397	280	509	593	671
其他	513	3,406	597	638	627
经营溢利	11,358	14,833	15,669	19,273	23,246
净财务开支/收入	(718)	(1,006)	(933)	(979)	(1,027)
分占合营及联营公司溢利	(51)	(219)	40	48	61
除税前盈利	10,589	13,609	14,776	18,341	22,281
税项	(5,368)	(6,557)	(6,945)	(8,804)	(11,140)
除税后盈利	5,222	7,051	7,831	9,538	11,140
少数股东应占溢利	(1,021)	(1,143)	(1,410)	(2,003)	(2,785)
股东应占溢利	4,201	5,908	6,422	7,535	8,355
核心股东应占溢利	4,122	4,857	6,054	7,126	7,918
基本每股盈利(人民币元)	1.565	2.188	2.376	2.788	3.091

重要财务比率

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
收入增长（%）	63.0	34.2	30.1	23.2	20.3
毛利率（%）	29.7	25.1	25.3	25.5	25.8
经营利润率（%）	22.5	21.9	17.8	17.7	17.8
净利率（%）	8.3	8.7	7.3	6.9	6.4
核心净利率（%）	8.1	7.1	6.9	6.6	6.1
资产回报率（%）	1.8	1.9	2.0	2.2	2.4
经调整资产负债率（%）	81.8	78.9	74.6	70.3	66.2
净负债/总权益（%）	74.9	82.7	73.1	55.6	43.0
现金短债比（倍）	1.625	1.340	1.268	1.332	1.388

资料来源：公司、国泰君安国际。

操盘规模进入全国前七

分析员：柳晨 Jack Liu

绿城中国(03900 HK)

评级：收集

股价：HK$11.960

目标价：HK$12.70

End 12/31	Turnover (RMB m)	Underlying Net Profit (RMB m)	Underlying EPS (RMB)	Underlying EPS (Δ%)	Underlying PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2019A	61,593	1,349	0.623	209.7	17.2	12.734	0.8	0.300	2.8	4.3
2020A	65,783	2,412	1.022	64.0	9.7	12.919	0.8	0.350	3.5	8.3
2021F	102,530	3,232	1.296	26.8	7.7	13.732	0.7	0.438	4.4	9.4
2022F	120,032	3,790	1.520	17.3	6.6	14.689	0.7	0.515	5.2	10.4
2023F	137,373	4,390	1.760	15.8	5.7	15.806	0.6	0.602	6.0	11.3

已发行股本 Shares in issue (m)	2,494.3	大股东 Major shareholder	CCCG 25.1%
市值 Market cap. (HK$ m)	29,832.0	流通比例 Free float (%)	31.0
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)	5,748.4	2021 年净负债/股东资金 2021 Net gearing (%)	179.2
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK$)	15.700/8.090	2021 年每股估值 2021 NAV (HK$)	26.7
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)			36.4 / 19.8 / 54.5
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)			38.5 / 20.2 / 36.5

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

2021 年 1 至 5 月，绿城中国的操盘合约销售金额为人民币 1,293 亿元，同比激增 114.1%。剔除轻资产代建项目后，公司重资产的投资项目全口径合约销售额同比增长 142.1%至人民币 1,029 亿元，占操盘销售金额的 79.6%。同期的投资项目权益合约销售金额同比增长 126.8%至人民币 542 亿元，相当于 52.7%的权益比率。绿城中国 2021 年总合约销售目标为人民币 3,100 亿元。截至 2021 年 5 月，公司已完成其年度合约销售目标的 41.7%。

根据克而瑞的统计，公司 2021 年 1 至 5 月的总操盘合约销售金额和投资项目全口径合约销售金额于中国所有地产开发商中分别排名第 7 和第 15 位。公司目前投资评级为“收集”，目标价为 12.70 港元，相对于其 2021 年 NAV 有 55%的折让，也相当于 8.2 倍 2021 年的核心市盈率和 0.8 倍 2021 年的市净率。

正面因素分析

- 土地收购大幅加速，土储充裕。
- 轻资产的代建项目拓宽收入渠道。
- 公司产品的质量和口碑好于同业。
- 合约销售增速高于同规模的同行。

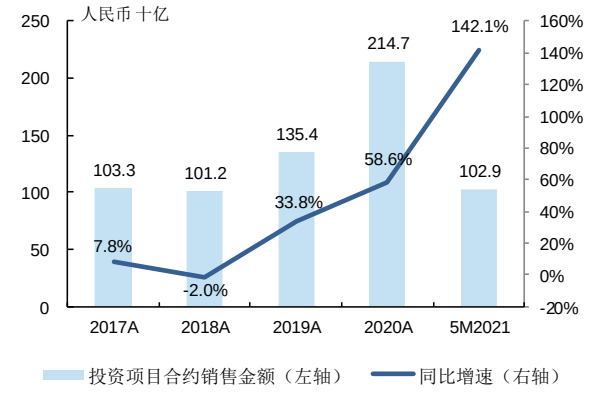
负面因素分析

- 招拍挂渠道拿地的溢价率偏高。
- 高线城市销售限价影响利润率。
- 项目组合中别墅等高端产品偏多，销售去化偏慢。

风险分析

- 合约销售不及预期。
- 代建业务新签合同规模存在不确定性。
- 历史遗留的亏损项目可能造成减值亏损。

投资项目合约销售金额及同比增长



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万人民币)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
营业额	61,593	65,783	102,530	120,032	137,373
销售成本	(45,953)	(50,210)	(79,174)	(93,231)	(107,321)
毛利	15,640	15,573	23,357	26,800	30,051
销售费用	(2,097)	(2,320)	(3,486)	(3,961)	(4,396)
行政费用	(4,297)	(4,323)	(6,664)	(7,802)	(8,929)
投资物业公允价值变动	(42)	(15)	44	69	96
其他	1,393	3,370	2,689	2,826	3,112
经营溢利	10,597	12,284	15,939	17,932	19,934
净财务开支/收入	(1,571)	(2,228)	(2,386)	(2,603)	(2,841)
分占合营及联营公司溢利	927	698	821	954	1,154
除税前盈利	9,953	10,754	14,375	16,283	18,247
税项	(6,018)	(4,991)	(7,478)	(8,479)	(9,427)
除税后盈利	3,935	5,763	6,896	7,804	8,821
少数股东应占溢利	(1,455)	(1,966)	(2,414)	(2,731)	(3,087)
永续资本工具	(1,287)	(1,323)	(1,363)	(1,404)	(1,446)
股东应占溢利	1,193	2,474	3,120	3,669	4,288
核心股东应占溢利	1,349	2,412	3,232	3,790	4,390
基本每股盈利(人民币元)	0.551	1.048	1.251	1.471	1.719

重要财务比率

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
收入增长（%）	2.1	6.8	55.9	17.1	14.4
毛利率（%）	25.4	23.7	22.8	22.3	21.9
经营利润率（%）	17.2	18.7	15.5	14.9	14.5
净利率（%）	1.9	3.8	3.0	3.1	3.1
核心净利率（%）	2.2	3.7	3.2	3.2	3.2
资产回报率（%）	0.4	0.7	0.7	0.7	0.8
经调整资产负债率（%）	73.5	71.9	73.0	73.3	73.5
净负债/总权益（%）	63.2	63.8	67.2	67.8	67.8
现金短债比（倍）	1.485	2.005	2.346	2.719	3.147

资料来源：公司、国泰君安国际。

估值吸引叠加高派息

分析员：柳晨 Jack Liu

金融街物业(01502 HK)

评级：买入

股价：HK$5.000

目标价：HK$9.00

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net Profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (Δ%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2019A	997	105	0.390	(7.4)	11.5	1.454	3.1	0.307	6.9	33.8
2020A	1,131	104	0.327	(16.2)	12.8	2.843	1.5	0.154	3.7	14.3
2021F	1,361	157	0.421	28.7	9.9	3.110	1.3	0.168	4.0	14.1
2022F	1,606	185	0.494	17.3	8.4	3.436	1.2	0.198	4.7	15.1
2023F	1,884	218	0.585	18.4	7.1	4.021	1.0	0.234	5.6	15.7

已发行股本 Shares in issue (m)	373.5	大股东 Major shareholder	Financial Street Group 34.4%
市值 Market cap. (HK$ m)	1,867.5	流通比例 Free float (%)	27.7
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)	237.7	2021 年净负债/股东资金 2021 Net gearing (%)	Net Cash
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK$)	14.320/4.500	2021 年每股估值 2021 NAV (HK$)	11.9
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)			3.7 / 3.1 / n.a.
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)			5.9 / 3.5 / n.a.

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

金融街物业是一家领先的综合物业管理公司。公司主要为商务物业（尤其是写字楼）提供服务，并且特别专注于中高端物业。公司的主营业务涵盖物业管理以及相关服务，包括核心物业管理服务、增值服务和餐饮服务等。公司的单一最大及控股股东为北京金融街集团，第二大股东为中国人寿保险。公司的总在管面积在 2020 年同比增长 24.5%达到 2,471.9 万平米，其中 66.8%来自金融街联属集团。分业态来看，写字楼、住宅物业和公建类物业分别占到了 2020 年末总在管面积的 26.8%，48.6%和 18.0%。

公司物业管理业务的特点反映了较高的防御性和独特性，与金融街联属集团的合作将在多维度结出硕果。2021 年 6 月，公司宣布收购两家物业管理公司的部分权益，并计划从金融街集团接收管理另一家自北京市西城区国资委划转的物业管理公司。这三项交易的具体细节暂未公布，但我们对公司在 2021 年内完成交易的预期持乐观态度。公司 2020 年的派息比率达到 55.1%，我们预计公司未来几年的派息比率将不会低于 40%。公司目前投资评级为“买入”，目标价为 9.00 港元，相当于 17.8 倍/ 15.2 倍/ 12.8 倍 2021-2023 年市盈率。

正面因素分析

- 客户大都具有国内外大型金融机构、监管机构背景，带来较高客户稳定性。
- 国企背景在获取地方公建类项目时可提升竞争力。
- 未来可与母集团及其下各个业务实体进行合作。
- 2020 年派息比率超出预期。

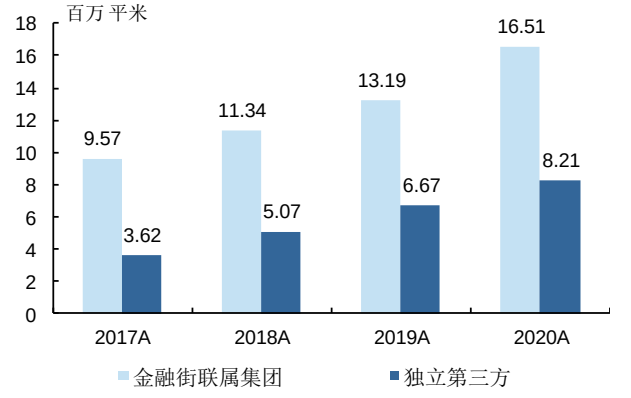
负面因素分析

- 较高的品牌定位与对写字楼业态的侧重一定程度上限制了业务扩张。
- 当前在管面积规模相对行业龙头仍然较小。
- 餐饮服务分部仍然录得毛亏损。

风险分析

- 招投标项目拓展存在不确定性。
- 在管面积增速不及预期。
- 毛利率低于预期。

公司按项目来源划分的物业管理在管面积



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万人民币)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
营业额	997	1,131	1,361	1,606	1,884
销售成本	(806)	(887)	(1,061)	(1,245)	(1,450)
毛利	191	244	300	361	434
行政费用	(54)	(60)	(72)	(85)	(100)
其他	2	15	9	10	10
经营溢利	139	199	237	285	344
净财务开支/收入	9	(45)	1	1	1
分占合营及联营公司溢利	4	2	3	4	4
除税前盈利	152	157	241	290	350
税项	(38)	(41)	(64)	(77)	(93)
除税后盈利	113	116	177	213	257
少数股东权益	(8)	(11)	(20)	(29)	(39)
股东应占溢利	105	104	157	185	218
基本每股盈利(人民币元)	0.390	0.327	0.421	0.494	0.585

重要财务比率

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
收入增长（%）	13.9	13.4	20.4	18.0	17.3
毛利率（%）	19.2	21.6	22.0	22.5	23.0
经营利润率（%）	14.0	17.6	17.4	17.8	18.3
净利率（%）	10.6	9.2	11.5	11.5	11.6
股东资金回报率（%）	33.8	14.3	14.1	15.1	15.7
资产回报率（%）	13.1	8.6	9.7	10.5	11.1
净负债/股东资金（%）	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
贸易应收款周转天数	44.5	45.0	45.5	44.1	41.4
贸易应付款周转天数	35.2	34.2	33.8	36.4	38.4

资料来源：公司、国泰君安国际。

高增长预期不变

分析员：王瀚 Jerrimy Wang

永升生活服务(01995 HK)

评级：买入

股价：HK$19.280

目标价：HK$24.00

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net Profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (Δ%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (HKD)	Yield (%)	ROE (%)
2019A	1,878	224	0.146	64.7	118.2	0.748	23.1	0.048	0.2	21.9
2020A	3,120	390	0.243	66.4	66.2	1.798	8.9	0.084	0.4	19.3
2021F	4,906	614	0.368	51.5	43.7	2.030	7.9	0.132	0.7	19.5
2022F	7,403	904	0.541	47.3	29.7	2.461	6.5	0.195	1.0	24.1
2023F	10,513	1,269	0.759	40.3	21.1	3.058	5.3	0.274	1.4	27.5

已发行股本 Shares in issue (m)	1,670.4	大股东 Major shareholder	Lin's Family 56.4%
市值 Market cap. (HK$ m)	32,205.3	流通比例 Free float (%)	43.6
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)	4,131.4	2021 年净负债/股东资金 2021 Net gearing (%)	Net Cash
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK$)	26.050 / 11.600	2021 年每股估值 2021 NAV (HK$)	29.9
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)			(10.8) / (1.0) / 61.6
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)			(9.7) / (2.6) / 43.6

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

永升生活服务的 2020 年业绩符合我们及市场预期。总收入同比增长 66.1%至人民币 31.196 亿元。物业管理服务收入同比增长 64.2%至人民币 17.573 亿元。社区增值服务和非业主增值服务收入分别同比增长 63.8%和 76.1%至人民币 7.899 亿元和人民币 5.717 亿元。整体毛利率同比增长 1.8 个百分点至 31.4%。股东净利润同比增长 74.4%至人民币 3.904 亿元。公司宣派末期股息每股 0.0838 港元，派息率为 30%。

永升生活服务是我们的顺周期首选股。我们认为公司的“四轮驱动”战略、有竞争力的股权激励机制和经验丰富的管理团队促成了公司的快速扩张。公司当前的投资评级为“买入”，目标价 24.00 港元，相当于 54.4 倍/ 36.9 倍/ 26.3 倍 2021-2023 年市盈率。

正面因素分析

- 管理团队经验丰富。
- 高股权激励促进第三方外拓快速扩张。
- 多业态多区域补强促进全产业链发展。

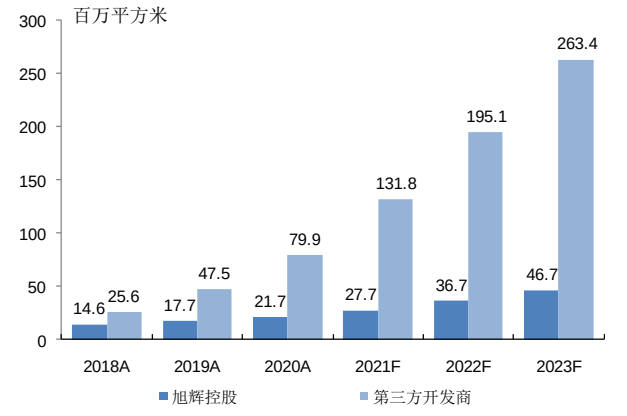
负面因素分析

- 第三方外拓市场的激烈竞争导致未来预期增速下降。
- 现金流相较龙头物业公司较少，收并购优势不明显。

风险分析

- 收并购项目的投后管理失利。
- 第三方外拓市场增速低于预期。
- 人工成本上升造成盈利能力下降。

公司在管面积来源及数量



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万人民币)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
营业额	1,878	3,120	4,906	7,403	10,513
销售成本	(1,322)	(2,140)	(3,427)	(5,180)	(7,393)
毛利	555	980	1,480	2,223	3,120
行政费用	(247)	(333)	(579)	(874)	(1,209)
其他	21	(47)	38	32	27
经营溢利	330	600	938	1,382	1,938
净财务开支/收入	(1)	(1)	(2)	(2)	(3)
分占合营及联营公司溢利	(0)	0	0	0	0
除税前盈利	329	598	937	1,379	1,935
税项	(80)	(156)	(239)	(352)	(493)
除税后盈利	249	443	698	1,027	1,442
少数股东权益	(25)	(52)	(84)	(123)	(173)
股东应占溢利	224	390	614	904	1,269
基本每股盈利(人民币元)	0.146	0.243	0.368	0.541	0.759

重要财务比率

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
收入增长（%）	74.5	66.1	57.3	50.9	42.0
毛利率（%）	29.6	31.4	30.2	30.0	29.7
经营利润率（%）	17.6	19.2	19.1	18.7	18.4
净利率（%）	11.9	12.5	12.5	12.2	12.1
股东资金回报率（%）	21.9	19.3	19.5	24.1	27.5
资产回报率（%）	11.3	10.9	11.7	13.7	15.4
净负债比率（%）	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司、国泰君安国际。

城市服务布局初步落地

分析员：王瀚 Jerrimy Wang

雅生活服务(03319 HK)

评级：买入

股价：HK$38.650

目标价：HK$48.00

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net Profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (Δ%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2019A	5,127	1,231	0.923	49.4	37.4	4.643	7.4	0.450	1.3	21.2
2020A	10,026	1,754	1.316	42.5	24.5	5.516	5.8	0.520	1.6	25.9
2021F	14,237	2,402	1.801	36.9	17.9	6.797	4.7	0.720	2.2	29.3
2022F	19,234	3,219	2.414	34.0	13.3	8.491	3.8	0.966	3.0	31.6
2023F	24,602	4,076	3.057	26.6	10.5	10.582	3.0	1.223	3.8	32.1

已发行股本 Shares in issue (m)	1,420.0	大股东 Major shareholder	Agile Group Holdings Limited 54.0%
市值 Market cap. (HK$ m)	54,883.0	流通比例 Free float (%)	46.0
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)	4,130.1	2021 年净负债/股东资金 2021 Net gearing (%)	Net Cash
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK$)	48.306 / 26.616	2021 年每股估值 2021 NAV (HK$)	58.8
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)			3.2 / 13.8 / 0.5
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)			4.3 / 12.2 / (17.5)

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

雅生活服务的 2020 年业绩超出我们及市场预期。总收入同比增长 95.5%至人民币 100.261 亿元，主要是由于物业管理服务收入所带动。业主增值服务收入和外延增值服务收入分别同比增长 116.9%和 37.5%至人民币 10.527 亿元和人民币 24.913 亿元。整体毛利率同比下降 7.0 个百分点至 29.7%。股东净利润同比增长 42.5%至人民币 17.544 亿元。公司宣派末期股息每股人民币 0.52 元，派息率为 39.5%。

从 2020 年下半年至 2021 年上半年，雅生活服务先后达成协议收购和拟收购 5 家环境卫生服务企业，初步完成了城市服务业务的布局。公司受到雅居乐集团和绿地控股双股东支持，同时凭借其充足的现金，我们预计公司会持续开展收并购战略以提升市占率。公司当前的投资评级为"买入"，目标价为 48.00 港元，相当于 22.2 倍 2021 年市盈率和 5.9 倍 2021 年市净率。

正面因素分析

- 第五大业务板块"城市服务"已初步落地。
- 得到来自雅居乐集团和绿地控股的双股东支持。
- "双千亿"平台目标将推动公司加速拓展。

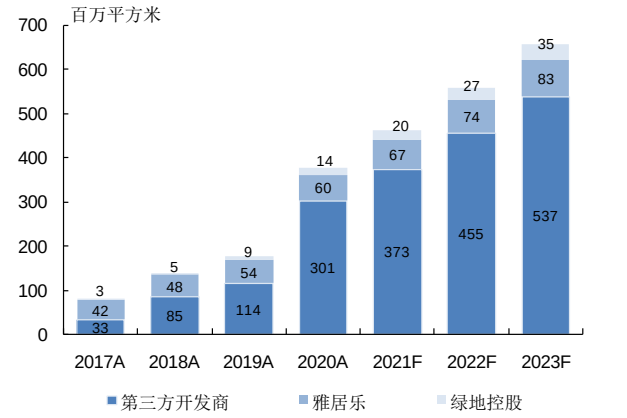
负面因素分析

- 收并购依赖程度过高。
- 盈利能力出现下滑。

风险分析

- 收并购的投后管理不当导致无法产生协同效应。
- 人力成本的持续上升将导致利润率的下降。

公司在管面积来源及数量



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万人民币)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
营业额	5,127	10,026	14,237	19,234	24,602
销售成本	(3,244)	(7,053)	(10,069)	(13,621)	(17,455)
毛利	1,883	2,973	4,168	5,613	7,148
销售及行政费用	(338)	(625)	(897)	(1,212)	(1,550)
其他	143	118	174	232	281
经营溢利	1,688	2,466	3,445	4,632	5,879
净财务开支/收入	(16)	(40)	(48)	(59)	(73)
应占合营及联营企业溢利	23	62	68	72	76
除税前盈利	1,694	2,488	3,466	4,645	5,881
税项	(403)	(515)	(797)	(1,068)	(1,353)
除税后盈利	1,292	1,973	2,668	3,577	4,528
少数股东权益	(61)	(218)	(267)	(358)	(453)
股东应占溢利	1,231	1,754	2,402	3,219	4,076
基本每股盈利(人民币元)	0.923	1.316	1.801	2.414	3.057

重要财务比率

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
收入增长（%）	51.8	95.5	42.0	35.1	27.9
毛利率（%）	36.7	29.7	29.3	29.2	29.1
经营利润率（%）	32.9	24.6	24.2	24.1	23.9
净利率（%）	24.0	17.5	16.9	16.7	16.6
股东资金回报率（%）	21.2	25.9	29.3	31.6	32.1
资产回报率（%）	14.8	15.0	15.5	17.2	18.1
净负债比率（%）	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司、国泰君安国际。

全新的业务生态提升变现能力

分析员：柳晨 Jack Liu

奥园健康(03662 HK)

评级：买入

股价：**HK$5.820**

目标价：**HK$7.65**

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net Profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (Δ%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2019A	901	162	0.238	44.2	21.9	1.164	4.5	0.090	1.7	33.4
2020A	1,408	250	0.345	45.0	14.1	1.427	3.4	0.140	2.9	26.6
2021F	2,182	374	0.515	49.3	9.4	1.802	2.7	0.206	4.2	31.9
2022F	3,095	551	0.758	47.3	6.4	2.354	2.1	0.303	6.3	36.5
2023F	4,189	780	1.075	41.7	4.5	3.126	1.6	0.430	8.9	39.2

已发行股本 Shares in issue (m)	726.3	大股东 Major shareholder	China Aoyuan 54.6%
市值 Market cap. (HK$ m)	4,226.8	流通比例 Free float (%)	38.9
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)	4,255.6	2021 年净负债/股东资金 2021 Net gearing (%)	Net Cash
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK$)	8.916/4.371	2021 年每股估值 2021 NAV (HK$)	10.1
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)			(0.9) / 16.8 / (24.3)
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)			1.3 / 17.2 / (42.3)

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

公司物业管理服务的在管面积在 2020 年末同比大增 174.5%至 4,139.4 万平方米，而商业运营服务的在管面积微增 4.0%至 80.6 万平方米。就物业管理服务而言，来自独立第三方项目的在管面积占比由 2019 年末的 7.8%大增至 2020 年末的 54.6%，反映了公司对母集团和关联方的业务依赖已经大幅降低。

公司的增长战略先后经过了几次调整，目前公司致力于以高技术平台构建全新的业务生态。我们预计 2021 年收购物业管理项目的规模将小于 2020 年。2020 年公司的派息比率依然维持在 40%左右的较高水平。公司目前投资评级为“买入”，目标价为 7.65 港元，相当于 12.4 倍/ 8.4 倍/ 5.9 倍 2021-2023 年市盈率。

正面因素分析

- 母集团过去三年的合约销售取得较高增速
- 同时具备住宅和商业物业管理经验。
- 未来可能与奥园集团旗下多个业务实体进行业务协同。

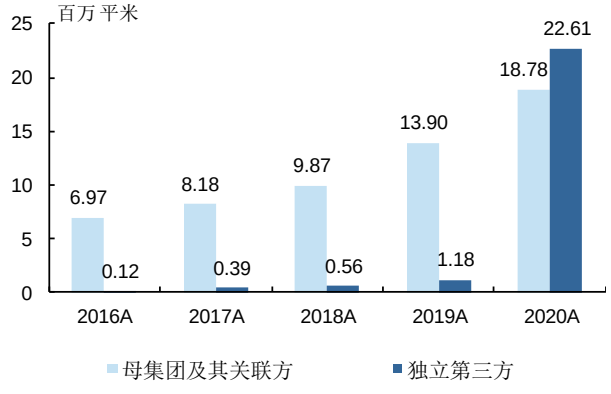
负面因素分析

- 第三方物管项目的收购步伐有所减缓。
- 新收购项目在初始阶段利润率相对较低。
- 终止收购浙江连天美，整体运营战略缺乏定力。

风险分析

- 第三方收并购存在不确定性。
- 物管项目招投标存在不确定性。
- 新业务生态建设存在不确定性。

公司按项目来源划分的物业管理在管面积



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万人民币)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
营业额	901	1,408	2,182	3,095	4,189
销售成本	(564)	(927)	(1,450)	(2,038)	(2,723)
毛利	337	481	732	1,058	1,466
销售费用	(2)	(2)	(4)	(6)	(8)
行政费用	(126)	(150)	(218)	(303)	(402)
其他	15	12	17	15	14
经营溢利	223	341	527	766	1,073
净财务开支/收入	(2)	(17)	(21)	(21)	(21)
分占合营及联营公司溢利	0	1	5	6	7
除税前盈利	219	326	513	753	1,062
税项	(56)	(73)	(128)	(188)	(265)
除税后盈利	163	253	385	565	796
少数股东应占溢利	(1)	(3)	(11)	(14)	(16)
股东应占溢利	162	250	374	551	780
基本每股盈利(人民币元)	0.238	0.345	0.515	0.758	1.075

重要财务比率

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
收入增长（%）	45.6	56.3	55.0	41.9	35.3
毛利率（%）	37.4	34.2	33.5	34.2	35.0
经营利润率（%）	24.8	24.2	24.2	24.7	25.6
净利率（%）	18.0	17.8	17.1	17.8	18.6
股东资金回报率（%）	33.5	26.6	31.9	36.5	39.2
资产回报率（%）	17.2	12.7	13.5	17.1	20.8
净负债/股东资金（%）	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
贸易应收款周转天数	23.5	39.9	45.3	40.0	36.1
贸易应付款周转天数	28.0	45.2	50.4	47.4	45.1

资料来源：公司、国泰君安国际。

正处在高速规模扩张的轨道上

分析员：柳晨 Jack Liu

宝龙商业(09909 HK)

评级：收集

股价：HK$27.300

目标价：HK$29.80

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net Profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (Δ%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2019A	1,620	179	0.440	33.7	55.5	2.645	9.2	0.172	0.7	19.7
2020A	1,921	305	0.491	11.6	46.3	3.343	6.8	0.237	1.0	16.3
2021F	2,564	424	0.658	33.9	34.6	4.238	5.4	0.263	1.2	17.4
2022F	3,468	599	0.930	41.4	24.5	5.431	4.2	0.372	1.6	19.2
2023F	4,446	794	1.232	32.5	18.5	6.664	3.4	0.493	2.2	20.4

已发行股本 Shares in issue (m)	644.0	大股东 Major shareholder	Powerlong Real Estate 62.9%
市值 Market cap. (HK$ m)	17,581.2	流通比例 Free float (%)	30.1
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)	1,169.2	2021 年净负债/股东资金 2021 Net gearing (%)	Net Cash
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK$)	31.650/17.620	2021 年每股估值 2021 NAV (HK$)	33.2
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)			(9.5) / 6.2 / 52.5
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)			(7.3) / 6.6 / 34.5

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

宝龙商业是中国领先的商业运营和物业管理服务提供商。公司以“宝龙一城”、“宝龙城”、“宝龙广场”和“宝龙天地”四大品牌提供商业运营服务。公司也为住宅物业、写字楼和服务式公寓提供物管服务根截至 2020 年末，公司的总在管面积达到约 2,297 万平米，其中 37.3%为商业项目。公司 2021 年计划新开 22 个零售商业项目，包括（1）13 家宝龙广场，（2）3 家宝龙天地，以及（3）6 家宝龙星汇。公司 2020 年商业项目的平均入驻率达到 89.9%。

公司的母集团宝龙地产（01238.HK）是一家深耕长三角区域的擅长开发综合体地产项目的中大型开发商。受益于与母集团之间的协同效应，公司未来将维持在长三角地区商业运营和物业管理的领先地位。值得注意的是，公司 2019 和 2020 年派息比率均达到 50%左右，这显著高于大部分同业的派息水平。公司目前投资评级为“收集”，目标价为 29.80 港元，相当于 37.7 倍/ 26.7 倍/ 20.1 倍 2021-2023 年市盈率。

正面因素分析

- 母集团业务扩张较快。
- 商业运营准入门槛较高，竞争相对较少。
- 聚焦以购物中心为主的商业物管，稀缺性较高。

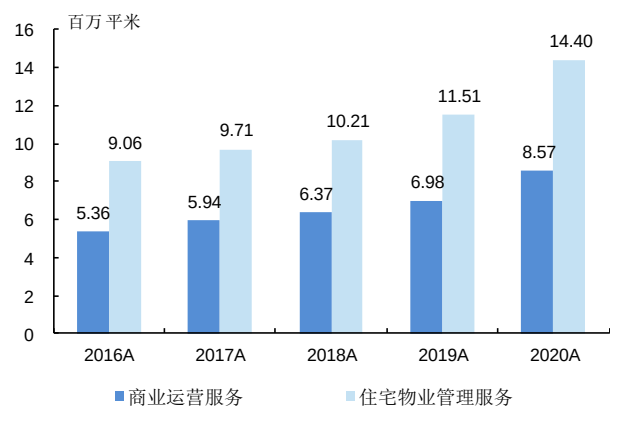
负面因素分析

- 聚焦商业物管可能限制规模扩张。
- 当前在管面积规模与行业龙头相比仍然较小。
- 对母集团的收入依赖性较强。

风险分析

- 在管面积增速不及预期。
- 在管项目利润率低于预期。
- 商业运营易受实体零售消费市场的影响。

公司按项目业态划分的在管面积



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万人民币)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
营业额	1,620	1,921	2,564	3,468	4,446
销售成本	(1,192)	(1,327)	(1,757)	(2,357)	(3,000)
毛利	428	595	807	1,111	1,446
销售费用	(42)	(36)	(46)	(59)	(71)
行政费用	(117)	(134)	(177)	(236)	(298)
其他	10	10	20	29	35
经营溢利	279	434	604	845	1,112
净财务开支/收入	(32)	(11)	(10)	(10)	(9)
分占合营及联营公司溢利	0	(3)	(1)	1	1
除税前盈利	247	420	593	836	1,104
税项	(69)	(113)	(160)	(226)	(299)
除税后盈利	179	307	432	610	806
少数股东应占溢利	0	(2)	(9)	(11)	(12)
股东应占溢利	179	305	424	599	794
基本每股盈利(人民币元)	0.440	0.491	0.658	0.930	1.232

重要财务比率

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
收入增长（%）	35.0	18.6	33.5	35.2	28.2
毛利率（%）	31.5	38.8	35.8	37.6	30.2
经营利润率（%）	23.9	55.2	39.3	39.9	31.7
净利率（%）	34.0	70.8	38.9	41.4	32.5
股东资金回报率（%）	19.7	16.3	17.4	19.2	20.4
资产回报率（%）	6.8	8.0	8.4	9.7	10.7
净负债/股东资金（%）	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
贸易应收款周转天数	25.0	30.2	30.1	27.2	25.4
贸易应付款周转天数	24.9	28.9	27.5	24.1	21.2

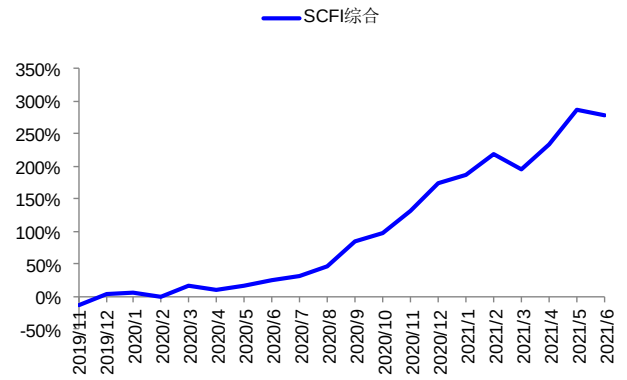
资料来源：公司、国泰君安国际。

航运及物流行业 跑赢大市

分析员：卓仕凯 Kevin Zhuo

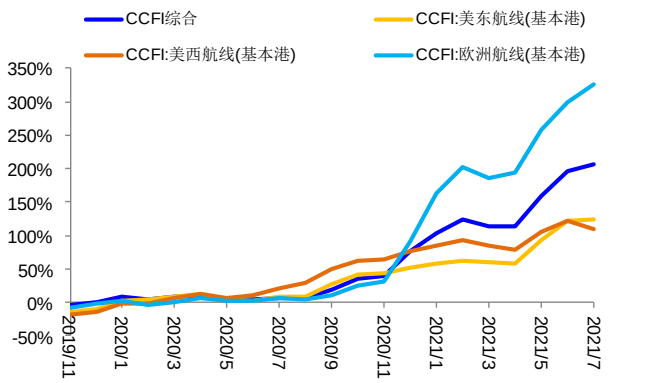
需求上升和运输链效率受阻共同推升运价。在积极的空箱调配和需求缓和下，3 月份欧线运价曾出现下行趋势，SCFI 分别在 2 月和 3 月环比下跌 1.1%和 7.5%。继 2-3 月淡季过后，随着货量恢复，SCFI 在 4 月底创新高。2021 年 5 月和 6 月，SCFI 环比分别上涨 18.1%及 11.1%。需求方面，疫情导致的医药类物资需求、个人居家办公用品需求，中国生产能力领先于其他国家导致的贸易集中化均为主要航向货量支撑因素。2021 年 4 月，亚洲北美线及亚洲欧洲线仍保持较快的货量增长，分别同比上升 44.2%及 24.2%。美国长滩和洛杉矶港口集装箱操作作业压力也保持高位，进口吞吐量在 2021 年 5 月同比增幅分别达 42.3%和 76.5%。供给方面，疫情下供应链受阻造成运输链拥堵问题，如港口劳力减少，货运司机减少以及苏伊士运河堵塞事件和深圳盐田港发现疫情等突发性因素均为诱因。2021 年二季度由于运输链通畅度欠佳及港口拥堵，班轮准班率低下，港口船舶滞留时间和数量有所上升。继 5 月底盐田港作业效率受疫情影响，到 6 月底恢复常态化运行。在偏紧的航运链条下，区域港口效率的影响可能随链条扩散至其他环节，并加重集运资源紧缺的情况。

SCFI 综合指数



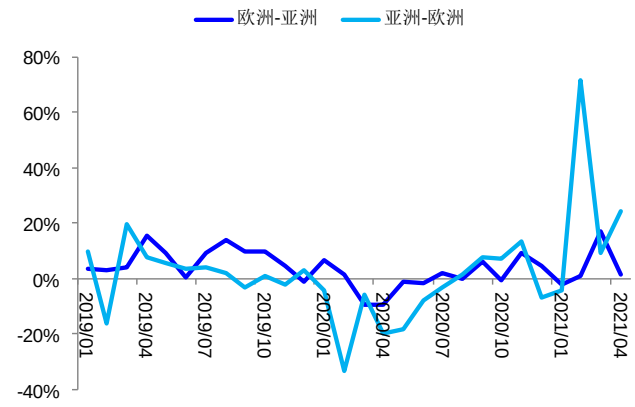
资料来源：上海航运交易所、国泰君安国际。

CCFI 按航线划分的月度同比增速



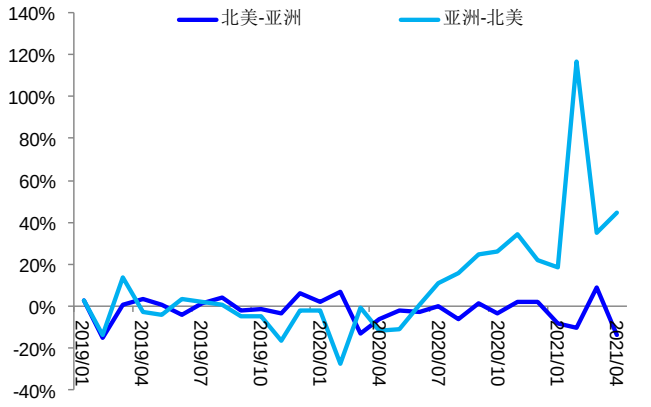
资料来源：上海航运交易所、国泰君安国际。

亚洲-欧洲航线的货运量同比增速（按标箱计）



资料来源：Container Trades Statistics、国泰君安国际。

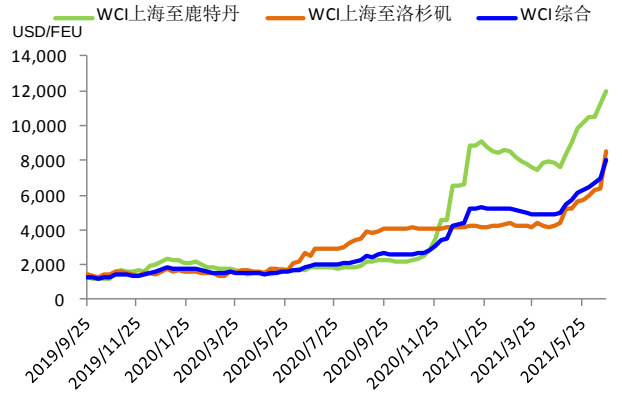
亚洲-北美航线的货运量同比增速（按标箱计）



资料来源：Container Trades Statistics、国泰君安国际。

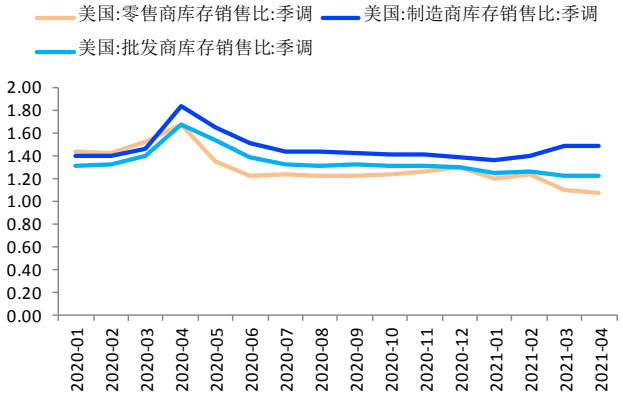
年内主要航线货运需求预计保持较高水平。自疫情以来，全球对中国供应链依赖加重，出口替代以及疫情下强化的相关物资需求拉动中国出口增长。同时，受疫情下各国家财政和货币的刺激政策拉动，截止 2021 年 5 月，中国对欧美进出口仍维持同比高增长。由于货量的恢复性上升，根据德鲁里数据，上海至鹿特丹航线运价以及上海至洛杉矶运价在 2021 年 6 月分别同比上涨 637.1%和 289.9%，环比分别上升 18.1%和 24.6%，且船舶平均舱位利用率处于高水平。随疫苗大面积使用引领疫情向好，世界贸易组织于 2021 年 4 月预计 2021 年和 2022 年全球货物贸易量将分别同比上升 8.0%和 4.0%，对比 2020 年升幅明显。在目前海外疫情仍然反复的后疫情时期，不确定性下海外财政和货币刺激政策仍对贸易端起促进作用。同时，经过一年的消耗，主要经济体社会库存处于低位，美国 2021 年 4 月库销比已降至较低水平。叠加 PMI 在 2021 年基本保持在荣枯线上，我们认为补库存需求应支撑进口货量上行。

世界集装箱运价指数



资料来源：德鲁里、国泰君安国际。

美国库存销售比

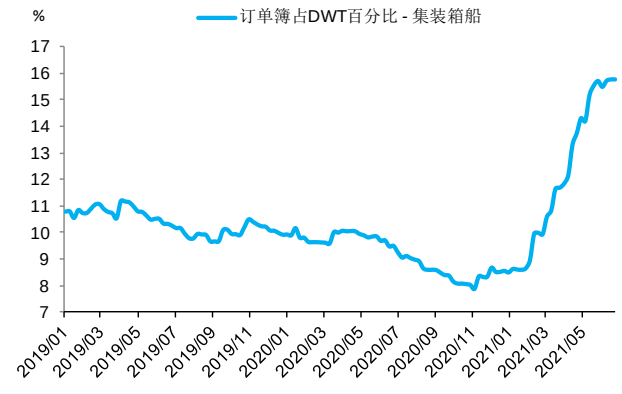


资料来源：美国商务部、国泰君安国际。

我们预期高运价将在第三季度持续，但仍有望在第四季度温和回落。截止 2021 年 6 月，货运量仍维持较高水平，且疫情下影响供应链因素不时发生，导致运输链条资源紧张情况未能缓解。虽 2021 年 2-3 月淡季情况下出现小幅回调，但疫情下运输链拥堵问题未解决叠加货量上行导致此后运价回升。往后看，第三季度为传统美欧航线货运旺季，高需求的持续预计将继续施压运输链，同时压抑有效运力并支撑高运价。同时，我们认为 2021 年四季度运价有望温和回落，但受疫情影响不确定性仍然较大。从目前全球疫苗的接种情况上看，疫情事件风险有望于四季度改善。同时，海外疫情好转有望降低制造和贸易向中国集中的情况以及改善各行业劳力复工情况，贸易流格局常态化将有望使得运输链上各环节资源合理配置，进而缓解目前运输压力。因此，我们认为 10 月和 11 月的集运淡季将给予航运供应链修复机会，从而抑制运价。

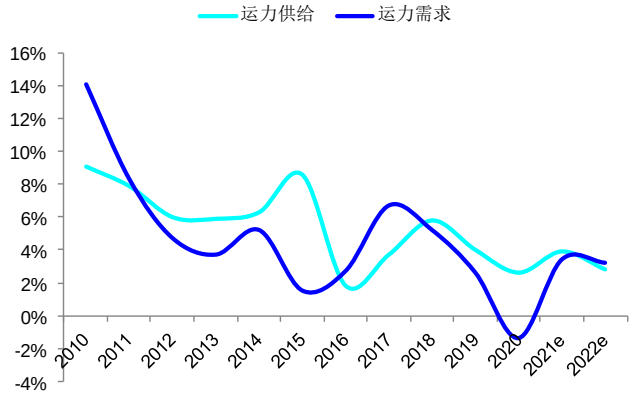
高行业景气推升集装箱新船订单量。自 2021 年 1 月，船公司在运价持续高企后开始购船计划，按载重吨计算，6 月 25 日新船订单量占比现有运力为 15.8%。由于最新一批的新船交付将会在 1-2 年后，现时订单不影响中期供需格局。同时，国际海事组织于 2020 年为在役船舶引入“能效船舶指数”以及“碳强度指标等级”的新技术效率标准，并预计将于 2022 年第四季度生效，届时预计将提高船舶要求而导致有效运力的减少。目前新船订单应基本满足旧船更替和需求自然增长，叠加 IMO 环保要求下未来拆船比例的潜在上升，我们认为目前新订单水平合理。另一方面，经过近年航运企业的有效整合，行业集中度上升及三大联盟基本奠定东西主要航线竞争格局，加之联盟间大型化船舶进程趋同导致航运成本优势差距减少，我们认为此次新船订单占比抬升主要以未来替换需求为主，对市场份额影响可能有限。

集装箱船订单运力占比（按载重吨）



资料来源： VesselsValue、国泰君安国际。

Alphaliner 运力供需预测



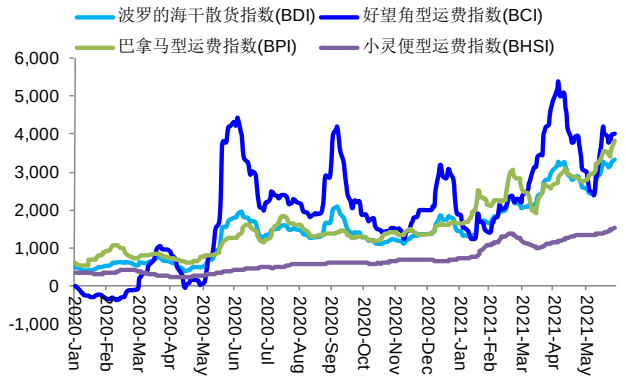
资料来源： Alphaliner、国泰君安国际。

历经疫情，行业可能更重视服务可靠性及端对端的高质量服务。后疫情时代，客户在供应链面对外部环境变化所冲击时开始重视可靠性和安全性，并有更高的意愿为此付出溢价。部分客户在集装箱供应紧张状态下加价保仓以及对航运长协合约需求的上升均体现了这一现象。我们认为，在航运业竞争趋于缓和的背景下，客户需求的变化预计将导致行业价值逐步从成本导向至价值导向转变，从而这将有望支撑航运企业在服务深化方面的拓展。马士基从航运业务正逐步转向一体化供应链服务，提供包括海运、内陆、洲际铁路、仓储和配送等完善的全供应链管

理服务。虽纵向一体化的发展对航运企业在收并购以及统筹业务上有较高的要求，我们认为未来龙头企业有望在这一领域继续探索，这将强化行业溢价力以及带来行业板块价值重估。

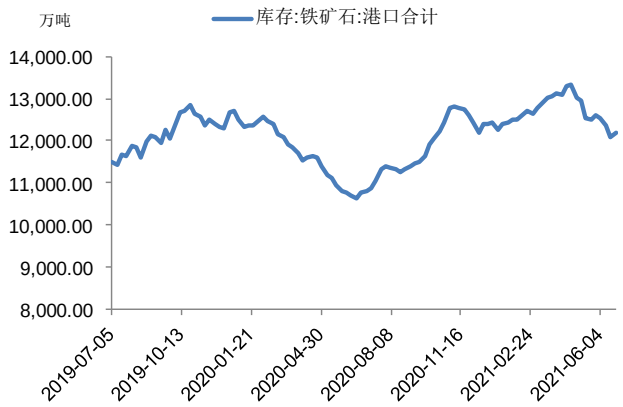
BDI 高位环比回落，但预计全年情况优于去年。受铁矿石需求拉动下自巴西进口增多以及澳洲发货较为集中的影响，海岬型干散货船日租自 3 月起随铁矿石价格拉升。2021 年 5 月，BCI 拉动下，BDI 同比上升 506.3%。但随着铁矿石港口库存回升以及大宗原材料价格高企对下游企业形成压力下国常会对大宗商品价格的关注，BDI 自 5 月中旬开始环比回落，6 月同比增速回落至 151.7% 。从同比上看，各干散货船型运价仍较可观，好望角型运费指数、巴拿马型运费指数以及小灵便型运费指数在 6 月同比涨幅为 52.0%、241.3%以及 318.2%。往后看，随疫情后大宗商品补存库周期进入尾声以及非市场因素造成的大宗原材料热度退却，干散货运价存在下行压力。但中国经济持续恢复以及未来海外疫情的逐步缓解有利于大宗商品需求的恢复。随着夏季煤炭进口需求增多的预期，美洲市场粮食货盘的释放，后续中小型船型市场也有望得到支撑。克拉克森估计 2021 年海运需求量和周转量将分别增长 3.8%和 4.0%，2021 年全球干散货船运力供给仅增长 2.8%。2021 年全年干散运价回落后有望保持相对高位。

BDI 及其成分指数



资料来源： 波罗的海航交所。

中国港口铁矿石库存



资料来源： 我的钢铁网。

投资建议

行业投资评级为跑赢大市。从第二季度运力供需情况看，集运有效运力恢复仍存压力，集装箱周转的时间偏长导致主要航线“一箱难求”局面依然严峻。货运量随全球物资需求停留高位且目前疫情形势下预计短期内贸易流仍偏集中且强劲。第三季度进入航运旺季预计供应链维持紧张状态，这将对高运价情况形成支撑。未来运价回落预期将建立在需求进一步缓和以及疫情受控工作效率回升的局面上，我们认为这有望于第四季度出现。运价高企下龙头航运企业 2021 年第一季度业绩基本录得超预期表现，利润弹性显著。虽超高运价不能长期持续，但是从未来供需预期以及行业竞争局面看，行业周期向好可期。同时，历经疫情后客户的供应链安全和服务质量的要求有望加强航司服务增值空间。我们认为未来航运企业航线市场份额应趋于稳定并有望在服务提升下使其盈利能力持续性以及抗周期性改善。我们认为目前行业估值合理，并给予行业投资评级为“跑赢大市”。

盈利能力改善明显，推荐中远海控（01919 HK）。行业在周期下行时实现了集中度的进一步上升，主要东西干线市场格局基本稳定。凭借中远海控全球排名第 3 的集装箱船队运力以及其较完善的航线布局，其为高运价主要受益龙头之一。历经周期下行行业整合和船舶大型化的发展后，我们认为龙头航运企业成本结构的逐渐趋同将降低行业竞争的强度，因此，中远海控盈利能力有望在经历高运价后平稳着陆，持续性得以强化。同时，我们观察到中远海控在欧线航运合同执行后业绩弹性显著，随后续航运合同的执行，公司业绩有超预期可能性。经历疫情后，客户对航运合约的重视程度进一步上升，这体现在中远海控合约客户的比例以及期限上的提升。客户需求的变化则有望改善公司盈利的稳定度。我们当前给予公司“收集”的投资评级，目标价为 22.30 港元，相当于 4.4 倍/ 14.0 倍/ 13.6 倍 2021-2023 年市盈率及 4.1 倍/ 3.4 倍/ 2.9 倍 2021-2023 年市净率。

公司名称	编号	股价 (HK$)	个股评级	2021 市盈率(x)	2022 市盈率(x)	2023 市盈率(x)	2021 市净率(x)	2021 ROE (%)	2021 股息率(%)
中远海控	01919	19.560	收集	3.9	12.3	11.9	2.5	80.6	0.0
深圳国际	00152	10.740	买入	7.8	6.3	5.5	0.7	8.7	6.4
市值加权平均			**跑赢大市**	**4.2**	**11.7**	**11.3**	**2.3**	**73.9**	**0.6**

资料来源：国泰君安国际。

产业拓张利于协同效应

分析员：卓仕凯 Kevin Zhuo

深圳国际(00152 HK)

评级：买入

股价: HK$10.740

目标价: HK$15.60

End 12/31	Turnover (HKD m)	Net profit (HKD m)	EPS (HKD)	EPS (△%)	PER (x)	BPS (HKD)	PBR (x)	DPS (HKD)	Yield (%)	ROE (%)
2019A	16,820	5,021	2.340	15.3	4.6	14.009	0.8	1.170	10.9	17.2
2020A	19,452	4,007	1.840	(21.4)	5.8	15.666	0.7	0.960	8.9	12.4
2021F	16,867	3,041	1.385	(24.7)	7.8	16.091	0.7	0.693	6.4	8.7
2022F	23,350	3,767	1.716	23.9	6.3	17.115	0.6	0.858	8.0	10.3
2023F	21,078	4,312	1.965	14.5	5.5	18.221	0.6	0.982	9.1	11.1

已发行股本 Shares in issue (m)	2,266.3	大股东 Major shareholder	深圳市投资控股 43.4%
市值 Market cap. (HK$ m)	24,340.2	流通比例 Free float (%)	56.6
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)	3,590.6	2021 年净负债/股东资金 2021 Net gearing (%)	54.9
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK$)	13.239/10.560	2021 年每股估值 2021 NAV (HK$)	17.5
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)			(7.6)/ (11.9)/ (7.2)
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)			(5.4)/ (11.5)/ (25.2)

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

从近月公司收费高速的运营数据上看，各段高速收入基本已从疫情中恢复，进入常态化运营。深圳外环一期项目已经投入运营，总长度 51 公里，并于 2021 年一季度实现日均收入人民币 214 万元。随着整个外环项目及包括深圳沿海项目二期及深汕第二高速项目等其他项目的完成，以及对湾区发展部分权益的潜在收购有望使高速收入进一步提高。另外，基于庞大的已获取土地资源，公司物流园面积预计将保持每年 55 万平方米以上的快速增长。在信息化的背景下，我们认为这将强化公司内部资源的协同效应。同时，从公司对普罗格、中国国际货运航空的投资上看，我们认为深圳国际计划聚焦于物流业务的发展。最后，公司前海一期项目的住宅单位已经售罄。随着项目竣工和交付，我们预计公司 2021 年将实现的投资收益为约 10 亿港元。前海二期项目现已开展前期准备工作。此外，深国际梅林三期住宅项目（和颂轩）于 2020 年 12 月开始预售。我们预计梅林三期住宅项目将于 2022 年竣工并实现逾 44 亿港元收入，强化公司业绩表现。

各业务板块保持发展态势，公司估值具备吸引力。除上述主业外，公司就华南物流园转型项目已签订战略合作框架协议。基于约 60 万平方米的土地面积，我们认为这将有望极大地催化公司表现。同时，公司并表的南京风电、包头南风和蓝德环保等环保业务也具备较好的发展基础。我们认为公司多元业务结构下估值偏低，但发展中的物流主业将为未来打下良好的盈利基础。同时随公司业务协同逻辑显现，整体估值有望提升。我们当前投资评级为“买入”，目标价为 15.60 港元。

正面因素分析

- 高速主业回归正常化。
- 物流园增长确定性高。
- 土地开发催化业绩。

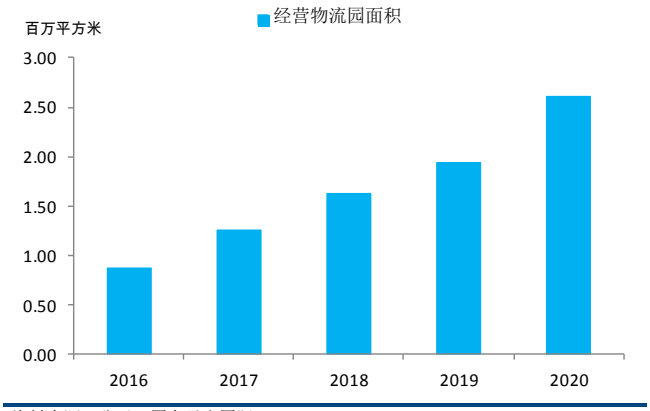
负面因素分析

- 物流项目培育期较长。
- 疫情下主业面临不确定性。

风险分析

- 疫情复发导致封锁政策。
- 项目开发进程不及预期。

深国际经营物流园面积



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万港元)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
营业额	16,820	19,452	16,867	23,350	21,078
- 高速及环保	8,976	11,505	13,231	14,951	16,595
- 物流园	7,845	7,947	3,636	8,399	4,483
毛利	6,699	6,462	6,072	8,406	7,588
经营溢利	8,625	10,270	5,172	7,173	6,454
应占联营及合资公司收益	1,260	(558)	1,510	986	2,640
净财务开支/收入	(738)	(602)	(706)	(868)	(748)
除税前盈利	9,148	9,111	5,977	7,291	8,345
税项	(2,038)	(3,072)	(1,405)	(1,626)	(1,861)
除税后盈利	7,110	6,039	4,572	5,665	6,484
少数股东权益	(2,089)	(2,032)	(1,532)	(1,898)	(2,172)
股东应占溢利	5,021	4,007	3,041	3,767	4,312
每股盈利 (港元)	2.340	1.840	1.385	1.716	1.965

重要财务比率

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
毛利率(%)	39.8	33.2	36.0	36.0	36.0
经营利润率(%)	51.3	52.8	30.7	30.7	30.6
资产回报率(%)	5.7	3.9	2.7	3.3	3.7
股东资金回报率(%)	17.2	12.4	8.7	10.3	11.1
流动比率(倍)	2.1	1.1	1.6	1.5	1.2
速动比率(倍)	1.4	0.7	1.1	1.0	0.9
净资产负债比率(%)	41.4	51.8	54.9	48.3	42.0
净利息覆盖率(倍)	16.3	19.8	13.4	12.8	16.6

资料来源：公司、国泰君安国际。

运价高位持续力仍较强

分析员：卓仕凯 Kevin Zhuo

中远海控(01919 HK)

评级：收集

股价: HK$19.560

目标价：HK$22.30

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (△%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2019A	150,541	1,355	0.112	5.7	156.0	2.884	6.1	0.000	0.0	4.7
2020A	171,259	9,927	0.810	622.4	20.1	3.582	4.5	0.000	0.0	25.0
2021F	280,046	59,243	4.202	418.9	3.9	6.473	2.5	0.000	0.0	80.6
2022F	227,623	21,149	1.327	(68.4)	12.3	7.800	2.1	0.000	0.0	18.6
2023F	231,449	21,788	1.367	3.0	11.9	9.167	1.8	0.000	0.0	16.1

已发行股本 Shares in issue (m)	12,259.5	大股东 Major shareholder	中国远洋海运集团 46.2%
市值 Market cap. (HK$ m)	239,796.4	流通比例 Free float (%)	53.8
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)	74,320.9	2021 年净负债/股东资金 2021 Net gearing (%)	4.2
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK$)	21.000/2.220	2021 年每股估值 2021 NAV (HK$)	26.1
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)			20.4/ 84.9/ 777.1
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)			22.6/ 85.3/ 759.1

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

高运价下中远海控 2021 年一季度业绩显示充分弹性。由于高企的运价和货运量的复苏，公司 2021 年 1 季度实现收入人民币 648.42 亿元，同比上升 79.6%。其中，集运业务收入录得 82.3%的同比升幅至人民币 635.22 亿元。鉴于盈利的高弹性，公司股东净利同比上升 5,200.6%至人民币 154.52 亿元，对应每股净利为人民币 1.26 元，符合此前盈利预喜但超出我们此前预期。由于新合同的执行，公司亚欧航线单位收入录得同比上涨 113.4%以及环比上涨 75.0%，显示出了强劲业绩弹性。新合同持续执行有望继续拉动公司单箱收入改善。我们认为公司 2021 年第二季度业绩将优于一季度业绩，继续推升全年表现。同时，出于客户对供应链安全的考虑，公司合约比例有望提升，这将减少公司合约期内业绩对运价波动的敏感度。

鉴于高企运价持久力增加以及后续行业格局改善的预期，公司估值改善明显。2021 年公司股价随高运价持续性预期增强呈现明显涨势。从目前疫情上看，运输链效率在 2021 年下半年仍应受影响且不确定性较高。我们预计 2021 年第三季度进入航运旺季后，货量在高位的维持将持续运输链偏紧状况，从而运价受到支撑。从未来格局上看，随行业新船订单在高企运价下录得明显上升，但考虑到后期环保要求所增加的拆船量以及订单交付的周期较长，我们认为现时订单不影响中期供需格局改善且目前订单水平相对合理应不会影响行业竞争格局。但从公司估值上看，我们认为上述预期已部分反映。我们当前的给予公司投资评级“收集”，目标价为 22.30 港元。

正面因素分析

- 高运价年内持续性较强。
- 公司业绩弹性大。
- 客户愈加倾向长协合同。

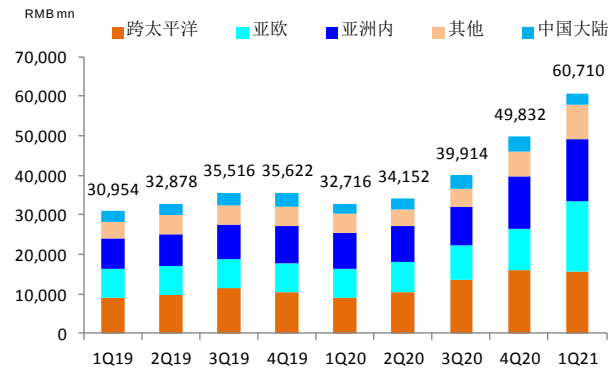
负面因素分析

- 疫情下运输链不确定性较大。
- 环保要求以及油价上升抬升运营成本。

风险分析

- 货量持续性不及预期。
- 疫情后行业陷入市场份额竞争。

中远海控分航线收入



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万人民币)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
营业额	150,541	171,259	280,046	227,623	231,449
毛利	15,329	24,142	103,902	47,214	47,573
经营溢利	7,223	15,575	88,417	35,095	35,232
应占联营及合资公司收益	2,060	2,104	2,396	2,637	2,888
净财务开支/收入	(5,224)	(3,731)	(3,253)	(2,799)	(2,181)
除税前盈利	4,059	13,948	87,560	34,933	35,939
税项	(979)	(760)	(17,033)	(7,105)	(7,271)
终止业务之年度溢利	7,113	0	0	0	0
除税后盈利	3,081	13,187	70,527	27,828	28,668
少数股东权益	(1,726)	(3,260)	(11,284)	(6,679)	(6,880)
股东应占溢利	1,355	9,927	59,243	21,149	21,788
每股盈利 (人民币)	0.550	0.810	4.202	1.327	1.367

重要财务比率

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
毛利率(%)	10.2	14.1	37.1	20.7	20.6
经营利润率(%)	4.8	9.1	31.6	15.4	15.2
资产回报率(%)	0.6	3.7	19.2	6.1	6.0
股东资金回报率(%)	4.7	25.0	80.6	18.6	16.1
流动比率(倍)	1.0	1.0	1.7	2.0	2.1
速动比率(倍)	0.9	0.9	1.6	1.8	2.0
净资产负债比率(%)	197.8	95.9	4.2	net cash	net cash
净利息覆盖率(倍)	4.9	7.0	24.8	11.8	14.0

资料来源：公司、国泰君安国际。

通信设备行业

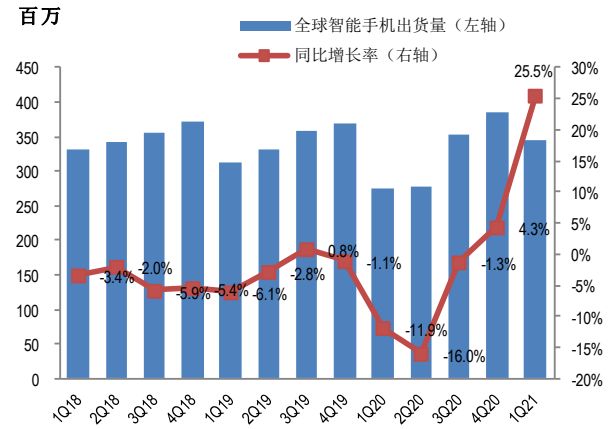
跑赢大市

分析员：余劲同 Gin Yu

行业概况

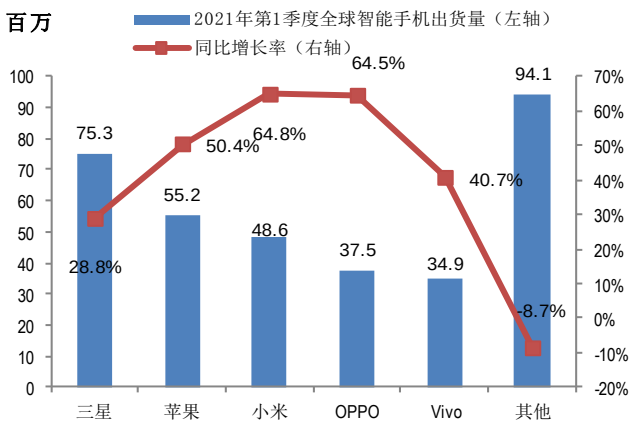
2021 年第一季度全球智能手机出货量增长迅速。根据数据调研机构 IDC 发布的数据，2021 年第 1 季度全球智能手机出货量同比大升 25.5%至 3.455 亿部，强劲的增长来自所有主要地区，其中中国和亚太地区（不包括日本和中国）的增幅最大。尽管强劲增长部分是因为 2020 年较低的基数（当时大部分供应链处于停顿状态，中国处于全面封锁状态），然而与 2019 年第一季度相比，2021 年第一季度的出货量仍然增长了 11%。增长来自多年受抑制的更新周期以及 5G 的推动，同时这说明了智能手机成为我们日常生活中越来越重要的部分。全球出货量前 5 的厂商依次分别为三星、苹果、小米、OPPO 及 vivo。该 5 家厂商合计占全球智能手机出货量的市场份额为 72.8%，同比上升 10.3 个百分点，合计的出货量同比上升 46.1%至 2.515 亿部。小米、vivo 和 OPPO 都在加大对华为近年来份额增长的国际市场的关注。在中低端市场，这些厂商从华为的下降中获益最大，而高端市场的大部分份额则流向了苹果和三星。此外，LG 退出手机市场（其主要市场为美洲）也为其他厂商提供了机会。全球众多已部署 5G 网络的市场，正在继续向 5G 设备迁移，而一些新兴市场，在疫情影响放缓之后，展现出了对中低端 4G 手机的强劲需求。全球半导体短缺仍是许多行业关注的问题，智能手机市场也不例外。然而，其受到的负面影响程度依然小于汽车、PC 等其他消费科技市场。我们预计 2021 年整年全球智能手机出货量将录得强劲的同比增长。

全球智能手机季度出货量及同比增长



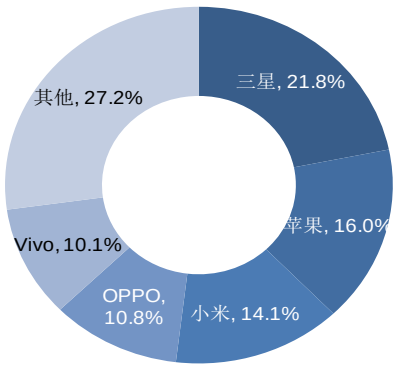
资料来源：IDC、国泰君安国际。

2021 年第 1 季度全球智能手机生产商出货量及同比增长



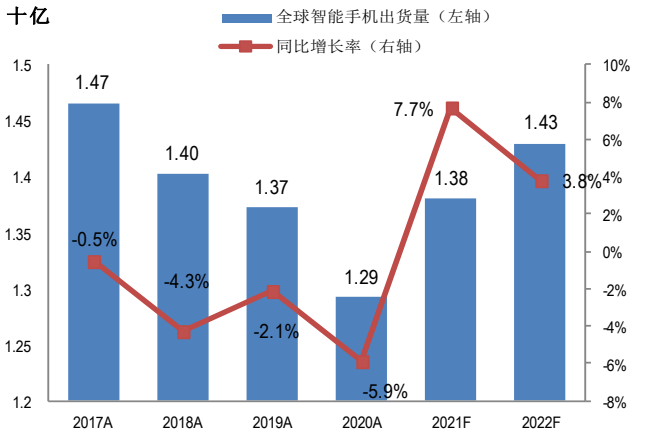
资料来源：IDC、国泰君安国际。

2021 年第 1 季度全球智能手机生产商市占率



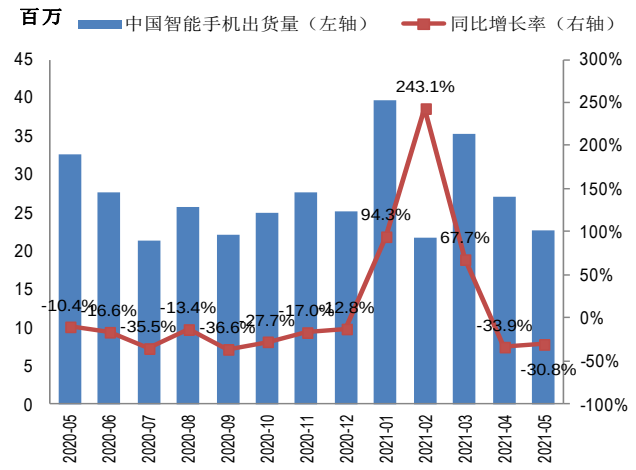
资料来源：IDC、国泰君安国际。

全球智能手机出货量预测



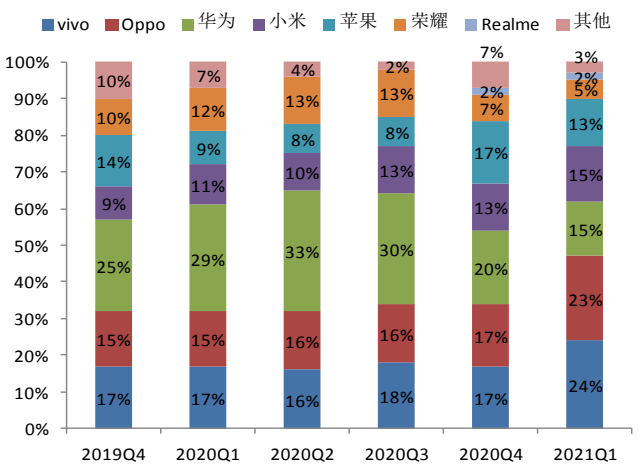
资料来源：IDC、国泰君安国际。

中国智能手机出货量



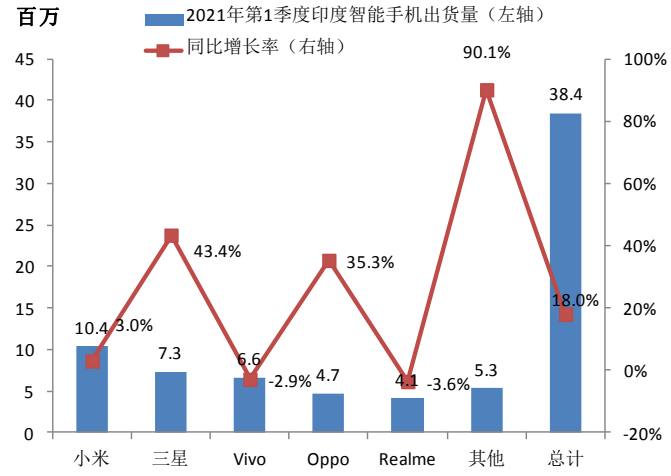
资料来源：工信部、国泰君安国际。

中国智能手机市场份额（按出货量）



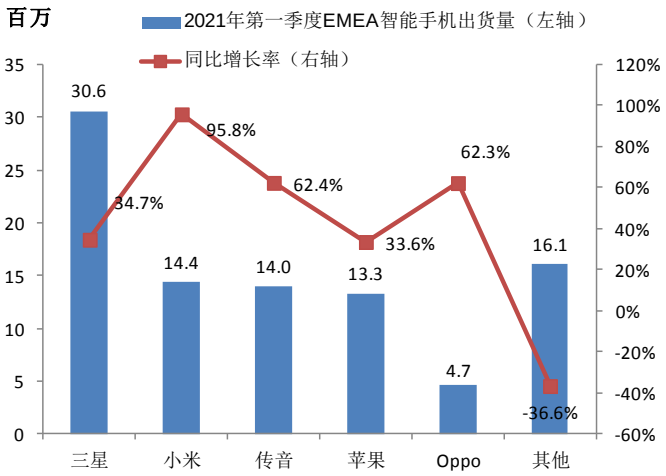
资料来源：Counterpoint、国泰君安国际。

2021 年第 1 季度印度智能手机生产商出货量



资料来源：IDC、国泰君安国际。

2021 年第 1 季度 EMEA 智能手机生产商出货量



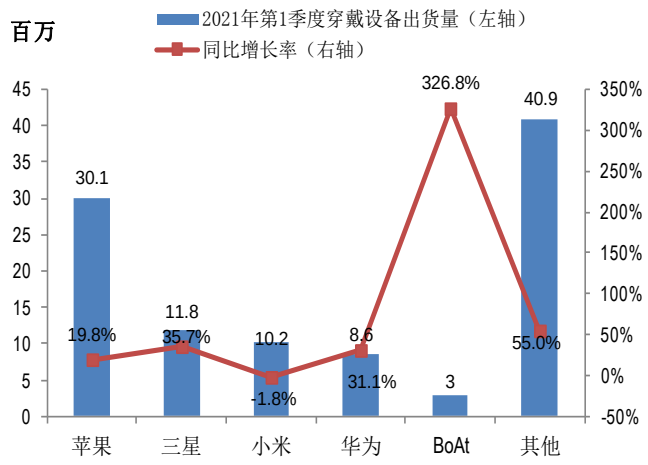
资料来源：IDC、国泰君安国际。

中国 5G 智能手机市场领先全球市场。5G 智能手机产业发展迅速，同时 5G 手机的平均售价也在不断快速下降，因此 5G 智能手机的出货量增长迅速。根据中国信通院的数据，2021 年 1-5 月中国的 5G 手机出货量达到 1.462 亿部，占智能手机出货量的 73.9%，5 月当月的 5G 手机出货量占智能手机出货量的 74.1%。中国能够领先于全球 5G 市场主要是由于中国的 5G 终端价格策略更加激进、中国对主流价位段用户群的覆盖范围更广、以及中国 5G 基站的覆盖更为迅速（截止 2021 年第一季度末，我国已累计建成 5G 基站 81.9 万个，占全球的 70%以上）。终端设备、网络覆盖和应用场景是带动 5G 行业发展的三大核心。我们预计随着这三大核心的不断完善和发展，终端设备和零部件价格继续下降，网络覆盖范围进一步拓展，同时更多的应用场景也将不断落地。

智能手机的光学规格升级将持续进行。目前，摄像和摄影仍然是智能手机对于消费者的重要卖点，多摄手机的占比进一步上升。根据 TrendForce 的调查，在 2020 年，尽管受到新冠肺炎疫情的影响，但由于每部手机摄像模组的增加，智能手机摄像模组的总出货量仍然同比增长 3%。预计该趋势将会延续，2021 年的摄像模组出货量会进一步上升。TrendForce 预测 2021 年的智能手机摄像模组出货量将达到 50.7 亿台，同比增长 11%。除了模组数量外，智能手机的相机规格也在提高，例如高像素、超广角、大光圈等。

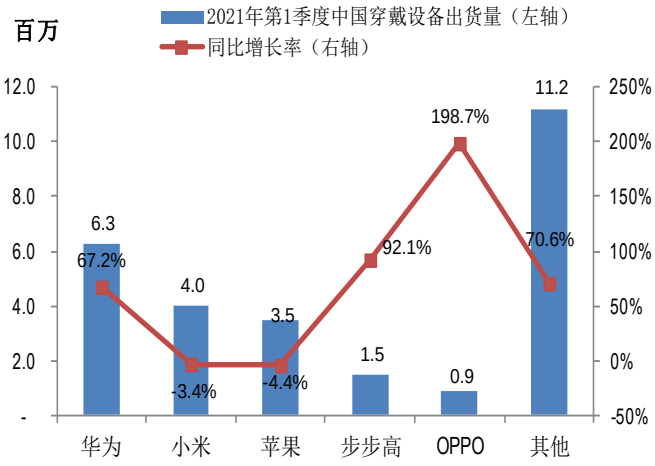
2021 第 1 季度全球可穿戴设备出货量同比增长 34.4%。根据 IDC 显示，2021 年第 1 季度全球可穿戴设备出货量为 1.046 亿，同比增长 34.4%。其中，很多较小的公司为可穿戴设备出货量提供了强劲的增长动力，这些小公司专注于特定市场，或通过不同的解决方案蓬勃发展。例如，排名第五的 BoAt 公司只专注于印度市场，并获得了三位数的增长。另一个例子来自 Oura，其健身追踪环引起了运动队和消费者的注意。由于消费者对于可穿戴设备接受度的上升以及可穿戴产品自身业态和生态圈的丰富，我们预计该市场将继续实现强劲的出货量增长。

2021 年第 1 季度全球可穿戴设备出货量



资料来源：IDC、国泰君安国际。

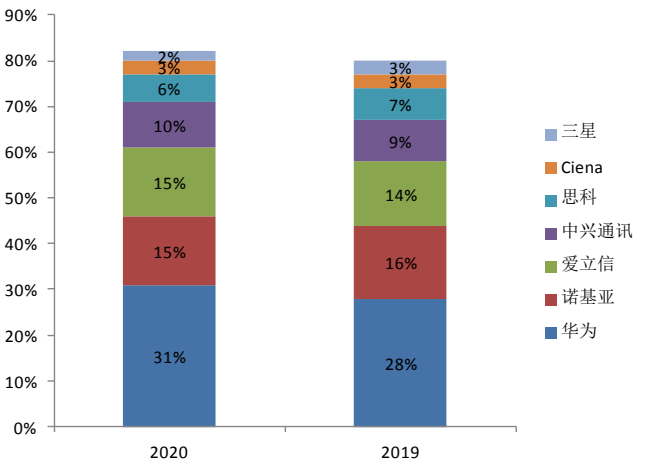
2021 年第 1 季度中国可穿戴设备出货量



资料来源：IDC、国泰君安国际。

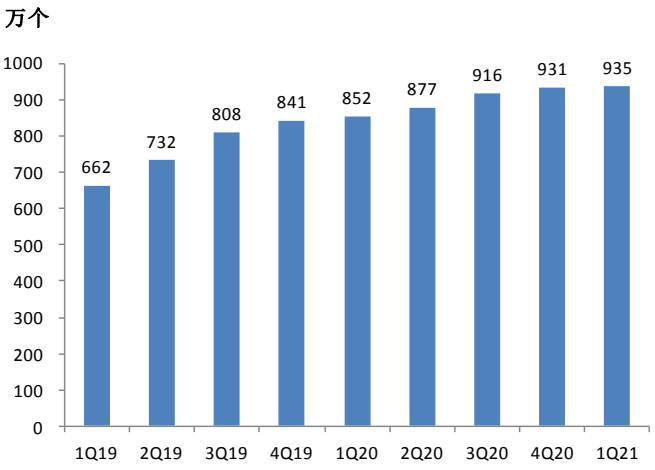
预计 2021 年电信设备市场规模将稳步上升。根据 Dell'Oro Group 初步估算表明，整体电信设备市场在 2021 年第一季度同比增长了 15%。第一季度的强劲增长得益于无线和有线业务同时的两位数同比增长，包括宽带接入、微波传输、移动核心网、无线接入网、SP 路由器和交换机。除了去年较低的基数影响之外（由于供应链中断影响部分市场），北美和亚太地区的积极部署也推动了市场。从 4G 到 5G 的转变继续加速，这不仅影响了无线接入网的投资，而且还刺激运营商升级其核心网和传输网络。根据 Dell'Oro Group 的报告，2020 年前 7 大通信设备厂商为：华为、诺基亚、爱立信、中兴、思科、Ciena 和三星，占据整个市场 80%-85%的份额。华为保持了领先地位。诺基亚与爱立信的差距在 2015 年约为 5 个百分点，这一差距继续缩小，并在本季度基本消除。此外，三星在本季度超越 Ciena 成为排名第六的供应商。由于强劲的市场需求和运营商积极的态度，我们预计 2021 年电信设备市场规模将稳步上升。Dell'Oro Group 预测 2021 年整个电信设备市场将增长 5%至 10%。

全球通信设备厂商市场份额



资料来源：Dell'Oro Group、国泰君安国际。

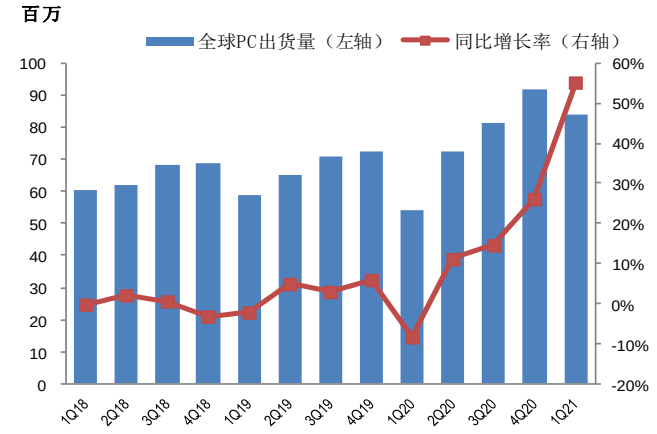
移动通信基站数发展情况



资料来源：工信部、国泰君安国际。

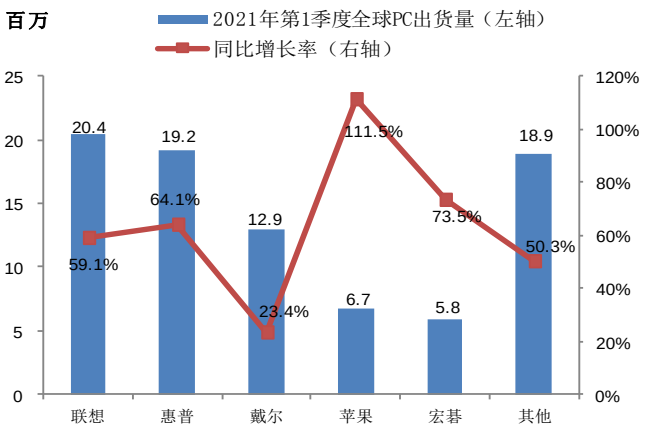
2021 年第 1 季度全球 PC 出货量为 8,398 万台，同比上升 55.2%。PC 市场的持续复苏以及平均销售价格的上涨主要是由于游戏的增长、企业对更高性能笔记本电脑的需求以及教育领域对触摸屏的需求增加。过去一年未满足的需求已经延续到 2021 年第 1 季度，疫情带来的额外需求也继续推动销量。然而，市场继续与组件短缺和物流问题作斗争。我们预计 2021 年的 PC 出货量仍然强势。同时随着 PC 从一家一台到一人一台的趋势，我们预计未来的 PC 出货量将会持续强势。

全球 PC 出货量及同比增长率



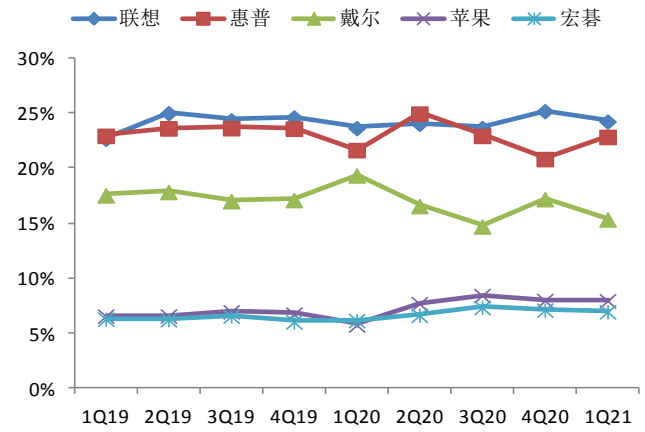
资料来源：IDC、国泰君安国际。

2021 年第 1 季度全球 PC 生产商出货量及同比增长



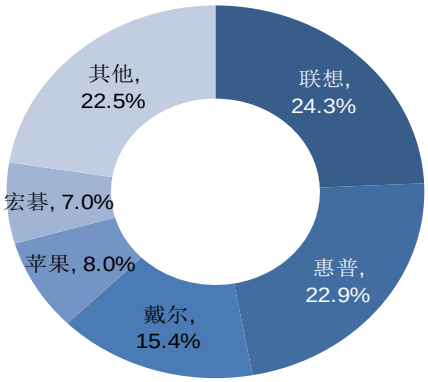
资料来源：IDC、国泰君安国际。

全球 PC 市占率变化



资料来源：IDC、国泰君安国际。

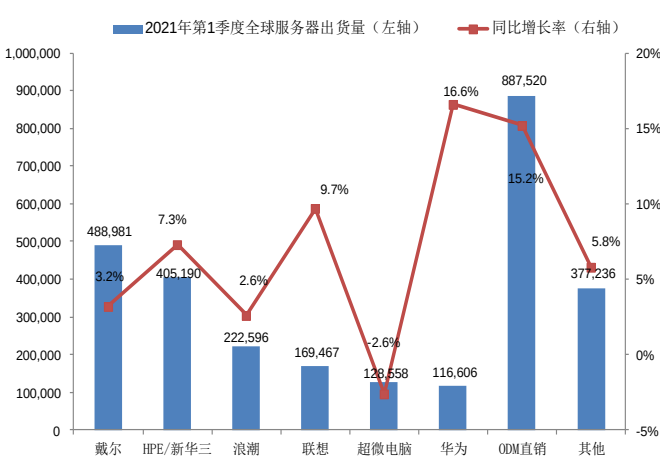
2021 年第 1 季度全球 PC 市占率



资料来源：IDC、国泰君安国际。

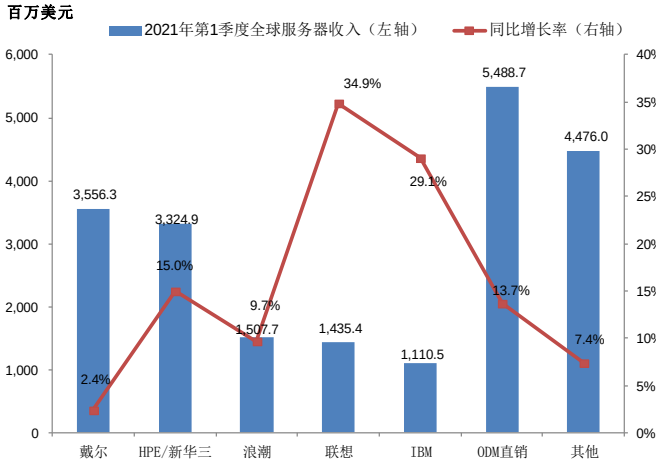
2021 年第 1 季度全球服务器的出货量同比上升 8.3%至 280 万台，而全球服务器的收入同比上升 12.0%至 209 亿美元。除了受去年较低的基数影响外，本季度服务器投资的大幅增加也受到全球经济复苏以及针对业务应用程序、数据中心基础设施和 IT 运营现代化的投资增加的推动。根据 Canalys 的数据，2021 年第 1 季度美国和中国在云基础设施服务的支出分别同比增长 29%和 55%至 186 亿美元和 60 亿美元。由于云服务的强劲市场需求，我们预计超大规模数据中心对于服务器的需求仍然强劲。同时我们预计企业服务器在 2021 年也将实现单位数的同比增长。

2021 年第 1 季度全球服务器生产商出货量及同比增长



资料来源：IDC、国泰君安国际。

2021 年第 1 季度全球服务器生产商收入及同比增长



资料来源：IDC、国泰君安国际。

投资建议

行业的投资评级为“跑赢大市”。由于全球经济的重启、5G 的推动以及零部件厂商产能未来的逐步上升，我们预计全球智能手机出货量将在 2021 年上升。智能手机的规格升级也在不断进行，这为智能手机零部件厂商带来机遇。同时，被积压的 PC 需求将继续使得全球 PC 市场保持强势。随着 5G 终端、网络覆盖以及应用场景的不断完善，同时政策对于 5G 的发展大力支持，预计 2021 年 5G 网络建设将稳步进行，我们预计 2021 年中国将建设 60 万个 5G 基站。5G 的大量基站建设需求预计将为通信设备厂商带来广阔的市场空间。因此我们给予通信设备行业“跑赢大市”的投资评级。

行业风险因素包括：1）5G 进度不及预期。2）美国在高科技行业加大出口管制。3）全球疫情影响加重。4）零部件短缺加重。5）全球手机市场疲弱。6）全球 PC 及服务器市场疲弱。

公司名称	编号	股价 (HK$)	个股评级	2021 市盈率(x)	2022 市盈率(x)	2023 市盈率(x)	2021 市净率(x)	2021 ROE (%)	2021 股息率(%)
中兴通讯	00763	24.250	买入	15.4	13.5	12.5	1.9	13.2	1.4
联想集团	00992	8.930	收集	10.5	10.5	10.6	2.1	26.9	3.7
小米集团 - W	01810	27.000	收集	26.6	21.9	19.0	3.9	15.9	0.0
瑞声科技	02018	58.100	中性	23.2	20.0	17.9	2.4	11.3	1.7
舜宇光学	02382	245.400	收集	37.7	30.4	25.1	10.4	31.1	0.5
中国铁塔	00788	1.070	买入	19.1	15.1	13.2	0.8	4.3	3.4
市值加权平均			**跑赢大市**	**25.4**	**21.0**	**18.2**	**4.4**	**17.6**	**1.0**

资料来源：国泰君安国际。

新基建带来增长动力

分析员：余劲同 Gin Yu

中兴通讯(00763 HK)

评级：买入

股价: HK$24.250

目标价: HK$26.00

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net Profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (△%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2019A	90,737	5,148	1.224	n.a.	17.7	6.854	3.2	0.219	1.0	19.9
2020A	101,451	4,260	0.924	(24.5)	21.9	9.387	2.2	0.200	1.0	11.8
2021F	116,751	6,071	1.316	42.4	15.4	10.526	1.9	0.290	1.4	13.2
2022F	128,737	6,914	1.499	13.9	13.5	11.735	1.7	0.375	1.9	13.5
2023F	139,378	7,455	1.616	7.8	12.5	12.976	1.6	0.404	2.0	13.1

已发行股本 Shares in issue (m)	4,613.4	大股东 Major shareholder	中兴新 26.8%
市值 Market cap. (HK$ m)	172,479.1	流通比例 Free float (%)	73.2
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)	7,746.9	2021 年净负债/股东资金 2021 Net gearing (%)	12.3
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK$)	29.950 / 16.500	2021 年每股估值 2021 NAV (HK$)	27.5
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)			15.2 / 21.3 / 2.3
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)			17.4 / 21.6 / (15.7)

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

2021 财年第一季度营业收入同比增长 22.1%至人民币 262.42 亿元；三大业务均实现同比增长。毛利率同比下降 3.9 个百分点至 35.4%，但环比上升 5.2 个百分点，毛利同比上升 10.0%。因转让高达通信 90%的股权产生的一次性收益，公司录得人民币 7.36 亿元的投资收益。此外，应收账款减值计提大幅减少，并且公司录得商品跌价准备的转回和软件增值税退税增加。因此，股东净利润同比增长 179.7%至人民币 21.82 亿元，扣除非经常性项目后的股东净利润同比增长 392.1%至人民币 7.88 亿元。由于对 5G 无线接入网、传输网、核心网及其它产品的需求强劲，公司的运营商网络业务预计将在 2021 年下半年保持强劲且稳定的增长。政企业务预计将成为公司今年大力拓展的业务。公司的产品范围涵盖硬件、软件及系统，能够为政企客户提供整体解决方案。公司计划在未来几年加强其渠道建设，因此我们预计该业务将在 2021 年快速发展。长期来看，5G 也将为公司的政企业务拓展市场空间。

公司的投资评级为“买入”，目标价为 26.00 港元，目标价相当于 16.5 倍、14.5 倍和 13.4 倍 2021-2023 财年市盈率。

正面因素分析

- 5G 产业链的不断成熟。
- 5G 网络大量的基站建设需求。
- 政企业务广阔的市场空间。

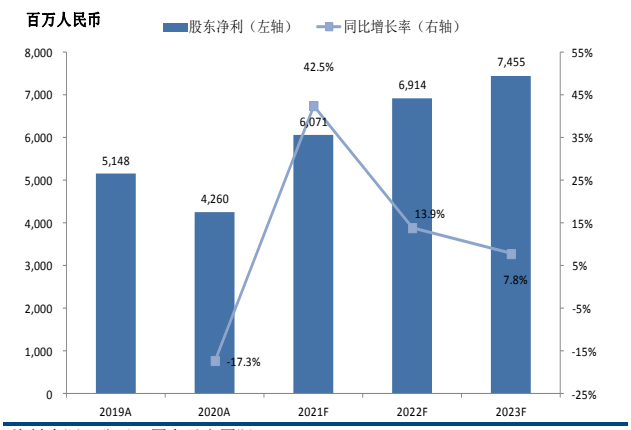
负面因素分析

- 电信运营商共建共享减少基站的需求。
- 手机市场竞争激烈。
- 中兴在海外部分国家发展受阻。

风险分析

- 海外部分国家以国家安全为由阻止中兴参与 5G 建设。
- 中美贸易摩擦加剧。
- 中兴在海外的品牌形象受挫。

公司的股东净利润



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至12月底(百万人民币)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
营业额	90,737	101,451	116,751	128,737	139,378
运营商网络	66,584	74,018	83,053	88,157	91,523
政企业务	9,155	11,272	15,516	20,712	26,540
消费者业务	14,997	16,160	18,182	19,868	21,315
销售成本	(58,878)	(69,889)	(78,233)	(85,644)	(92,682)
毛利	31,859	31,562	38,518	43,093	46,697
其他收入及收益	6,816	4,836	5,307	5,439	5,695
研发成本	(12,548)	(14,797)	(17,513)	(19,568)	(21,186)
销售及分销成本	(7,869)	(7,579)	(8,873)	(10,041)	(11,150)
管理费用	(5,289)	(5,463)	(6,188)	(6,566)	(6,830)
金融和合同资产减值	(2,228)	(503)	(335)	(359)	(373)
其他经营费用	(976)	(887)	(1,208)	(1,333)	(1,443)
经营利润	9,555	6,980	9,558	10,546	11,315
财务费用	(1,718)	(1,496)	(1,373)	(1,464)	(1,521)
应占联营公司收益	(676)	(421)	(196)	16	16
税前利润	7,162	5,064	7,988	9,098	9,809
税项	(1,385)	(342)	(1,598)	(1,820)	(1,962)
少数股东权益	(629)	(462)	(320)	(364)	(392)
股东应占净利润	5,148	4,260	6,071	6,914	7,455
每股盈利 (人民币)	1.224	0.924	1.316	1.499	1.616

重要财务比率

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
毛利率（%）	35.1	31.1	33.0	33.5	33.5
经营利润率（%）	10.5	6.9	8.2	8.2	8.1
净利率（%）	5.7	4.2	5.2	5.4	5.3
资产回报率（%）	3.8	2.9	3.9	4.2	4.3
股东资金回报率（%）	19.9	11.8	13.2	13.5	13.1
净负债比率（%）	26.2	11.2	12.3	8.0	3.7

资料来源：公司、国泰君安国际。

“一体两翼”促进稳步增长

分析员：余劲同 Gin Yu

中国铁塔(00788 HK)

评级：买入

股价: HK$1.070

目标价: HK$1.35

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net Profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (Δ%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2019A	76,428	5,222	0.030	66.7	32.2	1.039	0.9	0.015	1.5	2.9
2020A	81,099	6,428	0.037	23.3	24.2	1.065	0.8	0.022	2.5	3.5
2021F	86,552	8,180	0.047	27.0	19.1	1.089	0.8	0.030	3.4	4.3
2022F	92,277	10,336	0.059	25.5	15.1	1.118	0.8	0.038	4.3	5.4
2023F	98,613	11,775	0.067	13.6	13.2	1.147	0.8	0.043	4.9	5.9

已发行股本 Shares in issue (m)	176,008.5	大股东 Major shareholder	中国移动 27.9%
市值 Market cap. (HK$ m)	188,329.1	流通比例 Free float (%)	30.9
3 个月平均成交股数 3 month average vol. (‘000)	265,519.8	2021 年净负债/股东资金 2021 Net gearing (%)	38.5
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK$)	1.660 / 1.030	2021 年每股估值 2021 NAV (HK$)	1.4
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)			0.9 / (7.8) / (21.9)
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)			3.1 / (7.4) / (39.9)

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

中国铁塔 2021 财年第一季度，公司的总经营收入同比上升 7.4%至人民币 211.51 亿元。由于站址共享水平的继续提高，股东净利润同比增长 16.7%至人民币 16.94 亿元。由于电信运营商对 5G 投资态度明确，我们预计 2021-2023 年 5G 建设将稳定。强劲且稳定的基站建设需求将推升塔类租户数，从而为塔类业务提供稳定的增长动力。我们预计现阶段大部分 5G 建设需求可以通过共享现有站址资源来实现，因此，我们预计塔类站址均租户数将在 2021 年进一步提升。考虑到网络强国和数字中国战略的持续施行以及大数据与人工智能的强劲市场需求，我们预计跨行业业务的市场空间庞大。此外，公司将继续加深其作为信息服务提供商的身份，从而提高其跨行业服务的附加值。近几年新能源技术迅猛发展，我们认为将在未来几年继续快速发展，这将为公司的能源经营业务提供庞大的市场容量和增长机会，因此我们预计能源经营业务将在 2021 年强劲增长。

公司的投资评级为“买入”，目标价为 1.35 港元，目标价分别对应 4.3 倍、3.9 倍和 3.7 倍 2021-2023 财年 EV/EBITDA。

正面因素分析

- 5G 网络大量的基站建设需求。
- 政策对 5G 的大力支持。
- 5G 智能手机市场的不断成熟。

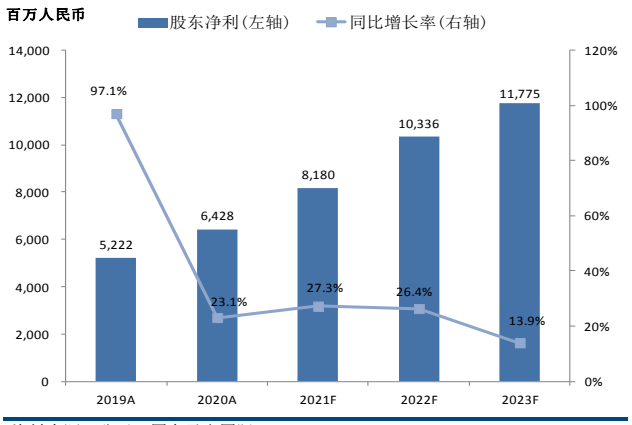
负面因素分析

- 电信运营商共建共享减少基站的需求。
- 电信运营商共建共享减少塔类站址共享水平。
- 2G、3G 退网将减少塔类站址的需求。

风险分析

- 5G 建设进度不及预期。
- 跨行业业务或能源运营业务发展不及预期。
- 电信运营商削减资本开支计划。

公司的股东净利润



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至12月底(百万人民币)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
营业额	76,428	81,099	86,552	92,277	98,613
塔类业务	71,406	73,371	75,235	77,246	79,431
室分业务	2,658	3,528	4,518	5,391	6,237
跨行业业务及其他	2364	4200	6798	9640	12946
折旧和摊销	(45,415)	(47,515)	(48,888)	(50,384)	(53,412)
维护费用	(5,993)	(5,805)	(5,822)	(5,826)	(5,911)
人工成本	(5,863)	(6,115)	(6,578)	(7,059)	(7,593)
其他营运支出	(7,876)	(9,652)	(10,819)	(11,904)	(13,017)
经营利润	11,281	12,012	14,445	17,105	18,680
净财务费用	(4,598)	(3,923)	(4,048)	(3,844)	(3,511)
其他收益	154	318	302	257	231
税前利润	6,837	8,407	10,698	13,518	15,401
税项	(1,616)	(1,980)	(2,520)	(3,184)	(3,627)
少数股东权益	1	1	1	2	2
股东应占净利润	5,222	6,428	8,180	10,336	11,775
每股盈利 (人民币)	0.030	0.037	0.047	0.059	0.067

重要财务比率

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
EBITDA 率（%）	74.2	73.4	73.2	73.1	73.1
经营利润率（%）	14.8	14.8	16.7	18.5	18.9
净利率（%）	6.8	7.9	9.5	11.2	11.9
资产回报率（%）	1.6	1.9	2.4	3.0	3.5
股东资金回报率（%）	2.9	3.5	4.3	5.4	5.9
净负债比率（%）	48.9	45.1	38.5	32.8	24.8

资料来源：公司、国泰君安国际。

市场需求强劲

分析员：余劲同 Gin Yu

联想集团(00992 HK)

评级：收集

股价: HK$8.930

目标价：HK$10.50

End 03/31	Turnover (US$ m)	Net Profit (US$ m)	EPS (US$ Cent)	EPS (△%)	PER (x)	BPS (US$)	PBR (x)	DPS (US$)	Yield (%)	ROE (%)
FY20A	50,716	665	5.578	11.2	20.5	0.268	4.3	0.036	3.1	20.2
FY21A	60,742	1,178	9.536	71.0	12.1	0.299	3.9	0.039	3.4	34.9
FY22F	65,366	1,414	10.953	14.9	10.5	0.538	2.1	0.043	3.7	26.9
FY23F	64,920	1,457	10.995	0.4	10.5	0.591	2.0	0.044	3.8	19.7
FY24F	65,552	1,470	10.824	(1.6)	10.7	0.641	1.8	0.044	3.8	17.8

已发行股本 Shares in issue (m)	12,014.7	大股东 Major shareholder	联想控股 37.4%
市值 Market cap. (HK$ m)	107,532.4	流通比例 Free float (%)	62.6
3 个月平均成交股数 3 month average vol. (‘000)	50,535.3	2022 财年净负债/股东资金 FY22 Net gearing (%)	净现金
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK$)	11.600 / 4.290	2022 财年每股估值 FY22 NAV (HK$)	11.2
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)			(5.5) / (17.3) / 108.2
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)			(3.3) / (16.9) / 90.1

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

联想集团 2021 财年，由于个人电脑出业务的强劲增长以及叠加数据中心业务和移动业务的增长，收入同比增长 19.8%至 607.42 亿美元。毛利率同比下降 0.4 个百分点至 16.1%，但毛利润同比增长 16.9%。基本每股盈利同比增长 70.9%至 9.54 美分，主要是由于毛利润的增长以及费用率的下降（经营费用/总收入下降 1.1 个百分点至 12.5%）。我们预计 2021 财年 PC 市场和平板电脑市场未满足的需求将延续到 2022 财年，因此我们预计 2022 财年个人电脑和智能设备业务仍将强劲。但是，市场继续遭受零部件短缺的影响。半导体行业持续的缺货正在拖慢供应商为客户补充库存和履行订单的能力，但是公司独特的混合制造战略部分抵消了零部件短缺的影响。此外，市场趋势正从每个家庭一台设备转移至每人一台设备，尤其是成熟市场。考虑到产品组合的增长和运营商覆盖的扩大，但同时也竞争激烈，我们预计公司的移动业务将在 2022 财年温和增长，并且我们预计该分部将录得小额的税前利润。考虑到云服务的强劲市场需求，我们预计云基础设施业务将在 2022 财年实现两位数增长。此外，随着越来越多企业的重开，我们预计企业数据中心业务将在 2022 财年实现个位数增长。

公司的投资评级为“收集”，目标价为 10.50 港元，目标价相当于 12.4 倍、12.3 倍和 12.5 倍 2022-2024 财年市盈率。

正面因素分析

- PC 市场需求强劲。
- 智能设备市场的快速发展。
- 和 NetApp、SAP 的合作增加公司的竞争力。
- 云、人工智能、大数据的快速发展。

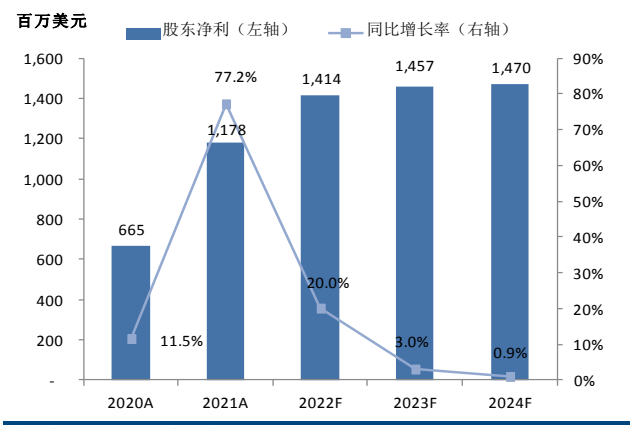
负面因素分析

- 数据中心业务仍然为亏损状态。
- 零部件短缺。
- 个人电脑市场竞争剧烈。
- 智能手机市场竞争剧烈。

风险分析

- 新兴市场的出货量需求受汇率波动的影响。
- 行业竞争加剧。
- 中美贸易摩擦加剧。

公司的股东净利润及同比增长



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 3 月底(百万美元)	FY20A	FY21A	FY22F	FY23F	FY24F
营业额	50,716	60,742	65,366	64,920	65,552
成本	(42,359)	(50,974)	(54,646)	(54,208)	(54,736)
毛利	8,357	9,768	10,720	10,712	10,816
销售费用	(2,972)	(3,045)	(3,203)	(3,181)	(3,212)
管理费用	(2,525)	(2,984)	(3,432)	(3,408)	(3,441)
研发费用	(1,336)	(1,454)	(1,565)	(1,554)	(1,569)
其他经营费用	(86)	(104)	(112)	(111)	(112)
经营利润	1,439	2,180	2,409	2,457	2,481
财务收入/(费用)	(406)	(374)	(320)	(308)	(312)
应占联营公司收益	(15)	(32)	(16)	(15)	(15)
税前利润	1,018	1,774	2,072	2,134	2,154
税项	(213)	(461)	(539)	(555)	(560)
少数股东权益	(139)	(135)	(119)	(123)	(124)
股东应占净利润	665	1,178	1,414	1,457	1,470
每股盈利 (美分)	5.578	9.536	10.953	10.995	10.824

重要财务比率

	FY20A	FY21A	FY22F	FY23F	FY24F
毛利率（%）	16.5	16.1	16.4	16.5	16.5
经营利润率（%）	2.8	3.6	3.7	3.8	3.8
净利率（%）	1.3	1.9	2.2	2.2	2.2
资产回报率（%）	2.1	3.4	3.5	3.4	3.3
股东资金回报率（%）	20.2	34.9	26.9	19.7	17.8
流动比率（倍）	0.8	0.9	1.0	1.0	1.0
速动比率（倍）	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7
负债股权比率（倍）	1.5	1.1	0.5	0.5	0.4
净负债比率（%）	38.8	24.4	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司、国泰君安国际。

智能手机市场份额快速上升

分析员：余劲同 Gin Yu

小米集团-W(01810 HK)

评级：收集

股价: HK$27.000

目标价: HK$32.50

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net Profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (Δ%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2019A	205,839	10,044	0.423	(49.8)	57.1	3.425	7.0	0.000	0.0	13.2
2020A	245,866	20,356	0.849	100.7	26.5	5.157	4.4	0.000	0.0	19.9
2021F	325,321	21,321	0.846	(0.4)	26.6	5.757	3.9	0.000	0.0	15.9
2022F	390,115	25,900	1.028	21.5	21.9	6.786	3.3	0.051	0.2	16.4
2023F	456,209	29,889	1.187	15.5	19.0	7.921	2.8	0.118	0.5	16.1

已发行股本 Shares in issue (m)	25,071.4	大股东 Major shareholder	雷军先生 16.6%
市值 Market cap. (HK$ m)	676,927.0	流通比例 Free float (%)	83.4
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)	146,019.9	2021 年净负债/股东资金 2021 Net gearing (%)	净现金
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK$)	35.900 / 12.880	2021 每股估值 2021 NAV (HK$)	35.0
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)			(7.5) / 2.1 / 110.3
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)			(5.4) / 2.5 / 92.3

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

小米集团 2021 财年第一季度经营收入同比增长 54.7%至人民币 768.82 亿元，主要由于智能手机业务与 IoT 与生活消费产品业务强劲增长。公司毛利率同比提升 3.2 个百分点至 18.4%。此外，按公允价值计入损益的投资公允价值变动同比增长 493.1%至人民币 21 亿元。2021 财年第一季度，公司的股东净利同比上升 260.2%至人民币 77.93 亿元，公司的经调整净利同比增长 163.8%至人民币 60.69 亿元。小米迅速部署线下市场；2021 年 1-4 月公司的零售店总数新增超过 2,300 家达到 5,500 家。凭借小米与 Redmi 丰富且清晰的产品线布局以及公司在线下渠道的扩张，我们预计公司的智能手机出货量和市场份额将上升。通过加强海外市场的线上渠道与运营商渠道，我们预计公司将能够进一步扩大其在海外市场的市场份额。然而，在新一波新冠疫情的影响下，我们预计印度的智能手机出货量将承压。零部件短缺预计也将影响全球智能手机市场，但通过积极储备原材料并与供应商积极沟通，我们预计零部件短缺将不会在 2021 年对公司造成重大影响。总体而言，我们预计 2021 年小米的智能手机出货量将稳步增长。此外，电动车业务将进一步丰富小米的生态系统，并为公司带来长期的新增长动能。由于初期投资大且投资回报期长的特点，预计电动汽车业务短期内将对公司的盈利能力产生负面影响，但将提高公司的估值水平。

公司的投资评级为“收集”，目标价为 32.50 港元，目标价相当于 32.0 倍、26.3 倍和 22.8 倍 2021-2023 财年市盈率。

正面因素分析

- 5G 将促进智能手机出货量。
- 公司在海外发展迅速。
- 智能设备市场发展迅速且空间巨大。
- 互联网用户基数不断上升。

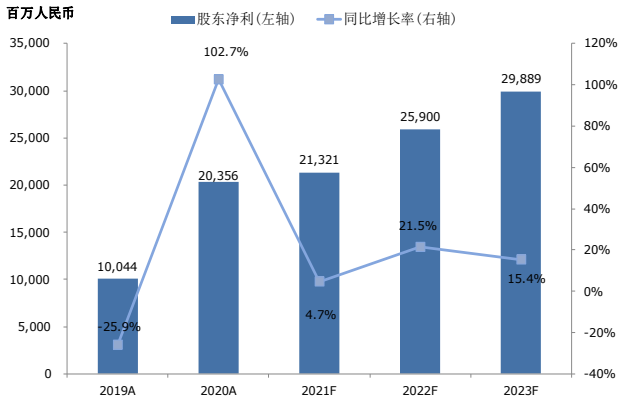
负面因素分析

- 印度新冠肺炎疫情影响智能手机出货量。
- 零部件短缺。

风险分析

- 疫情反复导致智能手机市场疲弱。
- 5G 对智能手机需求的拉动不及预期。
- 行业竞争加剧。

公司的股东净利润及同比增长



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万人民币)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
营业额	205,839	245,866	325,321	390,115	456,209
智能手机	122,095	152,191	203,353	245,976	292,219
物联网与生活消费产品	62,088	67,410	89,875	105,690	120,031
互联网服务	19,842	23,755	28,581	33,707	37,794
其他	1,814	2,509	3,513	4,742	6,165
成本	(177,285)	(209,114)	(269,911)	(323,812)	(379,695)
毛利	28,554	36,752	55,410	66,303	76,514
销售及推广支出	(10,378)	(14,539)	(19,519)	(23,407)	(27,373)
行政支出	(3,104)	(3,746)	(4,554)	(5,462)	(6,387)
研发支出	(7,493)	(9,256)	(12,362)	(14,824)	(17,336)
投资公允价值变动	3,813	13,173	4,629	6,017	7,445
投资亏损	(672)	1,381	0	0	0
其他收入	1,266	643	653	793	943
其他（亏损）/收益净额	(226)	(372)	0	0	0
经营利润	11,760	24,035	24,256	29,420	33,807
财务收入净额	402	(2,401)	775	987	1,283
税前利润	12,163	21,633	25,031	30,407	35,090
税项	(2,060)	(1,321)	(3,755)	(4,561)	(5,264)
少数股东权益	(59)	43	45	54	63
股东应占净利润	10,044	20,356	21,321	25,900	29,889
每股盈利 (人民币)	0.423	0.849	0.846	1.028	1.187

重要财务比率

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
毛利率（%）	13.9	14.9	17.0	17.0	16.8
净利率（%）	4.9	8.3	6.6	6.6	6.6
股东资金回报率（%）	13.2	19.9	15.9	16.4	16.1
流动比率（倍）	1.5	1.6	1.6	1.7	1.7
净负债比率（%）	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司、国泰君安国际。

毛利率恢复

分析员：余劲同 Gin Yu

瑞声科技(02018 HK)

评级：中性

股价: HK$58.100

目标价: HK$46.80

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net Profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (△%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2019A	17,884	2,222	1.836	(40.9)	28.3	15.999	3.2	0.361	0.7	11.6
2020A	17,140	1,507	1.247	(32.1)	38.8	18.056	2.7	0.249	0.5	7.4
2021F	19,616	2,518	2.083	67.0	23.2	19.824	2.4	0.833	1.7	11.3
2022F	22,359	2,931	2.425	16.4	20.0	21.430	2.3	0.970	2.0	12.1
2023F	24,468	3,270	2.706	11.6	17.9	23.191	2.1	1.082	2.2	12.5

已发行股本 Shares in issue (m)	1,208.5	大股东 Major shareholder	潘政民先生 41.0%
市值 Market cap. (HK$ m)	70,213.9	流通比例 Free float (%)	59.0
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)	9,552.7	2021 年净负债/股东资金 2021 Net gearing (%)	13.4
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK$)	63.950 / 37.800	2021 每股估值 2021 NAV (HK$)	49.5
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)			22.8 / 47.1 / 22.2
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)			25.0 / 47.5 / 4.2

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

公司 2021 年第一季度，股东净利同比上升 909.6%至人民币 5.32 亿元，主要是由于收入和毛利率的同时上升。总收入同比上升 20.6%至人民币 42.92 亿元，而毛利率同比增长 8.0 个百分点至 31.1%，与 2020 年第四季度的 28.1%相比环比增长 3.0 个百分点。2021 年的全球智能手机出货量和 iPhone 出货量预计将录得同比增长，这将促进公司各业务线的产品出货量。然而，我们预计智能手机出货量将受到零部件短缺和近期印度疫情的不利影响。通过改善产品线管理和运营效率，公司能够提高声学业务的毛利率，此外，随着安卓声学单体到模组的生产逐渐自动化，声学业务的毛利率有望进一步提升。我们预计公司将扩大其在高端镜片市场的份额以改善其产品结构，并继续提高其生产效率和良率，从而提高光学业务的毛利率；此外，随着生产规模的逐步扩大，我们预计摄像模组业务的毛利率将进一步提高。我们预计电磁传动及精密结构件业务和 MEMS 业务的毛利率将保持稳定。由于更高的进光量、更高的分辨率和更薄的厚度，我们预计 WLG 玻塑混合镜头业务将在很多场景下取代塑料镜头，并不断获取市场份额。

公司的投资评级为“中性”，目标价为 46.80 港元，目标价相当于 18.7 倍、16.1 倍和 14.4 倍 2021-2023 财年市盈率。

正面因素分析

- 超线性结构方案渗透率的不断提升。
- 安卓智能手机声学和触控方面的规格升级。
- 光学业务的快速发展。

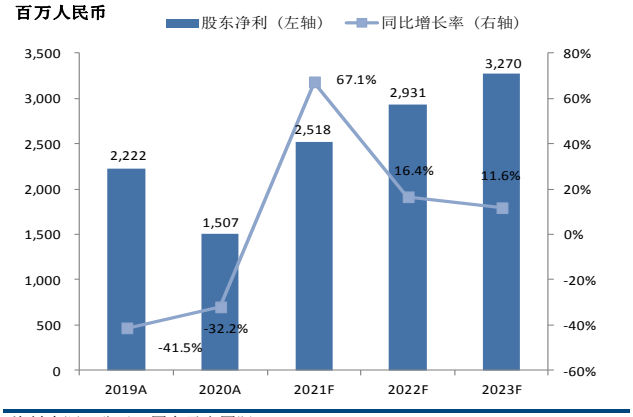
负面因素分析

- 声学以及触控产品市场竞争激烈。
- 智能手机换机周期较长。

风险分析

- 智能手机需求疲弱。
- 5G 对智能手机需求的拉动不及预期。
- 行业竞争加剧。
- iPhone 出货量不及预期。

公司的股东净利润及同比增长



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万人民)币	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
营业额	17,884	17,140	19,616	22,359	24,468
声学	8,167	7,560	9,503	10,458	11,172
触控马达及精密器件	7,694	6,847	6,320	7,230	7,667
微机电系统器件	929	1,083	1,299	1,403	1,515
其他	1,094	1,650	2,494	3,268	4,114
成本	(12,777	(12,913)	(13,639)	(15,508)	(16,918)
毛利	5,107	4,227	5,977	6,851	7,550
其他收入及收益	247	502	294	335	367
销售费用	(275)	(285)	(327)	(372)	(407)
管理费用	(643)	(672)	(687)	(783)	(856)
研发费用	(1,717)	(1,920)	(2,060)	(2,348)	(2,569)
其他费用	82	148	0	0	0
经营利润	2,801	2,000	3,198	3,683	4,084
财务费用	(248)	(353)	(348)	(366)	(382)
税前利润	2,552	1,648	2,850	3,318	3,702
税项	(330)	(147)	(342)	(398)	(444)
少数股东权益	0	6	9	11	12
股东应占净利润	2,222	1,507	2,518	2,931	3,270
每股盈利 (人民币)	1.836	1.247	2.083	2.425	2.706

重要财务比率

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
毛利率（%）	28.6	24.7	30.5	30.6	30.9
净利率（%）	12.4	8.8	12.8	13.1	13.4
资产回报率（%）	6.9	4.1	6.4	7.1	7.3
股东资金回报率（%）	11.6	7.4	11.3	12.1	12.5
流动比率（倍）	1.9	1.8	1.7	1.7	1.7
净负债比率（%）	17.0	7.5	13.4	15.1	15.6

资料来源：公司、国泰君安国际。

市场恢复但竞争加剧

分析员：余劲同 Gin Yu

舜宇光学(02382 HK)

评级：收集

股价: HK$245.400

目标价：HK$248.00

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net Profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (△%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2019A	37,849	3,991	3.648	60.1	60.1	11.473	19.1	0.728	0.4	36.6
2020A	38,002	4,872	4.458	22.2	45.9	15.187	13.5	0.888	0.5	33.4
2021F	44,999	5,926	5.423	21.6	37.7	19.718	10.4	1.080	0.6	31.1
2022F	55,475	7,356	6.731	24.1	30.4	25.365	8.1	1.341	0.7	29.9
2023F	68,023	8,889	8.133	20.8	25.1	32.152	6.4	1.620	0.8	28.3

已发行股本 Shares in issue (m)	1,096.9	大股东 Major shareholder	王文鉴先生 38.5%
市值 Market cap. (HK$ m)	269,166.9	流通比例 Free float (%)	61.5
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)	6,031.2	2021 年净负债/股东资金 2021 Net gearing (%)	8.3
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK$)	247.600 / 112.100	2021 每股估值 2021 NAV (HK$)	265.0
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)			19.1 / 34.2 / 97.9
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)			21.3 / 34.6 / 79.9

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

公司 2020 财年收入同比增长 0.4%至人民币 380.02 亿元。公司的毛利率同比增长 2.4 个百分点至 22.9%。股东净利增长 22.1%至人民币 48.72 亿元。由于海外疫情的影响以及国内智能手机市场的疲软，我们预计手机镜头和手机摄像模组出货量在短期内将受到影响，但由于手机光学规格升级的需求，我们预计手机镜头和手机摄像模组出货量在中长期将依旧强势。同时，预计公司将生产 iPad 5P 镜头，这将为公司镜头业务的发展带来持续强劲的动力。由于汽车行业的复苏和单车镜头数量的不断上升，我们预计车载镜头的出货量在 2021 年下半年将依旧强势，但由于汽车芯片面临供应紧张的问题，短期内预计会影响公司的车载镜头业务，因此我们认为 2021 年下半年车载镜头出货量的增速较 2021 年上半年将有所放缓。2021 财年，由于一些竞争对手的产能利用率较低，我们预计行业将经历一定程度的价格竞争，这将对毛利率产生负面影响。但是，由于规格升级趋势仍然存在，并且预计生产流程的优化和自动化将进一步实施，这有望缓解价格竞争带来的压力。总体而言，我们预计与 2020 财年相比，2021 财年的毛利率将保持稳定。

公司的投资评级为“收集”，目标价为 248.00 港元，目标价相当于 38.1 倍、30.7 倍和 25.4 倍 2021-2023 财年市盈率。

正面因素分析

- 多摄智能手机占比的不断提升。
- 3D 感测镜头、高规格镜头的需求增加。
- 受益于智能手机光学方面的规格升级。
- 5G 智能手机的逐渐普及。
- 公司市场份额的提升。

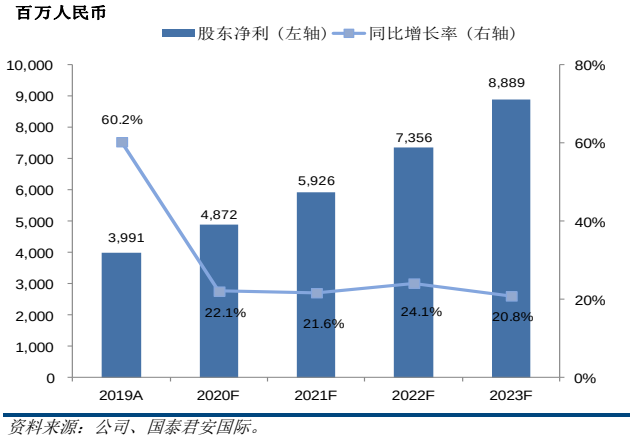
风险分析

- 智能手机需求疲弱。
- 5G 对智能手机需求的拉动不及预期。
- 行业竞争加剧

负面因素分析

- 手机摄像模组市场竞争激烈。
- 智能手机换机周期较长。
- 新冠肺炎疫情对于智能手机行业和汽车行业的影响。

公司的股东净利润及同比增长



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至12月底(百万人民币)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
营业收入	37,849	38,002	44,999	55,475	68,023
光学零件收入	8,815	9,181	11,123	13,200	15,654
光电产品收入	28,748	28,494	33,481	41,784	51,770
光学仪器收入	285	326	395	491	598
营业成本	(30,098)	(29,304)	(34,742)	(42,762)	(52,717)
毛利	7,751	8,698	10,257	12,713	15,305
其他收入及收益	194	709	676	689	769
销售费用	(279)	(313)	(371)	(458)	(561)
研发费用	(2,209)	(2,499)	(2,655)	(3,218)	(3,809)
管理费用	(650)	(719)	(810)	(999)	(1,224)
经营利润	4,806	5,877	7,097	8,729	10,480
应占联营公司收益	(6)	0	0	0	0
财务费用	(250)	(234)	(233)	(209)	(184)
税前利润	4,550	5,643	6,864	8,520	10,295
税项	(531)	(703)	(855)	(1,061)	(1,282)
少数股东权益	(28)	(68)	(83)	(103)	(125)
股东应占净利润	3,991	4,872	5,926	7,356	8,889
每股盈利 (人民币)	3.648	4.458	5.423	6.731	8.133

重要财务比率

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
毛利率（%）	20.5	22.9	22.8	22.9	22.5
经营利润率（%）	11.9	12.7	15.5	15.8	15.7
净利率（%）	10.5	12.8	13.2	13.3	13.1
资产回报率（%）	14.9	14.7	15.4	16.2	16.4
股东资金回报率（%）	36.6	33.4	31.1	29.9	28.3
净负债比率（%）	26.3	17.2	8.3	1.7	净现金

资料来源：公司、国泰君安国际。

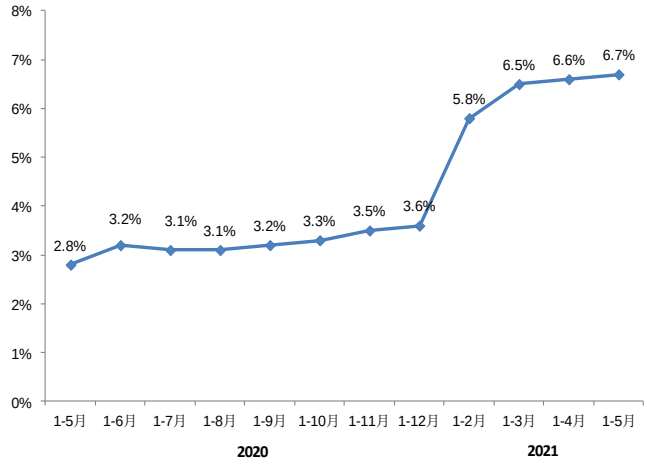
电信服务行业 跑赢大市

分析员：余劲同 Gin Yu

行业概况

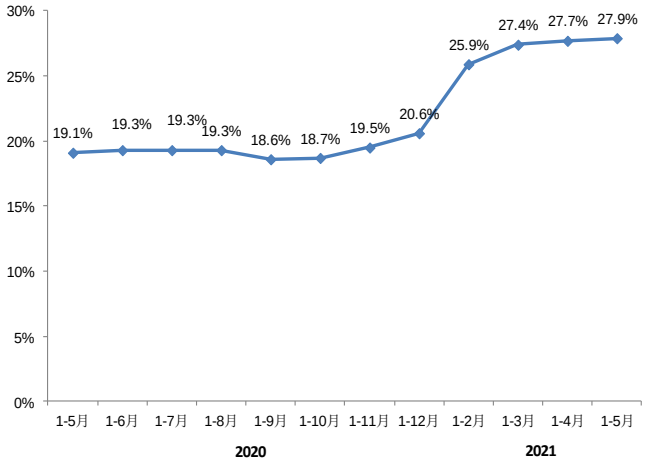
电信业务收入继续稳步提升。2021 年 1-5 月，电信业务收入累计完成 6,127 亿元，同比增长 6.7%，同比增速持续上升，5 月当月电信业务收入为 1,265 亿元，同比增长 7.3%。2021 年 1-5 月，三家电信运营商的移动数据及互联网业务收入同比增长 2.7%至 2,726 亿元，而固定数据及互联网业务收入同比增长 8.9%至 1,059 亿元。我们预计由于市场竞争的放缓以及 5G 业务的发展，数据及互联网业务收入将继续增长。由于 IPTV、互联网数据中心、大数据、云计算、人工智能等新兴业务的拉动，2021 年 1-5 月新兴业务收入同比增长 25.7%至 918 亿元，在电信业务收入中占比为 15%，拉动电信业务收入增长 3.3 个百分点。其中，云计算和大数据业务增势最为突出，收入同比增长分别达 94.7%和 35.3%，共占新兴业务收入的 16.8%，占比同比提升 5.6 个百分点。由于强劲的市场需求，我们预计新兴业务将继续保持强劲的增长势头。

电信业务收入累计同比增长



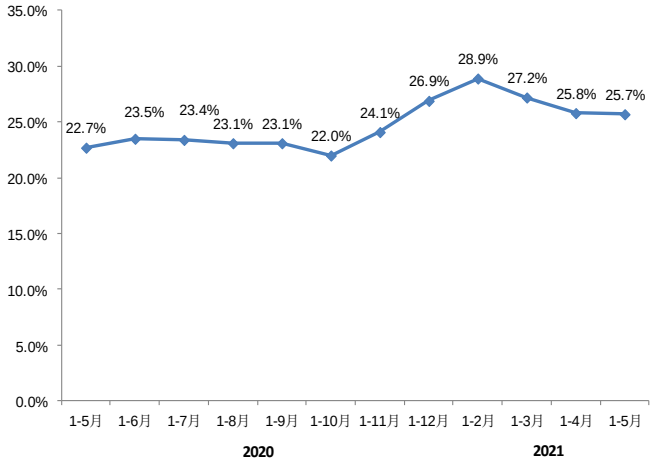
资料来源：工信部、国泰君安国际。

电信业务总量累计同比增长（上年不变价）



资料来源：工信部、国泰君安国际。

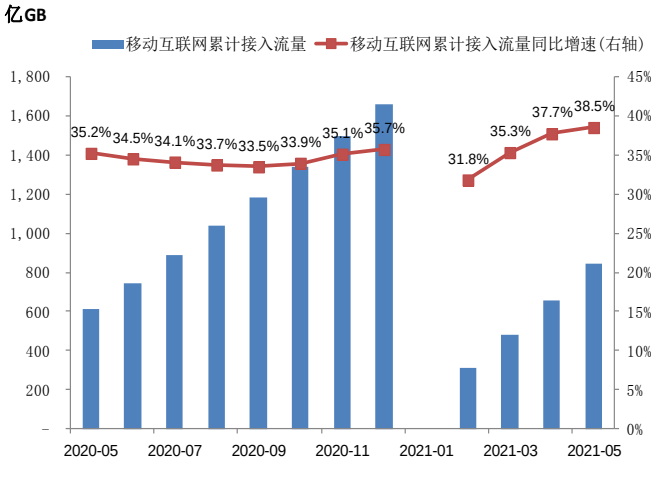
新兴业务收入累计同比增长



资料来源：工信部、国泰君安国际。

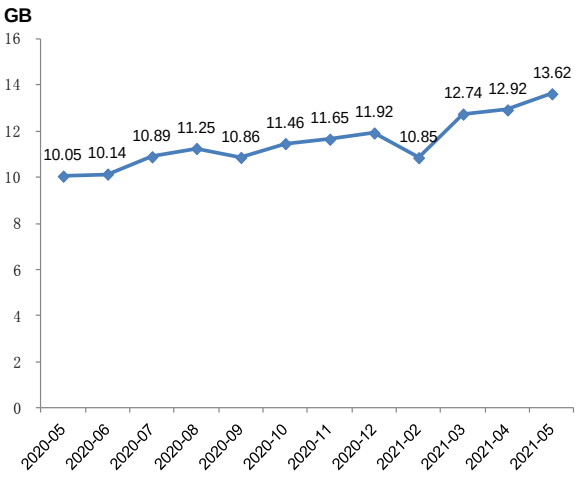
我们预计移动互联网接入流量将继续上升。2021 年 1-5 月全国移动互联网接入流量同比增长 38.5%至 846 亿 GB。同时，2021 年 5 月移动互联网接入月户均流量已达 13.62GB。由于 5G 用户数量占比的大幅上升，我们认为移动互联网接入流量仍然存在强劲的上升动力。

移动互联网累计接入流量及同比增长



资料来源：工信部、国泰君安国际。

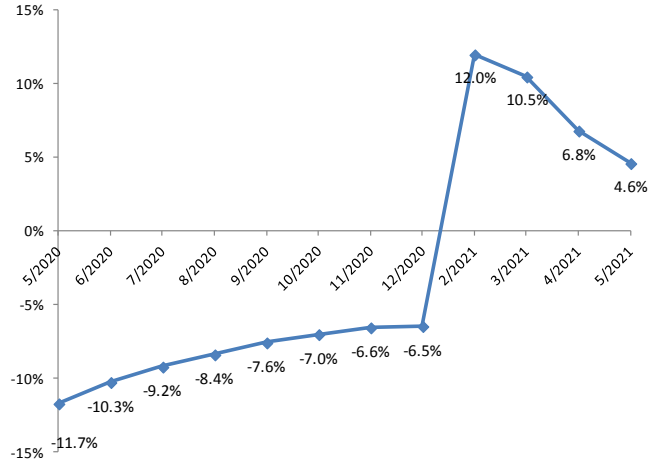
户均移动互联网接入流量



资料来源：工信部、国泰君安国际。

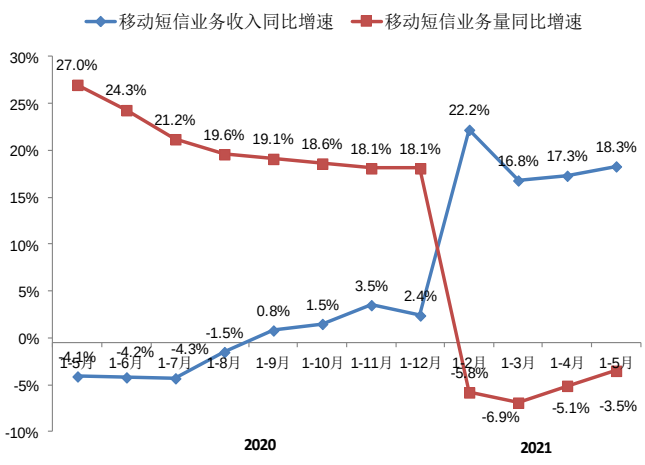
我们预计移动电话通话量升幅将继续收窄而移动短信收入将强势。2021 年 1-5 月，移动电话去话通话时长同比上升 4.6%至 9,202 亿分钟而固定电话主叫通话时长同比下降 4.3%至 387 亿分钟。由于同期基数的逐渐提升，我们预计通话时长的升幅将继续收窄。2021 年 1-5 月，全国移动短信业务量同比下降 3.5%，而移动短信业务收入同比增长 18.3%。由于业务量降幅的收窄以及短信单价的上升，我们预计短信业务收入将依旧保持较高的增速。未来，随着 5G 消息产业的发展，我们预计短信业务的收入有望持续得到提升。

移动电话去话通话时长累计同比增长



资料来源：工信部、国泰君安国际。

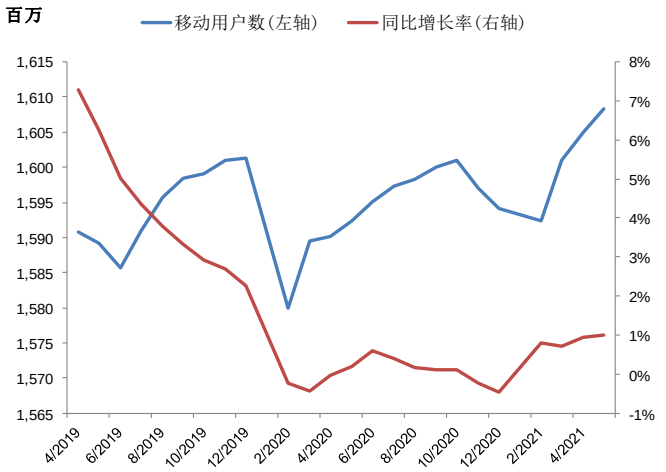
移动短信业务情况



资料来源：工信部、国泰君安国际。

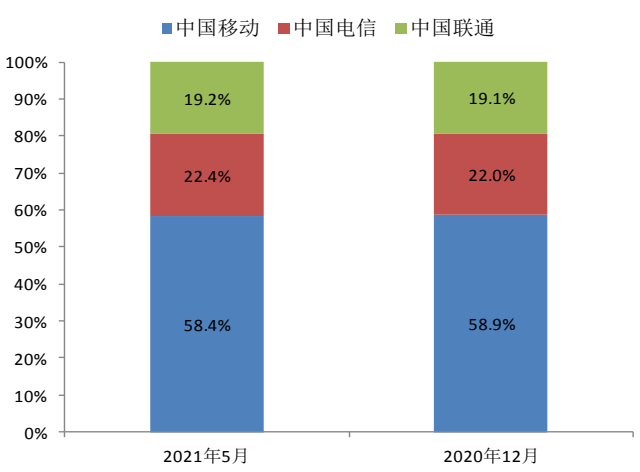
预计移动电话用户规模保持稳定，而 5G 用户数快速扩大。截止 2021 年 5 月三大运营商的移动电话用户总数为 16.08 亿户，同比上升 1.0%，且比上年末净增 1,417 万户。其中，5G 手机终端连接数达 3.35 亿户，比上年末净增 1.37 亿户。2021 年 5 月底中国移动、中国电信、中国联通和的移动用户市占率分别为 58.4%/ 22.4%/ 19.2%。由于人口红利的减少，我们预计 2021 年移动用户较 2020 年仅有小幅的提升。由于 5G 产业链的快速发展、5G 网络覆盖范围的不断扩大以及 5G 智能手机覆盖机型款式的不断增加，我们预计 2021 年下半年的 5G 用户占比将继续快速上升。

移动用户总数及同比增长



资料来源：工信部、国泰君安国际。

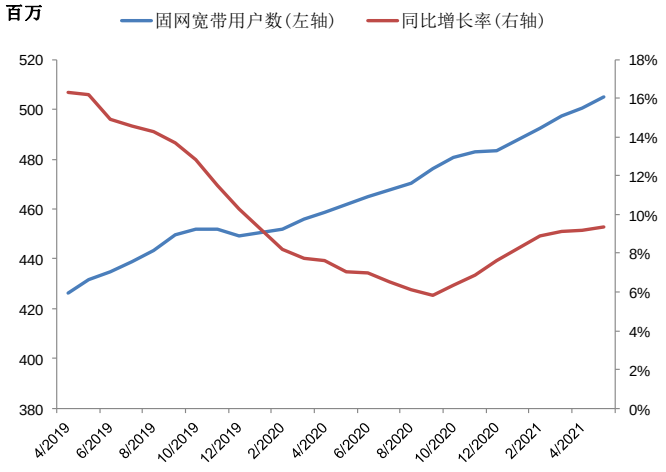
移动用户市占率



资料来源：公司、国泰君安国际。

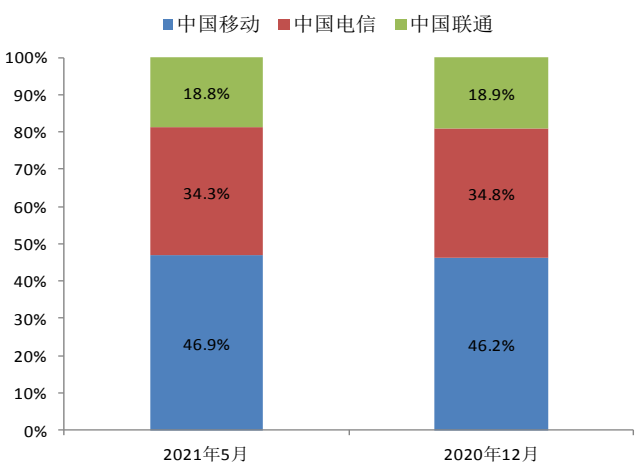
我们预计固定宽带接入用户规模将继续稳步增长，而千兆用户占比会迅速上升。三家基础电信企业的固定互联网宽带接入用户总数达 5.05 亿户，同比上升 9.4%，前上年末净增数为 2,161 万户。其中，100M 速率以上的固定互联网宽带接入用户达 4.61 亿户，占总用户数的 91.3%，占比较上年末提升 1.4 个百分点；1000M 速率以上的固定互联网宽带接入用户达 1,219 万户，比上年末净增 579 万户。由于居民对于网络速率的要求日益上升，我们预计 1000Mbps 及以上固定宽带接入用户的占比将会在 2021 年继续提升。2021 年 5 月份中国移动、中国电信及中国联通的固网宽带用户市占率分别为 46.9%、34.3%及 18.8%。2021 年 1-5 月，中国移动、中国电信、中国联通的固网宽带累计用户净增数分别为 1,268 万、462 万、340 万；中国移动的累计固网宽带用户净增数远高于中国电信和中国联通。由于中国移动庞大的移动用户基数，我们预计中国移动的捆绑销售策略和积极的定价策略将继续使其保持较为强劲的固网宽带用户增长。同时，和中国广电在 5G 方面的合作也有利于扩大中国移动在固网方面的布局。

固网宽带用户总数及同比增长



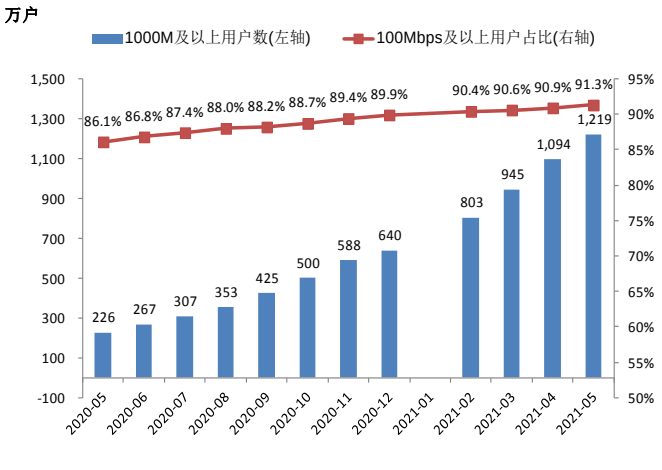
资料来源：工信部、国泰君安国际。

固网宽带用户市占率



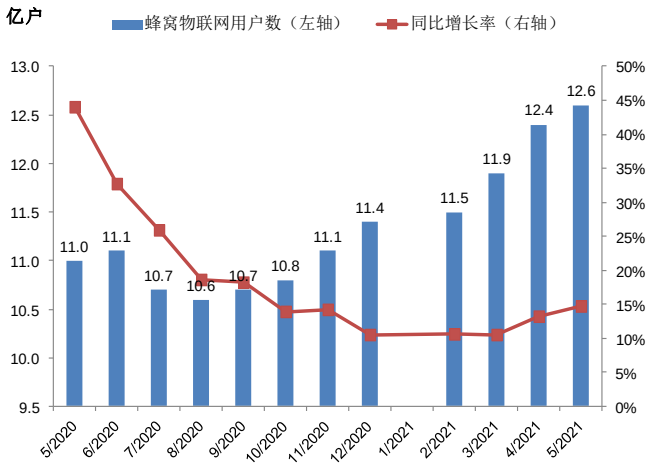
资料来源：公司、国泰君安国际。

100M 以上接入用户占比与 1000M 以上接入用户数量



资料来源：工信部、国泰君安国际。

物联网终端用户情况



资料来源：工信部、国泰君安国际。

投资建议

行业的投资评级为“跑赢大市”。截止 2021 年 5 月底，三大运营商合计的 5G 套餐用户已经达到 4.53 亿户，占总移动用户的比例达到 28.1%。同时截至 2021 年第一季度末，我国已累计建成 5G 基站 81.9 万个，占全球的 70%以上，覆盖了全国所有地级以上城市。预计今年中国的 5G 基站建设总数约为 60 万个；随着 5G 网络覆盖范围的不断扩大和 5G 手机的进一步普及，我们预计 2021 年下半年的 5G 用户占比将继续迅速提升。我们预计三家电信运营商将不会在 5G 建设中前期通过价格竞争获得市场份额，因此我们预计 2021 年下半年市场竞争将继续得到缓和。此外，由于套餐价格上涨，我们预计 5G 用户比例的逐步提高将推升移动 ARPU。此外，5G 消息将提供更丰富的内容和形式，因此我们预计它将促进短信（特别是企业短信）使用量的增长，因为企业可以通过互动性更高的方式与用户沟通。同时，由于社会及企业强劲的数字化转型需求，我们预计 IDC、云、大数据等新兴业务将继续迅速发展。不过由于运营费用的上升，我们认为运营商的业绩仅会温和增长。由于较低的估值水平，我们认为电信服务行业被低估，因此我们维持“跑赢大市”的投资评级。

公司名称	编号	股价 (HK$)	个股评级	2021 市盈率(x)	2023 市盈率(x)	2024 市盈率(x)	2021 市净率(x)	2021 ROE (%)	2021 股息率(%)
中国电信	00728	2.910	买入	9.4	9.3	9.1	0.5	5.8	4.3
中国联通	00762	4.240	买入	7.9	7.1	6.4	0.3	4.1	5.1
中国移动	00941	48.550	收集	7.4	7.1	6.8	0.7	9.5	7.3
市值加权平均			**跑赢大市**	**7.8**	**7.5**	**7.1**	**0.6**	**8.4**	**6.5**

资料来源：国泰君安国际。

盈利能力稳步上升

分析员：余劲同 Gin Yu

中国电信(00728 HK)

评级：买入

股价: HK$2.910

目标价: HK$3.30

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net Profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (△%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2019A	375,734	20,517	0.254	(3.1)	10.3	4.356	0.6	0.110	4.2	5.9
2020A	393,561	20,850	0.258	1.6	9.4	4.491	0.5	0.104	4.3	5.8
2021F	420,444	22,399	0.258	0.0	9.4	4.729	0.5	0.105	6.4	5.8
2022F	438,310	24,140	0.259	0.4	9.3	4.583	0.5	0.106	7.0	5.8
2023F	453,125	24,807	0.267	3.1	9.1	4.744	0.5	0.107	7.7	5.7

已发行股本 Shares in issue (m)	80,932.4	大股东 Major shareholder	中国电信集团 70.9%
市值 Market cap. (HK$ m)	235,513.2	流通比例 Free float (%)	29.1
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)	128,149.2	2021 年净负债/股东资金 2021 Net gearing (%)	1.5
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK$)	3.020 / 1.820	2021 年每股估值 2021 NAV (HK$)	3.8
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)			17.8 / 7.0 / 34.1
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)			20.0 / 7.4 / 16.1

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

中国电信 2021 财年第一季度服务收入同比增长 8.6%至人民币 1,000.78 亿元，而总经营收入同比增长 12.7%至人民币 1,068.73 亿元。总经营费用同比上升 13.6%，因此，EBITDA 利润率同比下降 1.7 个百分点至 31.0%，而 EBITDA 同比增加 3.0%。股东净利同比上升 10.6%至人民币 64.41 亿元。鉴于公司捆绑移动和宽带服务的策略，我们预计公司的移动用户数和固网宽带用户数将在 2021 年下半年进一步上升。截至 2021 年 5 月，5G 用户的占比较上年末增加 9.9 个百分点 34.5%。预计 5G 用户占比在 2021 年下半年度将继续保持强劲增长，这将推动公司的整体移动 ARPU。由于有线宽带用户数量的增加以及智慧家庭带来的价值贡献，我们预计 2021 财年下半年有线宽带业务将保持稳定增长。鉴于政企市场的强劲需求及公司在该领域的领先地位，我们预计 2021 财年下半年产业数字化业务将保持强劲增长。我们预计 2021 年网络运营及支撑费用占服务总收入的比例将会上升；预计 2021 年的销售费用同比增加，但增速将低于 2021 财年第一季度；而人工成本的增长在 2021 年将与服务收入保持一致；其他运营费用将保持强劲增长；但折旧和摊销将仅出现小幅增长。总体上，我们预计在 2021 年 EBITDA 利润率将同比下降，但 EBITDA 将同比增长。

公司的投资评级为"买入"，目标价为 3.30 港元，目标价相当于 10.7 倍、10.6 倍和 10.3 倍 2021-2023 财年市盈率。

正面因素分析

- 和中国联通共建共享 5G 网络。
- 稳固的政企客户基础。
- 智能应用生态圈的快速发展。
- 5G 用户占比不断增加。

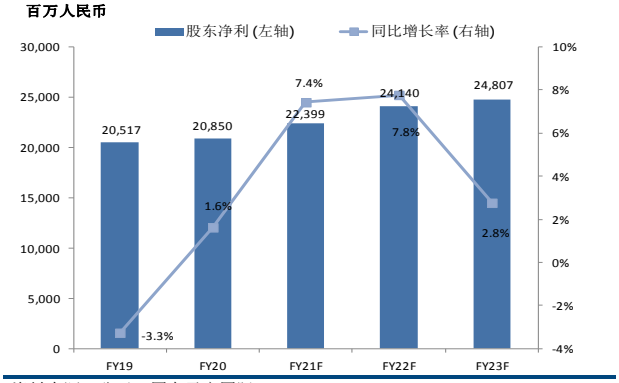
负面因素分析

- 新兴业务更高的运营成本。
- 5G 网络更高的运营成本。
- 5G 网络建设更高的资本支出。

风险分析

- 运营费用增长高于预期。
- 行业竞争加剧。
- 5G 对收入拉动不足。

中国电信的股东净利润及同比增长



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万人民币)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
营业额	375,734	393,561	420,444	438,310	453,125
折旧及摊销	(88,145)	(90,240)	(94,207)	(96,588)	(99,766)
网络运营与维护费用	(109,799)	(119,517)	(131,307)	(140,492)	(146,941)
销售及管理费用	(57,361)	(55,059)	(58,231)	(60,268)	(61,625)
员工费用	(63,567)	(65,989)	(71,098)	(74,913)	(78,305)
固定资产减值损失	0	(5,042)	(1,200)	(1,000)	(500)
其他营运支出	(27,792)	(29,074)	(35,248)	(35,645)	(36,369)
经营利润	29,070	28,640	29,152	29,404	29,619
应占联营公司收益	1,573	1,701	2,096	2,558	2,893
投资收益	30	60	63	66	69
净财务费用	(3,639)	(3,014)	(1,888)	(319)	4
税前利润	27,034	27,387	29,422	31,709	32,585
税项	(6,322)	(6,307)	(6,776)	(7,302)	(7,504)
少数股东权益	(195)	(230)	(247)	(266)	(274)
股东应占净利润	20,517	20,850	22,399	24,140	24,807
每股盈利 (人民币)	0.254	0.258	0.258	0.259	0.267

重要财务比率

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
EBITDA 率（%）	32.8	31.8	31.4	30.8	30.6
经营利润率（%）	7.7	7.3	6.9	6.7	6.5
净利率（%）	5.5	5.3	5.3	5.5	5.5
股东资金回报率（%）	5.9	5.8	5.8	5.8	5.7
资产回报率（%）	3.0	2.9	3.0	3.2	3.2
净负债比率（%）	28.9	19.6	1.5	净现金	净现金

资料来源：公司、国泰君安国际。

收入与费用均将迅速上升

分析员：余劲同 Gin Yu

中国联通(00762 HK)

评级：买入

股价: HK$4.240

目标价: HK$5.50

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net Profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (△%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2019A	290,515	11,330	0.370	11.1	10.2	10.483	0.4	0.148	3.9	3.6
2020A	303,838	12,493	0.408	10.3	8.7	10.704	0.3	0.164	4.6	3.9
2021F	321,152	13,692	0.447	9.6	7.9	10.988	0.3	0.180	5.1	4.1
2022F	340,285	15,167	0.496	11.0	7.1	11.305	0.3	0.200	5.7	4.5
2023F	358,811	16,883	0.552	11.3	6.4	11.658	0.3	0.222	6.3	4.8

已发行股本 Shares in issue (m)	30,598.1	大股东 Major shareholder	中国联通集团 80.7%
市值 Market cap. (HK$ m)	129,736.0	流通比例 Free float (%)	19.3
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)	46,968.2	2021 年净负债/股东资金 2021 Net gearing (%)	2.3
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK$)	6.700 / 3.950	2021 年每股估值 2021 NAV (HK$)	6.2
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)			1.7 / (3.9) / 1.2
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)			3.9 / (3.5) / (16.8)

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

中国联通 2021 财年第一季度公司服务收入同比上升 8.2%至人民币 739.24 亿元，高于行业平均。移动服务收入实现了 8.8%的同比增长。固网服务收入同比增 8.1%。由于员工成本、网络、运营与支撑成本和其他经营及管理费用的上升，公司的 EBITDA 仅同比上升 0.3%，而股东净利则同比上升 21.4%至人民币 38.43 亿元。截至 2021 年 5 月，5G 用户的占比较上年末增加 11.1 个百分点 34.3%。我们预计 5G 用户的占比将在 2021 年下半年继续迅速增长。我们预计 2021 年移动 ARPU 将稳步增长。新基建已成为国民经济增长的主要动力，同时社会对数字化转型的需求带动 IDC、云、大数据、物联网等领域的需求。由于强劲的市场需求和公司的网络优势，我们预计产业互联网业务的收入将在 2021 年保持 20%以上的快速增长。我们预计 2021 年网络、营运及支撑成本的增长和其他经营及管理费用的增长将高于服务收入的增长；我们预计员工成本的增长在 2021 年将与公司的整体业绩保持一致；但我们预计 2021 年的销售费用以及折旧和摊销将仅出现小幅增长。总体而言，我们预计在 2021 年 EBITDA 利润率将同比下降，但 EBITDA 将同比增长。

公司的投资评级为"买入"，目标价为 5.50 港元，目标价相当于 10.2 倍、9.2 倍和 8.3 倍 2021-2023 财年市盈率。

正面因素分析

- 和中国电信共建共享 5G 网络。
- 5G 用户占比不断增加。
- 产业互联网业务的快速发展。
- 5G 产业链的逐渐成熟。

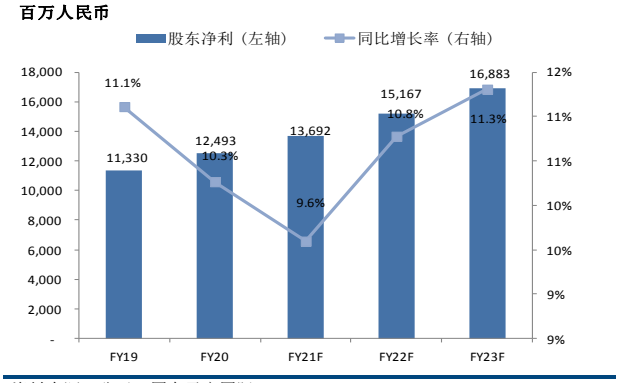
负面因素分析

- 新兴业务更高的运营成本。
- 5G 网络更高的运营成本。
- 5G 网络建设更高的资本支出。

风险分析

- 运营费用增长高于预期。
- 行业竞争加剧。
- 5G 对收入拉动不足。

中国联通的股东净利润及同比增长



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万人民币)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
营业额	290,515	303,838	321,152	340,285	358,811
互联费用	(11,513)	(10,574)	(10,202)	(9,938)	(9,919)
折旧及摊销	(83,080)	(83,017)	(84,677)	(86,371)	(88,098)
网络运营与维护费用	(43,236)	(46,286)	(48,780)	(52,007)	(55,066)
员工费用	(50,516)	(55,740)	(59,734)	(63,974)	(68,174)
销售产品成本	(26,412)	(26,862)	(30,616)	(32,147)	(33,754)
其他营运支出	(64,480)	(70,237)	(75,363)	(82,897)	(89,592)
经营利润	11,278	11,122	11,778	12,951	14,207
财务费用	(2,123)	(1,747)	(1,678)	(1,646)	(1,636)
利息收入	1,272	1,366	1,228	1,175	1,600
投资收益	2,005	2,375	2,976	3,554	3,961
其他收入	1,735	2,911	3,260	3,423	3,526
税前利润	14,167	16,027	17,565	19,458	21,658
税项	(2,795)	(3,450)	(3,781)	(4,189)	(4,662)
少数股东权益	(42)	(84)	(92)	(102)	(114)
股东应占净利润	11,330	12,493	13,692	15,167	16,883
每股盈利 (人民币)	0.370	0.408	0.447	0.496	0.552

重要财务比率

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
经营利润率（%）	3.9	3.7	3.7	3.8	4.0
净利率（%）	3.9	4.1	4.3	4.5	4.7
资产回报率（%）	2.1	2.2	2.3	2.6	2.8
股东资金回报率（%）	3.6	3.9	4.1	4.5	4.8
净负债比率（%）	4.9	2.3	2.3	净现金	净现金

资料来源：公司、国泰君安国际。

业务稳步发展同时费用上升

分析员：余劲同 Gin Yu

中国移动(00941 HK)

评级：收集

股价: HK$48.550

目标价: HK$57.00

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net Profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (△%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2019A	745,917	106,641	5.208	(9.5)	8.3	53.907	0.8	2.921	6.7	9.9
2020A	768,070	107,843	5.267	1.1	7.7	56.112	0.7	2.827	7.0	9.6
2021F	807,454	111,961	5.468	3.8	7.4	58.645	0.7	2.935	7.3	9.5
2022F	846,834	117,345	5.731	4.8	7.1	61.300	0.7	3.076	7.6	9.6
2023F	885,757	122,025	5.960	4.0	6.8	64.060	0.6	3.199	7.9	9.5

已发行股本 Shares in issue (m)	20,475.5	大股东 Major shareholder	中移动集团 72.7%
市值 Market cap. (HK$ m)	994,084.7	流通比例 Free float (%)	27.3
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)	25,294.0	2021 年净负债/股东资金 2021 Net gearing (%)	净现金
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK$)	60.400 / 39.000	2021 年每股估值 2021 NAV (HK$)	60.0
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)			(0.4) / (4.9) / (7.2)
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)			1.8 / (4.5) / (25.2)

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

2021 财年第一季度中国移动的通信服务收入稳步增长，通信服务收入同比上升 5.2%至人民币 1,777 亿元。销售产品收入及其他同比增长 67.0%至人民币 208 亿元，主要由于手机销售大幅增长。经营费用的增幅基本与服务收入的增长同步，EBITDA 占服务收入的比例与去年同期持平，EBITDA 同比增 5.2%至人民币 721 亿元；公司的股东净利同比增长了 2.3%至人民币 241 亿元。由于移动普及率已经较高和竞争对手的竞争，我们预计 2021 年移动用户数量将与 2020 年接近。然而，随着 5G 网络覆盖范围的不断扩大（公司计划在 2021 年新建 2.6GHz 频段 5G 基站 12 万座，并于 2021-2022 年新建 700MHz 频段 5G 基站 40 万座以上）以及 5G 智能手机的进一步渗透，我们预计 5G 用户的占比将进一步快速提升。我们预计市场竞争的缓解和 5G 用户比例的上升将推动移动 ARPU。然而，我们预计由于 5G 的大规模投资，相关的折旧和电费支出将显著增加，这将对净利润率产生负面影响。由于强劲的市场需求以及公司在云网一体方面的优势，我们预计 2021 年 DICT 业务将继续快速成长。

公司的投资评级为"收集"，目标价为 57.00 港元，目标价相当于 8.7 倍、8.3 倍和 8.0 倍 2021-2023 财年市盈率。

正面因素分析

- 在运营商中移动业务和固网宽带业务市占率均为最高。
- 固网宽带用户增长快速。
- 5G 用户占比不断增加。
- 高现金比率。
- 市场竞争缓和。

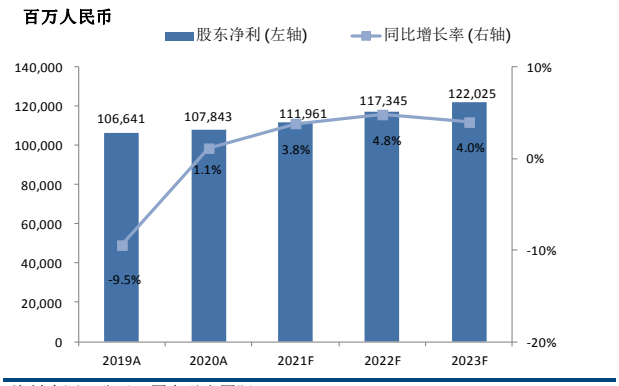
负面因素分析

- 新兴业务更高的运营成本。
- 5G 网络更高的运营成本。
- 5G 网络建设更高的资本支出。

风险分析

- 运营费用增长高于预期。
- 行业竞争加剧。
- 5G 对收入拉动不足。

中国移动的股东净利润及同比增长



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万人民币)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
营业额	745,917	768,070	807,454	846,834	885,757
网络运营和支持费用	(175,810)	(206,424)	(221,242)	(235,759)	(251,024)
折旧	(182,818)	(172,401)	(181,492)	(185,944)	(190,534)
员工费用	(102,518)	(106,429)	(111,832)	(118,557)	(124,892)
销售费用	(52,813)	(49,943)	(49,255)	(49,963)	(50,488)
销售产品成本	(72,565)	(73,100)	(81,063)	(87,548)	(94,552)
其他营运支出	(46,244)	(47,039)	(46,427)	(47,073)	(46,661)
经营利润	113,149	112,734	116,142	121,991	127,606
其他收益	4,029	5,602	6,056	6,775	7,086
利息和其他收入	15,560	14,341	15,107	14,791	14,880
财务费用	(3,246)	(2,996)	(3,050)	(3,109)	(3,173)
投资收益	12,641	12,678	13,541	14,456	14,681
税前利润	142,133	142,359	147,795	154,903	161,079
税项	(35,342)	(34,219)	(35,526)	(37,234)	(38,719)
少数股东权益	(150)	(297)	(308)	(323)	(336)
股东应占净利润	106,641	107,843	111,961	117,345	122,025
每股盈利 (人民币)	5.208	5.267	5.468	5.731	5.960

重要财务比率

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
EBITDA 率（%）	39.7	37.1	36.9	36.4	35.9
经营利润率（%）	15.2	14.7	14.4	14.4	14.4
净利率（%）	14.3	14.0	13.9	13.9	13.8
股东资金回报率（%）	9.9	9.6	9.5	9.6	9.5
资产回报率（%）	6.7	6.4	6.4	6.4	6.4
净负债比率（%）	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司、国泰君安国际。

非银金融行业

继续业务转型升级，聚焦费类业务发展

分析员：曹 柱 Richard Cao

海通国际(00665 HK)

评级：买入

股价: HK$2.140

目标价: HK$3.82

End 12/31	Turnover (HKD 000)	Net Profit (HKD 000)	EPS (HKD)	EPS (△%)	PER (x)	BPS (HKD)	PBR (x)	DPS (HKD)	Yield (%)	ROE (%)
2019A	8,205,165	1,550,858	0.268	47.1	8.0	4.679	0.5	0.131	6.1	5.9
2020A	8,232,436	1,932,877	0.330	22.8	6.5	4.831	0.4	0.161	7.5	7.0
2021F	8,621,686	2,503,334	0.427	29.5	5.0	5.071	0.4	0.209	9.7	8.6
2022F	9,454,563	2,796,336	0.463	8.5	4.6	5.167	0.4	0.233	10.9	9.2
2023F	10,407,887	3,139,979	0.520	12.3	4.1	5.440	0.4	0.262	12.2	9.8

已发行股本 Shares in issue (m)	6,037.1	大股东 Major shareholder	海通证券 64.4%
市值 Market cap. (HK$ m)	12,919.5	流通比例 Free float (%)	35.6
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)	7,790.6	2021 年净负债/股东资金 2021 Net gearing (%)	179.5
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK$)	2.790/1.710	2021 年开支/收入 2021 Cost/Turnover (%)	65.4
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)			(9.7) / (9.6) / 23.8
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)			(8.6) / (11.2) / 5.8

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

2021 年第一季度，海通国际股东净利润达 557.6 百万港元，同比扭亏为盈。2021 年第一季度，海通国际总收入达 1,867.9 百万港元，同比大幅增长 101.9%，主要是由于佣金及手续费收入与交易及投资收入净额的大幅增长。佣金及手续费收入同比增长 56.3%至 910.6 百万港元，其中来自经纪业务、投行业务以及资产管理业务的佣金及手续费收入分别同比增长 22.1%、61.9%、276.1%至 312.7 百万港元、388.4 百万港元、209.5 百万港元。海通国际贷款及融资类利息收入同比下滑 19.7%至 394.2 百万港元，其中给予客户孖展融资的利息收入同比下降 11.2%至 241.8 百万港元。海通国际录得投资收入 667.8 百万港元（2020 年第一季度亏损 300.2 百万港元）。2021 年第一季度，海通国际的总费用达到 1,204.3 百万港元，同比下降 3.7%，主要来自于财务成本下降。财务成本同比大幅下降 44.0%至 332.2 百万港元。海通国际的减值计提达 44.2 百万港元，同比大幅增长 151.5%。海通国际的成本收入比为 64.5%，同比大幅下滑 70.7 个百分点。

我们对 2021 年下半年香港股市持审慎乐观态度。我们预计公司 FY21-23 年的每股盈利分别为 0.4269 港元、0.4633 港元、0.5202 港元，分别同比增长 29.5%、8.5%、12.3%。我们给予公司“买入”评级，目标价为 3.82 港元。

正面因素分析

- 预计 2021 年香港市场融资额仍将较好。
- 全球化布局及业务能力相对较好。
- 全球投行能力持续领先。
- 海通国际继续业务转型升级，聚焦费类业务发展。
- 拨备计提压力未来一段时间预计将下降。

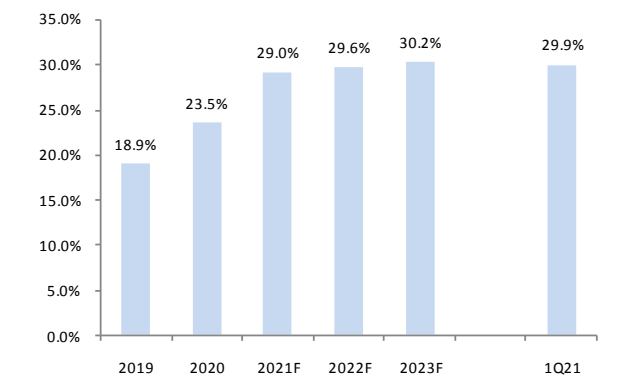
负面因素分析

- 投资资产规模占总资产比重较高，对市况敏感度高。
- 互联网证券、香港中资券商竞争加剧。
- 行业佣金率仍面临下行压力。
- 美国同其盟国与中国对抗。

风险分析

- 尽管新冠疫苗的普及加快，但新冠病毒突变增加了全球新冠疫情的不确定性。
- 香港及海外金融市场的波动可能超出我们预期。
- 全球极度宽松的货币政策导致相关潜在风险增加。

海通国际净利率



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(千港元)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
收入	8,243,974	8,329,747	8,731,647	9,579,919	10,550,793
其他收入及收益	(38,809)	(97,311)	(109,961)	(125,356)	(142,906)
总收入及其他收益	8,205,165	8,232,436	8,621,686	9,454,563	10,407,887
员工成本	(1,380,918)	(1,564,995)	(1,717,449)	(1,892,814)	(2,094,078)
佣金开支	(179,351)	(257,958)	(343,546)	(378,586)	(418,058)
摊销及折旧	(225,566)	(252,091)	(280,398)	(304,499)	(325,725)
减值计提（扣除拨回）	(634,489)	(986,115)	(375,234)	(391,444)	(408,563)
经营开支	(804,439)	(726,174)	(769,131)	(852,886)	(949,292)
财务成本	(3,129,773)	(2,144,511)	(2,156,353)	(2,306,017)	(2,474,835)
总费用	(6,354,536)	(5,931,844)	(5,642,112)	(6,126,245)	(6,670,551)
除税前溢利	1,850,629	2,300,592	2,979,574	3,328,318	3,737,336
所得税开支	(299,771)	(367,715)	(476,240)	(531,981)	(597,357)
股东应占利润	1,550,858	1,932,877	2,503,334	2,796,336	3,139,979
每股盈利（港元）	0.2685	0.3297	0.4269	0.4633	0.5202

重要财务比率

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
经营利润率（%）	22.6	27.9	34.6	35.2	35.9
净利率（%）	18.9	23.5	29.0	29.6	30.2
成本收入比（%）	77.4	72.1	65.4	64.8	64.1
资产权益比（%）	522.2	448.1	448.4	449.7	451.4
资产回报率（%）	1.0	1.3	1.7	1.7	1.8
股东资金回报率（%）	5.9	7.0	8.6	9.2	9.8

资料来源：公司、国泰君安国际。

“投租联动”平台正式投入运营

分析员：曹 柱 Richard Cao

中关村科技租赁(01601 HK)

评级：买入

股价: HK$0.950

目标价：HK$1.49

End 12/31	Turnover (RMB 000)	Net Profit (RMB 000)	EPS (RMB)	EPS (△%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2019A	534,099	138,256	0.104	16.2	8.2	1.392	0.6	0.038	4.4	10.3
2020A	606,644	161,466	0.123	18.4	6.5	1.437	0.6	0.043	5.4	9.8
2021F	704,296	211,708	0.159	29.3	5.0	1.552	0.5	0.057	7.2	10.6
2022F	853,202	261,324	0.196	23.4	4.0	1.691	0.5	0.070	8.9	12.1
2023F	1,027,200	319,304	0.239	22.2	3.3	1.860	0.4	0.086	10.9	13.5

已发行股本 Shares in issue (m)	1,333.3	大股东 Major shareholder	中关村集团 48.0%
市值 Market cap. (HK$ m)	1,266.7	流通比例 Free float (%)	37.0
3 个月平均成交股数 3 month average vol. (‘000)	111.3	2021 年资产/权益 2021 Assets/equity (%)	463.9
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK$)	2.670/0.750	2021 年净息差 2021 NIM (%)	3.7
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)			(6.6) / (5.8) / (31.0).
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)			(5.5) / (7.3) / (49.0).

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

2020 年，公司股东净利润同比增加 16.8%至 161.5 百万元人民币。2020 年，公司营业收入同比增加 14.0%至 587.6 百万元人民币。其中，公司利息收入达 480.9 百万元人民币，同比增长 14.3%；公司咨询费收入达 106.6 百万元人民币，同比增长 12.7%。净息差同比改善 0.2 个百分点至 3.6%。成本收入比同比下降 0.5 个百分点至 64.9%，主要是由于市场整体融资成本下行及公司优化资金来源结构所致。资产质量下滑。截至 2020 年末，公司的不良资产率达 1.5%，比 2019 年末上升 0.2 个百分点。公司的不良资产准备覆盖率比 2019 年末上升 5.2 个百分点至 163.2%。公司融资租赁业务继续保持较好的发展态势。2020 年，公司新增融资租赁客户 220 家，新签订合同 337 份。截至 2020 年末，公司应收融资租赁款净额为 7,564.5 百万元人民币，较 2019 年末增长 15.3%。公司“投租联动”平台正式投入运营。2020 年，已成功交付 6 个项目，投资金额约 6,300 万元人民币，批准投资金额约 4,500 万元人民币，储备项目 10 余个。

预计公司 FY21-23 年的 EPS 分别为 0.159 元人民币、0.196 元人民币、0.239 元人民币，分别同比增长 29.3%、23.4%、22.2%。2021 年，我们预测公司盈利增长将相对较好。我们给予公司“买入”评级，目标价为 1.49 港元。

正面因素分析

- 预计融资租赁行业将恢复且录得相对较好的增长。
- 预计中国的科技和新经济行业将录得相对较快的增长。
- 公司融资租赁业务继续保持较好的发展态势。
- “投租联动”平台正式投入运营。
- 控股股东的优势。

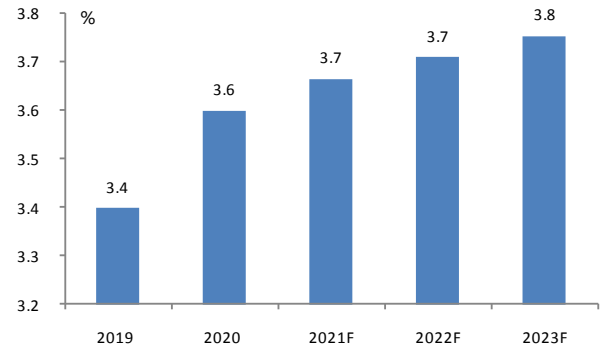
负面因素分析

- 新冠疫情仍负面影响中国经济。
- 全球经济贸易摩擦、地缘政治冲突等加剧。

风险分析

- 客户定期支付租金的能力。
- 尽管新冠疫苗的普及加快，但新冠病毒突变增加了全球新冠疫情的不确定性。
- 美国同其盟国与中国对抗上升的风险。

中关村科技租赁净息差



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(千元人民币)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
利息收入	420,698	480,944	557,249	676,684	816,506
咨询费收入	94,642	106,621	126,346	153,889	186,052
收益	515,340	587,565	683,595	830,574	1,002,558
其他净收入	18,759	19,079	20,701	22,628	24,642
营业总收入	534,099	606,644	704,296	853,202	1,027,200
利息开支	(220,978)	(232,839)	(257,710)	(316,458)	(386,011)
运营开支	(100,190)	(116,141)	(135,541)	(165,050)	(199,737)
减值损失计提	(27,768)	(44,467)	(36,908)	(34,693)	(27,755)
营业利润	185,163	213,197	274,138	337,000	413,697
分占联营企业收益	(265)	(1,687)	6,510	9,852	10,521
汇兑净损益	(12)	3,999	1,920	1,939	1,958
税前利润	184,886	215,509	282,567	348,790	426,176
税收	(46,630)	(54,043)	(70,859)	(87,466)	(106,872)
税后利润	138,256	161,466	211,708	261,324	319,304
股东应占利润	138,256	161,466	211,708	261,324	319,304
每股盈利 (人民币)	0.104	0.123	0.159	0.196	0.239

重要财务比率

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
不良资产率（%）	1.3	1.5	1.4	1.3	1.3
不良资产准备覆盖率（%）	158.0	163.2	170.2	181.8	175.5
减值损失准备比率（%）	2.1	2.4	2.4	2.4	2.2
资产负债比率（%）	80.1	76.5	78.4	80.0	81.2
流动资金比率（%）	117.7	104.0	103.1	100.6	98.8
ROE（%）	10.3	9.8	10.6	12.1	13.5
ROA（%）	2.1	2.1	2.4	2.5	2.6

资料来源：公司、国泰君安国际。

投行业务表现较好

分析员：曹 柱 Richard Cao

中金公司(03908 HK)

评级：买入

股价: HK$20.900

目标价: HK$29.15

End 12/31	Turnover (RMB m)	Net Profit (RMB m)	EPS (RMB)	EPS (△%)	PER (x)	BPS (RMB)	PBR (x)	DPS (RMB)	Yield (%)	ROE (%)
2019A	22,783	4,239	0.990	19.4	18.9	10.826	1.7	0.000	0.0	9.4
2020A	32,402	7,207	1.598	61.4	11.0	13.804	1.3	0.180	1.0	12.0
2021F	38,610	9,131	1.843	15.3	9.4	15.677	1.1	0.225	1.3	11.7
2022F	43,526	10,764	2.150	16.6	8.1	17.819	1.0	0.263	1.5	12.0
2023F	49,080	12,391	2.487	15.7	7.0	20.232	0.9	0.304	1.7	12.3

已发行股本 Shares in issue (m)	4,827.3	大股东 Major shareholder	中央汇金 40.1%
市值 Market cap. (HK$ m)	100,890.6	流通比例 Free float (%)	59.9
3 个月平均成交股数 3 month average vol. ('000)	13,969.1	2021 年净负债/股东资金 2021 Net gearing (%)	258.8
52 周高/低 52 Weeks high/low (HK$)	25.750/15.280	2021 年开支/收入 2021 Cost/Turnover (%)	71.6
股价绝对变动 Absolute % change in price (1m/3m/1yr)			(8.7) / 12.1 / 38.8
股价相对变动 Relative % change in price (1m/3m/1yr)			(7.6) / 10.6 / 20.8

资料来源：公司、国泰君安国际。

公司近况简评和估值

2021 年第一季度，公司的股东净利润达 1,876 百万元人民币，同比上升 46.9%。2021 年第一季度，公司实现营业收入 5,933 百万元人民币，同比增长 24.4%。2021 年第一季度，公司的手续费及佣金净收入同比大幅增长 31.9%，主要是由于经纪业务收入及资产管理业务收入增加；公司的投资收益及公允价值变动损益同比大幅增长 30.7%，主要是由于权益投资、基金投资及固定收益信托投资产生的收益净额增加。总体上，公司维持了良好的业务增长动能，与 2020 年第一季度相比，收入增长较好，盈利大幅增长。2021 年第一季度，成本收入比同比下降 2.8 个百分点至 61.4%。公司投行业务表现较好。2020 年，公司作为主承销商完成了 A 股 IPO 项目 32 单，主承销金额 624.2 亿元人民币，承销规模排名市场第二。公司作为保荐人主承销港股 IPO 项目 13 单，主承销规模 54.4 亿美元，排名市场第二；作为全球协调人主承销港股 IPO 项目 29 单，主承销规模 62.2 亿美元，排名市场第一。

我们对 2021 年下半年 A 股市场前景持谨慎乐观的态度。我们预计公司 FY21-23 年的每股盈利分别为 1.843 元人民币、2.150 元人民币、2.487 元人民币，分别同比增长 15.3%、16.6%、15.7%。我们给予公司“买入”评级，目标价为 29.15 港元。

正面因素分析

- 预期 A 股市场股权融资 2021 年下半年将继续录得相对较强的表现。
- 投行业务表现较好，投行业务预计将受益于 A 股注册制全面推行的逐步实施。
- 国际业务发展较好。
- A 股 IPO 增厚了公司资本基础。
- 预计公司长远将受益于其股东（腾讯、阿里巴巴集团和海尔）。

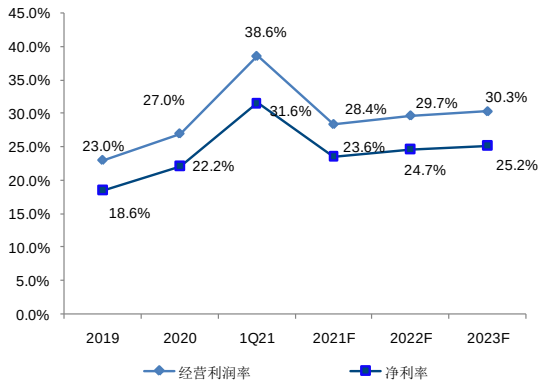
负面因素分析

- 行业佣金率仍面临下行压力。
- 全球经济贸易摩擦、地缘政治冲突等进一步加剧。

风险分析

- 中国、香港及海外金融市场的波动可能超出我们预期。
- 全球极度宽松的货币政策导致相关潜在风险增加。

中金公司经营利润率与净利率



资料来源：公司、国泰君安国际。

损益表

截至 12 月底(百万人民币)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
营业额	22,492	34,418	38,464	43,366	48,904
其他收益	291	(2,016)	145	160	176
收入及其他收益	22,783	32,402	38,610	43,526	49,080
手续费及佣金支出	(1,186)	(1,989)	(2,238)	(2,517)	(2,839)
利息开支	(5,896)	(6,714)	(7,933)	(8,888)	(9,868)
员工成本	(7,203)	(10,776)	(13,033)	(14,697)	(16,572)
折旧及摊销	(913)	(1,001)	(1,027)	(1,065)	(1,111)
减值损失	(160)	(973)	(792)	(477)	(473)
其他开支	(2,184)	(2,204)	(2,627)	(2,961)	(3,339)
占联营及合营公司损益	60	(33)	72	83	97
税前收益	5,302	8,713	11,033	13,005	14,972
税项	(1,054)	(1,451)	(1,837)	(2,165)	(2,493)
股东应占利润	4,239	7,207	9,131	10,764	12,391
基本每股盈利 (人民币)	0.990	1.598	1.843	2.150	2.487

重要财务比率

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
经营利润率（%）	23.0	27.0	28.4	29.7	30.3
净利率（%）	18.6	22.2	23.6	24.7	25.2
成本收入比（%）	77.0	73.0	71.6	70.3	69.7
资产权益比（%）	611.2	628.0	602.1	605.6	605.5
资产回报率（%）	1.4	1.7	1.7	1.7	1.8
股东资金回报率（%）	9.4	12.0	11.7	12.0	12.3

资料来源：公司、国泰君安国际。

个股评级标准

参考基准: 香港恒生指数/纳斯达克综合指数

评级区间: 6至18个月

评级	相对表现
买入	超过 15% 或公司、行业基本面良好
收集	5% 至 15% 或公司、行业基本面良好
中性	-5% 至 5% 或公司、行业基本面中性
减持	-15% 至 -5% 或公司、行业基本面不理想
卖出	小于-15% 或公司、行业基本面不理想

行业评级标准

参考基准: 香港恒生指数/纳斯达克综合指数

评级区间: 6至18个月

评级	相对表现
跑赢大市	超过 5% 或行业基本面良好
中性	-5% 至 5% 或行业基本面中性
跑输大市	小于-5% 或行业基本面不理想

利益披露事项

(1) 除深圳国际(00152 HK)外，分析员或其有联系者并未担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。
(2) 分析员或其有联系者并未持有本研究报告所评论的发行人的任何财务权益。
(3) 除国泰君安国际控股有限公司(01788 HK)、顺丰房托(02191 HK)、晋商银行(02558 HK)、海天天线(08227 HK)、小鹏汽车-W(09868 HK)外，国泰君安或其集团公司并未持有本研究报告所评论的发行人的市场资本值1%或以上的财务权益。
(4) 国泰君安或其集团公司在现在或过去12 个月内有与本研究所评论的龙光集团 (03380 HK)、中国奥园 (03883 HK)、雅居乐集团 (03383 HK)、正荣地产 (06158 HK)、中国旭阳集团 (01907 HK)、弘阳地产 (01996 HK)、中梁控股 (02772 HK)、合景泰富集团 (01813 HK)、旭辉控股集团 (00884 HK)、建业地产 (00832 HK)、雅生活服务 (03319 HK)、金融街物业 (01502 HK)、宝龙地产 (01238 HK)、中骏集团控股 (01966 HK)、小米集团－W (01810 HK)、华南城 (01668 HK)、国美零售 (00493 HK)、深圳国际 (00152 HK)、永升生活服务 (01995 HK)、中石化炼化工程- H 股 (02386 HK)、中国石油化工股份- H 股 (00386 HK)、当代置业 (01107 HK)、鑫苑服务 (01895 HK)、五菱汽车 (00305 HK)、新力控股集团 (02103 HK)、融信中国 (03301 HK)、新城悦服务 (01755 HK)、禹洲集团 (01628 HK)、甘肃银行 (02139 HK)、奥园健康 (03662 HK)、交通银行- H 股 (03328 HK)、绿城中国 (03900 HK)、彩虹新能源 (00438 HK)、中国忠旺 (01333 HK)、东江环保- H 股 (00895 HK)、同程艺龙 (00780 HK)、京东集团－S W (09618 HK)、中广核新能源 (01811 HK)、锦江资本- H 股 (02006 HK)、中关村科技租赁 (01601 HK)、青岛啤酒股份- H 股 (00168 HK)、星美控股 (00198 HK)、徽商银行- H 股 (03698 HK)、友谊时光 (06820 HK)、彩生活 (01778 HK)、翰森製药 (03692 HK)、禅游科技 (02660 HK)、北京汽车- H 股 (01958 HK)存在投资银行业务的关系。
(5) 国泰君安或其集团公司有，或将会为本研究报告所评论的吉利汽车 (00175 HK)、比亚迪股份- H 股 (01211 HK)、建设银行- H 股 (00939 HK)、工商银行- H 股 (01398 HK)、中银香港 (02388 HK)、中国银行- H 股 (03988 HK)、汇丰控股 (00005 HK)、中国平安- H 股 (02318 HK)、中国人寿- H 股 (02628 HK)、腾讯控股 (00700 HK)、联想集团 (00992 HK)、中国移动 (00941 HK)、香港交易所 (00388 HK)、银河娱乐 (00027 HK)、长城汽车- H 股 (02333 HK)、友邦保险 (01299 HK)、金沙中国有限公司 (01928 HK)、中国铁塔- H 股 (00788 HK)、小米集团－W (01810 HK)、阿里巴巴－S W (09988 HK)、网易－S (09999 HK)、京东集团－S W (09618 HK)、中芯国际 (00981 HK)、阿里健康 (00241 HK)、百度集团－S W (09888 HK)、瑞声科技 (02018 HK)、舜宇光学科技 (02382 HK)、国药控股- H 股 (01099 HK)、中国海洋石油 (00883 HK)、药明生物 (02269 HK)、美团－W (03690 HK)进行庄家活动。
(6) 受雇于国泰君安或其集团公司或与其有联系的个人没有担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。

免责声明

本研究报告内容既不代表国泰君安证券(香港)有限公司 (“国泰君安”)的推荐意见也并不构成所涉及的个别股票的买卖或交易之要约。国泰君安或其集团公司有可能会与本报告涉及的公司洽谈投资银行业务或其它业务(例如:配售代理、牵头经辨人、保荐人、包销商或从事自营投资于该股票)。

国泰君安的销售员，交易员和其它专业人员可能会向国泰君安的客户提供与本研究部中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。国泰君安集团的资产管理部和投资业务部可能会做出与本报告的推荐或表达的意见不一致的投资决策。

报告中的资料力求准确可靠，但国泰君安并不对该等数据的准确性和完整性作出任何承诺。报告中可能存在的一些基于对未来政治和经济的某些主观假定和判断而做出预见性陈述，因此可能具有不确定性。投资者应明白及理解投资证券及投资产品之目的，及当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向其各自专业人士咨询并谨慎抉择。

本研究报告并非针对或意图向任何属于任何管辖范围的市民或居民或身处于任何管辖范围的人士或实体发布或供其使用，而此等发布，公布，可供使用情况或使用会违反适用的法律或规例，或会令国泰君安或其集团公司在此等管辖范围内受制于任何注册或领牌规

© 2021 国泰君安证券(香港)有限公司版权所有，不得翻印
香港中环皇后大道中181号新纪元广场低座27楼
电话 (852) 2509-9118 传真(852) 2509-7793
网址: www.gtjai.com

国泰君安证券
GUOTAI JUNAN SECURITIES

国泰君安国际 — 国泰君安的国际旗舰　中国焦点　环球视野

快速、高效的执行能力 — 证券、期货及外汇交易

证券交易

国泰君安国际透过附属公司国泰君安证券(香港),为全球客户提供证券经纪服务。我们的证券产品包括港股、中国B股、债券、基金、衍生投资产品及美国、加拿大、日本、台湾、澳洲、马来西亚、韩国、伦敦及星加坡等其他市场的证券。这些服务可通过多种渠道进行 :网上交易系统、电话语音系统、电话及FIX渠道等。过去数年,超过80%的证券交易是通过我们稳健可靠的网上平台完成。

期货交易

国泰君安期货(香港),国泰君安国际的全资附属公司,为有兴趣参与期货期权买卖的客户,提供覆盖全球超过20个交易所多类型期货期权产品 ;包括外汇、金属、农产品、能源、利率、股指及股票期货等。

外汇交易

我们的全资附属公司国泰君安外汇,可为客户提供杠杆式外汇买卖服务。

最佳合作伙伴 — 企业融资及资本市场服务

企业融资咨询

我们的企业融资公司国泰君安融资为国际性的客户提供通过股份发售筹集资金的服务,包括为主板及创业板上市担任保荐人、收购合并顾问服务、企业重组、财务及合规顾问服务以及其他筹募资金的解决方案服务等。

资本市场

我们的资本市场业务通过国泰君安证券(香港)经营,为客户提供一系列全面的服务,包括在一级及二级市场协助我们的客户进行股权融资活动。我们提供的承销股权融资产品主要包括首次公开发售的股票、上市公司公开增发的股票、可转换公司债券、上市公司供股和私人配售等。

屡获殊荣的证券研究团队

国泰君安国际研究部是国泰君安研究所的海外研究部分,拥有一支实力雄厚、屡获殊荣的证券研究团队,以一贯独立、客观的方法进行研究,以其独到的视野为客户提供及时的企业证券分析、行业研究及投资策略建议。我们的海外证券研究覆盖33个行业的170多只股票,范围主要包括大型科网企业、大型国企、红筹、优秀民营企业、大型香港本地蓝筹股和在美上市中概股。这支屡获殊荣、备受国际认可的团队使我们的证券研究服务在众多竞争者中脱颖而出。事实上,我们的分析师们在不同行业各具所长,挑选股票独具慧眼,盈利预测精准,成就获业界公认。

资产管理

国泰君安资产管理(亚洲)有限公司为企业、机构和个人投资者提供全方位的资产管理服务,包括公募基金、私募基金、投资顾问服务和基金综合管理服务等,涵盖权益、固定收益和另类投资。我们配合客户的风险承受能力和回报需求,致力为客户在最低投资风险上取得最高投资回报。

审慎的风险管理

「居安思危」是我们业务发展的核心理念,为了能够尽可能规避风险,国泰君安国际已经制定了一套全面风险管理制度及内部控制系统管理,确保我们提供的服务不仅可以成功达到预期效果,而且更完整配套。在我们积极努力下,过去五年,无论市场好坏,我们都取得了稳健的增长。即使面对亚洲金融海啸及全球信贷危机,我们的资产净值于过去数年仍然连年录得增长,成就辉煌。

一站式的财富管理平台,为客户提供多元化及全方位的金融服务

国泰君安国际财富管理以专业、可靠的方式助客户管理财富。不论客户希望灵活配置资产、投资增值、或是将财富传承,我们将专诚订造财富规划方案,助客户实现人生中不同阶段的理财目标。我们特别为专业投资者设计的卓越服务,让客户在于瞬息万变的市场上,仍能长久尽享先机 ,稳健纵横。

固定收益

我们的固定收益部致力于为客户提供境外债券投融资一条龙服务。我们拥有债券发行承销、销售交易及结构性产品团队,通过全球庞大的机构客户网络,为客户提供最贴近市场的债券发行方案和销售支持,助客户在快速发展的债市中把握商机。

股权产品部 — 创新、灵活及定制化的产品方案

股权产品部积极应对市场与政策变化,在产品设计上不断创新与优化。根据客户不同的风险承受水平,我们团队为金融机构、企业和高净值客户量身定制多样化、个性化的金融产品,满足客户在不同市场环境下的投资需求 ,并提供全方位的客户服务。所定制的产品深入研究市场趋向和了解项目背景,符合法律法规及控制风险的目标,其服务及专业的能力深获客户及业界肯定。

展望前景辉煌 — 您的成功　我的承诺

www.gtjai.com　　电话 :**(852)2509 9118**

声明 :

上述内容仅供参考之用,不得视为买卖任何投资产品的邀约或恳请。投资涉及风险。投资的价值及来自投资的收益(如有)可能有波动性及会在短时间内大幅波动。投资者可能无法取回所投资的款项。本文件由国泰君安国际控股有限公司发出,并未经证券及期货事务监察委员会审阅。