



招銀國際
CMB INTERNATIONAL

2022 年度策略報告



伏虎添翼
港股回春

目录

| | |
|---|-----|
| 宏观与策略..... | 3 |
| 2022年中国经济展望..... | 4 |
| 2021年市场及策略回顾..... | 10 |
| 2022年市场展望及策略..... | 13 |
| | |
| 行业展望..... | 23 |
| 中国互联网板块：监管新常态：风物长宜放眼量..... | 24 |
| 中国科技板块：5G+VR/AR创新周期，半导体国产替代势不可挡..... | 35 |
| 中国软件及IT服务板块：软件产业链升级持续..... | 43 |
| 中国医药板块：创新是不变的主旋律..... | 49 |
| 中国必需消费板块：滞涨预期扰动下市场持续关注企业提价能力..... | 56 |
| 中国可选消费板块：有效的引流和转价成本的能力尤为关键..... | 62 |
| 中国银行板块：寻找避风港..... | 74 |
| 中国保险板块：寿险负债端持续承压；产险增速企稳回升..... | 80 |
| 中国房地产板块：政策面、基本面逐渐改善；过渡期仍需靠董事长..... | 88 |
| 中国工程机械/商用车板块：基建投资潜在回暖，看好板块龙头见底回升机会..... | 96 |
| 中国快递板块：强而有力的政策措施重塑快递行业竞争格局..... | 103 |
| 中国光伏板块：供需关系逐步理顺，十四五将迈向日更月异..... | 108 |
| 中国风电板块：平价项目空间打开，十四五展望风驰云走..... | 113 |
| 中国城市燃气板块：面临短期扰动，加速新业务转型..... | 118 |
| | |
| 行业首选股份..... | 122 |
| 美团 (3690 HK)..... | 123 |
| 网易 (NTES US)..... | 125 |
| 小米集团 (1810 HK)..... | 127 |
| 韦尔股份 (603501 CH)..... | 129 |
| 海康威视 (002415 CH)..... | 131 |
| 信达生物 (1801 HK)..... | 133 |
| 药明生物 (2269 HK)..... | 135 |
| 华润啤酒 (291 HK)..... | 137 |
| 李宁 (2331 HK)..... | 140 |
| 人保财险 (2328 HK)..... | 142 |
| 华润置地 (1109 HK)..... | 144 |
| 碧桂园服务 (6098 HK)..... | 146 |
| 三一重工 - A (600031 CH)..... | 148 |
| 龙源电力 (916 HK)..... | 150 |



宏观与策略

2022年中国经济展望

首席经济学家：丁安华 - dinganhua@cmbi.com.hk

年终回顾与展望：经济滞胀与政策约束

- 滞胀一词用来描述经济衰退和价格上涨同时出现的现象。由于它束缚了政策的应对空间，是一种极不理想的经济形态。要解决“胀”的问题，就要付出“滞”的代价；要解决“滞”的问题，就要付出“胀”的代价。
- 美欧经济的主要矛盾是“胀”，“滞”的问题相对不大。当前美欧高通胀的主要原因在于供给紊乱和能源短缺。有观点认为，供给短缺是短期现象，因而通胀也是短期问题。但供应链紊乱或许不会很快消失，工资-物价螺旋式上升或将持续抬升通胀水平。因此，明年美欧通胀仍有可能超预期上行。
- 中国经济的主要矛盾是“滞”而不在于“胀”，基准预测增速为5.2%。明年，出口增速预计将于上半年显著放缓，房地产投资或将明显下滑，制造业投资动能边际衰减，消费大概率将延续弱式复苏。虽然在高技术、绿色、基建和新经济领域存在积极因素，但总体上看，明年中国经济将面临较大下行压力。相对而言，中国的通胀形势尚算稳定可控，明年全年PPI增速有望回落至3.9%，而CPI全年增速小幅上行至2%左右。
- 明年我国宏观政策受到的约束加大，来自货币、财政、产业、防疫四方面。妥善处理好经济中“滞”与“胀”的关系，需要宏观管理部门极高的政策水平和调控技巧。
- 一是货币政策约束。为防止“滞”的可能，预计明年货币政策总体将偏向友善，主要通过保障资金面平稳和结构性宽信用的方式稳经济。中国和美欧之间货币政策呈现相反方向，可能对货币政策的宽松空间产生一定掣肘。
- 二是财政政策约束。明年财政收支将进一步趋紧，使财政政策对经济扩张的提振作用受限。除了经济下行令税基收缩之外，地方政府土地出让收入大概率出现负增长，而地方政府债务偿还将迎来高峰。
- 三是产业政策约束。今年四季度我国供给端所受到的“双碳”“双控”冲击已有所缓解，但明年各地政府仍面临降低能耗强度的紧约束，煤炭、钢铁等高耗能高碳排放行业还面临更为严厉的行政管控。
- 四是防疫政策约束。零容忍的防疫政策仍将制约我国交通运输、餐饮等服务性消费修复，拖累居民收入修复，也对我国的国际交往和多边投资造成不利影响。

一、滞胀：概念框架

首先，要给滞胀（stagflation）下个定义，它是“停滞”（stagnation）和“通胀”（inflation）的合成词。1965年，英国保守党议员伊恩·麦克劳德（Iain MacLeod）在下议院发言时创造了这个词。经济学大师凯恩斯认为，强劲的增长会导致价格快速上涨，而疲软的经济通常伴随着低通胀，经济放缓和通胀上行是相互排斥的。但是，上世纪七十年代的美国出现了一种罕见的现象，经济衰退与价格上涨同时出现，前后持续了十年时间。

现在，全球经济是否进入新一轮的滞胀，引起了广泛的讨论。一方面，全球经济仍受新冠疫情的影响；另一方面，价格上涨的趋势明显。不过，多数经济学家并不赞同这一判断，主要原因是现在的经济基本面与上世纪七十年代不同。他们认为，全球经济正处于复苏之中，与通胀上行方向一致。

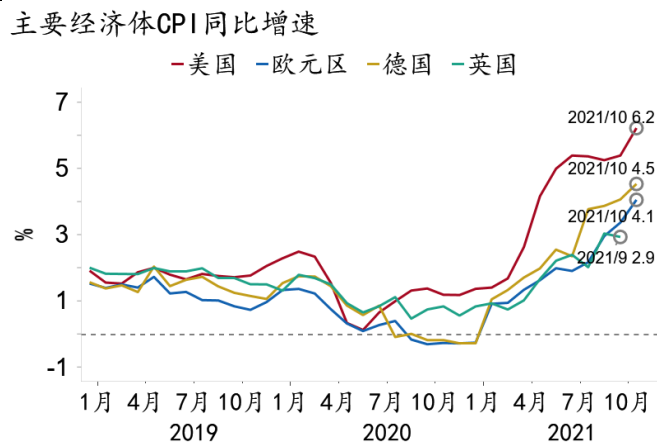
滞胀这一描述，可能比较适合当下的中国。今年下半年，中国经济增长明显走缓，而价格特别是PPI大幅上行。在我看来，我们不应迂腐地执着于现在的中国与上世纪七十年代的美国之异同，当观察到经济下行与通胀上扬同时出现时，就可以用“滞胀”或“类滞胀”（quasi-stagflation）来描述这种经济运行的状态。

滞胀是一种极不理想的经济形态，因为它束缚了政策的应对空间。要解决“胀”的问题，就要付出“滞”的代价；要解决“滞”的问题，就要付出“胀”的代价。

二、美欧经济的主要矛盾是“胀”

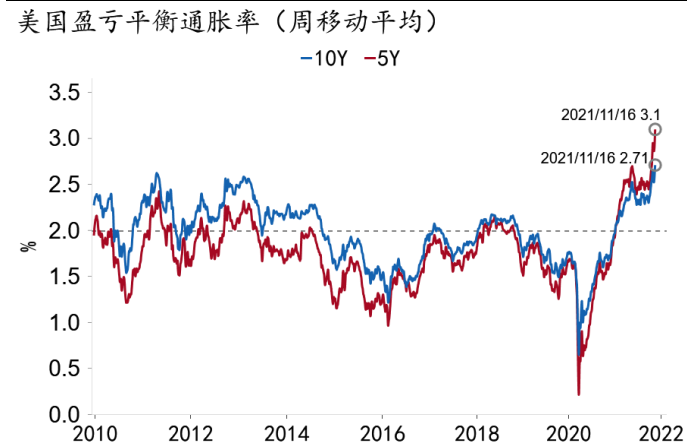
今年以来，美联储系统性低估通胀形势，内部对通胀和未来加息路径的看法分歧加大。10月份，美国消费价格指数同比升至6.2%，欧元区上涨4.1%，其中德国上涨4.5%，均创近三十年的新高（图1）。金融市场对中长期通胀的前景展望变得悲观，目前美国5年期盈亏平衡通胀率已突破3.0%，远超美联储2%的通胀目标（图2）。

图 1: 主要经济体的消费物价通胀上行



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 2: 美国通胀预期远超美联储目标

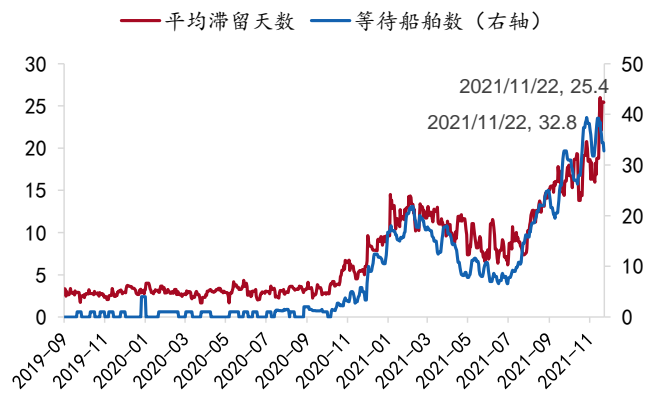


资料来源：Macrobond，招商银行研究院

造成这种现象的主要原因，在于供给紊乱。发达国家疫苗率先接种，经济修复推动需求增长较快；而发展中国家疫苗受限，疫情反复导致生产停滞，全球产业链上堵点处处。当前物流成为全球产业链上最为薄弱的环节（图3），美国航运、陆运和港口运转失灵，劳工短缺、商品堆积、货轮拥堵、集装箱无处安放，零售业库存存在圣诞季来临之前跌至历史低位（图4）。除了供应链紊乱的问题，还有一些新的因素推动价格上扬。拜登执政之后，“脱碳”这类典型的“左派”议题摆上台面，叠加极端天气造成的石油、天然气等能源短缺，大宗商品价格大幅上涨。

图 3: 美国主要港口拥堵加剧

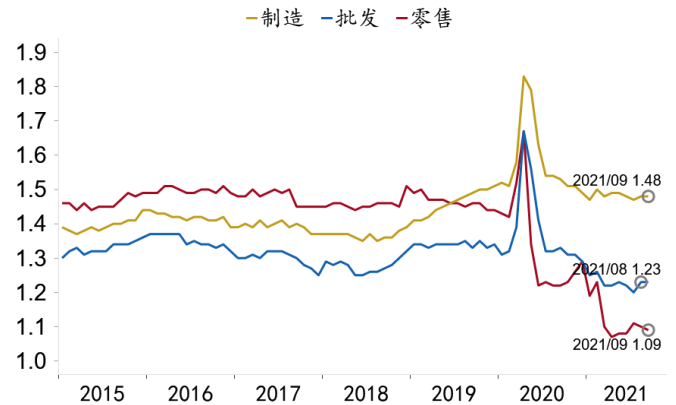
美国洛杉矶港船舶拥堵情况（7天移动平均）



资料来源：The Port of Los Angeles，招商银行研究院

图 4: 美国零售库存跌至历史低位

美国各行业库存销售比



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

有观点认为，供给短缺是短期现象，因而通胀也是短期问题。随着疫情逐步缓解，全球供应链紊乱的局面将逐步改善；东南亚出口型国家将走出Delta变种病毒的阴霾，供给迎来修复。明年一季度，欧美消费旺季和中国春节前运输旺季过后，港口和航运紧张将有所缓解，全球供给瓶颈有望纾解。此外，政客们的一番高调宣示之后，各国“脱碳”约束可能边际松动，化石能源供给有望上升。这一判断虽然有道理，但仍然具有很大不确定性。

不确定性来源于两方面，一是疫情演变和各国防疫政策不一致，供应链紊乱或许不会很快消失；另一是工资-物价螺旋式上升，持续抬升通胀水平。10月份美国名义时薪同比增速已达4.9%，但实际时薪增速却下探至-1.2%。美国“用工荒”之下劳方议价能力增强，未来时薪增速大概率进一步走高。

尽管美联储希望容忍通胀在一定时间内“超调”以达成就业市场“广泛而包容”的修复，但鲍威尔也开始承认美国通胀的时长和强度都超出了预期，并表示通胀已满足加息条件。我们预测，基准情形下，美联储将于明年年中加息一次。若通胀未能如期回落，美联储可能不得不加速缩减债券购买并提前加息，欧洲央行也存在货币政策态度转鹰，提前加息的可能性，从而威胁全球经济修复和各国财政的可持续性。

相对而言，美国和欧洲明年的经济增长可能处于4%-4.5%之间，问题不大。他们的主要矛盾显然在“胀”，即通胀可能超预期上行。

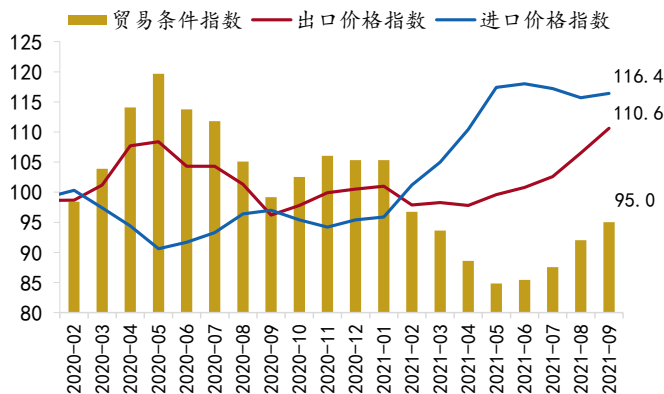
三、中国经济的主要矛盾是“滞”

当前，我国经济的主要矛盾是下行压力加大。

首先来看出口，今年以来我国的贸易条件已经呈现恶化趋势（图5），这与去年截然相反。5月以来制造业 PMI 新出口订单指数持续位于收缩区间（图6）。随着美国服务业的修复，商品消费需求已经开始放缓；东南亚出口经济体生产修复，中国出口的市场份额承压；人民币汇率处于高位，对出口的负面影响逐步浮现。考虑基数效应和季节性，明年出口增速预计将于上半年显著放缓，并于三季度触及全年低点。

图 5: 2021 年我国贸易条件显著恶化

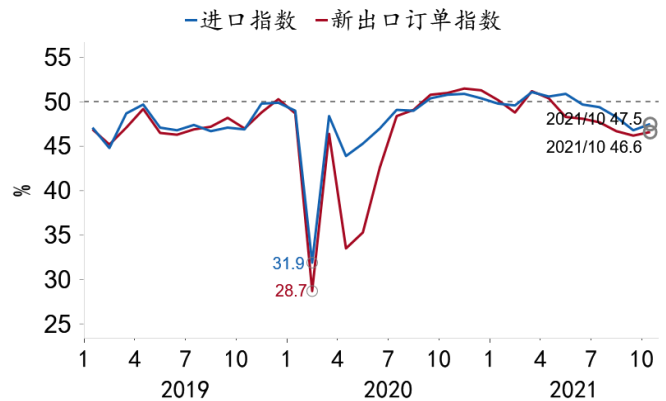
中国进出口价格指数和贸易条件指数



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 6: 制造业新订单指数持续处于收缩区间

PMI 进口与新出口订单指数



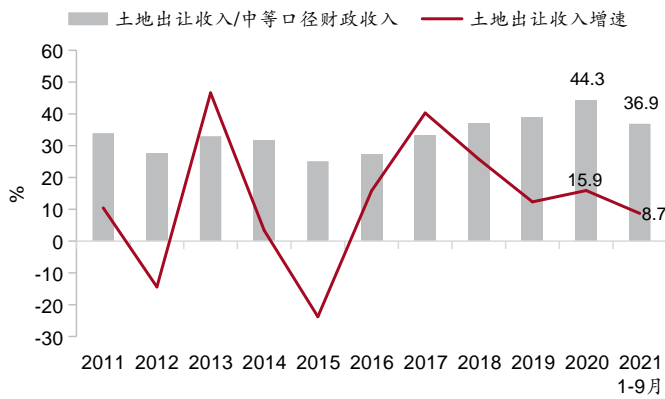
资料来源：Wind、招商银行研究院

再看投资。一是明年房地产投资或将明显下滑。今年房企债务风险持续发酵，加剧了房地产市场的下行压力。明年土地出让收入和商品房销售金额大概率将出现负增长。房地产投资也面临极大压力，土地购置费由于土地成交面积萎缩，溢价率受到抑制，可能出现负增长（图7）；建安投资方面，房企面临“保交楼”的底线要求，预计明年施工竣工增速将有所恢复，对房地产投资形成部分支撑。二是制造业投资动能边际衰减。大宗商品和原材料价格上涨对中下游企业利润造成挤压（图8），抑制制造业的资本开支，而上游企业扩产则受到“双碳”“双控”约束。好的方面是，政策支持下的高技术行业和“绿色”相关投资有望加快。三是基建投资有望上行。中央要求今年下半年加快发行的地方债，尽快形成实物工作量。这意味着基建投资有望见底回升，在明年上半年出现明显提升。

最后是消费，明年大概率将延续弱式复苏。原因有三：一是居民、政府和企业部门收入恢复均不理想。居民收入不确定性上升，并呈现行业间和收入水平间的 K 型分化；制造业中下游利润被严重挤压，再加上部分房企周转困难，企业消费能力不足；房地产进入下行期导致政府土地出让收入承压，限制政府开支能力。二是严格防疫和“双减”政策制约了服务消费的恢复。各月消费环比增速与新增确诊病例人数明显负相关，“双减”政策则导致居民文教娱乐类服务支出显著收缩。第三，商品消费方面，受房地产销售下行制约，家具家电等地产后周期商品消费增长缓慢。此外，尽管需求旺盛，但“缺芯”限制了新能源汽车消费的增长势头。有利的是，以通讯器材为代表的经济相关商品消费增长强劲。

图 7: 土地出让增长明显下行

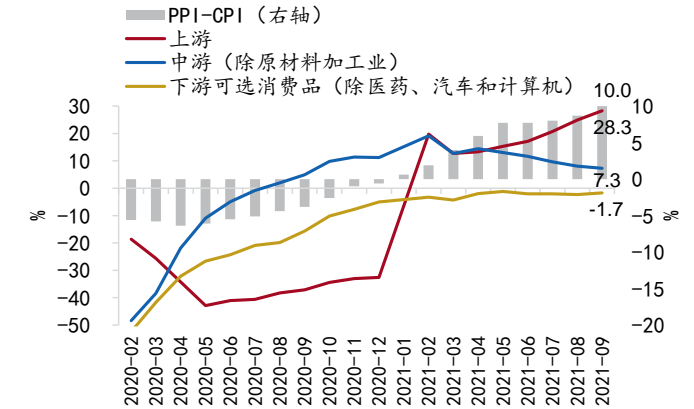
地方政府土地收入增速与占比



注：中等口径财政收入 = 一般公共预算收入 + 政府性基金收入。
资料来源：Wind，招商银行研究院

图 8: 中下游企业利润受到挤压

PPI-CPI剪刀差与分行业利润增速



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

价格方面，高基数影响下，明年 PPI 同比增速有望稳步下行，而 CPI 小幅上行。消费价格指数的波动仍主要由食品价格决定，年中猪肉价格有望企稳回升，推动 CPI 同比增速中枢上行，形态上呈年初走高，年中回落，年末再缓慢抬升。相对而言，中国的通胀形势尚算稳定可控。预计明年全年 PPI 同比增速回落至 3.9%，CPI 同比增速处于 2% 左右。

可见，明年中国经济下行压力不小。目前，我们的基准预测是 5.2%，而且下调风险大于上调风险。换言之，中国经济的主要矛盾在于“滞”，而不在于“胀”。

四、宏观政策受到的约束加大

一是货币政策约束。从美欧的角度而言，治理“胀”的威胁，货币政策势必趋向收紧；而我们中国，防止“滞”的可能，货币政策需要放松。所以，中美之间、中欧之间，货币政策呈现相反方向。这可能对我国货币政策产生一定的掣肘。美欧货币政策收紧，可能对跨境资本流动和人民币汇率产生负面影响。总体来说，目前，我国货币政策工具充分，中美利差仍有足够的安全垫。预计货币政策总体将偏向友善，主要通过保障资金面平稳和结构性宽信用的方式稳经济。事实上，近期央行推出碳减排支持工具，表明未来货币政策的结构性特征将进一步凸显，以实现对重点领域和薄弱环节的“精准滴灌”。展望明年，资金面致力于保持平稳，利率有望小幅下行，广义流动性边际好转。

二是财政政策约束。明年财政收支将进一步趋紧，使财政政策对经济扩张的提振作用受限。除了经济下行令税基收缩之外，地方政府土地出让收入大概率出现负增长，而地方政府债务偿还将迎来高峰。展望明年，考虑到“稳增长”的要求，财政政策仍需保持积极姿态。预计目标赤字率回归 3% 的常态水平，新增地方政府专项债预计 3.5 万亿。财政政策将呈现前置特征，政府债券发行在上半年将延续高位水平，财政支出亦有望提速，以发挥稳投资、稳增长的关键作用。

三是产业政策约束。尽管今年四季度我国供给端所受到“双碳”“双控”的冲击已有所缓解，但明年仍面临紧约束。一方面，“双控”政策具有连贯性，明年能耗强度降低目标预计仍在 3% 左右，这也是实现“十四五”规划中到 2025 年能耗强度降低 13.5% 的目标所需要的年均降幅。

值得注意的是，我国能耗强度自“十一五”起基本逐年下降，在当前能耗水平上进一步降低，对能源和制造业行业的约束必然加强。当前对地方政府能耗强度降低指标的考核强度也大幅提高。另一方面，部分产业还面临更为严厉的行政管控，尤其是煤炭、钢铁等高耗能高碳排放行业。

四是防疫政策约束。在零容忍的防疫政策下，我国交通运输、餐饮等服务性消费仍将受到制约，并拖累居民部门的收入修复。而我国和主要发达国家防疫政策的分化，也将对我国的国际交往和多边投资造成不利影响。

总之，明年我国经济的下行压力不小，而宏观政策受到多方面因素制约，妥善处理好经济中“滞”与“胀”的关系，需要宏观管理部门极高的政策水平和调控技巧。

2021 年市场及策略回顾

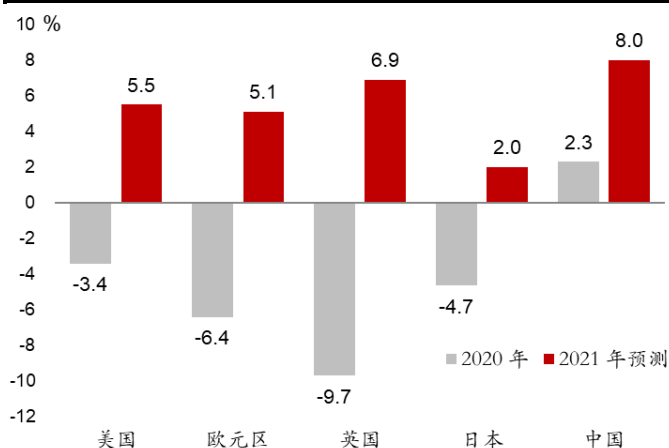
策略师：苏沛丰, CFA – danielso@cmbi.com.hk

疫后复苏通胀升温，中国股市受制监管

经济：疫后复苏，通胀急升

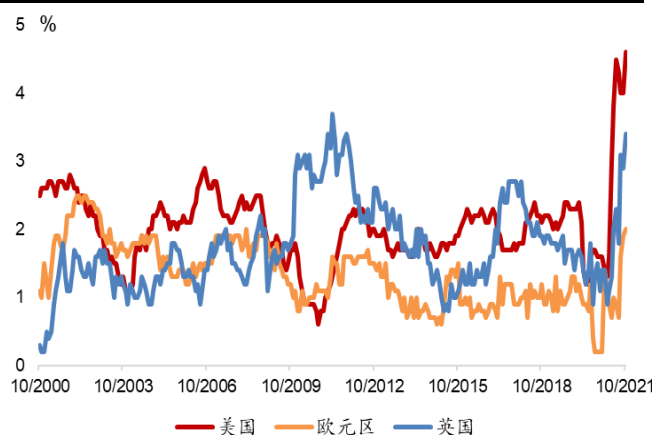
2021 年全球经济及金融市场从新型冠状病毒 (COVID-19) 中恢复过来。虽然疫情至今尚未结束，11 月底出现新的变种病毒 Omicron，而欧洲之新增确诊宗数近期更创新高，但疫苗的接种和西方国家普遍采取「与病毒共存」的政策，加上积极的财政和货币政策，令环球经济显著复苏 (图 9)。需求复苏，但供应未能追上，疫情造成的供应链干扰和劳工短缺，刺激物价大幅上升，其中美国消费者物价指数 (CPI) 于 10 月份同比升 6.2%，升幅创 31 年新高，核心 CPI 通胀达 4.6%；欧元区 CPI 通胀升至 13 年新高 4.1%，核心 CPI 通胀达 2.0%；英国核心 CPI 通胀创 10 年新高 3.4% (图 10)。

图 9: 主要经济体之 GDP 从疫情中复苏



资料来源：彭博综合预测、招银国际证券

图 10: 欧美核心 CPI 通胀创多年新高

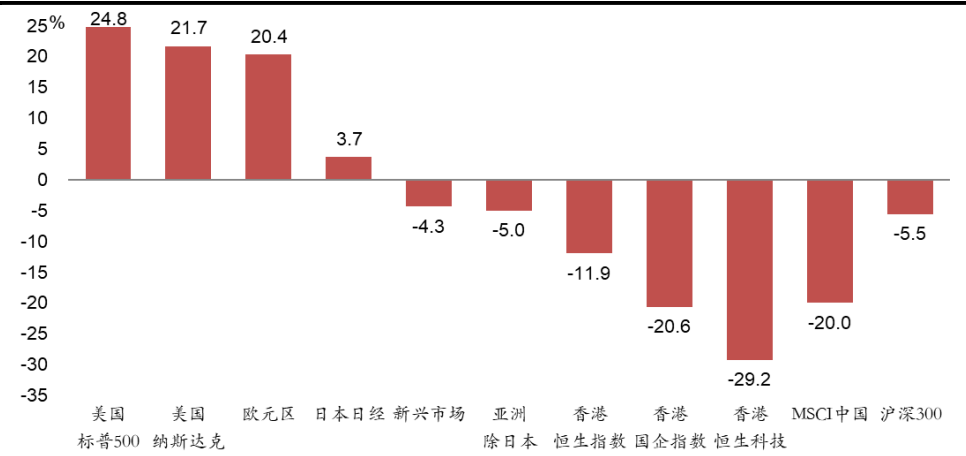


资料来源：彭博、招银国际证券

股市：欧美领涨，中国落后

欧美在经济复苏和量化宽松的双重推动下，股市于 2021 年表现亮丽，屡创历史新高。中国股市则大幅落后 (图 11)，原因包括中国经济较早从疫情中复苏并因而较早开始放缓、货币政策稳健中性，以及对多个行业之监管政策收紧。

图 11: 2021 年环球主要股市表现



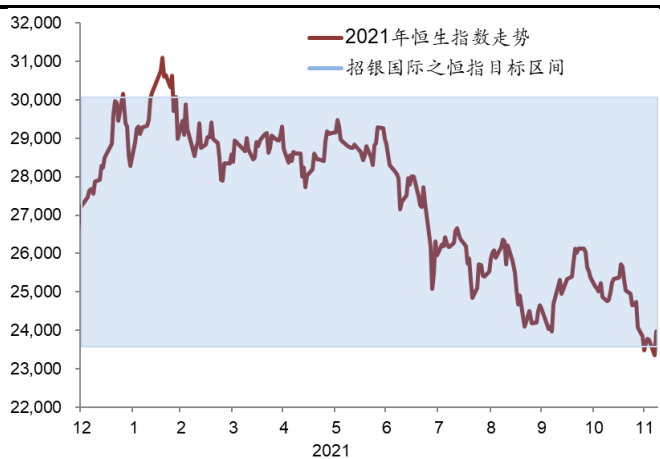
资料来源：彭博、招银国际证券；截至12月7日

招银国际投资策略回顾：捕捉恒指高低位，首选股份逆市升

恒指交易区间符预期

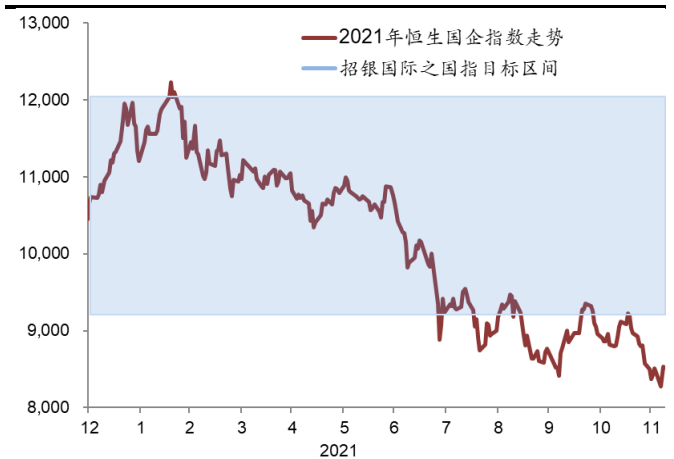
我们于2020年12月10日发表的《[2021年度策略报告](#)》，预测恒生指数于2021年之区间将约为23,600–30,000，结果恒指分别于2月份见顶及11月份见底，实际区间为23,175–31,183，与我们的预测相当接近（图12）。国企指数方面，我们预测的区间为9,200–12,000，结果高位12,272与预测相若，低位8,258则较预测低10%（图13）。

图 12: 恒指于 2021 年之区间 vs 招银国际之预测



资料来源：彭博、招银国际证券；截至12月8日

图 13: 国指于 2021 年之区间 vs 招银国际之预测



资料来源：彭博、招银国际证券；截至12月8日

首选股份大幅跑赢大盘

我们一年前首选的 18 只个股，自推介至今，股价平均逆市上升 3.3%，大幅跑赢恒指 / 国指 / 恒生科技指数 / MSCI 中国指数 13 / 22 / 30 / 21 个百分点（图 14）。

图 14：招银国际 2021 年首选股份表现回顾

| 股份 | 代码 | 推介时股价 (当地货币) | 最新收市价 (当地货币) | 股价变动 (%) | 期内最高价 (当地货币) | 期内最高 升幅(%) |
|-----------|-----------|-----------------|-----------------|---------------|-----------------|---------------|
| 美团 | 3690 HK | 286.4 | 245.2 | -14.4% | 460.00 | 60.6% |
| 哔哩哔哩 | BILI US | 73.06 | 61.16 | -16.3% | 157.66 | 115.8% |
| 小米集团 | 1810 HK | 27.50 | 19.22 | -30.1% | 35.90 | 30.5% |
| 比亚迪电子 | 285 HK | 38.80 | 30.60 | -21.1% | 63.10 | 62.6% |
| 华润啤酒 | 291 HK | 65.35 | 64.35 | -1.5% | 78.60 | 20.3% |
| 九毛九 | 9922 HK | 18.82 | 14.74 | -21.7% | 38.70 | 105.6% |
| 锦欣生殖 | 1951 HK | 13.96 | 9.77 | -30.0% | 24.55 | 75.9% |
| 希望教育 | 1765 HK | 2.00 | 1.53 | -23.5% | 3.47 | 73.5% |
| 邮储银行 | 1658 HK | 4.33 | 5.63 | 30.0% | 6.37 | 47.1% |
| 中国太保 | 2601 HK | 29.50 | 23.30 | -21.0% | 42.75 | 44.9% |
| 中金公司 | 3908 HK | 17.94 | 21.75 | 21.2% | 25.75 | 43.5% |
| 华润置地 | 1109 HK | 30.80 | 34.15 | 10.9% | 41.30 | 34.1% |
| 世茂集团 | 813 HK | 24.70 | 8.33 | -66.3% | 26.90 | 8.9% |
| 中联重科 | 1157 HK | 9.22 | 5.30 | -42.5% | 13.98 | 51.6% |
| 晶盛机电 | 300316 CH | 28.48 | 70.88 | 148.9% | 84.99 | 198.4% |
| 信义光能 | 968 HK | 13.06 | 14.56 | 11.5% | 24.80 | 89.9% |
| 龙源电力 | 916 HK | 6.24 | 17.14 | 174.7% | 20.25 | 224.5% |
| 中国燃气 | 384 HK | 29.15 | 14.68 | -49.6% | 35.00 | 20.1% |
| 平均 | | | | 3.3% | | 72.7% |
| 恒生指数 | | 26,503 | 23,997 | -9.5% | 31,183 | 17.7% |
| 国企指数 | | 10,488 | 8,523 | -18.7% | 12,272 | 17.0% |
| 恒生科技指数 | | 8,102 | 5,970 | -26.3% | 11,002 | 35.8% |
| MSCI 中国指数 | | 105.7 | 86.9 | -17.7% | 130.7 | 23.7% |

资料来源：彭博、招银国际证券，截至 2021 年 12 月 8 日

2022年市场展望及策略

策略师：苏沛丰, CFA – danielso@cmbi.com.hk

熊市完结，苦尽甘来

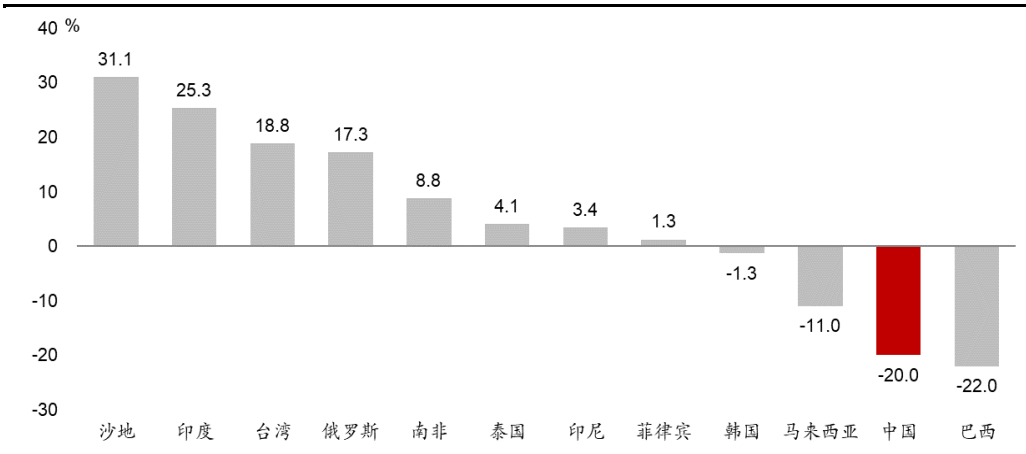
港股过度低残，估值修复可期

今年大幅跑输其他新兴市场

12个主要新兴市场之中，中国股市于2021年表现倒数第二（图15）。

图8列出11个主要新兴股市之年度表现，并按每年之涨跌顺序排列。可以见到，除了巴西以外，极少有市场连续两年均位列最差的两位。换言之，某年表现最弱的两个新兴市场，翌年一般不会再显着跑输，出现某程度的均值回归（mean reversion）。

图 15: 2021 年主要新兴股市表现



资料来源：MSCI 指数、彭博、招银国际证券；截至 12 月 7 日

图 16: 主要新兴股市之年度表现排名

| 图例 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 |
|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 中国 | -1% | 53% | 21% | 115% | 59% | 69% | 79% | 75% | -19% | 121% | 36% | 5% | 35% | 13% | 26% | 0% | 61% | 52% | 0% | 41% | 34% | 25% |
| 印度 | -14% | 52% | 19% | 103% | 30% | 51% | 55% | 64% | -41% | 100% | 26% | 1% | 28% | 12% | 25% | -2% | 49% | 29% | -4% | 28% | 29% | 19% |
| 韩国 | -17% | 26% | 14% | 80% | 25% | 50% | 54% | 57% | -41% | 92% | 23% | 0% | 27% | 9% | 24% | -3% | 22% | 29% | -5% | 22% | 27% | 17% |
| 台湾 | -17% | 15% | 5% | 70% | 19% | 40% | 46% | 52% | -47% | 90% | 22% | -1% | 21% | 7% | 13% | -3% | 13% | 24% | -6% | 20% | 17% | 9% |
| 泰国 | -30% | 5% | -3% | 65% | 12% | 40% | 44% | 33% | -48% | 71% | 19% | -3% | 19% | 3% | 13% | -3% | 12% | 23% | -7% | 14% | -1% | 4% |
| 菲律宾 | -32% | 2% | -3% | 60% | 11% | 19% | 41% | 31% | -49% | 63% | 17% | -12% | 12% | 2% | 13% | -5% | 10% | 21% | -8% | 8% | -2% | 3% |
| 印尼 | -32% | -4% | -12% | 45% | 4% | 16% | 30% | 31% | -51% | 59% | 17% | -20% | 10% | 0% | 5% | -10% | 2% | 21% | -9% | 5% | -9% | 1% |
| 马来西亚 | -42% | -17% | -16% | 37% | 4% | 13% | 24% | 23% | -52% | 57% | 15% | -20% | 9% | -3% | -8% | -11% | 0% | 19% | -13% | 4% | -10% | -1% |
| 俄罗斯 | -45% | -19% | -26% | 33% | -1% | 11% | 15% | 16% | -57% | 56% | 8% | -21% | 9% | -5% | -9% | -12% | -1% | 14% | -15% | 3% | -14% | -11% |
| 巴西 | -49% | -22% | -28% | 23% | -1% | 7% | 2% | 11% | -58% | 46% | 4% | -25% | 7% | -11% | -17% | -19% | -2% | 9% | -19% | -2% | -17% | -20% |
| 南非 | -50% | -26% | -34% | 9% | -6% | -2% | -6% | 5% | -74% | 22% | 3% | -26% | -4% | -19% | -49% | -43% | -3% | 0% | -20% | -6% | -21% | -22% |

资料来源：MSCI 指数、彭博、招银国际证券；截至 12 月 7 日

绝对估值低残

恒生指数于11月底创下2021年新低23,175，市帐率低见0.96倍，略为反弹后仍仅得0.99倍，与以往多次股灾低位之估值相若，包括2020年3月疫情爆发初期之低位（图17）。然而，相比起疫情初期，人类对新冠病毒的治疗、预防、应变政策已有一定程度的掌握和经验，因此不明朗因素远小于去年初。纵使考虑到中国股市过去半年新添了监管政策、房地产市场转弱等风险，但疫情风险减少应已足以支持股市估值明显高于去年初低位。

图 17: 恒生指数市帐率跌穿 1 倍

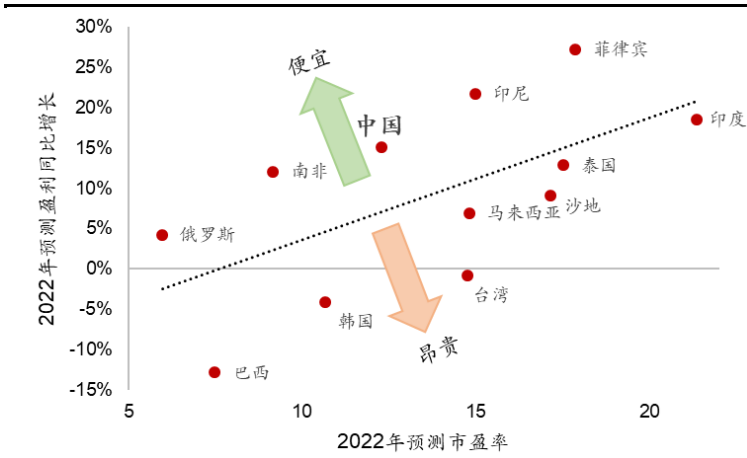


资料来源：彭博、招银国际证券；截至12月8日

相对估值亦低

如上所述，中国股市今年不单未能随欧美股市上扬，亦大幅跑输其他主要新兴市场，因此目前估值相对便宜。图10比较了主要新兴股市之2022年预测市盈率及预测盈利增速，中国之盈利增速位居前列，市盈率则偏低。换言之，在新兴市场当中，中国之相对估值较为吸引。

图 18: 各主要新兴市场之 2022 年预测市盈率 vs 预测盈利增长



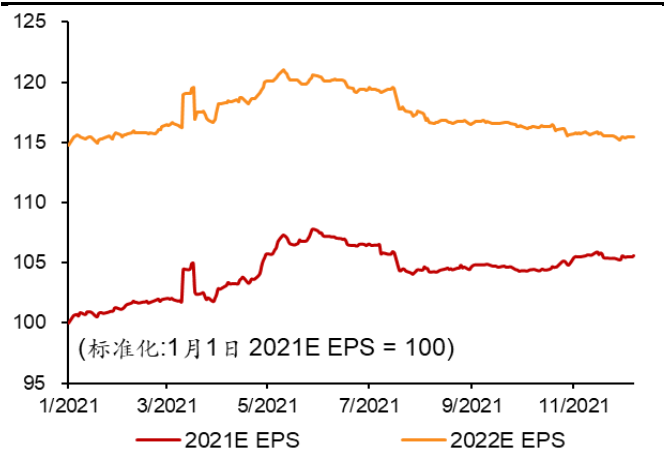
资料来源：MSCI 指数、彭博、招银国际证券；截至12月7日

盈利预测：低基数支持，中港股市盈利增长料加快

中港股票大幅落后于美股，企业盈利表现之分歧是一大关键。美国标普 500 指数之盈利于 2021 年大幅反弹，并料远高于疫情前（2019 年）水平，但恒生指数和 MSCI 中国指数之 2021 年盈利料仍低于 2019 年。不过，展望未来两年，低基数效应料令中港股市盈利增速高于美股，市场估计恒指盈利将于 2022 及 2023 年增长 11% 及 14%，MSCI 中国指数盈利料增长 15% 及 16%，标普 500 指数盈利料只增长 7% 及 9%（图 20-22）。

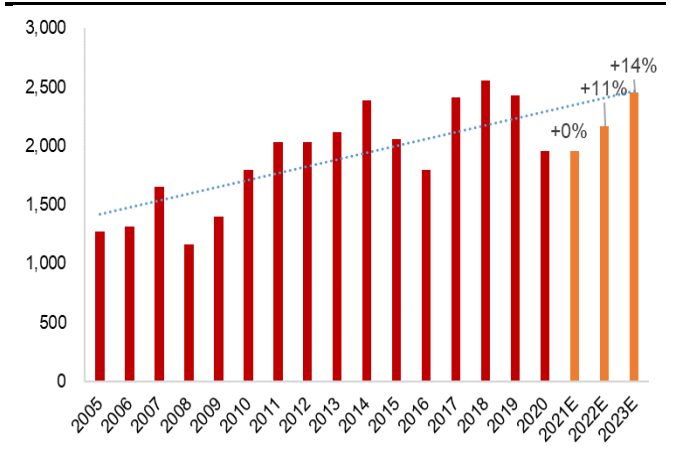
此外，恒指之预测盈利于第三季因监管风险和中期业绩被调低后，近期盈利预测大致回稳（图 19）。

图 19: 恒生指数之预测盈利*



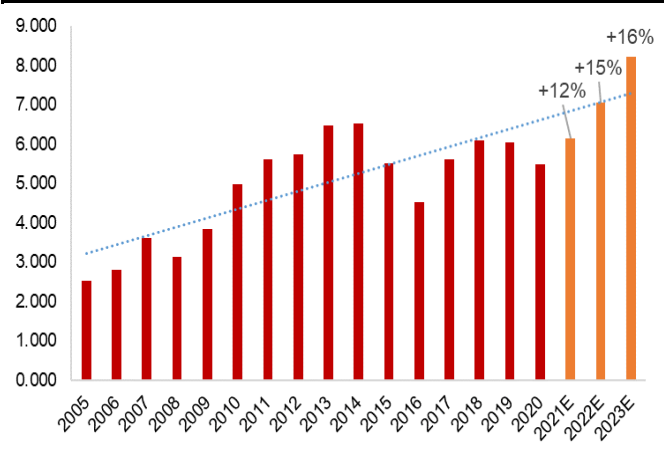
资料来源：彭博、招银国际证券 *调整了成份股变动之影响

图 20: 恒生指数之年度盈利



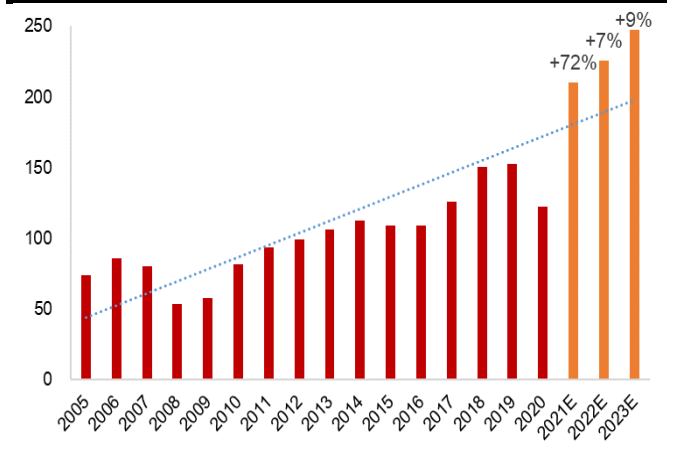
资料来源：彭博、招银国际证券；截至 12 月 7 日

图 21: MSCI 中国指数之年度盈利



资料来源：彭博、招银国际证券；截至 12 月 7 日

图 22: 标普 500 指数之年度盈利



资料来源：彭博、招银国际证券；截至 12 月 7 日

熊市跌幅和时间要求已满足

过去30年，恒生指数经历9次熊市（未包括今年这次），除了去年疫情爆发触发的熊市仅2个月便完结外，其余熊市历时9-14个月，平均约11个月，跌幅27%-67%，平均42%（图23）。这次的跌市始于2021年2月高位31,183，于11月底低见23,175，回调已历时9个月，跌幅26%，基本上已达到熊市完结的跌幅和时间要求。

图 23：恒指熊市下跌幅度和时间

| 见顶及见底日期 | 下跌时间 | 高低位 | 跌幅(%) |
|---------------|------|-----------------|-------|
| 21年2月-21年11月 | 9个月 | 31,183 - 23,175 | 26% |
| 20年1月-20年3月 | 2个月 | 29,150 - 21,129 | 28% |
| 18年1月-18年10月 | 9个月 | 33,484 - 24,541 | 27% |
| 15年4月-16年2月 | 10个月 | 28,589 - 18,279 | 36% |
| 10年11月-11年10月 | 11个月 | 24,989 - 16,170 | 35% |
| 07年10月-08年10月 | 12个月 | 31,958 - 10,676 | 67% |
| 02年5月-03年4月 | 11个月 | 12,022 - 8,332 | 31% |
| 00年7月-01年9月 | 14个月 | 18,126 - 8,894 | 51% |
| 97年8月-98年8月 | 12个月 | 16,820 - 6,545 | 61% |
| 94年1月-95年1月 | 12个月 | 12,599 - 6,890 | 45% |

资料来源：经济通、招银国际研究；截至12月8日

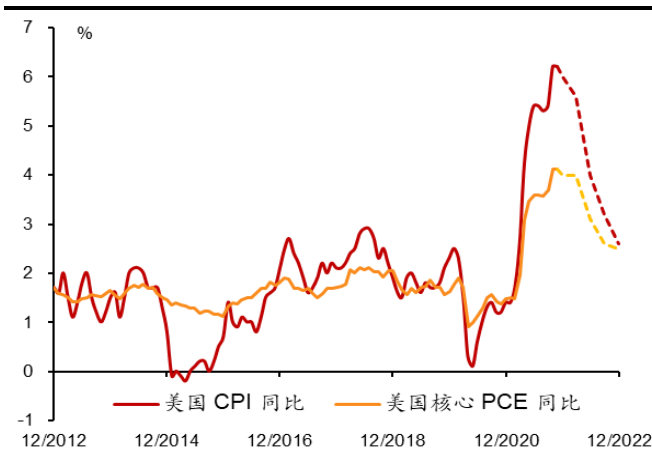
通胀和货币政策正常化

2020年初爆发的新冠疫情，造成非常的生活模式、非常的股市走势、非常的货币政策、非常的供需和物价。经历近两年，以上各方面先后逐步正常化，预期到2022年继续趋向正常。

通胀：美国通胀回落，中国CPI-PPI剪刀差收窄

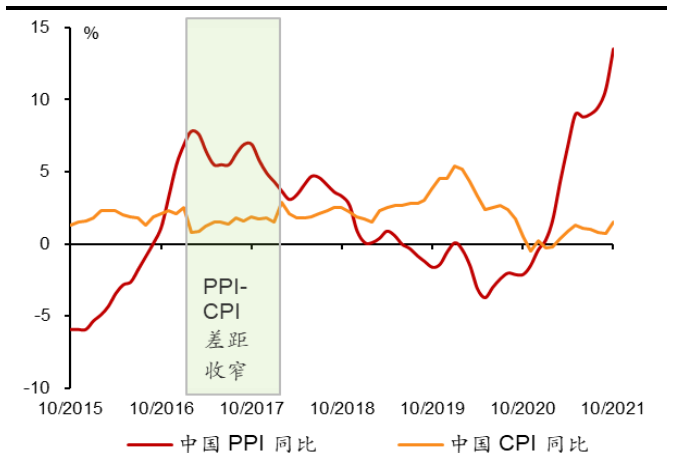
欧美通胀目前高企，预计疫情造成的供应链阻碍将于2022年逐渐纾缓，通胀亦料将于高基数影响下回落。美联储于2021年9月份估计，美国之核心PCE（个人消费开支；联储局的主要通胀指标）增速于2022年将回落至2.3%（2021年增速料3.7%），而市场之最新估计为核心PCE增速于2022年回落至2.5%、CPI通胀回落至2.6%（图24）。

图 24：美国通胀料将回落



资料来源：彭博综合预测、招银国际证券

图 25：中国PPI与CPI之剪刀差料将收窄



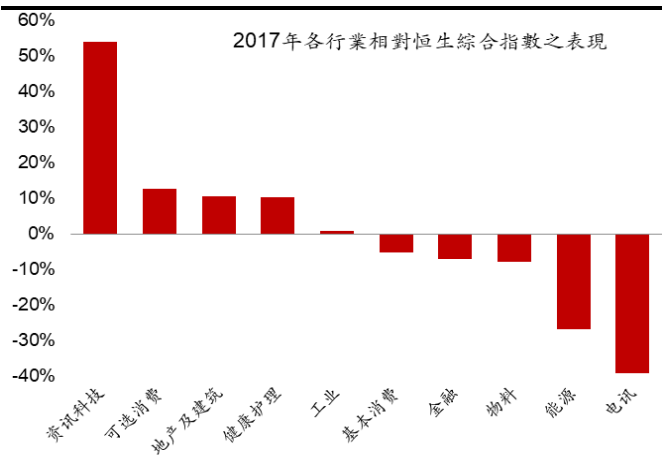
资料来源：彭博、招银国际证券

中国的物价走势与欧美有颇大分歧，2021年通胀上升集中体现于PPI，而CPI维持偏低水平，因此PPI与CPI之差距（所谓“剪刀差”）创新高。展望2022年，高基数影响下，PPI通胀有望稳步下行，全年PPI同比增速料回落至3.9%，但明年中猪肉价格料企稳回升，推动CPI全年同比增速回升至约2%（图25）。

■ **板块启示：从上游转到下游**

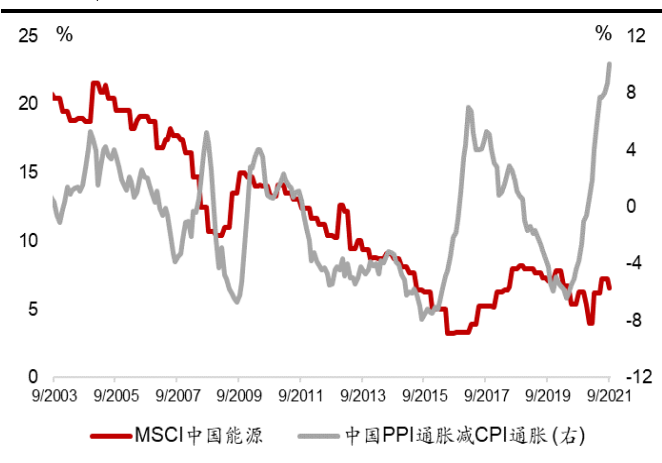
PPI与CPI之间增幅差距收窄，情况将与2017年相似。当PPI于2017年2月的7.8%高顶回落之时，CPI亦开始逐步回升（图25）。于该期间，港股板块表现分化，增长股（资讯科技、健康护理、消费）整体上跑赢价值股（金融、物料、能源、电讯）（图26），其中一个重要原因是上游企业盈利增长随着PPI增幅放缓而减慢，导致物料和能源跑输，另一方面，下游企业利润率压力得到缓和，利好消费、医疗等板块（图27-30）。

图 26: 2017 年 CPI-PPI 剪刀差收窄，港股各行业之表现



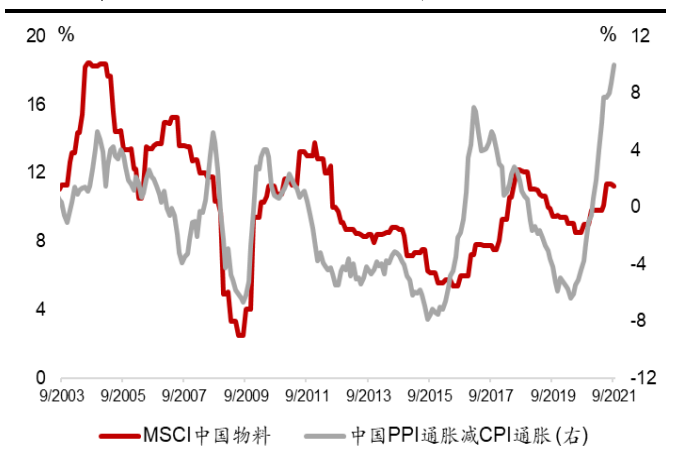
资料来源：彭博、招银国际证券

图 27: 中国 PPI-CPI 剪刀差 vs 能源股经营利润率



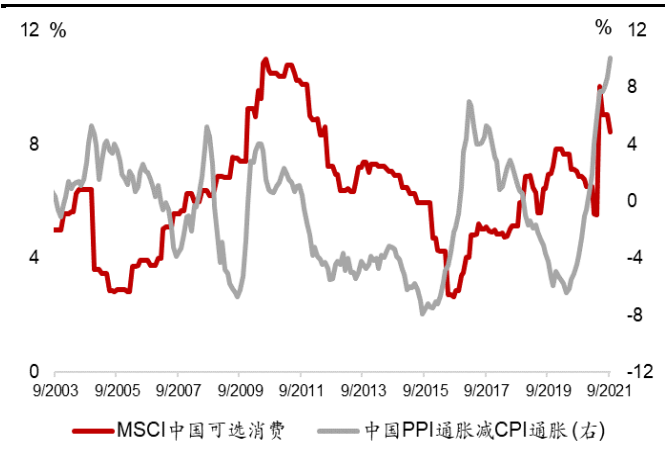
资料来源：彭博、招银国际证券

图 28: 中国 PPI-CPI 剪刀差 vs 物料股经营利润率



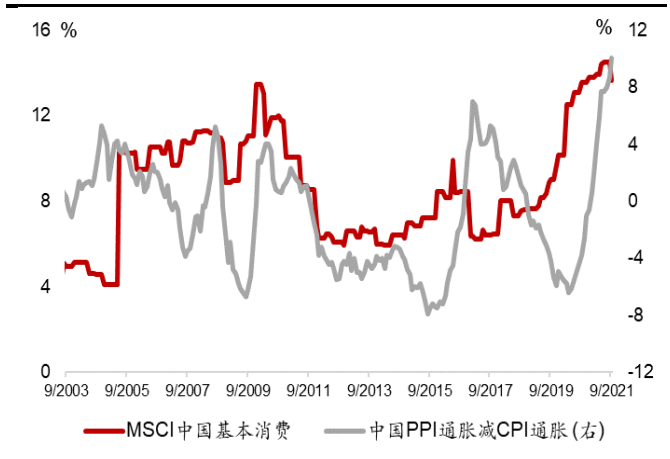
资料来源：彭博、招银国际证券

图 29: 中国 PPI-CPI 剪刀差 vs 可选消费股经营利润率



资料来源: 彭博、招银国际证券

图 30: 中国 PPI-CPI 剪刀差 vs 基本消费股经营利润率



资料来源: 彭博、招银国际证券

货币政策: 美联储结束量宽然后加息

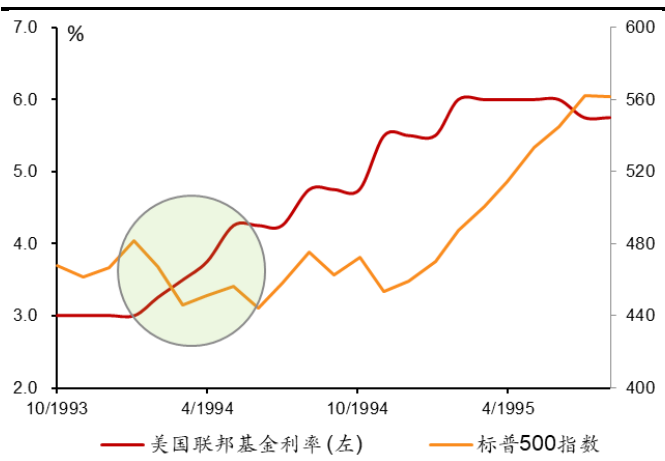
美国联储局已于 11 月开始逐步减少购买资产 (量化宽松), 主席鲍威尔于 11 月底更指将考虑加快减买资产的步伐。相信于 2022 上半年便会停止量宽, 并于年中至下半年开始加息。

必须指出, 美联储减少量宽的期间, 仍是在「印钞」向市场注资, 只是注资速度逐步放缓。当停止购买资产, 亦不会立刻减持手上资产, 因此并非抽走资金。因此, 预计明年上半年在美联储加息前, 市场资金仍是有增无减, 货币政策环境仍有利股市。

■ 下半年较为波动、较多下行压力

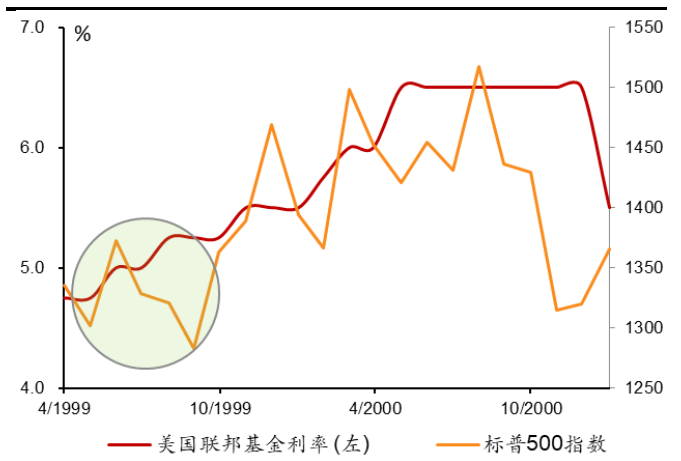
当美国进入加息周期, 股市表现将如何? 视乎加息主要由于经济增长强劲抑或通胀过高。过去三十年, 美国大部份时间通胀温和, 四次加息周期中, 美股都上升。不过, 在加息周期的头半年, 美股都曾出现大约 5-10% 的回调 (图 31-34)。今次关键, 在于短期推高通胀的因素 (供应链因疫情受阻) 能否及时获解决而令通胀回落。假如通胀居高不下, 令美联储逼于无奈地接连加息, 则股市回调压力将较大。

图 31: 美股于美国加息周期之表现 (1993-1995 年)



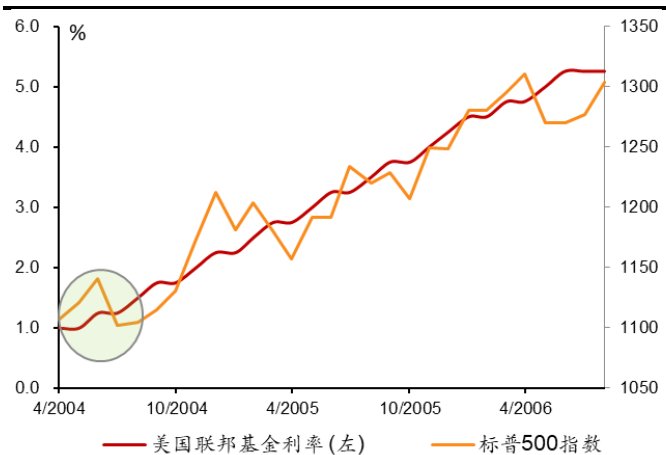
资料来源: 彭博、招银国际证券

图 32: 美股于美国加息周期之表现 (1999-2000 年)



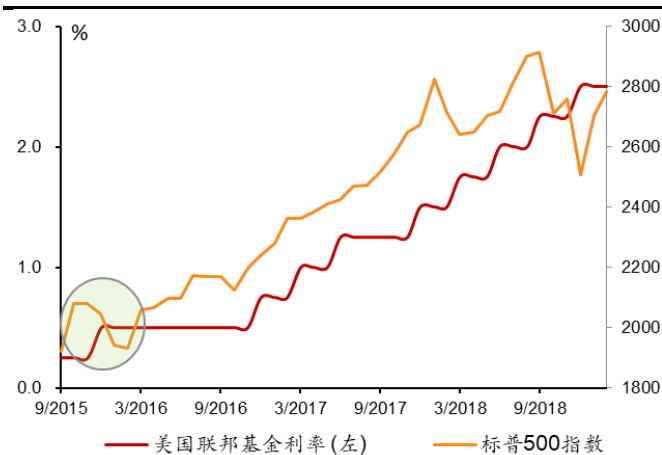
资料来源: 彭博、招银国际证券

图 33: 美股于美国加息周期之表现 (2004-2006 年)



资料来源: 彭博、招银国际证券

图 34: 美股于美国加息周期之表现 (2015-2018 年)



资料来源: 彭博、招银国际证券

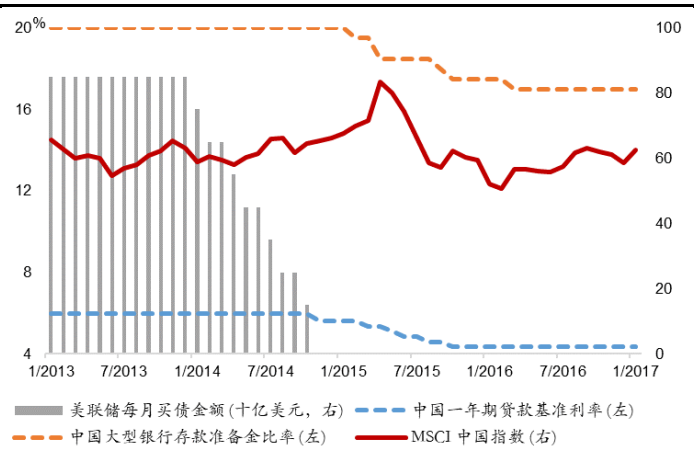
货币政策—当美国收紧同时中国放宽，股市表现如何？

当 2020 年 3 月疫情于全球爆发，导致环球股灾，欧美央行迅速降息和重推量化宽松，是令股市回升的重要动力。如今经济从疫情中复苏、通胀升至偏高水平，美国联储局已于 2021 年 11 月开始逐步减少购买资产规模 (taper)，预期约于 2022 年中停止购买，随后可能加息。英伦银行和欧洲央行亦料将收紧货币政策。另一方面，中国人民银行于疫情出现以来维持相对稳健中性的货币政策，现时面对经济增速放缓，反而有需要和空间放松货币政策。

换言之，中国和欧美的货币政策呈现相反方向，这将如何影响中港股市？这有先例可循。美联储上次退市始于 2014 年 1 月-10 月的减少购买资产，然后于 2015 年 12 月进入加息周期。人民银行则背道而驰，于 2014 年 11 月、2015 年 3 月、5 月、6 月、8 月、10 月降息，并于 2015 年 2 月、4 月、9 月、10 月降准。于美联储减少买债期间，MSCI 中国指数变化不大，而当人民银行开始降息，刺激 MSCI 中国指数于其后半年急升 (图 35)。

预期人民银行于未来一年只会稍为放宽货币政策，放宽程度将远不及 2014 年末至 2015 年末，相信对中港股市之刺激亦不如该段期间。但 2014-2015 年的经验显示，美联储逐步退出宽松政策，只要是事前向市场充份沟通，对中港股市的影响不大，反而人民银行放宽货币对中港股市的影响更直接、更明显。

图 35: 当美国收紧而中国放宽货币政策



资料来源：彭博、招银国际证券

恒生指数目标区间：22,500 – 28,400

恒指于2020年9月起加入较多增长股，先后包括阿里巴巴(9988 HK)、小米(1810 HK)、药明生物(2269 HK)、美团(3690 HK)、阿里健康(241 HK)、京东(9618 HK)等十多只较高市盈率的股份，这些新贵目前已占恒指权重约32%，直接拉高恒指之整体估值。因此，恒指现水平与2020年6月初相若，但预测市盈率上升了（图36），成份股之变动是主要原因，亦因此以市盈率作为估值方法并与历史水平比较时，须考虑到此一差异。

恒指目标市盈率 10.4 倍 – 13.1 倍

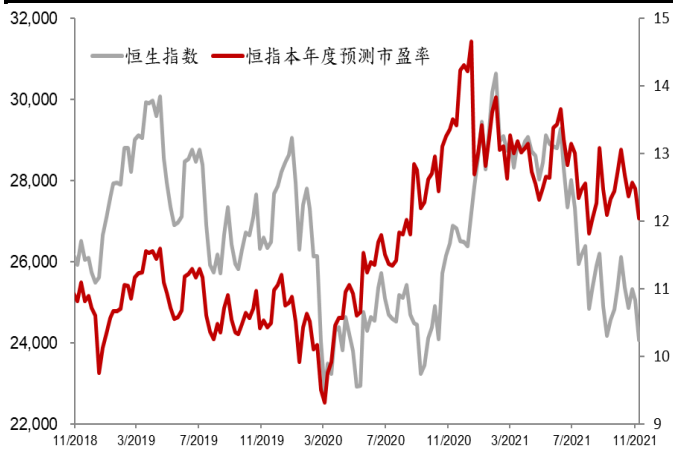
我们以市盈率推算恒生指数于2022年之交易区间为22,500 – 28,400，高位较现水平之潜在升幅18%，其中11个百分点来自盈利增长，7个百分点半来自估值扩张。恒指目标区间是基于预测市盈率区间为10.4倍 – 13.1倍，以及综合市场预测恒指盈利于2022年同比增长11%。

自从2021年7月起内地政府加强多个行业之监管，恒指之本年度预测市盈率于上方受制13.1倍。相信监管风险对估值打击之最恶劣期间应已过去，但估计明年会有更多具体监管细节公布，风险仍会持续一段时间，加上内地经济增长放缓，以及美国联储局料将结束量宽及开始加息，将限制恒指之估值修复空间，因此我们估计2022年之预测市盈率顶部为13.1倍，与2020年9月份（恒指开始加入较多高估值增长股）以来之平均估值12.9倍相去不远。

目标市盈率低位定于10.4倍，是考虑到最近十年恒指之预测市盈率每年高低波幅平均为2.7个标准差（2021年之波幅同样是2.7个标准差），估计2022年疫情对市场的影响稍减，但高通胀以及相关的欧美货币政策收紧料将令市场出现波动，因此估计2022年之估值波幅与过去十年平均相若，以此推算估值低位为10.4倍预测市盈率（图37），相当于近十年平均减一个标准差。如上所述，考虑到恒指于过去一年多加入了逾30%增长股，估计明年恒指之预测市盈率低位将高于过去十年之几个谷底（约9.4倍）。

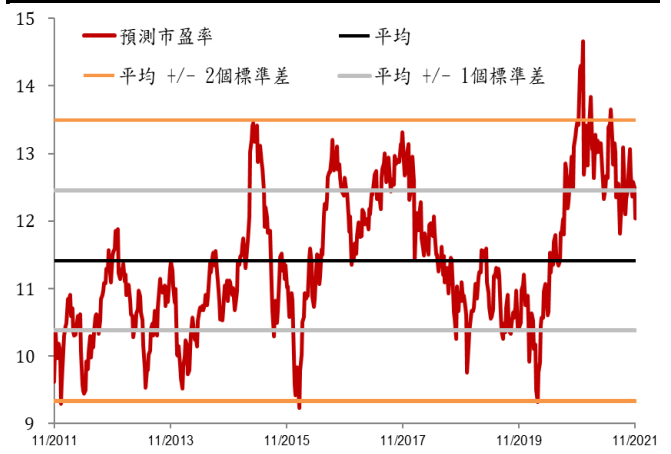
另外，恒指公司明年将继续增加恒指成份股数目，目标于 2022 年中增至 80 只（现有 64 只），估计新增的多数来自科技、医疗、消费等估值较高行业，因此料将进一步拉高恒指之合理估值。

图 36: 2018-2021 年恒指与预测市盈率



资料来源：彭博、招银国际证券；截至 12 月 8 日

图 37: 恒指近十年之本年度预测市盈率



资料来源：彭博、招银国际证券；截至 12 月 8 日

上半年估值修复，下半年回复震荡

若按时间推测恒生指数于 2022 年之走势，估计上半年表现将较佳，因为经历了逾 9 个月的熊市后，绝对估值（市帐率跌穿 1 倍）和相对估值（相对于其他新兴市场）都低残，加上预期中国政府将稍为加强稳增长政策，以及欧美货币政策仍保持高度宽松（美联储仍在量宽），恒指之估值有望向上修复。

下半年则料较受货币政策收紧所影响，相信美联储届时刚开展加息周期，较易触发股市回调，回调幅度视乎通胀有否居高不下而令加息步伐超预期。

板块配置方面，上半年看好互联网领涨，因已反映了大部份监管风险。下半年憧憬疫情进一步受控、通胀回落、供应链正常化，因而偏好旅游、餐饮零售、中下游制造业和消费品、科技硬件行业。

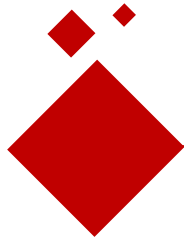
催化剂和风险

潜在催化剂

- 新冠疫情进一步受控，可能由于更高的疫苗接种率、药物成功研发及应用
- 中国调整「清零」防疫政策，放宽边境和旅游限制，包括与香港通关正常化
- 美中进行贸易谈判，并下调部份商品关税
- 美国通胀放缓的速度比预期快（可能是由于供应链中断即将结束），因此美国联储局加息缓慢
- 中国政府采取更强而有力的稳增长政策，包括货币宽松和财政刺激

风险

- 新冠病毒再出现变种，并于全球主要地区广泛传播，令防疫政策收紧
- 通胀持续升温，各有央行被逼加息
- 供应链继续受阻
- 中美关系趋紧张
- 地缘政治紧张
- 内地房地产市场恶化，出现更多信贷违约事件



行业展望

- ❖ 中国互联网板块 - 优于大市
- ❖ 中国科技板块 - 优于大市
- ❖ 中国软件及 IT 服务板块 - 优于大市
- ❖ 中国医药板块 - 优于大市
- ❖ 中国必需消费板块 - 优于大市
- ❖ 中国可选消费板块 - 同步大市
- ❖ 中国银行业板块 - 优于大市
- ❖ 中国保险板块 - 优于大市
- ❖ 中国房地产板块 - 优于大市
- ❖ 中国工程机械 / 商用车板块 - 优于大市
- ❖ 中国快递行业 - 优于大市
- ❖ 中国光伏板块 - 优于大市
- ❖ 中国风电板块 - 优于大市
- ❖ 中国城市燃气板块 - 同步大市

中国互联网板块

优于大市

分析师：黄群 – sophiehuang@cmbi.com.hk

监管新常态：风物长宜放眼量

回归本源：从增长到规范

2021年以蚂蚁整改为起点，中国互联网开启全面监管新常态。监管重心围绕“反垄断、数据安全、民生社保、青少年、内容监管”五大方向展开，引导行业生态有序健康发展，回归互联网“水电煤”初心。

择时：增速换挡，憧憬 2Q22 边际改善

我们认为，监管常态化仍将持续，但顶层框架指导已成型，政策极端风险已消化。当下监管重心聚焦数字安全，包括数字出境、金融科技数据监管、个人信息保护法等，后续相关事件逐步落地，将有助板块情绪回暖。市场关注重心从政策面回归基本面后，仍需静候 1-2 个季度的结构调整阵痛期。2Q22 后板块有望迎来边际改善及估值修复，受益于：1) 管控放松 (冬奥会及两会结束) 利好消费互联网业绩回升；2) 新游流水释放，版号重启、游戏出海等增量可期；3) 行业增速及利润率修复 (低基数效益+降本增效，预计头部平台 FY22E 平均利润增速 17%)。行业 FY21-23E CAGR 预计为 22%。

择道：优选游戏+消费互联网，关注元宇宙产业链机遇

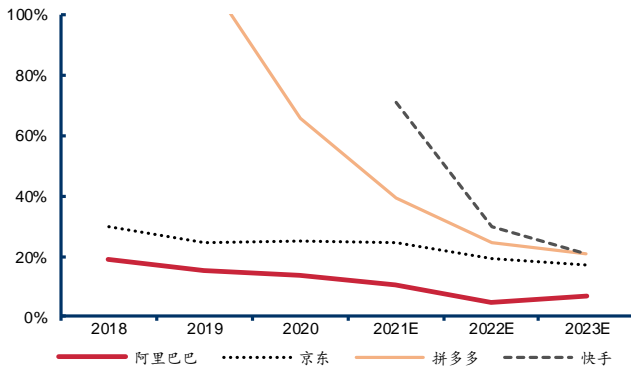
2022 年用户年轻化、内容视频化、监管常态化趋势将持续，建议重点关注短视频、社区团购、元宇宙、产业互联网专题。长期看好元宇宙万亿美元市场空间，尚处于产业探索期，道阻且长、但行则将至。细分赛道偏好：**游戏 > 消费互联网 > 泛文娱 > 广告**。**游戏**：版号重启为短期催化剂；长期增长将主要依赖游戏出海及产品迭代。预计 2022 年为游戏大年，源于：1) 腾讯、网易等多款头部新游有望上线；2) 海外加速扩张，占比提升。**泛文娱**：中短视频分流抢时持续。细分赛道及个股业绩分化加剧，重点关注快手、哔哩哔哩、知乎的用户、变现及利润率优化。**大电商**：聚焦质量增长，团购梯度接力。预计 2022 电商大盘 GMV 增长 14%，其中拼多多、京东、短视频市占提升。电商重心将聚焦互联互通、竞争格局演变、内容电商；社区团购加速出清，利好头部平台。**广告**：受宏观、疫情、监管等多重不确定性，预计广告 1H22 前仍将承压，其中头部平台冲击显著，中型平台防御性较高。

估值筑底，风险回报吸引

受政策趋严、宏观压力、疫情反复、竞争加剧、中美关系等多重因素，目前行业估值回落至历史五年低位 (17x FY22E P/E)，盈利和估值下行空间有限，风险回报吸引。板块估值修复过程中，我们判断公司分化将持续，重点推荐：1) 基本面稳健、政策风险基本释放、盈利预见性较高且第二增长曲线清晰的龙头标的，消费互联网首选**美团(3690 HK, 买入)**，游戏首选**网易(NTES US, 买入)**；2) 长期用户及变现空间可期的成长性公司，积极关注拼多多、快手、哔哩哔哩和知乎。风险：中美监管不确定性，宏观复苏慢于预期，疫情反弹。

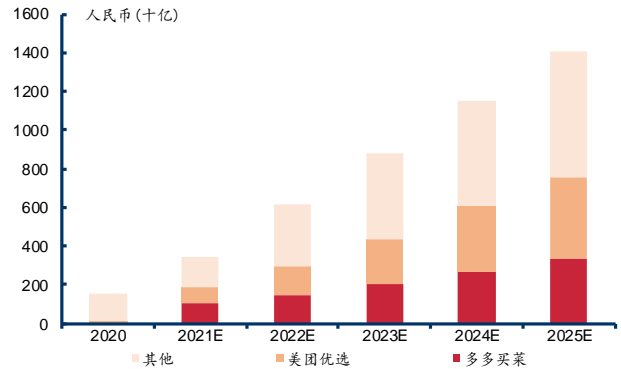
核心图表

图 1：中国电商行业增速换挡 (GMV 增长预测)



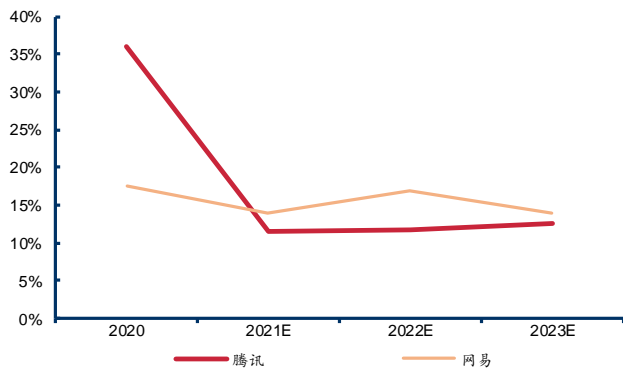
资料来源：公司数据，招银国际预测

图 2：社区团购实现梯度接力 (GMV 预测)



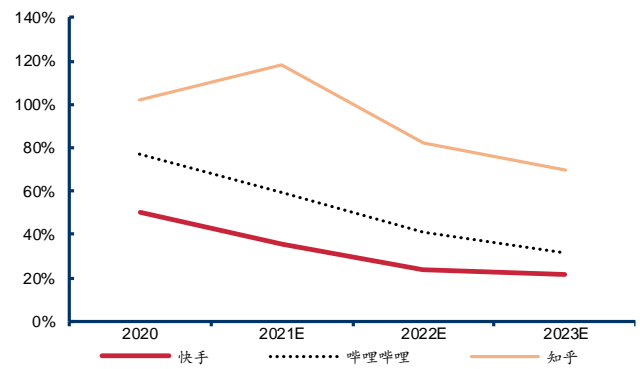
资料来源：公司数据，招银国际预测

图 3：游戏预计 2022 年增速回升 (TOP2 游戏增长预测)



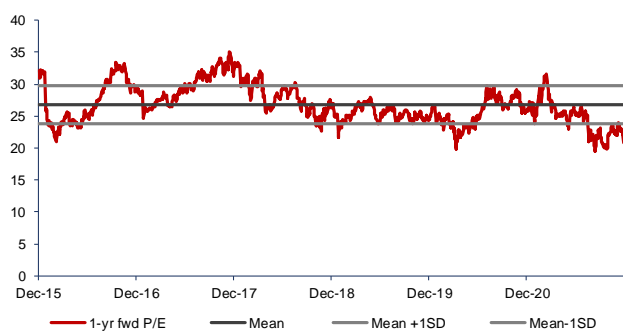
资料来源：公司数据，招银国际预测

图 4：中短视频分流强时 (泛文娱平台收入增速预测)



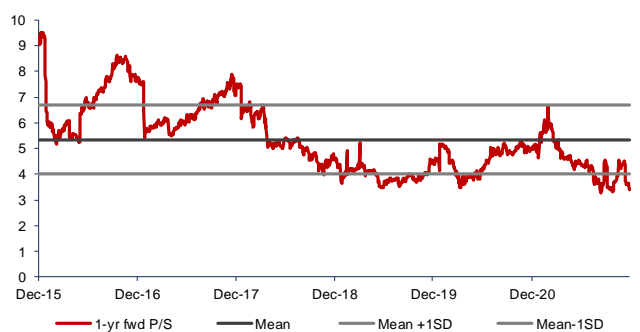
资料来源：公司数据，招银国际预测

图 5：核心互联网 P/E 估值回落至历史五年低位



资料来源：彭博，招银国际

图 6：核心互联网 P/S 估值跌破历史五年低位



资料来源：彭博，招银国际

监管新常态：三问“监管面、基本面、估值面”

随着我国经济发展进入新常态，已由高速增长阶段转向高质量发展阶段，我们认为互联网监管将持续引导行业回归本源，助力共同富裕。在经历长达一年监管周期，市场已消化大部分监管因素，包括反垄断、数据安全、民生社保、青少年、内容监管等。我们认为当前监管框架已成型、且方向明朗化，后续行业运营调整将更多来自相关细则落地，政策大方向层面下行风险有限。市场关注点逐渐从政策回归基本面后，考虑宏观压力、疫情反复、竞争加剧、红利到顶等多重因素，板块或面临二次探底，且在明年3月之前将持续箱体震荡。随着管控放松(冬奥会及两会结束)，预计2Q22有望逐渐迎来基本面及估值的双重修复。待结构调整阵痛期消化，我们认为2H22板块业绩将回暖。长期看好板块内生增长动力，产业互联网、元宇宙将开启新一轮效率与动力变革机遇。

一问：当前监管重心？ 继反垄断、青少年政策落地，当前监管重心聚焦数据安全，包括数据分级、数据安全审查、关键信息基础设施认定等。体现在市场角度，重点关注三个维度：1) 数据出境：数据出境收紧叠加中美监管分歧，推动中概回归加速；2) 金融科技数据监管：境外相关平台将迎来更为严厉且直接的监管措施，境内平台回归金融监管体系；3) 个人信息保护法落实：对广告投放模型、算法推荐等带来阶段性难度，倒逼平台优化脱敏算法能力。

二问：监管之后，基本面是否到底？ 3Q21板块业绩整体较为疲软。预计4Q21及1Q22业绩仍将受制于多重不明朗因素，包括宏观压力、Omicron疫情、管控持续。随着管控放松(冬奥会及两会结束)，2Q22开始有望逐渐迎来基本面及估值的双重修复。在行业告别流量红利、政策宽松环境后，我们认为子板块及公司分化将持续。建议优选细分赛道：**游戏>消费互联网>泛文娱>广告**。

三问：盈利能力摊薄下估值中枢如何演进？ 估值中枢将会是2022年板块一大议题。虽然板块明年存在利润率弱修复(新业务亏损减少、降本增效)，但长期利润率将受限于更高的社会责任成本、政策趋严、竞争加剧，从而影响远期利润增速。盈利能力摊薄下，估值中枢将有所下行，但考虑当前行业估值已回落至历史五年低位(17x FY22E P/E, 22%三年盈利CAGR)，安全边际较高、风险回报吸引。此外，市场对公司投入期容忍度将下降，尚在亏损的成长型标的或面临估值回落压力。

图7：重点监管政策一览

| | 板块 | 反垄断 | 数字安全/算法 | 民生/社保 | 青少年意识形态 | 内容监管 |
|------|------|-----|---------|-------|---------|------|
| 电商 | 电商 | √ | √ | √ | | |
| | 直播电商 | | √ | | √ | √ |
| | 在线旅游 | | √ | | | |
| | 本地生活 | √ | √ | √ | | |
| 在线娱乐 | 游戏 | | √ | | √ | √ |
| | 在线视频 | | √ | | √ | √ |
| | 短视频 | | √ | | √ | √ |
| | 直播 | | √ | | √ | √ |
| | 在线音乐 | √ | √ | | √ | √ |
| 广告 | | √ | | | √ | |

资料来源：招银国际

大电商：聚焦质量增长，团购梯队接力

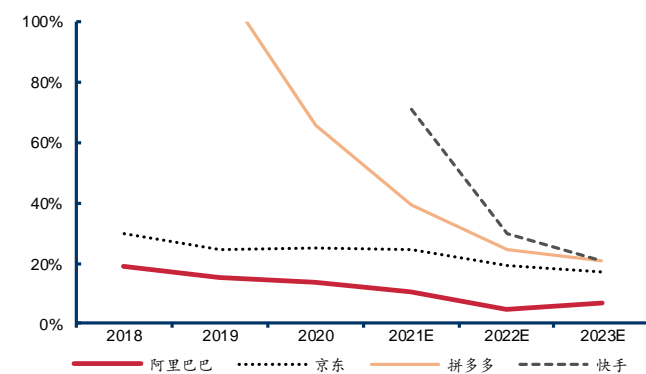
消费互联网将进入质量增长阶段，在反垄断、互联互通及禁低价倾销下，面临商家侧及内容侧变革。预计2022年电商大盘GMV增速14%，机会与挑战并存：1) 机：消费进入弱复苏，内容电商(抖快、小红书)及社区团购成为第二增长曲线；2) 危：传统电商用户红利见底(而抖快抢占份额)，宏观及竞争压力下面临增速换挡。看好高壁垒、份额提升、增长清晰及盈利改善型标的，消费互联网偏好：美团>京东>拼多多>阿里巴巴。

电商：增速换挡，关注竞争演化及消费弱复苏

受宏观经济、疫情反复及竞争加剧，电商2H21增速承压，其中3C家电、快消增速稳健，服装疲态持续。展望2022，消费弱复苏+渗透率提升驱动下，预计电商大盘GMV增速14%，其中抖快市占率将继续提升，京东、拼多多增速可观。长期来看，电商驱动力将来自：1) 下沉渗透；2) 直播/内容带货；3) 社区团购。而明年市场关注点在于：

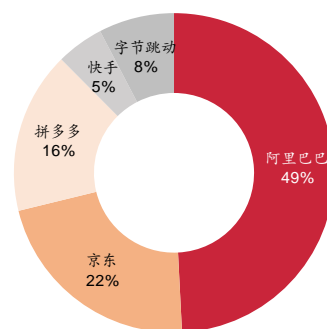
- **互联互通**：预计阿里短期受益于新增流量及用户体验改善，但互联互通持续效果待观察(购物便利性不及微信内拼多多和京东链接，且存在商家广告流向腾讯生态等不确定性)。
- **竞争格局演变，短视频持续扩张**：我们预计阿里/京东/拼多多2022年电商GMV增速分别为+5%/20%/25% YoY。阿里虽受惠于互联互通，但竞争加剧下仍承压。拼多多步调放缓，但在传统电商平台中仍将保持增速领先，且受惠于团购粘性提升。字节和快手将持续抢占份额，增速30%+，预计合计贡献13% GMV份额。行业利润率有望小幅回升，源于经营杠杆提升和新业务亏损收窄(部分抵消社会责任支出上升)。
- **直播/内容电商可期**：头条/小红书潜在上市或带动内容电商成为下一个焦点。内容电商围绕用户信任关系及交互式体验，将聚焦品牌化、内容优化及品类延展。

图 8：中国电商行业 GMV 同比增速



资料来源：公司数据，彭博，招银国际预测
注：阿里巴巴交易总额由淘宝和天猫相加而成

图 9：2022 年电商主要平台市场份额 (按 GMV 计)



资料来源：公司数据，招银国际预测

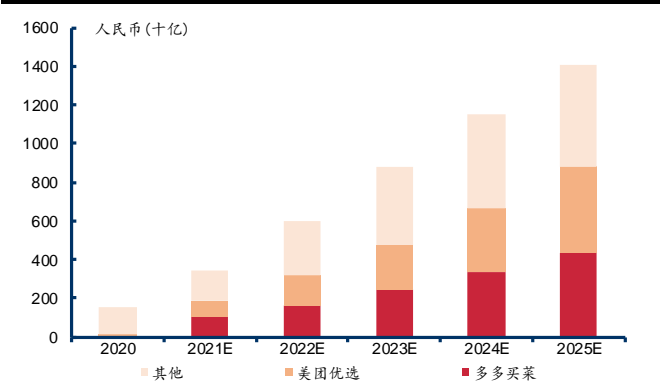
社区团购：电商新增量，加快整合和 UE 改善步伐

4Q21 前瞻：步调放缓，但增势不减。政策趋严下团购扩张节奏虽有所放缓，第一梯队平台日均单量 3Q21 仍达 2,600-3,000 万(结合调研及专家数据参考)，环比双位数增长。在强季节下，双十一头部平台单量峰值突破 5,000 万，预测 4Q21 UE 也将持续改善。

用户体验和次日履约成致胜关键。竞争加剧和政策收紧下考验平台资金实力，将推动市场加速整合及出清。新玩家(如京东和淘菜菜)近期加大投入力度，但尚不足以撼动美团和拼多多的领导地位。我们预计中短期社区团购将依旧处于投入期，各平台最终将供应链体系完善及次日履约能力以构筑差异化壁垒。

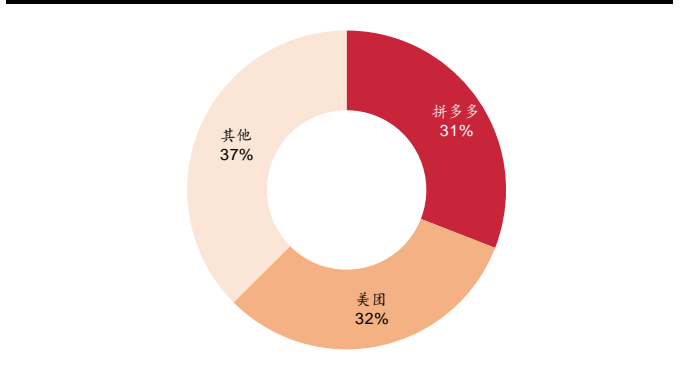
头部平台领先优势巩固，美团增量更显。预计 2022 年行业 GMV 将超 6,000 亿。行业整合下，加速向 2-3 家平台寡头垄断演进，看好具备流量、供应链优势的美团优选和多多买菜(预计未来长期市占率合计 60%-70%)。**美团优选：**精细化区域管理能力，强大的线下地推团队、团长运营，品控、履约更优；**多多买菜：**主站流量契合度高、擅长用户/团长裂变、农产品优势。虽然两家单量相近，但我们认为美团受益更显，源于社区团购有助美团切入电商增量，从而建立新增长点，而多多买菜则更多透过买菜提升主站复购(现有增长点)。

图 10：社区团购行业 GMV 年增长预测



资料来源：行业数据, 招银国际预测

图 11：2025 年社区团购平台市占率预测(按 GMV 计)



资料来源：招银国际预测

图 12：社区团购主要玩家营运指标

| | 2021 年交易总额 (十亿人民币) | 日均单量 (3Q21) (百万) | 件单价 (人民币) |
|------|-----------------------|---------------------|--------------|
| 多多买菜 | 98 | 26-30 | 9 |
| 美团优选 | 84 | 26-30 | 7.5 |
| 兴盛优选 | NA | 10-13 | ~12 |

资料来源：专家观点和网上公开资料整理, 招银国际预测

泛文娱：游戏看点凸显，短视频分流抢时

游戏：憧憬版号重启，新游迭代+出海浪潮为长期增量

监管体系完善，版号重启在即，头部平台凸显高防御性。游戏监管清晰明朗化，聚焦青少年防沉迷（低单位数占比、影响有限）、内容监管（新增二次元、海外文化监管，已部分消化）及版号（待放开）。基于2018年游戏版号空窗期可控（从3/29到12/19），预计版号发放有望成为短期催化剂。拥有丰富新游储备的头部厂商（腾讯和网易）将具备高防御型。鉴于腾讯和网易的4款头部新游已获版号，我们认为版号空窗期对其财务影响有限。

短期：新游冲榜，有望推动4Q21增速回升。受流量回归理性、防沉迷及新游有限影响，3Q21游戏增速触底。憧憬4Q21反弹，且预计板块情绪受益于：1) 版号重启预期；2) 两款头部新游亮眼表现。**腾讯：**预计英雄联盟手游版4Q21E释放流水增量。10月8日上线后，英雄联盟手游版在iOS畅销榜保持前二，我们预测该游戏首月月流水为15亿元。叠加海外业务贡献，预测4Q21游戏收入同比增加9% (vs. 3Q21 +8% YoY)。**网易：**结合哈利波特iOS畅销榜排名(上线首月/次月排名前二/前七)，我们预测该游戏首月/4Q21流水贡献分别为15亿/25亿元，推动4Q21游戏总收入同比增长26%。

长期：新游迭代释放周期性增量，出海浪潮为长期驱动力

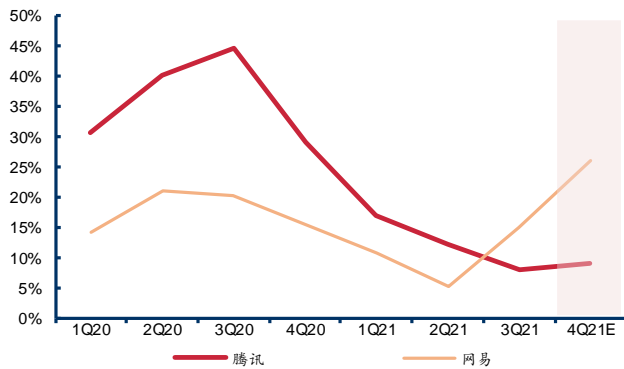
监管体系完善下，游戏增长将主要依赖头部新游贡献/产品迭代及海外扩张。中短期行业关注如下趋势：1) 游戏精品化、运营精细化；2) 海外扩张进程加速；3) 竞争格局趋向稳定。长期看好IP加持、天然的渠道优势及自研能力的行业龙头，受益于强大的新游储备。二次元游戏虽短期面临内容监管压力，但长期流量红利可期。

我们预计2022年为头部游戏平台大年，源于：1) 腾讯、网易2022年新游产品线丰富，集中在IP和MMORPG/MOBA类手游；2) 海外游戏占比持续提升。

腾讯：头部新游包括英雄联盟手游版（2021）和地下城与勇士手游版（预计2022上线）。我们预期两款游戏年流水贡献约200亿。此外，海外游戏收入将受益于绝地求生手游版和M&A，预测2022年占手游比重达22% (vs. 2021年19%)。

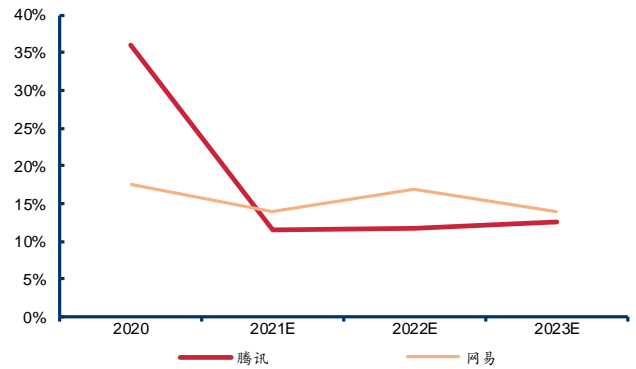
网易：头部新游包括哈利波特：魔法觉醒（2021），暗黑破坏神：不朽（预计2022上线），逆水寒手游（预计2022上线），指环王（预计2022或之后）。我们预测哈利波特和暗黑将贡献2022年手游流水的21%。网易在日韩扩张初显成效，如荒野行动和第五人格表现亮眼。憧憬未来欧美市场拓展增量：凭借全球知名IP，我们认为网易有望在其他市场复制成功，并看好其海外游戏收入占比持续攀升（3-5年内占30%，vs. 2021年10%）。

图 13: TOP2 游戏增速有望于 4Q21E 回升



资料来源: 公司数据, 招银国际预测

图 14: TOP2 公司年度游戏增速



资料来源: 公司数据, 招银国际预测

图 15: 主要游戏厂商大作一览

| 厂商 | 游戏 | 类别 | (预计)推出日期 | 详情 |
|-----|------------|------------|------------|---------------------------------|
| 腾讯 | 英雄联盟 手游 | 动作实时战略 | 2021.10.8 | 上线后稳居iOS畅销榜TOP2-5 |
| | 地下城与勇士 手游 | 角色扮演 | 2022 | |
| | 黎明觉醒 | 生存 | TBC | 光子自研 |
| 网易 | 哈利波特: 魔法觉醒 | 角色扮演 | 2021.9.9 | 上线后稳居iOS畅销榜TOP1-9; 海外版预计2022年推出 |
| | 暗黑破坏神: 不朽 | 动作角色扮演 | 2022 | 暴雪x网易联合开发; 2021.7.15 beta测试 |
| | 逆水寒 | 大型多人在线角色扮演 | 2022 | 2021.8首次beta测试 |
| 中手游 | 指环王: 崛起战争 | 策略战棋 | 2022 | |
| | 真三国无双霸 | 动作角色扮演 | 2021.8.5 | 日本光荣游戏授权; 腾讯合作推广 |
| | 全明星激斗 | 动作角色扮演 | 2022 | SNK 授权游戏; 字节跳动合作推广 |
| | 仙剑奇侠传七 | 大型多人在线角色扮演 | 2021.10.15 | |

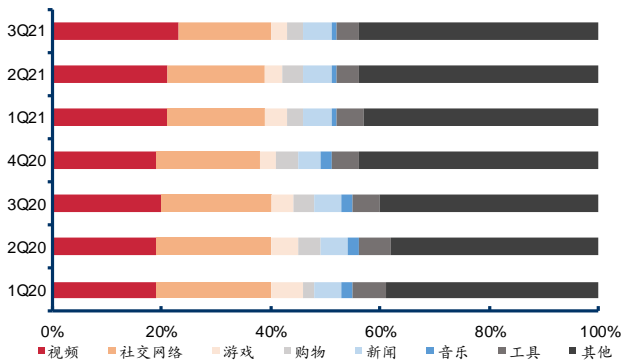
资料来源: 公司数据, 网上公开资料整理

视频：时长再分配，中/短视频持续分流抢时

在流量回归理性、内容监管趋严下，泛文娱行业进入成熟阶段，且分化持续。看好中短视频（抖快、哔哩）分流抢时，对长视频、音乐、传统直播持谨慎观点，源于用户增长放缓、竞争压力加剧、内容成本上升（低ROI）和监管趋严（青少年、内容）。

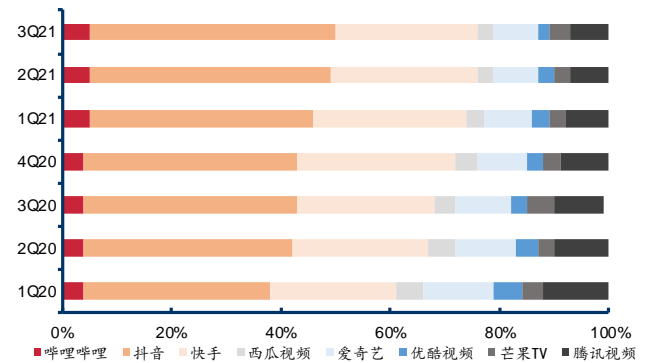
长期来看，头部中短视频平台将着重发展用户增长、内容升级及多元变现。其中，用户增量来自：1)下沉+Z世代；2)产品矩阵；3)海外扩张。我们预计2022年将延续激烈竞争(系统性流量红利见顶)，内容及市场营销投入持续，行业进入时长再分配阶段。头部平台2022年仍在投入期(净亏损)，但利润率有望改善（预测快手/哔哩哔哩/知乎在25/27/23年收支平衡）。我们预测快手/哔哩哔哩/知乎2022年平均月活增至5.6/3.1/1.3亿（分别同比增加5%/28%/34%），营收分别同比增加23%/41%/82%。

图 16: 视频成为用户第一时间黑洞



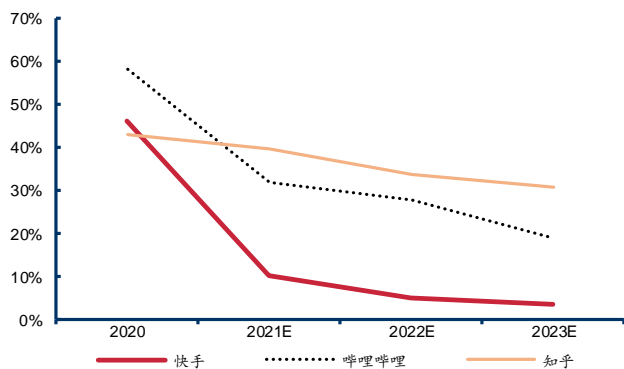
资料来源: QuestMobile

图 17: 中短视频持续分流强时



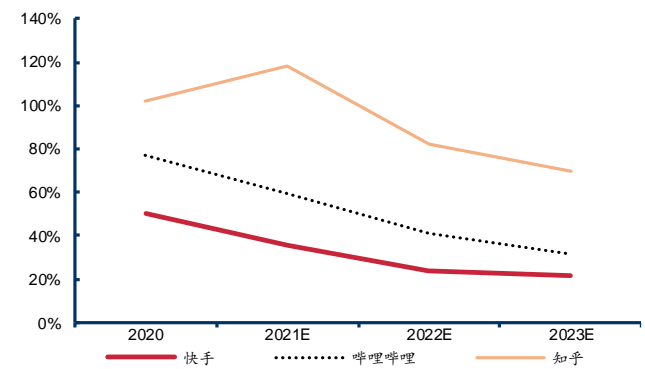
资料来源: QuestMobile

图 18: 核心平台月活增速预测



资料来源: 公司数据, 招银国际预测

图 19: 核心平台收入增速预测



资料来源: 公司数据, 招银国际预测

元宇宙：数字经济下一站

元宇宙：数字经济下一站。在互联网流量及时长见顶后，元宇宙有望承接移动互联网，突破两者容量上限，成为第二个整合式创新的大变革机遇。围绕元宇宙的三大核心技术(AI, 交互性沉浸技术、区块链)已在点状发展进程中，但尚未成线。随着算力提升、5G, 云计算, 区块链, VR/AR, 数字孪生等技术创新的聚合，元宇宙作为一个系统性工程，将通过全场景覆盖及产业链协同，从而实现继 iPhone 的第二个整合创新。元宇宙的终极形态，将是向无限接近真实世界的经济系统和文明演变，生态开放、去中心化、经济自洽。一方面，元宇宙通过极致交互体验成为未来人类生活方式的延展，同时，与高端制造业相结合，将再次推动工业化和城市化进程。

...尚处于产业探索期，道阻且长、但行则将至。我们看好元宇宙万亿美元市场空间，但同时理解当前元宇宙发展仍在积极探索期(3-5年技术积累)。Roblox 以游戏为代表，演绎了元宇宙早期雏形，但离成熟形态尚远。结合元宇宙的运作机制，我们从如下要素进行梳理：**1) 底层基础架构：**包括高速网络、云计算和新的开放网络协议，基于元宇宙用户容纳构想，对网络和算力（乃至新能源）需求存在指数级的增长(而算力目前仍存在扩展性、去相干纠错等多个高难技术瓶颈)；**2) 区块链：**从去中心化账本到 NFT 的高速发展及应用(全球 NFT 市场交易额 1H21 飙升至 25 亿美元 vs. 1H20 1,370 万美元)，为元宇宙经济体运转构建了数字资产交易框架，同时需等待更健康有效的法律及监管制度、隐私安全、货币体系健全；**3) 硬件设备：**交互技术持续迭代升级，AR/VR 等趋向成熟，从技术、价格、内容多点突破，叠加资本补贴逐步放量，但内容成熟度、C 端消费普及仍需时间；**4) 应用场景：**游戏+社交作为初始场景，在国内外巨头积极布局下已生产出海量 UGC, PGC 内容生态，但与真实世界高度拟和的娱乐、服务乃至社会化内容缺口较大，离全 AI 自动化内容创作差距较大。由此推演，元宇宙在 3-5 年探索期后，或进入底层基础架构发展阶段(5-10 年)，后续有望迎来极致交互及内容消费的全面应用。

捕捉产业链投资机遇：游戏+社交先行，算力技术为长期配置。投资主线：建议自下而上关注产业链头部平台及高壁垒技术标的：**1) 优选内容场景直接受益者：**拥有多元化内容生态及数字经济体系的头部平台，包括海外的 Facebook (FB US, 未评级)、Roblox (RBLX US, 未评级) 及国内的腾讯 (700 HK, 买入)、字节跳动 (未上市)、网易 (NTES US, 买入)；**2) 中长期关注数字化进程中在算法、AI、电池等领域有高壁垒技术优势的标的。**
我们看好腾讯在元宇宙的全产业链布局，短期估值待释放，长期将受益于：1) 链接社交、娱乐、消费全场景的应用矩阵；2) 海量数字资产优势；3) 多环节关键投资，包括 AR 开发、图形引擎(EPIC)、金融科技、云计算等。

投资主题

估值筑底，憧憬边际改善，风险回报吸引

展望 2022，互联网政策边际放松及增长复苏(低基数效应)将有望推动板块估值修复。我们预计 FY21-23 行业盈利 CAGR 达 22%，其中 FY22E 行业盈利增速为 17%。短期，板块情绪或因中美关系、Omicron 病毒、滴滴退市等有所承压，中概进入二次探底，但我们期待板块有望受如下因素回暖：1) 游戏版号重启；2) 滴滴、Boss 直聘应用恢复上架。长期，社区电商、游戏出海、短视频出海将实现梯度接力，而产业互联网、元宇宙将带来结构性大机遇。目前板块平均估值回落至历史五年低位 (17x FY22E P/E)，下行空间有限。待 1Q22 业绩阵痛期、预期下调过后，建议逢低布局。

赛道偏好：游戏 > 消费互联网 > 泛文娱 > 广告

基于后疫情期流量回归理性及竞争加剧，我们认为子板块及公司分化将持续。建议优选细分赛道：游戏 > 消费互联网 > 泛文娱 > 广告，谨慎看待传统直播、长视频及音乐。重点关注基本面稳健、政策风险基本消化、盈利预见性较高且第二增长曲线清晰的标的。其中，消费互联网首选为美团，游戏首选为网易、腾讯。

美团 (3690 HK, 买入)

我们看好美团的赛道成长性、高壁垒下的稳健基本面及盈利预见性。1) 赛道成长性：宏观、疫情压力下，相较于电商、广告、游戏等换挡赛道 (<15%)，美团所在的外卖、到店酒旅及新业务均呈现较高防御性 (20%+ CAGR)；2) 高护城河：不同于电商和泛文娱的竞争加剧，美团的高频流量入口、交叉销售及强大的供应链优势有望帮助其在本地生活领域持续巩固优势地位；3) 第二增长曲线清晰：社区团购增势不减且 UE 改善。业绩面，憧憬 2Q22E 外卖、到店韧性复苏，FY22E 利润率有望显著改善。基于政策风险基本消化，市场预期已调低，当前估值具备吸引力。重申长期看好观点，目标价为 HK\$332。维持「买入」评级。

网易 (NTES US, 买入)

从“热爱”出发，网易核心竞争力体现在行业领先的长周期运营和研发美工能力以及强大的 IP 储备。看好网易 2022 年新游增量及游戏出海，驱动游戏加速增长：1) 强大新游储备：在哈利波特冲榜后，2022 年有望迎来《暗黑》《逆水寒》《指环王》等多款头部新游，预计贡献 20%+ 增量；2) 全球 IP 及产品线将助力打开欧美市场，海外游戏占比持续提升。我们认为网易是当下为数不多的利润确定性高、分红稳定 (平均派息率 28%)、同时不受竞争影响的标的。叠加长期利润率改善、政策边际放松预期，将推动 2022 年盈利及估值上行。目标价为 US\$132。维持「买入」评级。

图 20：互联网同业估值

| 公司 | 代码 | 市值 (USD mn) | 货币 | 股价 | CMBI 评级 | CMBI 目标价 | PE | | | PS | | | EV/EBIT | | | FY21-23 EPS CAGR |
|----------------|-----------|----------------|-----|-----|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|------------------------|
| | | | | | | | FY21E | FY22E | FY23E | FY21E | FY22E | FY23E | FY21E | FY22E | FY23E | |
| 大型中国互联网 | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 腾讯 | 700 HK | 579,310 | HKD | 470 | BUY | 640 | 28.0 | 23.9 | 19.7 | 6.5 | 5.5 | 4.7 | 19.2 | 19.2 | 16.6 | 18% |
| 阿里巴巴 | BABA US | 340,328 | USD | 126 | BUY | 213 | 14.6 | 12.6 | 10.3 | 2.5 | 2.1 | 1.8 | 18.4 | 14.1 | 10.9 | 17% |
| 百度 | BIDU US | 52,171 | USD | 150 | BUY | 219 | 18.5 | 17.0 | 13.0 | 2.7 | 2.4 | 2.1 | 21.6 | 17.9 | 12.8 | 17% |
| 京东 | JD US | 121,741 | USD | 78 | NR | NA | 47.7 | 35.1 | 23.1 | 0.8 | 0.7 | 0.6 | NA | 49.9 | 25.9 | 39% |
| 美团点评 | 3690 HK | 196,516 | HKD | 250 | BUY | 332 | NA | NA | 93.4 | 7.0 | 5.1 | 3.9 | NA | NA | NA | NA |
| 拼多多 | PDD US | 78,995 | USD | 63 | BUY | 121 | 82.1 | 40.2 | 20.3 | 5.0 | 3.7 | 2.8 | NA | 49.0 | 18.9 | 99% |
| 网易 | NTES US | 72,023 | USD | 107 | BUY | 132 | 25.9 | 21.7 | 18.7 | 5.2 | 4.5 | 4.0 | 25.0 | 20.2 | 16.6 | 18% |
| 滴滴 | DIDI US | 34,727 | USD | 7 | NR | NA | 66.3 | NA | 46.0 | 1.1 | 0.9 | 0.8 | NA | 35.1 | 17.7 | NA |
| 快手 | 1024 HK | 45,625 | HKD | 85 | BUY | 136 | NA | NA | NA | 3.6 | 2.8 | 2.2 | NA | NA | NA | NA |
| 平均 | | | | | | | 36.1 | 22.1 | 17.5 | 3.8 | 3.1 | 2.5 | 21.1 | 29.4 | 17.1 | 35% |
| 电商 | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 阿里巴巴 | BABA US | 340,328 | USD | 126 | BUY | 213 | 14.6 | 12.6 | 10.3 | 2.5 | 2.1 | 1.8 | 18.4 | 14.1 | 10.9 | 17% |
| 京东 | JD US | 121,741 | USD | 78 | NR | NA | 47.7 | 35.1 | 23.1 | 0.8 | 0.7 | 0.6 | NA | 49.9 | 25.9 | 39% |
| 拼多多 | PDD US | 78,995 | USD | 63 | BUY | 121 | 82.1 | 40.2 | 20.3 | 5.0 | 3.7 | 2.8 | NA | 49.0 | 18.9 | 99% |
| 美团点评 | 3690 HK | 196,516 | HKD | 250 | BUY | 332 | NA | NA | 93.4 | 7.0 | 5.1 | 3.9 | NA | NA | NA | NA |
| 唯品会 | VIPS US | 6,776 | USD | 10 | NR | NA | 7.1 | 6.7 | 6.0 | 0.4 | 0.3 | 0.3 | 5.3 | 4.8 | 4.1 | 10% |
| 完美日记 | YSG US | 1,402 | USD | 2 | NR | NA | NA | NA | NA | 1.5 | 1.2 | 0.9 | NA | NA | NA | NA |
| 宝尊 | BZUN US | 1,066 | USD | 15 | BUY | 28 | 23.8 | 12.9 | 8.7 | 0.7 | 0.6 | 0.5 | 26.5 | 12.9 | 8.0 | 61% |
| 平均 | | | | | | | 35.0 | 16.8 | 13.7 | 2.5 | 2.0 | 1.5 | 16.8 | 26.1 | 13.6 | 45% |
| OTA | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 携程 | TCOM US | 17,766 | USD | 28 | BUY | 48 | NA | 23.0 | 15.4 | 5.5 | 3.7 | 2.9 | NA | 30.2 | 16.6 | 226% |
| 同程艺龙 | 780 HK | 5,027 | HKD | 18 | BUY | 20 | 24.4 | 19.0 | 13.8 | 4.2 | 3.2 | 2.6 | 28.3 | 20.6 | 13.7 | 34% |
| 平均 | | | | | | | 24.4 | 21.0 | 14.6 | 4.9 | 3.5 | 2.8 | 28.3 | 25.4 | 15.1 | 130% |
| 游戏 | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 腾讯 | 700 HK | 579,310 | HKD | 470 | BUY | 640 | 28.0 | 23.9 | 19.7 | 6.5 | 5.5 | 4.7 | 19.2 | 19.2 | 16.6 | 18% |
| 网易 | NTES US | 72,023 | USD | 107 | BUY | 132 | 25.9 | 21.7 | 18.7 | 5.2 | 4.5 | 4.0 | 25.0 | 20.2 | 16.6 | 18% |
| 心动 | 2400 HK | 2,911 | HKD | 47 | NA | NA | NA | NA | NA | 6.6 | 5.0 | 4.0 | NA | NA | 89.3 | NA |
| 金山软件 | 3888 HK | 6,168 | HKD | 35 | NA | NA | 63.7 | 40.0 | 26.5 | 6.3 | 5.1 | 4.2 | 21.8 | 15.1 | 11.4 | 46% |
| IGG | 799 HK | 1,090 | HKD | 7 | NA | NA | 8.0 | 6.9 | 5.9 | 1.3 | 1.3 | 1.2 | 5.4 | 2.5 | 1.6 | 18% |
| 友谊时光 | 6820 HK | 372 | HKD | 1 | BUY | 3 | 8.2 | 6.2 | 5.1 | 1.4 | 1.1 | 0.9 | 5.1 | 3.3 | NA | 29% |
| 中手游 | 302 HK | 1,154 | HKD | 3 | BUY | 6 | 7.3 | 6.7 | 5.3 | 1.4 | 1.2 | 1.0 | 7.2 | 6.2 | 4.6 | 18% |
| 祖龙 | 9990 HK | 988 | HKD | 9 | NA | NA | NA | 14.5 | 10.9 | 4.5 | 3.3 | 2.6 | NA | 9.0 | 6.4 | -33% |
| 完美世界 | 002624 CH | 5,981 | CNY | 20 | BUY | 49 | 29.3 | 16.6 | 13.8 | 4.0 | 3.0 | 2.6 | 28.6 | 15.4 | 12.9 | 45% |
| 三七互娱 | 002555 CH | 8,558 | CNY | 25 | BUY | 30 | 20.6 | 16.5 | 14.0 | 3.2 | 2.7 | 2.3 | 16.7 | 13.3 | 11.3 | 21% |
| 巨人网络 | 002558 CH | 3,175 | CNY | 10 | NA | NA | NA | NA | NA | NA | NA | NA | NA | NA | NA | NA |
| 平均 | | | | | | | 23.9 | 17.0 | 13.3 | 4.0 | 3.3 | 2.8 | 16.1 | 11.6 | 19.0 | 20% |
| 直播 | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 陌陌 | MOMO US | 2,383 | USD | 10 | HOLD | 14 | 7.2 | 6.4 | 5.3 | 1.0 | 1.0 | 0.9 | 5.8 | 5.7 | 4.7 | 16% |
| YY | YY US | 3,709 | USD | 48 | BUY | 66 | NA | 35.5 | 19.3 | 1.4 | 1.2 | 1.1 | NA | NA | 2.9 | 128% |
| 映客 | 3700 HK | 378 | HKD | 1 | NA | NA | NA | NA | NA | NA | NA | NA | NA | NA | NA | 33% |
| 斗鱼 | DOYU US | 814 | USD | 3 | NA | NA | NA | NA | 40.9 | 0.6 | 0.6 | 0.5 | NA | NA | NA | NA |
| 虎牙 | HUYA US | 1,830 | USD | 8 | BUY | 11 | 28.0 | NA | 18.3 | 1.0 | 0.9 | 0.9 | 5.6 | NA | 2.5 | 21% |
| 平均 | | | | | | | 17.6 | 20.9 | 20.9 | 1.0 | 0.9 | 0.8 | 5.7 | 5.7 | 3.4 | 49% |
| 泛文娱 | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 腾讯音乐 | TME US | 11,459 | USD | 7 | HOLD | 9 | 17.3 | 17.4 | 15.4 | 2.3 | 2.2 | 2.0 | 20.3 | 20.5 | 17.6 | 5% |
| 爱奇艺 | IQ US | 4,223 | USD | 5 | BUY | 13 | NA | NA | NA | 0.9 | 0.8 | 0.8 | NA | NA | NA | NA |
| 阅文 | 772 HK | 7,267 | HKD | 55 | NR | NA | 35.6 | 27.5 | 22.0 | 4.9 | 4.1 | 3.5 | 24.6 | 24.2 | 18.1 | 23% |
| 哔哩哔哩 | BILI US | 23,705 | USD | 61 | BUY | 110 | NA | NA | NA | 7.8 | 5.5 | 4.1 | NA | NA | NA | NA |
| 快手 | 1024 HK | 45,625 | HKD | 85 | BUY | 136 | NA | NA | NA | 3.6 | 2.8 | 2.2 | NA | NA | NA | NA |
| 知乎 | ZH US | 3,813 | USD | 7 | BUY | 15 | NA | NA | NA | 8.2 | 4.6 | 2.8 | NA | NA | NA | NA |
| 平均 | | | | | | | 26.4 | 22.5 | 18.7 | 4.6 | 3.3 | 2.6 | 22.5 | 22.3 | 17.8 | 14% |
| 广告 | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 百度 | BIDU US | 52,171 | USD | 150 | BUY | 219 | 18.5 | 17.0 | 13.0 | 2.7 | 2.4 | 2.1 | 21.6 | 17.9 | 12.8 | 17% |
| 微博 | WB US | 7,486 | USD | 33 | NR | NA | 10.4 | 9.7 | 8.6 | 3.3 | 3.0 | 2.7 | 9.9 | 9.0 | 8.0 | 10% |
| 汇量 | 1860 HK | 1,351 | HKD | 6 | BUY | 11 | 48.9 | 33.1 | 21.6 | 2.2 | 1.9 | 1.7 | 95.7 | 47.0 | 25.6 | 51% |
| 兑吧 | 1753 HK | 213 | HKD | 2 | BUY | 4 | NA | NA | NA | NA | NA | NA | NA | NA | NA | NA |
| 平均 | | | | | | | 26.0 | 19.9 | 14.4 | 2.7 | 2.4 | 2.2 | 42.4 | 24.6 | 15.5 | 26% |
| 社区零售 | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 叮咚买菜 | DDL US | 3,243 | USD | 16 | NR | NA | NA | NA | NA | 1.0 | 0.7 | 0.5 | NA | NA | NA | NA |
| 每日优鲜 | MF US | 1,001 | USD | 4 | NR | NA | NA | NA | NA | 0.8 | 0.6 | 0.4 | NA | NA | NA | NA |
| 平均 | | | | | | | NA | NA | NA | 0.9 | 0.6 | 0.4 | NA | NA | NA | NA |
| 软件服务 | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 微盟 | 2013 HK | 2,836 | HKD | 9 | NR | NA | NA | NA | 82.9 | 6.6 | 5.1 | 3.9 | NA | NA | 73.5 | NA |
| 有赞 | 8083 HK | 1,527 | HKD | 1 | NR | NA | NA | NA | NA | 5.6 | 4.2 | 3.0 | NA | NA | NA | NA |
| 贝壳 | BEKE US | 23,723 | USD | 20 | NR | NA | 85.2 | 37.9 | 21.0 | 1.9 | 1.8 | 1.5 | NA | 44.0 | 15.3 | 99% |
| 平均 | | | | | | | 85.2 | 58.3 | 50.4 | 7.4 | 5.6 | 4.2 | NA | 54.5 | 43.5 | 74% |
| 垂直行业 | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 汽车之家 | 2518 HK | 4,403 | HKD | 67 | NR | NA | 10.8 | 9.7 | 9.8 | 3.9 | 3.6 | 3.6 | 4.6 | 3.7 | 3.2 | 5% |
| 贝壳 | BEKE US | 23,723 | USD | 20 | NR | NA | 85.2 | 37.9 | 21.0 | 1.9 | 1.8 | 1.5 | NA | 44.0 | 15.3 | 99% |
| Boss直聘 | BZ US | 12,065 | USD | 30 | NR | NA | NA | 51.1 | 23.1 | 18.2 | 10.1 | 6.4 | NA | 44.2 | 19.4 | 111% |
| 平均 | | | | | | | 48.0 | 32.9 | 17.9 | 8.0 | 5.2 | 3.9 | 4.6 | 30.6 | 12.6 | 72% |
| 总平均 | | | | | | | 21.0 | 17.3 | 14.4 | 3.9 | 2.9 | 2.4 | 19.9 | 22.9 | 17.5 | 26% |

资料来源：彭博，截至 2021 年 12 月 8 日

中国科技板块

优于大市

分析师：伍力恒 – alexng@cmbi.com.hk

分析师：杨天薇 – lilyyang@cmbi.com.hk

分析师：林晨莹 – lanalin@cmbi.com.hk

5G+VR/AR 创新周期，半导体国产替代势不可挡

科技行业景气有望维持震荡上行。2021年在全球疫情冲击以及中美贸易摩擦的背景下，科技板块整体在震荡中走强，年初至今 A/H 科技行业板块表现前高后低，科技行业在上半年受益于在疫情后电子产业链业绩复苏以及国产替代进程加速，而在下半年受到疫情反复、供应链短缺与消费需求下滑导致板块震荡波动。展望 2022 年，考虑到 VR/AR 周期、光学创新、5G 产业政策支持、半导体国产化趋势、以及终端需求回暖，我们预计整个板块将维持高景气，同时中美贸易摩擦将成为常态化，科技产业链升级和新兴领域创新周期仍然是明年投资的关注重点。

消费电子：苹果、VR/AR/元宇宙、光学创新。经过过去两年疫情和供应缺货的影响后，终端品牌和供应链的集中度大幅提升，我们相信科技龙头明年起将受益于手机市场回暖和 VR/AR 的创新周期。1) 手机市场：疫情对手机市场影响逐步减弱，明年折叠屏手机有望带动高端市场升级加快，看好明年苹果 iPhone 和 AR 设备周期以及小米份额稳步上升；2) VR/AR：Meta、苹果、三星等巨头加速推进，2021 年 VR 终端出货量已近千万级规模，2022 年元宇宙生态有望从游戏拓展至社交、运动休闲、办公等领域，消费级 VR 产业链具有巨大增长潜力。3) 零部件：无线化、折叠机及光学创新(广角/变焦/防抖/3D)持续加速。

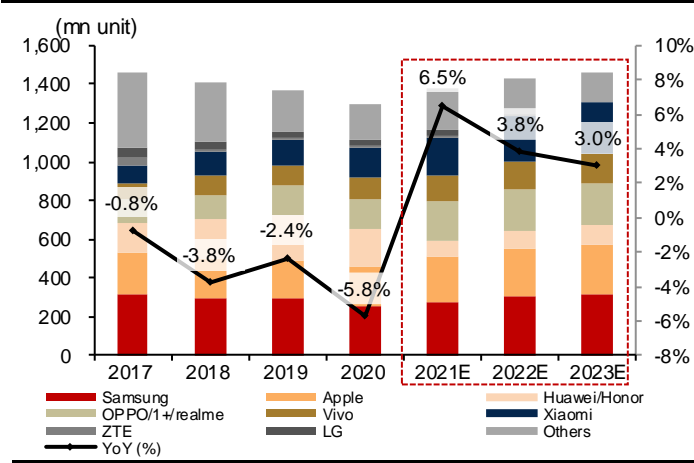
通信设备：5G 建设稳步发展，利好相关产业链。我们预计三大运营商的资本开支明年将保持与今年相似的水平。受益于国内和海外的通讯建设需求，我们对通讯设备商持积极展望。印制电路板、覆铜板：需求带动增长，尤其看好 IC 载板的发展。2021 年印制电路板 (PCB) 行业收入预计同比增长 22.6%，主要受益于疫情控制后的经济恢复和消费需求的增长。明年印制电路板、覆铜板行业将持续受益于下游需求的驱动（尤其是汽车、消费、通讯等）。我们尤其看好 IC 载板的发展 (BT/ABF)。不过需要关注原材料价格波动的影响。

半导体：行业需求结构分化，国产替代进程加速。在全球产能紧缺和 5G/EV/云计算/新能源等强劲需求的背景下，过去一年全球半导体行业景气上行，我们预计 2022 年整体半导体需求将出现结构性分化，同时新增晶圆代工产能明年陆续释放，供需关系有望阶段性缓解，建议关注受益于 5G/AIoT/EV/云计算等持续高增长板块。另外，中国半导体产业自供率仍较低，替代空间巨大，在中美科技摩擦、产能紧张和政策的背景下，国产替代进一步加快，我们看好半导体设备/材料、CIS 半导体、功率半导体、模拟半导体等板块。

投资策略：聚焦苹果、汽车电子、VR/AR 产业链以及半导体国产替代。展望 2023 年，在消费电子回暖、汽车电子化快速、VR/AR 创新周期以及半导体国产化带动下，我们看好苹果/小米产业链、汽车电子、VR/AR、半导体等板块，建议重点关注舜宇光学、小米集团、歌尔股份、立讯精密、韦尔股份、闻泰科技、圣邦股份和斯达半导体等行业龙头公司。

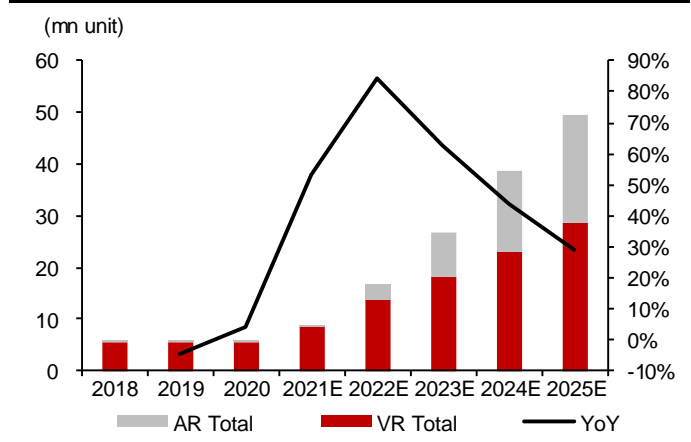
重要图表

图 38:全球智能手机机身市场预测 (2015-23 年)



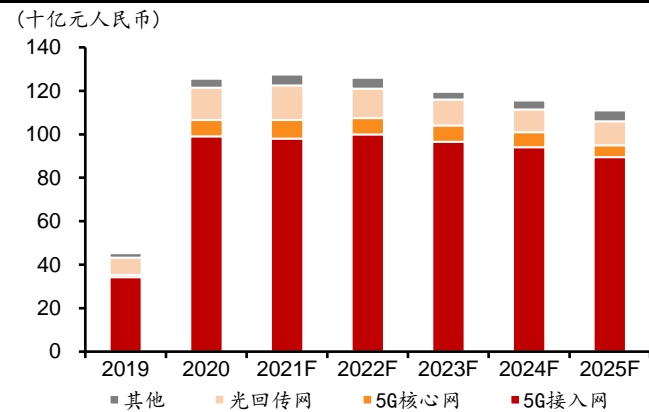
资料来源: IDC, 招银国际证券

图 39:全球VR/AR 市场出货量预测 (2018-2025 年)



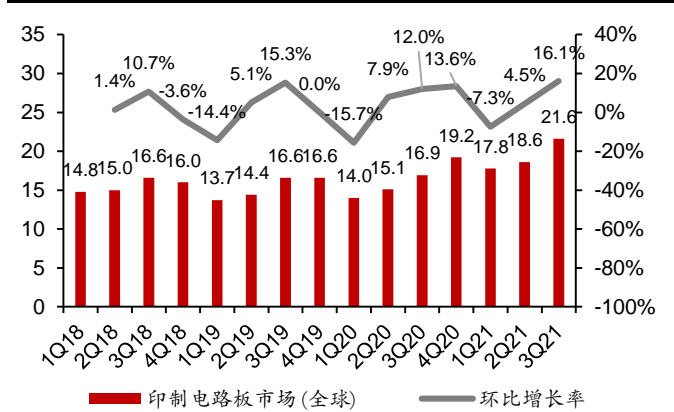
资料来源: IDC, 招银国际证券

图 40:中国三大运营商资本开支预测 (2021E-25E): 预期明年将保持和今年类似的资本开支



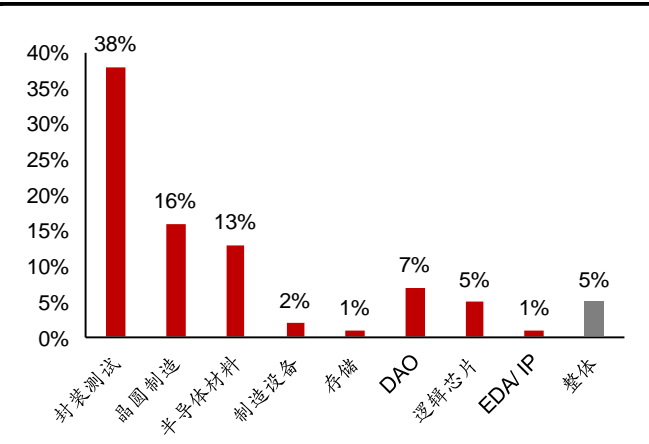
资料来源: IDC 及招银国际证券预测

图 41: 受益于经济恢复和消费需求的快速增长, 2021 年印制电路板行业收入的同比增长预期可达 22.6%



资料来源: Prismark 及招银国际证券预测

图 42:全球半导体市场: 中国公司市场份额 (2019)



资料来源: SIA, 招银国际证券

图 43: 海外和中国半导体公司对比

| 分类 | 海外半导体公司 | 中国半导体公司 |
|------|----------------------|---------------------------|
| 射频前端 | Skyworks、Qorvo、博通、高通 | 卓胜微、紫光展锐、唯捷创芯 |
| CIS | 三星、索尼 | 韦尔股份、格科微、晶方科技 |
| 模拟 | TI、ADI、恩智浦 | 圣邦股份、矽力杰、思瑞浦 |
| 功率 | 英飞凌、安森美、意法半导体 | 闻泰科技、士兰微、华润微、斯达半导体、中车时代电气 |
| 存储 | 三星、SK海力士、美光、西部数据 | 兆易创新、长江存储、合肥长鑫 |
| 晶圆代工 | 台积电、三星、联电、格罗方德 | 中芯国际、华虹半导体 |
| 封测 | 日月光、安靠、力成 | 长电科技、华天科技、通富微电 |
| 设备 | 应用材料、拉姆研究、KLA、ASML | 北方华创、中微公司、ASM 太平洋、华峰测控 |

资料来源: 招银国际证券

消费电子：苹果、VR/AR/元宇宙、光学创新

经过过去两年疫情和供应缺货的影响后，终端品牌和供应链的集中度大幅提升，随着全球5G渗透和普及，我们相信科技龙头企业明年将受益于手机市场回暖和AR/VR创新周期。

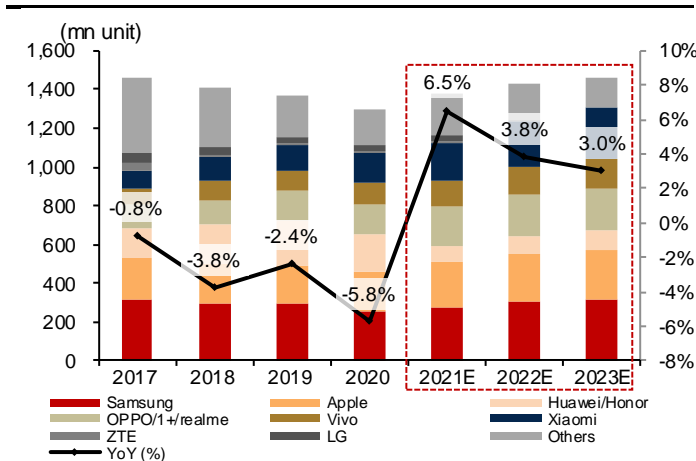
1) 智能手机：疫情对全球手机市场影响逐步减弱，明年折叠屏手机有望带动高端市场升级加快，看好明年苹果 iPhone 和 AR 设备以及小米份额稳步上升，相关产业链确定性较高；
2) AR/VR：VR/AR 核心技术持续优化，Meta、苹果、三星等巨头加速推进，2021 年 VR 终端出货量已近千万级规模，2022 年元宇宙生态有望从游戏拓展至社交、运动休闲、办公等领域，而消费级 VR 设备产业链拥有巨大增长潜力。
3) 零部件：无线化、折叠机及光学创新(广角/变焦/防抖/3D) 加速，利好相关零部件公司。建议关注手机龙头小米集团 (1810 HK)，光学领先企业舜宇光学 (2382 HK)，苹果产业链立讯精密 (002475 CH)，国内 CIS 龙头韦尔股份 (603501 CH) 以及全球 VR 组装龙头歌尔股份 (002241 CH)。

消费电子有望复苏，看好苹果和小米产业链较高增长确定性

2022 年手机市场稳定复苏，苹果和小米明年较高成长确定性。我们预计 2022 年全球智能手机出货量将同比增长 3.8%至 14.3 亿部，2023-25 年 CAGR 为 3.9%，低个位数稳定增长。我们预计全球品牌继续洗牌，苹果与三星占据高端市场份额，中低端市场将由小米和荣耀取得。**苹果方面**，我们看好 iPhone 13 及明年 5G SE 覆盖更广的价格档位将带来更大的市场空间，预计 2022/23 年 iPhone 出货量达 2.4/2.5 亿台，同比增长 6%/5%。**小米方面**，我们看好公司加快布局国内线下和海外运营商渠道，预计 2022 年出货量同比增长 25%至 2.38 亿台，成为全球三大手机品牌。

关注屏幕、充电、光学等细分领域创新升级。
1) 屏幕：折叠屏手机技术逐渐成熟，柔性 AMOLED 折叠屏产量及良率持续提升。我们预计小米/荣耀/OPPO/vivo 明年将推出折叠屏手机，苹果将于 2024 年推出折叠屏 iPhone，引领下一轮换机周期，利好京东方等供应商。
2) 充电：目前旗舰机无线充电最高支持已达 50W，我们相信无线充电渗透率将持续提高。
3) 光学：旗舰机型普遍采用三/四摄后置镜头设计，像素持续提升，未来屏下摄像头、自动对焦、潜望式长焦、光圈大小、防抖功能、视频拍摄等方向持续升级，利好舜宇光学 (2382 HK)、丘钛科技 (1478 HK) 和韦尔股份 (603501 CH)。

图 44: 全球智能手机机身市场预测 (2015-23 年)



资料来源：IDC，招银国际证券

图 45: 全球智能手机出货量预测

| (百万台) | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 三星 | 257 | 273 | 302 | 312 |
| 苹果 | 203 | 236 | 250 | 262 |
| 华为 | 189 | 80 | 90 | 95 |
| Oppo | 160 | 208 | 212 | 217 |
| Vivo | 112 | 132 | 145 | 152 |
| 小米 | 148 | 191 | 238 | 271 |
| 其他 | 225 | 258 | 193 | 164 |
| 总量 | 1,294 | 1,378 | 1,430 | 1,473 |
| 5G 渗透率 | 21% | 39% | 51% | 64% |
| 全球 5G 手机出货量 | 278 | 544 | 708 | 900 |
| 中国 5G 手机出货量 | 168 | 261 | 290 | 320 |

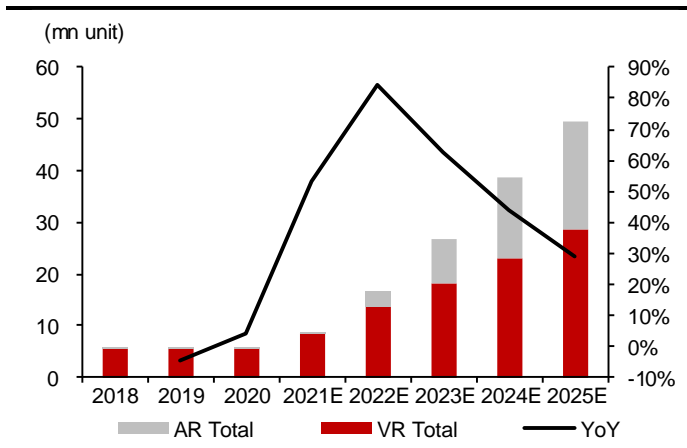
资料来源：IDC，招银国际证券

VR/AR：生态快速发展，引领未来十年科技行业发展

科技龙头加速布局，VR/AR 将成为新一代人机交互平台。随着VR/AR 核心技术持续优化，全球科技巨头如 Meta、苹果、三星、小米等已推出 VR 设备，并积极拓展应用生态，2021 年 VR/AR 终端规模上量近 1000 万台，进入产业化放量阶段，终端售价进一步下降将推动 VR/AR 快速渗透，我们预计 2024 年出货量达 3900 万台，未来 3 年 CAGR 为 60%。另外，我们预计苹果明年发布首款 AR 头盔，并在 2024 年发布 AR 眼镜，加速行业开发消费级 AR 产品。在元宇宙和社会数字化的背景下，虚拟与现实交互并存，我们相信 VR/AR 将有望承接智能手机成为人机交互的主要平台，并成为元宇宙的重要接入口之一。

光学和显示等 VR/AR 核心零部件将迎来快速增长。光学和显示是 VR/AR 产业链中最核心零部件之一，决定设备的关键性能。**1) 光学器件：**近眼显示系统是 VR/AR 设备的核心，目前 VR 主要采用菲涅尔透镜(Fresnel lenses) 技术来解决眩晕问题，而 AR 当前以技术较为成熟的自由曲面/Birdbath 光学成像为主流方案，而我们预期光波导成像为未来发展方向；**2) 显示屏：**目前 VR 设备主要采用 Fast-LCD，而硅基 OLED 有望成为未来主流方案；AR 显示需要穿透式与真实环境发生交互，目前主流方案是硅基 OLED，而未来 Micro-LED 有望成为最理想的显示方案。我们建议关注全球 VR 组装龙头歌尔股份 (002241 CH)，光学器件领先企业舜宇光学 (2382 HK)，以及 CIS 龙头韦尔股份 (603501 CH)。

图 46: 全球 VR/AR 市场出货量预测



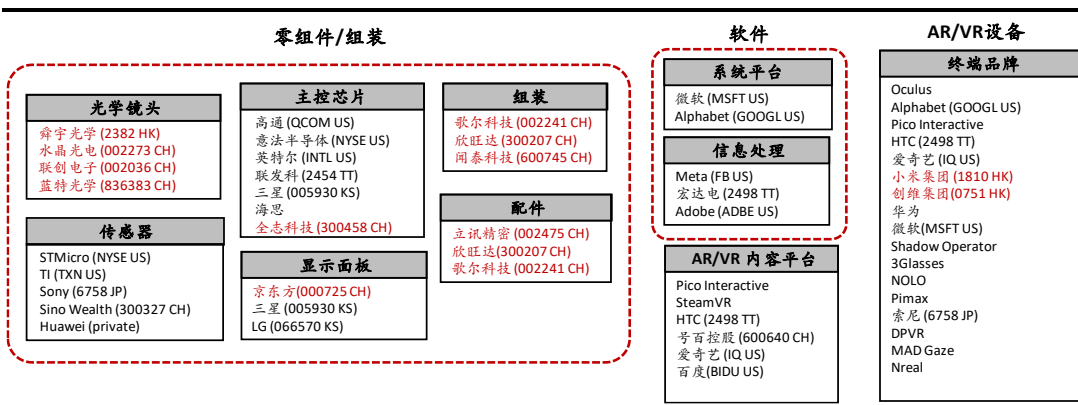
资料来源：IDC，招银国际证券

图 47: 元宇宙 5 大核心技术架构

| 技术架构 | 特点 |
|------------|--------------------------------|
| AR/VR | 提供沉浸式体验，升级交互方式 游戏娱乐是元宇宙早期雏形 |
| 云计算 & 边缘计算 | 保障多用户在线 降低延时，释放前端设备压力 |
| AI | 改善图像渲染 降低计算成本 搭建沟通桥梁 |
| 网络通信 | 降低用户数量限制 承载设备串联 |
| 区块链 | 明晰虚拟资产所有权 保证安全可靠 构建经济体系 |

资料来源：IDC，招银国际证券

图 48: AR/VR 产业链

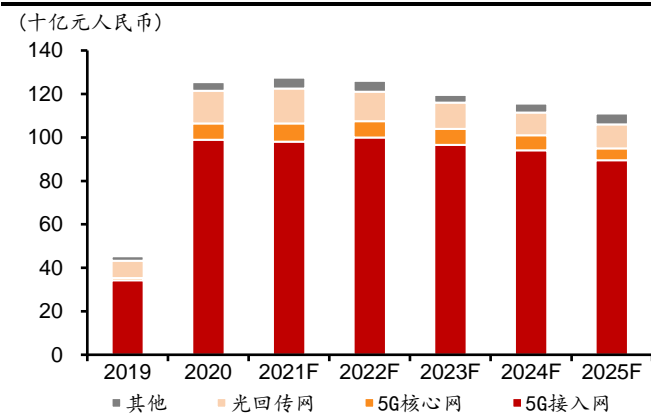


资料来源：招银国际证券

通讯设备：5G 建设稳步发展

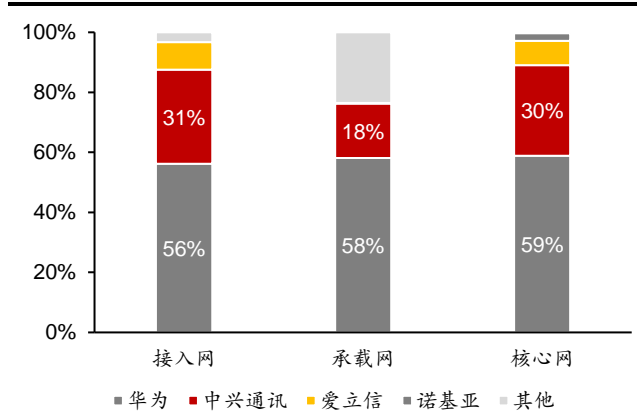
今年中国 5G 基站招标晚于预期。与去年 3.5GHz 和 2.6GHz 为主的基站招标相比，今年的招标主要以 2.1GHz 和 700MHz 为主。虽然基站规格有所下降，但并未影响到通讯设备商的盈利能力。我们预计三大运营商的资本开支明年还会保持和今年相似的一个水平。受益于国内和海外的通讯建设需求，我们对中兴通讯明年的发展持积极展望，主要受益于公司市场份额的增长，5G 持续的部署以及公司盈利能力的进步。建议关注：中兴通讯 (00763)。

图 49: 中国三大运营商资本开支预测 (2021E-25E): 预期明年将保持和今年类似的资本开支



资料来源: IDC 及招银国际证券预测

图 50: 中兴通讯 2020 年 5G 基站招标份额为 31%，预计 2021/22 公司市场份额将持续提升

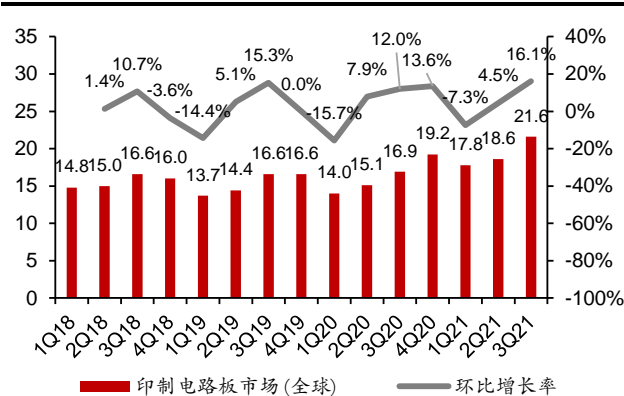


资料来源: 三大运营商、新华网、C114 及招银国际证券预测

印制电路板：需求带动增长，尤其看好 IC 载板的发展

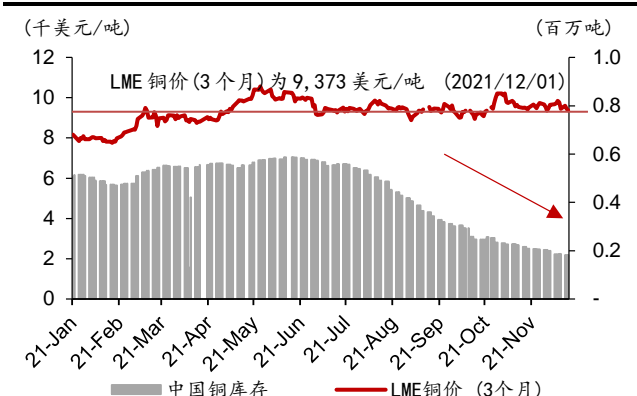
2021 年印制电路板 (PCB) 行业收入增长预期为 22.6% (Prismark)，远高于年初预期的 14.0%，主要由于疫情控制后的经济恢复和消费需求的快速增长。展望明年，PCB 行业以及上游覆铜板行业将持续受益于下游需求的驱动 (尤其是汽车、消费、通讯等) 保持良好的增长。细分行业来看，我们尤其看好 IC 载板的发展 (BT/ABF)，主要是受益于半导体行业需求的带动。不过需要关注原材料价格 (比如铜价) 波动的影响，以及相关标的是否可以向下传导涨价压力。建议关注：深南电路 (002916 CH)、生益科技 (600183 CH)。

图 51: 2021 年 PCB 行业收入的同比增长预期达 22.6%



资料来源: Prismark 及招银国际证券预测

图 52: LME 铜价(3 个月)仍处高位; 中国铜库存依旧紧张



资料来源: Wind 及招银国际证券预测

半导体：行业需求结构分化，国产替代进程加速

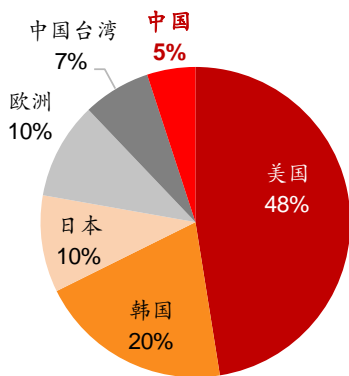
在全球产能紧缺和5G/EV/云计算/新能源等强劲需求的背景下，过去一年全球半导体行业景气上行，我们预计2022年整体半导体需求将出现结构性分化，同时新增晶圆代工产能明年陆续释放，供需关系有望阶段性缓解，建议关注受益于5G/AIoT/EV/云计算等持续高增长板块。另外，中国半导体产业自给率仍较低，替代空间巨大，在中美科技摩擦、产能紧张和政策的背景下，国产替代进一步加快，我们看好半导体设备/材料、CIS 半导体、功率半导体、模拟半导体等板块，建议关注韦尔股份（603501 CH）、闻泰科技（600745 CH）、圣邦股份（300661 CH）和斯达半导体（603290 CH）。

CIS 半导体：汽车、安防、VR/AR 等领域的强劲需求助力行业发展。图像显示器赋予机器视觉感知的能力。2020年全球CIS行业收入为207亿美元。未来受益于自动驾驶、安防及VR/AR的发展，CIS行业预计以7.2% 2020-26 CAGR 增长。建议关注韦尔股份、格科微。

功率半导体：受益下游需求强劲及国产替代加快。新能源车、光伏风电、高铁、工业等下游领域快速增长，带动MOSFET和IGBT等先进功率半导体需求持续提升，目前国产化率仍然较低，国内企业积极布局，建议关注斯达半导体、士兰微和闻泰科技。

模拟芯片：百亿市场空间，国产替代逐步加快。2020年中国模拟芯片的市场规模为194亿美元，占全球36%，目前自给率较低。5G/IoT/电动车等下游需求保持强劲，国内企业加速发展，国产替代逐步加快，建议关注圣邦股份和思瑞浦。

图 53: 全球半导体市场格局 (2020 年)



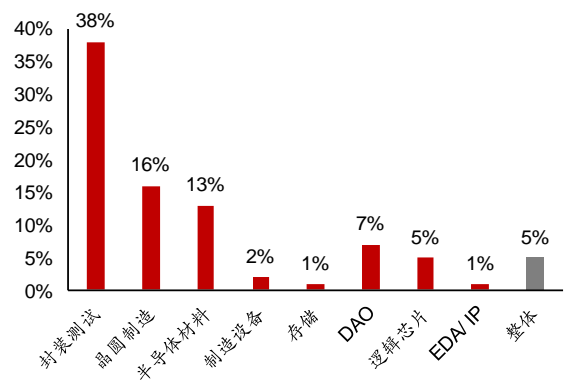
资料来源：SIA，招银国际证券

图 55: 海外和中国半导体公司对比

| 半导体分类 | 海外半导体公司 | 中国半导体公司 |
|--------|---------------------------------|--------------------------------|
| 射频前端 | Skyworks、Qorvo、博通、高通 | 海思、卓胜微、紫光展锐、唯捷创芯 |
| CIS | 三星、索尼 | 韦尔股份、格科微、晶方科技 |
| 模拟 | 德州仪器、ADI、恩智浦 | 圣邦股份、矽力杰、思瑞浦、艾为电子、芯朋微 |
| 功率 | 英飞凌、安森美、意法半导体 | 闻泰科技、士兰微、华润微、斯达半导体、扬杰科技、中车时代电气 |
| 存储 | 三星、SK 海力士、美光、西部数据 | 兆易创新、长江存储、合肥长鑫 |
| 车载 | 恩智浦、安森美、德州仪器 | 海思、比亚迪半导体、地平线 |
| IP+EDA | Synopsys、Cadence、Mentor Graphic | 芯原股份、华大九天 |
| 晶圆代工 | 台积电、三星、联电、格罗方德 | 中芯国际、华虹半导体 |
| 封测 | 日月光、安靠、力成 | 长电科技、华天科技、通富微电 |
| 设备 | 应用材料、拉姆研究、KLA、ASML | 北方华创、中微公司、ASM 太平洋、华峰测控 |

资料来源：招银国际证券

图 54: 全球半导体市场：中国公司市场份额 (2019)



资料来源：SIA，招银国际证券

图 56: 可比公司

| 公司 | 代码 | 评级 | 市值 (百万美元) | 股价 (LC) | 目标价 (LC) | 上行/下 空间 | 市盈率 (倍) | | 市净率 (倍) | | 净资产回报率 | |
|----------------|-----------|------|--------------|------------|-------------|------------|-------------|-------------|------------|-------------|-------------|-------------|
| | | | | | | | FY21E | FY22E | FY21E | FY22E | FY21E | FY22E |
| 光学 | | | | | | | | | | | | |
| 舜宇光学 | 2382 HK | Hold | 34,095 | 242.40 | 210.1 | -13% | 44.0 | 34.5 | 14.1 | 11.1 | 28.9 | 25.2 |
| 丘钛科技 | 1478 HK | Buy | 1,746 | 11.54 | *22.0 | NA | 11.3 | 9.5 | 3.2 | 2.6 | 22.2 | 23.1 |
| 信利国际 | 732 HK | NR | 1,059 | 2.51 | NA | NA | 6.3 | 4.9 | - | - | 11.8 | 13.1 |
| 瑞声科技 | 2018 HK | Hold | 5,176 | 33.45 | 37.4 | 12% | 22.9 | 17.9 | 1.7 | 1.6 | 6.9 | 7.0 |
| 高伟电子 | 1415 HK | NR | 1,194 | 11.16 | NA | NA | 21.0 | 15.1 | 3.7 | 3.0 | 18.8 | 20.6 |
| 大立光 | 3008 TT | NR | 10,049 | 2075.00 | NA | NA | 14.9 | 13.9 | 1.9 | 1.8 | 13.5 | 13.5 |
| 欧菲科技 | 002456 CH | NR | 4,889 | 9.50 | NA | NA | 46.6 | 25.7 | 2.7 | 2.8 | 0.1 | 4.5 |
| | | | 均值 | | | | 23.9 | 17.3 | 4.5 | 3.8 | 14.6 | 15.3 |
| 声学/触控马达 | | | | | | | | | | | | |
| 瑞声科技 | 2018 HK | Hold | 5,176 | 33.45 | 37.4 | 12% | 22.9 | 17.9 | 1.7 | 1.6 | 6.9 | 7.0 |
| 立讯精密 | 002475 CH | Buy | 50,842 | 45.73 | 74.2 | 62% | 25.8 | 29.7 | 8.7 | 6.7 | 19.5 | 25.8 |
| 歌尔股份 | 002241 CH | Buy | 29,531 | 54.89 | 46.9 | -15% | 41.0 | 31.8 | 9.8 | 8.3 | 15.9 | 20.3 |
| Knowles | KN US | NR | 2,027 | 21.95 | NA | NA | 14.7 | 13.8 | - | - | - | - |
| | | | 均值 | | | | 26.1 | 23.3 | 6.7 | 5.5 | 14.1 | 17.7 |
| 连接器 | | | | | | | | | | | | |
| 鸿腾精密 | 6088 HK | Buy | 1,528 | 1.67 | *3.6 | NA | 6.9 | 10.7 | 0.7 | 0.6 | 5.5 | 8.9 |
| 立讯精密 | 002475 CH | Buy | 50,842 | 45.73 | 74.2 | 62% | 25.8 | 29.7 | 8.7 | 6.7 | 19.5 | 25.8 |
| 泰科电子 | TEL US | NR | 51,845 | 158.88 | NA | NA | 24.6 | 22.6 | 5.2 | 4.5 | 22.2 | 21.1 |
| 安费诺 | APH US | NR | 49,959 | 83.54 | NA | NA | 34.6 | 31.3 | 8.4 | 7.5 | 26.6 | 26.9 |
| | | | 均值 | | | | 23.0 | 23.6 | 5.7 | 4.8 | 18.4 | 20.7 |
| 机壳 | | | | | | | | | | | | |
| 通达集团 | 698 HK | Buy | 312 | 0.25 | *0.6 | NA | 3.1 | 4.3 | 0.2 | 0.2 | 4.7 | 7.7 |
| 东江集团 | 2283 HK | Buy | 259 | 2.42 | 4.1 | 69% | 3.7 | 3.7 | 1.6 | 1.6 | 35.7 | 41.7 |
| 比亚迪电子 | 285 HK | Hold | 9,029 | 31.25 | 26.4 | -15% | 21.7 | 17.2 | 2.9 | 2.6 | 24.8 | 11.9 |
| 长盈精密 | 300115 CH | NR | 3,600 | 18.93 | NA | NA | 31.2 | 16.9 | 3.2 | 2.8 | 8.3 | 16.3 |
| 蓝思科技 | 300433 CH | NR | 17,628 | 22.51 | NA | NA | 21.3 | 16.0 | 2.4 | 2.2 | 11.7 | 14.1 |
| 三环集团 | 300408 CH | NR | 12,799 | 44.60 | NA | NA | 36.7 | 28.1 | 6.4 | 5.4 | 17.6 | 19.5 |
| | | | 均值 | | | | 19.6 | 14.4 | 2.8 | 2.5 | 15.3 | 18.5 |
| 通讯设备 | | | | | | | | | | | | |
| 中兴通讯 | 763 HK | Buy | 21,792 | 20.45 | 33.06 | 62% | 10.6 | 9.9 | 1.7 | 1.5 | 16.7 | 15.7 |
| 烽火通信 | 600498 CH | NR | 3,169 | 17.74 | NA | NA | 46.4 | 29.3 | 1.6 | 1.5 | - | 8.4 |
| 诺基亚 | NOK US | NR | 33,258 | 5.86 | NA | NA | 15.5 | 14.7 | 1.8 | 1.7 | 11.8 | 9.5 |
| 爱立信 | ERIC US | NR | 34,342 | 10.29 | NA | NA | 15.2 | 13.0 | 3.1 | 2.7 | 20.2 | 20.9 |
| | | | 均值 | | | | 21.9 | 16.7 | 2.0 | 1.8 | 15.9 | 13.5 |
| 光器件 | | | | | | | | | | | | |
| 中际旭创 | 300308 CH | Hold | 4,916 | 39.28 | 49.27 | 25% | 27.1 | 21.3 | 3.2 | 2.8 | 11.7 | 13.1 |
| 光迅科技 | 002281 CH | NR | 2,518 | 22.60 | NA | NA | 26.8 | 23.3 | 2.8 | 2.5 | 10.9 | 12.3 |
| 新易盛 | 300502 CH | NR | 2,592 | 32.00 | NA | NA | 25.0 | 19.6 | 4.1 | 3.5 | 15.3 | 16.9 |
| | | | 均值 | | | | 22.3 | 3.4 | 2.9 | 12.3 | 13.9 | 22.3 |
| 印刷电路板 | | | | | | | | | | | | |
| 生益科技 | 600183 CH | Buy | 8,433 | 22.94 | 30.50 | 33% | 17.5 | 17.0 | 4.0 | 3.5 | 22.6 | 20.7 |
| 深南电路 | 002916 CH | Hold | 8,353 | 106.79 | 110.75 | 4% | 36.8 | 28.9 | 6.2 | 5.6 | 16.8 | 19.3 |
| 沪电股份 | 002463 CH | NR | 4,718 | 15.87 | NA | NA | 27.0 | 21.5 | 4.4 | 3.8 | 16.3 | 17.5 |
| 景旺电子 | 603228 CH | NR | 3,793 | 28.54 | NA | NA | 23.6 | 18.6 | 3.3 | 2.9 | 14.3 | 15.8 |
| 东山精密 | 002384 CH | NR | 6,757 | 24.83 | NA | NA | 22.0 | 17.7 | 2.9 | 2.5 | 13.5 | 14.6 |
| | | | 均值 | | | | 25.7 | 20.7 | 4.2 | 3.7 | 17.2 | 18.0 |
| 覆铜板 | | | | | | | | | | | | |
| 生益科技 | 600183 CH | Buy | 8,433 | 22.94 | 30.50 | 33% | 17.5 | 17.0 | 4.0 | 3.5 | 22.6 | 20.7 |
| 南亚塑胶 | 1303 TT | NR | 24,229 | 84.60 | NA | NA | 8.2 | 11.1 | 1.7 | 1.7 | 21.0 | 15.5 |
| 联茂 | 6213 TT | NR | 1,770 | 128.00 | NA | NA | 15.2 | 12.4 | 2.8 | 2.6 | 19.3 | 21.3 |
| 建滔集团 | 148 HK | NR | 5,552 | 38.50 | NA | NA | 4.7 | 4.6 | - | - | - | - |
| 住友电木 | 4203 JT | NR | 2,459 | 5760.00 | NA | NA | 23.0 | 14.2 | 1.4 | 1.2 | 8.4 | 9.1 |
| 罗杰斯公司 | ROG US | NR | 5,099 | 272.26 | NA | NA | 38.2 | 33.4 | - | - | - | - |
| | | | 均值 | | | | 18.0 | 15.5 | 2.6 | 2.3 | 18.3 | 17.2 |
| 覆铜板 | | | | | | | | | | | | |
| 中国铁塔 | 788 HK | Hold | 20,764 | 0.92 | 1.16 | 26% | 16.5 | 13.6 | 0.7 | 0.7 | 4.3 | 5.0 |
| 中国通信服务 | 552 HK | NR | 3,446 | 3.88 | NA | NA | 6.5 | 5.9 | 0.6 | 0.5 | 9.0 | 9.2 |
| | | | 均值 | | | | 11.8 | 9.6 | 0.6 | 0.6 | 6.6 | 7.0 |

资料来源: 彭博及招银国际证券

图 57: 可比公司

| 公司 | 代码 | 评级 | 市值 | 股价 | 目标价 | 上行/下行 | 市盈率 (倍) | | 市净率 (倍) | | 净资产回报率 (%) | |
|-----------|-----------|-----|---------|-----------|--------|-------|---------|-------|---------|-------|------------|--------|
| | | | (百万美元) | (LC) | (LC) | 空间 | FY21E | FY22E | FY21E | FY22E | FY21E | FY22E |
| 逻辑 | | | | | | | | | | | | |
| 紫光国微 | 002049 CH | NR | 20,590 | 215.67 | NA | NA | 75.9 | 52.9 | 19.7 | 14.4 | 26.4 | 27.8 |
| 澜起科技 | 688008 CH | NR | 13,716 | 77.00 | NA | NA | 108.1 | 68.6 | 10.0 | 9.0 | 9.7 | 14.3 |
| 汇顶科技 | 603160 CH | NR | 7,693 | 106.53 | NA | NA | 57.2 | 41.8 | 5.5 | 4.9 | 10.4 | 12.8 |
| 瑞芯微 | 603893 CH | NR | 9,133 | 139.18 | NA | NA | 98.2 | 67.4 | 21.8 | 17.8 | 22.3 | 27.1 |
| 寒武纪-U | 688256 CH | NR | 6,054 | 96.06 | NA | NA | - | - | 6.9 | 8.2 | (15.0) | (19.0) |
| 英特尔 | INTC US | NR | 210,467 | 51.75 | NA | NA | 9.8 | 14.2 | 2.2 | 2.1 | 24.1 | 15.0 |
| 英伟达 | NVDA US | NR | 795,650 | 318.26 | NA | NA | 131.1 | 73.4 | 49.5 | 30.0 | 45.1 | 47.6 |
| 超威半导体 | AMD US | NR | 175,393 | 145.24 | NA | NA | 55.1 | 43.9 | 22.9 | 16.5 | 46.8 | 41.3 |
| | | | 均值 | | | | 76.5 | 51.7 | 17.3 | 12.9 | 21.2 | 20.8 |
| 传感 | | | | | | | | | | | | |
| 韦尔股份 | 603501 CH | Buy | 42,440 | 309.31 | 346.60 | 12% | 59.4 | 44.7 | 17.6 | 11.8 | 29.1 | 26.0 |
| 格科微 | 688728 CH | Buy | 12,389 | 31.46 | 48.19 | 53% | 54.3 | 32.8 | 12.7 | 9.1 | 23.4 | 27.6 |
| 索尼 | 6758 JP | NR | 156,665 | 14130.00 | NA | NA | 15.8 | 23.1 | 3.4 | 2.7 | 23.7 | 12.4 |
| 三星电子 | 005930 KS | NR | 395,239 | 77600.00 | NA | NA | 13.0 | 11.9 | 1.8 | 1.6 | 14.1 | 13.7 |
| | | | 均值 | | | | 36.4 | 30.8 | 8.1 | 6.3 | 22.5 | 18.8 |
| 存储 | | | | | | | | | | | | |
| 兆易创新 | 603986 CH | NR | 18,717 | 178.02 | NA | NA | 52.5 | 42.8 | 9.1 | 7.7 | 18.4 | 19.5 |
| 北京君正 | 300223 CH | NR | 11,179 | 147.15 | NA | NA | 78.6 | 57.3 | 7.6 | 6.7 | 9.9 | 11.9 |
| 三星电子 | 005930 KS | NR | 395,239 | 77600.00 | NA | NA | 13.0 | 11.9 | 1.8 | 1.6 | 14.1 | 13.7 |
| SK 海力士 | 000660 KS | NR | 75,679 | 122000.00 | NA | NA | 9.2 | 8.3 | 1.4 | 1.2 | 16.9 | 15.8 |
| | | | 均值 | | | | 38.3 | 30.1 | 5.0 | 4.3 | 14.8 | 15.2 |
| 射频 | | | | | | | | | | | | |
| 卓胜微 | 300782 CH | NR | 18,930 | 360.29 | NA | NA | 57.0 | 43.6 | 24.2 | 15.3 | 44.2 | 37.8 |
| 思佳讯 | SWKS US | NR | 26,475 | 160.08 | NA | NA | 15.4 | 13.8 | 5.0 | 4.2 | 36.5 | 32.2 |
| 博通 | AVGO US | NR | 242,261 | 588.56 | NA | NA | 21.1 | 18.9 | 9.9 | 8.8 | 50.8 | 50.0 |
| 科沃 | QRVO US | NR | 17,787 | 161.37 | NA | NA | 17.1 | 13.6 | 4.0 | 3.6 | 24.4 | 28.7 |
| | | | 均值 | | | | 27.6 | 22.5 | 10.8 | 8.0 | 39.0 | 37.2 |
| 模拟 | | | | | | | | | | | | |
| 圣邦股份 | 300661 CH | NR | 12,046 | 323.88 | NA | NA | 129.4 | 89.6 | 36.9 | 27.0 | 30.6 | 31.3 |
| 思瑞浦 | 688536 CH | NR | 10,439 | 833.92 | NA | NA | 150.5 | 104.9 | 22.3 | 18.6 | 14.6 | 18.0 |
| 艾为电子 | 688798 CH | NR | 5,719 | 218.60 | NA | NA | 153.9 | 86.3 | 10.3 | 9.2 | 8.4 | 10.6 |
| 德州仪器 | TXN US | NR | 181,371 | 196.39 | NA | NA | 24.7 | 24.2 | 15.2 | 13.5 | 70.0 | 58.4 |
| 亚德诺半导体 | ADI US | NR | 97,848 | 186.26 | NA | NA | 28.9 | 24.7 | 6.0 | 2.9 | 20.3 | 8.4 |
| | | | 均值 | | | | 97.5 | 66.0 | 18.1 | 14.2 | 28.8 | 25.4 |
| 功率 | | | | | | | | | | | | |
| 闻泰科技 | 600745 CH | NR | 26,964 | 137.40 | NA | NA | 52.8 | 35.3 | 5.2 | 4.6 | 9.8 | 13.3 |
| 士兰微 | 600460 CH | NR | 13,923 | 62.40 | NA | NA | 81.7 | 60.3 | 14.1 | 11.9 | 21.5 | 22.4 |
| 华润微 | 688396 CH | NR | 14,979 | 72.23 | NA | NA | 42.6 | 38.5 | 6.3 | 5.4 | 16.3 | 15.2 |
| 斯达半导体 | 603290 CH | NR | 11,132 | 414.36 | NA | NA | 182.1 | 124.4 | 44.5 | 29.5 | 24.5 | 26.7 |
| 英飞凌 | IFX GR | NR | 60,765 | 41.05 | NA | NA | 36.7 | 25.8 | 4.8 | 4.2 | 11.9 | 18.1 |
| 安森美 | ON US | NR | 27,677 | 64.24 | NA | NA | 23.0 | 19.9 | 6.1 | 4.9 | 27.3 | 26.4 |
| 意法半导体 | STM US | NR | 44,736 | 49.13 | NA | NA | 24.7 | 20.1 | 4.7 | 3.9 | 20.5 | 21.2 |
| | | | 均值 | | | | 63.4 | 46.3 | 12.3 | 9.2 | 18.8 | 20.5 |
| 封测 | | | | | | | | | | | | |
| 长电科技 | 600584 CH | NR | 9,106 | 32.48 | NA | NA | 20.9 | 18.8 | 2.9 | 2.5 | 15.0 | 13.9 |
| 华天科技 | 002185 CH | NR | 6,707 | 13.28 | NA | NA | 28.9 | 24.5 | 3.7 | 3.1 | 13.7 | 13.8 |
| 通富微电 | 002156 CH | NR | 4,216 | 20.14 | NA | NA | 29.1 | 23.1 | 2.6 | 2.3 | 8.9 | 10.3 |
| 日月光 | 3711 TT | NR | 16,614 | 104.50 | NA | NA | 9.3 | 8.8 | 1.8 | 1.7 | 21.0 | 19.6 |
| | | | 均值 | | | | 26.3 | 22.1 | 3.0 | 2.7 | 12.5 | 12.7 |
| 代工 | | | | | | | | | | | | |
| 中芯国际 | 688981 CH | NR | 32,581 | 54.18 | NA | NA | 45.3 | 44.9 | 4.0 | 3.7 | 8.1 | 7.3 |
| 华虹半导体 | 1347.HK | NR | 7,948 | 47.70 | NA | NA | 41.9 | 32.9 | 2.9 | 2.5 | 7.0 | 7.9 |
| 台积电 | 2330 TT | NR | 566,411 | 605.00 | NA | NA | 26.5 | 22.1 | 7.3 | 6.2 | 29.1 | 29.6 |
| 联电 | 2303 TT | NR | 29,434 | 65.20 | NA | NA | 14.7 | 12.6 | 3.0 | 2.7 | 21.6 | 21.9 |
| 格罗方德 | GFS US | NR | 34,979 | 65.77 | NA | NA | - | 38.9 | 4.3 | 4.1 | (2.2) | 10.2 |
| | | | 均值 | | | | 32.1 | 30.3 | 4.3 | 3.8 | 12.7 | 15.4 |
| 设备 | | | | | | | | | | | | |
| 北方华创 | 002371 CH | NR | 30,983 | 374.42 | NA | NA | 200.9 | 140.0 | 24.4 | 19.7 | 12.0 | 14.1 |
| 中微公司 | 688012 CH | NR | 14,801 | 152.49 | NA | NA | 140.6 | 115.1 | 8.9 | 8.7 | 8.7 | 8.8 |
| ASM 太平洋 | 522 HK | NR | 4,370 | 82.95 | NA | NA | 11.4 | 12.5 | 2.3 | 2.1 | 21.4 | 18.1 |
| 阿斯麦 | ASML US | NR | 332,284 | 803.92 | NA | NA | 52.1 | 42.0 | 24.9 | 20.7 | 44.3 | 54.6 |

资料来源: 彭博及招银国际证券

中国软件及 IT 服务板块

优于大市

分析师：颜宇翔 – marleyngan@cmbi.com.hk
 李博文 – libowen@cmbi.com.hk

软件产业链升级持续

政策监管边际影响减小，板块迎来估值修复机会

2021 年 3 月以来，受政策导向和监管因素影响，A 股和港股科技板块开始回调。年初至今，A 股中证计算机和港股恒生科技指数分别下跌 5% 和 22%。从基本面来看，以新基建为基础的成长逻辑没有变化，在 2022 年，预计行业会呈现先低后高的局面，在上半建议关注政策风险相对低的中软国际和海康威视，等下半年随着政策监管边际影响逐步减少，流动性增加，关注万国数据和明源云估值修复的机会。

云市场格局重塑，关注绿色数据中心机会和挑战

IDC 数据显示，中国 2Q21 公有云 IaaS+PaaS 市场规模同比+48.3% 到 76.8 亿美元。同时，受政策导向影响，竞争局面正在加剧。阿里云 2Q21 的份额下降至 36.7%（去年同期为 40.8%），华为云到了 10.9%，和腾讯云的 11.1% 相约。在 2022 年，我们预计第三方 IDC 市场仍然会受云厂商竞争格局变化，云相关支出倾向保守和电价上升等因素影响。但另一方面，绿色数据中心已经成为行业规范，老旧小散的数据中心加速改造，带动行业整合。

人工智能成新风口

算法、算力进步和 AIoT 设备等带来的海量训练数据，中国进入了人工智能和各垂直行业融合的发展期。就应用场景而言，除了传统的安防，交通等领域，在企业智能化的驱动下，IDC 预测，到 2025 年，超过 60% 的企业将把人类专业知识与 AI、机器学习、自然语言处理等技术相结合，做智能预测与决策，提升员工的工作效率和生产力。在 2022 年，随着更多 AI 技术领先的企业上市，我们认为行业的关注度将持续提升。

宏观经济下行风险或影响企业级 SaaS 增长速度

国内企业级 SaaS 市场还处于初始发展阶段，根据艾瑞咨询，在 2020 年，中国企业级 SaaS 市场规模为 538 亿元，对比 22,771 亿元的软件产品市场规模（工信部数据），渗透率仅 2.4%。虽然 SaaS 对企业效率的提升作用显现，应用场景也从通用型边缘辅助向核心业务端渗透，但在 2022 年，由于宏观环境和高基数的因素，企业或减慢数字化投入的速度，预计 2022 年中国企业级 SaaS 增速将从 2021 年的同比 37%，回落至 34% 到 991 亿元。

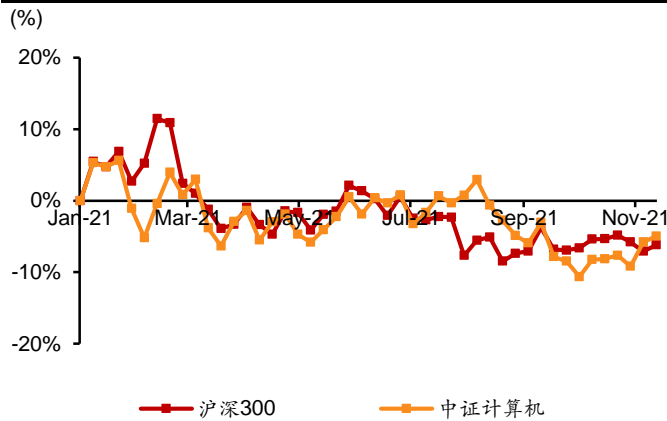
投资策略

虽然企业数字化转型速度或受宏观经济影响，但新基建、云计算、软件产业链升级仍然是国家十四五重要发展战略，在 2022 年，随着政策监管边际影响减少，行业估值将逐渐修复。

软件及IT服务板块将迎来估值修复机会

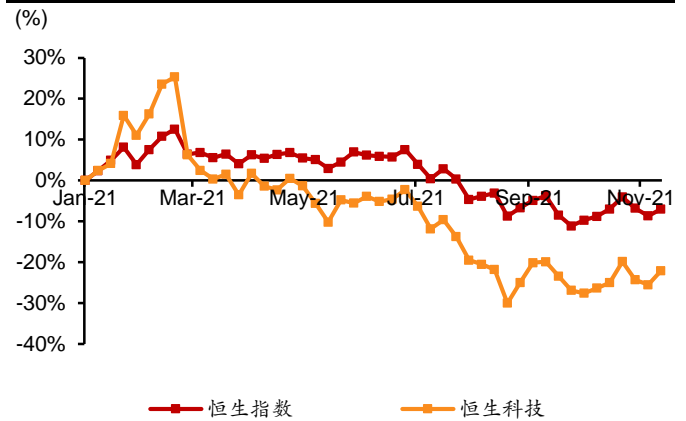
2021年3月份以来，受互联网行业政策和监管因素影响，A股和港股科技板块开始回调。年初至今，A股中证计算机和港股恒生科技指数分别下跌5%和22%。从基本面来看，以新基建为核心的成长逻辑没有改变，企业上云，数字化转型，人工智能的投入加大，板块中长期成长确定性高。在2022年，我们预计随着政策监管和“双碳”“双控”对新基建投入的边际影响逐步减少，软件及服务板块将迎来估值修复机会。

图 58: A 股市场和软件指数年初以来的表现



资料来源：彭博

图 59: 港股市场和科技指数年初以来的表现

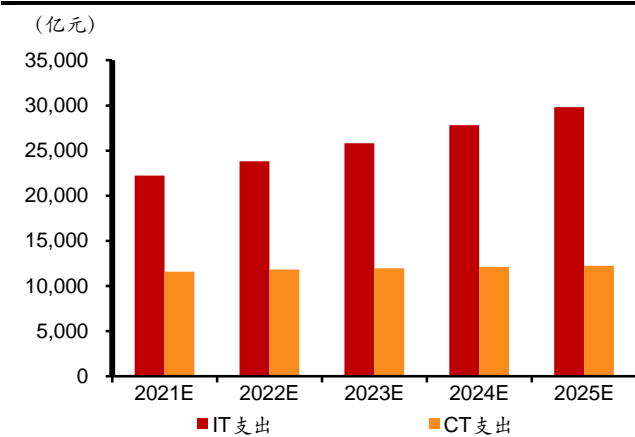


资料来源：彭博

软件产业链升级是十四五重点发展方向

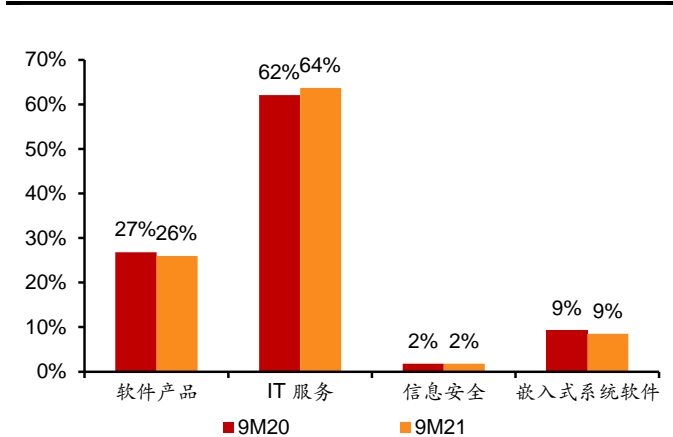
中国软件市场主要由劳动密集型IT服务贡献，在2021年前三季度，IT服务占总体软件市场收入64%。国内的软件产业链仍然薄弱，产品处于价值链中低端，工信部在2021年11月印发《“十四五”软件和信息技术服务业发展规划》，提出软件产业升级的发展目标，计划到2025年，基础组件和关键软件供给能力取得突破，工业APP突破100万个，规模以上企业软件业务收入突破14万亿元（年均增长12%以上），建设2-3个有国际影响力的开源社区，高水平建成20家中国软件名园。受益于企业数字化转型和软件产业链升级需求，我们判断2022年软件行业仍然维持快速增长的态势，同比增长15-20%。

图 60: 中国 ICT 支出预测



资料来源：IDC (2021年10月)

图 61: 中国 2021 年前三季度软件行业分领域收入



资料来源：工信部

云计算

云市场格局重塑，华为云市场份额持续提升

企业数字化、低碳化和云原生化等趋势为云计算厂商带来了更大的市场空间。同时，受政策导向影响，云市场的竞争局面正在加剧。IDC 预测，到 2023 年，40% 的中国 1,000 强企业将重置云选择流程。我们预计未来更多企业将以行业理解和综合服务能力为标准，重新考虑云服务商组合的选择，整体云市场的竞争格局将持续变化。

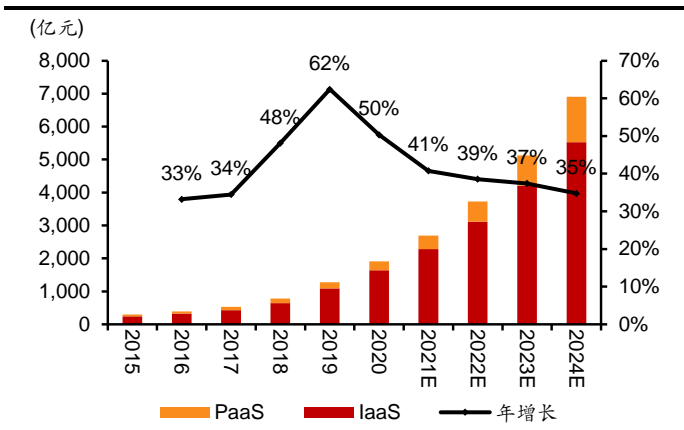
根据 IDC 的数据，2021 年第二季度中国公有云 IaaS+PaaS 市场规模为 76.8 亿美元（同比增长 48.3%），阿里云和腾讯云的市场份额继续下降，同时华为云和中国电信的天翼云市场份额在逐步提升。阿里云第二季度市场份额为 36.7%，对比去年同期为 40.8%。华为云在第二季度的份额已经到了 10.9%，和腾讯云的 11.1% 相约。受益于华为云的份额增长，建议关注其主要合作伙伴中软国际。

关注绿色数据中心机会和挑战

随着经济社会数字转型，传统行业智能升级，数据资源存储，计算和应用需求大幅提升，带动了国内数据中心（IDC）产业的发展。在 2021 年 7 月，工信部印发了《新型数据中心发展三年行动计划（2021-2023 年）》，预计到 2023 年底，全国数据中心几家规模年均增速保持在 20% 左右。在碳中和背景下，对于 IDC 产业的绿色转型需求持续增加。2021 年 11 月，工信部进一步梳理了行业发展定量目标，根据《“十四五”信息通信行业发展规划》，新建大型和超大型数据中心运行电能利用效率（PUE）被列为“十四五”时期信息通信行业发展主要指标，目标 2025 年数据中心算力达到 300EFlops（每秒百亿亿次浮点运算），新建大型和超大型数据中心运行 PUE<1.3。

在 2022 年，我们预计第三方 IDC 市场还是会受到互联网云厂商竞争格局变化，短期内云相关资本支出趋于保守，还有电价上升等影响。但同时间，我们认为绿色数据中心将成为行业规范，加速改造老旧小散的数据中心，带动市场整合，建议关注拥有较强运维管理能力的第三方云服务商万国数据，公司是国内第一家提出在 2030 年同时实现碳中和及 100% 使用可再生能源的数据中心企业，并已经制定了清晰可实现的路径。

图 62：中国云服务 IaaS + PaaS 市场规模



资料来源：艾瑞咨询

图 63：中国公有云 IaaS + PaaS 市场份额

| 中国公有云 IaaS + PaaS | 2Q20 | 1Q21 | 2Q21 | YoY | QoQ |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 市场规模 (亿美元) | 51.8 | 46.3 | 76.8 | 48% | 66% |
| 市场份额 | | | | | |
| 阿里云 | 40.8% | 39.9% | 36.7% | -4.1% | -3.2% |
| 腾讯云 | 11.9% | 11.4% | 11.1% | -0.9% | -0.3% |
| 华为云 | 8.7% | 10.9% | 10.9% | 2.2% | 0.0% |
| 天翼云 | 7.4% | 7.8% | 8.6% | 1.2% | 0.8% |
| 亚马逊 AWS | 7.2% | 7.2% | 7.7% | 0.5% | 0.5% |
| 其他 | 23.8% | 22.8% | 25.0% | 1.2% | 2.2% |

资料来源：IDC

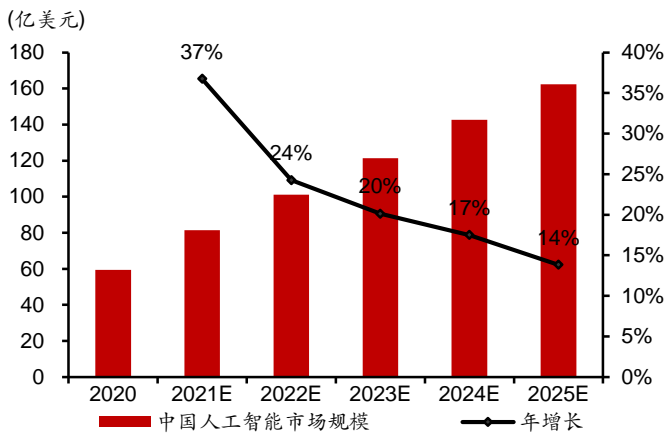
AI

人工智能成新风口

人工智能（AI）是十四五规划中数字产业化聚焦的七大重点之一，根据 IDC 数据，中国 AI 的支出规模在 2021 年为 82 亿美元，预计 2025 年将达到 160 亿美元（占全球约 8%），复合增长率为 22%。在现阶段，由于 AI 模型训练依赖于 GPU，中国市场约 70% 的相关支出来自 AI 硬件，随着 AI 市场进一步发展，软件及服务快速成长，硬件的占比在 2025 年将下降至 57.5%。

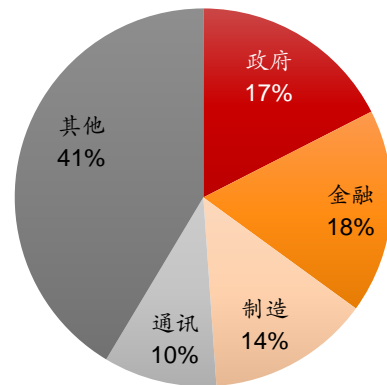
算法、算力进步和 AIoT 设备等带来的海量训练数据，中国进入了人工智能和各垂直行业融合的发展期。就应用场景而言，除了传统的安防，交通等领域，在企业智能化的驱动下，IDC 预测，到 2025 年，超过 60% 的企业将把人类专业知识与 AI、机器学习、自然语言处理等技术相结合，做智能预测与决策，提升员工的工作效率和生产力。同时，随着更多 AI 技术领先的企业上市，我们认为行业的关注度将持续提升。**建议关注深耕计算机视觉，同时具备硬件镜头技术的海康威视**，作为 AI 安防龙头企业，海康威视正逐步把 AI 产品从智慧城市往智慧商业领域发展，助力企业数字化转型的建设。

图 64: 中国人工智能市场规模预测



资料来源: IDC (2021 年 8 月)

图 65: 2025 年中国人工智能行业细分赛道比例预测



资料来源: IDC (2021 年 8 月)

SaaS

受宏观经济影响 SaaS 增长速度将回落

数字化转型依旧是企业的核心战略，虽然 SaaS 对企业效率的提升作用显现，应用场景也从通用型边缘辅助向核心业务端渗透，但国内企业级 SaaS 市场还处于初始发展阶段。根据艾瑞咨询，在 2020 年，中国企业级 SaaS 市场规模为 538 亿元，对比软件产品的 22,771 亿元市场规模（工信部数据），国内企业级 SaaS 渗透率还不到 2%。

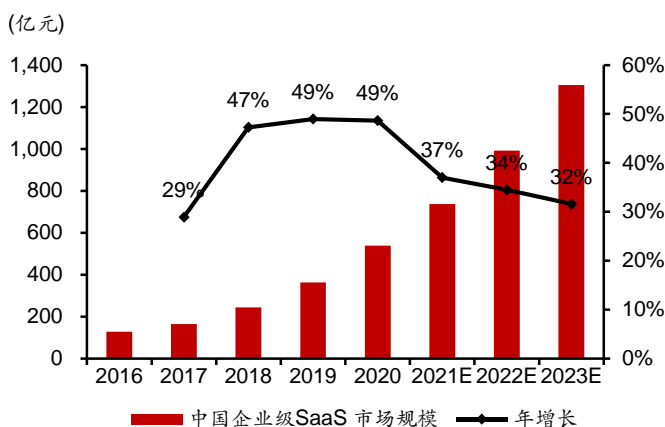
受宏观环境和高基数影响，企业或减慢数字化投入的速度，我们预计 2022 年中国企业级 SaaS 市场增速将较 2021 年回落。根据艾瑞咨询预测，在 2022 年，中国企业级 SaaS 市场规模将从 2021 年的 737 亿元，同比增长 34% 到 991 亿元（对比 2019 年和 2020 年分别增长 49% 和 37%）。

房地产仍是 SaaS 主赛道

在企业级 SaaS 领域，除了零售电商，房地产是第二大市场，占中国行业垂直型 SaaS 市场的 18%。房地产 SaaS 能够有效提高客户的运营管理效率，降低客户信息化建设的成本，SaaS 化程度比较高的房地产软件多事围绕销售环节和采购招投标，解决客户在工地，售楼，验房等场景中的痛点。

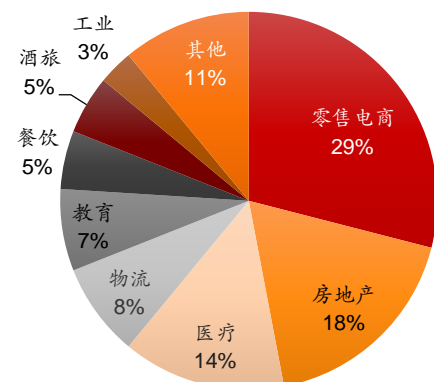
2021 年 8 月以来，中国房地产行业数据持续降温，9 月和 10 月商品房新开工面积同比分别下降 14% 和 33%。2021 年 10 月，房地产销售数据依旧疲软，销售面积和金额同比分别下降 22% 和 23%。如果政策没有放松，2022 年房企可能收紧数字化转型支出，房地产 SaaS 公司将普遍承压。我们认为房地产行业仍然是软件 SaaS 化的主要细分赛道，但房地产销售数据的反弹相对于行业政策的见底存在滞后性，预计到明年下半年房地产 SaaS 板块才会有所好转。在房地产 SaaS 领域，关注房地产新开工和销售数据转折点，行业首选广联达，次选明源云。

图 66: 中国企业级 SaaS 市场规模



资料来源：艾瑞咨询

图 67: 2020 年中国行业垂直型 SaaS 细分赛道比例



资料来源：艾瑞咨询

图 68: 中国软件及 IT 服务同业估值

| 公司 | 代码 | 股价 (当地 货币) | 市值 (US\$ mn) | YTD (%) | EV/sales (x) | | P/E | | Sales CAGR | EPS CAGR |
|--------------------|-----------|------------------|-----------------|------------|--------------|-------------|--------------|-------------|---------------|-------------|
| | | | | | FY21E | FY22E | FY21E | FY22E | FY20-23E | FY20-23E |
| SaaS | | | | | | | | | | |
| 广联达 | 002410 CH | 66.28 | 12,410 | -16% | 14.7 | 12.0 | 117.9 | 78.6 | 24% | 59% |
| 用友 | 600588 CH | 35.07 | 18,079 | -20% | 11.8 | 9.2 | 116.5 | 95.8 | 23% | 17% |
| 金山办公 | 688111 CH | 254.37 | 18,483 | -38% | 32.4 | 23.9 | 97.8 | 72.5 | 40% | 36% |
| 金蝶 | 268 HK | 22.75 | 10,128 | -28% | 14.4 | 11.5 | n.a. | n.a. | 27% | n.a. |
| 明源云 | 909 HK | 22.25 | 5,617 | -53% | 12.4 | 9.0 | 102.9 | 70.4 | 38% | n.a. |
| 石基信息 | 002153 CH | 27.25 | 6,441 | 23% | 9.9 | 8.2 | 187.9 | 88.5 | 19% | n.a. |
| 有赞 | 8083 HK | 0.69 | 1,527 | -70% | 5.6 | 4.2 | n.a. | n.a. | 21% | n.a. |
| 微盟 | 2013 HK | 8.62 | 2,856 | -38% | 6.0 | 4.6 | n.a. | n.a. | 33% | n.a. |
| | | | | 平均 | 13.4 | 10.3 | 124.6 | 81.2 | 28% | 37% |
| | | | | 中位 | 12.1 | 9.1 | 116.5 | 78.6 | 25% | 36% |
| 数据中心 | | | | | | | | | | |
| 万国数据 | GDS US | 54.25 | 10,139 | -42% | 11.2 | 8.7 | n.a. | n.a. | 30% | n.a. |
| 世纪互联 | VNET US | 9.14 | 1,331 | -74% | 2.1 | 1.6 | 81.2 | n.a. | 25% | n.a. |
| 秦淮数据 | CD US | 7.64 | 2,790 | -68% | 5.9 | 4.1 | 120.9 | 57.7 | 45% | n.a. |
| 光环新网 | 300383 CH | 14.37 | 3,495 | -16% | 3.1 | 2.8 | 23.2 | 19.8 | 10% | 13% |
| 宝信软件 | 600845 CH | 63.87 | 13,277 | 20% | 6.6 | 5.0 | 53.2 | 39.5 | 29% | 34% |
| 数据港 | 603881 CH | 35.06 | 1,818 | -18% | 12.2 | 8.9 | 75.7 | 44.4 | 35% | 38% |
| | | | | 平均 | 6.8 | 5.2 | 70.8 | 40.3 | 29% | 29% |
| | | | | 中位 | 6.2 | 4.6 | 75.7 | 41.9 | 29% | 34% |
| AI | | | | | | | | | | |
| 海康威视 | 002415 CH | 51.68 | 76,048 | 7% | 5.8 | 4.9 | 28.9 | 23.7 | 21% | 22% |
| 大华股份 | 002236 CH | 25.58 | 12,078 | 29% | 2.4 | 2.1 | 18.5 | 15.0 | 20% | 15% |
| 千方科技 | 002373 CH | 15.21 | 3,790 | -20% | 2.0 | 1.6 | 24.3 | 18.3 | 21% | 16% |
| 科大讯飞 | 002230 CH | 53.60 | 19,436 | 31% | 7.0 | 5.4 | 69.3 | 51.3 | 31% | 29% |
| 寒武纪 | 688256 CH | 97.00 | 6,117 | -34% | 52.8 | 37.1 | n.a. | n.a. | 40% | n.a. |
| 虹软科技 | 688088 CH | 46.75 | 2,992 | -33% | 26.1 | 18.3 | 102.1 | 73.9 | 24% | 14% |
| | | | | 平均 | 16.0 | 11.6 | 48.6 | 36.4 | 26% | 19% |
| | | | | 中位 | 6.4 | 5.1 | 28.9 | 23.7 | 22% | 16% |
| IT 服务 | | | | | | | | | | |
| 中软国际 | 354 HK | 12.44 | 4,896 | 44% | 1.7 | 1.4 | 23.1 | 17.5 | 25% | 25% |
| 亚信科技 | 1675 HK | 12.26 | 1,454 | 10% | 1.1 | 1.0 | 11.4 | 10.5 | 10% | 9% |
| 神州数码 | 000034 CH | 15.63 | 1,627 | -27% | 0.2 | 0.2 | 13.0 | 10.1 | 9% | 28% |
| | | | | 平均 | 1.0 | 0.9 | 15.8 | 12.7 | 14% | 21% |
| | | | | 中位 | 1.1 | 1.0 | 13.0 | 10.5 | 10% | 25% |
| IaaS + PaaS | | | | | | | | | | |
| 金山云 | KC US | 16.48 | 3,983 | -62% | 2.3 | 1.6 | n.a. | n.a. | 44% | n.a. |
| 优刻得 | 688158 CH | 27.87 | 1,857 | -33% | 2.8 | 1.9 | n.a. | n.a. | 48% | n.a. |
| 光环新网 | 300383 CH | 14.37 | 3,495 | -16% | 3.1 | 2.8 | 23.2 | 19.8 | 10% | 13% |
| | | | | 平均 | 2.7 | 2.1 | n.a. | n.a. | 34% | n.a. |
| | | | | 中位 | 2.8 | 1.9 | n.a. | n.a. | 44% | n.a. |

资料来源: 彭博

中国医药板块

优于大市

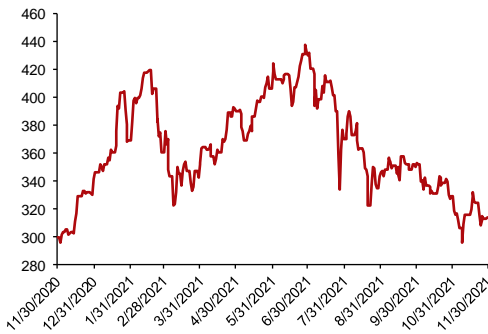
分析师: 武煜, CFA – jillwu@cmbi.com.hk
王银朋 – andywang@cmbi.com.hk
赵家禾 – jonathanzhao@cmbi.com.hk

创新是不变的主旋律

医药板块深度调整，抄底机会涌现

2021年，医药行业经历了深度调整。MSCI China Healthcare Index 从6月份高点 437.66 回调至 11月30日的 313.97；同期该指数的 one-year forward PE ratio 从6月份高点 79.35 倍回调至 11月30日的 57.61 倍。尽管板块出现深度回调，行业基本面仍维持稳健。2021年上半年随着国内的疫情逐步缓和，国内药品销售出现反弹。

图 69: MSCI China Healthcare Index



资料来源: 彭博, 招银国际证券

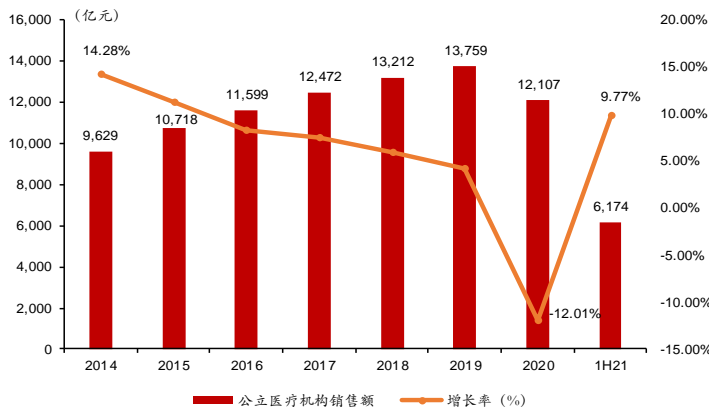
图 70: MSCI China Healthcare Index 1-year forward PE



资料来源: 彭博, 招银国际证券

回顾 2020 年，由于新冠疫情的冲击，叠加集采、医保谈判、重点监控目录的执行，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。2021 年上半年随着国内的疫情逐步缓和，并且由于低基数的原因，国内药品销售出现反弹。根据米内网数据，2021 年上半年中国公立医疗机构终端药品的销售额实现恢复性增长，比 2020 年上半年增长 9.77%，销售额为 6,174 亿元。

图 71: 2014-1H21 中国公立医疗机构药品销售额及增长情况



资料来源: 米内网, 招银国际证券

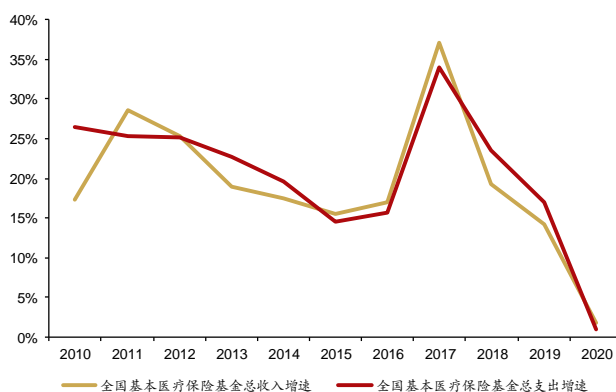
图 72: 全国公立医疗机构终端的销售占比

| 渠道 | 1H20 金额占比 | 1H21 金额占比 | 1H21 增长率 |
|---------------|-----------|-----------|----------|
| 城市公立医院 | 62.61% | 64.21% | 12.57% |
| 县级公立医院 | 23.42% | 22.54% | 5.65% |
| 乡镇卫生院 | 7.63% | 7.19% | 3.46% |
| 城市社区卫生服务中心(站) | 6.34% | 6.06% | 4.93% |
| 总计 | 100.00% | 100.00% | 9.77% |

资料来源: 米内网, 招银国际证券

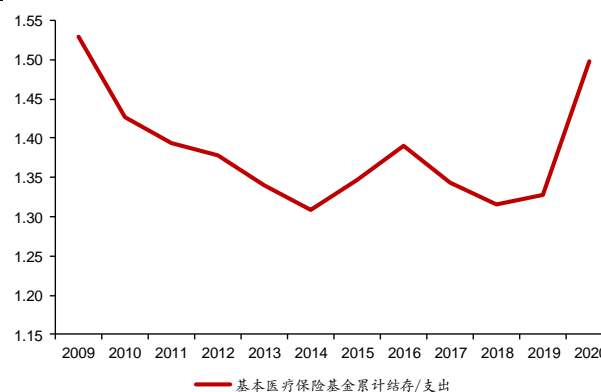
2020年,为应对新冠疫情,医保局实施阶段性减征保险费,同时疫情之下,享受待遇人次和住院率均有所降低,2020年国内医保基金收支增幅呈现双降。全国基本医疗保险的结余/总支出的比例从2009年的1.53倍下降到2019年的1.33倍。受新冠疫情的影响,2020年结余/总支出的比例提升至1.50倍。考虑到中国人口老龄化的加剧,长远来看,医保基金的控费压力较大。

图 73: 全国基本医疗保险收入及支出增速



资料来源: WIND, 招银国际证券

图 74: 全国基本医疗保险累计结余/年度支出



资料来源: WIND, 招银国际证券

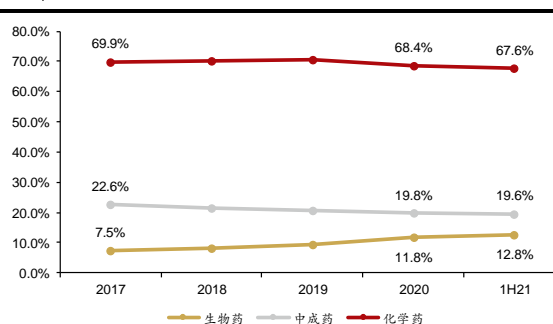
在政策的驱动下,中国的医药产业处于深刻的变革中:一方面,国家持续鼓励医药创新,人口老龄化驱动药品需求增长。另一方面,国家组织药品集中采购常态化开展,涉及品类逐步拓宽,使得仿制药价格继续承压;按病种付费模式持续推进,合理用药监测与考核体系日趋完善,公立医疗机构对药品的使用持续受限。

图 75: 1H21 中国公立医疗机构各类药品销售占比及增长

| 品种类型 | 2019H1 金额占比 | 2020H1 金额占比 | 2021H1 金额占比 | 2021H1 增长率 |
|--------|-------------|-------------|-------------|------------|
| 集采品种合计 | 12.67% | 10.72% | 6.64% | -32.01% |
| 国家重点监控 | 3.95% | 1.53% | 0.85% | -38.94% |
| 国家谈判品种 | 5.73% | 7.89% | 9.29% | 29.31% |
| 其他品种 | 77.65% | 79.86% | 83.22% | 14.83% |
| 合计 | 100.00% | 100.00% | 100.00% | 9.77% |

资料来源: 米内网, 招银国际证券

图 76: 中国公立医疗机构终端各药品类型销售占比变化



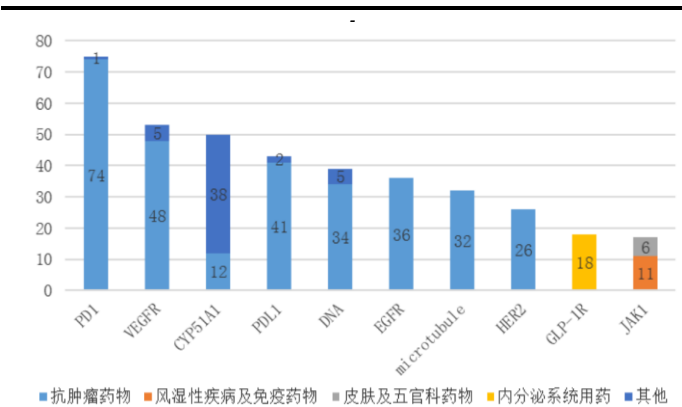
资料来源: 米内网, 招银国际证券

中国创新药出海成果丰硕，国际化浪潮方兴未艾

中国正在成为全球创新研发的土壤，受益于1) 大量高端海外人才归国创业，奠定国内研发人才基础；2) 香港及科创板放开未盈利生物科技公司上市，为创新企业提供研发资金；3) 中国加入 ICH，药监体系与国际接轨，国内临床数据支持海外申报；4) 基本医疗保险对于创新药的覆盖加快，为创新药的成功商业化创造条件。

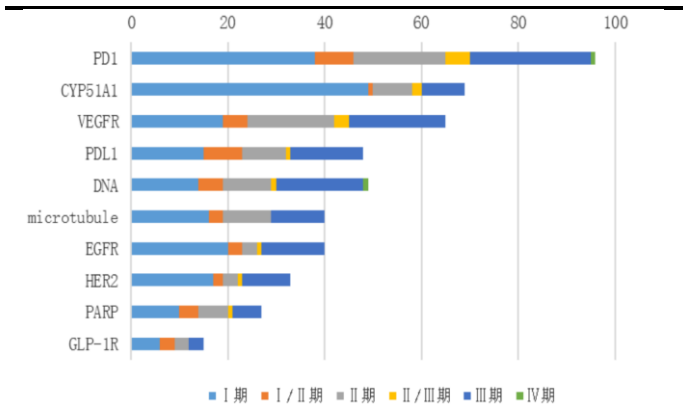
创新药企如雨后春笋般涌现。据麦肯锡统计，我国当前 biotech 企业已超过 1,500 家。研发管线产品数量方面，中国对全球贡献占比从 2015 年的约 4% 跃至 2020 年的 13.9%，稳居第二梯队之首，仅次于美国（49.3%），高于英国（5.9%）及德国（3.6%）。然而，中国创新药研发也存在“高水平重复”的现象。根据 CDE 发布的《中国新药注册临床试验现状年度报告》，登记临床试验的药物品种的前 10 位靶点分别为 PD-1、CYP51A1、VEGFR、PD-L1 等，且品种数量分别多 75 项、53 项、50 项、43 项。临床试验数量最多的前 10 位靶点也主要集中在 PD-1、VEGFR 等。

图 77: 登记临床试验的药物靶点及适应症分布



资料来源：CDE，招银国际证券

图 78: 临床试验登记数量的前 10 位靶点及试验分期



资料来源：CDE，招银国际证券

我们认为，未来中国创新药的价值在于参与国际竞争。中国本土研发的创新药正在走向国际市场，例如，2019 年 11 月，百济神州自主研发的泽布替尼（BTK 抑制剂）获得美国 FDA 批准用于治疗套细胞淋巴瘤患者，打破中国原研抗癌新药出海“零记录”。此外，中国创新药的对外授权案例不断刷新纪录。我们首选的生物科技公司包括：信达生物（1801 HK）、天境生物（IMAB US）、百济神州（BGNE US, 6160 HK）。

图 79: 中国药企的对外授权案例

| 授权方 | 交易对方 | 交易资产 | 交易概况 |
|------|---------|------------------------|---|
| 荣昌生物 | Seagen | 维迪西妥单抗, HER2 抗体 ADC 药物 | 荣昌生物将收取首付款 2 亿美元及最多为 24 亿美元的里程碑付款，此外 Seagen 也将向荣昌生物支付根据维迪西妥单抗在 Seagen 地区销售的金额计算的特许使用费，收取金额为产品累计销售净额的高位数至百分之十几的比例提成。 |
| 诺诚建华 | Biogen | 奥布替尼, BTK 抑制剂 | 渤健将获得奥布替尼在多发性硬化领域全球独家权利，以及除中国（包括港澳台）以外区域内的某些自身免疫性疾病领域的独家权利。诺诚建华将获得 1.25 亿美元首付款，以及至多 8.125 亿美元的潜在临床开发里程碑和商业里程碑付款，外加未来净销售额百分之十几范围内特许权使用费。 |
| 百济神州 | 诺华 | 替雷利珠单抗, PD-1 单抗 | 诺华将在北美、日本、欧盟及其他六个欧洲国家共同开发和商业化替雷利珠单抗，百济神州将获得 6.5 亿美元预付款并有资格获得至多 15.5 亿美元的潜在注册和销售里程碑付款，以及产品销售特许使用费。 |
| 君实生物 | Coherus | 特瑞普利单抗, PD-1 单抗 | 授予 Coherus 特瑞普利单抗和两个可选项目（如执行）在美国和加拿大的许可，并获得总额最高达 11.1 亿美元的首付款、可选项目执行费和里程碑付款。 |

| | | | |
|------|-----------------|------------------------------|---|
| 天境生物 | AbbVie Inc. | TJC4(lemzoparlimab), CD47 单抗 | 艾伯维获得 lemzoparlimab 在大中华区以外的国家及地区开发和商业化的许可权, 艾伯维将向天境生物支付 2 亿美元的首付款, 以及最高 17.4 亿美元的里程碑付款, 天境生物还将会从全球净销售额中获得两位数比例的分级特许权使用费。艾伯维另外承诺不超过 10 亿美元里程碑付款用于购买天境生物两个基于 CD47 开发的双抗品种。 |
| 君实生物 | Eli Lilly | JS016, 新冠中和抗体 | 君实生物授予礼来制药在大中华地区对外对新冠中和抗体 JS016 开展研发活动、生产和销售独占许可。礼来制药支付 1,000 万美元首付款, 并在实现规定的里程碑事件后, 支付最高 2.45 亿美元的里程碑款, 外加该产品销售净额两位数百分比的销售分成。 |
| 信达生物 | Eli Lilly | 信迪利单抗, PD-1 单抗 | 信达生物将信迪利单抗海外权益以 2 亿美金预付款 + 8.25 亿里程碑付款的代价授予礼来, 信达将获得两位数比例的净销售额提成。 |
| 金斯瑞 | Johnson&Johnson | LCAR-B38M, CD19 CART | 强生旗下 Janssen Biotech 与金斯瑞子公司南京传奇签订全球化合作协议, 共同开发、生产和销售 LCAR-B38M。在大中华区, 传奇有 70% 权利、Janssen 有 30% 权利; 大中华区以外, 传奇有 50% 权利、Janssen 有 50% 权利。传奇生物获得 3.5 亿美元首付款, 并有权获取后续里程碑付款。 |
| 恒瑞医药 | 韩国东亚公司 | SHR-1701, PD-L1/TGF-βRII 抗体 | 韩国东亚公司将获得 SHR1701 在韩国的独家临床开发、生产和市场销售的权利, 并支付 229 万美元首付款, 研发及上市里程碑款不超过 846 万美元, 销售里程碑款不超过 1.285 亿美元, 以及 10% 的销售分成。 |
| 加科思 | AbbVie Inc. | SHP2 | 双方将共同开发和商业化作用于癌细胞和免疫细胞关键靶点的蛋白酪氨酸磷酸酶 (SHP2) 抑制剂, 艾伯维将获得加科思 SHP2 项目的独家许可权; 双方未披露本次交易的财务条款。 |
| 复宏汉霖 | KG Bio | HLX10, PD-1 单抗 | 复宏汉霖授予 KGBio 在东南亚的 10 个国家 HLX10 的相关疗法和适应症的独家开发和商业化权利, KGBio 支付预付款 1000 万美元, 不超过 2200 万美元的监管里程碑付款, 不超过 6.5 亿美元销售里程碑付款。 |

资料来源: 公司官网, 招银国际证券

CXO 行业受新冠周期影响有限, 需求维持高景气度

对于新冠疫情周期对中国 CXO 行业的影响, 分如下几个阶段。第一阶段 (2020 年), 一方面, 国外医药产业链受到疫情影响, 大量订单 (新冠+非新冠) 转移至中国 CXO 公司; 另一方面, 疫苗、中和抗体等生物药研发需求大增, 在 2H20 对中国生物药 CDMO 公司的业绩有拉动作用 (药明生物 2020 上、下半年收入增速分别为 30%/53% YoY)。第二阶段 (2021 年), 疫苗、中和抗体等生物药生产需求大增, 中国生物药 CDMO 公司的业绩加速增长 (药明生物 2021 上半年收入增速为 127% YoY, 预计 2021 年新冠相关收入为 RMB30 亿元); 同时, 小分子药物研发进入临床后期, 少数药物在年底已开始进行生产备货, 相关国内小分子 CDMO 公司接到大订单。第三阶段 (2022 年), 疫苗、中和抗体等生物药生产需求维持稳定或小幅度增长, 小分子新冠药物生产需求激增, 中国小分子 CDMO 公司 2022 年业绩明显加速。第四阶段 (2023 年及以后), 全球疫情逐步控制, 生产需求趋于稳定, 但中国 CXO 公司借助新冠疫情证明了自身实力, 继续在全球市场扩张份额。

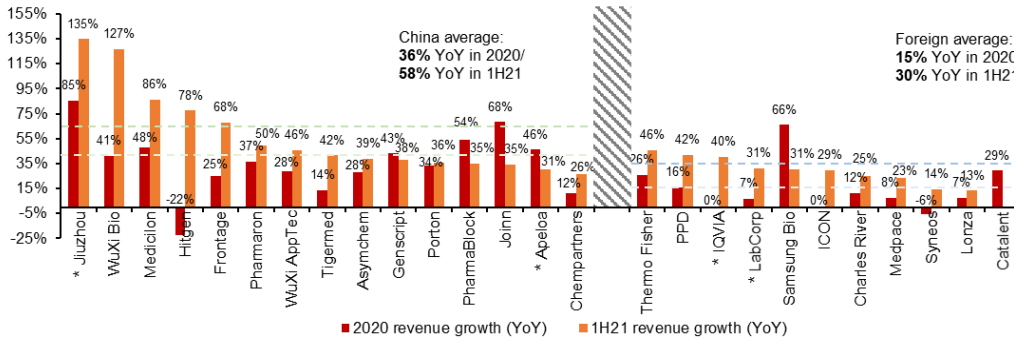
图 80: 中国领先的 CXO 企业所参与的全球 COVID-19 项目统计

| 公司 | 股票代码 | 业务领域 | 新冠相关项目 |
|------|-----------------------|----------|---|
| 药明生物 | 2269.HK | 生物药 CDMO | <ul style="list-style-type: none"> • 签订 3 个新冠疫苗合同 (截止 3Q21) • 协助推进超过 20 个新冠项目 (截止 3Q21) • 预计 2022 年新冠相关项目贡献 RMB30 亿收入 (截止 3Q21) • 新冠相关未完成订单超过 9 亿美金 (截止 1H21) |
| 药明康德 | 603259 CH; 2359 HK | 一站式 CXO | <ul style="list-style-type: none"> • 协助推进两个跨国药企的新冠药物的研发生产, 其中一个药物已经进入临床 3 期 (截止 1H21) • 累计协助推进 77 个新冠项目 (截止 2020) |
| 泰格医药 | 300347 CH; 3347 HK | 临床 CRO | <ul style="list-style-type: none"> • 参与多个新冠疫苗的全球多中心临床试验, 包括康熙诺生物的腺病毒载体疫苗 (2021 年 2 月在中国批准) (截止 1H21) |
| 凯莱英 | 002821 CH | 化学药 CDMO | <ul style="list-style-type: none"> • 协助推进两个跨国药企的新冠药物的研发生产, 其中一个药物已经进入临床 3 期 (截止 2020) |
| 康龙化成 | 300759 CH; 3759 HK | 一站式 CXO | <ul style="list-style-type: none"> • 参与 2 个在美国进行新冠疫苗的 3 期临床试验以及多个国内头部新冠疫苗的研发 (截止 2020) |
| 方达控股 | 1521 HK | 临床前 CRO | <ul style="list-style-type: none"> • 为新冠疫苗的研发提供试分析以及为一个临床后期项目提供生物分析服务 (截止 2020) |

资料来源: 公司官网, 招银国际证券

从全球视角来看，受益于新冠疫情带来的研发投入的爆发式增长，CXO 行业总体的收入增速在 1H21 迎来加速，中国 CXO 行业的平均增速从 2020 年的 36% YoY 加速至 58% YoY，国外 CXO 行业的平均增速从 2020 年的 15% YoY 加速至 30% YoY。中国 CXO 平均增速明显快于国外，得益于疫情期间中国 CXO 行业抓住海外订单转移至国内的机会。

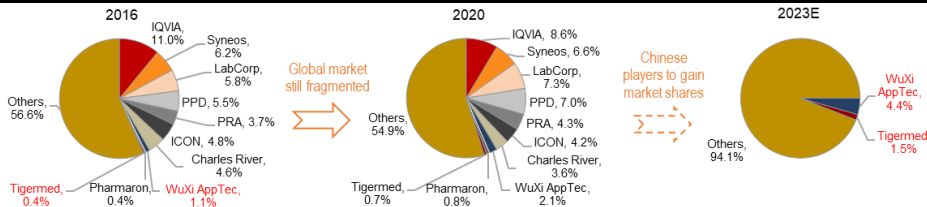
图 81: 全球 CXO 收入增长对比(2020&1H21)



资料来源：公司官网，招银国际证券；注：*指九州药业和普洛药业的 CDMO 板块收入增速、IQVIA 的 Research & Development Solutions 板块收入增速、以及 LabCorp 的 Drug Development (DD) 板块收入增速

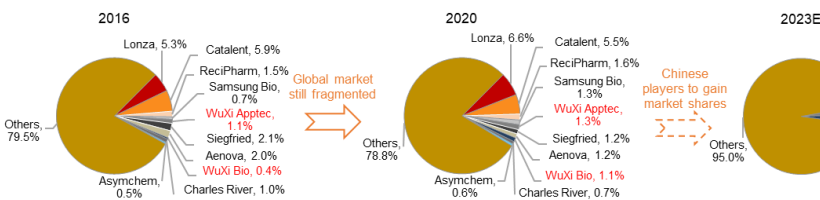
新冠疫情是一个将国内 CXO 推向全球舞台的良好契机，通过疫情期间稳定的运营获得了大量全球订单。我们预计药明康德 2023 年获得 4.4% 全球 CRO 市场份额（2020 年 2.1%，2016 年 1.1%），药明生物 2023 年获得 2.8% 的全球 CDMO 市场份额（2020 年 1.1%，2016 年 0.4%）。预计未来中国领先 CXO 企业将继续从国外同行手中夺取市场份额。

图 82: 全球 CRO 市场竞争格局 (不包含 CMO/CDMO 市场)



资料来源：F&S，公司官网，招银国际证券；注：药明康德和泰格医药的 2023E 市场份额测算基于 CMBIS 的 2023E 收入预测

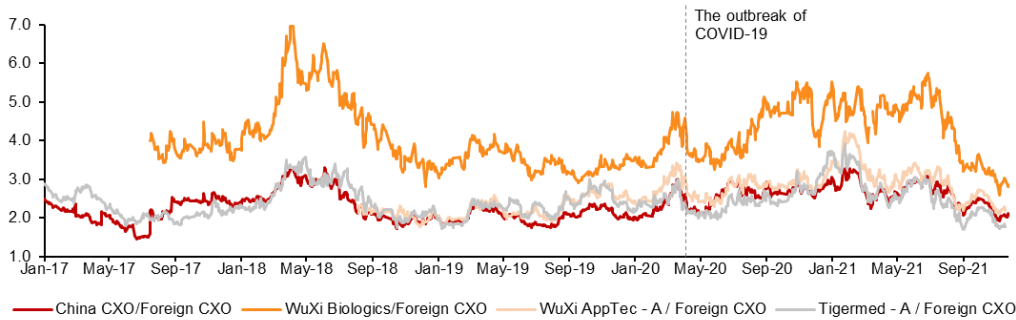
图 83: 全球 CDMO 市场竞争格局 (化学药 + 生物药)



资料来源：彭博，招银国际证券；注：药明康德和药明生物的 2023E 市场份额测算基于 CMBIS 的 2023E 收入的预测

从全球视角看国内 CXO 板块的估值水平，中国 CXO 板块相对国外 CXO 板块的相对 P/E 已经下降到疫情爆发后的最低水平。其中，药明生物的相对 P/E 下降至公司上市至今的历史最低点。头部 CXO 公司基本面稳健，估值水平具备吸引力。

图 84：相对市盈率：中国 CXO vs 海外 CXO（截至 2021 年 11 月 25 日）



资料来源：彭博，招银国际证券；注：相对 P/E = 中国 CXO 的 P/E 除以国外 CXO 的 P/E

新冠疫情反复，控制疫情需依赖“组合拳”

世界范围内，新冠病毒的大流行已持续近两年，截至 2021 年 11 月 29 日，全球累计确诊新冠肺炎病例 2.61 亿，累计死亡病例接近 520 万，死亡率约为 1.99%。2021 年 11 月 26 日，世界卫生组织（WHO）将南非报告的新冠突变株 B.1.1.529 列入引发忧虑（VOC）清单，并命名为“Omicron”。新毒株具有较多突变，可能导致免疫逃逸。

基于：1) 国际国内疫情重新抬头，可能源于新冠疫苗的保护期限过短；2) 现有疫苗面对变异株时，均出现了不同程度的保护力削弱；3) 海外部分地区显示加强针能够有效抑制新冠疫情的二次爆发，我们建议继续关注新冠疫苗的投资机会。近期，两款口服抗病毒药物的研发成功，引发了全球关注。口服新冠药物可以有效降低住院率/死亡率，且其普及性明显高于注射药物。抗病毒药物虽然与中和性抗体之间存在一定的替代关系，但仅靠药物很难终结大流行，小分子口服药无法替代疫苗。为保障长期稳定的免疫屏障。我们认为疫情控制需依赖“组合拳”，即新冠疫苗和新冠药物的组合。新冠小分子药物研发竞赛中，默克与辉瑞领跑。当前全球范围内仅有默克/Ridgeback 的 Molnupiravir (RdRp) 在获批 EUA。然而，Molnupiravir 的 III 期临床完整数据并不理想，对比安慰剂组，该药仅将轻中症新冠患者住院或死亡相对风险降低了 30%。辉瑞的 Paxlovid (PF-07321332+Ritonavir, 3CLpro 抑制剂) 的 II/III 期临床试验中期数据显示，患者的住院或死亡风险降低了 89%。

截止 2021 年 12 月初，默克已就 Molnupiravir 获得约 518 万个疗程的订单，包括美国的 310 万个疗程订单（22 亿美元），英国的 48 万个疗程订单，日本的 160 万个疗程订单（12 亿美元）。辉瑞已就 Paxlovid 获得美国 1000 万个疗程订单（53.9 亿美元）。

除上述两款药物外，目前国际研发领先的新冠小分子药物还有日本盐野义的 3CLpro 抑制剂 S-217622，以及开拓药业的普克鲁胺（AR 拮抗剂）。

国内新冠小分子药物研发方面，进展最快的开拓药业的普克鲁胺（AR 拮抗剂）已经在国际开设 3 个多中心 III 期临床。此外真实生物的阿兹夫定（RdRp）、君实生物的 VV116（RdRp）、先声药业的 SIM0417（3CL 抑制剂）、前沿生物的 FB2001（3CL 抑制剂）也已开展相关研究。

图 85: 中国医药行业可比公司

| 公司 | 代码 | 评级 | 市值 (百万美元) | 股价 (LC) | 目标价 (LC) | 上/下行 空间 | 市盈率 (倍) | | 市净率 (倍) | | 净资产回报率 | | |
|--------------|-----------|-----|--------------|------------|-------------|------------|---------|--------------|--------------|-------------|-------------|--------------|--------------|
| | | | | | | | FY21E | FY22E | FY21E | FY22E | FY21E | FY22E | |
| 医院服务 | | | | | | | | | | | | | |
| 锦欣生殖 | 1951 HK | BUY | 3,141 | 9.77 | 25.44 | 160.42% | 59.3 | 32.9 | 2.3 | 2.1 | 4.2 | 6.7 | |
| 爱尔眼科 | 300015 CH | N/A | 36,729 | 43.14 | N/A | N/A | 97.2 | 73.7 | 18.6 | 15.5 | 20.0 | 21.9 | |
| 海吉亚医疗 | 6078 HK | N/A | 4,465 | 56.35 | N/A | N/A | 68.0 | 46.8 | 6.1 | 5.4 | 9.4 | 12.1 | |
| Average | | | | | | | | 74.8 | 51.2 | 9.0 | 7.7 | 11.2 | 13.6 |
| 生物科技 | | | | | | | | | | | | | |
| 信达生物 | 1801 HK | BUY | 12,296 | 65.60 | 116.89 | 78.18% | N/A | N/A | 7.2 | 7.6 | -19.7 | -11.7 | |
| 和黄医药 | 13 HK | BUY | 6,058 | 54.65 | 77.74 | 42.25% | N/A | N/A | 6.5 | 9.1 | -22.8 | -40.5 | |
| 天境生物 | IMAB US | BUY | 3,998 | 51.23 | 103.60 | 102.23% | N/A | N/A | 7.3 | 9.5 | -31.3 | -29.7 | |
| 诺诚健华 | 9969 HK | BUY | 3,546 | 18.44 | 24.66 | 33.73% | 167.3 | N/A | 2.6 | 2.6 | N/A | N/A | |
| 开拓药业 | 9939 HK | BUY | 2,870 | 57.75 | 98.07 | 69.82% | N/A | 2.5 | 7.4 | 1.9 | -22.4 | 74.6 | |
| 亚盛医药 | 6855 HK | BUY | 929 | 27.55 | 67.20 | 143.93% | N/A | N/A | 10.0 | 30.3 | N/A | -1.0 | |
| 百济神州 | 6160 HK | N/A | 29,318 | 188.10 | N/A | N/A | N/A | N/A | 4.0 | 4.5 | -23.6 | -16.5 | |
| 君实生物 | 1877 HK | N/A | 7,477 | 42.55 | N/A | N/A | N/A | N/A | 4.4 | 6.5 | 0.2 | -20.8 | |
| 再鼎医药 | ZLAB US | N/A | 6,795 | 70.48 | N/A | N/A | N/A | N/A | 5.0 | 6.4 | -55.0 | -37.4 | |
| 荣昌生物 | 9995 HK | N/A | 5,885 | 93.70 | N/A | N/A | N/A | N/A | 9.7 | 10.3 | -13.3 | -10.2 | |
| 康方生物 | 9926 HK | N/A | 4,463 | 42.60 | N/A | N/A | N/A | N/A | 9.5 | 12.1 | -25.2 | -22.7 | |
| Average | | | | | | | | 167.3 | 2.5 | 6.7 | 9.2 | -23.7 | -11.6 |
| CRO | | | | | | | | | | | | | |
| 药明康德 | 603259 CH | BUY | 64,636 | 139.50 | 167.38 | 19.98% | 78.9 | 62.6 | 11.3 | 10.0 | 14.4 | 16.1 | |
| 药明生物 | 2269 HK | BUY | 55,487 | 101.80 | 159.19 | 56.38% | 106.1 | 71.6 | 14.7 | 12.2 | 14.9 | 18.6 | |
| 泰格医药 | 300347 CH | BUY | 18,430 | 140.02 | 212.59 | 51.83% | 39.3 | 36.4 | 4.9 | 4.4 | 13.5 | 13.0 | |
| 康龙化成 | 300759 CH | N/A | 21,015 | 177.37 | N/A | N/A | 95.3 | 70.4 | 13.8 | 11.7 | 14.6 | 16.8 | |
| 凯莱英 | 002821 CH | N/A | 18,141 | 470.82 | N/A | N/A | 113.9 | 73.4 | 16.5 | 13.6 | 14.7 | 19.1 | |
| 昭衍新药 | 603127 CH | N/A | 7,264 | 130.48 | N/A | N/A | 108.9 | 81.1 | 30.1 | 14.1 | 16.3 | 8.0 | |
| Average | | | | | | | | 90.4 | 65.9 | 15.2 | 11.0 | 14.7 | 15.3 |
| 医疗器械 | | | | | | | | | | | | | |
| 启明医疗 | 2500 HK | BUY | 1,609 | 28.45 | 71.34 | 150.76% | N/A | N/A | 2.1 | 2.1 | -2.2 | 0.0 | |
| 爱康医疗 | 1789 HK | BUY | 949 | 6.63 | 11.45 | 72.70% | 43.6 | 41.8 | 4.8 | 4.4 | 11.0 | 10.6 | |
| 望博医疗 | 2216 HK | BUY | 647 | 9.60 | 23.77 | 147.60% | N/A | N/A | 12.9 | 24.2 | -54.7 | -87.1 | |
| 康德莱器械 | 1501 HK | BUY | 479 | 22.50 | 44.91 | 99.60% | 20.7 | 15.8 | 2.2 | 2.0 | 10.5 | 12.9 | |
| 微创医疗 | 853 HK | N/A | 7,307 | 31.30 | N/A | N/A | N/A | N/A | 5.7 | 6.0 | -15.6 | -10.0 | |
| 微创机器人 | 2252 HK | N/A | 6,883 | 56.00 | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | |
| 威高股份 | 1066 HK | N/A | 6,274 | 10.82 | N/A | N/A | 16.1 | 13.6 | 2.0 | 1.8 | 12.9 | 13.7 | |
| Average | | | | | | | | 26.8 | 23.7 | 5.0 | 6.7 | -6.4 | -10.0 |
| 疫苗 | | | | | | | | | | | | | |
| 智飞生物 | 300122 CH | N/A | 31,228 | 123.93 | N/A | N/A | 36.8 | 28.7 | 13.7 | 9.5 | 46.6 | 35.4 | |
| 长春高新 | 000661 CH | N/A | 18,344 | 287.80 | N/A | N/A | 28.2 | 21.7 | 7.8 | 5.8 | 27.8 | 26.9 | |
| 沃森生物 | 300142 CH | N/A | 15,691 | 63.00 | N/A | N/A | 79.7 | 57.8 | 12.9 | 10.8 | 15.7 | 16.6 | |
| 康泰生物 | 300601 CH | N/A | 11,892 | 109.91 | N/A | N/A | 59.7 | 38.6 | 8.7 | 7.3 | 14.0 | 18.9 | |
| 华兰生物 | 002007 CH | N/A | 8,157 | 28.39 | N/A | N/A | 27.8 | 22.7 | 5.8 | 4.9 | 20.8 | 21.5 | |
| 康希诺 | 6185 HK | N/A | 7,072 | 143.50 | N/A | N/A | 11.6 | 6.0 | 3.7 | 2.6 | 32.4 | 42.0 | |
| Average | | | | | | | | 40.7 | 29.2 | 8.8 | 6.8 | 26.2 | 26.9 |
| 制药企业 | | | | | | | | | | | | | |
| 石药集团 | 1093 HK | BUY | 12,528 | 8.16 | 12.33 | 51.10% | 13.8 | 12.8 | 3.0 | 2.5 | 22.2 | 20.6 | |
| 先声药业 | 2096 HK | BUY | 3,077 | 9.13 | 13.73 | 50.38% | 18.7 | 14.4 | 3.4 | 3.1 | 18.3 | 21.6 | |
| 恒瑞医药 | 600276 CH | N/A | 50,727 | 50.36 | N/A | N/A | 50.9 | 44.5 | 8.7 | 7.5 | 17.9 | 17.8 | |
| 中国生物制药 | 1177 HK | N/A | 13,359 | 5.53 | N/A | N/A | 8.1 | 12.0 | 3.1 | 2.5 | 46.8 | 24.5 | |
| 翰森制药 | 3692 HK | N/A | 12,910 | 17.00 | N/A | N/A | 26.8 | 23.0 | 4.4 | 3.9 | 14.7 | 16.0 | |
| Average | | | | | | | | 23.7 | 21.3 | 4.5 | 3.9 | 24.0 | 20.1 |
| 医美企业 | | | | | | | | | | | | | |
| 医思健康 | 2138 HK | BUY | 1,836 | 12.16 | 22.40 | 84.21% | 66.0 | 39.0 | 7.8 | 8.1 | 16.1 | 26.1 | |
| 爱美客 | 300896 CH | N/A | 19,221 | 564.10 | N/A | N/A | 130.2 | 87.1 | 23.6 | 19.5 | 18.1 | 22.3 | |
| 时代天使 | 6699 HK | N/A | 6,799 | 315.00 | N/A | N/A | 153.5 | 113.6 | 14.3 | 11.2 | 15.2 | 15.7 | |
| Average | | | | | | | | 116.6 | 79.9 | 15.2 | 13.0 | 16.4 | 21.4 |
| 互联网医疗 | | | | | | | | | | | | | |
| 平安好医生 | 1833 HK | BUY | 4,303 | 29.25 | 57.00 | 94.87% | N/A | N/A | 1.9 | 2.1 | -10.2 | -7.0 | |
| 京东健康 | 6618 HK | N/A | 27,702 | 67.80 | N/A | N/A | 256.8 | 153.7 | 4.5 | 4.4 | 1.1 | 2.5 | |
| 阿里健康 | 241 HK | N/A | 12,489 | 7.22 | N/A | N/A | 150.7 | N/A | 7.3 | 5.5 | 7.9 | 0.3 | |
| Average | | | | | | | | 203.7 | 153.7 | 4.6 | 4.0 | -0.4 | -1.4 |

资料来源: 彭博、招银国际证券 (基于 2021 年 12 月 8 日收市价)

中国必需消费板块

优于大市

分析师：黄铭谦 – josephwang@cmbi.com.hk

滞涨预期扰动下市场持续关注企业提价能力

部分 2021 年压制性因素或将持续至 2022 年上半年

2021 年 1-9 月份社零两年平均增速为 4%。我们认为主要由于：局部地区疫情反复、自然灾害发生抑制消费复苏；类滞涨环境下企业利润率承压和居民收入增长放缓；地产政策收紧下居民财富增长放缓预期使得消费开支边际减少。2022 年我们认为上述部分压制性因素或将至少持续至上半年。根据招银国际经济首席预计，2022 年社零增长将徘徊中单位数。短期来看我们还是建议投资人保持审慎。资产配置方面，食品饮料公司在过去经济下行周期都为投资者带来相对稳定的回报。叠加最近市场对于经济进入滞涨环境的担忧，我们逐步看到食品饮料公司有望带来的投资价值：习惯性消费、高端化和成本转嫁都是在高成本环境下保护利润率的催化剂。我们首推华润啤酒和蒙牛乳业，推荐思摩尔国际。

食品饮料行业毛利率水平或已处底部，布局时点或已至

国内能源供应链中断带来的利润率承压是暂时性的。受到“双碳”“双控”约束，国内能源供应链中断，能源价格持续上涨，引发市场对于消费品生产商能否维持正常生产和稳定毛利率水平的担忧。总体，我们认为能源以及大宗商品涨势已接近见顶，食品饮料行业毛利率水平目前已接近底部，高端化趋势对企业利润率带来的正向影响也将能够至少部分对冲成本上涨带来的拖累。建议首选份额或产品优势明显、定价能力较强的标的。**房地产下行周期冲击居民消费，食品饮料行业表现或相对具有韧性。**历史数据和观察显示，家庭收入和总资产的增长是中国消费增长的关键驱动力，而房产是中国居民家庭资产中的重要组成部分。地产政策收紧或使居民财富增长放缓，进而影响居民消费开支的边际增长。根据消费行业历史数据，财富效应更有可能导致大额非必需消费开支的边际缩减，而食品饮料行业的表现则相对具有韧性。**2022 年社区团购发展预计持续，但不会对消费行业造成系统性负面影响。**总体上，我们认为社区团购等新兴渠道有利于促进商品流通效率的提升，并不利空消费行业的长期发展。展望 2022 年，我们认为新渠道对不同消费品品类的影响将分化，消费频率高、差异化程度低和渠道利润率高的品类会相对更倾向于向此类新渠道迁移。渠道调研显示，啤酒、乳品生产商对开拓相关渠道持谨慎态度，主要电子烟生产商表示暂无意向参与，因此新渠道对相关细分行业的影响预计相对较小。

估值

2021 年初至 12 月 2 日，MSCI 中国必需消费指数涨幅为-14.9%，跑赢 MSCI 中国指数（同期累计涨幅-19.6%）4.6 个百分点，其 2022 年预测 PE 为 24 倍，相对于五年历史均值 31.5 倍，我们认为已开始具有中长期吸引力。首推华润啤酒和蒙牛乳业，推荐伊利股份和思摩尔国际。考虑市场对销量短期波动的反应将逐渐减弱，并且随毛利率提升预期兑现，公司的估值有望均值回归，给予华润啤酒 29 倍（三年历史均值）EV/EBITDA 估值；考虑原奶

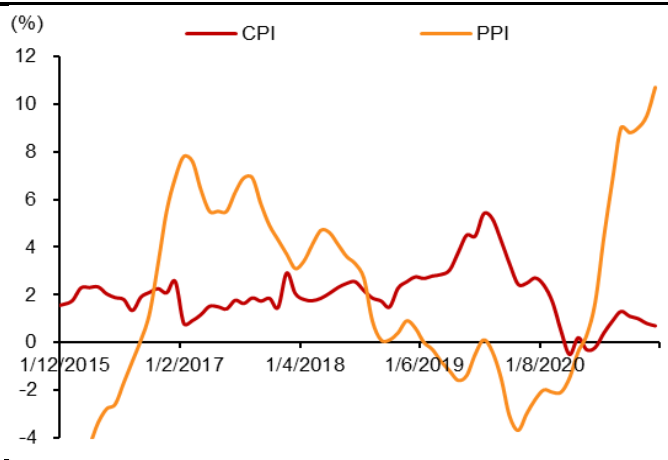
价格预计自下半年起回落以及龙头公司成本控制和提价能力，给予蒙牛乳业和伊利股份三年历史平均 PE+1 倍标准差的估值。虽然新国标落地，但考虑未来行业相对较高的政策不确定性，我们给予思摩尔国际上市至今平均 PE-1 倍标准差的估值。

主要风险

原材料价格回落不及预期、疫情反复或升级超预期、上市公司提价进展不及预期、超预期行业利空政策出台、地产行业下行超预期。

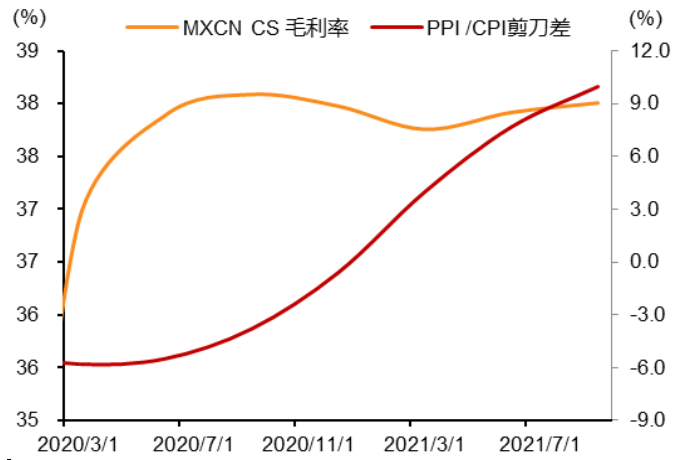
重要图表

图 86: 2020 年 4 月以来中国 PPI 和 CPI 指数同比涨幅剪刀差持续扩大 (月度)



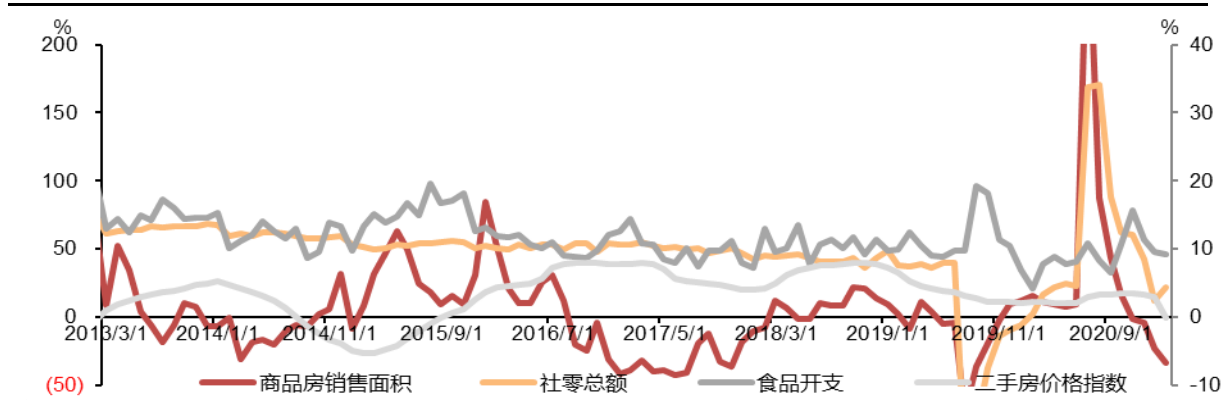
资料来源: 万得、招银国际证券

图 87: 2021 年上游涨价未能充分向中下游传导



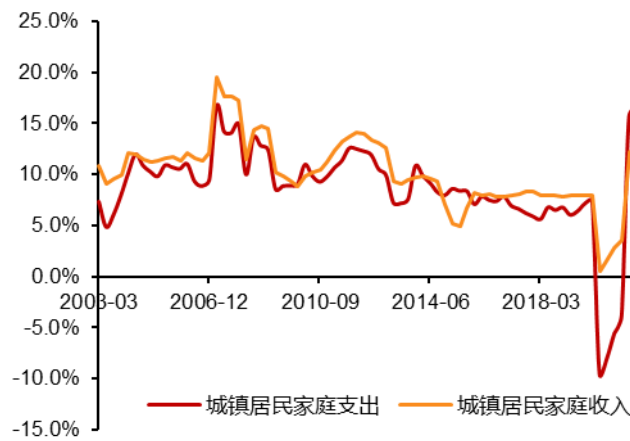
资料来源: 彭博、招银国际证券

图 88: 对比社零总额、商品房成交面积以及二手房价格指数变化，中国食品开支同比增长相对具有韧性 (月度)



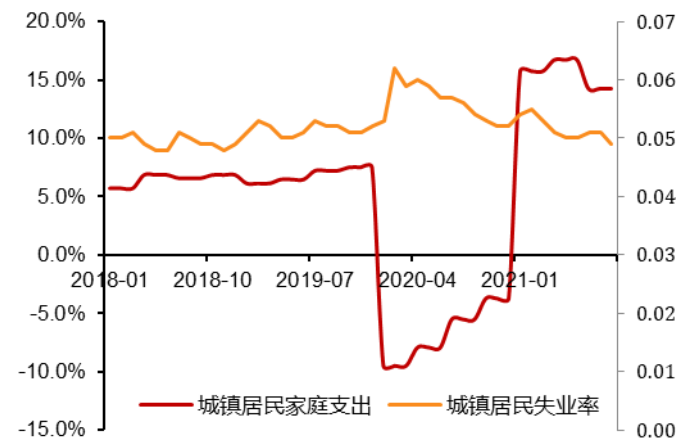
资料来源: 万得、招银国际证券

图 74: 城镇居民家庭收入与支出同比增长 (季度)



资料来源: 万得、招银国际证券

图 75: 全国家庭支出同比增长与失业率 (季度)



资料来源: 万得、招银国际证券

行业分析: 大宗原材料涨价、地产下行周期和新渠道冲击下, 建议首选定价能力较强、盈利能力相对稳定的龙头公司

预计“双碳”“双控”带来的能源价格扰动是暂时性的

新冠疫情造成国内大宗商品供应链中断。叠加“双碳”“双控”的约束, 能源价格持续上涨, 引发市场对于食品饮料厂商能否维持正常生产和稳定毛利率水平的担忧。截至目前, 我们并未观察到食品公司有大规模停工停产。根据我们的敏感性分析, 电价上涨对细分行业毛利率的负向影响有所分化, 总体范围在 0.3%-2.9%, 其中, 啤酒生产商所受冲击相对最大。总体, 我们认为目前食品饮料行业毛利率水平已接近底部。啤酒方面, 我们认为高端化趋势将持续, 其对利润率带来的正向影响将能够至少部分对冲成本上涨带来的拖累。乳品方面, 我们认为目前原奶价格大概率已经见顶, 2021 下半年行业毛利率预计见底。

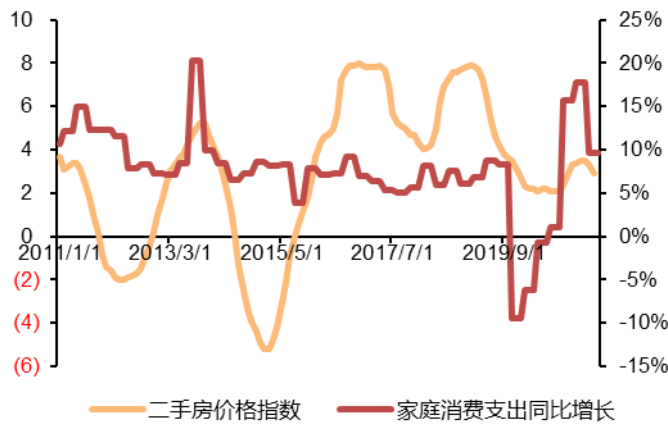
地产下行周期冲击居民消费, 食品饮料行业表现或相对具有韧性

历史数据和观察显示, 家庭收入和总资产的增长是中国消费增长的关键驱动力, 而房产是中国居民家庭资产中的重要组成部分。根据央行的《2019 年中国城镇居民家庭资产负债情况调查》, 城镇居民家庭户均总资产为 317.9 万元, 其中户均实物资产 253.0 万元, 占到家庭总资产的八成。实物资产中 74.2% 都是住房资产, 相当于住房资产占到家庭总资产的六成。自 2016 年 12 月的中央经济工作会议起, 政府多次强调“房住不炒”的核心政策, 全国各地也不断出台和落实收紧政策, 严控房价上涨。地产政策收紧或使居民财富增长放缓, 进而影响居民消费开支的边际增长。根据消费行业历史数据, 财富效应更有可能导致大额非必需消费开支的边际缩减, 而食品饮料行业的表现则相对具有韧性

2022年社区团购等新渠道的发展预计持续；啤酒、乳品生产商影响预计相对较小

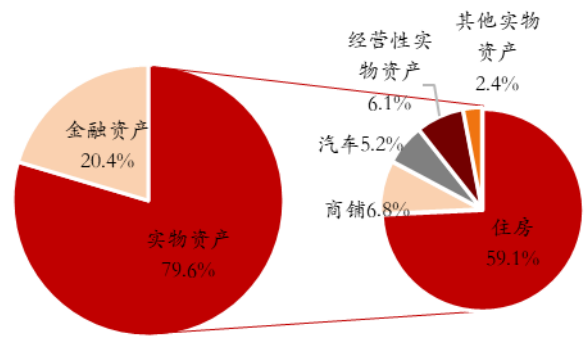
2021年以来，社区团购对调味品、休闲食品和生活用纸等品类的渠道格局产生了较为明显的冲击：特别是KA渠道的销售下滑相对显著，影响企业的整体销售收入。但总体上，我们认为社区团购等新兴渠道有利于促进商品流通效率的提升，并不利空行业的长期发展。展望2022年，我们认为，新渠道对不同消费品品类的影响将分化，消费频率高、差异化程度低和渠道利润率高的品类会相对更倾向于向此类新渠道迁移，定价以及渠道管控能力相对强和具较明显份额优势的企业受到的影响预计也相对有限。另外，渠道调研显示，啤酒、乳品生产商对开拓相关渠道持谨慎态度，主要电子烟生产商表示暂无意向参与，因此新渠道对相关细分行业的影响预计相对较小。

图 76: 房价 vs 家庭支出



资料来源: 万得、招银国际证券

图 77: 中国城镇居民家庭资产构成 (2019)



资料来源: 央行《2019年中国城镇居民家庭资产负债情况调查》、招银国际证券

公司分析：首推华润啤酒和蒙牛乳业；推荐思摩尔国际

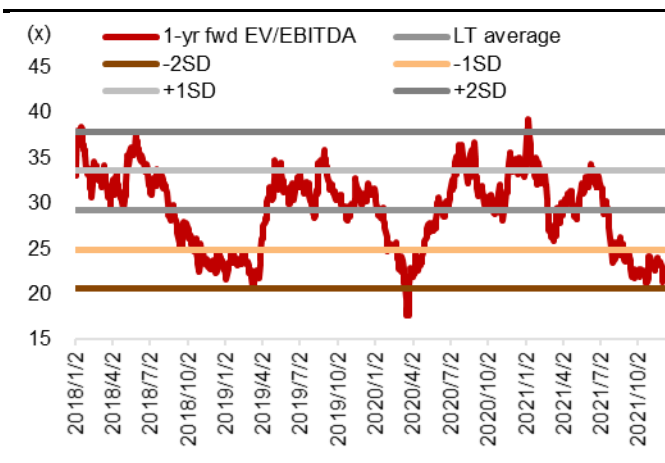
华润啤酒 (291 HK, 买入, 目标价 HK\$88.0)。虽然预计第三季度啤酒消费大概率放缓, 而四季度又是啤酒消费传统淡季, 但我们仍然看好华润啤酒, 相信公司能够跑赢行业。受益于高品牌知名度、良好的产品品质与口碑, 公司高端化和提价策略进展顺利。公司上半年单价提升约 7%, 其中, 次高端产品提价贡献约 2%, 高端及以上产品提价贡献约 5%。加上 9 月勇闯天涯的提价, 我们认为, 公司产品升级将能够缓解 2021 年下半年可能出现的成本上涨(预计 4-5%)。

蒙牛乳业 (2319 HK, 买入, 目标价 HK\$58.0)。上半年公司成本控制显成效。我们下半年将持续, 支撑我们 5.9% 的公司下半年经营利润率假设。我们看好公司成本控制能力, 预计经营效率提升将能够抵消短期原奶价格上涨带来的负面冲击。另外, 我们认为原奶价格大概率已经见顶, 下半年同比涨幅有望从 1H 的 17% 回落至 5-6%。基于此假设, 预计下半年公司毛利率约 36%, 接近 2019 年同期水平 (36.3%), 实现息税前净利润 20 亿元。

思摩尔国际 (6969 HK, 买入, 目标价 HK\$51.4)。监管不确定性是思摩尔面临的主要风险因素。我们认为, 它也是一把双刃剑, 一方面造成市场对公司前景的担忧, 但另一方面, 也提高了行业准入门槛, 有利于行业定价体系和竞争格局的稳定。

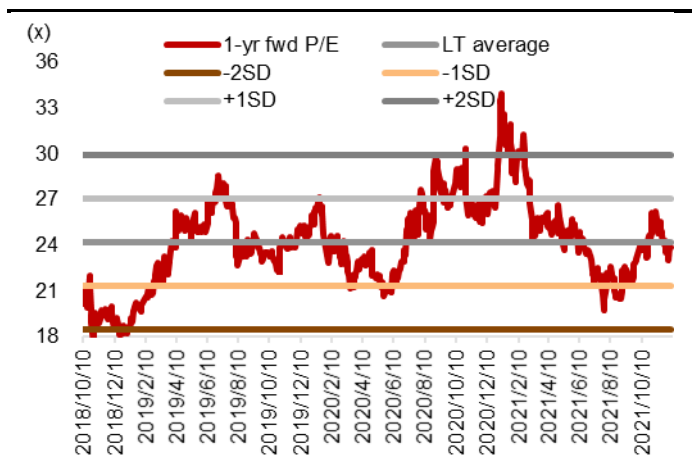
伊利股份 (600887 CH, 买入, 目标价 RMB50.0)。我们认为, 公司 2021 年下半年经营利润率有望回到 2019 年同期 7.8% 的水平。上半年原奶价格同比上涨约 15%, 拖累伊利毛利率下降 0.6 个百分点。下半年预计原奶价格将由高位回落。如果全年同比涨幅有望回落至 5% 以内, 我们认为对伊利全年毛利率的影响也将相应减小。我们预计公司下半年毛利率为 33.5%。

图 78: 华润啤酒 - 12M 动态 EV/EBITDA



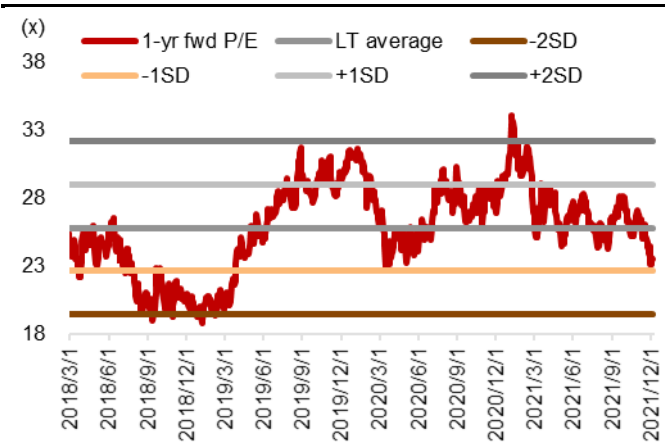
资料来源: 彭博、招银国际证券预测

图 79: 伊利股份 - 12M 动态 P/E



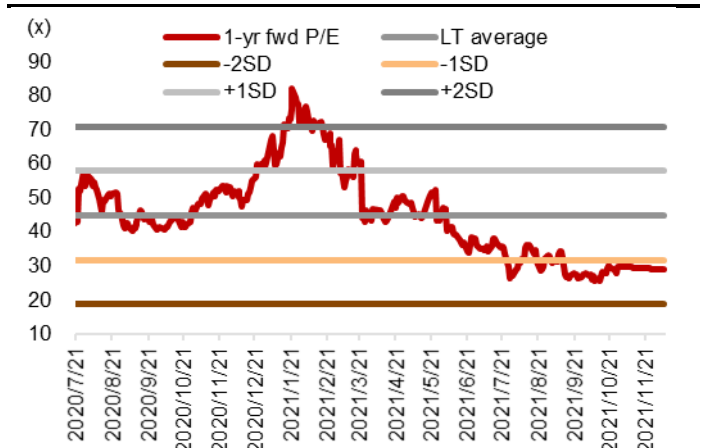
资料来源: 彭博、招银国际证券预测

图 89: 蒙牛乳业 - 12M 动态 P/E



资料来源: 彭博、招银国际证券预测

图 81: 思摩尔国际 - 12M 动态 P/E



资料来源: 彭博、招银国际证券预测

估值

图 82: 中国消费行业可比公司估值对比

| 公司 | 代码 | 评级 | 目标价 | 收盘价 | 上行/ | 市值 | 市盈率 (x) | | 市净率 (x) | | 收益率 (%) | |
|--------|-----------|-----|------|---------|----------|-----------|---------|-------|---------|-------|---------|-------|
| | | | (LC) | (LC) | 下行空间 (%) | | (百万美金) | FY21E | FY22E | FY21E | FY22E | FY21E |
| 华润啤酒 | 291 HK | 买入 | 88.0 | 64.4 | 36.6 | 26,771.7 | 40.1 | 38.8 | 7.2 | 6.4 | 13.9 | 17.5 |
| 青岛啤酒 | 168 HK | 买入 | 86.0 | 67.6 | 27.2 | 17,481.1 | 27.2 | 22.5 | 3.3 | 3.0 | 12.2 | 13.6 |
| 百威亚太 | 1876 HK | 未评级 | N/A | 20.1 | n.a. | 34,051.5 | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | 8.3 | 9.4 |
| 蒙牛乳业 | 2319 HK | 买入 | 58.0 | 44.2 | 31.2 | 22,382.0 | 44.2 | 37.2 | 6.3 | 5.5 | 11.9 | 13.5 |
| 伊利股份 | 600887 CH | 买入 | 50.0 | 41.1 | 21.7 | 39,350.1 | 29.0 | 25.1 | 8.0 | 7.1 | 27.7 | 30.5 |
| 中国飞鹤 | 6186 HK | 未评级 | N/A | 10.6 | n.a. | 12,118.8 | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | 36.7 | 35.3 |
| 农夫山泉 | 9633 HK | 未评级 | N/A | 46.3 | n.a. | 66,775.8 | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | 36.3 | 32.8 |
| 康师傅控股 | 322 HK | 未评级 | N/A | 15.0 | n.a. | 10,860.6 | 18.2 | 16.2 | 3.3 | 3.3 | 18.5 | 21.0 |
| 统一企业中国 | 220 HK | 未评级 | N/A | 7.7 | n.a. | 4,237.4 | 18.2 | 16.0 | 2.0 | 1.9 | 10.7 | 12.2 |
| 周黑鸭 | 1458 HK | 未评级 | N/A | 6.8 | n.a. | 2,065.9 | 26.7 | 17.8 | 2.9 | 2.7 | 11.2 | 15.3 |
| 绝味食品 | 603517 CH | 未评级 | N/A | 67.4 | n.a. | 6,518.4 | 35.0 | 31.5 | 7.0 | 6.0 | 20.1 | 19.2 |
| 贵州茅台 | 600519 CH | 未评级 | N/A | 2,043.0 | n.a. | 404,089.4 | 48.9 | 41.8 | 13.4 | 11.2 | 28.5 | 28.2 |
| 五粮液 | 000858 CH | 未评级 | N/A | 244.0 | n.a. | 149,125.7 | 39.6 | 33.2 | 9.4 | 8.0 | 24.7 | 25.2 |
| 万洲国际 | 288 HK | 未评级 | N/A | 4.9 | n.a. | 8,095.1 | 7.7 | 6.4 | 0.9 | 0.8 | 11.3 | 12.8 |
| 海天味业 | 603288 CH | 未评级 | N/A | 112.8 | n.a. | 74,818.3 | 70.4 | 57.2 | 19.2 | 15.5 | 28.5 | 28.4 |
| 珀莱雅 | 603605 CH | 未评级 | N/A | 195.2 | n.a. | 6,177.7 | 66.2 | 52.6 | 13.6 | 11.3 | 21.2 | 22.2 |
| 思摩尔国际 | 6969 HK | 买入 | 51.4 | 44.7 | 15.0 | 34,413.6 | 35.1 | 24.7 | 12.3 | 9.5 | 41.7 | 45.8 |
| 雾芯科技 | RLX US | 买入 | 6.9 | 3.9 | 77.0 | 6,141.8 | 16.2 | 14.4 | 15.6 | 10.3 | 39.7 | 34.0 |

资料来源: 彭博、招银国际证券

中国可选消费板块

同步大市

 分析师：胡永匡 – walterwoo@cmbi.com.hk
 谢活熙 – raphaelse@cmbi.com.hk

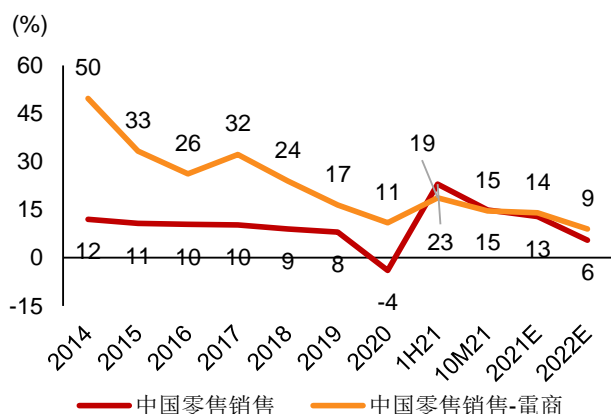
有效的引流和转价成本的能力尤为关键

上半年充满挑战，下半年边际性复苏

2021年消费行业复苏之路并不顺利

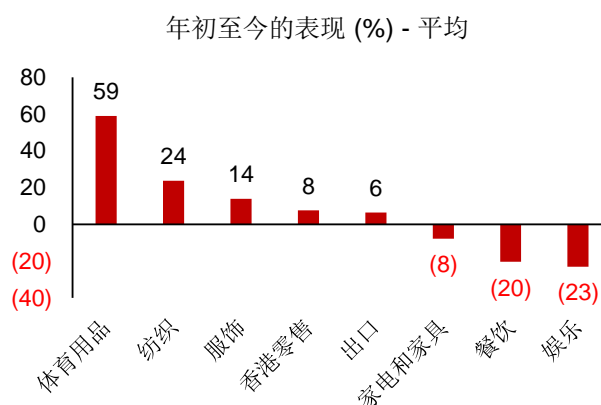
在上半年短暂复苏后，下半年受制于疫情持续的困扰，双减和反垄断，以及对房地产等监管政策的加强，叠加资产价格下行带来的负财富效应，整体客流受到相当大的冲击，终端需求疲弱。2020年受惠疫情带动下的电商销售，在2021年也出现一定程度的放缓。海外经济复苏虽然较快，但面对全球大宗商品价格大幅上升，全球供应链混乱等因素影响，海外业务增长放缓，成本压力飙升。可选消费从年初起就已经跑输大市，当中只有体育用品，纺织，服装明显较好，香港零售和出口的表现只是平稳，而餐饮，家电和家具，娱乐等都有一定程度的下跌。

图 90: 中国零售销售增长 - 线下和电商销售



资料来源：国家统计局，招银国际证券预测

图 91: 2021年股价表现 - 按子行业

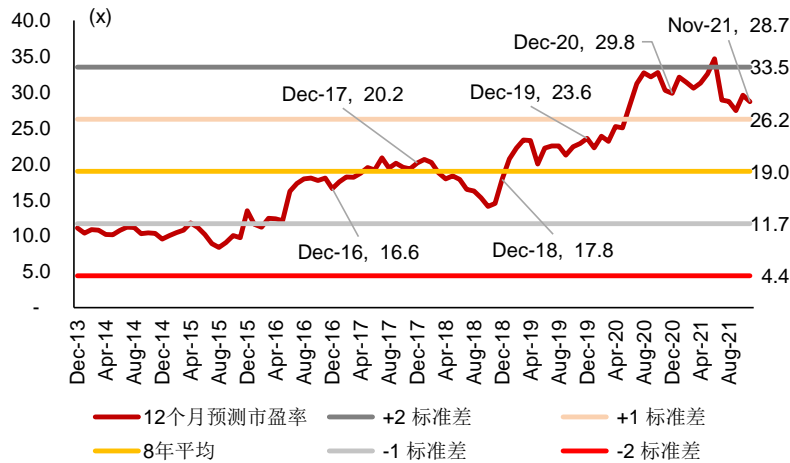


资料来源：彭博，招银国际证券预测

估值仍然在高位徘徊，面对经济增长放缓，投资者仍然需要谨慎为先。

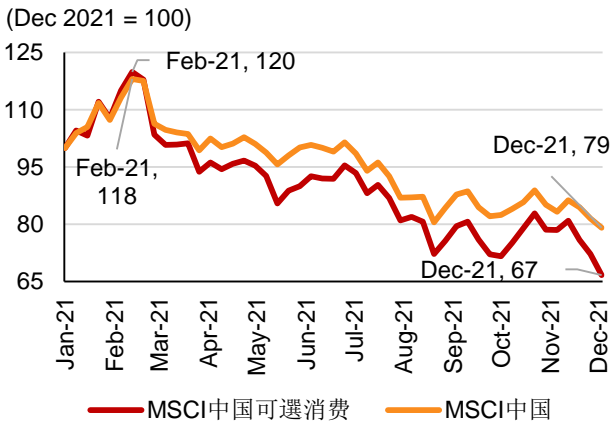
以估值来说，行业的预测市盈率从2020年底的29.8倍，稍为下降至2021年底的28.7倍，是包含了股价的下行，以及企业的业绩下滑。对比8年的平均19.0倍，仍然偏高，高出一个标准差以上(过去八年最高和最低分别是34.7倍和8.4倍)。考虑到下行周期仍未见底，明年的增长大概率会放慢，这样的估值并不吸引。特别是美联储或有机会提早收水，缩减买债等，全球流动性也许会减少，企业估值或会面临更大压力。但当然，经历了两年的变革，龙头公司，或者受追捧的子板块的估值不一定和以前同日而语，所以要保持长线的平均值以上，亦很正常。

图 92: 可选消费行业估值



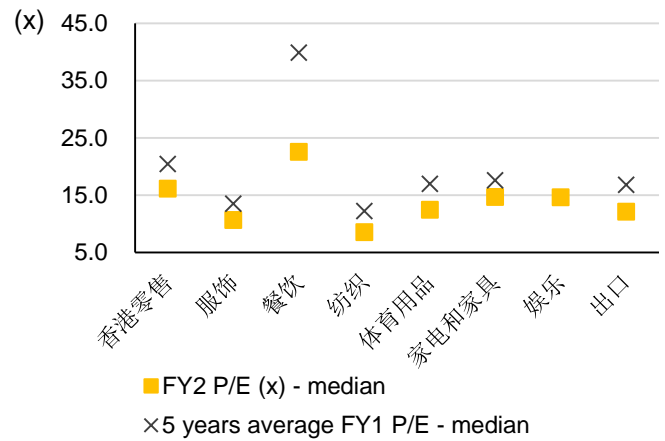
资料来源: 彭博, 招银国际证券预测

图 93: MSCI 中国和 MSCI 中国可选消费



资料来源: 彭博, 招银国际证券预测

图 94: 行业估值 - 现在和 5 年平均



资料来源: 彭博, 招银国际证券预测

我们对 2022 年的看法为同步大市

需求疲弱的同时叠加政策的边际性放松，大概率会呈现弱式复苏。我们预计 2022 年中国零售销售增长为 6% 左右，较 2021 年的 12.9% 明显放缓，主要是因为增长限制相当之多，包括：1) 疫情困扰，2) 政府政策调控的因素，3) 经济下行压力和 4) 全球通胀带来的成本上升。

考虑房地产以及其他行业下行压力的出清，相对有限的政策放松空间和传导时间，还有基数的原因，我们预计明年会有先低后高的态势。上半年慢慢寻底，然后下半年会温和复苏。我们上半年看好体育和服装，下半年看好餐饮以及小家电，而大家电看法保持中性。

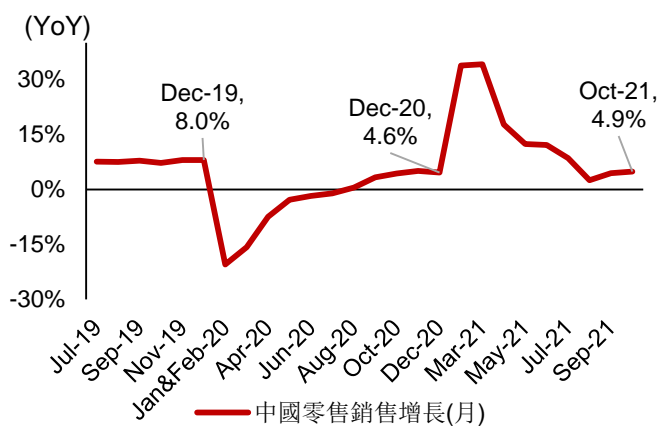
正面风险：中美关系明显改善，政策宽松力度大于预期。负面风险：持续有出现新型变种病毒，资产价格大幅贬值，征税力度高于预期，全球航运问题未能及时解决。

仍然受制于疫情干扰

我国上半零售销售复苏明显，首 5 月同比增长达 25.7%，但随着 6 月中在印度发现了的新型 Delta 变种病毒后，全球又有新一轮的爆发，各地的防疫变得更为严峻，连坚持清零政策的中国，也持续出现小量但跨省份的传播，而在 8 月的零售销售增长更低至 2.5%。

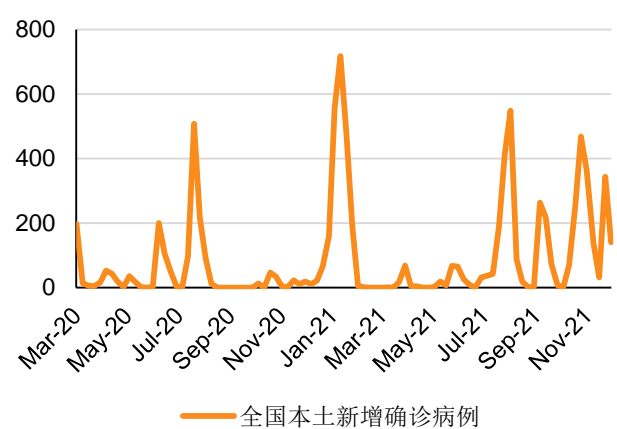
进入 2022 年，我们认为挑战仍然存在，所以预计餐饮，娱乐等服务类的消费行业复苏会较慢。

图 95: 中国零售销售增长(月)



资料来源：国家统计局，招银国际证券预测

图 96: 全国本土新增确诊病例(周)



资料来源：Wind，招银国际证券预测

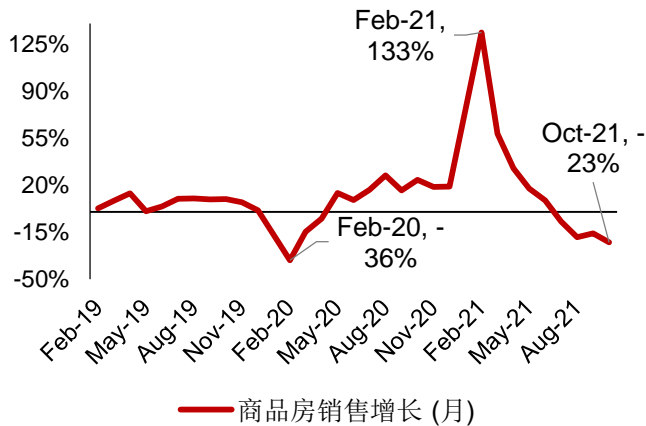
政策也许只能有边际性的放松

我们认为因为监管和调控将无可避免地延续一段时间，财政政策放松的空间同时亦会受到限制，因为地方政府的收入有三至四成是房地产相关的，今年的压力比较大。能较为宽松的应该是货币政策。最新一轮的房地产政策调控始于2020年底公布的三条红线，对房地产企业的要求更高，同时亦在各地出台限售，限价，限购，限贷等措施，销售面积和价格增长都有所降温。但在2021年中起随着不同民营房企陆续出现问题，行业销售出现断崖式下滑，融资渠道亦出现问题，房地产行业投资，以及相关的消费支出都会变得严峻。

各行各业的监管压力仍然巨大，像双减下的教育行业，反垄断下的互联网行业，碳中和及限电减排下的制造业，都受到不同程度的经营压力，而根据我们统计，相关行业的员工数量占总城镇就业人口的4至5成，企业利润和员工收入增长下降，甚至是下跌的话，都会对整体消费带来沉重的压力。

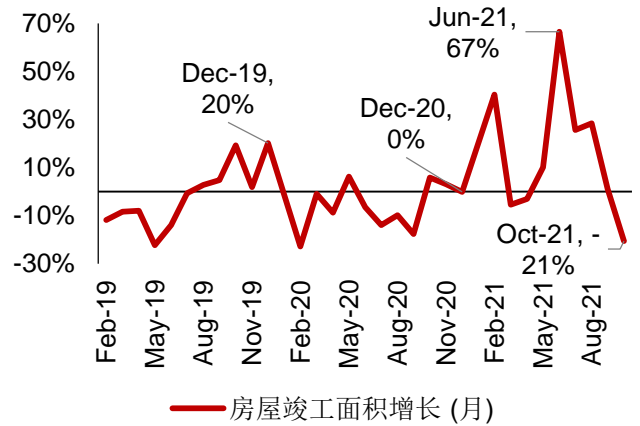
而且，为了坚定推动共同富裕的目标和理念下，中央政府也许会在适当的时候进出更多强而有力的政策，包括各种税项的征收，像房地产税和消费税等等，以完善人民收入的第三次分配。

图 97: 商品房销售增长(月)



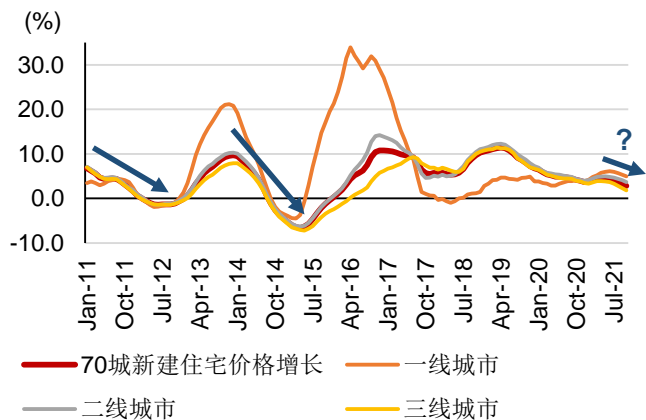
资料来源：国家统计局，招银国际证券预测

图 98: 房屋竣工面积增长(月)



资料来源：国家统计局，招银国际证券预测

图 99: 中国 70 城新建住宅价格增长(月)



资料来源：国家统计局，招银国际证券预测

图 100: 中国城镇就业人口分布，按行业

| 2019 | 就业人数(百万) | 占比 |
|-----------------|----------|--------|
| 批发和零售业 | 114.5 | 29.2% |
| 制造业 | 68.2 | 17.4% |
| 建筑业 | 35.2 | 9.0% |
| 租赁和商务服务业 | 31.2 | 7.9% |
| 住宿和餐饮业 | 26.8 | 6.8% |
| 公共管理和社会组织 | 19.9 | 5.1% |
| 教育 | 19.1 | 4.9% |
| 居民服务和其他服务业 | 18.3 | 4.7% |
| 交通运输、仓储和邮政业 | 14.5 | 3.7% |
| 卫生、社会保障和社会福利业 | 10.1 | 2.6% |
| 金融业 | 8.3 | 2.1% |
| 房地产业 | 5.1 | 1.3% |
| 信息传输、计算机服务和软件业 | 4.6 | 1.2% |
| 科学研究、技术服务和地质勘查业 | 4.3 | 1.1% |
| 电力、煤气及水的生产和供应业 | 3.7 | 1.0% |
| 采矿业 | 3.7 | 0.9% |
| 水利、环境和公共设施管理业 | 2.4 | 0.6% |
| 文化、体育和娱乐业 | 1.5 | 0.4% |
| 农林牧渔业 | 1.3 | 0.3% |
| 共计 | 392.7 | 100.0% |

资料来源：国家统计局，招银国际证券预测

经济下行压力较大，负财富效应显现。

2021年名义个人收入同比增长在一季度大幅上升17.6%，但及后随着经济增长放缓，多个行业的不景气带来的涟漪效应，前三季度的增长下滑至只有10.4%。

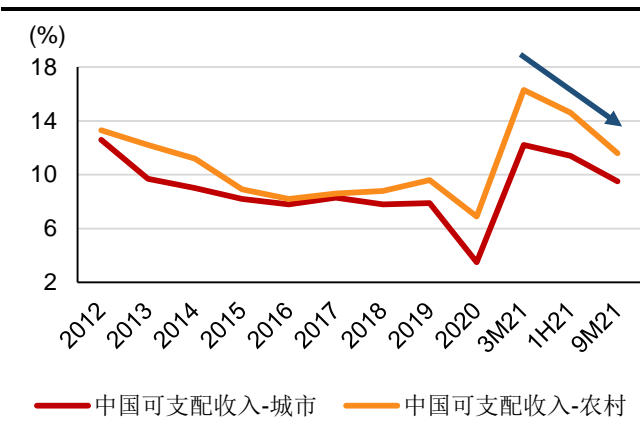
同时虽然前9个月的工业利润增长达到4成多，但分配并不平衡，主要还是大宗商品价格上涨让上游企业受益，其他的企业面临成本上升，压力仍然巨大。而且面临全球运费上升和人民币汇率持续高企，出口业也有一些挑战。

如果我们观察消费者信心指数，在10月份的消费意愿只有107，对比2020年3月疫情的低位103，一点都不远。

加上2021年的资产(包括港股，美国中概股，A股，以及房地产)的表现相当不振。若果房地产行业出现像2010年到2012年和2013年到2015年的下行周期的情况，就是房地产价格出现全国广泛性下跌，那么负财富效应也许会变得更为严重。

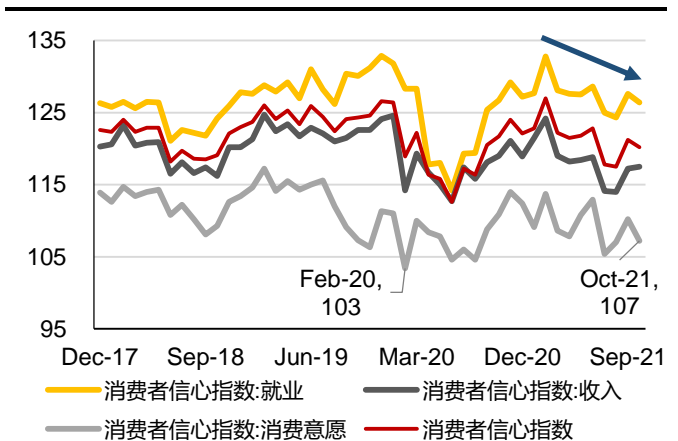
所以我们认为2022年的消费力提升并不一定有很大的受惠，相反会面临很大压力。

图 101: 人均收入增长



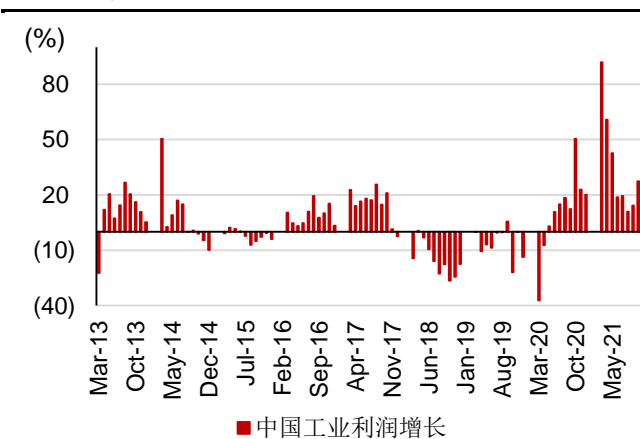
资料来源：国家统计局，招银国际证券预测

图 102: 消费信心转差，消费意愿迫近近年低位



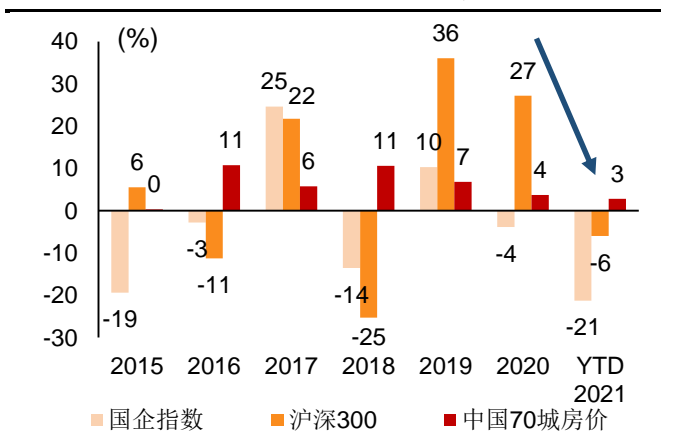
资料来源：国家统计局，招银国际证券预测

图 103: 中国工业利润增长



资料来源：国家统计局，招银国际证券预测

图 104: 股市和房地产市场不振，可能带来负财富效应



资料来源：彭博，招银国际证券预测

全球性的通胀风险不容忽视

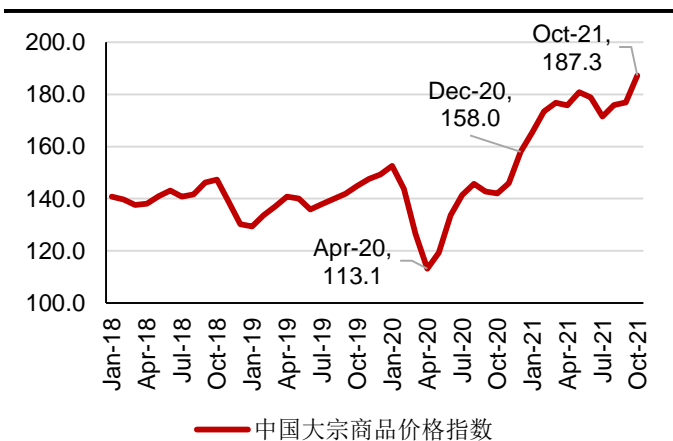
2020年以来，美国联储局的货币超发，加上超低息环境，都逐渐推动着以美元计价的商品价格。2021年，全球性的经济及航运业的复苏，都令原材料，能源和工人的需求大大提升，麻烦的是多波疫情冲击供应链的各个环节，导致供应严重错位，全球港口堵塞，运费飙升。

我们认为在乐观的情况下，亦可能要在2022年年中才有所缓解，所以出口类的公司也许需要保守一点。

成本方面，我们保守预计能源(像煤，油和天然气等)和原材料(像金属和塑胶等)的2022年的价格会在高位徘徊，但不一定会很快回落，所以企业的成本压力虽然不再上升，但也不会是个利好。反而人力成本的压力更大，2020年最低工资的调整被暂停，社保减免等等的压力会慢慢在2021年和2022年体现出来，所以人工上调幅度也许会更高。

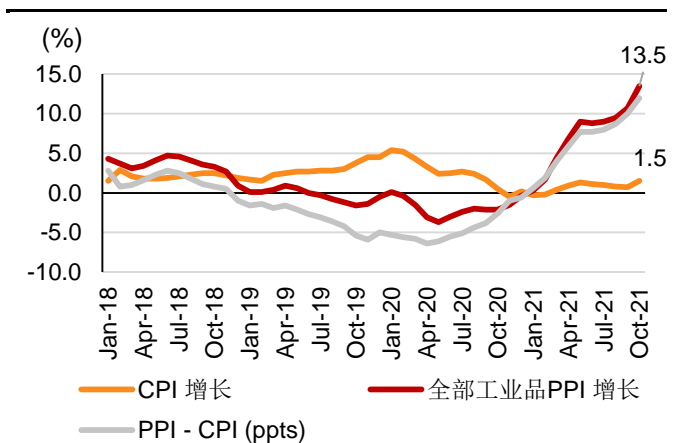
所以我们看好能够加价的公司，像九毛九，李宁，波司登，海尔等等。

图 105: 大宗商品价格指数



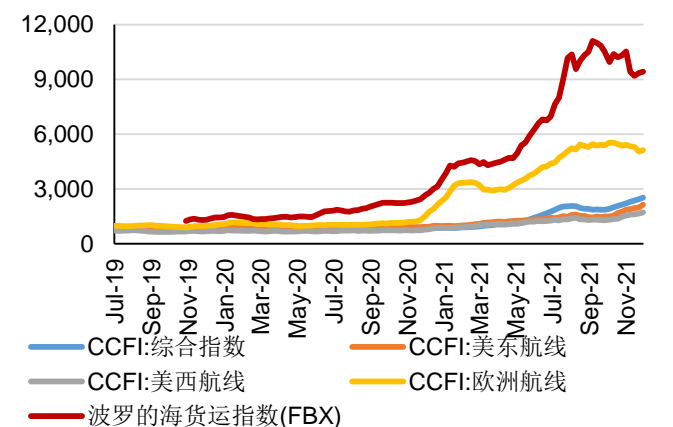
资料来源: Wind, 招银国际证券预测

图 106: 工业生产者出厂价格指数 (PPI) 和居民消费价格指数 (CPI)



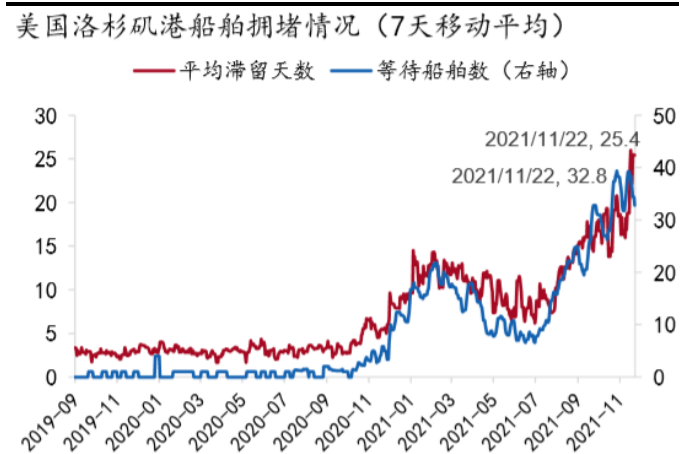
资料来源: 国家统计局, 招银国际证券预测

图 107: 波罗的海航运指数和中国出口集装商货运指数



资料来源: Wind, 招银国际证券预测

图 108: 美国主要港口拥堵情况



资料来源: The Port of Los Angeles, 招商银行研究院, 招银国际证券预测

消费行业子板块展望

整体而言，在 2022 年，在消费行业的子板块里，我们**优先看好**

1) 体育行业(看好)

配合国家十四五的规划，体育强国作为重要的发展路线，各地政府都对体育场馆和体育人才等等方面加强投入，以及在双减的环境下，体育练习的时间亦会增多。即将来临的冬季奥运，亦可以加强人群对体育的兴趣，所以中线来说，行业增长仍然会相当亮丽。

我们预计 2022 年的零售流水增长，对比 2021 年可能会减慢，但在消费行业中仍然偏快。加上行业库存偏低，订货会增长也有保证，可以平滑上市公司在 2022 年的增长，而且折扣亦有望进一步改善。同时因为国产品牌崛起，平均单价会继续上升，将可持续提升利润率。

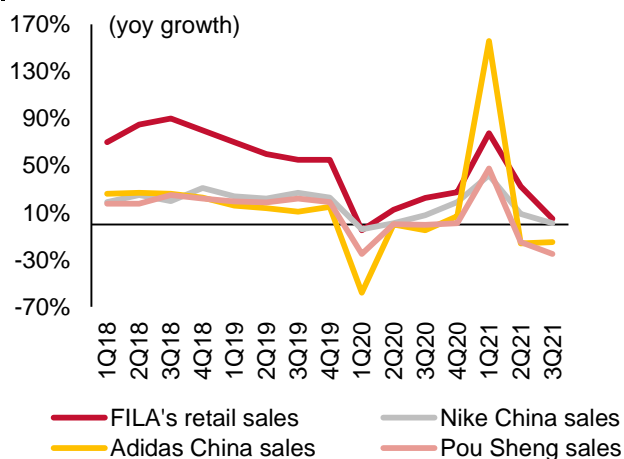
我们比较看好国产品牌的发展，但面对 2 季度的高基数，我们会比较看好李宁。我们也估计海外品牌，在冬奥之后，会慢慢复苏，录得正增长，特别是在新疆棉事件后，中国的经销商的对于品牌来说的重要性更为提高了。而且考虑到估值便宜，像宝胜，公司亦开始了回购股票。

首选: 李宁 (2331 HK, 买入)

公司在国潮的热潮的受欢迎程度首屈一指，主要是因为产品原创能力比较强，未来亦会持续贡献增长。此外，上任不久的 CEO 所带来的改革红利才刚开始体现出来，加上未来大店和中国李宁店继续增加，平均店效和利润率都可进一步攀升。我们相信最新推出的奢侈品系列李宁 1990 亦可以进一步提升品牌力。考虑到 40%+ 的 3 年利润复合增长率，目前 37 倍的 23 年预测市盈率还是可以接受的。

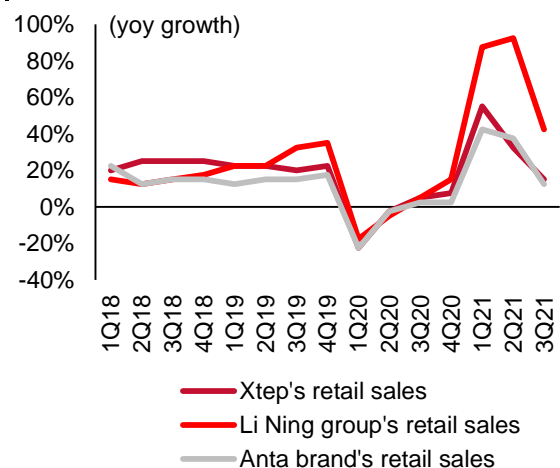
重点关注: 安踏 (2020 HK, 买入)，特步国际 (1368 HK, 买入) 宝胜 (3813 HK) 及滔博 (6811 HK)。

图 109: 零售销售增长(季), 按海外品牌



资料来源: 公司资料, 招银国际证券预测

图 110: 零售销售增长(季), 按国产品牌



资料来源: 公司资料, 招银国际证券预测

2) 餐饮行业(看好)

虽然短线来说，面对疫情干扰和经济下滑，都令行业面临的挑战不断，但进入2022年下半年的低基数和随着消费者慢慢适应新模式，旅游，娱乐和餐饮需求续渐改善，配合经营效率提升，利润的反弹力度也许会相当爆发性。

产品力上，各个品牌都在拓展新产品，像必胜客的牛排已经成长为主力产品，同时也有增加区域性的口味以加强本土化，也有致力于提高性价比，像呷哺呷哺推出的新版本套餐。

门店效率上，不同品牌都在尝试加强自动化的运作模式，像奈雪的茶会推出智能排班，以减少总体人工成本和员工的工作负担，同时也有品牌在尝试更新管理模式，像呷哺呷哺推行的新的激励计划等。

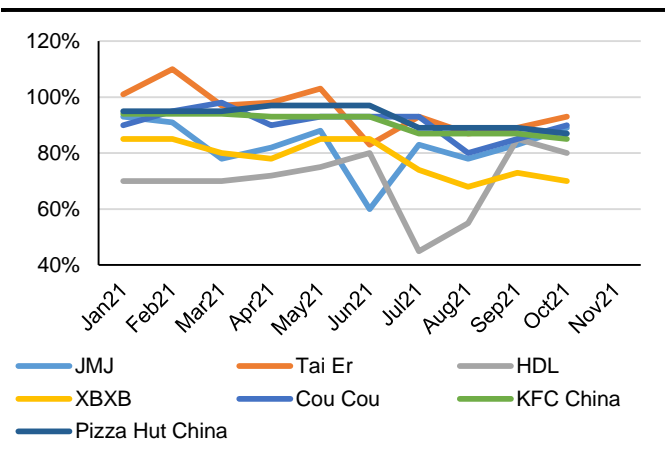
目前我们更看好增长更为确定的九毛九，或者估值便宜的呷哺呷哺，奈雪之茶和海底捞的不确定性都比较多。

首选: 九毛九(9922 HK, 买入)

太二在疫情后的复苏远超同行，侧面说明品牌的受欢迎程度相当之高，而且开店空间仍然充足，未来增长空间广阔。受惠于近年的上游养鱼业务的投资，使其免于同行的成本上涨，利润率得以保持。怱火锅目前9家门店受欢迎程度良好，在2022年也许有加速开店的机会。考虑到30%+的3年利润复合增长率，目前24倍的23年预测市盈率并不贵。

重点关注: 大家乐(341 HK, 买入), 海底捞(6862 HK, 持有), 奈雪的茶(2150 HK, 持有), 百胜中国(9987 HK, 持有), 颐海(1579 HK, 买入), 呷哺呷哺(520 HK), 谭仔国际(2217 HK)。

图 111: 同店销售复苏率(月), 对比 2019 年 - 按品牌



资料来源: 公司资料, 招银国际证券预测

图 112: 同店销售复苏率(半年), 对比 2019 年 - 按品牌

| SSS (vs 2019) | 2H20 | 1H21 | Jul-Oct 21 |
|-----------------|------|------|------------|
| JMJ | 0.86 | 0.82 | 0.83 |
| Tai Er | 1.03 | 0.99 | 0.91 |
| HDL | 0.83 | 0.73 | 0.66 |
| XBXB | 0.88 | 0.83 | 0.71 |
| Cou Cou | 0.98 | 0.93 | 0.87 |
| KFC China | 0.95 | 0.94 | 0.87 |
| Pizza Hut China | 0.94 | 0.96 | 0.89 |

资料来源: 公司资料, 招银国际证券预测

我们对下面的子板块有**中性**的看法

3) 服装行业(中性)

面对经济增长和消费需求同步放缓下，服装行业的复苏会比较温和。2022 年增长也许会比 2021 年稍为慢一些，不过因为行业库存并不算高，订货会增长并不差，而且也有一部份增长的来源是加价，一边是通过高端化，另一边是原材料成本上升。而利润端的提升也会有，但不会是爆发性的，因为成本也在上升。但很重要的是目前行业估值不高，防守性相当好。

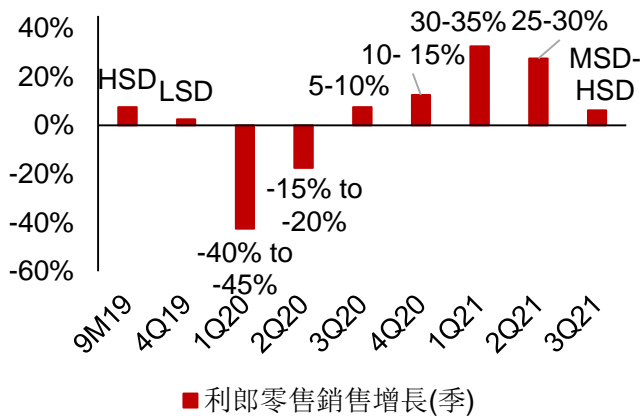
我们预期龙头品牌才会有比较有效的品牌和产品力的提升，像推出受欢迎的国潮系列或高端功能性产品，从而顺利加价。另外新的电商渠道，像抖音，小红书，B 站等等的发展十分快速，潜力亦不少，能快速适应这种业态的品牌将会拥有更高的增长。

首选: 波司登 (3998 HK, 买入)

公司过去几年在年轻化和高端化都取得了长足的发展，未来相信亦有持续的增长，因为对比 Goose 和 Moncler 的价位还有一段距离，而且公司的产品设计和功能性也是有非常实力的提升的。除此以外，公司也在拓展新类型产品，以打破天气条件的约束，像今年推出的风衣羽绒服，算是比较成功的例子。而且公司的直营店和电商业务的拓展，还是有很多提升和优化的空间。考虑到 20%+ 的 3 年利润复合增长率，目前 18 倍的 23 年预测市盈率并不贵。

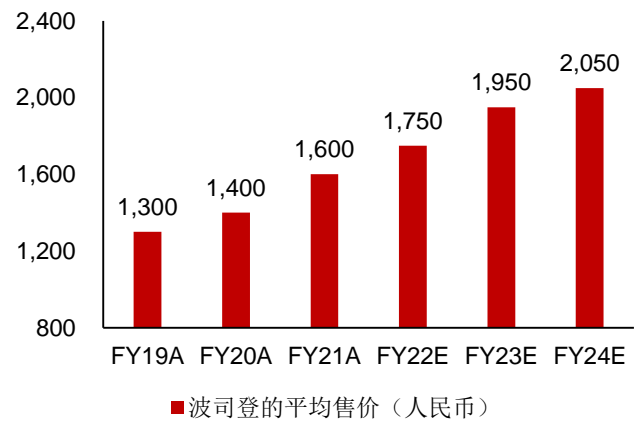
重点关注: 江南布衣 (3306 HK, 买入), 利郎 (1234 HK, 买入)。

图 113: 利郎零售销售增长(季)



资料来源: 公司资料, 招银国际证券预测

图 114: 波司登的平均售价(人民币)



资料来源: 公司资料, 招银国际证券预测

4) 家电行业(中性)

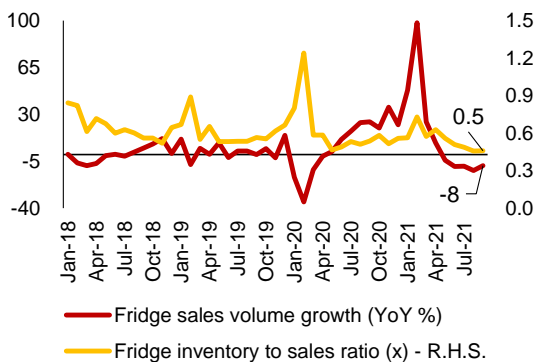
在房地产下行周期下，未来半年的销售和竣工的数据不一定会很好，但政策放松应该也在进行中，加上今年的低基数，下半年也许会重新实现正增长。不过行业在推进高端化的同时，因为大环境不景气，所以希望达成销量增长的同时，单价提升的空间也许会受到一定约束。但因为2021年受到需求下跌，原材料价格上升，人民币汇率走强等等方面负面因素拖累，在2022年，如果有那些改善也许都会成为利好。不过海外业务面临高基数，以及一定程度被疫情带动的需求透支，2022年增长难度会更高。上半年会比较看好海外大家电，在全球航运业比较拥挤的情况，大家电品牌都能有当地的生产能力，所以反而会抢占市场份额。而下半年会看好国内小家电，因为低基数开始出现，而且受房地产调控的制约较少。我们也看好渗透率偏低的品类，像扫地机械人和洗地机等。

首选: JS 环球 (1691 HK, 买入)

虽然海运问题的拖累，但公司应该已经有所预期，而从终端来说，需求还是比较强劲，而且公司推出的多个新品类和正在拓展的海外市场，都有机会成为重要的增长点。我们持续看好公司成为全球领先的小家电品牌，所以短线的波动压力都是买入的好机会。考虑到20%+的3年利润复合增长率，目前10倍的23年预测市盈率相当有吸引力。

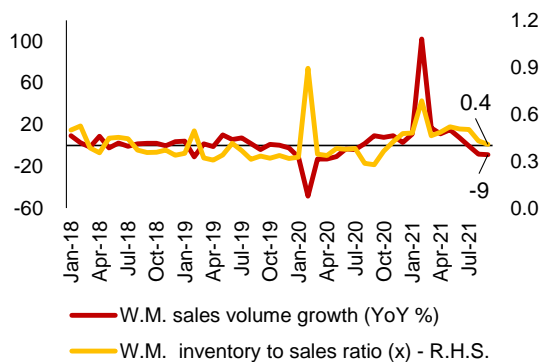
重点关注: 海尔智家 (6690 HK, 买入), 海尔智家(600690 CH), Vesync (2148 HK, 买入), 美的 (000333 CH, 买入), 九阳股份 (002242 CH), 苏泊尔(002032 CH)。

图 115: 中国冰箱销量增长(月)和库销比



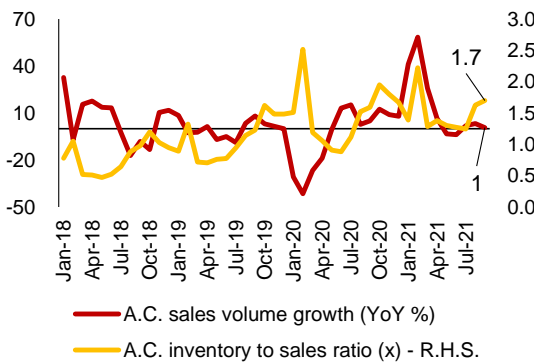
资料来源: 产业在线, 招银国际证券预测

图 116: 中国洗衣机销量增长(月)和库销比



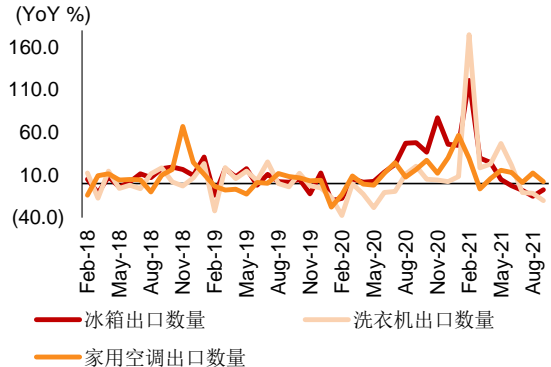
资料来源: 产业在线, 招银国际证券预测

图 117: 中国家用空调销量增长(月)和库销比



资料来源: 产业在线, 招银国际证券预测

图 118: 中国大家电出口数量增长(月)



资料来源: 产业在线, 招银国际证券预测

3) 同行估值

图 119: 同行估值表 1

| Company | Ticker | Price L.C. | Mkt cap HK\$ mn | Rating | TP L.C. | Year End | PER (x) | | EV/EBITDA (x) | | PBR (x) | | PEG (x) | | Yield (%) | Net gearing FY0 | YTD performanc |
|--------------------------|--------|------------|-----------------|---------|---------|----------|---------|--------------|---------------|-------------|-------------|------------|------------|------------|------------|-----------------|----------------|
| | | | | | | | FY1 | FY2 | FY1 | FY2 | FY1 | FY2 | FY1 | FY1 | | | |
| HK retail | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Chow Tai Fook | 周大福 | 1929 HK | 13.76 | 137,600 | - | - | Mar-21 | 18.9 | 16.1 | 12.7 | 10.7 | 4.0 | 3.7 | 1.1 | 3.8 | 24.1 | 43.3 |
| Luk Fook | 六福集團 | 590 HK | 23.45 | 13,768 | - | - | Mar-21 | 10.9 | 9.1 | 5.3 | 4.8 | 1.2 | 1.1 | 0.6 | 4.9 | (18.0) | 28.3 |
| Chow Sang Sang | 周生生 | 116 HK | 10.78 | 7,303 | - | - | Dec-20 | 7.3 | 6.6 | 4.9 | 4.3 | 0.6 | 0.6 | 0.3 | 6.2 | 3.5 | 23.9 |
| HK Technology Venture | 香港科技探索 | 1137 HK | 8.22 | 7,536 | - | - | Dec-20 | 54.8 | 27.9 | 23.2 | 15.3 | 3.4 | 3.3 | 2.2 | 1.1 | (31.6) | (28.0) |
| Sa Sa | 莎莎國際 | 178 HK | 1.70 | 5,275 | - | - | Mar-21 | n/a | 37.8 | n/a | 16.8 | 4.7 | 4.1 | 0.0 | 0.0 | 9.2 | 40.5 |
| Lifestyle | 利福國際 | 1212 HK | 4.23 | 6,353 | - | - | Dec-20 | 8.7 | 6.1 | 14.3 | 12.1 | 1.4 | 1.3 | 0.1 | 1.0 | 301.0 | (31.2) |
| Cafe De Coral | 大家樂集團 | 341 HK | 13.74 | 8,048 | BUY | 19.05 | Mar-21 | 27.0 | 19.0 | 9.8 | 7.7 | 2.5 | 2.4 | 2.1 | 2.4 | 37.4 | (17.7) |
| Wharf Real Estate Invest | 九龍倉置業 | 1997 HK | 41.40 | 125,700 | - | - | Dec-20 | 17.8 | 16.3 | 18.4 | 16.9 | 0.6 | 0.6 | (0.1) | 3.5 | 24.8 | 2.6 |
| Average | | | | | | | | 20.8 | 17.4 | 12.7 | 11.1 | 2.3 | 2.1 | 0.8 | 2.8 | 43.8 | 7.7 |
| Median | | | | | | | | 17.8 | 16.2 | 12.7 | 11.4 | 2.0 | 1.8 | 0.4 | 2.9 | 16.7 | 13.3 |
| Apparel | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Bosideng | 波司登 | 3998 HK | 5.11 | 55,582 | BUY | 6.13 | Mar-21 | 20.0 | 16.3 | 13.2 | 10.6 | 3.7 | 3.3 | 0.8 | 3.6 | (43.6) | 29.4 |
| Giordano | 佐丹奴國際 | 709 HK | 1.48 | 2,337 | - | - | Dec-20 | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | 0.0 | n/a | (12.8) | 29.8 |
| Esprit | 思捷環球 | 330 HK | 0.65 | 1,840 | - | - | Dec-20 | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | 0.0 | n/a | 43.4 | (39.5) |
| Cosmo Lady China | 都市麗人 | 2298 HK | 0.70 | 1,575 | - | - | Dec-20 | 6.2 | 14.3 | n/a | n/a | 0.5 | 0.5 | (0.0) | 1.9 | 31.8 | (45.7) |
| Jrby Design | 江南布衣 | 3306 HK | 12.94 | 6,713 | BUY | 22.84 | Jun-21 | 7.9 | 6.8 | 4.5 | 3.8 | 3.0 | 2.7 | 0.6 | 8.9 | (54.1) | 48.0 |
| China Lilang | 中國利郎 | 1234 HK | 4.22 | 5,053 | BUY | 6.27 | Dec-20 | 6.0 | 5.1 | n/a | n/a | 1.1 | 1.0 | 0.3 | 11.3 | (44.2) | (18.1) |
| Xinjiang Lachapelle | *S拉夏 | 6116 HK | 0.65 | 1,216 | - | - | Dec-20 | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | 0.0 | n/a | n/a | 100.0 |
| Global Brands Group | 利標品牌 | 787 HK | 0.19 | 194 | - | - | Mar-20 | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | 0.0 | n/a | 205.3 | 7.4 |
| Average | | | | | | | | 10.0 | 10.6 | 8.9 | 7.2 | 2.1 | 1.9 | 0.2 | 6.4 | 18.0 | 13.9 |
| Median | | | | | | | | 7.0 | 10.6 | 8.9 | 7.2 | 2.0 | 1.9 | 0.0 | 6.2 | (12.8) | 18.4 |
| Restaurant | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Haidilao | 海底撈 | 6862 HK | 18.30 | 102,004 | HOLD | 18.30 | Dec-20 | 166.0 | 27.9 | 16.3 | 9.9 | 7.4 | 6.0 | 1.2 | 0.3 | 90.0 | (69.3) |
| Jiumaojiu | 九毛九 | 9922 HK | 15.04 | 21,859 | BUY | 30.47 | Dec-20 | 38.3 | 23.8 | 13.9 | 8.8 | 5.2 | 4.3 | 0.4 | 0.7 | (16.9) | (36.2) |
| Nayuki | 奈雪的茶 | 2150 HK | 8.43 | 14,459 | HOLD | 10.15 | Dec-20 | 6883.6 | 47.5 | 26.0 | 14.5 | 3.4 | 3.2 | 0.0 | n/a | n/a | n/a |
| Xiabuxiabu | 呷哺呷哺 | 520 HK | 5.62 | 6,100 | - | - | Dec-20 | 30.4 | 11.8 | 2.9 | 2.5 | 2.1 | 1.8 | 0.1 | 1.6 | 37.9 | (67.9) |
| Cafe De Coral | 大家樂集團 | 341 HK | 13.74 | 8,048 | BUY | 19.05 | Mar-21 | 27.0 | 19.0 | 9.8 | 7.7 | 2.5 | 2.4 | 2.1 | 2.4 | 37.4 | (17.7) |
| Tai Hing | 太興集團 | 6811 HK | 1.39 | 1,395 | - | - | Dec-20 | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | 0.0 | n/a | 101.7 | (5.4) |
| Ajisen China | 味干(中國) | 538 HK | 1.25 | 1,364 | - | - | Dec-20 | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | 0.0 | n/a | (28.5) | (4.6) |
| Fairwood | 大快活集團 | 52 HK | 16.50 | 2,138 | - | - | Mar-21 | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | 0.0 | n/a | 76.7 | (6.8) |
| Hop Hing | 合興集團 | 47 HK | 0.08 | 755 | - | - | Dec-20 | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | 0.0 | n/a | 73.7 | 53.1 |
| Tsui Wah | 翠華控股 | 1314 HK | 0.24 | 337 | - | - | Mar-21 | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | 0.0 | n/a | 89.8 | (9.8) |
| Yinai | 嶺海國際 | 1579 HK | 42.55 | 44,546 | BUY | 108.52 | Dec-20 | 36.8 | 32.3 | 24.5 | 19.5 | 8.8 | 7.2 | 2.3 | 0.7 | (58.4) | (62.8) |
| Yum China | 百勝中國 | 9987 HK | 404.80 | 173,306 | HOLD | 438.86 | Dec-20 | 33.7 | 24.1 | 15.5 | 12.1 | 3.3 | 2.9 | 3.9 | 0.9 | (28.9) | (9.0) |
| Yum China | 百勝中國 | YUMC US | 52.48 | 175,156 | - | - | Dec-20 | 34.1 | 24.3 | 15.7 | 12.2 | 3.3 | 3.0 | 3.9 | 0.9 | (28.9) | (8.1) |
| Average | | | | | | | | 906.2 | 26.3 | 15.6 | 10.9 | 4.5 | 3.8 | 1.1 | 1.1 | 28.8 | (20.4) |
| Median | | | | | | | | 35.4 | 24.2 | 15.6 | 11.0 | 3.3 | 3.1 | 0.1 | 0.9 | 37.7 | (9.4) |
| Textile | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Shenzhou | 申洲國際 | 2313 HK | 156.50 | 235,254 | - | - | Dec-20 | 37.1 | 28.4 | 27.5 | 21.5 | 6.4 | 5.6 | 1.9 | 1.5 | (25.3) | 3.0 |
| Crystal | 晶苑國際 | 2232 HK | 2.58 | 7,360 | - | - | Dec-20 | 6.1 | 5.6 | 2.6 | 2.3 | 0.7 | 0.7 | 0.3 | 3.3 | (15.5) | 9.8 |
| Huali | 華利集團 | 300979 CH | 84.80 | 121,193 | - | - | Dec-20 | 36.0 | 28.9 | n/a | n/a | 9.4 | 7.6 | 1.2 | 1.1 | (16.1) | n/a |
| Regina Miracle | 維珍妮 | 2199 HK | 6.43 | 7,872 | - | - | Mar-21 | 17.1 | 13.3 | 9.8 | 8.2 | 2.3 | 2.1 | 0.2 | 2.0 | 120.1 | 154.5 |
| Pacific Textiles | 互太紡織 | 1382 HK | 4.01 | 5,659 | - | - | Mar-21 | 8.3 | 7.2 | 5.9 | 5.3 | 1.7 | 1.6 | 1.3 | 10.5 | (4.3) | (21.2) |
| Nameson | 南旋控股 | 1982 HK | 0.49 | 1,117 | - | - | Mar-21 | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | 0.0 | n/a | 30.1 | 5.4 |
| Best Pacific | 超盈國際控股 | 2111 HK | 2.25 | 2,340 | - | - | Dec-20 | 6.3 | 4.9 | 5.1 | 4.3 | 0.7 | 0.7 | 0.2 | 4.9 | 42.3 | 80.0 |
| Texwinca | 德永佳集團 | 321 HK | 1.65 | 2,280 | - | - | Mar-21 | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | 0.0 | n/a | (5.6) | 10.7 |
| Win Hanverky | 永嘉集團 | 3322 HK | 0.33 | 424 | - | - | Dec-20 | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | 0.0 | n/a | 24.6 | (9.6) |
| Eagle Nice | 鷹美 | 2368 HK | 4.47 | 2,378 | - | - | Mar-21 | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | 0.0 | n/a | (0.4) | 14.0 |
| Texhong | 天虹紡織 | 2678 HK | 10.22 | 9,382 | - | - | Dec-20 | 3.5 | 4.0 | 2.0 | 2.1 | 0.8 | 0.7 | 0.1 | 8.9 | 57.0 | 53.7 |
| Yue Yuen | 裕元集團 | 551 HK | 13.92 | 22,442 | - | - | Dec-20 | 18.4 | 8.8 | 6.4 | 4.4 | 0.7 | 0.7 | (0.1) | 2.2 | 30.7 | (13.8) |
| Stella | 九興控股 | 1836 HK | 8.91 | 7,074 | - | - | Dec-20 | 12.6 | 8.5 | 5.7 | 5.0 | 0.9 | 0.9 | 0.0 | 6.9 | (9.3) | (1.1) |
| Average | | | | | | | | 16.1 | 12.2 | 8.1 | 6.6 | 2.6 | 2.3 | 0.4 | 4.6 | 17.6 | 23.8 |
| Median | | | | | | | | 12.6 | 8.5 | 5.8 | 4.7 | 0.9 | 0.9 | 0.1 | 3.3 | (0.4) | 7.6 |

资料来源: 彭博, 招银国际证券预测

图 14: 同行估值表 2

| Company | Ticker | Price L.C. | Mkt cap HK\$ mn | Rating | TP L.C. | Year End | PER (x) | | EV/EBITDA (x) | | PBR (x) | | PEG (x) | | Yield (%) FY1 | Net gearing FY0 | YTD performanc | |
|------------------------|----------------|------------|-----------------|---------|---------|----------|---------|-------------|---------------|-------------|-------------|------------|------------|--------------|---------------|-----------------|----------------|--|
| | | | | | | | FY1 | FY2 | FY1 | FY2 | FY1 | FY2 | FY1 | FY1 | | | | |
| Sports | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Anta Sports | 安踏體育 | 2020 HK | 125.70 | 339,808 | BUY | 156.06 | Dec-20 | 36.1 | 28.3 | 20.4 | 16.3 | 9.2 | 7.5 | 1.0 | 1.0 | (13.8) | 2.3 | |
| Li Ning | 李寧 | 2331 HK | 87.45 | 228,817 | BUY | 102.84 | Dec-20 | 49.3 | 39.1 | 31.9 | 24.9 | 14.7 | 11.3 | 0.9 | 0.6 | (69.9) | 64.1 | |
| Xtep | 特步國際 | 1368 HK | 9.85 | 25,909 | BUY | 18.73 | Dec-20 | 23.6 | 18.5 | 13.5 | 11.0 | 2.6 | 2.5 | 0.6 | 2.6 | (15.2) | 154.5 | |
| 361 Degrees | 361度 | 1361 HK | 3.86 | 7,981 | - | - | Dec-20 | 11.7 | 10.4 | 2.0 | 1.3 | 0.9 | 0.8 | 0.6 | 1.2 | (58.8) | 257.4 | |
| TopSports | 滔搏 | 6110 HK | 9.02 | 55,935 | - | - | Feb-21 | 14.8 | 12.5 | 6.3 | 6.2 | 4.1 | 3.5 | 0.8 | 3.5 | 38.7 | (22.2) | |
| Pou Sheng | 寶勝國際 | 3813 HK | 1.19 | 6,375 | - | - | Dec-20 | 6.3 | 4.3 | 1.9 | 0.9 | 0.6 | 0.5 | 0.1 | 2.6 | 42.4 | (35.3) | |
| China Dongxiang | 中國動向 | 3818 HK | 0.73 | 4,298 | - | - | Mar-21 | n/a | 5.4 | n/a | n/a | 0.3 | 0.3 | 0.0 | 0.0 | (49.2) | (8.0) | |
| Average | | | | | | | | 23.6 | 16.9 | 12.7 | 10.1 | 4.6 | 3.8 | 0.6 | 1.6 | (18.0) | 59.0 | |
| Median | | | | | | | | 19.2 | 12.5 | 9.9 | 8.6 | 2.6 | 2.5 | 0.6 | 1.2 | (15.2) | 2.3 | |
| Home appliances | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Haier Smart Home | 海爾智家 | 6690 HK | 32.00 | 327,282 | BUY | 36.91 | Dec-20 | 17.9 | 15.1 | 12.3 | 10.1 | 3.2 | 2.7 | 1.1 | 2.0 | (14.2) | 13.9 | |
| Js Global Lifestyle | Js環球生活 | 1691 HK | 14.80 | 51,720 | BUY | 22.35 | Dec-20 | 14.3 | 11.3 | 8.9 | 7.0 | 3.3 | 2.7 | 0.6 | 3.2 | 14.0 | (1.2) | |
| Vesync | Vesync Co Ltd | 2148 HK | 10.26 | 11,953 | BUY | 15.60 | Dec-20 | 11.6 | 8.7 | n/a | n/a | 4.2 | 3.4 | 0.5 | 1.7 | (63.9) | (6.2) | |
| Hisense Home | 海信家電 | 921 HK | 8.77 | 19,426 | - | - | Dec-20 | 6.8 | 5.2 | n/a | n/a | 0.9 | 0.8 | 0.4 | 4.2 | 20.2 | (26.5) | |
| Midea Group | 美的集團 | 000333 CH | 70.23 | 600,629 | BUY | 95.24 | Dec-20 | 17.2 | 14.9 | 14.8 | 12.5 | 3.6 | 3.1 | 1.2 | 2.6 | 30.6 | (28.7) | |
| Gree Electric | 格力電器 | 000651 CH | 36.63 | 265,317 | - | - | Dec-20 | 9.4 | 8.2 | 3.7 | 3.0 | 1.8 | 1.7 | 0.7 | 6.3 | (68.8) | (40.9) | |
| Haier Smart Home | 海爾智家 | 600690 CH | 30.20 | 327,282 | - | - | Dec-20 | 21.6 | 18.1 | 12.6 | 10.2 | 3.7 | 3.2 | 1.4 | 1.8 | (14.2) | 3.4 | |
| Joyoung | 九陽股份 | 002242 CH | 22.91 | 21,520 | - | - | Dec-20 | 18.4 | 16.2 | 15.1 | 12.7 | 3.9 | 3.6 | 1.5 | 3.7 | (40.5) | (28.5) | |
| Zhejiang Supor | 蘇泊爾 | 002032 CH | 63.30 | 62,689 | - | - | Dec-20 | 25.5 | 22.1 | 20.0 | 17.4 | 6.2 | 5.4 | 1.6 | 2.1 | (24.5) | (18.8) | |
| Ecovacs Robotics | 科沃斯 | 603486 CH | 161.09 | 112,848 | - | - | Dec-20 | 44.6 | 33.1 | 35.5 | 26.1 | 19.0 | 13.3 | 0.5 | 0.9 | (54.8) | 82.0 | |
| Beijing Roborock | 石頭科技 | 688169 CH | 760.00 | 62,164 | - | - | Dec-20 | 32.7 | 24.7 | 28.4 | 20.1 | 6.0 | 4.9 | 1.3 | 0.5 | (73.4) | (26.6) | |
| Hangzhou Robam | 老闆電器 | 002508 CH | 34.72 | 40,352 | - | - | Dec-20 | 17.2 | 14.8 | 12.8 | 10.6 | 3.5 | 3.0 | 0.9 | 1.9 | (66.9) | (14.9) | |
| Average | | | | | | | | 19.8 | 16.0 | 16.4 | 13.0 | 4.9 | 4.0 | 1.0 | 2.6 | (29.7) | (7.8) | |
| Median | | | | | | | | 17.6 | 15.0 | 13.8 | 11.5 | 3.6 | 3.2 | 1.0 | 2.1 | (32.5) | (16.8) | |
| Entertainment | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Imax China | imax China | 1970 HK | 12.64 | 4,403 | - | - | Dec-20 | 15.4 | 14.7 | n/a | n/a | 2.2 | 2.0 | 0.0 | 3.4 | (34.9) | (1.6) | |
| Television Broadcasts | 電視廣播 | 511 HK | 4.46 | 1,953 | - | - | Dec-20 | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | 0.0 | n/a | 6.9 | (44.2) | |
| Maoyan | 貓眼娛樂 | 1896 HK | 9.03 | 10,309 | - | - | Dec-20 | 11.5 | 8.7 | 7.7 | 5.1 | 1.0 | 0.9 | (0.1) | 0.0 | (19.7) | (26.2) | |
| Alibaba Pictures | 阿里影業 | 1060 HK | 0.77 | 20,664 | - | - | Mar-21 | 41.9 | 18.0 | 22.4 | 10.6 | 1.2 | 1.1 | (0.1) | n/a | (25.9) | (19.8) | |
| Average | | | | | | | | 22.9 | 13.8 | 15.0 | 7.8 | 1.5 | 1.4 | (0.0) | 1.7 | (18.4) | (23.0) | |
| Median | | | | | | | | 15.4 | 14.7 | 15.0 | 7.8 | 1.2 | 1.1 | (0.0) | 1.7 | (22.8) | (23.0) | |
| Exporters | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Man Wah | 敏華控股 | 1999 HK | 12.00 | 47,425 | - | - | Mar-21 | 19.0 | 15.3 | 13.8 | 11.1 | 3.5 | 3.0 | 0.8 | 2.6 | (0.3) | (28.7) | |
| Goodbaby | 好孩子國際 | 1086 HK | 1.14 | 1,902 | - | - | Dec-20 | 7.3 | 5.5 | 4.1 | 3.4 | 0.3 | 0.3 | 0.4 | 0.4 | 22.3 | 8.6 | |
| Dream | 德林國際 | 1126 HK | 2.83 | 1,916 | - | - | Dec-20 | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | 0.0 | n/a | (14.3) | 0.7 | |
| Vtech | Vtech Holdings | 303 HK | 61.05 | 15,408 | - | - | Mar-21 | 11.1 | 9.9 | 6.2 | 5.8 | 2.9 | 2.8 | (5.1) | 8.9 | (18.8) | 1.5 | |
| Techtronic | 創科實業 | 669 HK | 165.60 | 303,791 | - | - | Dec-20 | 35.6 | 29.5 | 24.9 | 20.9 | 8.4 | 7.1 | 1.4 | 1.1 | 3.8 | 49.7 | |
| Average | | | | | | | | 18.3 | 15.1 | 12.3 | 10.3 | 3.8 | 3.3 | (0.5) | 3.2 | (1.4) | 6.4 | |
| Median | | | | | | | | 15.1 | 12.6 | 10.0 | 8.4 | 3.2 | 2.9 | 0.4 | 1.8 | (0.3) | 1.5 | |

资料来源: 彭博, 招银国际证券预测

中国银行板块

优于大市

分析师：王朕 – ericwang@cmbi.com.hk

寻找避风港

投资亮点

预计明年净息差持续收窄，但下行空间非常有限

由于贷款需求的减弱以及潜在的降准，明年全行业净息差仍将收窄，但下行空间将明显低于疫情时期。对于明年，市场对于十年期国债的一致预期为 2.95%，较 2020 年下降 20bps，但高于 10M21 的 2.93%。由于净息差主要受到贷款利率，存款成本和无风险收益率三个因素驱动，贷款利率受政府窗口指导（政府一再强调压降中小企业融资成本）和需求端减弱的双重影响，短期内难以大幅上行；而存款成本也处于上升通道之后，明年存款成本预计仍将上行；在存贷款利率均不利的情况下，叠加无风险利率（十年期国债收益率）处于低位波动，预计明年净息差将继续收窄。

地产板块风险可控

截止 2021 年上半年，全行业开发贷余额在 12.4 万亿左右，近期的地产违约事件确实对银行资产质量产生了一定的影响。经过我们的测算，在最悲观的预期下（10%违约率），假设 30%的贷款回收率（通过变卖抵押品），银行板块将损失 9,500 亿元。不良率上升 59bps 至 2.35%，拨备水平从 1H21 的 193%下降至 143%。9500 亿的减值，相当于全年净利润的 46%。

图 120: 主要银行资产质量与开发贷敞口

| 银行 | 证券代码 | 不良率 | 拨备覆盖率 | 拨贷比 | 开发贷占总贷款比例 |
|----|-------------------|-------|-------|-------|-----------|
| 邮储 | 601658.SH/1658.HK | 0.83% | 421% | 3.49% | 2.11% |
| 建行 | 601939.SH/0939.HK | 1.53% | 222% | 3.41% | 4.72% |
| 工行 | 601398.SH/1398.HK | 1.54% | 192% | 2.96% | 4.98% |
| 农行 | 601288.SH/1288.HK | 1.50% | 275% | 4.12% | 5.48% |
| 交行 | 601328.SH/3328.HK | 1.60% | 149% | 2.39% | 6.02% |
| 中信 | 601998.SH/0998.HK | 1.50% | 189% | 2.84% | 6.30% |
| 华夏 | 600015.SH | 1.78% | 157% | 2.79% | 6.91% |
| 光大 | 601818.SH/6818.HK | 1.36% | 184% | 2.51% | 6.95% |
| 浦发 | 600000.SH | 1.64% | 151% | 2.48% | 7.28% |
| 招行 | 600036.SH/3968.HK | 1.01% | 439% | 4.45% | 7.51% |
| 中行 | 601988.SH/3988.HK | 1.30% | 184% | 2.74% | 7.89% |
| 兴业 | 601166.SH | 1.15% | 257% | 2.95% | 8.67% |
| 渤海 | 9668.HK | 1.76% | 161% | 2.82% | 9.58% |
| 平安 | 000001.SZ | 1.08% | 260% | 2.80% | 10.14% |
| 浙商 | 601916.SH/2016.HK | 1.50% | 180% | 2.71% | 13.54% |
| 民生 | 600016.SH/1988.HK | 1.80% | 143% | 2.57% | 10.34% |

资料来源：上市公司 1H21 数据

图 121: 情景分析-地产违约事件对银行资产质量的冲击 (RMB bn)

| 科目 | 1H21 | 最差情景 (10%违约) | 基准情景 (8%违约) |
|--------|-------|--------------|-------------|
| 不良贷款余额 | 2,791 | 3,741 | 3,551 |
| 拨备覆盖率 | 193% | 143% | 151% |
| 不良贷款率 | 1.76% | 2.35% | 2.24% |

资料来源: 银保监会及招银国际证券预测

D-SIBs 与 TLAC 新规对银行资本管理的影响

基于我们对明年贷款增速 12% 的预测, 当前主要银行资本金均可支持其继续扩表。10 月中旬, 央行正式公布了国内系统性重要银行的名单, 19 家中大型银行上榜。被纳入监管的 19 家银行, 需要执行更严格的资本充足率标准。就目前情况来看, 各家银行已经提前做好准备, 所有的银行资本金水平至少都超过监管标准 50bps, 近期内, 各家银行的扩表并不会收到 D-SIBs 的限制。

至于 TLAC, 工、农、中、建四大行入选, 根据我们的测算, TLAC 框架下, 资本金缺口明显, 未来几年, 四大行需要和央行协调, 发行符合 TLAC 标准的资本补充工具。当前情况下, 合格的 TLAC 资本规模近似与四大行净资本。对于资本金的缺口, 我们从静态和动态两个维度进行了测算。静态条件下, 四大行在 2027 年末, 资本金缺口在 2.2 万亿左右; 而动态条件下, 假定 RWA 和净资本的年化复合增速在 10% 和 8%, 预计到 2027 年末, 四大行资本金缺口将达到 6.3 万亿元。未来 6 年内, 预计四大行平均每年需要发行 1 万亿的 TLAC 资本补充工具来扩充其资本金规模。

图 122: TLAC 新规对中资银行资管管理的影响测算 (RMB bn)

| Bank | TLAC 缺口 (静态)- FY27E | TLAC 缺口 (动态)- FY27E |
|------|------------------------|------------------------|
| 工商银行 | 544 | 1,596 |
| 建设银行 | 495 | 1,522 |
| 农业银行 | 587 | 1,664 |
| 中国银行 | 566 | 1,551 |
| 合计 | 2,192 | 6,332 |

资料来源: 公司及招银国际证券预测

板块催化剂: 降准后银行板块有显著超额收益

不仅是宏观经济的复苏需要流动性的支持, 当前通胀水平在客观上可给予了央行很大的操作空间。截止 3Q21, 核心 CPI 维持在 1.2% 的低位, 这使得降准后通胀水平仍然可控。根据对历史数据 (2013 年至 3Q21) 的观测, 我们发现核心 CPI 处于高位或者上升通道, 央行几乎不会进行降准操作。目前, 由于核心 CPI 已经在 8 月出现下降的拐点, 这为央行降准提供了政策空间, 也侧面说明, 本次降准并不是央行预判宏观经济重大风险, 而被迫降准。未来宏观经济发生严重问题的可能性非常低。我们认为, 本次降准更多的是为了帮助部分融资困难的企业, 在明年 1Q 的偿债高峰实现平稳过渡。

在降准发生后, 银行板块将会出现超额收益。自 2016 年以来, 央行共施行过 8 次降准, 在降准发生后的一个月, 银行板块(A 股市场)有 5 次跑赢沪深 300 指数。三次跑输沪深 300

指数，发生在2016年3月（A股熔断后反弹期间），2020年1月（武汉封城期间）以及2021年7月（地产板块风险暴露）时期。港股方面，银行板块与A股变现也非常类似，8次降准后有6次跑赢恒生指数。由于大盘快速上涨阶段，银行板块弹性较弱，一般表现欠佳；而疫情对于宏观经济预期的影响非常致命，因此银行也是主要受波及的板块。排除掉特殊因素，我们认为降准发生，银行板块将大概率获得超额收益。历史上来看，8次降准后的一个月内，A/H市场银行板块分别获得0.4%/0.37%的绝对收益，对于沪深300指数/恒生指数的超额收益达到0.8%/1.3%。如果我们剔除武汉封城期间的降准表现，剩余7次降准发生后的一个月内，A/H市场银行板块分别获得1.1%/1.8%的绝对收益，对于沪深300指数/恒生指数的超额收益达到1.3%/1.9%。

板块当前的估值意味着什么？

目前A股银行板块估值处于0.58x P/B，略高于其过去5年的历史均值；港股方面，板块估值处于0.44x P/B，较5年历史均值有6.2%的折价。通过观察我们发现，疫情发生后股份行和城商行的表现要优于国有行和农商行。从2020年1月至2021年10月，A股市场上，国有行和农商行分别下跌9.7%和13.9%。然而，股份行和城商行上涨10%和16.6%。这种子板块之间变现差异从2014年以来的首次。我们认为造成这种的原因有两个：一、少数优质银行股，例如招商银行、杭州银行、宁波银行、成都银行等表现突出，推高了股份行和城商行的整体表现。二、疫情时期，政府倡议银行业向实体经济让利1.5万亿，而国有行作为让利的主力军，使得投资者对其盈利能力产生担忧。而对于农商行，一直以来，由于资产质量稳定性较差，在经济下行期表现一般较弱。在后疫情时期，我们认为国有行的弱勢表现将得到修复。

板块整体估值水平较为合理，但主要是少数股票估值提升导致。板块整体估值可能无法反映出部分银行股的投资价值。目前，多数银行估值均处于历史低位。通过分析其清算价值与市场价值的差异，我们测算出当前主流银行股的股价所隐含的潜在不良率，通过对比，当前潜在不良率要高于2014年上半年（大量释放流动性之前）和2020年上半年（疫情爆发初期）。我们认为，目前市场价值隐含的不良率高于2014与2020年主要是由于投资者对于地产违约潮的担忧导致，随着地产政策底已经出现，我们认为优质银行股将有可能在降准政策的催化下迎来估值修复。

图 123: 1H20 主要银行银行隐含不良率 (基于市场价值与清算价值的差异)

| 1H20 | 银行 | 不良率 (披露值) | 隐含不良率 (A 股) | 隐含不良率 (H 股) |
|------|----|-----------|-------------|-------------|
| 1 | 工行 | 1.50% | 7.07% | 9.32% |
| 2 | 浙商 | 1.41% | 5.65% | 7.55% |
| 3 | 建行 | 1.49% | 6.98% | 8.77% |
| 4 | 中信 | 1.83% | 8.73% | 11.11% |
| 5 | 中行 | 1.42% | 8.41% | 10.76% |
| 6 | 招行 | 1.14% | - | 1.90% |
| 7 | 交行 | 1.68% | 8.64% | 10.19% |
| 8 | 浦发 | 1.92% | 6.95% | - |
| 9 | 民生 | 1.69% | 8.36% | 10.02% |
| 10 | 兴业 | 1.47% | 7.68% | - |
| 11 | 平安 | 1.65% | 6.00% | - |
| 12 | 农行 | 1.43% | 8.96% | 11.09% |
| 13 | 邮储 | 0.89% | 7.28% | 8.74% |
| 14 | 光大 | 1.55% | 8.66% | 10.76% |
| 15 | 华夏 | 1.88% | 9.40% | - |
| | 平均 | 1.53% | 7.77% | 9.11% |

资料来源: 公司及招银国际证券预测

图 124: 1H21 主要银行银行隐含不良率 (基于市场价值与清算价值的差异)

| 1H21 | 银行 | 不良率 (披露值) | 隐含不良率 (A 股) | 隐含不良率 (H 股) |
|------|----|-----------|-------------|-------------|
| 1 | 工行 | 1.54% | 8.77% | 10.11% |
| 2 | 浙商 | 1.50% | 6.21% | 6.82% |
| 3 | 建行 | 1.53% | 9.37% | 10.15% |
| 4 | 中信 | 1.50% | 9.93% | 11.18% |
| 5 | 中行 | 1.30% | 9.35% | 10.69% |
| 6 | 招行 | 1.01% | - | - |
| 7 | 交行 | 1.60% | 10.26% | 10.67% |
| 8 | 浦发 | 1.64% | 9.24% | - |
| 9 | 民生 | 1.80% | 11.05% | 12.03% |
| 10 | 兴业 | 1.15% | 7.85% | - |
| 11 | 平安 | 1.08% | 2.59% | - |
| 12 | 农行 | 1.50% | 10.23% | 11.67% |
| 13 | 邮储 | 0.83% | 7.20% | 8.51% |
| 14 | 光大 | 1.36% | 10.21% | 11.39% |
| 15 | 华夏 | 1.78% | 10.16% | - |
| | 平均 | 1.41% | 8.74% | 10.32% |

资料来源: 公司及招银国际证券预测

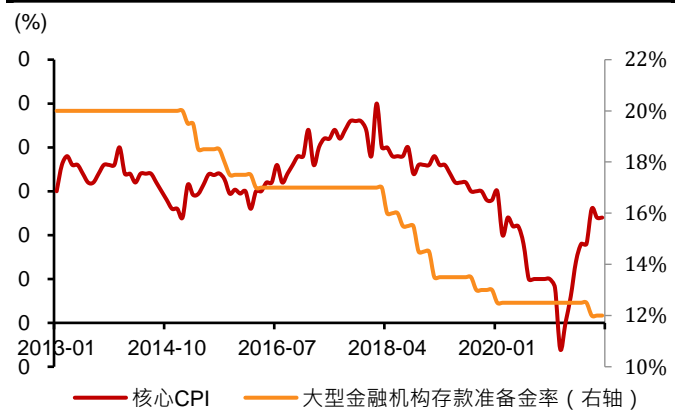
重要图表

图 125: 存款与贷款变化趋势



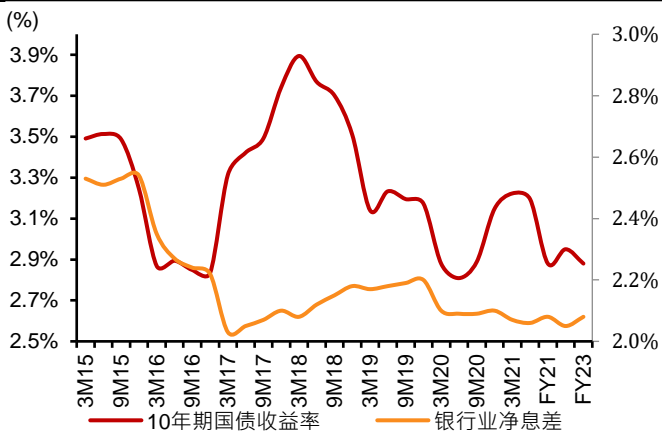
资料来源: 公司及招银国际证券预测

图 126: 通胀水平与降准政策的相关性



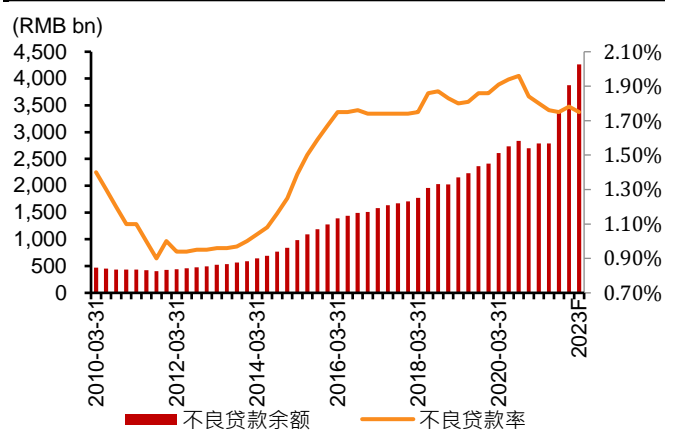
资料来源: 公司及招银国际证券预测

图 127: 无风险利率与行业净息差变化趋势



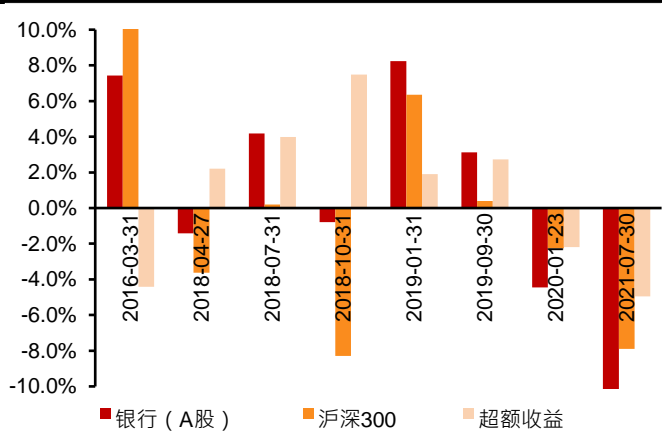
资料来源: 公司及招银国际证券预测

图 128: 银行业资产质量变化趋势



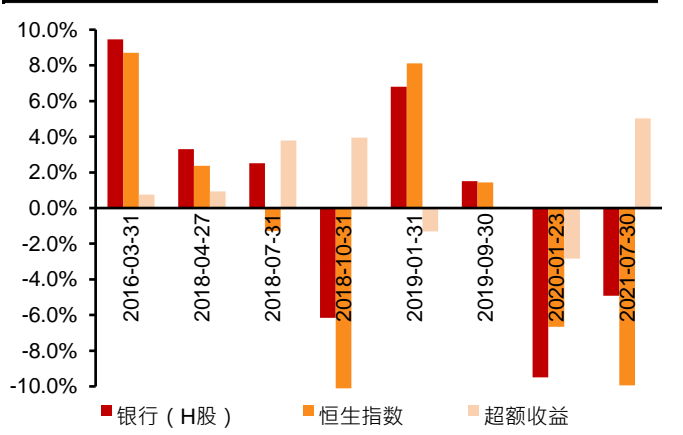
资料来源: 公司及招银国际证券预测

图 129: 历次降准 A 股银行板块表现优异



资料来源: 公司及招银国际证券预测

图 130: 历次降准 H 股银行板块表现优异



资料来源: 公司及招银国际证券预测

估值

图 131: 同业估值对比

| 类型 | A 股代码 | 证券简称 | 市值(十亿元) | 收盘价 | PE | PB | 股息率 | ROE(21E) | ROE(22E) | 不良率 | 拨备覆盖率 | 净息差 |
|-----|-----------|------|---------|-------|------|-----|------|----------|----------|-------|-------|-------|
| 国有行 | 601398.SH | 工商银行 | 1,527 | 4.58 | 4.5 | 0.5 | 6.7% | 10.7% | 11.4% | 1.54% | 192% | 2.12% |
| 股份行 | 600036.SH | 招商银行 | 1,247 | 49.49 | 9.2 | 1.5 | 3.6% | 16.1% | 16.1% | 1.01% | 439% | 2.49% |
| 国有行 | 601939.SH | 建设银行 | 1,054 | 5.76 | 4.6 | 0.5 | 6.6% | 12.6% | 11.5% | 1.53% | 222% | 2.13% |
| 国有行 | 601288.SH | 农业银行 | 994 | 2.91 | 4.1 | 0.4 | 7.5% | 10.8% | 11.0% | 1.50% | 275% | 2.12% |
| 国有行 | 601988.SH | 中国银行 | 828 | 3.05 | 4.0 | 0.4 | 7.5% | 10.6% | 10.6% | 1.30% | 184% | 1.76% |
| 国有行 | 601658.SH | 邮储银行 | 454 | 5.08 | 5.4 | 0.7 | 6.0% | 10.9% | 12.4% | 0.83% | 421% | 2.37% |
| 股份行 | 601166.SH | 兴业银行 | 374 | 18.01 | 4.1 | 0.6 | 6.0% | 12.5% | 13.7% | 1.15% | 257% | 2.32% |
| 股份行 | 000001.SZ | 平安银行 | 338 | 17.44 | 7.8 | 0.9 | 1.7% | 10.1% | 11.6% | 1.08% | 260% | 2.83% |
| 国有行 | 601328.SH | 交通银行 | 309 | 4.57 | 3.7 | 0.4 | 8.0% | 9.0% | 10.5% | 1.60% | 149% | 1.55% |
| 股份行 | 600000.SH | 浦发银行 | 250 | 8.51 | 4.0 | 0.4 | 6.2% | 10.7% | 10.2% | 1.64% | 151% | 1.84% |
| 城商行 | 002142.SZ | 宁波银行 | 234 | 38.88 | 10.7 | 1.7 | 2.0% | 14.7% | 15.7% | 0.79% | 510% | 2.33% |
| 股份行 | 601998.SH | 中信银行 | 194 | 4.50 | 3.7 | 0.4 | 6.8% | 9.6% | 10.4% | 1.50% | 189% | 2.09% |
| 股份行 | 601818.SH | 光大银行 | 166 | 3.35 | 3.7 | 0.4 | 8.2% | 9.7% | 11.8% | 1.36% | 184% | 2.20% |
| 股份行 | 600016.SH | 民生银行 | 158 | 3.89 | 4.4 | 0.3 | 5.7% | 9.2% | 7.5% | 1.80% | 143% | 2.02% |
| 城商行 | 601229.SH | 上海银行 | 102 | 7.15 | 3.9 | 0.5 | 7.5% | 12.5% | 12.7% | 1.19% | 324% | 1.73% |
| 城商行 | 601169.SH | 北京银行 | 93 | 4.38 | 3.7 | 0.4 | 8.1% | 11.3% | 10.5% | 1.45% | 228% | 1.84% |
| 城商行 | 601009.SH | 南京银行 | 91 | 9.07 | 4.9 | 0.7 | 6.1% | 14.8% | 14.7% | 0.91% | 395% | 1.91% |
| 城商行 | 600919.SH | 江苏银行 | 87 | 5.89 | 3.8 | 0.5 | 8.2% | 10.9% | 13.2% | 1.16% | 282% | 2.29% |
| 股份行 | 600015.SH | 华夏银行 | 87 | 5.64 | 3.6 | 0.3 | 6.3% | 7.8% | 9.6% | 1.78% | 157% | 2.41% |
| 城商行 | 600926.SH | 杭州银行 | 82 | 13.76 | 7.8 | 1.0 | 3.7% | 13.7% | 13.0% | 0.98% | 530% | 1.93% |
| 股份行 | 601916.SH | 浙商银行 | 69 | 3.43 | 5.0 | 0.5 | 5.6% | 10.2% | 10.6% | 1.50% | 180% | 2.27% |
| 城商行 | 601838.SH | 成都银行 | 40 | 11.21 | 4.7 | 0.8 | 5.6% | 14.2% | 16.1% | 1.10% | 371% | 2.11% |
| 农商行 | 601077.SH | 渝农商行 | 39 | 3.82 | 4.2 | 0.4 | 6.8% | 11.7% | 9.5% | 1.28% | 313% | 2.23% |
| 城商行 | 601577.SH | 长沙银行 | 31 | 7.82 | 4.4 | 0.6 | 5.1% | 13.7% | 13.9% | 1.20% | 297% | 2.41% |

| 类型 | H 股代码 | 证券简称 | 市值(十亿元) | 收盘价 | PE | PB | 股息率 | ROE(21E) | ROE(22E) | 不良率 | 拨备覆盖率 | 净息差 |
|-----|---------|------|---------|-------|-----|-----|-------|----------|----------|-------|-------|-------|
| 国有行 | 1398.HK | 工商银行 | 1,867 | 4.12 | 3.2 | 0.4 | 9.0% | 11.8% | 11.7% | 1.54% | 192% | 2.12% |
| 股份行 | 3968.HK | 招商银行 | 1,525 | 60.30 | 9.4 | 1.5 | 3.6% | 15.3% | 15.9% | 1.01% | 439% | 2.49% |
| 国有行 | 0939.HK | 建设银行 | 1,289 | 5.08 | 3.3 | 0.4 | 9.1% | 11.9% | 11.7% | 1.53% | 222% | 2.13% |
| 国有行 | 1288.HK | 农业银行 | 1,215 | 2.57 | 2.9 | 0.3 | 10.3% | 11.4% | 11.3% | 1.50% | 275% | 2.12% |
| 国有行 | 3988.HK | 中国银行 | 1,013 | 2.71 | 2.8 | 0.3 | 10.3% | 11.1% | 11.1% | 1.30% | 184% | 1.76% |
| 国有行 | 1658.HK | 邮储银行 | 556 | 5.29 | 4.7 | 0.6 | 7.0% | 12.1% | 12.3% | 0.83% | 421% | 2.37% |
| 国有行 | 3328.HK | 交通银行 | 378 | 4.54 | 2.9 | 0.3 | 9.8% | 10.9% | 11.0% | 1.60% | 149% | 1.55% |
| 股份行 | 0998.HK | 中信银行 | 237 | 3.35 | 2.3 | 0.2 | 11.1% | 10.4% | 10.5% | 1.50% | 189% | 2.09% |
| 股份行 | 6818.HK | 光大银行 | 203 | 2.68 | 2.4 | 0.3 | 12.5% | 11.5% | 11.9% | 1.36% | 184% | 2.20% |
| 股份行 | 1988.HK | 民生银行 | 194 | 3.00 | 2.8 | 0.2 | 9.0% | 9.2% | 7.5% | 1.80% | 143% | 2.02% |
| 股份行 | 2016.HK | 浙商银行 | 84 | 3.11 | 3.7 | 0.4 | 7.5% | 10.3% | 10.4% | 1.50% | 180% | 2.27% |
| 农商行 | 3618.HK | 重庆农商 | 48 | 2.66 | 2.3 | 0.2 | 12.0% | 9.4% | 9.9% | 1.28% | 313% | 2.23% |

资料来源: 公司, 招银国际证券预测

中国保险板块

优于大市

分析师：陈喆 – gigichen@cmbi.com.hk
 马毓泽 – nikama@cmbi.com.hk

🔥 寿险负债端持续承压；产险增速企稳回升

估值处于历史底部，具备长期投资价值

寿险 2022 开门红仍然承压，地产投资见底资产端有望改善

港股中资寿险股 2021 年前 10 月股价下跌 9%-38%，大幅低于恒生指数的 -7.6% 降幅，主要由于 1) 新业务价值增速持续低于预期，2) 险资持有的地产投资陷入低谷。展望 2022 年，由于 1) 除太平人寿外主要上市寿险公司代理人团队人数较 2021 年初大幅缩水，2) 2022 年开门红预售开始时间普遍晚于 2021 年预售，我们预计 2022 年一季度新业务价值增速将继续承压。但是随着各公司代理人队伍改革的持续推进，预计代理人团队人数将在 2022 年中逐渐止跌企稳。同时随着代理人产能的提升，我们预计 2022 年新业务同比增速将呈现前低后高的态势，逐季度有所改善。另一方面，随着地产政策边际放松，资产端有所改善。当前港股内险公司估值处于历史底部，具备长期投资价值。相应的，我们调整了各公司的预测和目标价，将估值基准从 2021 年调整到 2022 年。

车险综改期满一年，车险保费企稳回升，非车竞争压力改善

从 2020 年 9 月 19 日开始的车险综改已经期满一年，车均保费和车险综合成本率同比开始企稳。10 月份，人保财险的月度车险保费开始企稳回升，同比增长 6.5%，结束了连续多月的负增长。今年前三季度，由于车险保费的下滑，财险公司普遍加强了非车险的销售力度，造成非车险行业的竞争加剧、融资类信保业务以外的综合成本率上升。我们预计，随着车险保费的止跌回升，2022 年非车行业的竞争压力将有所缓和，非车行业的承保情况将有所改善。人保产险等头部产险公司的承保盈利情况将持续优于行业。

偿二代二期对寿险影响大于产险，人身险新规征求意见

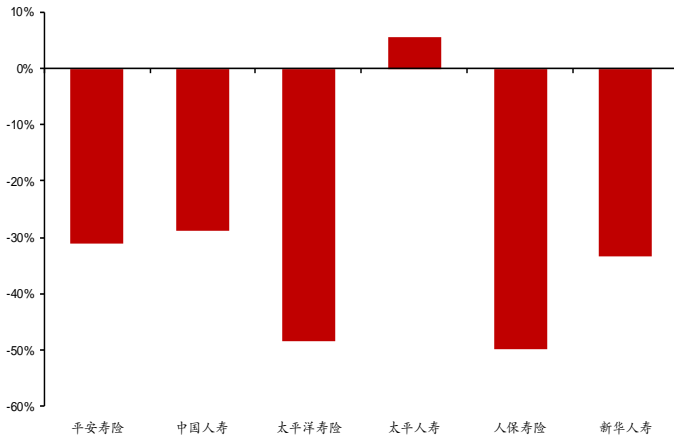
偿二代二期工程预计将于 2022 年 1 季度开始正式实施。我们测算偿二代二期实施后大多数保险公司核心偿付能力会有不同程度下降，其中对寿险公司的影响大于对产险的影响，但是在二期工程实施后主要上市寿险公司的核心偿付能力仍将在 100% 以上，远高于监管要求的最低水平（50%），对寿险公司的运营和分红能力影响非常有限。另一方面，银保监近期就人身险销售管理新规征求意见，我们认为新规落地之后，会倒逼寿险公司将代理人队伍的发展模式从追求短期规模的“人海战术”向高质量长期稳定经营模式加速转型。同时，银保专属合作模式有利于头部寿险企业扩大在银保渠道的优势和市场份额。

750 日国债利率降幅趋缓，2022 准备金压力减轻

我们的宏观团队预计 2022 年的 10 年期国债利率将在 2.7-3.1% 范围内波动，上半年较高，下半年平稳。基于此预测，我们预计 2022 年 750 日平均国债利率降幅将在 9bps，小于 2021 年的 16bps，寿险公司增提准备金的压力同比减小，对盈利起到一定的支撑作用。

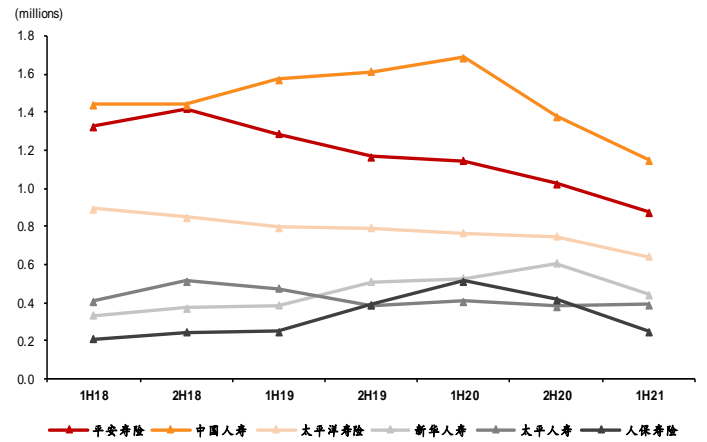
重要图表

图 132: 各寿险公司代理人人数降幅 (9M21)



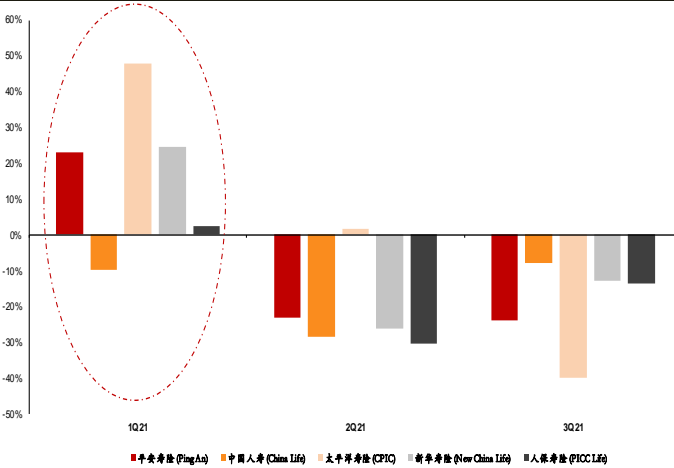
资料来源: 公司及招银国际证券预测

图 133: 各寿险公司代理人人数变化 (1H18-1H21)



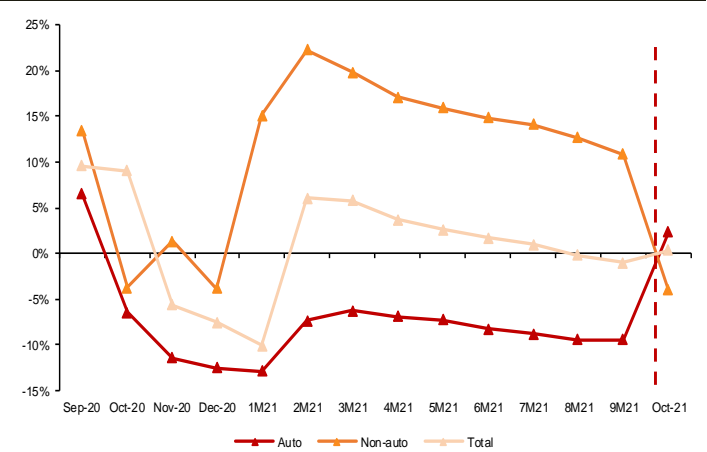
资料来源: 公司及招银国际证券预测

图 134: 各寿险公司新单标准保费同比变化



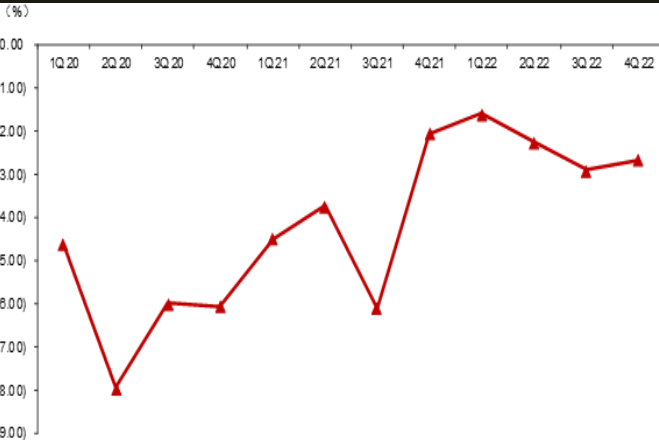
资料来源: 公司及招银国际证券预测

图 135: 车险综改后车险和非车险行业保费收入同比增速



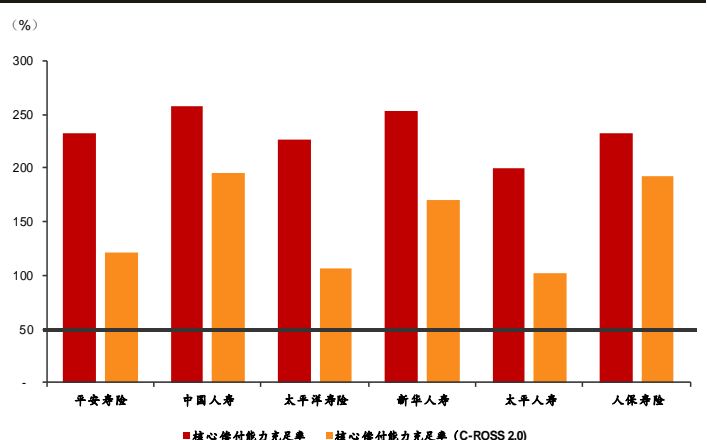
资料来源: 公司及招银国际证券预测

图 136: 1Q20-4Q22 各季度 750 日平均国债收益率变化



资料来源: 公司及招银国际证券预测

图 137: CMBI 预测偿二代二期实施后寿险公司核心偿付能力



资料来源: 公司及招银国际证券预测

寿险：开门红仍然承压，代理人改革持续推进

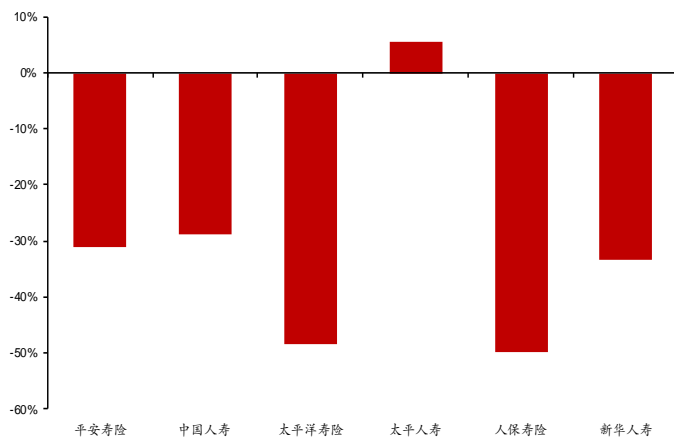
2022年新业务同比变化将呈现前低后高的态势

展望2022年，我们认为2022年一季度新业务价值增速将继续承压，主要由于1)除太平人寿外主要上市寿险公司代理人团队人数较2021年初大幅缩水，2)2022年开门红预售时间相比于2021年预售缩短了约一个月，且2021年开门红基数较高。随着各公司持续推进代理人改革，以及2/3季度的低基数效应，我们预计2022年新业务同比变化将呈现前低后高的态势，逐季度有所改善。

■ 2021年全年代理人团队缩水，参与开门红人力同比减少

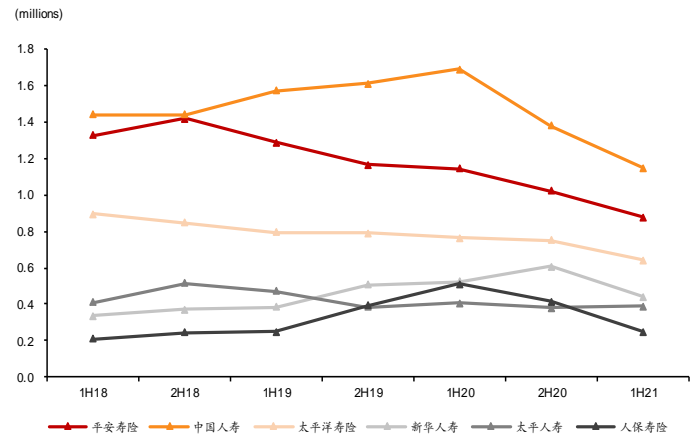
寿险公司2021年前三季度代理人团队人数大幅缩水。如下图所示，主要上市公司中，平安人寿代理人人数较年初下降31%，太保下降48%，国寿下降29%。这就使得参与2022年开门红预售的可用人力与2021年开门红相比将有大幅下降。尽管脱落的代理人多为低产能代理人，留存人力产能也有所提升，但总人力的下降仍会对总体新业务销售表现造成了较大的压力。

图 138：各寿险公司代理人人数降幅（9M21）



资料来源：公司及招银国际证券预测

图 139：各寿险公司代理人人数变化（1H18-1H21）



资料来源：公司及招银国际证券预测

■ 2022 开门红基数高，启动时间晚

相比于2021年开门红，2022年的开门红面临启动时间晚、重疾险基数高等困难。

1) 预售启动时间较去年晚一个月

由于2021年新业务不及预期，大多数寿险公司今年4季度仍在努力争取完成2021年的销售指标，因而下一年的开门红预售工作被相应推迟。据我们了解，除了国寿在10月份已经启动2022开门红预售之外，其他主要上市公司大都在11月下旬或者12月初启动新一年的开门红预售，而2021年开门红预售国寿的启动时间在9月份，其他主要上市公司的启动时间在2020年10-11月期间，相比之下2022的预售时间少了约一个月。2022开门红预售产品方面仍以中短期年金和两全险为主。

2) 重疾险占比下降，压低新业务价值率

2020年11月5日保险行业协会发布新重疾标准，并将新准则的正式实施时间定在2021年2月1日，因此，由于停售效应，在2021年开门红及预售期间重疾险的销售情况占比相对较高。而从2021年2月开始，随着“惠民保”的快速普及推广和新旧重疾标准的切换，重疾险产品的销售情况承受较大压力，在新业务中的占比较新旧重疾准则切换前有了明显的下降。考虑到重疾险产品的新业务价值率多为70%以上，明显高于年金险和终身寿险的新业务价值率，重疾险对新业务的贡献下降也会使得新业务价值率同比下滑。

■ 2Q22 开始可受惠于低基数效应

2021年的2、3季度，受重疾险销售乏力和代理人持续脱落的影响，上市寿险公司的新业务保费大多进入负增长阶段。相应的，从2Q22开始，新业务保费同比增速将开始受惠于低基数效应。我们预计2022年新业务同比增速将呈现前低后高的态势，逐季度有所改善。

代理人改革持续推进，产能有所提升

一方面，随着代理人队伍清虚以及低产能代理人主动或被动的脱落，各上市公司的代理人平均产能持续提升。另一方面，面对销售团队技能、产品服务供给与客户需求不匹配的困境，各大寿险公司陆续主动开始代理人渠道的转型建设。其中，平安推行代理人队伍的数字化转型，上线“优+”计划、打造银保“银行家”销售队伍；太保启动“长航”计划，推动以客户需求为导向的新销售模式。进入2022年，我们预计代理人产能将持续提升，其中坚持推进代理人改革的平安和太保代理人产能提升幅度将会优于同业。

| 代理人转型计划 | 股票代码 | 具体举措 | 实施时间 |
|---------|---------|--|---|
| 平安寿险 | 2318 HK | (1) 推出人才招聘及培训的“优+计划”，精细化分层代理人队伍——大力培养钻石队伍、稳定潜力队伍以及提高新人队伍留存 (2) 数字化赋能转型，推出4大数字化工具：数字化营业部、数字化增员、数字化活动量管理、数字化培训，全方位赋能代理人渠道经营 (3) 打造新银保模式，组建“平安银行家”队伍，向大财富管理转型 | 2022/1/1 开始正式实施 |
| 太平洋寿险 | 2601 HK | (1) 颁布实施“新基本法” (2) 开发 Need-Based System(NBS)需求销售支持系统 (3) 移动端营销员活动量化管理 (4) 开展太保“长航合伙人”全球招募计划，推动代理人团队向高素质、高质量、高产能方向发展 (5) 推出客户管理经营系统， | 2022/1/1 开始正式实施 2021/10 已完成开发 2021/11 于两家分公司试点，2021/12 开始在全公司推行 2021/11/20 召开太保“长航合伙人”全球招募计划发布会 预计将于2022年正式推出 |

资料来源：公司及招银国际证券

人身险销售管理新规征求意见，严监管持续加码

根据各家媒体报道，11月25日，银保监会向各寿险公司下发《人身保险销售管理办法（征求意见稿）》，对人身保险销售活动的监管进一步趋严。根据征求意见稿的内容，新规全面覆盖了人身险销售的全部流程和各个主体，提出分级要求，限制佣金上限，要点包括：

1) **代理人和产品分级管理**：保险公司应当根据产品复杂程度、风险水平、缴费负担等指标，将产品级别划分为一至四级，一级为最低级别。同时对销售人员进行分级管理，按照教育背景、从业年限、业务品质、考核情况、培训及测试情况、诚信评价结果等进行分级。根据销售人员分级结果及保险产品分级结果，对销售人员可销售产品进行差异化授权。新入职的一级销售人员初期仅能销售缴费负担较轻的短期普通型寿险和意外险产品，授权产品范围随着新人级别晋升而逐步扩大。

| 《人身保险销售管理办法（征求意见稿）》产品分级 | | | |
|-------------------------|--------------------------|----------------------------|----------------------------|
| | 产品复杂程度 | 风险水平 | 缴费负担 |
| 低 | 普通型寿险产品、意外险产品 | 普通型人身险产品 | 缴费期间1年期以下的产品 |
| 根据缴费负担水平将确定为一、二级 | | | |
| 中 | 新型寿险产品、普通型健康险产品及普通型年金险产品 | 其余新型产品及政策型产品 | 其余由保险公司结合产品缴费灵活性、保费水平等综合评估 |
| | 二级及以上 | 三级及以上 | |
| 高 | 新型健康险产品、新型年金险产品及政策型产品 | 投资连结型保险、带有投资账户且收益不保证的政策性产品 | 缴费期间6年期及以上的产品 |
| | 三级及以上 | | |

资料来源：公司及招银国际证券

- 2) **佣金及手续费管理**：限制手续费比例，拉长佣金支付年限。征求意见稿要求，险企向中介机构支付的首期手续费，不得高于首期保费的80%；对于向销售人员支付的分期佣金，首期发放比例不得高于保单直接佣金的40%，续期佣金发放年限不得低于10年和保单缴费年限二者之中的低者。
- 3) **自保件和互保件管理**：险企不得以购买保险产品作为销售人员入司、转正或晋级的条件，不允许自保件和互保件参与任何形式的业绩考核和业务竞赛，并审慎评估自保件的佣金计提规则、避免销售人员通过自保件或互保件套利。
- 4) **银保模式管理**：自2010年以来首次允许保险公司销售人员进驻专属合作银行网点。专属合作即独家合作，每家专属合作网点每年仅能与一家寿险公司开展深度合作，不得与其他人身险公司开展常规兼业代理合作。

相较于目前行业内长期险首年佣金占比普遍超过总佣金50%以上的情况，我们认为新规落地之后，会倒逼寿险公司将代理人队伍的发展模式从追求短期规模的“人海战术”向高质量长期稳定经营模式加速转型。同时，银保专属合作模式有利于头部寿险企业扩大在银保渠道的优势和市场份额。

地产投资见底，资产端改善

随着地产行业政策底出现，地产公司股债价格从底部开始回升。上市寿险公司在地产类的股债和非标投资，占比约在总投资资产的5%左右，2021年华夏幸福、恒大等房地产企业的流动性问题，给险企资产端产生了压力。进入2022年，随着对地产行业政策边际放松，房企流动性风险释放，地产投资的价值修复，将使得险资资产端表现有所改善。

产险：车险保费增速企稳回升，预计非车承保有所改善

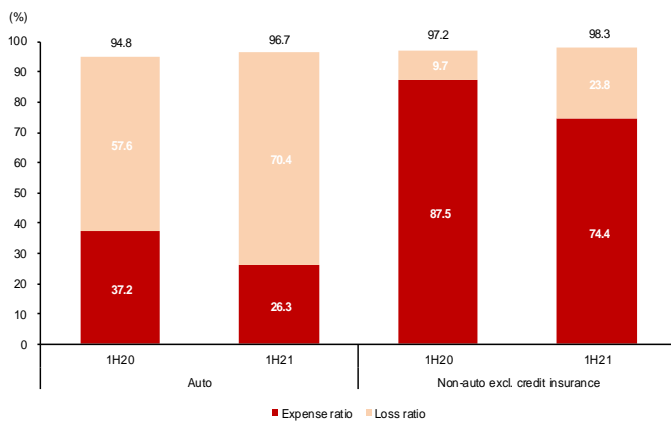
从2020年9月19日开始的产险综改已经期满一年，从4Q21开始车均保费和产险综合成本率同比开始企稳。我们认为这会让非车业务的增长压力也相应减轻，财险公司有更多空间关注非车业务的承保盈利。我们预计，随着车险保费的企稳回升，2022年非车行业的竞争压力将有所缓和，非车行业的承保情况将有所改善。人保产险等头部产险公司的承保盈利情况将持续优于行业。

车险综改的溢出效应

车险综改实施之后，车均保费较综改之前有21%的下降，这使得在商业车险投保率提升的情况下，车险行业总体保费仍较综改前有所下降。今年前9个月，车险行业保费同比负增长9.4%。在车险业务保费下降的情况下，各财险公司为了维持收入水平，对非车险的保费增长目标要求较高，造成非车险的价格竞争加剧。剔除上市公司出清融资类信保业务造成的正面影响，可以发现信保业务以外的非车业务综合成本率有所上升。

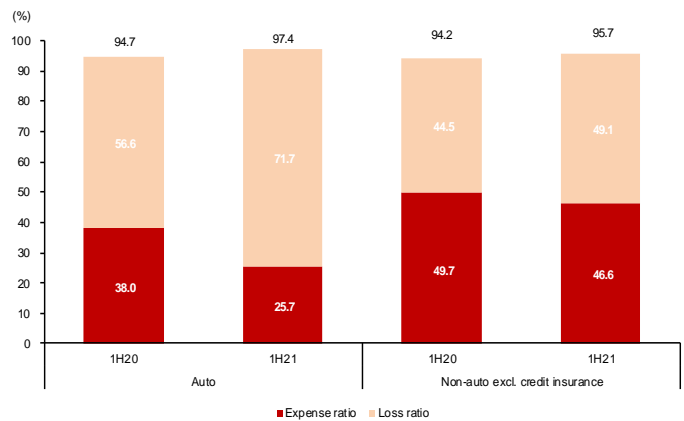
进入2021年10月份，车险综改期满一年，综改对车险保费的影响已经被消化，可以看到车险保费增速开始反弹。我们预计随着车险保费重回正增长，非车险的保费增长压力和竞争激烈程度也会有所减轻，有助于非车险综合成本率的改善。

图 140：人保财险：车险、剔除信保的非车险综合成本率



资料来源：公司及招银国际证券预测

图 141：平安财险：车险、剔除信保的非车险综合成本率

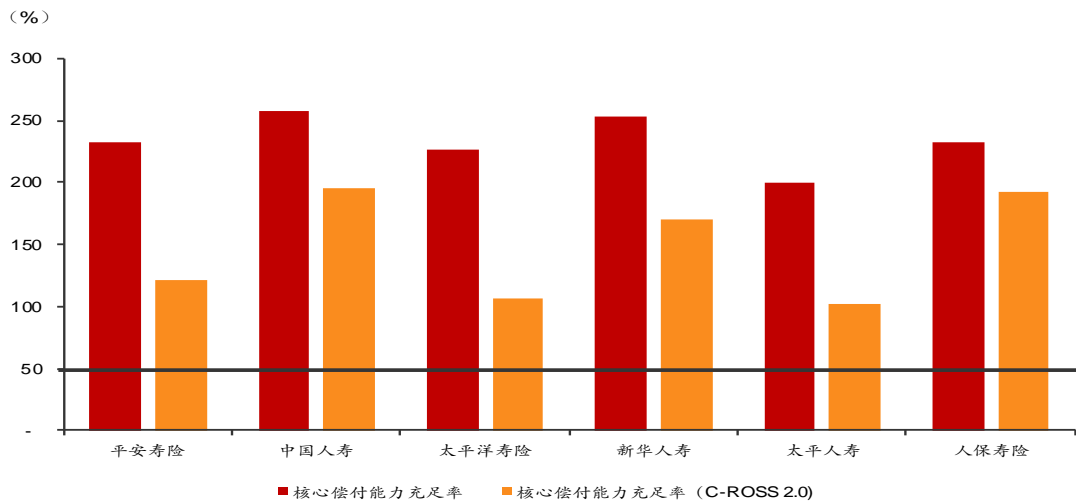


资料来源：公司及招银国际证券预测

偿二代二期工程：对寿险影响大于产险

我们预计偿二代二期工程将于2022年1季度开始正式实施。根据测算偿二代二期实施后大多数保险公司核心偿付能力会有不同程度下降，其中对寿险公司的影响大于对产险的影响，但是在二期工程实施后主要上市寿险公司的核心偿付能力仍将在100%以上，远高于监管要求的最低水平（50%），对寿险公司的运营和分红能力影响非常有限。同时，我们认为，偿二代二期保持鼓励长期业务和保障型业务的政策方向，所以未来寿险公司在坚持以价值为导向的情况下，中短期内仍然可以将核心资本维持在100%以上。

图 142: CMBI 预测偿二代二期实施后上市寿险公司核心偿付能力水平



资料来源: 公司及招银国际证券预测

750 日国债利率降幅趋缓, 2022 准备金压力减轻

我们的宏观团队预计 2022 年的 10 年期国债利率将在 2.7-3.1% 范围内波动, 上半年由于地方债供给增量所以利率相对会较高, 下半年则趋于平稳。基于此预测, 我们计算了 2022 年 750 日平均 10 年期国债利率 (也就是寿险准备金折现率的基准利率) 变化曲线, 如下图所示。我们可以看到, 2022 年 750 日国债利率仍然维持下行趋势, 但是下行幅度较 2021 年收窄。我们预计 2022 年 750 日平均国债利率降幅将在 9bps, 小于 2021 年的 16bps, 相对应的, 2022 年寿险公司增提准备金的压力将同比减小, 对盈利可以起到一定的支撑作用。

投资推荐: 上半年财险优于寿险, 推荐买入人保财险 (2328 HK)

当前保险板块估值水平处于历史底部, 港股主要上市寿险公司 P/EV FY22E 在 0.2-0.5 倍, P/BV FY22E 在 0.4-0.9 倍, 人保财险 P/BV FY22E 在 0.6 倍。展望 2022 年, 我们认为上半年财险经营情况改善将优于寿险: 车险同比保费增速反弹, 非车行业的竞争压力将有所缓和, 非车行业的承保情况有望改善; 寿险负债端持续承压, 2022 年新业务同比增长将呈现前低后高的态势, 逐季度有所改善; 750 日平均 10 年期国债利率降幅减缓, 准备金增提压力减小; 资产端受惠于地产政策边际改善。重点推荐买入人保财险 (2328.HK), 我们认为 2022 年产险行业将进一步分化, 人保财险作为头部产险公司其承保盈利情况将持续优于行业。我们预测人保财险 2022 保费增速达到双位数增长, 综合成本率略有改善。

估值

图 143: 同业估值对比图

| Ticker | Company | Price | Rating | PO | Upside | P/BV | | | | Dividend yield | | | | P/E | | | |
|-----------|------------|--------------------|--------|-------|--------|-------------------------|----------|----------|----------|----------------|-------|-------|-------|------------|--------|--------|--------|
| | | | | | | FY20 | FY21E | FY22E | FY23E | FY20 | FY21E | FY22E | FY23E | FY20 | FY21E | FY22E | FY23E |
| 2318 HK | Ping An | 55.00 | Buy | 87.02 | 58% | 1.1 x | 1.0 x | 0.9 x | 0.8 x | 5.0% | 5.3% | 6.0% | 6.9% | 5.6 x | 6.7 x | 5.7 x | 5.5 x |
| 2628 HK | China Life | 13.00 | Buy | 18.41 | 42% | 0.7 x | 0.6 x | 0.6 x | 0.5 x | 5.9% | 6.0% | 6.9% | 7.4% | 6.1 x | 6.1 x | 5.3 x | 4.9 x |
| 2601 HK | CPIC | 23.35 | Buy | 36.98 | 58% | 0.8 x | 0.8 x | 0.7 x | 0.7 x | 6.7% | 7.4% | 8.6% | 9.6% | 7.4 x | 6.5 x | 5.6 x | 5.1 x |
| 1336 HK | NCL | 21.20 | Buy | 34.04 | 61% | 0.5 x | 0.5 x | 0.4 x | 0.4 x | 7.9% | 8.6% | 9.0% | 10.3% | 3.8 x | 3.5 x | 3.4 x | 2.9 x |
| 966 HK | Taiping | 11.00 | Buy | 14.21 | 29% | 0.4 x | 0.4 x | 0.4 x | 0.3 x | 3.6% | 5.1% | 6.8% | 7.6% | 6.0 x | 4.9 x | 4.4 x | 4.0 x |
| 1339 HK | PICC Group | 2.31 | Buy | 3.57 | 55% | 0.4 x | 0.4 x | 0.4 x | 0.3 x | 8.1% | 9.3% | 10.7% | 12.4% | 4.2 x | 3.7 x | 3.2 x | 2.8 x |
| 2328 HK | PICC P&C | 6.75 | Buy | 11.53 | 71% | 0.7 x | 0.6 x | 0.6 x | 0.5 x | 6.7% | 7.1% | 8.1% | 9.6% | 6.0 x | 5.6 x | 4.9 x | 4.2 x |
| 6060 HK | Zhong An | 27.50 | Buy | 44.27 | 61% | 1.9 x | 1.8 x | 1.7 x | 1.6 x | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 61 x | 37.9 x | 37.7 x | 24.3 x |
| 601318 CH | Ping An | 48.77 | Buy | 72.23 | 48% | 1.2 x | 1.1 x | 0.9 x | 0.9 x | 4.6% | 4.9% | 5.6% | 6.4% | 6.0 x | 7.1 x | 6.1 x | 5.8 x |
| 601628 CH | China Life | 28.99 | Sell | 18.34 | -37% | 1.8 x | 1.7 x | 1.5 x | 1.4 x | 2.2% | 2.2% | 2.6% | 2.8% | 16.4 x | 16.3 x | 14.3 x | 13.3 x |
| 601601 CH | CPIC | 27.44 | Buy | 36.84 | 34% | 1.2 x | 1.1 x | 1.0 x | 0.9 x | 4.7% | 5.2% | 6.1% | 6.8% | 10.4 x | 9.3 x | 8.0 x | 7.2 x |
| 601336 CH | NCL | 38.17 | Sell | 28.26 | -26% | 1.2 x | 1.0 x | 0.9 x | 0.8 x | 3.6% | 4.0% | 4.2% | 4.8% | 8.3 x | 7.6 x | 7.3 x | 6.4 x |
| 601319 CH | PICC Group | 4.67 | Sell | 3.70 | -21% | 1.0 x | 0.9 x | 0.9 x | 0.8 x | 3.3% | 3.8% | 4.4% | 5.1% | 10.3 x | 9.0 x | 7.8 x | 6.8 x |
| | | P/EV (Group) | | | | New Business Multiplier | | | | ROE | | | | ROEV | | | |
| | | FY20 | FY21E | FY22E | FY23E | FY20 | FY21E | FY22E | FY23E | FY20 | FY21E | FY22E | FY23E | FY20 | FY21E | FY22E | FY23E |
| 2318 HK | Ping An | 0.6 x | 0.6 x | 0.5 x | 0.5 x | (10.0) x | (15.0) x | (18.4) x | (20.7) x | 19.9% | 15.6% | 16.4% | 15.5% | 10.1% | 8.2% | 11.3% | 11.0% |
| 2628 HK | China Life | 0.3 x | 0.3 x | 0.2 x | 0.2 x | (13.1) x | (17.8) x | (18.7) x | (18.7) x | 11.8% | 10.9% | 11.4% | 11.2% | 12.9% | 6.5% | 6.8% | 7.0% |
| 2601 HK | CPIC | 0.4 x | 0.4 x | 0.4 x | 0.3 x | (14.9) x | (19.5) x | (20.5) x | (20.8) x | 12.5% | 12.5% | 13.5% | 13.7% | 14.8% | 6.0% | 8.1% | 7.6% |
| 1336 HK | NCL | 0.2 x | 0.2 x | 0.2 x | 0.2 x | (20.2) x | (26.5) x | (28.3) x | (28.3) x | 15.4% | 14.4% | 13.4% | 13.9% | 16.0% | 7.0% | 6.2% | 6.0% |
| 966 HK | Taiping | 0.2 x | 0.2 x | 0.2 x | 0.2 x | (17.2) x | (21.7) x | (22.3) x | (22.7) x | 7.8% | 8.6% | 8.6% | 8.8% | 19.0% | 6.8% | 6.6% | 6.4% |
| 1339 HK | PICC Group | 0.3 x | 0.3 x | 0.3 x | 0.3 x | (42.2) x | (61.4) x | (65.9) x | (69.6) x | 10.4% | 10.9% | 11.5% | 12.3% | 12.8% | 6.0% | 7.2% | 7.5% |
| 601318 CH | Ping An | 0.7 x | 0.6 x | 0.6 x | 0.5 x | (8.8) x | (13.6) x | (17.0) x | (19.5) x | 19.9% | 15.6% | 16.4% | 15.5% | 10.1% | 8.2% | 11.3% | 11.0% |
| 601628 CH | China Life | 0.8 x | 0.7 x | 0.7 x | 0.6 x | (4.3) x | (6.9) x | (8.3) x | (9.2) x | 11.8% | 10.9% | 11.4% | 11.2% | 12.9% | 6.5% | 6.8% | 7.0% |
| 601601 CH | CPIC | 0.6 x | 0.5 x | 0.5 x | 0.5 x | (10.6) x | (14.5) x | (15.9) x | (16.6) x | 12.5% | 12.5% | 13.5% | 13.7% | 14.8% | 6.0% | 8.1% | 7.6% |
| 601336 CH | NCL | 0.5 x | 0.5 x | 0.4 x | 0.4 x | (13.2) x | (18.2) x | (20.0) x | (20.6) x | 15.4% | 14.4% | 13.4% | 13.9% | 16.0% | 7.0% | 6.2% | 6.0% |
| 601319 CH | PICC Group | 0.8 x | 0.7 x | 0.7 x | 0.6 x | (14.1) x | (24.0) x | (29.6) x | (35.0) x | 10.4% | 10.9% | 11.5% | 12.3% | 12.8% | 6.0% | 7.2% | 7.5% |
| | | P&C premium growth | | | | Combined ratio | | | | Expense ratio | | | | Loss ratio | | | |
| | | FY20 | FY21E | FY22E | FY23E | FY20 | FY21E | FY22E | FY23E | FY20 | FY21E | FY22E | FY23E | FY20 | FY21E | FY22E | FY23E |
| 2318 HK | Ping An | 5.5% | 0.0% | 6.0% | 6.0% | 99.1% | 98.0% | 98.0% | 98.0% | 38.6% | 36.5% | 36.5% | 36.5% | 60.5% | 61.5% | 61.5% | 61.5% |
| 2601 HK | CPIC | 11.1% | 3.2% | 6.7% | 7.1% | 99.0% | 98.6% | 98.6% | 98.6% | 37.6% | 37.4% | 37.4% | 37.4% | 61.4% | 61.2% | 61.2% | 61.2% |
| 966 HK | Taiping | 3.5% | 0.0% | 5.0% | 5.0% | 103.9% | 105.0% | 101.0% | 100.0% | 48.6% | 48.0% | 45.0% | 45.0% | 55.3% | 57.0% | 56.0% | 55.0% |
| 2328 HK | PICC P&C | 0.0% | 1.0% | 10.0% | 10.0% | 98.9% | 99.0% | 98.6% | 98.2% | 32.7% | 27.0% | 26.8% | 26.8% | 66.2% | 72.0% | 71.8% | 71.4% |
| 6060 HK | Zhong An | 0.1% | 0.4% | 0.2% | 0.2% | 102.5% | 99.9% | 99.4% | 98.9% | 48.4% | 51.3% | 50.4% | 49.6% | 54.1% | 48.6% | 49.0% | 49.3% |

资料来源: 公司及招银国际证券预测

中国房地产板块

优于大市

分析师：曾展 – jeffreyzeng@cmbi.com.hk
肖潇 – xiaoxiao@cmbi.com.hk

政策面、基本面逐渐改善；过渡期仍需靠董事长

2022年房地产板块投资策略总结

纵观 2021 年，房地产政策一直保持连贯和坚决，强调“三稳”- 稳地价，稳房价，稳预期以及房住不炒等中心思想。从年初的银行贷款双集中、22 城集中供地等政策到 10 月宣布的房产税试点（图 144），我们可以清晰的看到中央对地方财政收入依赖、金融行业地产敞口等各方面去地产化的决心。我们预计未来房地产政策将与平稳发展的整体基调保持一致并逐渐趋于稳定。

目前，我们认为政策面及基本面已于 9 月触底并在 10 月底有所改善。10 月房地产贷款投放量自今年 4 月以来首次同比上升 4% 以及交易商协会于近期召开座谈会支持优质企业（金地，保利，招商蛇口）发行中期票据。但是，我们仍然认为这些政策远远不能解决现在的离岸债再融资风险。对于身陷困境的房企，一是需要坚决的处置资产，另外的关键在于在极端情况下董事长是否有足够的个人财富实力去担保公司。我们对各房企董事长的个人财富能否满足现金需求做出了深入分析，并得出即使在非常严格的销售监管下，融创和世茂也能存活下来。

鉴于此，我们认为目前可以关注超跌但能够短期内存活下来的深度价值股，如：融创（2020A 市净率 0.4 倍）、世茂（2020A 市净率 0.3 倍），以及长期能跑赢行业的龙头企业，如：龙湖、中海、华润置地。其中，龙湖和华润置地的商业布局可以为其创造稳定的经常性收入，我们预计其估值较行业均值来说会有一定的溢价。

最后对于房地产的未来，我们认为有四点：1) 一些房企会断臂求生，失去增长。这个从 2021 年下半年大部分民企停止拿地已经可以看到。整个行业的销售面积在 2022 年预计会同比微跌 2%。2) 长期主义者会跑赢。比如有自己拿地节奏的公司（龙湖、中化），已经在 2021 年下半年行业冰封的时候逆周期拿地。3) 中央会更加坚定去地产化，以防止风险的再次出现。房地产税的出台我们认为会加快。4) 市场将在明年第一季度开始回暖，因第一季度流动性更加充裕（第一季度家庭贷款占全年比率平均大于 32%）。

10月底政策面开始逐渐放松，但基本面仍需时间才能改善

我们认为政策面已经于9月份触底，并于10月底有所好转。整体市场流动性有所改善，1) 10月公布的广义货币(M2)同比增长8.7%，高于市场预期的8.3%以及8月和9月的增幅(8.2%/8.3%)。2) 10月20日，刘鹤发言称“房地产合理的资金需求正在得到满足，健康发展的整体态势不会改变”。发言后，我们观测到央行开始于当日开始加大每日净注入量。于10月20日至29日向市场净注入了万亿人民币，为市场提供了一些流动性，本次释放量同比、环比均有明显提升(图145)。3) 同时，10月底公布的中长期家庭贷款(可以视为抵押贷款)同比增长4%至4,220亿人民币(6月-9月同比下降19-34%)，是今年4月以来首次同比上升。这也佐证了央行有意加快贷款的流程。但是贷款总额较9月还是有10%的环比下降，所以放松力度也不是十分显著。值得注意的是10月份的社融数据弱于市场预期，这可能表示整体贷款的需求并不强。

从10月份国家统计局公布的房地产销售数据来看，基本面仍没有改善并持续保持疲态。这主要是因为政策需要时间才能渗透到销售端。虽然政策面已经有所放松，但是要重振购房者的信心是需要时间的。10月房地产销售面积和金额的同比跌幅(-22%/-23%，9月同比跌13%/16%)，与我们预测的第四季度同比跌幅(20%/15%)相符。基于今年上半年强劲的市场表现，我们预计今年全年销售面积将同比上升3%，销售金额将同比上升5%(图146)。

政策从多方面对房地产企业开始缓和

据中新经纬报道，交易商协会于11月9日与房地产企业代表组织了一次座谈会，帮助房企发行银行间融资产品(中期票据、超短融等)。自11月10日起，共有25家房企及城投企业宣布在银行间市场融资，所涉金额达287.8亿元，数额及发行企业数量相对较高(图147)。但值得注意的是，虽然银行间融资的途径已经打开，鼓舞了市场的信心。但成功发行的都是国企、央企、或城投公司，其主体和债券的评级相对都较高，主要是利用政府的信用进行背书，是否能扩大发债主体至其他类型的房企仍有待观察。与此同时，在因城施策的大前提下，武汉、沈阳也于11月拟定放松限购限售政策。我们预测合约销售和回款方面也会有所好转。虽然放松的信号已经开始陆续发出，但是这远远不够提振整体地产板块。

国企不会成为救市的主力军

我们并不认为众多国企会成为这一次救市的主力军，原因有以下两点。第一，从经营困难的房企手中收购资产包、土地或项目存在巨大的隐形债务和法律风险。万科曾经通过入股泰禾、接盘华夏幸福项目以及用551亿收购广信资产包来帮助困难房企。其中，广信资产包官司缠身，难以创收。虽于2020年已完成1257宗历史执行案件的结案，但仍有约1,500宗执行案件和外部债务待解决，金额约23.91亿元。未解决的诉讼和债务可能会引起土地查封、抵押、失信、房屋与地块占用以及存款冻结等问题，需要与利益相关方商谈并解决。其次，承债式收购也会被记入三条红线内。据财联社报道，对于地产收并购，近期部分央企国企向监管部门反映，如果要做一些承债式收购，“三条红线”就会被突破，建议监管部门对“三条红线”相关指标予以调整。但我们认为这一要求并不现实也难以落地。所以我们认为此次危机中，国企并不会通过大幅收购来帮助身陷困境的房企。

董事长需用个人财富在过渡期为公司争取时间

离岸债再融资风险的压力下，光靠政策放松的力度和加快销售回款是不够的。我们认为最有可能短期救助房企的是其董事长，因为 1) 房地产业务仍是他们最大的财富（占总财富 70%）。2) 目前行业平均估值处于低谷（0.7 倍 PB 及 3 倍 PE）。3) 大部分董事长都很看重信用与声誉。我们通过分析得出即使在非常严格的销售监管下（受限现金占总现金比 30-40%），融创和世茂也能存活下来。实际上，一些董事长已经采取行动开始帮扶公司渡过难关，如：孙宏斌先生对融创提供 4.5 亿美元无息贷款，以及许家印为恒大注入超 70 亿资金（资金来自于许家印个人抵押股票，出售位于香港的别墅，卖掉私人飞机，还有将位于深圳湾一号和广州珠江新城自住的房子出售）。这可以为房企在基本面和流动性得到改善前争取一些时间。

另一方面，公司董事长也需要有足够的个人财富实力去担保，就此我们对地产董事长个人财富实力进行详细分析（图 148）。首先，我们以胡润百富榜作为董事长及家族总财富的主要基数。其次，扣除了他所有上市公司归属个人的市值。第三，我们用短债减现金乘以（1-受限现金比例）计算出公司的现金缺口。在地方政府强调“保交楼”以及加强预售资金监管的情况下，我们也假设了较高的受限比例，约 30-50%。最后，我们把董事长的个人财富与公司的现金缺口进行比较，计算出董事长是否有足够雄厚的财力可以用于担保公司。我们得出的结论是世茂和融创可以通过董事长的帮扶在短期存活下去，但恒大、富力和新力的现金缺口较大，仅靠董事长个人财富不足以支撑公司渡过难关。

房地产行业未来的展望

对于房地产未来的展望，我们认为有以下四点：

1) **断臂求生，失去增长**：我们预判大部分开发商可以生存下来，但是规模会有所缩水。目前，离岸债再融资危机已经波及到市场上 10% 的开发商。未来，还付债务和去杠杆是条必经之路。这必将带来拿地减少或放缓、开发规模缩减，最终导致销售及利益下降的连锁反应。这个趋势从 2021 年下半年大部分民企已经停止拿地可以看出。基于此，我们认为 2022 年全年的销售面积会同比下降 2%（图 149）。

2) **长期主义者和优质房企会跑赢行业**：当前形势其实会利好有自己拿地节奏的公司，比如：龙湖（图 150）、中海，它们在 2021 年下半年行业冰封的时候加大拿地，逆周期拿下优质的土地。逆周期拿地也将为此类公司未来的毛利率提供保障并强化盈利能力，使它们在长期跑赢行业中的其他房企。与此同时，我们还可以通过以下四个维度来分析及区分不同房企的品牌质量。

- **销售目标完成率**：合景泰富，富力地产，时代中国前 10 个月的合约销售完成率只有 69%，极有可能无法完成年度销售目标，进而给公司带来额外的现金流压力。但反观，华润、碧桂园的完成率在行业中属于较高的（图 151）。
- **表外负债**：近年来，由于合资开发模式逐渐增加，权益销售比较小的开发商往往拥有较多的表外负债。在众多开发商中，德信、弘阳、大发、融创的权益销售比较低，因此可能有较高的表外负债。但国企背景的中海权益销售比则达 93%，因此表外负债较少，财务报表的穿透性也更强（图 152）。

- **隐性负债：**资产负债表的少数股东权益反应项目投资期少数股东出资的情况，而利润表的少数股东权益则反映了项目完成时的利润分配情况。因此，资产负债表少数股东权益占比与利润表少数股东权益占比出入较大的开发商很有可能在项目尚未卖出前已经以其他形式还付了少数股东的前期投入，即为“明股实债”或“隐性负债”（图 153）。这一类的开发商的风险相对较高，如：恒大、奥园。
- **应付款占总负债的比例：**我们认为，在预售资金监管持续收紧的情况下，应付账款占总负债比例较高的开发商将面对更加强劲的资金压力（图 154）。因其现金流将大量用于建筑成本以完成“保交楼”的任务。

3) **中央坚定去地产化：**此次地产危机波及范围及受众很广，这将会加速中央摆脱财政依赖卖地的决心，以防止风险的再次出现。房地产税的出台我们认为会加快且其范围将大于市场预期。其中，我们已知的是房产税征收范围已扩大至非居住用房产。我们认为会先从公寓式住宅开始征收。在国家统计局公布的房地产销售数据中，我们推测公寓式住宅占办公楼销售面积的 30-50%，这意味着征税面积将提升 1.2%。此外，试点城市可能包括除深圳及海南外的其他一、二线城市。但截至目前为止，房产税试点的负面影响尚未显现。虽然房产税试点目前仅处于草案阶段，但市场已经开始担忧拥有多套房的业主在短期内会大量抛售房产。根据我们追踪的 8 个一、二线城市近期交易数据来看，10 月 24 日至今每周平均销售量仅 666 套，较历史平均水平要低 32%（图 155）。该数据可以作证目前的实际情况比市场预期的要好。我们认为要等到税率和征收范围正式出炉后才有可能出现实质的影响。

4) **明年第一季度市场将回暖：**据我们的研究显示一季度房地产政策相对平和，历史以来鲜少加码打压，而信贷方面的流动性也更加充裕，通常第一季的度家庭贷款占全年比率大于 32%（图 156）。所以，我们预计在明年第一季度市场将逐渐回暖。

重要图表

图 144: 地产行业相关政策自 2020 年第二季度以来保持高度一致

| 政策趋势 | 具体政策 |
|---------|---|
| 1Q17 放松 | 河南苏州放款商业性住宅政策 |
| 2Q17 收紧 | 20个主要2线城市收紧房地产政策 |
| 3Q17 收紧 | 北海, 南宁, 聊城, 三亚等3线城市收紧房地产政策 |
| 4Q17 | 真空期 |
| 1Q18 | 真空期 |
| 2Q18 收紧 | 大连, 沈阳, 宁波, 长春等城市收紧政策 |
| 3Q18 收紧 | 政治局会议: 坚决抑制房价上涨 |
| 4Q18 放松 | 政治局会议: 拿掉房地产的段落 |
| 1Q19 | 真空期 |
| 2Q19 收紧 | 政治局会议重申房住不炒 |
| 3Q19 收紧 | 政治局会议: 不以地产为短期刺激经济的手段 |
| 4Q19 放松 | 5年期LPR降息5个点 |
| 1Q20 放松 | 5年期LPR降息10个点 |
| 2Q20 收紧 | 政治局会议重申房住不炒, 央行抑制资金变相进入房地产 |
| 3Q20 收紧 | 三条红线 |
| 4Q20 中立 | 政治局会议提出促进房地产市场平稳健康发展, 7城市放松落户政策, 贷款上限出台 |
| 1Q21 中立 | 银行两道红线出台, 22城开始实施集中供地 |
| 2Q21 收紧 | 政治局会议: 禁炒学区房并重申房住不炒 |
| 3Q21 收紧 | 政治局会议重申房住不炒并提出加快发展租赁住房, 落实用地、税收等支持政策 |
| 4Q21 收紧 | 习主席强调房住不炒并提出积极推进房产税立法 |

资料来源: 招银国际证券

图 146: 2021 年地产销售面积、金额及开发投资预测表

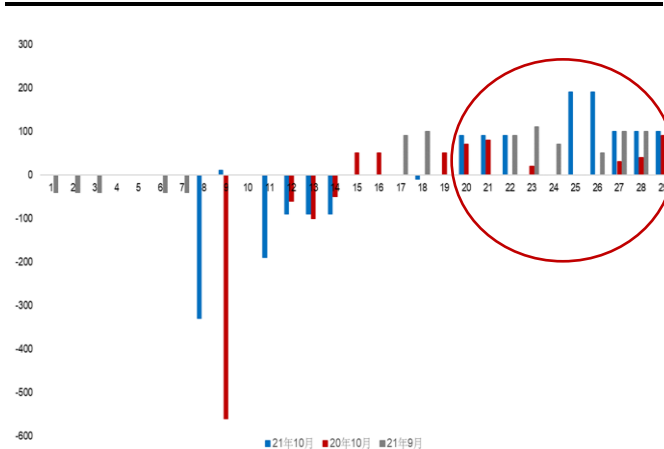
| | 住宅商品房销售面积 (百万平方米) | 同比 | 住宅商品房销售额 (亿人民币) | 同比 | 地产开发投资 (亿人民币) | 同比 |
|-------|----------------------|-----|--------------------|-----|------------------|-----|
| 2010 | 931 | 9% | 43,953 | 15% | 34,038 | 33% |
| 2011 | 970 | 4% | 48,619 | 11% | 44,308 | 30% |
| 2012 | 985 | 1% | 53,467 | 10% | 49,374 | 11% |
| 2013 | 1,157 | 18% | 67,695 | 27% | 58,951 | 19% |
| 2014 | 1,052 | -9% | 62,396 | -8% | 64,352 | 9% |
| 2015 | 1,124 | 7% | 72,753 | 17% | 64,595 | 0% |
| 2016 | 1,375 | 22% | 99,064 | 36% | 68,704 | 6% |
| 2017 | 1,448 | 5% | 110,240 | 11% | 75,148 | 9% |
| 2018 | 1,479 | 2% | 126,393 | 15% | 85,192 | 13% |
| 2019 | 1,501 | 1% | 139,440 | 10% | 97,071 | 14% |
| 2020 | 1,549 | 3% | 154,567 | 11% | 104,446 | 8% |
| 2021* | 1,590 | 3% | 162,813 | 5% | 111,443 | 7% |

2021年*预测中假设以下几点:

1. 10 - 12月住宅商品房销售面积同比下降15%
2. 10 - 12月住宅商品房销售额同比下降20%
3. 10 - 12月地产开发投资同比下降5%

资料来源: 国家统计局及招银国际证券预测

图 145: 央行于 10 月 20 日开始加大净注入量



资料来源: 彭博终端

图 147: 11 月 10 日至 12 日房企拟进行的银行间债券发行计划

| 企业简称 | 公告时间 | 融资方式 | 融资金额 (亿元) |
|------|--------|------|-----------|
| 招商蛇口 | 11月12日 | 超短融 | 30 |
| 招商蛇口 | 11月12日 | 中期票据 | 30 |
| 光明地产 | 11月12日 | 中期票据 | 5 |
| 上海建工 | 11月12日 | 中期票据 | 20 |
| 张江高科 | 11月12日 | 超短融 | 8 |
| 娄底万宝 | 11月12日 | 中期票据 | 5 |
| 巢湖城投 | 11月12日 | 中期票据 | 4 |
| 厦门建发 | 11月12日 | 中期票据 | 15 |
| 栖霞建设 | 11月12日 | 中期票据 | 4 |
| 北京城投 | 11月11日 | 中期票据 | 17 |
| 亳州城建 | 11月11日 | 中期票据 | 5 |
| 太湖新城 | 11月11日 | 超短融 | 10 |
| 柳州城建 | 11月11日 | 中期票据 | 9 |
| 宜春城投 | 11月11日 | 超短融 | 3 |
| 厦门象屿 | 11月11日 | 超短融 | 20 |
| 济南城建 | 11月11日 | 中期票据 | 15 |
| 保利发展 | 11月11日 | 中期票据 | 20 |
| 泰兴城投 | 11月11日 | 中期票据 | 10 |
| 中建三局 | 11月11日 | 超短融 | 10 |
| 厦门国贸 | 11月11日 | 超短融 | 10 |
| 漳州城投 | 11月11日 | 中期票据 | 9 |
| 镇江城投 | 11月11日 | 中期票据 | 4 |
| 小商品城 | 11月11日 | 超短融 | 10 |
| 常州城建 | 11月11日 | 超短融 | 5 |
| 北京住总 | 11月11日 | 超短融 | 10 |

资料来源: 克尔瑞

图 148: 董事长个人财富实力分析

| 公司简称 | 胡润百富披露财富 | | | 现金缺口 | | | | |
|------|------------|-------|-------|--------|---------|------|-------|----------------------------|
| | 上市公司归属个人市值 | 个人净财富 | 个人净财富 | 1H21短债 | 1H21总现金 | 受限现金 | 非受限现金 | -(1H21短债 - 总非受限现金 - 个人净财富) |
| 恒大 | 204 | 126 | 78 | 240 | 162 | 75 | 87 | -75 |
| 世茂 | 102 | 46 | 56 | 44 | 82 | 33 | 49 | 61 |
| 碧桂园 | 215 | 177 | 38 | 87 | 186 | 74 | 112 | 63 |
| 富力 | 41 | 18 | 23 | 52 | 29 | 16 | 13 | -16 |
| 雅居乐 | 45 | 22 | 23 | 40 | 57 | 23 | 34 | 17 |
| 龙湖 | 110 | 97 | 13 | 19 | 99 | 40 | 60 | 53 |
| 融创 | 59 | 50 | 9 | 91 | 123 | 37 | 86 | 4 |
| 时代 | 19 | 11 | 8 | 12 | 27 | 8 | 19 | 15 |
| 建业 | 14 | 6 | 7 | 9 | 16 | 5 | 12 | 10 |
| 合景泰富 | 24 | 18 | 6 | 24 | 47 | 14 | 33 | 15 |
| 佳兆业 | 9 | 5 | 4 | 25 | 48 | 27 | 21 | 0 |
| 旭辉 | 24 | 21 | 3 | 20 | 52 | 16 | 37 | 20 |
| 奥园 | 13 | 10 | 2 | 52 | 70 | 21 | 49 | 0 |
| 弘阳 | 7 | 5 | 2 | 10 | 33 | 15 | 18 | 9 |
| 新力 | 11 | 10 | 1 | 13 | 19 | 8 | 12 | -1 |

资料来源: 胡润百富, 公司及招银国际证券预测

图 149: 2022E 销售及投资预测

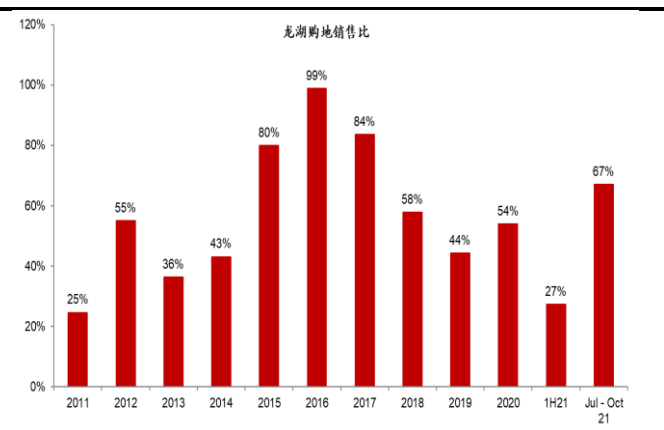
| | 住宅商品房销售面积 (百万平方米) | 同比 | 住宅商品房销售额 (人民币亿元) | 同比 | 地产开发投资 (人民币亿元) | 同比 |
|-------|-------------------|-----|------------------|-----|----------------|-----|
| 2010 | 931 | 9% | 43,953 | 15% | 34,038 | 33% |
| 2011 | 970 | 4% | 48,619 | 11% | 44,308 | 30% |
| 2012 | 985 | 1% | 53,467 | 10% | 49,374 | 11% |
| 2013 | 1,157 | 18% | 67,695 | 27% | 58,951 | 19% |
| 2014 | 1,052 | -9% | 62,396 | -8% | 64,352 | 9% |
| 2015 | 1,124 | 7% | 72,753 | 17% | 64,595 | 0% |
| 2016 | 1,375 | 22% | 99,064 | 36% | 68,704 | 6% |
| 2017 | 1,448 | 5% | 110,240 | 11% | 75,148 | 9% |
| 2018 | 1,479 | 2% | 126,393 | 15% | 85,192 | 13% |
| 2019 | 1,501 | 1% | 139,440 | 10% | 97,071 | 14% |
| 2020 | 1,549 | 3% | 154,567 | 11% | 104,446 | 8% |
| 2021* | 1,590 | 3% | 162,813 | 5% | 111,443 | 7% |
| 2022E | 1,558 | -2% | 162,813 | 0% | 117,016 | 5% |

2021年*预测中假设以下几点:

1. 10 - 12月住宅商品房销售面积同比下降15%
2. 10 - 12月住宅商品房销售额同比下降20%
3. 10 - 12月地产开发投资同比下降5%

资料来源: 国安统计局, 招银国际证券预测

图 150: 龙湖购地销售比于 2021 年下半年有显著提升



资料来源: 公司及招银国际证券预测

图 151: 各房企年度目标完成率

| 公司名称 | 十月份销售 (十亿人民币) | | 2021年前10月销售 (十亿人民币) | | 2021年度目标 (十亿人民币) | | 完成率 | |
|------------|---------------|----|---------------------|-----|------------------|-----|-----|-----|
| | 销售 | 同比 | 销售 | 同比 | 销售 | 同比 | | |
| 华润 | 1109 HK | 20 | -22% | 250 | 15% | 315 | 11% | 79% |
| 旭辉 | 884 HK | 16 | -19% | 209 | 20% | 265 | 15% | 79% |
| 碧桂园 (权益金额) | 2007 HK | 47 | -17% | 490 | -2% | 624 | 9% | 79% |
| 金茂 | 817 HK | 20 | 9% | 196 | 9% | 250 | 8% | 78% |
| 中海 | 688 HK | 26 | -7% | 303 | 6% | 400 | 11% | 76% |
| 雅居乐 | 3383 HK | 11 | -27% | 113 | 8% | 150 | 9% | 75% |
| 中骏 | 1966 HK | 8 | -32% | 90 | 13% | 120 | 18% | 75% |
| 新城 | 1030 HK | 24 | -10% | 194 | 2% | 260 | 4% | 75% |
| 龙湖 | 960 HK | 26 | -7% | 228 | 6% | 310 | 15% | 74% |
| 世茂 | 813 HK | 20 | -32% | 242 | 5% | 330 | 10% | 73% |
| 融创 | 1918 HK | 51 | -28% | 513 | 14% | 700 | 22% | 73% |
| 奥园 | 3883 HK | 10 | -33% | 109 | 10% | 150 | 13% | 72% |
| 合景泰富 | 1813 HK | 9 | -25% | 86 | 10% | 124 | 20% | 69% |
| 富力 | 2777 HK | 11 | -38% | 104 | -6% | 150 | 8% | 69% |
| 时代中国 | 1233 HK | 9 | -19% | 76 | 7% | 110 | 10% | 69% |
| 万科 | 2202 HK | 37 | -31% | 518 | -5% | 790 | 12% | 66% |
| 平均值 | | | -21% | | 5% | 12% | 74% | |

资料来源: 公司, 招银国际证券

图 152: 各房企权益销售比一览

| 公司名称 % | 权益销售比 | | | | |
|-----------|--------|--------|--------|--------|------|
| | F2017A | F2018A | F2019A | F2020A | 1H21 |
| 德信 | 93% | 77% | 41% | 37% | 30% |
| 弘阳 | 92% | 65% | 53% | 47% | 41% |
| 大发 | NA | 108% | 67% | 57% | 46% |
| 旭辉 | 60% | 53% | 55% | 58% | 59% |
| 融创 | 72% | 71% | 69% | 68% | 63% |
| 万科 | 72% | 70% | 65% | 65% | 65% |
| 中海 | 93% | 93% | 93% | 93% | 93% |
| 碧桂园 | 72% | 71% | 71% | 72% | 71% |
| 华润置地 | 86% | 86% | 69% | 64% | 68% |
| 龙湖 | 70% | 70% | 70% | 70% | 70% |
| 世茂 | 87% | 86% | 70% | 70% | 70% |
| 雅居乐 | 100% | 79% | 73% | 74% | 74% |
| 合景泰富 | 81% | 82% | 64% | 62% | 69% |
| 奥园 | 85% | 85% | 83% | 75% | 73% |
| 时代中国 | 99% | 92% | 94% | 94% | 87% |
| 中骏 | 87% | 77% | 54% | 66% | 73% |
| 金辉 | 85% | 95% | 74% | 81% | 70% |
| 祥生 | 100% | 85% | 76% | 71% | 72% |
| 恒大 | 95% | 95% | 95% | 95% | 95% |
| 平均值 | 81% | 78% | 74% | 73% | 72% |

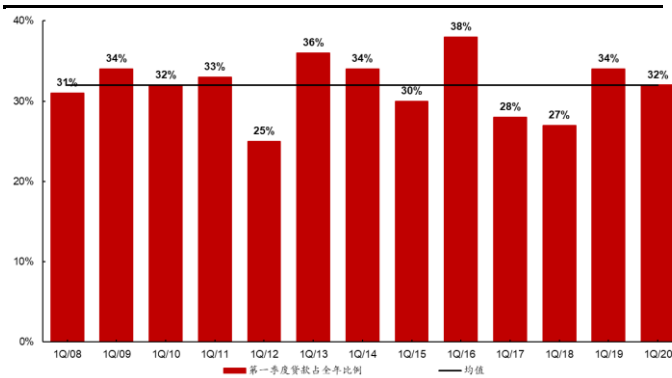
资料来源: 公司, 招银国际证券

图 154: 房企应付账款占总负债比例一览

| 公司名称 % | 应付账款/总负债 | | | |
|-----------|----------|--------|--------|--------|
| | F2017A | F2018A | F2019A | F2020A |
| 恒大 | 30% | 42% | 46% | 50% |
| 时代中国 | 25% | 29% | 38% | 40% |
| 碧桂园 | 38% | 36% | 38% | 40% |
| 世茂 | 38% | 39% | 40% | 40% |
| 雅居乐 | 31% | 34% | 34% | 39% |
| 旭辉 | 35% | 34% | 37% | 38% |
| 万科 | 38% | 40% | 41% | 36% |
| 龙湖 | 31% | 34% | 34% | 35% |
| 融创 | 30% | 28% | 29% | 34% |
| 奥园 | 19% | 23% | 27% | 30% |
| 华润置地 | 28% | 28% | 27% | 29% |
| 中海 | 26% | 29% | 29% | 28% |
| 德信 | 23% | 22% | 23% | 27% |
| 中骏 | 22% | 28% | 32% | 26% |
| 合景泰富 | 41% | 17% | 21% | 25% |
| 大发 | 14% | 19% | 25% | 23% |
| 祥生 | 16% | 13% | 14% | 20% |
| 金辉 | 16% | 15% | 15% | 16% |
| 弘阳 | 18% | 12% | 15% | 16% |
| 平均值 | 32% | 35% | 36% | 37% |

资料来源: 公司, 招银国际证券

图 156: 第一季度家庭贷款占全年比率大于 32%



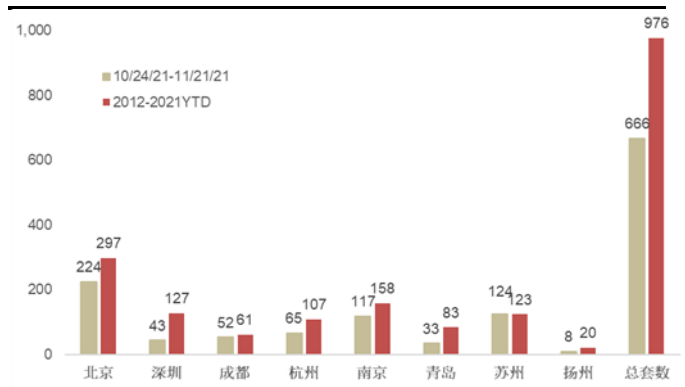
资料来源: 央行, 招银国际证券

图 153: 少数股东权益比例可侧面观测公司隐性负债情况

| 房地产开发企业 | “资产负债表少数股东权益比例”减“利润表少数股东权益比例” | | | | | | | |
|---------|-------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | F2013A | F2014A | F2015A | F2016A | F2017A | F2018A | F2019A | F2020A |
| 恒大 | 7% | 7% | 11% | 18% | 53% | 57% | 59% | 58% |
| 奥园 | 2% | 18% | 18% | 27% | 47% | 43% | 40% | 50% |
| 时代中国 | 2% | -1% | 15% | 42% | 24% | 39% | 40% | 40% |
| 金辉 | NA | NA | NA | NA | 7% | 6% | 15% | 22% |
| 中骏 | 8% | -13% | 4% | 10% | 4% | 21% | 30% | 32% |
| 融创 | 16% | 22% | -6% | 1% | 13% | 13% | 18% | 20% |
| 旭辉 | -1% | 0% | 2% | 2% | 6% | 19% | 22% | 22% |
| 合景泰富 | 0% | 0% | 0% | 0% | 2% | 7% | 4% | 16% |
| 弘阳 | NA | NA | 0% | 0% | 4% | 15% | 13% | 34% |
| 龙湖 | 0% | 0% | 8% | 10% | 10% | 20% | 13% | 13% |
| 德信 | NA | NA | -22% | -6% | 19% | 43% | 22% | 18% |
| 雅居乐 | -4% | -2% | -16% | -4% | 1% | 3% | 2% | 2% |
| 祥生 | NA | NA | NA | NA | 58% | 8% | -5% | 34% |
| 世茂 | 9% | 13% | 8% | 4% | 10% | 11% | 6% | 4% |
| 万科 | 10% | 6% | -4% | 4% | 4% | 2% | 1% | 6% |
| 大发 | NA | NA | 9% | 13% | -5% | 2% | 25% | 6% |
| 华润置地 | 6% | 2% | 3% | 3% | 8% | 11% | 6% | 9% |
| 碧桂园 | 1% | 1% | 4% | 9% | 10% | 1% | -5% | -3% |
| 中海 | 0% | 2% | 1% | -1% | 0% | 0% | 0% | -4% |
| 平均值 | 4% | 3% | 1% | 5% | 13% | 13% | 11% | 12% |

资料来源: 公司, 招银国际证券

图 155: 房产税出台后, 二手房成交量不减反增



资料来源: 国家统计局, 招银国际证券

估值

图 157: 同业估值对比

| 公司 | 代码 | 市值 (HK\$ mn) | P/E (x) | | P/B (x) | | ROE (%) | |
|-----------------|-----------|-----------------|------------|------------|------------|------------|-------------|-------------|
| | | | FY21E | FY22E | FY21E | FY22E | FY21E | FY22E |
| HK/China | | | | | | | | |
| 万科 - H | 2202 HK | 264,091 | 3.5 | 3.4 | 0.8 | 0.7 | 19.3 | 17.8 |
| 中国海外 | 688 HK | 203,574 | 3.7 | 3.2 | 0.5 | 0.4 | 13.0 | 13.2 |
| 碧桂园 | 2007 HK | 160,957 | 2.8 | 2.5 | 0.8 | 0.7 | 23.2 | 21.9 |
| 华润置地 | 1109 HK | 249,583 | 6.5 | 6.0 | 1.0 | 0.9 | 14.6 | 14.3 |
| 龙湖 | 960 HK | 243,549 | 6.6 | 6.4 | 1.7 | 1.5 | 25.2 | 22.3 |
| 世茂 | 813 HK | 35,881 | 1.9 | 1.6 | 0.5 | 0.5 | 17.1 | 17.6 |
| 雅居乐 | 3383 HK | 21,230 | 1.8 | 1.6 | 0.5 | 0.4 | 16.4 | 15.8 |
| 合景泰富 | 1813 HK | 21,390 | 2.2 | 1.8 | 0.4 | 0.4 | 15.9 | 17.2 |
| 奥园 | 3883 HK | 6,308 | 0.7 | 0.6 | 0.5 | 0.4 | 31.6 | 30.4 |
| 时代中国 | 1233 HK | 9,365 | 1.1 | 0.9 | 0.5 | 0.4 | 24.9 | 23.8 |
| 中骏置业 | 1966 HK | 9,289 | 1.8 | 1.4 | 0.5 | 0.4 | 18.5 | 19.8 |
| 弘阳地产 | 1996 HK | 6,878 | 2.7 | 2.3 | 0.5 | 0.5 | 12.5 | 13.1 |
| 万科 - A | 000002 CH | 216,262 | 4.4 | 4.1 | 1.1 | 0.9 | 19.3 | 17.8 |
| 金辉 | 9993 HK | 15,412 | 3.1 | 2.6 | 0.6 | 0.5 | 13.6 | 14.2 |
| 大发 | 6111 HK | 3,841 | 5.1 | 4.4 | 1.3 | 1.2 | 14.9 | 15.2 |
| 祥生 | 2599 HK | 4,809 | 1.1 | 1.0 | 0.9 | 0.8 | 27.0 | 24.9 |
| 德信 | 2019 HK | 6,888 | 5.0 | 4.4 | 1.1 | 0.9 | 16.9 | 17.2 |
| | | 平均 | 3.2 | 2.8 | 0.8 | 0.7 | 19.1 | 18.6 |

资料来源：公司，招银国际证券预测

中国工程机械 / 商用车板块

优于大市

分析师：冯键嵘，CFA – waynefung@cmbi.com.hk
 伍泳雅 – katherineng@cmbi.com.hk

基建投资潜在回暖，看好板块龙头见底回升机会

投资亮点

工程机械和重卡在2021年一季度需求强劲，然而二季度开始动力放缓，因此我们于5月份将行业评级下调至大市同步。进入三季度，由于(1)限电，(2)钢材价格和海运费持续上涨，(3)恒大事件对房地产行业所带来的负面冲击，(4)专项债发行进度缓慢导致基建投资疲弱等多重负面因素集中爆发，导致工程机械和重卡需求大幅下跌。我们在三季度重新上调行业评级至优于大市，主要由于政策转向稳增长。展望2022年，我们预计近月新发行的地方债将于明年初形成实物工作量，加上预计明年将新增3.5万亿人民币的专项债指标，我们认为这将足以拉动明年初工程机械和重卡的新增需求量。另一方面，钢材价格回落有助舒缓毛利率端压力。我们认为在市场预期偏低的基础上，明年板块将随着上述利好因素而见底回升。

今年下半年已见底，明年新增需求在基建拉动下将回升

总体而言，尽管我们预计2022年工程机械和重卡需求将录得单位数下跌，但考虑到需求已在今年下半年大幅下跌并形成低基数，我们预计2022年开始将在宏观因素好转的支持下出现环比回升。重卡方面，我们预计国五车库存将于短时间内消化，而潜在推行的国四车淘汰政策将有助支撑更新需求；挖掘机方面，新增需求在基建投资加快的背景下将保持增长，有助减低更新换代需求下降的压力。此外，我们预计出口量将持续在高位运行。

结构增长机会：人工替代、电动化、智能化、氢能

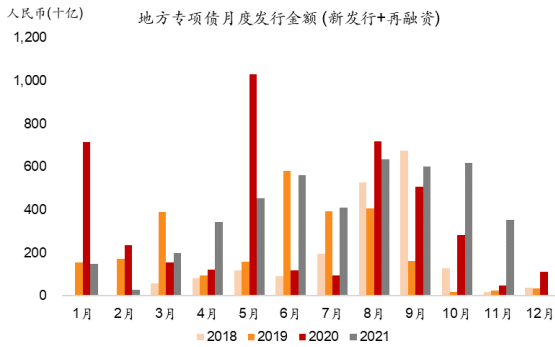
在双碳目标以及ESG高度确定的大趋势下，行业正在加速电动化（工程机械）以及向氢能转型（重卡），我们相信三一重工(600031 CH, 买入)和潍柴动力(2338 HK / 000388 CH, 买入)等在相关领域的超前头部企业的竞争优势将会扩大。与此同时，在劳动力短缺和工资上涨的背景下，人工替代及智能化将得以加快推动。高空作业平台（人工替代）方面，我们相信2022年将延续今年的增长趋势，浙江鼎力(603338 CH, 买入)将受惠于主要租赁公司大幅增加设备投资。此外，矿山以及港口智能化将为三一国际(631 HK, 买入)带来产品升级的空间。

主要风险

(1) 基建和房地产投资低于预期；(2) 原材料和运费持续高企导致毛利率受压

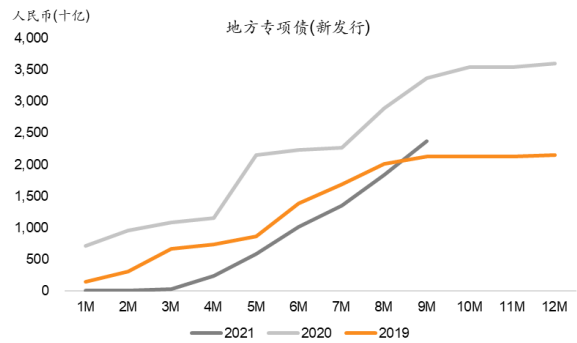
重要图表

图 158: 地方专项债月度发行金额(新发行+再融资)



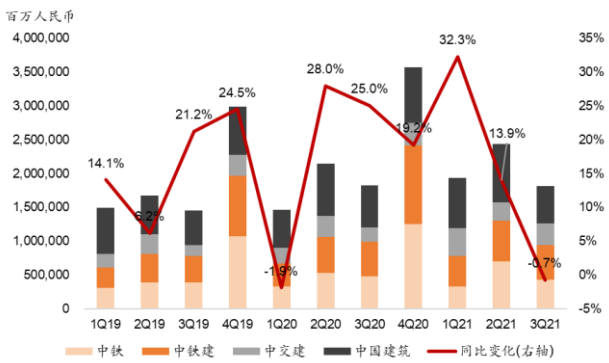
资料来源：财政部，招银国际证券

图 159: 地方专项债月度发行进度(新发行)



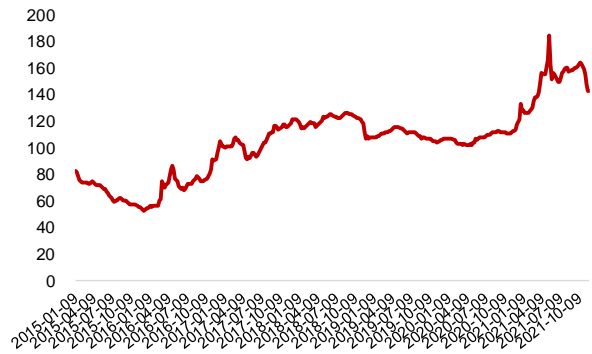
资料来源：财政部，招银国际证券

图 160: 中铁/中铁建/中交建/中国建筑季度新增合约金额



资料来源：公司，招银国际证券

图 161: 中厚板指数



资料来源：Wind，招银国际证券

重卡

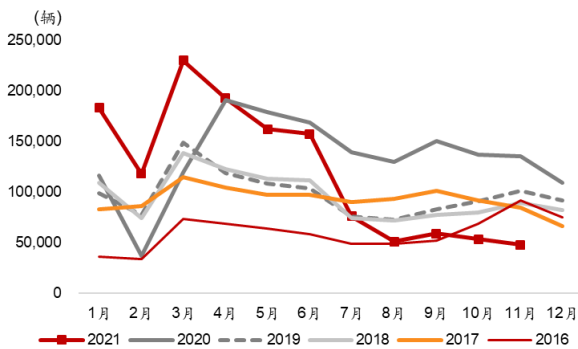
中国重卡销售 2021 年走势先高后低，一季度同比上升 94%，而二季度同比下跌 5%，三季度跌幅加速至 56%。除了房地产行业的不明朗因素和基建投资疲弱等因素外，今年 7 月开始实行国六标准是另一主要因素。上半年，大部份的重卡制造商集中全力销售国五重卡，导致分销商把精力放在国五去库存，从而影响对国六重卡的需求。今年前 11 个月销售量为 131 万辆，同比下滑 12%，我们预计全年销售 138 万辆，同比下跌 14%。

经过两年多受《蓝天保卫战》政策拉动的国三淘汰后，我们预计 2022 年的更新替换需求将会减少。另一方面，新增需求将有所回升，主要来自于基建投资加快对工程车的需求拉动，这将减轻替换需求下跌的影响。我们预期 2022 年重卡需求 128 万辆，同比下跌 7%。

短期而言，我们预计随着国五去库存于未来数月内完成，将有利销售量从低位回升；中期而言，我们预计潜在推行的国四车淘汰将有利 2022 年后的置换需求。同时，我们的行业模型显示，从 2012 年开始，重卡保有量/中国 GDP 的数字一直维持在 1,200-1300 万人民币的区间。以此作为推算，要维持重卡的保有量增速，未来两年的年销售量仍将高于 2017-2019 的年销售水平。

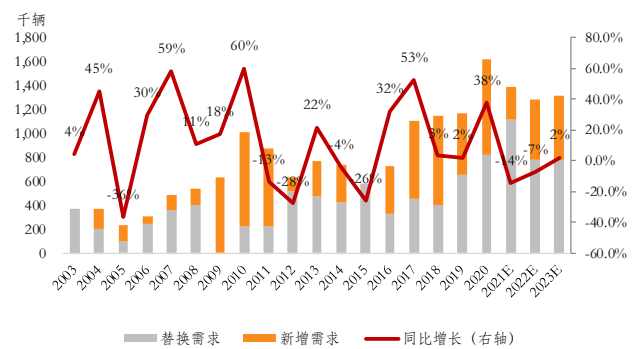
氢能重卡方面，在双碳目标驱动下，地方政府在过去一年多里积极规划布局并推动相关政策出台。我们预计在燃料电池研发投入多年的背景，以及山东省政府的大力支持下，**潍柴动力 (2338 HK / 000388 CH)** 的燃料电池业务将得以加快推进。

图 162: 重卡月度销售



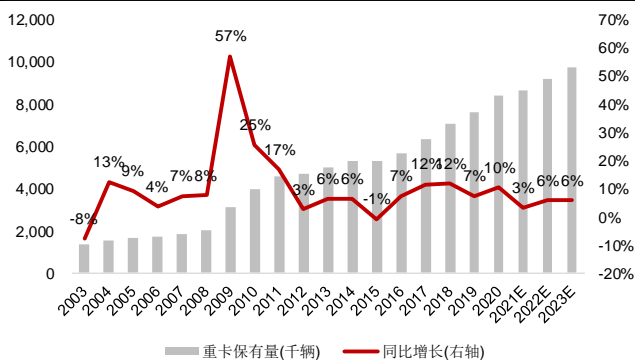
资料来源: Wind, 第一商用车网, 招银国际证券

图 163: 招银国际重卡销售预测



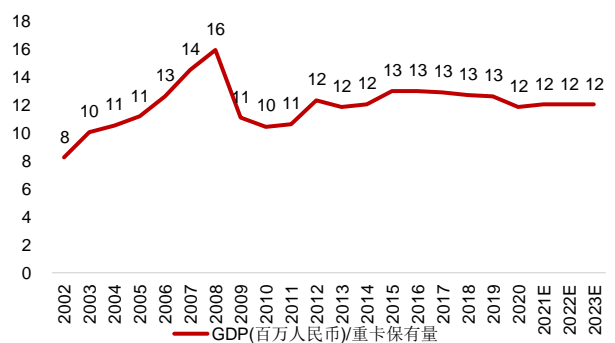
资料来源: Wind, 第一商用车网, 招银国际证券

图 164: 重卡保有量



资料来源: Wind, 国统局, 招银国际证券

图 165: 重卡保有量 / GDP



资料来源: Wind, 国统局, 招银国际证券

图 166: 中国氢能发展规划和政策

| 日期 | 发布机构 | 政策文件 | 概要 |
|------------|-----------------------|---|---|
| 2020/04/03 | 国家能源局 | 《中华人民共和国能源法(征求意见稿)》 | 首次在法律层面将氢能确定为一种能源, 氢能的能源地位在顶层设计中得到固化 |
| 2020/04/23 | 财政部、工业和信息化部、科技部、发展改革委 | 《关于完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》 | 对符合条件的城市群开展燃料电池汽车关键核心技术产业化攻关和示范应用给予奖励, 以形成布局合理、各有侧重、协同推进的燃料电池汽车发展新模式 |
| 2020/12/21 | 国务院 | 《新时代的中国能源发展白皮书》 | 加速发展绿氢制取、储运和应用等氢能产业链技术装备, 促进氢能燃料电池技术链、氢燃料电池汽车产业链发展 |
| 2020/09/21 | 四川 | 《四川省氢能产业发展规划(2021-2025年)》 | 到2025年, 燃料电池汽车达6000辆, 加氢站60座; 建设氢能分布式能源站和备用电源项目5座, 氢储能电站2座 |
| 2020/10/09 | 广东 | 《广东省培育新能源战略性新兴产业集群行动计划(2021—2025年)》 | 到2025年制氢规模约8万吨, 氢燃料电池约500万千瓦, 储能规模约200万千瓦, 建成加氢站约300座 |
| 2020/11/13 | 上海 | 《上海市燃料电池汽车产业创新发展实施计划》 | 计划到2023年实现规模加氢站接近100座, 建设运行30座, 推广氢燃料电池汽车突破1万辆 |
| 2020/12/08 | 内蒙古 | 《内蒙古自治区促进氢能产业发展若干政策(试行)》(征求意见稿) | 到2025年, 建成加氢站90座, 累计推广燃料电池汽车10000辆以上, 氢能产业总产值力争达到1000亿元。 |
| 2020/03/17 | 重庆 | 《重庆市氢燃料电池汽车产业发展指导意见》 | 到2025年, 要建成加氢站15座, 氢燃料电池汽车运行规模力争达到1500辆。 |
| 2021/01/29 | 陕西 | 《陕西省十四五规划纲要》 | 加快形成氢能储运、加注及燃料电池等产业链。支持榆林、渭南、铜川、韩城等建设规模化副产氢纯化项目, 形成2—3个千吨级燃料电池级氢气工厂 |
| 2021/02/22 | 甘肃 | 《甘肃省十四五规划纲要》 | 建设氢气提纯、液化、液氢储存、运输装置及配套设施。有序推进加氢基础设施建设 |
| 2021/06/28 | 吉林 | 《吉林省十四五规划纲要》 | 延伸构建集智能制造、氢能制备、智慧能源于一体的全新产业链, 推进氢能、页岩和新型能源装备研发与示范应用 |
| 2021/06/28 | 辽宁 | 《辽宁省十四五规划纲要》 | 到2025年, 氢能产业主营业务收入达到100亿元。重点发展氢燃料电池关键零部件及集成系统, 支持大连建设氢燃料电池生产基地和燃料电池应用示范区。推进氢能商业化、产业化、集群化, 先行先试。开展公交、物流、海运以及储能等领域规模化场景应用 |
| 2021/07/07 | 福建 | 《福建省“十四五”制造业高质量发展专项规划》 | 以福州氢能产业基地等为核心打造制氢、储氢、运氢、加氢全产业链, 推进加氢机、控制阀组、氢气压缩机、液(气)氢储罐等装备的研发制造。加快引进和培育制氢、储氢、加氢站相关设备、氢燃料电池动力系统、电堆及其核心部件等产业化项目 |
| 2021/07/19 | 河北 | 《河北省氢能产业发展“十四五”规划》 | 到2025年建成100座加氢站, 总投资约50亿元。燃料电池汽车规模达到1万辆、氢能产业链年产值达到500亿元 |
| 2021/08/09 | 山东 | 《山东省能源发展“十四五”规划》 | 到2025年, 加氢站数量达到100座, 实现产值规模1000亿元 |
| 2021/08/16 | 北京 | 《北京市氢能产业发展实施方案(2021-2025年)》、《北京市“十四五”时期高精尖产业发展规划》 | 2023年前力争建成37座加氢站, 推广燃料电池汽车3000辆; 2025年前, 京津冀区域累计实现氢能产业链产业规模1000亿元以上, 力争完成新增37座加氢站建设, 实现燃料电池汽车累计推广量突破1万辆 |

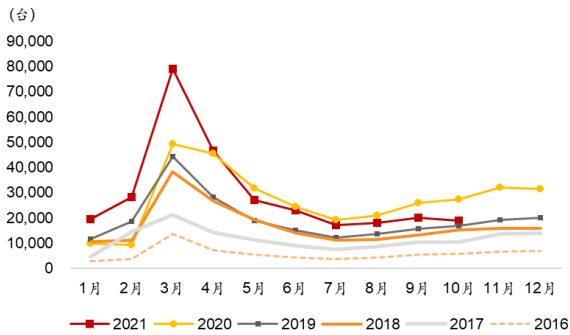
资料来源: 官方网站, 招银国际证券

挖掘机

今年前10月挖掘机销售量同比上升13%。海外市场方面，中国主机厂开始进入收成期，前10月出口量同比大幅增长97%，增速远超国内市场（同比仅增3%）。短期而言，由于国内销售仍然疲弱，我们预计2021年全年总销售仅增长5%。

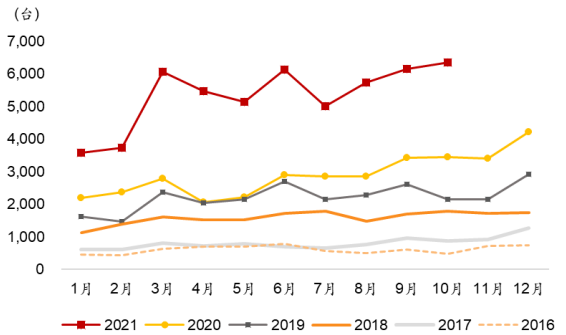
展望2022年，我们预计挖掘机总需求轻微下跌3%，更新替换需求方面则将持续放缓，但新增需求在基建投资增长加快的背景下将保持增长。另一方面，我们预计农村建设需求的持续增加、人工替代、海外产能本土化、电动化和智能化将继续成为行业结构性的增长因素。我们相信行业头部企业三一重工(600031 CH)将持续录得高于行业的增速。此外，我们看好恒立液压(601100 CH, 持有)将受惠于其主要北美客户在美国基建方案下的增长机会。

图 167: 挖掘机月度总销售量(内销+出口)



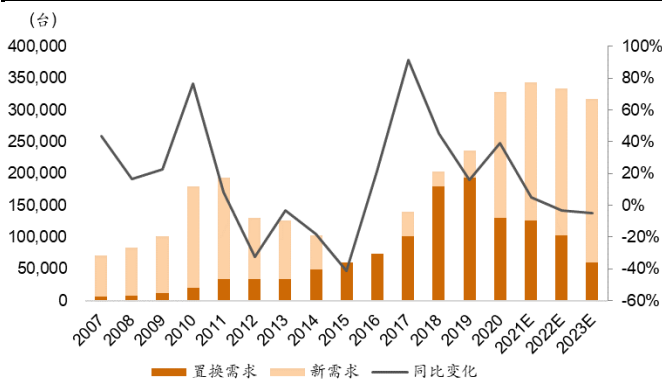
资料来源：中国工程机械工业协会,招银国际证券

图 168: 挖掘机月度出口量



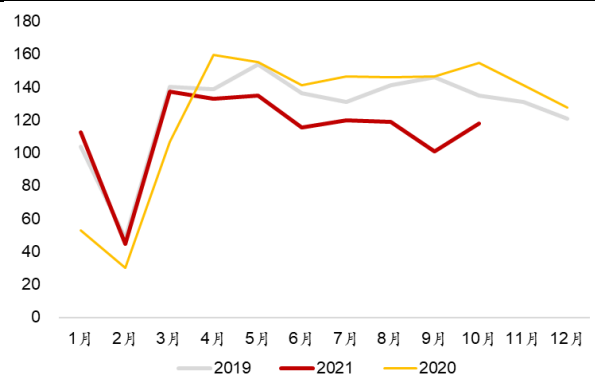
资料来源：中国工程机械工业协会,招银国际证券预测

图 169: 招银国际挖掘机销售预测



资料来源：中国工程机械工业协会,招银国际证券

图 170: 挖掘机行业月度利用小时数

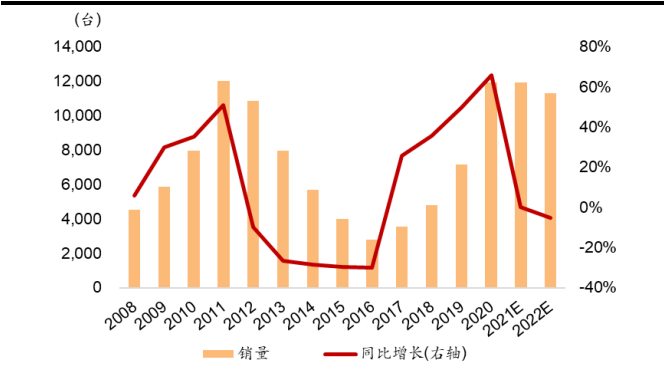


资料来源：中国工程机械工业协会,招银国际证券

混凝土机械

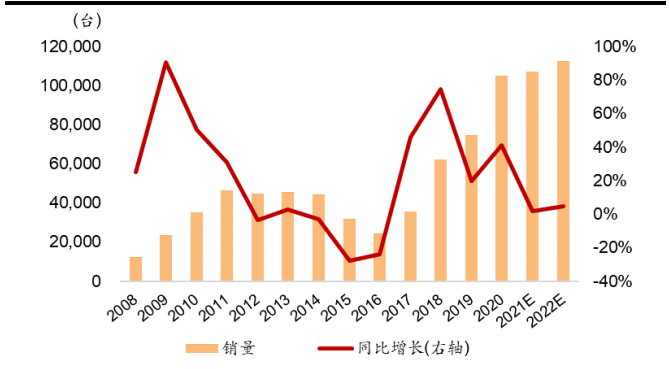
混凝土机械需求总体上较受房地产投资所影响 (>50%需求)。混凝土泵车方面，由于使用寿命约 10 年，因此目前已进入更新换代的高峰。我们预计明年需求将下跌约 5%。混凝土搅拌车方面，上一次周期高峰长达四年 (2011-2014 年)，按照平均 10 年的设备寿命推算，搅拌车的自然更新需求于 2021-24 年位于高峰期，加上治超政策对违规车进行限制，进一步支持更新需求，我们预计 2022 年需求增长 5%。

图 171: 招银国际混凝土泵车销售量预测



资料来源: 中国工程机械工业协会, 公司, 招银国际证券预测

图 172: 招银国际混凝土搅拌车销售量预测



资料来源: 中国工程机械工业协会, 公司, 招银国际证券预测

图 173: 排放标准升级时间表

| 车辆类型 | 燃料 | 年份 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
|---------|----|-----|----|----|-----|----|----|-------|-------|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|--|--|
| | | 00 | 01 | 02 | 03 | 04 | 05 | 06 | 07 | 08 | 09 | 10 | 11 | 12 | 13 | 14 | 15 | 16 | 17 | 18 | 19 | 20 | 21 | 22 | 23 | | |
| 重型车辆 | 柴油 | 无标准 | I | II | III | IV | V | VI(a) | VI(b) | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| | 汽油 | 无标准 | I | II | III | IV | V | VI(a) | VI(b) | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 轻型车辆 | 柴油 | 无标准 | I | II | III | IV | V | VI(a) | VI(b) | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| | 汽油 | 无标准 | I | II | III | IV | V | VI(a) | VI(b) | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 非道路移动机械 | 柴油 | 无标准 | I | II | III | IV | V | VI(a) | VI(b) | | | | | | | | | | | | | | | | | | |

资料来源: 生态环境部, 招银国际证券

图 174: 估值表

| 股票代码 | 公司 | 评级 | 股价 | 目标价 | 上行/(下行) | 市值 (百万美元) | 市盈率 (x) | | 市净率 (x) | |
|------------------|------------------|----|----------|--------|---------|--------------|-------------|-------------|------------|------------|
| | | | (当地货币) | (当地货币) | | | FY21E | FY22E | FY21E | FY22E |
| 港股 | | | | | | | | | | |
| 631 HK Equity | 三一国际 | 买入 | 8.11 | 14.30 | 76% | 3,280 | 15.5 | 12.7 | 2.4 | 2.1 |
| 3339 HK Equity | 中国龙工 | 买入 | 2.12 | 4.29 | 102% | 1,164 | 4.9 | 4.8 | 0.8 | 0.7 |
| 1157 HK Equity | 中联重科 | 买入 | 5.30 | 8.80 | 66% | 9,541 | 5.6 | 4.4 | 0.7 | 0.6 |
| 2338 HK Equity | 潍柴动力 | 买入 | 15.98 | 22.60 | 41% | 23,219 | 9.1 | 8.6 | 1.7 | 1.5 |
| 3808 HK Equity | 中国重汽 | 买入 | 12.00 | 19.50 | 63% | 4,248 | 3.9 | 4.2 | 0.7 | 0.6 |
| 1839 HK Equity | 中集车辆 | 买入 | 6.60 | 9.20 | 39% | 3,682 | 8.4 | 7.6 | 0.9 | 0.8 |
| 564 HK Equity | 郑煤机 | - | 8.20 | - | - | 3,138 | 6.6 | 4.8 | 1.0 | 0.7 |
| | 平均 | | | | | | 7.7 | 6.7 | 1.2 | 1.0 |
| A股 | | | | | | | | | | |
| 000338 CH Equity | 潍柴动力 | 买入 | 18.01 | 18.80 | 4% | 23,219 | 12.6 | 11.9 | 2.3 | 2.1 |
| 601100 CH Equity | 恒立液压 | 持有 | 84.06 | 86.00 | 2% | 17,278 | 40.8 | 34.6 | 11.9 | 9.6 |
| 603338 CH Equity | 浙江鼎力 | 买入 | 82.80 | 87.00 | 5% | 6,330 | 41.8 | 32.3 | 8.8 | 7.1 |
| 600031 CH Equity | 三一重工 | 买入 | 23.75 | 30.00 | 26% | 31,759 | 13.1 | 11.3 | 3.0 | 2.5 |
| 000157 CH Equity | 中联重科 | 买入 | 7.58 | 9.30 | 23% | 9,541 | 9.8 | 7.7 | 1.2 | 1.1 |
| 000425 CH Equity | 徐工机械 | - | 6.15 | - | - | 7,586 | 8.4 | 7.4 | 1.3 | 1.1 |
| 000528 CH Equity | 柳工 | - | 7.78 | - | - | 1,807 | 9.1 | 8.2 | 0.9 | 1.0 |
| 603638 CH Equity | 艾迪精密 | - | 31.43 | - | - | 4,165 | 55.1 | 41.4 | 8.6 | 7.3 |
| 600761 CH Equity | 安徽合力 | - | 13.09 | - | - | 1,526 | 14.7 | 12.6 | 1.6 | 1.5 |
| 603298 CH Equity | 杭叉集团 | - | 16.27 | - | - | 2,220 | 13.7 | 11.3 | 2.5 | 2.2 |
| 000951 CH Equity | 中国重汽 | - | 16.12 | - | - | 2,982 | 13.0 | 11.3 | 1.4 | 1.3 |
| 601717 CH Equity | 郑煤机 | - | 11.95 | - | - | 3,138 | 11.8 | 8.6 | 1.8 | 1.3 |
| 600582 CH Equity | 天地科技 | - | 4.29 | - | - | 2,796 | 10.5 | 8.4 | n/a | n/a |
| | 平均 | | | | | | 19.6 | 15.9 | 3.8 | 3.2 |
| 海外工程机械 | | | | | | | | | | |
| CAT US Equity | CATERPILLAR INC | - | 204.49 | - | - | 110,617 | 19.7 | 16.6 | 7.4 | 6.9 |
| DE US Equity | DEERE & CO | - | 361.34 | - | - | 112,038 | 16.3 | 14.5 | 6.0 | 4.8 |
| 6305 JP Equity | HITACHI CONST | - | 3,430.00 | - | - | 6,500 | 16.8 | 14.3 | 1.3 | 1.3 |
| 6301 JP Equity | KOMATSU LTD | - | 2,790.50 | - | - | 23,921 | 14.0 | 11.6 | 1.3 | 1.2 |
| 042670 KS Equity | DOOSAN INFACORE | - | 7,070.00 | - | - | 578 | 5.6 | 7.7 | 0.7 | 0.5 |
| VOLVB SS Equity | VOLVO AB-B | - | 204.95 | - | - | 45,942 | 13.5 | 12.1 | 3.2 | 2.9 |
| | 平均 | | | | | | 14.3 | 12.8 | 3.3 | 2.9 |
| 海外液压 | | | | | | | | | | |
| PH US Equity | PARKER HANNIFIN | - | 314.46 | - | - | 40,413 | 18.2 | 16.4 | 4.2 | 3.6 |
| ETN US Equity | EATON CORP PLC | - | 170.59 | - | - | 67,997 | 25.7 | 23.2 | 4.3 | 4.1 |
| 7012 JP Equity | KAWASAKI HVY IND | - | 2,006.00 | - | - | 2,967 | 15.7 | 10.5 | 0.7 | 0.7 |
| 7242 JP Equity | KYB CORP | - | 3,030.00 | - | - | 687 | n/a | n/a | n/a | n/a |
| 6474 JP Equity | NACHI-FUJIKOSHI | - | 4,190.00 | - | - | 920 | 11.3 | 10.0 | 0.8 | 0.8 |
| 6268 JP Equity | NABTESCO CORP | - | 3,240.00 | - | - | 3,455 | 4.2 | 15.5 | 1.5 | 1.4 |
| | 平均 | | | | | | 15.0 | 15.1 | 2.3 | 2.1 |

资料来源: 彭博, 公司及招银国际证券预测

中国快递板块

优于大市

分析师：冯健嵘，CFA – waynefung@cmbi.com.hk
 伍泳雅 – katherineng@cmbi.com.hk

强而有力的政策措施重塑快递行业竞争格局

投资亮点

2021年中国政府通过政策和法规强势介入快递行业，结束了激烈的行业价格战，使行业发展重回正轨。从公司层面来看，主要行业参与者已从价格主导转为优化资本支出、提升服务质量以及以利润主导为战略。展望2022年，我们预期单票价格上升以及极兔速递的潜在上市计划将成为行业催化剂。此外，我们预计通过并购及拓展综合物流模式以获取市场份额，将成为行业竞争的中长期趋势。鉴于盈利能见度提升，我们刚于12月初上调快递行业评级至**优于大市**，主要行业参与者包括**中通（2057 HK / ZTO US，买入）、圆通（600233 CH，未评级）和韵达（002120 CH，未评级）**将成为受益者。

步入竞争第二阶段：维持市场份额 + 盈利能力提升

鉴于以降价获取市场份额不再可行，主要行业参与者将会把重心转移至提升服务质量，原因是此为维持市场份额和提高单票价格的最好策略。尤其，极兔速递在收购**百世（BEST US，未评级）**的中国快递业务后，其中国快递市场份额将翻倍至约15%，跻身行业前四。我们预计极兔速递将持续专注于内部整合及效率提升。另一方面，中通（2057 HK / ZTO US）也相应调整了定价策略和资本支出计划，以提升其盈利能力。

单票价格上涨拉动经营杠杆

就行业整体而言，2021年前10个月单票价格同比下降10%。我们预计2021年全年单票价格跌幅收窄至9%，并预计2022年将回升2%。我们预计强劲的经营杠杆将推动盈利复苏。据我们测算，由于**申通（002120 CH）和圆通（600233 CH）**的单票毛利基数相对较低（2021年上半年分别为0.05元/票和0.11元/票），短期而言将更受益于单票价格上涨。

预计2022/2023年业务量复合年增长率达15%

2021年前10个月业务量同比增长35%，预计2021年全年增长为30%。我们预测2022年和2023年业务量增长将维持在每年15%，主要受电商/短视频平台持续增长以及生鲜、同城物流等新细分市场推动。

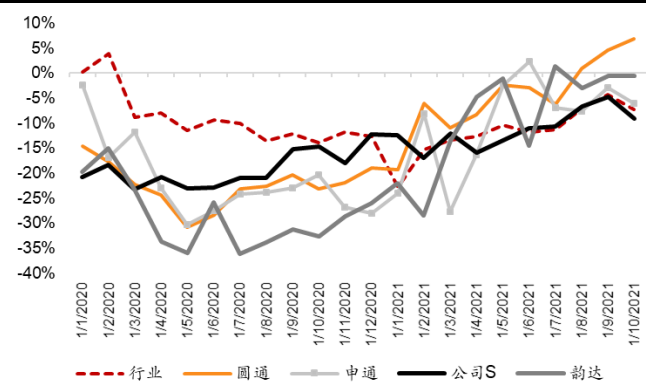
图 175: 中国快递业务量及单票价格预测

| | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------------|--------|--------|---------|---------|---------|
| 业务量(百万件) | 63,520 | 83,358 | 108,339 | 124,648 | 143,412 |
| 同比变化 | 25.3% | 31.2% | 30.0% | 15.1% | 15.1% |
| 收入(亿人民币) | 7,498 | 8,795 | 10,402 | 12,208 | 14,045 |
| 同比变化 | 24.2% | 17.3% | 18.3% | 17.4% | 15.1% |
| 单票价格(人民币/票) | 11.8 | 10.6 | 9.6 | 9.8 | 9.8 |
| 同比变化 | -0.9% | -10.6% | -9.0% | 2.0% | 0.0% |

资料来源：国家邮政局及招银国际证券预测

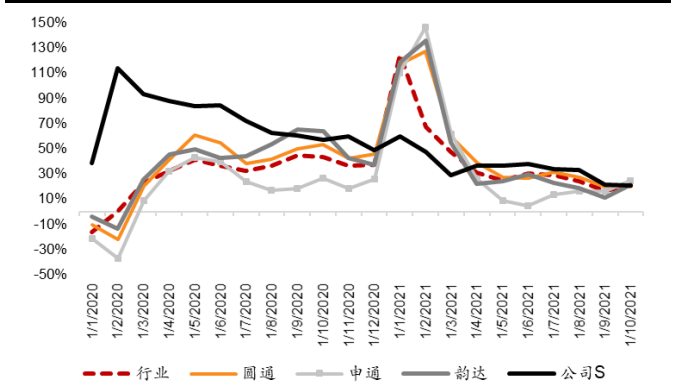
重要图表

图 176: 中国快递单票价格变化 (同比)



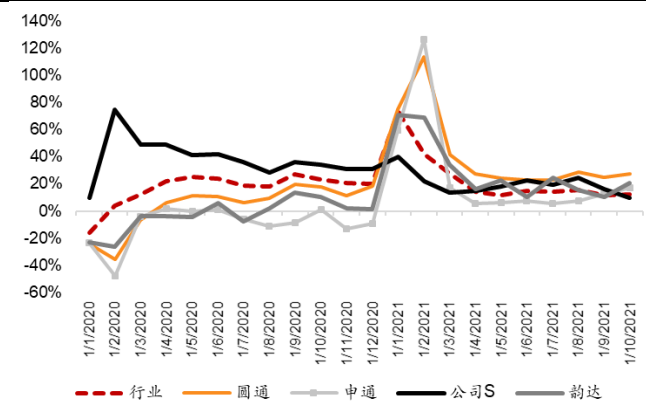
注: 公司 S 为以深圳为基地的全国最大综合物流营运商
资料来源: 国家邮政局, 公司及招银国际证券

图 177: 中国快递业务量增长率 (同比)



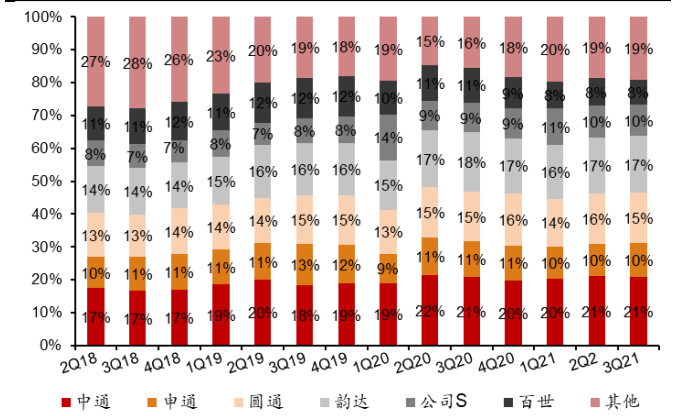
资料来源: 国家邮政局, 公司及招银国际证券

图 178: 中国快递行业收入增长率 (同比)



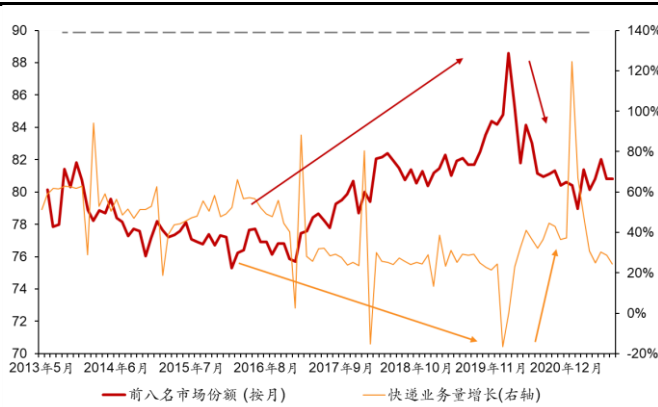
资料来源: 国家邮政局, 万得, 公司及招银国际证券

图 179: 中国快递市场份额 (按季度)



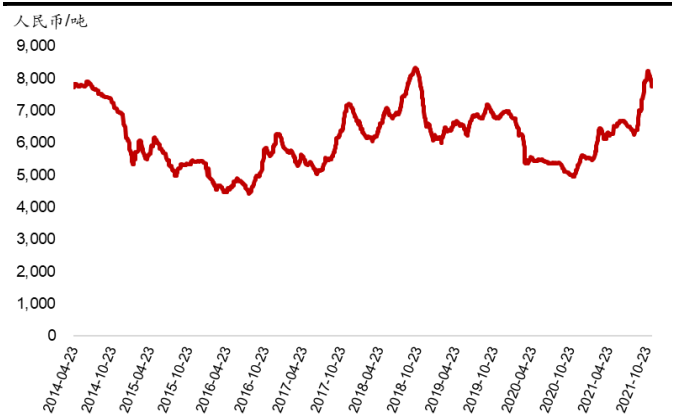
资料来源: 国家邮政局及招银国际证券

图 180: 中国快递前八名市场份额和业务量增长成反比 (过去九年相关度: -43%)



资料来源: 国家邮政局及招银国际证券

图 181: 中国柴油价格变化



资料来源: 万得及招银国际证券

行业格局回顾及展望

行业竞争第一阶段落幕

自2020年初以来，快递行业需求快速增长，快递企业展开了史无前例的市场份额争夺，促成了一场割喉式的行业降价，主要原因包括：1) 极兔速递为抢占市场份额而采取激进的定价策略；2) 以深圳为基地的全国最大综合物流运营商为保持其时效快递业务的固有优势而扩张至中低端市场；3) 大部分“通达系”公司拥有稳健的资产负债表支持价格竞争，以上种种因素促使了此次空前价格战的爆发。

直至2021年年中，由于价格战严重影响到快递员利益及快递交付的服务质量，中国政府开始介入。7月，七部门联合印发《关于做好快递员群体合法权益保障工作的意见》，以切实保障快递员群体权益。同年9月下旬，浙江省人大常委会通过《浙江省快递业促进条例》，明确规定自2022年3月1日起，快递经营企业无正当理由不得低于成本价格提供快递服务。

今年9月初，为响应监管部门关于保障快递员权益的相关意见，中通、圆通、申通、百世、韵达及极兔速递等头部快递企业决定将全网派费上调0.1元/票。随后，在上海市邮政管理局的支持下，各头部快递企业于10月初开始提价，以应对运营成本上升。

“通达系”的单票价格在今年7月触底回升。

步入竞争第二阶段：维持市场份额 + 提升盈利能力

鉴于以降价获取市场份额不再可行，主要行业参与者将会把重心转移至提升服务质量，原因是此为维持市场份额和提高单票价格的最佳策略。此外，我们相信在可预见的未来，行业竞争格局将变得更加稳定，尤其是在极兔速递收购百世中国快递业务后。截止2021年三季度，百世的市场份额约为8%（以业务量计算）。此次收购完成后，极兔速递的市场份额将翻倍至约15%，跻身行业前四。

我们预计行业未来将出现更多并购，原因是并购将成为主要行业参与者获取具有意义市场份额的唯一途径。此外，我们预计主要行业参与者将加速其非快递业务的扩张。

图 182: 主要电商快递运营商比较

| | 中通 | | 圆通 | | 申通 | | 韵达 | | 百世快递 | |
|-------------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|--------|-------|--------|--------|
| | 2020 | 1H21 | 2020 | 1H21 | 2020 | 1H21 | 2020 | 1H21 | 2020 | 1H21 |
| 业务量(百万件) | 17,002 | 10,247 | 12,648 | 7,411 | 8,817 | 4,832 | 14,144 | 8,261 | 8,535 | 4,058 |
| 单票价格(人民币/票) | 1.37 | 1.3 | 2.26 | 2.21 | 2.35 | 2.25 | 2.25 | 2.10 | 2.28 | 1.97 |
| 单票毛利(人民币/票) | 0.33 | 0.26 | 0.10 | 0.11 | 0.00 | 0.05 | 0.19 | 0.18 | (0.01) | (0.12) |

注: 中通的单票价格不包括快递派费

资料来源: 公司及招银国际证券预测

图 183: 主要快递运营商的净资本支出

| 净资本支出 | 2019 | 2020 | 同比变化 | 9M20 | 9M21 | 同比变化 |
|---------|-------|-------|------|-------|-------|------|
| (百万人民币) | | | | | | |
| 中通 | 5,226 | 9,208 | 76% | 6,188 | 7,075 | 14% |
| 韵达 | 4,373 | 6,001 | 37% | 3,951 | 5,491 | 39% |
| 圆通 | 3,313 | 5,128 | 55% | 3,039 | 4,173 | 37% |
| 申通 | 1,986 | 2,394 | 21% | 1,984 | 1,708 | -14% |
| 百世快递 | 1,483 | 1,559 | 5% | - | - | - |

资料来源: 公司及招银国际证券预测

图 184: 中国快递行业重点支持政策

| 日期 | 发布机构 | 政策文件 | 概要 |
|-----------|--|--------------------------------|---|
| 1/2/2018 | 国务院 | 《中共中央国务院关于实施乡村振兴战略的意见》 | · 建设现代化农产品冷链仓储物流体系, 打造农产品销售公共服务平台, 支持供销、邮政及各类企业把服务网点延伸到乡村 · 建设具有广泛性的促进农村电子商务发展的基础设施, 加快推进电子商务发展渗透至农村 |
| 1/3/2018 | 国务院 | 《快递暂行条例》 | · 设定监督管理、操作安全及经营业务规范等行业标准 · 强调客户隐私安全及鼓励环保包装材料利用 |
| 1/4/2018 | 国家邮政局 | 《快递业信用体系建设工作方案》 | · 建设快递业全国信用管理信息系统 · 推动企业与政府部门及主要客户合作, 降低企业融资成本 |
| 1/5/2018 | 国务院 | 进一步降低全社会物流成本提升实体经济竞争力 | · 落实物流领域税费优惠政策, 精简审批事项数量, 精简货运车辆年审年检办理流程以及快递企业分支机构、末端网点备案手续 · 预计物流成本可降低超过120亿人民币 |
| 1/6/2018 | 财政部、税务总局 | 《将物流企业承租的仓储设施用地减按50%计征城镇土地使用税》 | · 2020年3月宣布, 优惠政策将延长至2022年12月31日。 |
| 1/10/2018 | 国务院 | 《推进运输结构调整三年行动计划(2018—2020年)》 | · 增加铁路、水路货运运输的使用 · 到2020年, 全国铁路货运量同比增长30%, 全国水路货运量增长7.5% |
| 1/10/2018 | 国务院 | 《优化口岸营商环境促进跨境贸易便利化工作方案》 | · 提高口岸物流效能, 优化口岸营商环境 |
| 1/12/2018 | 国家发改委、交通运输部 | 《国家物流枢纽布局和建设规划》 | · 规划建设212个国家物流枢纽, 降低全社会物流成本 |
| 1/6/2019 | 国家邮政局 | 《国家邮政局关于支持民营快递企业发展的指导意见》 | · 推进邮政业落实减税降费政策, 引导民营企业充分享受国家增值税税率调整、税收减免等政策 |
| 1/9/2020 | 国家发改委 | 《关于促进航空货运设施发展的意见》 | · 目标提高航空货运运营能力及服务质量, 以满足日益增长的市场需求 · 目标2025年: 建成湖北鄂州专业性货运枢纽机场, 优化完善北京、上海、广州、深圳等综合性枢纽机场货运设施 · 在全国范围内建成1-2个专业性货运枢纽机场, 培育若干具备国际竞争力的大型航空物流企业 |
| 8/7/2021 | 交通运输部、国家邮政局、国家发展改革委、人力资源社会保障部、商务部、市场监管总局 | 《关于做好快递员群体合法权益保障工作的意见》 | · 明确快递企业未来做好快递员权益保障工作的方向和重点任务 · 重点任务包括: 1) 保障快递员合理劳动报酬; 2) 提升社会保障水平, 推动企业为快递员购买人身意外保险; 3) 鼓励快递企业直接用工; 4) 优化快递员生产作业环境。 |
| 29/9/2021 | 浙江人大常委会 | 《浙江省快递业促进条例》 | · 快递经营企业无正当理由不得低于成本价格提供快递服务 · 条例于2021年9月29日获审议通过, 并将于2022年3月1日起施行 |
| 2/11/2021 | 交通运输部 | 《综合运输服务“十四五”发展规划》 | · 预计2021年至2025年, 快递业务量年均增长15.4% |

资料来源: 国务院, 国家邮政局, 国家发改委, 交通运输部及招银国际证券

估值

图 185: 同业估值对比

| 股票代码 | 公司 | 评级 | 股价 | 目标价 | 上行/下行 | 市值 (百万美元) | 市盈率 (x) | | 市净率 (x) | | EV/EBITDA (x) | |
|------------------|-------------------|----|--------|--------|-------|--------------|-------------|-------------|------------|------------|---------------|-------------|
| | | | (当地货币) | (当地货币) | | | FY21E | FY22E | FY21E | FY22E | FY21E | FY22E |
| 中国快递 | | | | | | | | | | | | |
| ZTO US Equity | 中通快递 - ADR | 买入 | 30 | 44 | 47% | 24,814 | 33.9 | 24.1 | 3.1 | 2.8 | 17.7 | 12.9 |
| 2057 HK Equity | 中通快递 | 买入 | 233.4 | 342 | 47% | 24,814 | 33.9 | 24.1 | 3.1 | 2.8 | 17.7 | 12.9 |
| 600233 CH Equity | 圆通速递 | - | 17.62 | - | - | 9,528 | 37.3 | 26.7 | 3.0 | 2.6 | 18.8 | 13.9 |
| 002468 CH Equity | 申通快递 | - | 9.09 | - | - | 2,191 | n/a | 131.7 | 1.6 | 1.6 | 19.6 | 12.6 |
| 002120 CH Equity | 韵达 | - | 21.05 | - | - | 9,621 | 45.6 | 30.7 | 4.0 | 3.6 | 17.9 | 13.7 |
| | 平均 (不包括申通) | | | | | | 37.7 | 26.4 | 3.3 | 3.0 | 18.0 | 13.3 |
| 中国物流(其他) | | | | | | | | | | | | |
| 636 HK Equity | 嘉里物流 | - | 21.1 | - | - | 4,890 | 12.9 | 13.2 | 1.5 | 1.3 | 7.4 | 8.5 |
| 2618 HK Equity | 京东物流 | - | 27.2 | - | - | 21,565 | n/a | n/a | 5.8 | 6.7 | 82.6 | 33.8 |
| 9956 HK Equity | 安能 | - | 9.19 | - | - | 1,370 | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a |
| 603056 CH Equity | 德邦 | - | 10.1 | - | - | 1,633 | 33.7 | 18.1 | 1.9 | 1.8 | 8.5 | 6.2 |
| 600787 CH Equity | 中储 | - | 6.21 | - | - | 2,151 | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a |
| 603128 CH Equity | 华贸物流 | - | 13.64 | - | - | 2,812 | 20.4 | 15.7 | 3.4 | 3.0 | 14.7 | 11.5 |
| 603565 CH Equity | 中谷物流 | - | 29.24 | - | - | 4,414 | 13.0 | 14.7 | 3.5 | 3.0 | 6.3 | 6.9 |
| 002930 CH Equity | 宏川智慧物流 | - | 25.67 | - | - | 1,805 | 38.6 | 28.2 | 5.2 | 4.7 | 18.8 | 14.1 |
| 600057 CH Equity | 厦门象屿 | - | 7.82 | - | - | 2,657 | 7.9 | 6.6 | 1.1 | 1.0 | 10.1 | 8.5 |
| | 平均 | | | | | | 21.1 | 16.1 | 3.2 | 3.1 | 21.2 | 12.8 |
| 海外综合物流 | | | | | | | | | | | | |
| FDX US Equity | FEDEX CORP | - | 247.06 | - | - | 65,632 | 12.5 | 11.2 | 2.4 | 2.1 | 8.9 | 8.0 |
| UPS US Equity | UNITED PARCEL-B | - | 205.39 | - | - | 178,513 | 17.7 | 17.0 | 13.8 | 10.1 | 12.5 | 12.0 |
| DPW GR Equity | DEUTSCHE POST-RG | - | 55.12 | - | - | 77,066 | 13.7 | 13.5 | 4.0 | 3.7 | 7.0 | 6.9 |
| 9064 JP Equity | YAMATO HOLDINGS | - | 2695 | - | - | 9,225 | 17.7 | 16.0 | 1.6 | 1.5 | 6.2 | 5.6 |
| 9143 JP Equity | SG HOLDINGS | - | 2522 | - | - | 14,227 | 18.8 | 18.6 | 3.5 | 3.1 | 11.2 | 10.9 |
| 6178 JP Equity | JAPAN POST | - | 884.3 | - | - | 29,351 | 7.8 | 8.5 | 0.2 | 0.2 | n/a | n/a |
| | 平均 | | | | | | 14.7 | 14.1 | 4.3 | 3.4 | 9.1 | 8.7 |
| 海外零担物流 | | | | | | | | | | | | |
| ODFL US Equity | OLD DOMINION FRT | - | 364 | - | - | 41,864 | 41.7 | 35.6 | 11.6 | 9.9 | 25.4 | 22.1 |
| SAIA US Equity | SAIA INC | - | 335.3 | - | - | 8,831 | 36.6 | 29.8 | 7.4 | 5.9 | 19.0 | 15.8 |
| XPO US Equity | XPO LOGISTICS IN | - | 79.3 | - | - | 9,120 | 18.4 | 16.8 | 4.7 | 3.6 | 10.8 | 9.9 |
| | 平均 | | | | | | 32.3 | 27.4 | 7.9 | 6.5 | 18.4 | 15.9 |

资料来源: 彭博, 公司及招银国际证券预测

中国光伏板块

优于大市

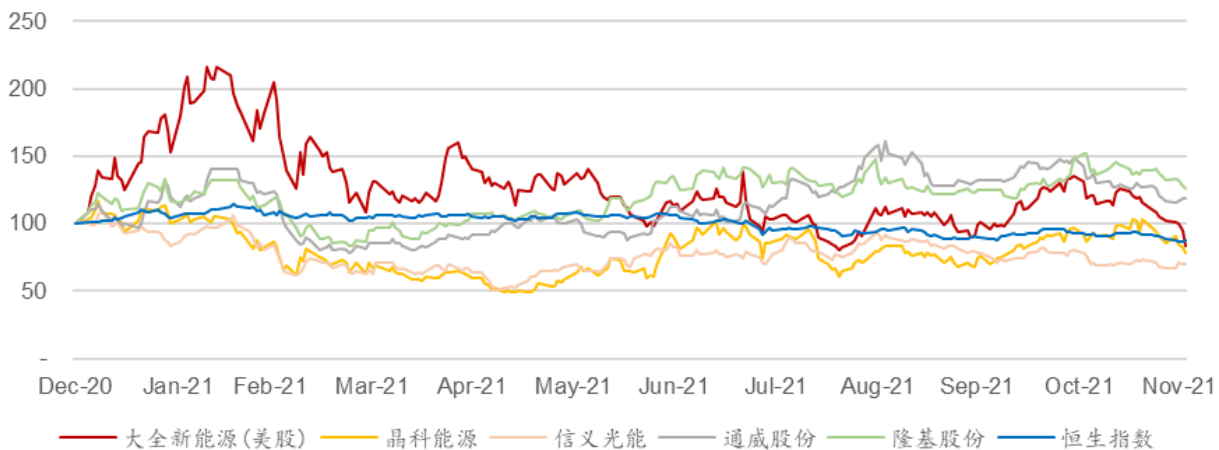
分析师：萧小川 – robinxiao@cmbi.com.hk
夏微 – meganxia@cmbi.com.hk

供需关系逐步理顺，十四五将迈向日更月异

2022 需求扩张，组件端将获量利齐升

2021 年中国光伏行业经历了光伏产业链结构性错配带来的供应链涨价影响。硅料供应紧张带来的持续价格提升阻挡了光伏产业链持续降本的趋势，并在中国市场进入平价项目大规模开发的第一年为下游光伏项目开发商带来了挑战。中国政府所主导的 30/60 绿色低碳开发目标愈发坚定，伴随着“1+N”政策框架的提出，我们看到了诸如“大基地项目”，分布式光伏“整县推进”，以及构筑智能电网等措施以加强对于新能源的消纳将在未来 5-10 年内持续支持中国光伏项目的开发。海外市场方面，欧美各国及新兴市场国家均对碳中和发展及可再生能源的发展规划呈更加积极的态度。展望 2022 年，随着中国企业新增硅料产能的持续释放，我们预料光伏供应链将重归降本路径，并将刺激下游光伏项目装机提速。我们预料全球光伏装机增速将同比增长 40% 以上，带动市场气氛及股价上行。我们维持对中国光伏行业“优于大市”评级。并建议投资者关注光伏一体化组件供应商在行业需求扩张过程中获得量利齐升。主要受益标的包括：晶科能源（JKS US，未评级），阿特斯（CSIQ US，未评级），以及隆基股份（601012 CH，买入）。

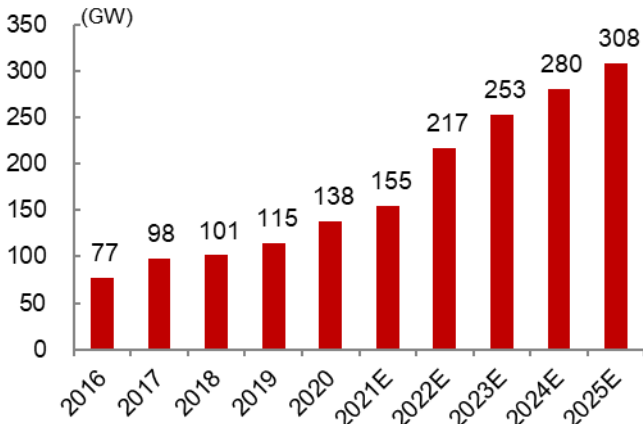
图 186: 焦点企业股价趋势



资料来源：彭博，招银国际证券

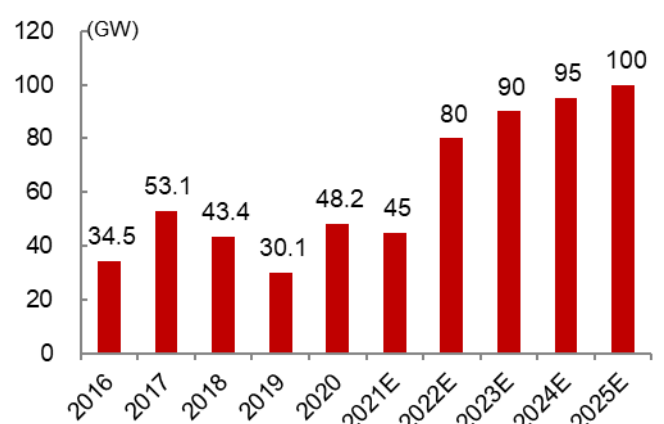
重要图表

图 187: 我们预测全球光伏装机将在 2022 年实现同比增长超过 40%，十四五期间年均复合增长长达 18.8%。



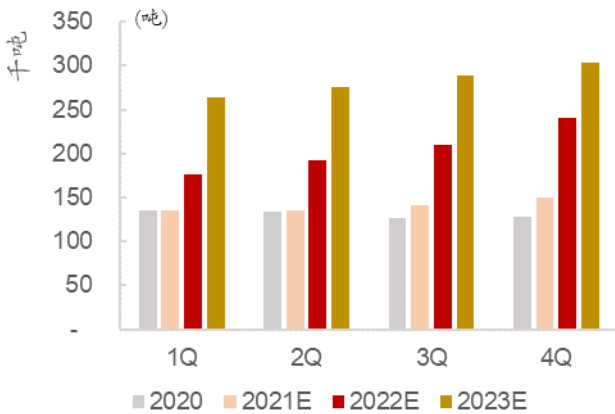
资料来源: IRNEA, 招银国际证券预测

图 188: 中国光伏装机因产业链价格波动, 2021 年或有所下滑, 2022 年将呈快速增长态势。



资料来源: 国家能源局, 招银国际证券预测

图 189: 预料 2022 年一季度硅料产出环比增长 17.6%，有望带动产业链价格逐步回归合理



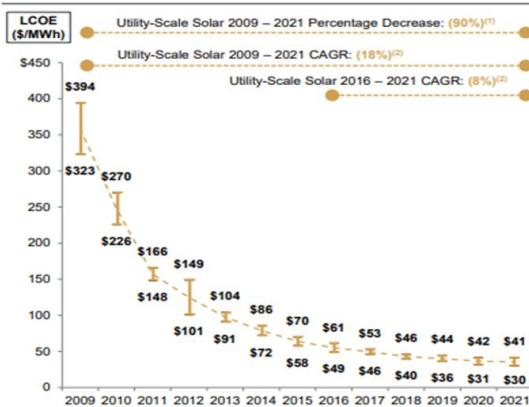
资料来源: 招银国际预测

图 190: 2022 年硅片端产能扩张将达近 600GW，年末产能将达硅料产能的 2 倍，硅料端的竞争及采购策略将直接影响产业链价格趋势

| 单晶硅产能 (GW) | 2020 | 1H21 | 2021E | 2022E |
|------------|------|------|-------|-------|
| 隆基 | 75 | 85 | 105 | 120 |
| 中环 | 55 | 55 | 73 | 135 |
| 晶科 | 20 | 25 | 25 | 40 |
| 晶澳 | 18 | 18 | 30 | 45 |
| 京运通 | 8 | 20 | 20 | 32 |
| 环太 | 5 | 17 | 17 | 30 |
| 上机 | 20 | 20 | 30 | 50 |
| 其它 | 30 | 40 | 100 | 140 |
| 产能合计 | 231 | 280 | 400 | 592 |

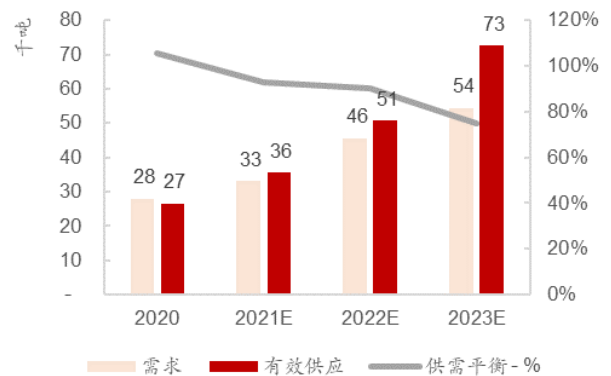
资料来源: 招银国际根据中国有色金属硅业分会数据整理

图 191: 光伏度电成本持续下降为行业发展的核心驱动因素, 过去 10 年光伏项目年均 LCOE 成本下降 13.8%



资料来源: Lazard LCOE 15.0

图 192: 光伏玻璃供需平衡预测



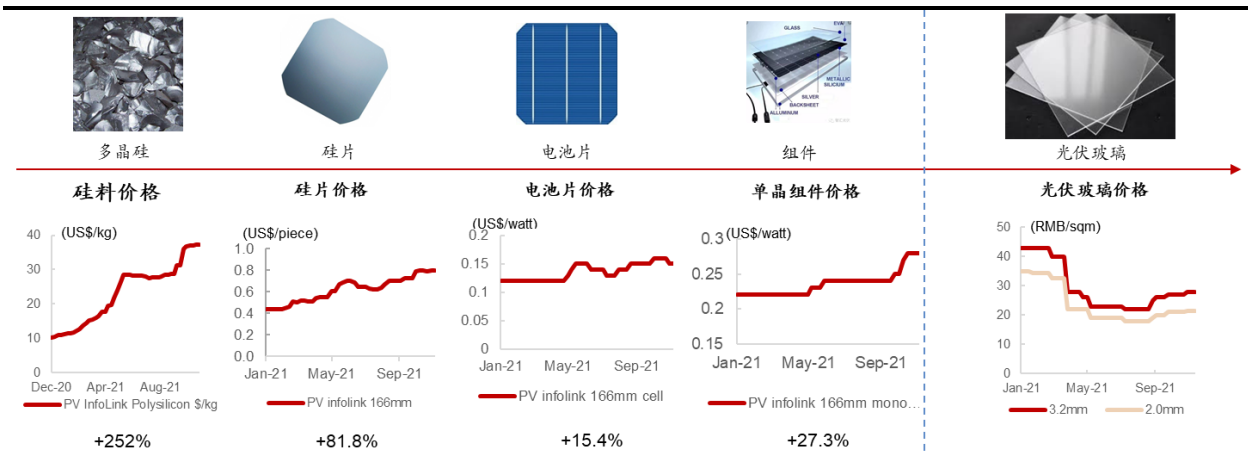
资料来源: 招银国际预测

硅料价格高涨，阻碍供应链实现持续降本

2021 年光伏硅料价格的持续上扬叫人始料未及。受多晶硅产能结构性紧张以及下半年限电和原材料供应紧张所致，单晶致密料含税价从年初的 8.5 万元/吨持续攀升至 4 季度 27 万元。在产业链价格剧烈波动背景下，产业链各个环节均在力所能及的范围内寻求顺价。终端组件价格亦自年初人民币含税价 1.60 元/瓦左右上升超过 30% 至高点人民币 2.10 元/瓦，打断了光伏产业链连续多年来持续降本的势头，为中国下游光伏项目开发带来挑战。2021 年中国的地面大型光伏项目进入平价第一年。基于 6% 左右的项目回报率测算，我们预期组件端的价格门槛约人民币 1.80 元/瓦左右。过高的组件价格将制约年内中国市场的项目投资，导致全年中国市场光伏装机量低于预期。

海外市场方面，由于电价水平较高，同时具备更高的分布式项目比重，在欧美各国大力推行绿色低碳发展的背景下，海外光伏项目开发有能力承受更高的组件价格，因此较高的组件价格尚未对海外组件需求构成显著影响。2021 年我们观察到海外需求更多受海运运力紧张及价格暴涨所影响。

图 193: 产业链成本上涨打断了光伏行业持续降本趋势，除光伏不利价格外，产业链多个环节价格在 2021 年呈显著上涨趋势



资料来源：彭博，公司及招银国际证券预测

硅料产能逐步释放，2022 年产业链价格将重归理性

根据我们对于硅料新增产能释放的统计以及产出展望，我们预计全年硅料产出将可达 81.7 万吨，足以满足 290GW 组件生产，若扣除容配比及一定比例的渠道库存，我们预计硅料将满足超过 223GW 的直流端光伏装机需求。细分季度新增产能变化，我们预期产能投放将集中在 22 年第一及第四季度，其中 22 年第一季度将较 21 年第四季度产能环比增加 17.6%。结合上述判断，我们预料硅料价格降在一季度呈显著回落，将有望带来产业链成本和价格疏导，从而刺激光伏装机需求。

结合光伏产业链中各个环节的扩产趋势，我们预判 22 年最大的变量仍将来自于硅片。结合中国有色金属硅业分会的信息统计，到 2022 年底，硅片的产能将趋近 600GW，仍将使硅片产能的 2 倍以上，硅片端的竞争及对于硅料的采购策略将很大程度主导 2022 年光伏产业

链的发展进程。而在产业链的下游的组件端，按订单排产的组织方式将使企业端获得更高的市场能见度以及更灵活的应对，若成本和价格疏导获得实现将有望率先获得毛利扩张。

市场规模同比增长超 40%，十四五全球装机符合增速可达 18.8%

有别于市场的乐观判断，在装机成本大幅攀升抑制需求的背景下，我们认为 2021 年全球光伏装机仅为 155GW，其中中国市场装机规模约 45GW。展望 2022 年，随着产业链价格关系逐步获得理顺，我们预计全球光伏装机（直流）可达 217GW，同比增长 40%，其中中国市场受政府各项刺激政策带动有望达到 80GW。展望十四五期间，结合各国积极的可再生能源发展措施，我们预判全球的光伏装机符合增长可望实现 18.8%，年装机规模将在十四五末超过 300GW。

光伏玻璃受产能大幅扩张影响，毛利率或呈低位企稳趋势

在光伏产业链原辅材料方面，我们对光伏玻璃子版块持谨慎观点。2021 及 22 年将持续有新增产能投放市场，将极大丰富供应能力，从而也带来一定程度的供给过剩。我们认为信义光能及福莱特玻璃仍将维持光伏玻璃双寡头低位在成本和毛利率方面展现优势，但伴随二线企业的大体量窑炉的持续扩产，对于行业的竞争格局将带来变数。与此同时，我们预判光伏玻璃因供应丰裕将较难以实现显著的售价提升，而成本端则受能源和环保压力所影响或有增加。两相叠加，我们认为光伏玻璃端的盈利能力在 2022 年或将受一定挑战。

优选一体化组件供应商

结合上述展望，我们认为中国光伏组件厂商将有望获得销量增长并伴随成本端改善获得毛利率提升。现阶段，我们认为上下游一体化厂商能够获得更强的成本优势及风险抵御能力。我们认为市场目前已逐步在 A 股企业置入一体化组件厂商的盈利改善预期。相比之下，美股光伏一体化组件厂商目前估值吸引，晶科能源（JKS US，未评级）及阿特斯（CSIQ US，未评级）均处于分拆回 A 上市进程当中，后续的发展动态值得关注。隆基股份（601012 CH）则仍将保持全球最大的光伏组件供应商地位，后续的业绩发展趋势将愈发倚重组件的销售及盈利。

行业估值表

图 194: 同业估值对比

| 上市公司 | 代号 | 市值 百万美元 | 股价 当地货币 | 年初至今 回报率 (%) | 每股盈利 CAGR 2021-23E | 市盈率 | | | 市净率 | | |
|--------------|--------|------------|------------|--------------------|--------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| | | | | | | 21E | 22E | 23E | 21E | 22E | 23E |
| 多晶硅料 | | | | | | | | | | | |
| 通威股份 | 600438 | 32,904 | 46.45 | 20.8 | 19.1% | 24.4 | 18.8 | 17.2 | 5.4 | 4.2 | 3.4 |
| 大全新能源 | DQ | 3,477 | 47.3 | -17.5 | -17.8% | 3.8 | 3.9 | 5.7 | 1.6 | 1.1 | 1.0 |
| 大全能源 | 688303 | 19,351 | 63.88 | n/a | 7.5% | 18.1 | 15.8 | 15.7 | 8.3 | 5.5 | 4.3 |
| 保利协鑫 | 3800 | 8,710 | 2.71 | 120.3 | 0.9% | 10.2 | 9.2 | 10.0 | 2.2 | 1.8 | 1.5 |
| 新特能源 | 1799 | 3,026 | 16.5 | 47.8 | -2.9% | 4.0 | 3.6 | 4.2 | 1.0 | 0.8 | 0.7 |
| 平均 | | | | | | 12.1 | 10.3 | 10.6 | 3.7 | 2.7 | 2.2 |
| 电池片 | | | | | | | | | | | |
| 通威股份 | 600438 | 32,904 | 46.45 | 20.8 | 19.1% | 24.4 | 18.8 | 17.2 | 5.4 | 4.2 | 3.4 |
| 爱旭股份 | 600732 | 8,235 | 25.7 | 60.9 | 134.0% | 135.3 | 34.5 | 24.7 | 9.2 | 7.3 | 5.6 |
| 平均 | | | | | | 79.8 | 26.7 | 21.0 | 7.3 | 5.8 | 4.5 |
| 硅片 | | | | | | | | | | | |
| 隆基股份 | 601012 | 71,688 | 84.16 | 27.8 | 31.2% | 41.2 | 30.0 | 23.9 | 9.8 | 7.7 | 6.0 |
| 中环股份 | 002129 | 20,729 | 40.76 | 59.8 | 25.5% | 33.9 | 26.5 | 21.5 | 5.1 | 4.3 | 3.6 |
| 上机数控 | 603185 | 8,394 | 193.81 | 40.0 | N/A | 23.1 | 17.6 | N/A | N/A | N/A | N/A |
| 平均 | | | | | | 37.6 | 28.2 | 22.7 | 7.4 | 6.0 | 4.8 |
| 组件 | | | | | | | | | | | |
| 晶科能源 | JKS | 2,185 | 46.71 | -24.5 | 52.7% | 21.6 | 10.2 | 9.2 | 1.2 | 1.1 | 0.9 |
| 阿特斯 | CSIQ | 2,143 | 33.67 | -34.3 | 55.0% | 25.5 | 10.5 | 10.6 | 1.0 | 0.9 | 0.8 |
| 晶澳科技 | 002459 | 23,293 | 92.58 | 127.4 | 59.5% | 73.6 | 39.6 | 28.9 | 9.7 | 7.9 | 6.3 |
| 天合光能 | 688599 | 24,473 | 75.2 | 224.8 | 55.0% | 80.5 | 45.2 | 33.5 | 9.2 | 7.7 | 6.2 |
| 平均 | | | | | | 50.3 | 26.4 | 20.6 | 5.3 | 4.4 | 3.6 |
| 光伏玻璃 | | | | | | | | | | | |
| 信义光能 | 968 | 16,600 | 14.56 | -28.1 | 18.3% | 23.9 | 21.1 | 17.0 | 4.3 | 3.8 | 3.3 |
| 福莱特玻璃 | 6865 | 14,871 | 34.8 | 6.6 | 29.5% | 27.8 | 23.7 | 16.6 | 5.2 | 4.3 | 3.5 |
| 福莱特玻璃A | 601865 | 14,871 | 48.17 | 20.7 | 32.3% | 45.5 | 34.6 | 26.0 | 9.4 | 7.3 | 5.7 |
| 亚玛顿 | 002623 | 1,282 | 40.94 | -6.9 | 82.7% | 69.4 | 29.9 | 20.8 | 2.8 | 2.5 | 2.2 |
| 平均 | | | | | | 41.6 | 27.3 | 20.1 | 5.4 | 4.5 | 3.7 |
| 逆变器 | | | | | | | | | | | |
| 阳光电源 | 300274 | 35,105 | 150.2 | 107.8 | 39.6% | 81.3 | 55.5 | 41.7 | 16.6 | 13.1 | 10.1 |
| 锦浪科技 | 300763 | 9,791 | 251.3 | 186.7 | 52.1% | 108.1 | 68.8 | 46.7 | 25.7 | 18.8 | 13.1 |
| 平均 | | | | | | 94.7 | 62.2 | 44.2 | 21.2 | 15.9 | 11.6 |
| EVA胶膜 | | | | | | | | | | | |
| 福斯特 | 603806 | 19,060 | 127.35 | 78.9 | 25.3% | 61.7 | 48.8 | 39.3 | 10.6 | 8.9 | 7.3 |
| 全行业平均 | | | | | | 45.7 | 27.4 | 21.5 | 7.2 | 5.7 | 4.5 |

资料来源: 彭博, 招银国际证券

中国风电板块

优于大市

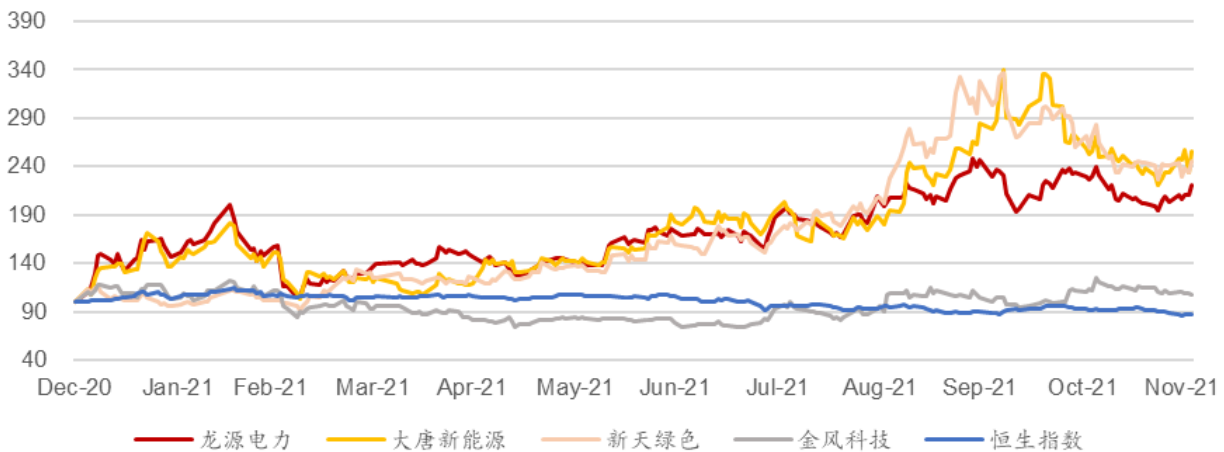
分析师：萧小川 – robinxiao@cmbi.com.hk
夏徽 – meganxia@cmbi.com.hk

平价项目空间打开，十四五展望风驰云走

投资亮点

中国风电装机在经过 2020 年抢装过后进入平价上网时代。2021 年的新增风电项目将呈显着回落态势，由陆上平价项目和海上带补贴项目构成。年内值得关注的事项是风机招标价格激烈竞争，3-4MW 机型从去年四季度约 3200 元/千瓦在一年内下降至 2300-2400 元/千瓦。截止 2021 年 11 月中旬，中国风机招标已超过 60GW，全年有望超过 65GW 招标，将有望持平甚至超越历史最高招标水平。招标数据结合国家风电大基地项目的推出，将预示着 2022 年中国陆上风电市场将重归快速增长轨道，将带动产业链需求增长以及行业景气度提升。风电产业链的不确定性将来自材料及设备价格的上涨，或将对 2022 年风机及上游企业的盈利能力构成压力。我们对下游风电运营商高看一线，一方面风机价格的下降有助于增加平价项目的盈利能力，另一方面日益增加的绿电交易及火电电价在基准价上浮增加将有望释放风电企业的绿电价值，有望持续带来价值重估。我们推荐企业素质和盈利质量较高的龙源电力（916 HK）以及新天绿色能源（956 HK）。

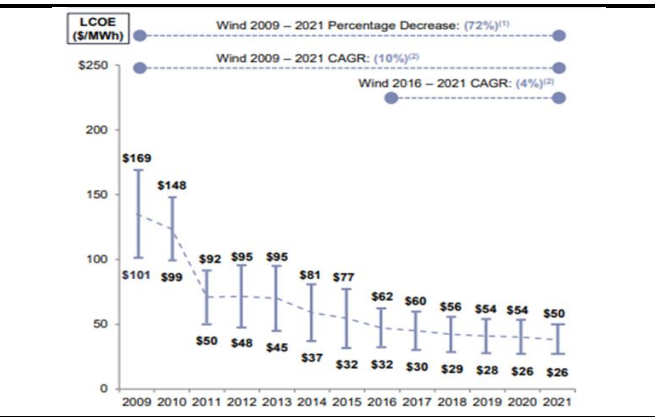
图 195: 焦点企业股价趋势



资料来源：彭博，招银国际证券

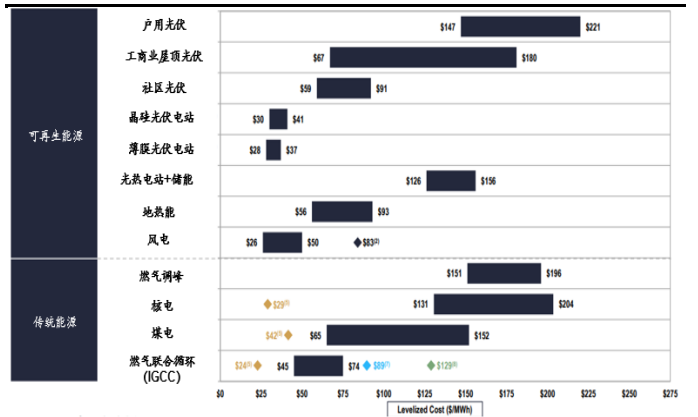
重要图表

图 196: 从全球视角看, 过去 10 年风电项目 LCOE (平准化度电成本) 年均下降 6.1%



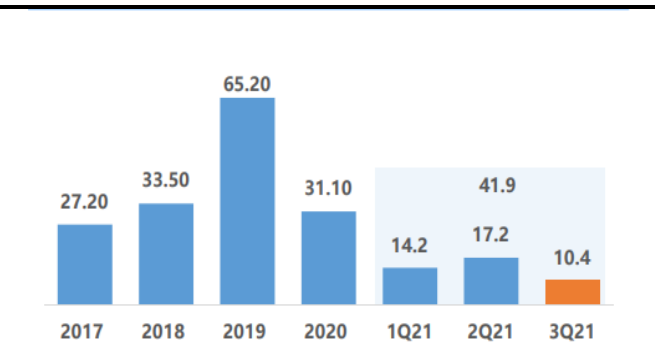
资料来源: Lazard Levelized Cost of Energy Analysis, Version 15.0

图 197: 风电项目的成本竞争力对比传统能源显现明显优势



资料来源: Lazard Levelized Cost of Energy Analysis, Version 15.0

图 198: 2021 年风电招标活跃, 前三季度已招标 41.9GW, 截止至 11 月中旬已招标超过 60GW



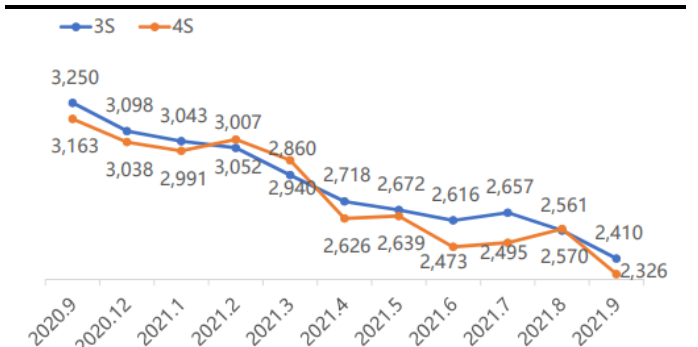
资料来源: 金风科技 21 年三季度路演材料

图 200: 当前成本结构下, 我们测算平价项目 IRR 可达 10.9%

| 项目 | 单位 | 假设条件 |
|----------------------|-----------|-------|
| 项目规模 | MW | 100 |
| 运营年份 | Years | 20 |
| 电价(含增值税) | RMB/Kwh | 0.32 |
| 利用小时数 | Hours/yr | 2500 |
| 每瓦资本开支 | RMB/w | 5.5 |
| 维护成本 | RMB/Kwh | 0.065 |
| 其它运营费用 | RMB mn/Yr | 1.5 |
| 贷款年限 | Years | 15 |
| 利率 | | 4.3% |
| 负债率 | | 70% |
| 总投资/资本开支 | | 105% |
| 折现率 (discount rate) | | 4.3% |
| 项目经济性测算 | | |
| 结论 | | |
| 项目 IRR (Project IRR) | | 7.4% |
| 股本金 IRR (Equity IRR) | | 10.9% |
| 前10年平均ROE | | 6.4% |
| 项目回报率 | Year | 9 |

资料来源: 招银国际证券测算

图 199: 3-4MW 机型投标报价竞争激烈, 年内招标价格呈下跌趋势, 进入四季度, 投标报价开始企稳。



资料来源: 金风科技 21 年三季度路演材料

图 201: 对比当前组件价格下的光伏项目, 我们认为风电项目的回报率更为吸引

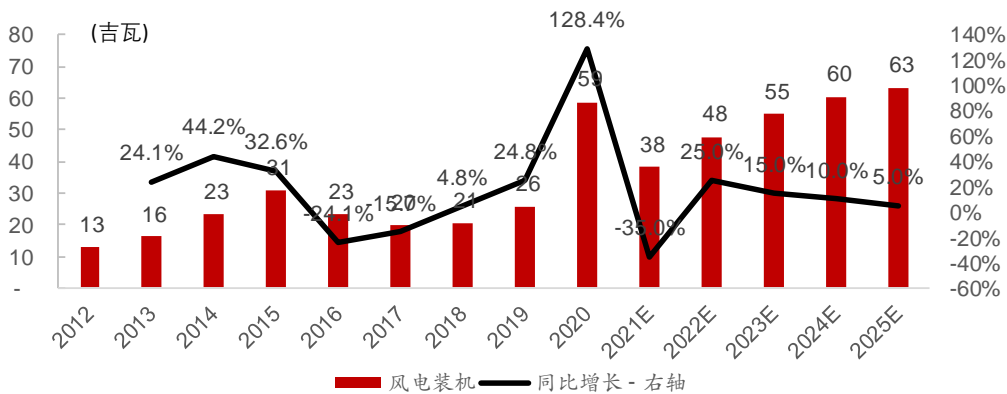
| 项目 | 单位 | 假设条件 |
|---------------------|-----------|-------|
| 项目规模 | MW | 100 |
| 运营年份 | Years | 20 |
| 电价(含增值税) | RMB/Kwh | 0.4 |
| 利用小时数 | Hours/yr | 1300 |
| 每瓦资本开支 | RMB/w | 4.6 |
| 维护成本 | RMB/Kwh | 0.055 |
| 其它运营费用 | RMB mn/Yr | 1 |
| 贷款年限 | Years | 15 |
| 利率 | | 4.3% |
| 负债率 | | 70% |
| 总投资/资本开支 | | 105% |
| 折现率 (discount rate) | | 4.3% |
| 项目经济性测算 | | |
| 结论 | | |
| 项目 IRR | | 5.5% |
| 股本金 IRR | | 6.1% |
| 前10年平均ROE | | 3.7% |
| 项目回报率 | Year | 11 |

资料来源: 招银国际证券测算

十四五风电发展将受大基地项目驱动

2021年以吊装口径计算，我们认为中国新增风电装机将较2020年显著回落，风机的装机增长主要由海上风电（国补最后一年）以及陆上平价项目驱动。今年由于能源局指标下发及各省保障性和竞争性配置规模下发较晚，我们认为下游风电项目开发企业将难以及时完成新增核准的陆上平价项目并网，部分项目将顺延至2022年。结合国家十四五非化石能源消费比重要达到20%的目标，以及近期风电、光伏大基地项目安排，我们预判十四五期间风电年均装机将超过50GW，年均复合增长率将超过13.5%，并且大基地项目将成为十四五期间风电规模增长的主要驱动力。

图 202: 中国风电装机展望：十四五年均复合增长超过 13.5%



资料来源：国家能源局，招银国际证券预测

招标价格快速下降将改善平价项目的盈利能力

截止2021年11月中旬，中国市场完成了超过60GW的风电项目招标，我们预料全年有望达到65GW，打平甚至超越历史单年度最高招标量水平。招标价格方面则体现了风电整机厂商在平价项目驱动下激烈的市场竞争。3-4MW机型的投标价从去年4季度约人民币3200元/千瓦在年内持续下跌至人民币2400-2500元/千瓦。根据我们测算，在目前风机价格基础上，基于平价项目条件测算，项目的回报率可达10%，远高于风电运营商此前预期。同等条件对比下，风电项目的投资回报率显著优于光伏（2021年经历显著成本上升）。在动态成本此消彼长背景下，我们认为目前新能源运营商投资风电项目意愿将高于光伏项目。

风机厂商或面临一定成本压力

我们认为快速下降的招标价格以及原材料价格上涨将对风机厂商带来显著的成本压力，与此同时，整机厂商亦会选择将部分成本压力向上传导。若2022年上游原材料及部件价格不能实现较好的成本下降，产业链企业或将面临一定的毛利率挤压，从而影响整体利润水平。短期来看，市场招标放量将有助于提振市场情绪。我们对于在2021年通过低价策略获取市场份额提升的企业持相对谨慎态度。尽管行业整体将在2022年实现放量增长，仍建议观察整机及零部件厂商的毛利率趋势以提防潜在增量不增利隐忧。

优选风电运营商

风电运营商自 2021 年 7 月份开始呈显着价值重固态势，我们认为主要驱动因素为市场憧憬绿电交易为新能源项目带来电力溢价。9 月初的绿电交易试点在年内助推新能源运营商股价达到高点。展望 2022 年，伴随国家对于平价绿电参与市场化交易的鼓励和支持政策，绿电交易规模有望实现快速扩大，并在基础电价的基础上获得大型企业为满足企业社会责任以及高耗能企业为了满足其自身清洁能源电力配比的需求实现绿色属性溢价，从而提升企业的盈利水平。我们认为价值重估仍将持续，建议优选盈利质量较高，及具备持续优质资产规模扩大并增值的企业。首选龙源电力（916 HK）及新天绿色能源（956 HK）

估值表

图 203: 同业估值对比

| 上市公司 | 代码 | 市值 百万人民币 | 股价 当地货币 | 年初至今 (%) | EPS-CAGR 2021-23E | 市盈率 | | | 市净率 | | |
|-------------------|-----------|-------------|------------|-------------|----------------------|-------|-------|-------|-------|------|------|
| | | | | | | 21E | 22E | 23E | 21E | 22E | 23E |
| 港股风电运营商 | | | | | | | | | | | |
| 龙源电力 | 916 HK | 107,278 | 16.38 | 110.81 | 15.3% | 17.27 | 15.08 | 12.99 | 1.80 | 1.64 | 1.49 |
| 大唐新能源 | 1798 HK | 18,732 | 3.16 | 159.02 | 18.1% | 11.65 | 9.50 | 8.36 | 1.41 | 0.92 | 0.87 |
| 新天绿能-H | 956 HK | 45,186 | 5.81 | 144.12 | 9.5% | 8.16 | 7.52 | 6.81 | 0.85 | 0.77 | 0.69 |
| 中广核新能源 | 1811 HK | 23,918 | 6.84 | 460.66 | 16.6% | 16.55 | 14.62 | 12.18 | 2.74 | 2.44 | 2.19 |
| 协合新能源 | 182 HK | 5,652 | 0.78 | 65.96 | 20.4% | 6.36 | 5.09 | 4.38 | 0.68 | 0.64 | 0.58 |
| 平均 | | | | | | 12.00 | 10.36 | 8.95 | 1.50 | 1.28 | 1.17 |
| A股风电运营商 | | | | | | | | | | | |
| 三峡新能源 | 600905 CH | 195,426 | 6.84 | N/A | 25.1% | 35.81 | 27.25 | 22.88 | 3.01 | 2.81 | 2.61 |
| 新天绿能-A | 600956 CH | 45,185 | 18.14 | 80.32 | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A |
| 福能股份 | 600483 CH | 32,693 | 17.05 | 115.01 | 22.8% | 16.63 | 11.91 | 11.03 | 2.13 | 1.85 | 1.63 |
| 嘉泽新能 | 601619 CH | 13,156 | 5.44 | 60.00 | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A |
| 江苏新能 | 603693 CH | 18,927 | 27.60 | 114.29 | N/A | 31.36 | 22.81 | N/A | N/A | N/A | N/A |
| 节能风电 | 601016 CH | 34,239 | 6.83 | 99.13 | 29.2% | 35.95 | 25.97 | 21.55 | 2.51 | 2.07 | 1.74 |
| 平均 | | | | | | 29.94 | 21.99 | 18.48 | 2.55 | 2.24 | 1.99 |
| 风机制造 | | | | | | | | | | | |
| 金风科技-H | 2208 HK | 73,605 | 17.44 | 11.94 | 8.6% | 14.77 | 14.06 | 12.52 | 1.63 | 1.50 | 1.38 |
| 金风科技-A | 002202 CH | 73,605 | 18.14 | 27.30 | 12.6% | 19.76 | 17.96 | 15.58 | 2.10 | 1.94 | 1.80 |
| 明阳智能 | 601615 CH | 55,344 | 28.29 | 49.05 | 10.6% | 19.96 | 17.97 | 16.31 | 3.11 | 2.64 | 2.21 |
| 运达股份 | 300772 CH | 15,759.653 | 46.49 | 180.91 | N/A | 39.07 | 27.84 | N/A | N/A | N/A | N/A |
| 电气风电 | 688660 CH | 17,827 | 13.37 | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A |
| 平均 | | | | | | 23.39 | 19.46 | 14.81 | 2.28 | 2.03 | 1.79 |
| 风机叶片 | | | | | | | | | | | |
| 中材科技 | 002080 CH | 63,232 | 37.68 | 55.83 | 15.5% | 17.53 | 15.05 | 13.13 | 3.87 | 3.15 | 2.59 |
| 时代新材 | 600458 CH | 9,939 | 12.38 | 45.48 | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A |
| 光威复材 | 300699 CH | 42,826 | 82.62 | -7.22 | 23.6% | 53.23 | 42.54 | 34.83 | 10.10 | 8.48 | 7.00 |
| 平均 | | | | | | 35.38 | 28.80 | 23.98 | 6.99 | 5.81 | 4.79 |
| 塔架 | | | | | | | | | | | |
| 大金重工 | 002487 CH | 24,394 | 43.90 | 382.95 | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A |
| 天顺风能 | 300569 CH | 13,017 | 16.40 | 74.36 | N/A | 24.85 | 21.58 | N/A | N/A | N/A | N/A |
| 泰盛风能 | 300129 CH | 7,220 | 10.04 | 32.11 | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A |
| 平均 | | | | | | 24.85 | 21.58 | N/A | N/A | N/A | N/A |
| 齿轮箱、定转子及铸件 | | | | | | | | | | | |
| 中国高速传动 | 658 HK | 8,036 | 6.03 | -20.66 | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A |
| 杭齿前进 | 601177 CH | 3,585 | 8.96 | 11.17 | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A |
| 新强联 | 300850 CH | 37,820 | 195.00 | 107.33 | 30.9% | 67.24 | 51.32 | 39.24 | 10.74 | 8.88 | 7.24 |
| 日月股份 | 603218 CH | 33,082 | 34.19 | 13.02 | 43.6% | 42.47 | 26.34 | 20.60 | 3.78 | 3.39 | 3.07 |
| 平均 | | | | | | 54.86 | 38.83 | 29.92 | 7.26 | 6.14 | 5.16 |
| 行业平均* | | | | | | 26.59 | 20.80 | 16.83 | 3.36 | 2.87 | 2.47 |

资料来源：彭博，公司及招银国际证券预测

中国城市燃气板块

同步大市

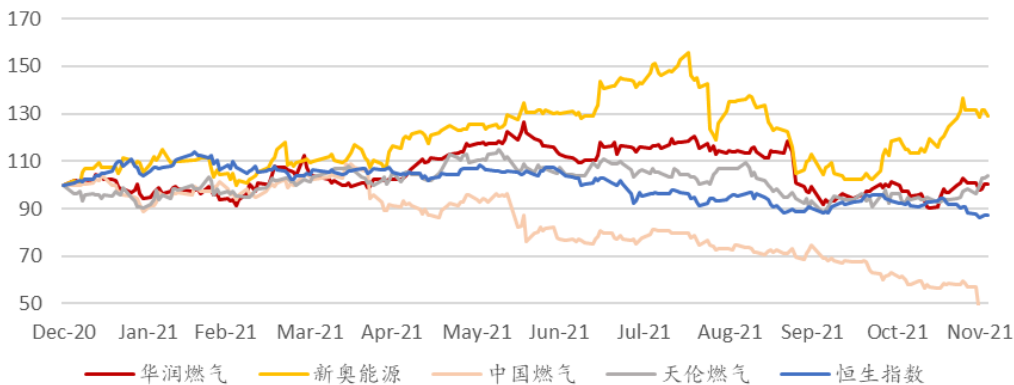
分析师：萧小川 – robinxiao@cmbi.com.hk
夏徽 – meganxia@cmbi.com.hk

面临短期扰动，加速新业务转型

投资亮点

城市燃气分销商的股价表现 2021 年总体呈前高后低趋势。前半年在市场对疫情后工商业及经济复苏的预期下燃气分销板块股价上扬。进入下半年，随着 1) 屡次发生的城燃事故使市场对于城市燃气分销商的安全管理和安全资本开支投入愈发关注；2) 海外市场天然气供应紧张导致气价高涨；3) 拉尼娜及冷冬展望带来天然气供应偏紧预期；以及 4) 国内房地产市场开发放缓影响未来接驳预期，城市燃气板块的股价表现显着回落。进入冬季，天然气短期的供需情况将是市场的主要关注点之一，在国家采取“压非保民”保供策略以及冬奥会前后对于大气污染治理的预期背景下，城燃企业的短期销气毛差或受挤压。展望 2022 年，我们预判海外天然气价格将逐步回归合理水平，将带动城燃业务表现反弹。在房地产项目开发放缓的背景下，我们认为城燃企业将加速对于新兴业务的布局，包括分布式电力和综合能源业务，以及增值服务业务的开发。我们建议投资人逢低布局业务转型节奏较快的城燃企业。我们对于城燃分销商的推荐次序为：**新奥能源 (2688 HK) > 天伦燃气 (1600 HK) > 华润燃气 (1193 HK) > 中国燃气 (384 HK)**。

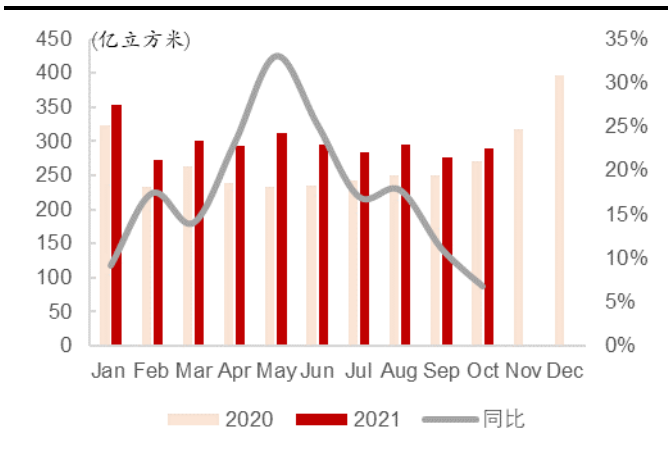
图 204: 焦点城燃企业股价表现



资料来源：彭博，招银国际证券

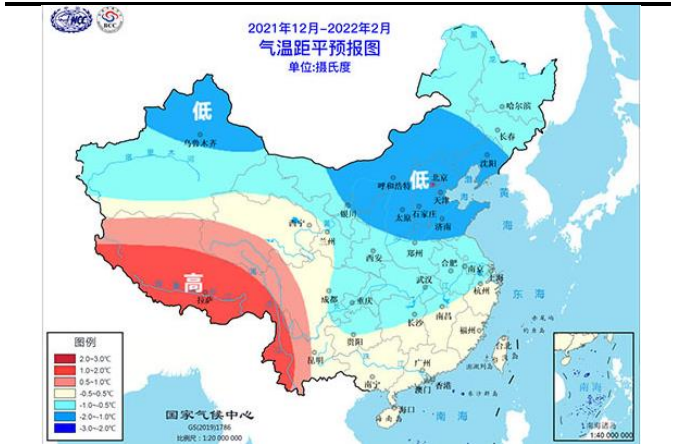
焦点图表

图 205: 中国天然气消费呈淡季不淡，高速增长态势



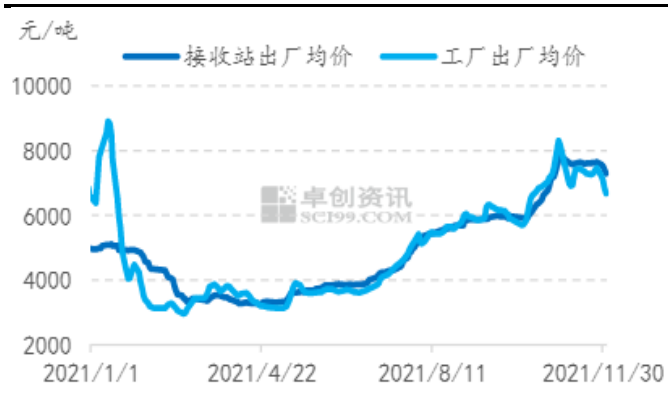
资料来源：重庆石油天然气交易中心，招银国际证券

图 206: 受拉尼娜现象影响，中国华北区域冬季气温或将低于往年水平，将增加居民及采暖天然气需求



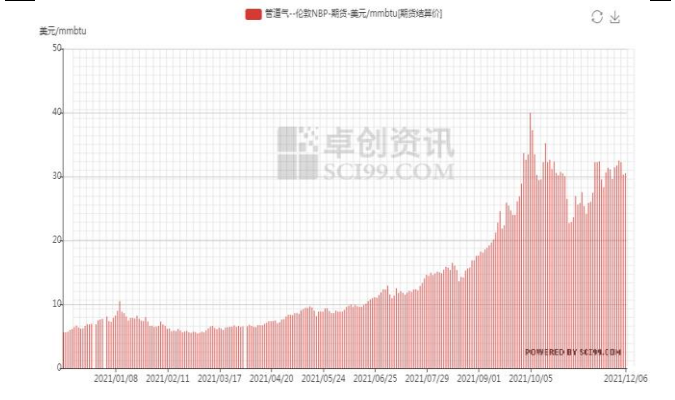
资料来源：国家气象局，招银国际证券

图 207: 液化天然气出厂均价及沿海接收站出厂价高于往年



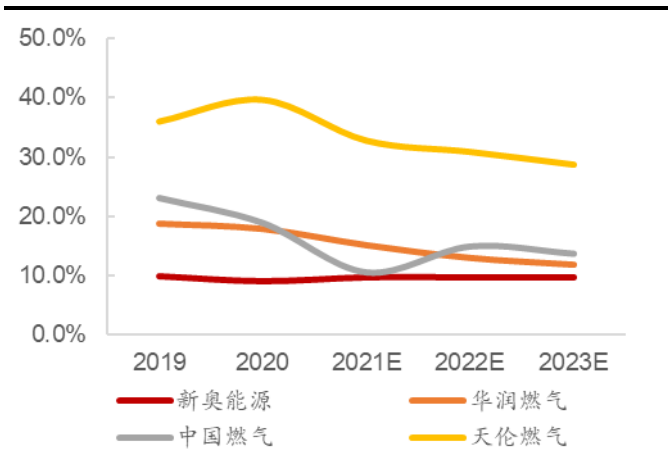
资料来源：卓创资讯

图 208: 国际天然气期货市场价格处于高位



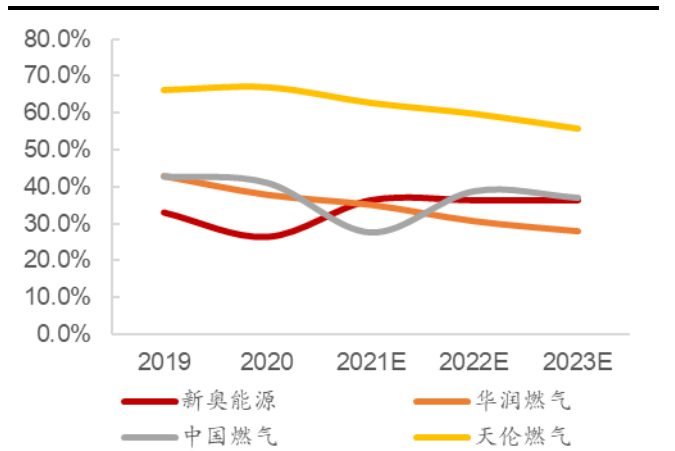
资料来源：卓创资讯

图 209: 接驳收入占城燃收入比重



资料来源：公司资料及招银国际证券预测

图 210: 接驳业务毛利贡献占城燃毛利比重



资料来源：公司资料及招银国际证券预测

城燃接驳预期放缓，将驱动新业务布局加速

伴随城市燃气的市场渗透率逐步增加，我们曾在 2020 年底判断城燃企业将通过差异化的竞争策略启动对于新业务的布局。而进入 2021 年下半年，随着国家对于房地产政策的收紧及各种调控措施的出台，我们认为城市燃气新增接驳的发展势将放缓。结合过往多年数据，城燃接驳业务对企业的利润贡献举足轻重。城燃接驳业务的增速放缓甚至是负增长将驱动企业加速对于新兴业务形态的布局，这些业务将包括分布式电力及综合能源业务，碳排放及碳资产管理，长江沿岸及东部地区的冬季采暖业务，以及通过增值服务业务对存量客户的价值进行深度开发。

城燃企业在新业务布局方面呈明显差异化发展特征。**新奥能源**在综合能源业务布局上处于领先地位，通过对工业用户提供综合能源服务实现能源价值的梯次化利用并拓宽自身的能源服务范围。**中国燃气**则仍然聚焦于居民用户，通过开发长江流域及东部地区的冬季居民采暖业务来拓宽天然气用户场景，同时服务于居民用户消费升级需求。**华润燃气**持续通过大规模并购增加业务覆盖范围。**港华燃气**宣布战略转型增加对于工商业分布式光伏项目的投资并建议更名为港华智慧能源。**天伦燃气**维持项目并购作为战略主线，并依托具有河南特色的煤改气项目与央企合作计划切入分布式光伏整县推进的运维和售后服务等轻资产业务。

拉尼娜带来冷冬预期，挤压冬季天然气毛差表现

展望 2021/22 年冬季，受拉尼娜现象影响，中国冬季大概率将出现冷冬。叠加欧洲市场天然气供应偏紧导致亚洲市场液化天然气现货市场价格高企，市场担忧中国的冬季天然气保供形势。一方面，冷冬较低的温度将刺激采暖的居民气量消费增长，而城燃企业在目前的定价体系下无法将门站价格上涨向居民用户进行疏导。另一方面，目前国家对于冬季天然气保供或采取“压非保民”方式，或将压抑工商业用户的天然气需求增长，燃气企业对于可顺价用户的天然气销售增长或面临部分压力。综合两方面，市场担忧城燃企业在 2021/22 年冬季的天然气销售毛差将受到挤压，而城燃企业也在近期的半年报及三季报中陆续下调了下半年的毛差指引。我们认为市场将结合天气和天然气供需情况调整对于燃气企业的盈利预期，从而在冬季期间对于股价表现带来短期压力。

安全管理受资本市场重视

2021 年多次城市燃气相关的事故引起国家和地方政府的重视。中国城市燃气业务自 2000 年以后起步，历经多年的快速发展，部分项目管线老化及过往施工安装问题逐步浮现将对城燃企业安全运营管理带来挑战。从资本市场角度，安全问题也将影响上市城燃企业的 ESG 形象。在国家对于城市燃气安全管理日趋严格的要求下，我们认为城燃企业将加大对于安全运营的投入，包括增加安全人员、物联网监控设备、以及巡检设备的配置和维护。短期来看或将增加对于城燃企业的成本及资本开支，长期将支持城燃企业的稳健运营和持续稳定的现金流表现。

逢低布局业务转型节奏较快的城燃企业

结合市场对于城市燃气企业的短期担忧和长期向好的发展趋势，我们建议投资人逢低布局业务转型节奏较快的城燃企业。展望 2022 年，我们预判海外天然气价格将逐步回归合理水

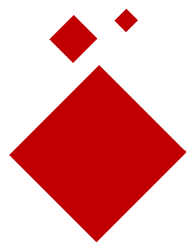
平，将有望带动城燃业务表现反弹。在房地产项目开发放缓的背景下，我们认为城燃企业将加速对于新兴业务的布局，包括分布式电力和综合能源业务，以及增值服务业务的开发。新型业务有助于帮助城燃企业摆脱传统接驳业务因房地产行业的波动带来的影响，并实现稳健可持续的业务增长。我们对于城燃分销商的推荐次序为：新奥能源（2688 HK）>天伦燃气（1600 HK）>华润燃气（1193 HK）>中国燃气（384 HK）。

估值表

图 211: 同业估值对比

| 上市公司 | 代号 | 收盘价 (HK\$) | 市值 (HK\$mn) | 每股盈利 | | | 20-22E CAGR | 市盈率 | | | 市净率 | | |
|-----------------|---------|---------------|----------------|------|------|------|----------------|-------------|-------------|-------------|------------|------------|------------|
| | | | | 20A | 21E | 22E | | FY0 | FY1 | FY2 | FY0 | FY1 | FY2 |
| 跨区域燃气分销商 | | | | | | | | | | | | | |
| 新奥能源 | 2688 HK | 137.80 | 155,709 | 5.59 | 6.35 | 7.20 | 13.5% | 17.20 | 17.69 | 15.59 | 3.94 | 3.57 | 3.08 |
| 华润燃气 | 1193 HK | 40.45 | 93,602 | 2.31 | 2.73 | 3.02 | 14.4% | 15.30 | 14.81 | 13.38 | 2.45 | 2.31 | 2.10 |
| 中国燃气 | 384 HK | 14.68 | 81,265 | 2.01 | 1.82 | 2.11 | 2.4% | 8.26 | 8.07 | 6.96 | 1.27 | 1.22 | 1.09 |
| 昆仑能源 | 135 HK | 7.49 | 64,854 | 0.70 | 0.58 | 0.65 | -3.7% | 29.45 | 10.58 | 9.39 | 0.99 | 0.98 | 0.92 |
| 港华燃气 | 1083 HK | 5.89 | 18,612 | 0.50 | 0.56 | 0.60 | 10.4% | 10.63 | 10.46 | 9.75 | 0.81 | 0.83 | 0.76 |
| 天伦燃气 | 1600 HK | 7.97 | 7,999 | 1.04 | 1.03 | 1.14 | 4.8% | 5.52 | 6.30 | 5.68 | 1.29 | 1.19 | 1.03 |
| 平均 | | | | | | | | 14.4 | 11.3 | 10.1 | 1.8 | 1.7 | 1.5 |

资料来源：彭博，招银国际证券



行业首选股份

- ❖ 中国互联网板块 - 美团 (3690 HK)、网易 (NTES US)
- ❖ 中国科技板块 - 小米 (1810 HK)、韦尔股份 (603501 CH)
- ❖ 中国软件及 IT 服务板块 - 海康威视 (002415 CH)
- ❖ 中国医药板块 - 信达生物 (1801 HK)、药明生物 (2269 HK)
- ❖ 中国必需消费板块 - 华润啤酒 (291 HK)
- ❖ 中国可选消费板块 - 李宁 (2331 HK)
- ❖ 中国保险板块 - 人保财险 (2328 HK)
- ❖ 中国房地产板块 - 华润置地 (1109 HK)、碧桂园服务 (6098 HK)
- ❖ 中国工程机械 / 商用车板块 - 三一重工 - A (600031 CH)
- ❖ 中国风电板块 - 龙源电力 (916 HK)

美团 (3690 HK)

憧憬 2Q22 增速回升

我们看好美团的赛道成长性、高壁垒下的稳健基本面及盈利预见性。1) 赛道成长性: 宏观、疫情压力下, 相较于电商、广告、游戏等换挡赛道 (<15%), 美团所在的外卖、到店酒旅及新业务均呈现较高防御性 (20%+ CAGR); 2) 高护城河: 不同于电商和泛文娱的竞争加剧, 美团的高频流量入口、交叉销售及强大的供应链优势有望帮助其在本地生活领域持续巩固优势地位; 3) 第二增长曲线清晰: 社区团购增势不减且 UE 改善。业绩面, 憧憬 2Q22E 外卖、到店韧性复苏, FY22E 利润率有望显著改善。基于政策风险基本消化, 市场预期已调低, 当前估值具备吸引力。重申长期看好观点, 目标价为 HK\$332。

- **3Q21 业绩基本上符合预期。**3Q21 收入同比增长 38%, 高于一致预期/我们预计 1%/1%。经调整净亏损为 55 亿元人民币, 好于我们预计的 56 亿元人民币, 但新业务亏损超出一致预期。分业务来看, 外卖/到店酒旅/新业务同比增长 28%/33%/67% (vs. 我们预计同比增长 26%/+31%/+70%)。
- **憧憬 2Q22E 外卖、到店韧性复苏。**3Q21 外卖 GTV/订单量同比增长 29.5%/25% (高于我们预期的 28%/25%), 货币化率为 13.4% (与预期一致)。经调整经营利润率为 3.3%, 略高于我们预期的 3.0%。受制于 4Q21 的弱季节性、疫情反复以及宏观压力, 外卖业务增速有所放缓。我们预计 4Q21 外卖业务同比增长 19%, 经营利润率为 5.5%。3Q21 到店酒旅业务同比增长 33%, 经营利润率为 44% (超过我们预期的 40%)。疫情在 4Q21 可能仍对到店业务产生一次性的影响 (预计收入同比增长 22%, 经营利润率为 40%), 但长期增长逻辑不改。待防控放松(冬奥会及两会结束), 我们期待 2Q22 开始外卖及到店业务步入复苏通道。
- **通过提效, 转向高质量增长。**3Q21 新业务同比增长 67%, 净亏损 109 亿元人民币 (vs. 我们预计为 105 亿元)。预计 4Q21 新业务同比增长 57%, 净亏损 115 亿元人民币 (美团优选亏损 <70 亿人民币, 单效提升)。双十一期间, 头部平台日均单量峰值超过 5,000 万 (基于渠道调研), 意味着环比增势不减。
- **维持买入评级。**未来, 公司将聚焦高质量增长及提效, 应对新冠和宏观经济放缓的挑战。受疫情管控等多重因素, 我们对 4Q21 和 1Q22 增速保持审慎观点, 预计 4Q21 外卖/到店酒旅/新业务同比增长 19%/22%/57%。鉴于 4Q21 增速放缓预期及板块情绪低落, 股价短期或承压。但长期来看, 我们对美团的内生增长保持乐观。基于政策风险基本消化, 市场预期已调低, 当前估值具备吸引力。重申长期看好观点, 目标价为 HK\$332。

财务资料

| (截至 12 月 31 日) | FY19A | FY20A | FY21E | FY22E | FY23E |
|----------------|--------|---------|----------|---------|---------|
| 营业收入(百万元人民币) | 97,529 | 114,795 | 178,388 | 232,676 | 297,613 |
| 同比增长 (%) | 50 | 18 | 55 | 30 | 28 |
| 净收入(百万元人民币) | 4,657 | 3,121 | (18,180) | (4,811) | 13,698 |
| 每股盈利(元人民币) | 0.79 | 0.52 | (2.94) | (0.76) | 2.10 |
| 每股盈利变动 (%) | NA | (34) | NA | NA | NA |
| 市场预测每股盈利(元人民币) | NA | NA | (2.6) | (0.10) | 2.81 |
| 市盈率(倍) | 259 | 391 | NA | NA | 97 |
| 市销率(倍) | 12.8 | 10.9 | 7.0 | 5.4 | 4.2 |
| 股息率 (%) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 权益收益率 (%) | 3.7 | 5.0 | (39.9) | (22.5) | 9.9 |
| 净负债比率 (%) | 净现金 | 净现金 | 净现金 | 净现金 | 净现金 |

资料来源: 公司数据、彭博及招银国际证券预测

买入 (维持)

| | |
|---------|----------|
| 目标价 | HK\$332 |
| (此前目标价) | HK\$332) |
| 潜在升幅 | +35.5% |
| 当前股价 | HK\$245 |

中国互联网行业

黄群

(852) 3900 0889

sophiehuang@cmbi.com.hk

公司数据

| | |
|----------------|-----------|
| 市值(百万港元) | 1,519,540 |
| 3 月平均流通量(百万港元) | 6,028.2 |
| 52 周内股价高/低(港元) | 460/183 |
| 总股本(百万) | 5,457 |

资料来源: 彭博

股东结构

| | |
|-----------------|-------|
| Tencent | 19.5% |
| Sequoia Capital | 6.5% |
| Baillie Gifford | 5.0% |

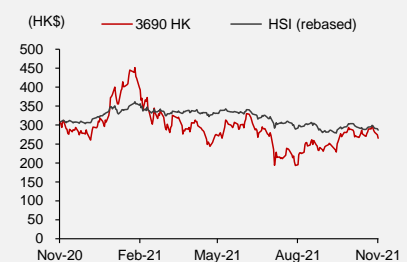
资料来源: 彭博

股价表现

| | 绝对回报 | 相对回报 |
|-----|-------|-------|
| 1-月 | -5.3% | -0.8% |
| 3-月 | 41.7% | 41.1% |
| 6-月 | -0.4% | 13.6% |

资料来源: 彭博

股份表现



资料来源: 彭博

审计师: 普华永道

财务分析

利润表

| 年结: 12月31日(百万人民币) | FY19A | FY20A | FY21E | FY22E | FY23E |
|-------------------|----------|----------|-----------|-----------|-----------|
| 收入 | 97,529 | 114,795 | 178,388 | 232,676 | 297,613 |
| 餐饮外卖 | 54,843 | 66,265 | 95,725 | 121,078 | 151,198 |
| 到店、酒店及旅游 | 22,275 | 21,252 | 32,510 | 41,706 | 51,911 |
| 新业务及其他 | 20,410 | 27,277 | 50,153 | 69,892 | 94,504 |
| 销售成本 | (65,208) | (80,744) | (136,618) | (154,179) | (191,217) |
| 毛利 | 32,320 | 34,050 | 41,769 | 78,497 | 106,396 |
| 销售及营销开支 | (18,602) | (20,883) | (41,029) | (55,842) | (62,499) |
| 行政开支 | (3,559) | (5,594) | (7,136) | (11,634) | (8,928) |
| 研发开支 | (7,309) | (10,893) | (14,806) | (18,614) | (20,833) |
| 其他收入/(亏损) | 475 | 8,117 | (5,035) | (6,073) | (7,231) |
| 经营(亏损)/收入 | 3,326 | 4,798 | (26,236) | (13,666) | 6,905 |
| 财务开支 | (25) | (156) | (91) | 10 | (143) |
| 公允价值变动 | - | - | - | - | - |
| 其他(亏损)/收入 | 107 | 264 | 309 | 309 | 309 |
| 税前(亏损)/利润 | 3,408 | 4,906 | (26,018) | (13,346) | 7,071 |
| 所得税(开支)/抵免 | (526) | 270 | 2,360 | 2,033 | (1,030) |
| 净利润 | 2,236 | 4,708 | (23,865) | (11,521) | 5,834 |
| 调整后净利润 | 4,657 | 3,305 | (18,180) | (4,811) | 13,698 |

现金流量表

| 年结: 12月31日(百万人民币) | FY19A | FY20A | FY21E | FY22E | FY23E |
|-------------------|----------|----------|----------|----------|---------|
| 净利润 | 2,236 | 4,708 | (23,865) | (11,521) | 5,834 |
| 折旧和摊销 | 4,846 | 4,466 | 2,558 | 2,836 | 3,175 |
| 营运资金变动 | (3,697) | (1,044) | 5,973 | 4,370 | 8,231 |
| 其他 | 2,189 | 345 | 4,460 | 5,526 | 6,715 |
| 经营活动所得现金净额 | 5,574 | 8,475 | (10,875) | 1,211 | 23,955 |
| 购买物业、厂房及设备 | (2,210) | (4,305) | (5,708) | (7,073) | (8,595) |
| 联营公司 | (8,710) | (4,334) | (0) | (0) | (0) |
| 其他 | 746 | (12,593) | 4,064 | 5,036 | 6,120 |
| 投资活动所得现金净额 | (10,174) | (21,232) | (1,644) | (2,037) | (2,475) |
| 资本变化 | - | - | - | - | - |
| 净银行借贷 | 1,749 | 4,333 | - | - | - |
| 其他 | (635) | 13,085 | - | - | - |
| 融资活动所得现金净额 | 1,114 | 17,418 | - | - | - |
| 现金增加净额 | (3,486) | 4,661 | (12,519) | (827) | 21,480 |
| 年初现金及现金等价物 | 17,044 | 13,396 | 17,094 | 4,575 | 3,748 |
| 受汇率变动的影响 | (173) | (964) | - | - | - |
| 年末现金及现金等价物 | 13,396 | 17,094 | 4,575 | 3,748 | 25,228 |

资产负债表

| 年结: 12月31日(百万人民币) | FY19A | FY20A | FY21E | FY22E | FY23E |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 非流动资产 | 49,878 | 78,269 | 57,114 | 56,500 | 55,989 |
| 物业、厂房及设备 | 5,376 | 13,917 | - | - | - |
| 按公允价值计入损益的投资 | 7,166 | 10,863 | 10,863 | 10,863 | 10,863 |
| 无形资产 | 32,700 | 31,676 | 30,805 | 30,007 | 29,307 |
| 其他 | 4,636 | 21,812 | 15,446 | 15,631 | 15,819 |
| 流动资产 | 82,135 | 88,306 | 68,452 | 68,598 | 91,582 |
| 现金及现金等价物 | 13,396 | 17,094 | 4,575 | 3,748 | 25,228 |
| 受限制现金 | 8,760 | 12,776 | 8,760 | 8,760 | 8,760 |
| 贸易应收款项 | 677 | 1,031 | 612 | 679 | 781 |
| 其他 | 59,302 | 57,406 | 54,505 | 55,411 | 56,812 |
| 流动负债 | 36,593 | 51,148 | 43,061 | 48,559 | 58,466 |
| 贸易应付款项 | 6,766 | 11,967 | 11,043 | 15,124 | 21,279 |
| 应付商家款项 | 7,495 | 9,415 | 8,102 | 8,983 | 10,341 |
| 交易用户预付款 | 3,856 | 4,308 | 3,071 | 3,404 | 3,919 |
| 递延收入 | 4,567 | 5,053 | 3,802 | 4,463 | 5,137 |
| 其他 | 13,908 | 20,405 | 17,044 | 16,586 | 17,790 |
| 非流动负债 | 3,366 | 17,793 | 17,281 | 17,310 | 17,326 |
| 借款 | 467 | 1,957 | 1,957 | 1,957 | 1,957 |
| 其他 | - | - | - | - | - |
| 少数股东权益 | 2,899 | 15,835 | 15,324 | 15,353 | 15,369 |
| 少数股东权益 | (58) | (59) | (61) | (64) | (67) |
| 净资产总值 | 92,054 | 97,634 | 78,229 | 72,234 | 84,783 |

主要比率

| 年结: 12月31日 | FY19A | FY20A | FY21E | FY22E | FY23E |
|-------------------|-------|--------|--------|--------|-------|
| 销售组合 (%) | | | | | |
| 餐饮外卖 | 56.2 | 57.7 | 53.7 | 52.0 | 50.8 |
| 到店、酒店及旅游 | 22.8 | 18.5 | 18.2 | 17.9 | 17.4 |
| 新业务及其他 | 20.9 | 23.8 | 28.1 | 30.0 | 31.8 |
| 总额 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 |
| 增长 (%) | | | | | |
| 收入 | 49.5 | 17.7 | 55.4 | 30.4 | 27.9 |
| 毛利 | 114.0 | 5.4 | 22.7 | 87.9 | 35.5 |
| 经营利润 | NA | 35.9 | NA | NA | NA |
| 调整后净利润 | NA | (29.0) | NA | NA | NA |
| 盈利能力比率 (%) | | | | | |
| 经营利润率 | 3.4 | 4.2 | (14.7) | (5.9) | 2.3 |
| 税前利率 | 3.5 | 4.3 | (14.6) | (5.7) | 2.4 |
| 调整后净利润率 | 4.8 | 2.9 | (10.2) | (2.1) | 4.6 |
| 有效税率 | (0.5) | 0.2 | 1.3 | 0.9 | (0.3) |
| 回报率 (%) | | | | | |
| 资本回报率 | 3.7 | 5.0 | (39.9) | (22.5) | 9.9 |
| 资产回报率 | 3.7 | 2.2 | (12.4) | (3.8) | 10.0 |
| 每股数据 | | | | | |
| 每股盈利(人民币) | 0.79 | 0.52 | (2.94) | (0.76) | 2.10 |
| 每股股息(人民币) | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 每股账面值(人民币) | 15.54 | 16.26 | 10.56 | 9.32 | 10.98 |

资料来源: 公司资料, 招银国际证券预测

网易 (NTES US)

关注 FY22 新游+海外双重增量

从“热爱”出发，网易核心竞争力体现在行业领先的长周期运营和研发美工能力以及强大的 IP 储备。看好网易 2022 年新游增量及游戏出海，驱动游戏加速增长：

1) 强大新游储备：在哈利波特冲榜后，2022 年有望迎来《暗黑》《逆水寒》《指环王》等多款头部新游，叠加《哈利波特》海外版，预计贡献 20%+ 增量；2) 全球 IP 及产品线将助力打开欧美市场，海外游戏占比持续提升（预计 3-5 年海外占比 30%）。我们认为网易是当下为数不多的利润确定性高、分红稳定（平均派息率 28%）、同时不受竞争影响的标的。叠加长期利润率改善、政策边际放松预期，将推动 2022 年盈利及估值上行。目标价为 US\$132。

■ **3Q21 收入超预期。**3Q21 收入为 222 亿元人民币，同比增长 19%，高于市场一致预期/我们预期 4%/0%，其中游戏超预期、有道和其他业务基本上符合预期。Non-GAAP 净利润同比增加 5% 至 38.6 亿元人民币，高于市场预期/我们预期 0%/5%。

■ **憧憬 4Q21 和 FY22 游戏表现强劲。**游戏业务在 3Q21 同比增长 15% (vs. 2Q21 同比增长 5%)，其中端游同比增长 29%（高于我们预测 5%），手游同比增长 9%。强劲增长得益于头部游戏的贡献，包括永劫无间（全球销售 600 万份）以及哈利波特：魔法觉醒（上线后稳定在 iOS 畅销榜 TOP1-8）。递延收入（除去有道）环比增长 24%，超过原本较强的市场预期。得益于哈利波特的强流水贡献（预计首月流水达 15 亿元人民币），预计 4Q21 增长加速将持续（+26% YoY）。基于头部新游储备，包括哈利波特国际版（目标流水跟国内版相近）、暗黑破坏神：不朽（上线时间取决于暴雪，毛利率要比哈利波特略低）、逆水寒手游和指环王，我们看好 2022 年游戏的强劲势头。叠加全球 IP 加持，我们预计网易将有望复制日韩成功模式，打开欧美增量市场。

■ **维持买入评级。**为了反映更强的游戏预期，我们把 2021-23 年的盈利预测调高 0%-2%，通过 SOTP 估值得到目标价 132 美元（对应 2022 年/23 年 27.6 倍/24.2 倍 PE）。潜在催化剂：1) 即将上线的头部新游及海外版本；2) 游戏版号的重启。

财务资料

| (截至 12 月 31 日) | FY19A | FY20A | FY21E | FY22E | FY23E |
|----------------|--------|--------|--------|---------|---------|
| 营业收入(百万元人民币) | 59,241 | 73,667 | 88,112 | 103,336 | 118,561 |
| 同比增长 (%) | 15.8 | 24.4 | 19.6 | 17.3 | 14.7 |
| 净收入(百万元人民币) | 15,663 | 14,706 | 17,507 | 20,945 | 24,173 |
| 每股盈利(元人民币) | 24.1 | 22.0 | 25.9 | 30.8 | 35.2 |
| 每股盈利变动 (%) | 45.8 | (8.9) | 18.1 | 18.8 | 14.2 |
| 市场预测每股盈利(元人民币) | NA | NA | 26.0 | 30.4 | 35.2 |
| 市盈率(倍) | 28.4 | 31.1 | 26.3 | 22.2 | 19.4 |
| 市销率(倍) | 7.5 | 6.2 | 5.2 | 4.5 | 4.0 |
| 股息率 (%) | 14.5 | 5.3 | 1.4 | 6.8 | 1.3 |
| 权益收益率 (%) | 21.4 | 15.7 | 16.9 | 18.5 | 18.3 |
| 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、彭博及招银国际证券预测

买入 (维持)

| | |
|---------|----------|
| 目标价 | US\$132 |
| (此前目标价) | US\$132) |
| 潜在升幅 | +25% |
| 当前股价 | US\$106 |

中国互联网行业

黄群

(852) 3900 0889

sophiehuang@cmbi.com.hk

公司数据

| | |
|----------------|--------|
| 市值(百万美元) | 70,970 |
| 3 月平均流通量(百万美元) | 351.2 |
| 52 周内股价高/低(美元) | 134/78 |
| 总股本(百万) | 671 |

资料来源：彭博

股东结构

| | |
|------------------|-------|
| BlackRock | 3.61% |
| Orbis Allan Gray | 2.75% |
| Invesco | 2.58% |

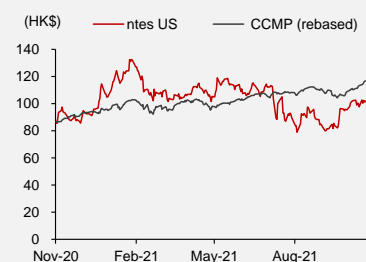
资料来源：彭博

股价表现

| | 绝对回报 | 相对回报 |
|-----|-------|--------|
| 1-月 | 16.3% | 9.3% |
| 3-月 | 24.0% | 15.9% |
| 6-月 | 5.5% | -10.6% |

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

审计师：普华永道

财务分析

利润表

| 年结: 12月31日(百万人民币) | FY19A | FY20A | FY21E | FY22E | FY23E |
|-------------------|---------------|---------------|---------------|----------------|----------------|
| 收入 | 59,241 | 73,667 | 88,112 | 103,336 | 118,561 |
| 游戏 | 46,423 | 54,609 | 62,203 | 72,450 | 82,643 |
| 有道 | 1,305 | 3,168 | 5,735 | 5,677 | 5,614 |
| 其他 | 11,514 | 15,891 | 20,174 | 25,209 | 30,303 |
| 销售成本 | (27,686) | (34,684) | (41,060) | (48,365) | (55,283) |
| 毛利 | 31,555 | 38,983 | 47,053 | 54,971 | 63,278 |
| 销售及营销开支 | (6,221) | (10,704) | (12,588) | (14,151) | (16,236) |
| 研发开支 | (8,413) | (10,369) | (13,712) | (15,938) | (18,286) |
| 行政开支 | (3,130) | (3,372) | (4,321) | (4,957) | (5,687) |
| 经营(亏损)收入 | 13,791 | 14,538 | 16,431 | 19,925 | 23,069 |
| 其他收入 | 2,593 | 834 | 2,212 | 2,298 | 2,622 |
| 税前收入 | 16,383 | 15,372 | 18,643 | 22,222 | 25,691 |
| 所得税 | (2,915) | (3,042) | (3,873) | (4,953) | (5,726) |
| 税后利润 | 13,469 | 12,330 | 14,770 | 17,270 | 19,965 |
| Deemed dividends | (272) | (787) | (585) | (400) | (400) |
| Loss to NCI | 78 | 520 | 408 | 459 | 459 |
| 净利润 | 13,275 | 12,063 | 14,593 | 17,328 | 20,024 |
| 调整后净利润 | 15,663 | 14,706 | 17,507 | 20,945 | 24,173 |

现金流量表

| 年结: 12月31日(百万人民币) | FY19A | FY20A | FY21E | FY22E | FY23E |
|-------------------|-----------------|-----------------|----------------|----------------|----------------|
| 净利润 | 13,469 | 12,330 | 14,593 | 17,328 | 20,024 |
| 折旧和摊销 | 2,614 | 3,458 | 2,643 | 3,378 | 4,694 |
| 营运资金变动 | (358) | 4,771 | 1,092 | 2,582 | 141 |
| 其他 | 1,492 | 4,329 | 2,914 | 3,617 | 4,150 |
| 经营活动所得现金净额 | 17,216 | 24,888 | 21,243 | 26,905 | 29,008 |
| 购买物业、厂房及设备 | (3,329) | (3,290) | (1,847) | (4,504) | (4,694) |
| 其他 | (18,808) | (25,902) | (7,108) | 0 | 0 |
| 投资活动所得现金净额 | (22,137) | (29,192) | (8,955) | (4,504) | (4,694) |
| 回购 | 11 | (11,491) | (6,671) | (6,671) | 0 |
| 股息 | (8,841) | (4,280) | (920) | (4,643) | (5,590) |
| 其他 | 9,913 | 25,685 | 1,950 | 2,146 | 2,360 |
| 融资活动所得现金净额 | 1,083 | 9,913 | (5,641) | (9,168) | (3,230) |
| 现金增加净额 | (3,838) | 5,609 | 6,647 | 13,232 | 21,084 |
| 年末现金及现金等价物 | 10,207 | 6,398 | 12,169 | 18,816 | 32,048 |
| 现金增加净额 | 29 | 162 | 0 | 0 | 0 |
| 年末现金及现金等价物 | 6,397 | 12,169 | 18,816 | 32,048 | 53,132 |
| 受汇率变动的影响 | 3,150 | 3,051 | 3,051 | 3,051 | 3,051 |
| 年末现金及现金等价物 | 3,246 | 9,117 | 15,765 | 28,997 | 50,081 |

资产负债表

| 年结: 12月31日(百万人民币) | FY19A | FY20A | FY21E | FY22E | FY23E |
|-------------------|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 非流动资产 | 27,019 | 34,044 | 33,247 | 34,373 | 34,373 |
| 物业、厂房及设备 | 4,622 | 4,555 | 3,759 | 4,885 | 4,885 |
| 土地使用权, 净值 | 3,707 | 4,178 | 4,178 | 4,178 | 4,178 |
| 长期存款 | 2,360 | 6,630 | 6,630 | 6,630 | 6,630 |
| 其他 | 16,330 | 18,680 | 18,680 | 18,680 | 18,680 |
| 流动资产 | 85,105 | 107,831 | 120,399 | 134,696 | 159,869 |
| 现金及现金等价物 | 3,246 | 9,117 | 15,765 | 28,997 | 50,081 |
| 短期存款 | 53,487 | 71,079 | 78,187 | 78,187 | 78,187 |
| 短期投资 | 15,313 | 13,273 | 13,273 | 13,273 | 13,273 |
| 其他 | 13,059 | 14,361 | 13,174 | 14,239 | 18,328 |
| 流动负债 | 38,243 | 46,743 | 48,599 | 54,391 | 60,981 |
| 贸易应付款项 | 1,212 | 1,134 | 1,252 | 1,468 | 1,684 |
| 应付员工款项 | 2,957 | 3,539 | 3,203 | 3,756 | 4,309 |
| 短期贷款 | 16,828 | 19,505 | 21,455 | 23,601 | 25,961 |
| 其他 | 17,245 | 22,566 | 22,689 | 25,566 | 29,026 |
| 非流动负债 | 839 | 1,337 | 1,337 | 1,337 | 1,337 |
| 其他长期应收款 | 457 | 624 | 624 | 624 | 624 |
| 递延所得税收入 | 382 | 713 | 713 | 713 | 713 |
| 净资产总值 | 73,041 | 93,794 | 103,710 | 113,341 | 131,924 |

主要比率

| 年结: 12月31日 | FY19A | FY20A | FY21E | FY22E | FY23E |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 销售组合 (%) | | | | | |
| 游戏 | 78.4 | 74.1 | 70.6 | 70.1 | 69.7 |
| 有道 | 2.2 | 4.3 | 6.5 | 5.5 | 4.7 |
| 其他 | 19.4 | 21.6 | 22.9 | 24.4 | 25.6 |
| 总额 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 |
| 增长 (%) | | | | | |
| 收入 | 15.8 | 24.4 | 19.6 | 17.3 | 14.7 |
| 毛利 | 15.4 | 23.5 | 20.7 | 16.8 | 15.1 |
| 经营利润 | 38.2 | 5.4 | 13.0 | 21.3 | 15.8 |
| 调整后净利润 | 45.5 | (6.1) | 19.0 | 19.6 | 15.4 |
| 盈利能力比率 (%) | | | | | |
| 经营利润率 | 23.3 | 19.7 | 18.6 | 19.3 | 19.5 |
| 税前利率 | 27.7 | 20.9 | 21.2 | 21.5 | 21.7 |
| 调整后净利润率 | 26.4 | 20.0 | 19.9 | 20.3 | 20.4 |
| 有效税率 | (17.8) | (19.8) | (20.8) | (22.3) | (22.3) |
| 回报率 (%) | | | | | |
| 资本回报率 | 21.4 | 15.7 | 16.9 | 18.5 | 18.3 |
| 资产回报率 | 14.0 | 10.4 | 11.4 | 12.4 | 12.4 |
| 每股数据 | | | | | |
| 每股盈利(人民币) | 24.1 | 22.0 | 25.9 | 30.8 | 35.2 |
| 每股股息(人民币) | 14.5 | 5.3 | 1.4 | 6.8 | 1.3 |
| 每股账面值(人民币) | 22.5 | 28.0 | 30.7 | 33.3 | 38.4 |

资料来源: 公司资料, 招银国际证券预测

小米集团 (1810 HK)

手机份额持续提升，AR/VR/电动车引领未来10年增长

小米 2021 年第三季度收入/调整后净利润同比增长 8%/25%，较市场预期高出 1%/8%，但基本符合我们的预测，主要由于平稳智能手机业务（同比+0.5%）、更强劲的广告（同比+45%）以及智能手机/互联网毛利率达 12.8%/73.6%（相较于市场预测的 11.9%/71.6%）。关键点：1）小米中国线下商店扩张到 1 万家以上；2）芯片短缺将持续到 2022 年下半年；3）由于高端智慧手机型号和海外用户增长，互联网收入更加强劲；4）由于物流成本正常化，AIOT 毛利率在 4Q22 有望恢复；5）小米预计首款电动车将在 2024 年实现量产，我们认为电动车业务将成为小米未来十年的增长动力。我们的目标价为 31.34 港元，基于 26 倍 2022 财年预测市盈率。目前的估值为 15.9 倍 2022 财年预测市盈率，接近过去 3 年平均市盈率低一个标准偏差的 16.4 倍，我们认为风险回报率很有吸引力。重申“买入”评级。

■ **3Q21 智能手机的疲软被更强的毛利率和互联网增长所抵消。**小米 2021 年第三季度的稳健表现主要是受更好的智能手机收入结构（ASP 同比+6.7%）、更强劲的广告（同比+45%）和更高的智能手机/互联网服务毛利率的推动。按细分市场，21 年第三季度智能手机/物联网/互联网收入同比增长 0.5%/16%/27%（对比 21 年第二季度同比增长 87%/36%/19%）。在华为高端市场疲软的情况下，我们对小米的高端机型战略保持积极看法。我们预计在 2021-23 年，小米出货量将同比增长 30%/25%/14%，达到 1.91 亿/2.38 亿/2.71 亿。

■ **4Q21E/2022 年展望：全球份额增加，零部件短缺，广告势头强劲。**管理层认为全球芯片短缺将持续到 2022 年下半年，但物流成本压力将在 21 年四季度得到缓解。小米预计中国线下市场有巨大的增长潜力，将专注于提高中国 1 万多家线下商店的效率。在欧洲，小米将继续扩大公开市场和运营商市场的销售网络。对于互联网领域，管理层认为，在高端智能手机用户群和海外市场的搜索广告增长的支持下，广告势头将保持健康增长。

■ **供应链遇上短期挑战，增长动力不变；受益于 AR/VR/电动车未来行业机会。**我们预期小米明年将发布 AR/VR 消费端产品，有望接力手机成为未来增长动力。我们认为最近股价的调整反映了来自荣耀的威胁和供应链的不确定性。我们的目标价为 31.34 港元，基于 26 倍 2022 年市盈率。催化剂包括 AR/VR 产品发布、电动车的进展、新产品推出和市场份额增加。

财务资料

| (截至 12 月 31 日) | FY19A | FY20A | FY21E | FY22E | FY23E |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元人民币) | 205,839 | 245,866 | 332,687 | 409,386 | 484,684 |
| 同比增长 (%) | 17.7 | 19.4 | 35.3 | 23.1 | 18.4 |
| 经调整净利润(百万元人民币) | 11,532 | 13,006 | 20,894 | 25,890 | 31,480 |
| 经调整每股盈利(元人民币) | 0.49 | 0.54 | 0.87 | 1.08 | 1.31 |
| 同比增长 (%) | (10.7) | 11.7 | 60.6 | 23.9 | 21.6 |
| 市场预测每股盈利(元人民币) | NA | 0.52 | 0.71 | 0.87 | 0.97 |
| 市盈率(倍) | 35.5 | 31.8 | 20.4 | 15.9 | 13.3 |
| 市帐率(倍) | 6.2 | 4.1 | 4.0 | 3.4 | 2.8 |
| 权益收益率 (%) | 12.3 | 20.0 | 18.9 | 18.6 | 18.2 |
| 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、彭博及招银国际证券预测

买入 (维持)

| | |
|---------|-----------|
| 目标价 | HK\$31.34 |
| (此前目标价) | HK\$31.34 |
| 潜在升幅 | +63% |
| 当前股价 | HK\$19.22 |

中国科技行业

伍力恒

(852) 3900 0881
alexng@cmbi.com.hk

杨天薇博士

(852) 3916 3716
lilyyang@cmbi.com.hk

林晨莹

(852) 3761 9097
lanalin@cmbi.com.hk

公司数据

| | |
|---------------|--------------|
| 市值(百万元) | 480,237 |
| 3 月平均流通量(百万元) | 2,016.14 |
| 52 周内股价高/低(元) | 35.90/ 18.62 |
| 总股本(百万) | 20,353 |

资料来源：彭博

股东结构

| | |
|---------------------------|--------|
| Lin Bin | 30.85% |
| Smart Mobile Holdings Ltd | 9.30% |
| Mini Stone | 6.06% |

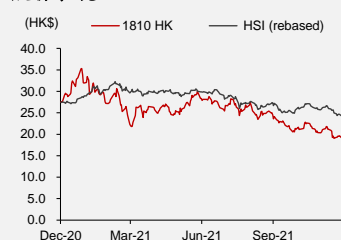
资料来源：彭博

股价表现

| | 绝对回报 | 相对回报 |
|-----|--------|--------|
| 1-月 | -5.6% | -2.5 |
| 3-月 | -21.6% | -14.0% |
| 6-月 | -32.2% | -18.7% |

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

审计师：PricewaterhouseCoopers

财务分析

利润表

| 截止至 12/31 (百万人民币) | FY19A | FY20A | FY21E | FY22E | FY23E |
|-------------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入 | 205,839 | 245,866 | 323,220 | 406,429 | 496,369 |
| 营业成本 | (177,28) | (209,11) | (265,56) | (336,68) | (412,38) |
| 毛利率 | 28,554 | 36,752 | 57,657 | 69,741 | 83,980 |
| 销售及管理费用 | (10,378) | (14,539) | (18,312) | (20,321) | (23,329) |
| 研发费用 | (3,104) | (3,746) | (8,308) | (5,284) | (6,453) |
| 财务费用 | (7,493) | (9,256) | (10,569) | (15,038) | (18,366) |
| 其他运营费用 | 4,181 | 14,825 | 3,781 | 3,781 | 3,781 |
| 运营利润 | 11,760 | 24,035 | 24,249 | 32,879 | 39,613 |
| 其他非运营收入 | 402 | (1,641) | (2,401) | (2,401) | (2,401) |
| 其他非运营费用 | - | (760) | - | - | - |
| 税前利润 | 12,163 | 21,633 | 21,847 | 30,478 | 37,211 |
| 所得税费用 | (2,060) | (1,321) | (3,932) | (4,419) | (5,396) |
| 少数股东损益 | 59 | (43) | (20) | (29) | (35) |
| 归属于母公司股东净利润 | 10,044 | 20,356 | 17,935 | 26,087 | 31,851 |
| 经调整净利润 | 11,532 | 13,006 | 22,222 | 28,417 | 34,175 |

现金流量表

| 截止至 12/31 (百万人民币) | FY19A | FY20A | FY21E | FY22E | FY23E |
|-------------------|----------|----------|---------|---------|---------|
| 税前净利润 | 12,163 | 21,633 | 21,847 | 30,478 | 37,211 |
| 折旧与摊销 | 1,381 | 1,708 | 1,558 | 2,152 | 2,877 |
| 运营资金变动 | 9,553 | 4,320 | 9,660 | 4,058 | 10,452 |
| 其他 | 714 | (5,784) | (3,932) | (4,419) | (5,396) |
| 经营活动现金流净额 | 23,810 | 21,879 | 29,134 | 32,269 | 45,145 |
| 资本开支 | (3,337) | (2,962) | (6,464) | (8,129) | (9,927) |
| 其他 | (28,233) | (14,716) | - | - | - |
| 投资活动现金流净额 | (31,570) | (17,679) | (6,464) | (8,129) | (9,927) |
| 净银行贷款 | 6,619 | (2,004) | - | - | - |
| 股息及利息支付 | - | - | - | - | - |
| 其他 | (3,498) | 28,220 | - | - | - |
| 筹资活动现金流净额 | 3,121 | 26,216 | - | - | - |
| 现金及现金等价物净额 | (4,639) | 30,415 | 22,669 | 24,141 | 35,218 |
| 期初现金 | 30,230 | 25,920 | 54,752 | 77,422 | 101,562 |
| 汇率影响 | 328 | (1,583) | - | - | - |
| 期末现金 | 25,920 | 54,752 | 77,422 | 101,562 | 136,780 |

资产负债表

| 截止至 12/31 (百万人民币) | FY19A | FY20A | FY21E | FY22E | FY23E |
|-------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 流动资产 | 137,539 | 176,283 | 182,604 | 246,257 | 266,707 |
| 现金及现金等价物 | 25,920 | 54,752 | 77,422 | 101,562 | 136,780 |
| 应收票据及账款 | 6,949 | 10,161 | 11,154 | 15,648 | 17,085 |
| 库存 | 32,585 | 41,671 | 24,329 | 59,347 | 43,143 |
| 短期银行存款 | 21,523 | 17,599 | 17,599 | 17,599 | 17,599 |
| 其他流动资产 | 50,562 | 52,100 | 52,100 | 52,100 | 52,100 |
| 非流动资产 | 46,090 | 77,397 | 82,303 | 88,279 | 95,329 |
| 固定资产 | 6,992 | 6,306 | 11,212 | 17,188 | 24,238 |
| 应收税务 | 1,283 | 2,011 | 2,011 | 2,011 | 2,011 |
| 无形资产 | 1,672 | 4,266 | 4,266 | 4,266 | 4,266 |
| 其他非流动资产 | 36,142 | 64,815 | 64,815 | 64,815 | 64,815 |
| 总资产 | 183,629 | 253,680 | 264,907 | 334,536 | 362,036 |
| 流动负债 | 92,181 | 107,927 | 101,238 | 144,809 | 140,494 |
| 短期/一年內到期长期借款 | 12,837 | 6,962 | 6,962 | 6,962 | 6,962 |
| 应付票据及账款 | 59,528 | 72,199 | 65,510 | 109,081 | 104,766 |
| 应付税务 | 479 | 674 | 674 | 674 | 674 |
| 其他流动负债 | 19,337 | 28,092 | 28,092 | 28,092 | 28,092 |
| 非流动负债 | 9,791 | 21,739 | 21,739 | 21,739 | 21,739 |
| 长期借款 | 4,787 | 10,635 | 10,635 | 10,635 | 10,635 |
| 其他应付借款 | 580 | 301 | 301 | 301 | 301 |
| 其他非流动负债 | 4,424 | 10,804 | 10,804 | 10,804 | 10,804 |
| 总负债 | 101,972 | 129,666 | 122,978 | 166,549 | 162,233 |
| 股本 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积 | 81,330 | 123,691 | 141,626 | 167,714 | 199,565 |
| 少数股东权益 | 327 | 322 | 302 | 273 | 238 |
| 所有者权益 | 81,658 | 124,014 | 141,929 | 167,987 | 199,803 |
| 总负债及所有者权益 | 183,629 | 253,680 | 264,907 | 334,536 | 362,036 |

主要比率

| 截止至 12/31 (百万人民币) | FY19A | FY20A | FY21E | FY22E | FY23E |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 分部门收入占比 (%) | | | | | |
| 智能手机 | 59 | 62 | 63 | 64 | 64 |
| IoT 和生活消费 | 30 | 27 | 27 | 26 | 26 |
| 互联网服务 | 10 | 10 | 9 | 9 | 9 |
| 总收入 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 增长率 (%) | | | | | |
| 收入增长率 | 17.7 | 19.4 | 31.5 | 25.7 | 22.1 |
| 毛利增长率 | 28.7 | 28.7 | 56.9 | 21.0 | 20.4 |
| 经营利润增长率 | 882.9 | 104.4 | 0.9 | 35.6 | 20.5 |
| 经调整净利润增长率 | 31.9 | 12.8 | 70.9 | 27.9 | 20.3 |
| 利润率 (%) | | | | | |
| 毛利率 | 13.9 | 14.9 | 17.8 | 17.2 | 16.9 |
| 经营利润率 | 5.7 | 9.8 | 7.5 | 8.1 | 8.0 |
| 净利率 | 4.9 | 8.3 | 5.5 | 6.4 | 6.4 |
| 资产负债相关指标 | | | | | |
| 净负债比率 (%) | 净现金 | 净现金 | 净现金 | 净现金 | 净现金 |
| 流动比率 (x) | 1.5 | 1.6 | 1.8 | 1.7 | 1.9 |
| 应收周转(天数) | 33 | 29 | 30 | 30 | 30 |
| 库存周转(天数) | 6 | 6 | 8 | 8 | 8 |
| 应付周转(天数) | 3 | 3 | 4 | 4 | 4 |
| 盈利指标 (%) | | | | | |
| 权益收益率 | 12.3 | 16.4 | 12.6 | 15.5 | 15.9 |
| 资产收益率 | 5.5 | 8.0 | 6.8 | 7.8 | 8.8 |
| 每股数据 (美元) | | | | | |
| 经调整每股盈利 | 0.49 | 0.54 | 0.85 | 1.08 | 1.30 |
| 每股股利 | - | - | - | - | - |

资料来源: 公司及招银国际证券预测

韦尔股份 (603501 CH)

非手机端图像传感器业务助力公司长期发展

我们长期看好图像传感器行业的发展，尤其是考虑到未来非手机市场对于图像传感器的需求（如汽车、安防、虚拟现实和医疗等）。根据 YOLE 的预测，全球的图像传感器市场预计在 2026 年达到 315 亿美元的规模，2021 年至 2026 年年复合增长率可达 7.2%。受益于整个行业的发展、本地产业链的带动以及国产替代的需求，中国图像传感器公司将成为该行业的主要受益者之一。我们尤其看好作为行业龙头的韦尔股份。公司在近期手机市场销售疲软、供应链持续紧张的情况下，在车载摄像头领域取得了新增市场份额的突破。我们重申对韦尔股份的买入评级，目标价维持在 346.60 元人民币。

- 随着新品的发布，韦尔股份在手机市场的份额仍有提升空间。尽管第三季度手机市场销售疲软（全球手机市场出货量下降 6%，销售额同比保持不变），但是我们仍对韦尔股份手机端图像传感器的前景保持乐观。即便我们对 2022 年智能手机市场增长持中性看法，我们认为公司新一代的手机端图像传感器产品（50MP/100MP/200MP）将在更多价位的手机中获得应用，尤其是 1000-2000 元以及 3000 元以上价位的手机的主摄像头中获得更多的份额。
- 汽车、虚拟现实驱动公司未来增长。韦尔股份车载图像传感器在 2021 年经历了快速的增长。目前市占第一的同业竞争对手安森美正受到供应链的影响，我们预计韦尔股份在车载市场的份额将在未来进一步的提升。由于汽车类产品的认证期更长、车载摄像头的需求数量和价值量更高，所以公司在车载领域的增长确定性更高。同时，虚拟现实以及安防类图像传感器也将保持不错的增长。基于高通（NASDAQ:QCOM）的数据显示，Oculus Quest 2 虚拟现实装备自去年 10 月推出以来，出货量已经突破 1000 万部。由于非手机端图像传感器的毛利率较手机更高，我们预计公司的盈利能力将受到产品结构的改善进一步提升。
- 维持买入评级，目标价维持 346.6 元人民币不变。我们基于 50 倍 2022 年 P/E 得出 346.6 元人民币的目标价。我们认为该估值水平可以反映出：1) 公司在图像传感器市场的领先地位以及全面的产品线，2) 公司在车载类图像传感器的份额逐步增加，以及 3) 公司具有多元化产品的半导体平台，具有协同效应。潜在正面催化剂：1) 供应链缓解快于预期，2) 新的虚拟显示设备以及杀手机应用的发布。潜在负面催化剂：1) 全球经济增长低于预期，抑制消费者支出，2) 芯片短缺进一步加剧或缓解慢于预期。

财务资料

| (截至 12 月 31 日) | FY19A | FY20A | FY21E | FY22E | FY23E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元人民币) | 13,632 | 19,824 | 24,470 | 32,968 | 41,635 |
| 同比增长 (%) | - | 45.4% | 23.4% | 34.7% | 26.3% |
| 毛利率 (%) | 27.4% | 29.9% | 33.8% | 34.2% | 34.3% |
| 净收入(百万元人民币) | 466 | 2,706 | 4,656 | 6,180 | 8,056 |
| 净利率 (%) | 3.4% | 13.7% | 19.0% | 18.7% | 19.3% |
| 每股盈利(元人民币) | 0.76 | 3.21 | 5.22 | 6.93 | 9.04 |
| 每股盈利变动 (%) | - | 322.4% | 62.7% | 32.7% | 30.3% |
| 市场预测每股盈利(元人民币) | - | 3.21 | 5.30 | 6.76 | 8.48 |
| 市盈率(倍) | 407.9 | 96.6 | 59.4 | 44.7 | 34.3 |
| 市帐率(倍) | 24.0 | 23.3 | 17.6 | 11.8 | 8.5 |
| 股息率 (%) | 0.023 | 0.102 | 0.170 | 0.226 | 0.294 |
| 权益收益率 (%) | 5.9% | 23.5% | 29.1% | 26.0% | 24.4% |
| 净负债比率 (%) | 23.5% | 6.7% | 净现金 | 净现金 | 净现金 |

资料来源：公司、彭博及招银国际证券预测

买入 (维持)

| | |
|---------|-----------|
| 目标价 | RMB346.6 |
| (此前目标价) | RMB346.6) |
| 潜在升幅 | +12% |
| 当前股价 | RMB309.99 |

中国科技行业

杨天薇博士

(852) 3916 3716
lilyyang@cmbi.com.hk

伍力恒

(852) 3900 0881
alexng@cmbi.com.hk

林晨莹

(852) 3761 9097
lanalin@cmbi.com.hk

公司数据

| | |
|---------------|-------------|
| 市值(百万元) | 269,414 |
| 3 月平均流通量(百万元) | 1,844 |
| 52 周内股价高/低(元) | 345.0/210.3 |
| 总股本(百万) | 869.1 |

资料来源：彭博

股东结构

| | |
|------------|--------|
| 虞仁荣 | 30.85% |
| 绍兴韦豪股权投资基金 | 9.30% |
| 香港中央结算有限公司 | 6.06% |

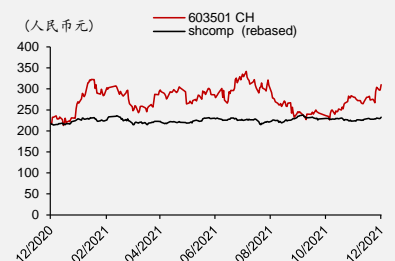
资料来源：彭博

股价表现

| | 绝对回报 | 相对回报 |
|-----|-------|-------|
| 1-月 | 4.7% | 1.7% |
| 3-月 | 21.1% | 23.8% |
| 6-月 | 4.0% | 4.1% |

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

审计师：立信会计师事务所

财务分析

利润表

| 截止至 12/31 (百万人民币) | FY19A | FY20A | FY21E | FY22E | FY23E |
|-------------------|--------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 | 13,632 | 19,824 | 24,470 | 32,968 | 41,635 |
| 营业成本 | -9,898 | -13,894 | -16,209 | -21,707 | -27,342 |
| 毛利率 | 3,734 | 5,930 | 8,261 | 11,260 | 14,293 |
| 销售及管理费用 | -1,132 | -1,147 | -1,162 | -1,418 | -1,749 |
| 研发费用 | -1,282 | -1,727 | -2,007 | -2,637 | -3,248 |
| 财务费用 | -274 | -275 | -337 | -343 | -319 |
| 其他运营费用 | -260 | 176 | 392 | -62 | -93 |
| 运营利润 | 785 | 2,956 | 5,146 | 6,801 | 8,885 |
| 其他非运营收入 | 6 | 44 | 1 | 37 | 25 |
| 其他非运营费用 | -6 | -9 | -4 | -10 | -10 |
| 税前利润 | 784 | 2,991 | 5,144 | 6,828 | 8,900 |
| 所得税费用 | -79 | -308 | -434 | -575 | -750 |
| 净利润 | 705 | 2,683 | 4,710 | 6,253 | 8,150 |
| 少数股东损益 | 240 | -23 | 54 | 72 | 94 |
| 归属于母公司股东净利润 | 466 | 2,706 | 4,656 | 6,180 | 8,056 |
| EBITDA | 1,363 | 3,722 | 5,997 | 7,730 | 10,017 |

现金流量表

| 截止至 12/31 (百万人民币) | FY19A | FY20A | FY21E | FY22E | FY23E |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 净利润 | 705 | 2,683 | 4,710 | 6,253 | 8,150 |
| 折旧与摊销 | 578 | 765 | 850 | 930 | 1,132 |
| 运营资金变动 | -1,037 | -221 | -2,142 | -1,796 | -2,363 |
| 其他 | 560 | 117 | 6 | 555 | 633 |
| 经营活动现金流净额 | 805 | 3,345 | 3,425 | 5,942 | 7,552 |
| 资本开支 | -743 | -1,133 | -1,028 | -1,525 | -1,918 |
| 购买/出售投资类资产 | -93 | -373 | -178 | -128 | -142 |
| 购买/出售子公司 | -805 | -1,163 | -607 | 42 | 42 |
| 其他 | -87 | 38 | 527 | 123 | 104 |
| 投资活动现金流净额 | -1,728 | -2,631 | -1,287 | -1,489 | -1,914 |
| 股权发行及回购 | 380 | 683 | -97 | 2,153 | 1,725 |
| 债权发行及赎回 | 1,017 | 1,567 | 3,373 | 1,614 | -190 |
| 股息及利息支付 | -319 | -413 | -644 | -938 | -1,124 |
| 其他 | 41 | -3 | 321 | -157 | 81 |
| 筹资活动现金流净额 | 1,120 | 1,835 | 2,953 | 2,672 | 493 |
| 现金及现金等价物净额 | 198 | 2,548 | 5,091 | 7,125 | 6,131 |
| 期初现金 | 2,921 | 3,116 | 5,423 | 10,452 | 17,516 |
| 汇率影响 | -2 | -241 | -61 | -61 | -61 |
| 期末现金 | 3,116 | 5,423 | 10,452 | 17,516 | 23,586 |

资产负债表

| 截止至 12/31 (百万人民币) | FY19A | FY20A | FY21E | FY22E | FY23E |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|---------|
| 流动资产 | 10,881 | 13,913 | 21,279 | 32,305 | 41,640 |
| 现金及现金等价物 | 3,161 | 5,456 | 10,469 | 17,533 | 23,603 |
| 应收票据及账款 | 2,577 | 2,583 | 3,180 | 4,448 | 5,351 |
| 存货 | 4,366 | 5,274 | 6,912 | 9,247 | 11,414 |
| 其他流动资产 | 777 | 600 | 718 | 1,077 | 1,271 |
| 非流动资产 | 6,596 | 8,735 | 10,083 | 10,926 | 12,293 |
| 固定资产 | 1,588 | 1,871 | 1,770 | 1,961 | 2,284 |
| 无形资产 | 1,334 | 1,509 | 1,695 | 1,453 | 1,249 |
| 商誉 | 2,249 | 2,800 | 3,005 | 2,964 | 2,922 |
| 其他非流动资产 | 1,425 | 2,556 | 3,613 | 4,549 | 5,839 |
| 总资产 | 17,476 | 22,648 | 31,362 | 43,231 | 53,933 |
| 流动负债 | 7,606 | 6,845 | 8,565 | 11,781 | 11,664 |
| 短期/一年内到期长期借款 | 4,101 | 3,041 | 4,177 | 5,498 | 4,211 |
| 应付票据及账款 | 3,027 | 2,544 | 3,496 | 4,474 | 5,564 |
| 其他流动负债 | 478 | 1,260 | 892 | 1,809 | 1,889 |
| 非流动负债 | 1,915 | 4,278 | 6,786 | 7,700 | 9,225 |
| 长期借款 | 928 | 3,182 | 3,193 | 3,711 | 4,808 |
| 其他应付借款 | 0 | 0 | 2,225 | 2,000 | 2,000 |
| 其他非流动负债 | 987 | 1,096 | 1,368 | 1,989 | 2,417 |
| 总负债 | 9,521 | 11,123 | 15,351 | 19,481 | 20,890 |
| 所有者权益 | 7,955 | 11,525 | 16,011 | 23,750 | 33,043 |
| 股本 | 864 | 868 | 892 | 892 | 892 |
| 资本公积 | 6,650 | 7,248 | 11,911 | 12,094 | 12,277 |
| 库存股 | -649.3 | -255.4 | - | - | - |
| 未分配盈余 | 1,002 | 3,895 | 7,812 | 12,904 | 19,530 |
| 其他股权 | 60.3 | -516.2 | 95.5 | 517.3 | 1,364.7 |
| 少数股东权益 | 29 | 286 | 341 | 413 | 507 |
| 总负债及所有者权益 | 17,476 | 22,648 | 31,362 | 43,231 | 53,933 |

主要比率

| 截止至 12/31 (百万人民币) | FY19A | FY20A | FY21E | FY22E | FY23E |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 分部门收入 | 9,779 | 14,697 | 16,861 | 22,861 | 29,474 |
| 图像显示器 | 0 | 744 | 1,756 | 2,980 | 3,621 |
| 显示驱动器 | 3,853 | 4,383 | 5,853 | 7,127 | 8,540 |
| 其他 | 13,632 | 19,824 | 24,470 | 32,968 | 41,635 |
| 总收入 | 13,632 | 19,824 | 24,470 | 32,968 | 41,635 |
| 增长率 (%) | | | | | |
| 收入增长率 | 40.5% | 45.4% | 23.4% | 34.7% | 26.3% |
| EBITDA 增长率 | 92.4% | 173.1% | 61.1% | 28.9% | 29.6% |
| 净利润增长率 | 221.1% | 481.2% | 72.1% | 32.7% | 30.3% |
| 利润率 (%) | | | | | |
| 毛利率 | 27.4% | 29.9% | 33.8% | 34.2% | 34.3% |
| EBITDA 利润率 | 10.0% | 18.8% | 24.5% | 23.4% | 24.1% |
| 净利润率 | 3.4% | 13.7% | 19.0% | 18.7% | 19.3% |
| 资产负债相关指标 | | | | | |
| 净负债比率 (%) | 23.5% | 6.7% | 净现金 | 净现金 | 净现金 |
| 现金循环周期(天数) | 130.9 | 123.1 | 133.5 | 128.0 | 128.5 |
| 盈利指标 (%) | | | | | |
| 权益收益率 | 5.9% | 23.5% | 29.1% | 26.0% | 24.4% |
| 资产收益率 | 2.7% | 11.9% | 14.8% | 14.3% | 14.9% |

每股数据 (美元)

| | FY19A | FY20A | FY21E | FY22E | FY23E |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 每股盈利 | 0.76 | 3.21 | 5.22 | 6.93 | 9.04 |
| 每股股利 | 0.07 | 0.32 | 0.53 | 0.70 | 0.91 |

资料来源:公司及招银国际证券预测

海康威视 (002415 CH)

持续受益于企业数字化智能化趋势

中国进入了人工智能 (AI) 和各个垂直行业融合的发展期, 海康威视同时具备计算机视觉和摄像机硬件技术的龙头企业, 将持续受惠于企业数字化, 智能化的趋势。在 2022 年, 我们预计在需求端, 创新业务将维持高速增长, 由于高库存和备选供应商的策略, 供应链的风险相对可控。维持买入评级, 目标价 76.25 元。下行风险包括可能持续较长时间的原材料短缺, 较高的物流成本和比预期更低的 AI 摄像机需求。

- **计算机视觉和摄像机硬件技术地位领先。**我们认为中国进入了人工智能 (AI) 和各个垂直行业融合的发展期, 除了传统安防, 交通等领域, 更多企业把 AI 作为提升运营管理和生产力的技术手段, 海康威视作为具备计算机视觉和摄像机硬件能力的龙头企业, 将继续受益于中国企业数字化转型的趋势。
- **需求端: 创新业务表现持续强劲, 房地产行业的疲软将在 22 财年得到体现。**海康威视的产品现在覆盖了 70 个行业, 受益于人工智能和传感器技术, 扩大了摄像机的应用范围。创新业务 (包括萤石网络, 海康机器人, 工业相机等) 继续得到发展, 21 财年第三季度收入同比增长 53% 至 37 亿元人民币, 贡献了 17% 的收入。另一方面, 由于宏观环境的疲软, 在 2021 年下半年, 国内房地产开发商拿地难度增加, 新开工面积下降, 海康威视部分 EBG (企事业事业群) 与智慧建筑相关的业务, 有机会在 22 财年受到负面影响。
- **供应端: 创纪录的高库存水平将限电风险降至最低。**如我们之前指出, 虽然一些上游的原材料供应商受到限电影响, 但限电对海康威视的工厂没有产生直接影响。海康威视维持一方面增加库存, 另一方面协调供应商的不同配置, 包括增加备选供应商等, 我们认为因原材料或能源紧张问题对海康 22 财年的业务带来的潜在风险相对可控。在 21 财年第三季度, 海康威视的库存水平达到了 191 亿元人民币的历史新高 (同比增长 71%, 环比增长 26%)。库存/销售额比为 0.88, 仍低于 20 年第 1 季度的 1.32 (海康威视在 2019 年 10 月被列入实体清单)。
- **维持买入。**我们预计海康威视 FY22E 收入和净利润将同比增长 17% 和 22%。维持买入评级, 目标价为人民币 76.25 元, 基于 36 倍的 22 财年市盈率。主要的下行风险包括可能持续较长时间的原材料短缺, 较高的物流成本和比预期更低的 AI 摄像机需求。

财务资料

| (截至 12 月 31 日) | FY19A | FY20A | FY21E | FY22E | FY23E |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|---------|
| 营业收入 (百万元人民币) | 57,658 | 63,503 | 80,796 | 94,686 | 108,649 |
| 同比增长 (%) | 16% | 10% | 27% | 17% | 15% |
| 净收入 (百万元人民币) | 12,415 | 13,386 | 16,454 | 19,775 | 22,833 |
| 每股盈利 (元人民币) | 1.33 | 1.43 | 1.76 | 2.12 | 2.45 |
| 同比增长 (%) | 8% | 8% | 23% | 20% | 15% |
| 市场预测每股盈利 (元人民币) | 1.33 | 1.43 | 1.81 | 2.26 | 2.70 |
| 市盈率 (倍) | 41.7 | 38.7 | 31.5 | 26.2 | 22.7 |
| 市帐率 (倍) | 11.5 | 9.6 | 8.2 | 8.0 | 7.9 |
| 股息收益率 (%) | 0.01 | 0.01 | 0.03 | 0.04 | 0.04 |
| 权益收益率 (%) | 30% | 27% | 28% | 31% | 35% |
| 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、彭博及招银国际证券预测

买入 (维持)

| | |
|---------|-----------|
| 目标价 | RMB76.25 |
| (此前目标价) | RMB76.25) |
| 潜在升幅 | +47.5% |
| 当前股价 | RMB51.68 |

中国软件及 IT 服务行业

颜宇翔

(852) 3916 3719

marleyngan@cmbi.com.hk

公司数据

| | |
|---------------|--------------|
| 市值(百万港元) | 482,474 |
| 3月平均流通量(百万港元) | 1,577.63 |
| 52周内股价高/低(港元) | 70.48/ 43.38 |
| 总股本(百万) | 9,336 |

资料来源: 彭博

股东结构

| | |
|-------------------------|-------|
| CETC | 38.9% |
| Kung Hong Ka - Chairman | 10.3% |

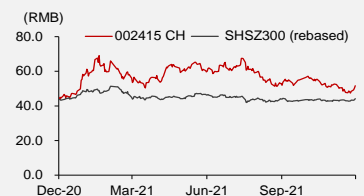
资料来源: Bloomberg

股价表现

| | 绝对回报 | 相对回报 |
|-----|--------|-------|
| 1-月 | 1.2% | -1.8% |
| 3-月 | -2.4% | -2.9% |
| 6-月 | -13.4% | -9.3% |

资料来源: 彭博

股份表现



资料来源: 彭博

审计师: Deloitte

相关研报:

1. China AI surveillance – Gov't projects picking up, power cuts impact limited - 12 Oct 2021
2. Hikvision (002415 CH) – Innovative business gaining momentum - 26 Jul 2021

财务分析

利润表

| 年结: 12月31日(百万人民币) | FY19A | FY20A | FY21E | FY22E | FY23E |
|-------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|----------------|
| 收入 | 57,658 | 63,503 | 80,796 | 94,686 | 108,649 |
| 销售成本 | (31,140) | (33,958) | (43,441) | (50,825) | (57,805) |
| 毛利 | 26,518 | 29,546 | 37,354 | 43,861 | 50,844 |
| 销售及营销开支 | (7,257) | (7,378) | (9,075) | (10,341) | (11,552) |
| 行政开支 | (1,822) | (1,790) | (2,085) | (2,450) | (2,809) |
| 研发开支 | (5,484) | (6,379) | (8,756) | (9,921) | (11,345) |
| 其他收入/(亏损) | (417) | (416) | (605) | (658) | (777) |
| 经营(亏损)/收入 | 11,538 | 13,583 | 16,833 | 20,491 | 24,361 |
| 财务开支 | 640 | (396) | 225 | 257 | 269 |
| 其他(亏损)/收入 | 1,578 | 2,086 | 1,809 | 1,812 | 1,723 |
| 税前(亏损)/利润 | 13,755 | 15,273 | 18,867 | 22,560 | 26,354 |
| 所得税(开支)/抵免 | (1,290) | (1,595) | (1,800) | (2,143) | (2,635) |
| 少数股东权益 | (51) | (293) | (613) | (643) | (885) |
| 净利润 | 12,415 | 13,386 | 16,454 | 19,775 | 22,833 |

现金流量表

| 年结: 12月31日(百万人民币) | FY19A | FY20A | FY21E | FY22E | FY23E |
|-------------------|----------------|----------------|----------------|-----------------|-----------------|
| 税前(亏损)/利润 | 12,415 | 13,386 | 16,454 | 19,775 | 22,833 |
| 折旧和摊销 | 699 | 845 | 1,134 | 1,327 | 1,472 |
| 营运资金变动 | (7,153) | 597 | (12,917) | (44) | 9,799 |
| 其他 | 1,807 | 1,260 | 1,358 | 643 | 885 |
| 经营活动所得现金净额 | 7,768 | 16,088 | 6,029 | 21,701 | 34,988 |
| 资本开支 | (1,927) | (2,004) | (2,724) | (2,361) | (2,519) |
| 其他 | 4 | (551) | (177) | 0 | 0 |
| 投资活动所得现金净额 | (1,923) | (2,555) | (2,900) | (2,361) | (2,519) |
| 净借贷 | 187 | 2,049 | 850 | 341 | (2,384) |
| 股息 | (5,609) | (6,542) | (14,943) | (18,369) | (22,076) |
| 其他 | (14) | (189) | 7,148 | (643) | (885) |
| 融资活动所得现金净额 | (5,436) | (4,681) | (6,946) | (18,670) | (25,345) |
| 现金增加净额 | 408 | 8,852 | (3,817) | 669 | 7,124 |
| 年初现金及现金等价物 | 26,552 | 27,072 | 35,460 | 31,547 | 32,216 |
| 汇兑 | 111 | (464) | (96) | 0 | 0 |
| 年末现金及现金等价物 | 27,072 | 35,460 | 31,547 | 32,216 | 39,341 |

资产负债表

| 年结: 12月31日(百万人民币) | FY19A | FY20A | FY21E | FY22E | FY23E |
|-------------------|---------------|---------------|---------------|----------------|----------------|
| 流动资产 | 64,026 | 74,763 | 80,645 | 89,442 | 103,648 |
| 现金及现金等价物 | 27,072 | 35,460 | 31,547 | 32,216 | 39,341 |
| 应收贸易款项 | 23,146 | 24,098 | 32,544 | 36,717 | 41,225 |
| 存货 | 11,268 | 11,478 | 12,411 | 15,820 | 17,491 |
| 其他 | 2,540 | 3,727 | 4,144 | 4,689 | 5,591 |
| 非流动资产 | 11,332 | 13,939 | 16,356 | 17,390 | 18,437 |
| 物业、厂房及设备 | 6,423 | 7,301 | 8,783 | 9,817 | 10,864 |
| 无形资产 | 1,407 | 1,634 | 1,697 | 1,697 | 1,697 |
| 其他 | 3,502 | 5,003 | 5,876 | 5,876 | 5,876 |
| 总资产 | 75,358 | 88,702 | 96,557 | 116,891 | 143,656 |
| 流动负债 | 23,521 | 31,225 | 28,910 | 37,220 | 52,237 |
| 借债 | 2,726 | 7,507 | 8,298 | 8,524 | 6,661 |
| 应付贸易账款 | 13,940 | 14,631 | 9,678 | 16,293 | 31,122 |
| 应付税项 | 5,941 | 6,173 | 8,274 | 8,583 | 9,636 |
| 其他 | 914 | 2,914 | 2,660 | 3,820 | 4,817 |
| 非流动负债 | 6,364 | 2,997 | 3,557 | 3,672 | 3,151 |
| 借债 | 4,604 | 1,961 | 2,314 | 2,430 | 1,908 |
| 其他 | 1,760 | 1,036 | 1,243 | 1,243 | 1,243 |
| 总负债 | 29,885 | 34,222 | 32,467 | 40,892 | 55,388 |
| 股本 | 9,345 | 9,343 | 9,336 | 9,336 | 9,336 |
| 资本公积 | 4,127 | 5,179 | 5,337 | 5,337 | 5,337 |
| 未分配利润 | 33,634 | 40,479 | 49,475 | 50,881 | 51,638 |
| 储备 | (2,202) | (1,207) | (1,128) | (1,128) | (1,128) |
| 少数股东权益 | 569 | 685 | 1,515 | 1,515 | 1,515 |
| 总权益 | 44,904 | 53,794 | 63,019 | 64,425 | 65,182 |
| 负债和权益总额 | 74,789 | 88,016 | 95,486 | 105,317 | 120,570 |

主要比率

| 年结: 12月31日 | FY19A | FY20A | FY21E | FY22E | FY23E |
|-------------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 销售组合 (%) | | | | | |
| 核心视频解决方案 | 90% | 88% | 82% | 78% | 77% |
| 建设工程 | 2% | 3% | 2% | 2% | 2% |
| 智能家居业务 | 4% | 5% | 5% | 6% | 7% |
| 机器人业务 | 1% | 2% | 3% | 5% | 5% |
| 其他创新业务 | 2% | 3% | 7% | 9% | 10% |
| 增长率 (%) | | | | | |
| 收入 | 16% | 10% | 27% | 17% | 15% |
| 经营利润 | 13% | 18% | 24% | 22% | 19% |
| 每股盈利 | 8% | 8% | 23% | 20% | 15% |
| 盈利能力比率 (%) | | | | | |
| 毛利率 | 46.0% | 46.5% | 46.2% | 46.3% | 46.8% |
| 经营利润率 | 20.0% | 21.4% | 20.8% | 21.6% | 22.4% |
| 净利润率 | 21.5% | 21.1% | 20.4% | 20.9% | 21.0% |
| 资产负债比率 | | | | | |
| 流动比率 (x) | 2.72 | 2.39 | 2.79 | 2.40 | 1.98 |
| 平均应收账款周转天数 | 137 | 136 | 128 | 133 | 131 |
| 平均存货周转天数 | 54 | 65 | 54 | 54 | 56 |
| 平均应付账款周转天数 | 163 | 157 | 81 | 117 | 105 |
| 净负债比率 (%) | net cash | net cash | net cash | net cash | net cash |
| 回报率 (%) | | | | | |
| 权益回报率 | 30.1% | 27.1% | 28.2% | 31.0% | 35.2% |
| 资本回报率 | 45.1% | 42.7% | 41.0% | 40.9% | 52.8% |
| 每股数据 | | | | | |
| 每股盈利(人民币) | 1.33 | 1.43 | 1.76 | 2.12 | 2.45 |
| 每股股息(人民币) | 0.60 | 0.70 | 1.60 | 1.97 | 2.36 |
| 每股净值(人民币) | 4.81 | 5.76 | 6.75 | 6.90 | 6.98 |

资料来源: 公司, 招银国际证券预测

信达生物 (1801 HK)

打造世界一流创新平台

- **创新药管线丰富，超前布局下一代肿瘤免疫靶点。**信达生物是一家领先的综合性生物制药公司，创新管线包含单抗、双抗、小分子、CAR-T 等，适应症涵盖肿瘤、自身免疫、代谢疾病等领域。公司有 6 个商业化阶段产品，包括：信迪利单抗、贝伐珠单抗、阿达木单抗、利妥昔单抗、pemigatinib 和奥雷巴替尼片，以及 5 个处于关键临床阶段的创新药物，包括 IBI306 (PCSK9 单抗)、IBI310 (CTLA-4 单抗)、IBI376 (PI3K δ 抑制剂)、IBI326 (BCMA-CART) 和 talrectinib (ROS1/NTRK 抑制剂)。此外，信达生物超前布局下一代肿瘤免疫重磅靶点，包括 CD47/SIRP α 、TIGIT、LAG3、4-1BB、OX40 等靶点。
- **积极引进产品及技术平台，信达有望成为中国 biotech 企业的首选商业化合作伙伴。**年初至今，信达生物已完成了 7 项品种/平台的引进合作，包括 1) 引入葆元医药靶向 ROS1/NTRK 抑制剂 talrectinib；2) 与 Synaffix 合作开发 ADC 药物；3) 与亚盛医药共同开发及商业化 BCR-ABL 抑制剂 HQP1351，并开展 Bcl-2 抑制剂、利妥昔单抗和 letaplimab 方面的临床合作；4) 与来凯医药共同开展信迪利单抗与泛 AKT 激酶抑制剂 afuresertib 联合用药的临床研究；5) 与 Bolt 共同开发三款治疗肿瘤的抗体-免疫刺激偶联物 (ISAC) 候选药物；6) 引入劲方医药 KRAS G12C 抑制剂 GFH925 的中国权利；7) 与新合生物开展信迪利单抗联合个性化新抗原疫苗 NEO_PLIN2101 治疗肿瘤的临床研究。鉴于信达在中国强大的商业化能力，我们相信公司将成为国内 biotech 企业商业化合作的首选伙伴。
- **信迪利单抗新增三项一线适应症纳入医保。**经过 2021 年国家医保谈判，信迪利单抗在 2021 年上半年陆续获批的三项适应症均被纳入医保目录，包括非鳞状 NSCLC 的一线治疗、鳞状 NSCLC 的一线治疗和肝细胞癌的一线治疗。新版医保目录将于 2022 年 1 月 1 日起正式实施。随着新版医保的实施，我们预计信迪利单抗将在中国 PD(L)1 市场获取更多份额。2021 年前三季度，尽管销售价格因执行新的赠药政策而大幅降低，信迪利单抗的销售额仍同比增长 47% 至 22 亿元。另外，信迪利单抗用于食管鳞癌一线治疗和胃癌一线治疗的上市申请已获国家药监局受理，获批之后将进一步夯实该品种在大适应症的领先地位。同时，美国 FDA 计划在明年 3 月之前公布信迪利单抗用于非鳞状 NSCLC 一线治疗的审评结果，我们对于该审评结果保持乐观。美国获批将进一步打开信迪利单抗的海外市场空间。
- **维持买入。**基于 DCF 模型 (WACC: 9.05%，永续增长率: 4%)，我们的目标价为 116.89 港元。
- **催化剂：**信迪利单抗美国获批；信迪利单抗一线胃癌和一线食管鳞癌中国获批。

财务资料

| (截至 12 月 31 日) | FY19A | FY20E | FY21E | FY22E | FY23E |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 (百万元人民币) | 1,048 | 3,844 | 3,882 | 6,098 | 8,578 |
| 同比增长 | N/A | 267% | 1% | 57% | 41% |
| 净收入 (百万元人民币) | (1,720) | (998) | (2,177) | (1,225) | (307) |
| 每股盈利 (元人民币) | (1.46) | (0.74) | (1.49) | (0.84) | (0.21) |
| 市场预测每股盈利 (元人民币) | N/A | N/A | (1.20) | (0.55) | 0.21 |
| 研发费用 (百万元人民币) | (1,295) | (1,851) | (2,200) | (2,400) | (2,600) |
| 资本开支 (百万元人民币) | (366) | (489) | (300) | (300) | (300) |

资料来源：公司、彭博及招银国际证券预测

买入 (维持)

| | |
|---------|-------------|
| 目标价 | HK\$116.89 |
| (此前目标价) | HK\$116.89) |
| 潜在升幅 | +78.19% |
| 当前股价 | HK\$65.60 |

中国医疗行业

武煜, CFA

(852) 3900 0842
jillwu@cmbi.com.hk

王银朋

(852) 3657 6288
andywang@cmbi.com.hk

公司数据

| | |
|-----------------|------------|
| 市值(百万港元) | 95,895 |
| 3 月平均流通量 (百万港元) | 421.05 |
| 52 周内股价高/低 (港元) | 107.1/54.5 |
| 总股本 (百万) | 1,462 |

资料来源：彭博

股东结构

| | |
|-------------------------------|--------|
| Temasek Holdings | 8.23% |
| Yu De-Chao Michael | 8.21% |
| Citigroup | 5.63% |
| Eight Roads Investments | 5.20% |
| Brown Brothers Harriman & Co. | 5.02% |
| Free float | 67.71% |

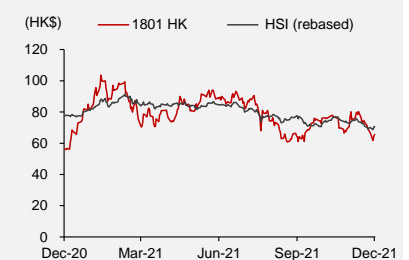
资料来源：港交所，彭博

股价表现

| | 绝对回报 | 相对回报 |
|-----|--------|--------|
| 1-月 | -6.2% | -2.8% |
| 3-月 | -0.2% | 9.7% |
| 6-月 | -27.5% | -12.9% |

资料来源：彭博

股价表现



资料来源：彭博

审计师：德勤

相关报告：

1. Building world-leading innovation platform – 27 Aug 2021
2. Growing into a global biopharma company – 22 Jul 2021

财务分析

利润表

| YE 12月31日 (百万人民币) | FY19A | FY20A | FY21E | FY22E | FY23E |
|-------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 收入 | 1,048 | 3,844 | 3,882 | 6,098 | 8,578 |
| 销售成本 | (125) | (388) | (582) | (915) | (1,330) |
| 毛利 | 923 | 3,456 | 3,300 | 5,183 | 7,248 |
| 管理费用 | (255) | (437) | (650) | (671) | (858) |
| 研发费用 | (1,295) | (1,851) | (2,200) | (2,400) | (2,600) |
| 销售费用 | (693) | (1,341) | (2,135) | (2,866) | (3,603) |
| 其他收入 | 144 | 247 | 227 | 230 | 222 |
| 其他收益及亏损 | 15 | (480) | (85) | 0 | 0 |
| 营业利润 | (1,161) | (406) | (1,543) | (523) | 410 |
| 上市费用 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 财务成本 | (59) | (68) | (51) | (30) | (31) |
| 授权费及其他 | (500) | (384) | (582) | (671) | (686) |
| 税前利润 | (1,720) | (859) | (2,177) | (1,225) | (307) |
| 所得税 | 0 | (140) | 0 | 0 | 0 |
| 非控股权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归母利润 | (1,720) | (998) | (2,177) | (1,225) | (307) |

现金流量表

| YE 12月31日 (百万人民币) | FY19A | FY20A | FY21E | FY22E | FY23E |
|-------------------|---------|---------|---------|---------|-------|
| 税前利润 | (1,720) | (859) | (2,177) | (1,225) | (307) |
| 折旧和摊销 | 86 | 86 | 99 | 108 | 117 |
| 经营资本变动 | (141) | (334) | 82 | (308) | (362) |
| 所得税 | 14 | (140) | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 97 | 939 | 489 | 577 | 721 |
| 经营现金流 | (1,664) | (308) | (1,507) | (847) | 169 |
| 资本开支 | (366) | (489) | (300) | (300) | (300) |
| 处置定期存款 | (4,264) | (7,126) | 0 | 0 | 0 |
| 其他投资活动 | 2,061 | 2,431 | 127 | 130 | 122 |
| 投资现金流 | (2,569) | (5,185) | (173) | (170) | (178) |
| 股份发行 | 2,169 | 4,657 | 3,877 | 0 | 0 |
| 银行借款 | 43 | 372 | 0 | 0 | 0 |
| 银行还款 | (10) | (17) | (700) | 0 | 0 |
| 其他融资活动 | (93) | (100) | (51) | (30) | (31) |
| 融资现金流 | 2,109 | 4,912 | 3,125 | (30) | (31) |
| 净现金变动 | (2,124) | (580) | 1,445 | (1,047) | (39) |
| 外汇变动 | 25 | (569) | 0 | 0 | 0 |
| 年初现金及现金等价物 | 4,525 | 2,426 | 7,764 | 9,209 | 8,162 |
| 年末现金及现金等价物 | 2,426 | 1,276 | 9,209 | 8,162 | 8,122 |

资产负债表

| YE 12月31日 (百万人民币) | FY19A | FY20A | FY21E | FY22E | FY23E |
|-------------------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 非流动资产 | 1,775 | 2,368 | 2,570 | 2,761 | 2,944 |
| 物业、厂房及设备 | 1,345 | 1,584 | 1,803 | 2,012 | 2,213 |
| 使用权资产 | 92 | 327 | 309 | 292 | 274 |
| 无形资产 | 0 | 33 | 33 | 33 | 33 |
| 购置物业、厂房及设备按金 | 85 | 272 | 272 | 272 | 272 |
| 其他 | 254 | 152 | 152 | 152 | 152 |
| 流动资产 | 5,455 | 9,467 | 10,901 | 10,271 | 10,730 |
| 存货 | 359 | 706 | 638 | 752 | 911 |
| 应收贸易款 | 248 | 475 | 532 | 835 | 1,175 |
| 按金、预付款和其他应收款 | 152 | 165 | 165 | 165 | 165 |
| 其他金融资产 | 463 | 357 | 357 | 357 | 357 |
| 现金和现金等价物 | 4,233 | 7,764 | 9,209 | 8,162 | 8,122 |
| 流动负债 | 1,044 | 1,486 | 1,557 | 1,666 | 1,802 |
| 借款 | 17 | 255 | 255 | 255 | 255 |
| 租赁负债 | 16 | 16 | 16 | 16 | 16 |
| 应付账款 | 84 | 121 | 191 | 301 | 437 |
| 其他应付款和应计费用 | 885 | 974 | 974 | 974 | 974 |
| 合同负债 | 42 | 120 | 120 | 120 | 120 |
| 非流动负债 | 1,431 | 1,569 | 870 | 871 | 872 |
| 合同负债 | 582 | 588 | 588 | 588 | 588 |
| 借款 | 808 | 925 | 225 | 225 | 225 |
| 租赁负债 | 25 | 10 | 11 | 12 | 13 |
| 政府资助 | 17 | 46 | 46 | 46 | 46 |
| 净资产 | 4,756 | 8,780 | 11,043 | 10,495 | 10,999 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 股东权益 | 4,756 | 8,780 | 11,043 | 10,495 | 10,999 |

主要比率

| YE 12月31日 | FY19A | FY20A | FY21E | FY22E | FY23E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 盈利能力比率 (%) | | | | | |
| 毛利率 | 88 | 90 | 85 | 85 | 85 |
| 折旧摊销息税前利润率 | N/A | (21.4) | (55.5) | (19.9) | (3.3) |
| 净利率 | N/A | (26.0) | (56.1) | (20.1) | (3.6) |
| 有效税率 | 0 | (16) | 0 | 0 | 0 |
| 资产负债比率 | | | | | |
| 流动比率 (x) | 5 | 6 | 7 | 6 | 6 |
| 平均应收账款周转天数 | 86 | 34 | 50 | 50 | 50 |
| 平均应付账款周转天数 | 186 | 96 | 120 | 120 | 120 |
| 净负债/总权益 (%) | 34 | 26 | 18 | 19 | 20 |
| 回报率 (%) | | | | | |
| 资本回报率 | (36) | (11) | (20) | (12) | (3) |
| 资产回报率 | (24) | (8) | (16) | (9) | (2) |
| 每股数据 | | | | | |
| 每股盈利(人民币) | (1.46) | (0.74) | (1.49) | (0.84) | (0.21) |
| 每股股息(人民币) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 每股账面值(人民币) | 4.0 | 6.5 | 7.6 | 7.2 | 7.5 |

资料来源：公司及招银国际证券预测

药明生物 (2269 HK)

非新冠相关收入将成为长期增长驱动力

药明生物是中国最大、世界排名前列（以收入计）的生物药 CDMO。截止到2021年9月30日，公司的管线项目数量达到441个，包括31个临床三期和6个商业化阶段项目（截止2020年底的数字是分别是334/28/2）。药明生物已签约3个新冠疫苗的生产合同（包括阿斯利康的腺病毒载体疫苗），并预计新冠相关项目在2021年贡献超过30亿人民币收入（预计占2021年总收入的30%左右）。我们认为，2022年之后，非新冠相关项目的收入将取得明显的提速（预计从2021E的同比50%+增速提升至2022E的75%+），主要得益于商业化阶段项目的爆发。另外，公司宣布签署第一个 mRNA 项目（非疫苗），标志着公司的 mRNA 平台的第一个重要里程碑。

- **CMO（商业化）业务持续爆发式增长。**截至目前，公司共有6个商业化项目，其中5个是在2021年新增的项目。2021年上半年商业化项目贡献收入8.89亿人民币，占总收入的20%。我们预计在2020年第四季度，公司将额外新增1个 CMO 项目，2022/23E 每年新增2-4个 CMO 项目，2024/25E 每年新增4-6个 CMO 项目。值得注意的是，今年新增的5个商业化项目中有3个是由公司早期管线推进而来，验证了公司“跟随药物分子发展阶段扩大业务”（“Follow-the-Molecule”）策略的巨大潜力。
- **非新冠相关业务将成为长期增长的主要推动力。**我们预计药明生物的非新冠相关的收入在2021年/2022年同比增长50%/75%+，而新冠相关收入在2021年预计可有同比超过170%的增长，但是在2022年预计同比下降约30%。同时随着公司快速增长的收入体量（我们预计2022年收入达到210亿人民币），我们相信2022年之后，新冠相关收入的变动对公司总体收入增长的影响有限。
- **现阶段估值水平具备吸引力。**中国 CXO 行业的股价在2021年6月份后就一直处在下降通道中，现在整体估值水平非常具有吸引力。在过去4年里，中国 CXO 行业相对国外 CXO 行业一直存在估值溢价，而现在的估值溢价倍数处在疫情爆发后的最低水平，其中，药明生物相对国外 CXO 的估值溢价倍数更是下降至历史最低点。
- **维持买入评级。**基于公司不断增加的 CMO 项目和庞大的在手订单量，我们预计药明生物在 FY21E/22E/23E 的收入同比分别增长 79%/48%/41%，经调整净利润同比分别增长 103%/63%/53%。我们给与药明生物目标价 159.19 港元（假设 WACC: 10.17%、永续增长率: 4%）。

财务简介

| (截至12月31日) | FY19A | FY20A | FY21E | FY22E | FY23E |
|------------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 收入(百万元人民币) | 3,984 | 5,612 | 10,025 | 14,795 | 20,826 |
| 收入同比增速(%) | 57 | 41 | 79 | 48 | 41 |
| 归母净利润(百万元人民币) | 1,014 | 1,689 | 3,378 | 5,009 | 7,397 |
| 经调整归母净利润(百万元人民币) | 1,205 | 1,716 | 3,478 | 5,663 | 8,637 |
| 每股盈利(元人民币) | 0.27 | 0.43 | 0.80 | 1.18 | 1.74 |
| 每股盈利变动(%) | -48 | 57 | 86 | 48 | 48 |
| 市场预测每股盈利(元人民币) | N/A | N/A | 0.74 | 1.05 | 1.50 |
| 市盈率(倍) | 312.23 | 199.32 | 106.96 | 72.14 | 48.85 |
| 市净率(倍) | 24.55 | 16.11 | 14.83 | 12.26 | 9.78 |
| 净资产收益率(%) | 9.71 | 9.99 | 14.93 | 18.61 | 22.27 |
| 净负债率(%) | Net cash | Net cash | Net cash | Net cash | Net cash |

数据来源: 公司数据, 彭博, 招银国际证券预测

财务报表

敬请参阅尾页之免责声明

请到彭博(搜索代码: RESP CMBR <GO>)或 <http://www.cmbi.com.hk> 下载更多招银国际证券研究报告

买入(维持)

| | |
|---------|-------------|
| 目标价 | HK\$159.19 |
| (此前目标价) | HK\$159.19) |
| 潜在升降幅 | +56.38% |
| 当前股价 | HK\$101.8 |

中国医药行业

武煜, CFA

(852) 3900 0842

jillwu@cmbi.com.hk

公司数据

| | |
|---------------|-------------|
| 市值(百万港元) | 435,576 |
| 3月平均流通量(百万港元) | 1,975.43 |
| 52周内股价高/低(港元) | 148.0/72.00 |
| 总股本(百万) | 4,245 |

资料来源: 彭博

股东结构

| | |
|-------------------|--------|
| 管理层 | 18.52% |
| JPMorgan | 9.17% |
| The Capital Group | 6.92% |
| BlackRock | 5.98% |
| 其他自由流动 | 59.41% |

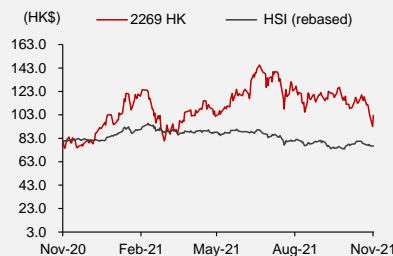
资料来源: 港交所

股价表现

| | 绝对回报 | 相对回报 |
|-----|--------|--------|
| 1-月 | -16.9% | -16.6% |
| 3-月 | -24.6% | -20.3% |
| 6-月 | -8.5% | 5.7% |

资料来源: 彭博

股份表现



资料来源: 彭博

审计师: 德勤

利润表

| 12月31日 (百万元人民币) | FY19A | FY20A | FY21E | FY22E | FY23E |
|-----------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| 收入 | 3,984 | 5,612 | 10,025 | 14,795 | 20,826 |
| 临床前服务 | 1,808 | 2,800 | 3,469 | 4,857 | 6,557 |
| 临床服务 | 2,152 | 2,665 | 4,198 | 6,297 | 9,131 |
| 商业化 | 0 | 60 | 2,089 | 3,238 | 4,533 |
| 销售成本 | (2,325) | (3,079) | (5,200) | (7,693) | (10,725) |
| 毛利 | 1,659 | 2,533 | 4,825 | 7,102 | 10,100 |
| 其他收入 | 180 | 220 | 194 | 160 | 160 |
| 销售及营销费用 | (77) | (94) | (161) | (185) | (208) |
| 管理费用 | (367) | (511) | (865) | (1,110) | (1,458) |
| 研发费用 | (260) | (304) | (340) | (370) | (417) |
| 营业利润 | 1,135 | 1,844 | 3,653 | 5,597 | 8,178 |
| 财务费用 | (20) | (43) | (42) | (100) | (100) |
| 其他收入及支出 | 22 | 283 | 312 | 100 | 100 |
| 减值损失 | (7) | (121) | (133) | (10) | (10) |
| 除税前利润 | 1,127 | 1,966 | 3,789 | 5,587 | 8,168 |
| 所得税 | (116) | (273) | (323) | (476) | (696) |
| 少数股东损益 | 3 | (4) | (88) | (102) | (75) |
| 归母净利润 | 1,014 | 1,689 | 3,378 | 5,009 | 7,397 |

现金流量表

| 12月31日 (百万元人民币) | FY19A | FY20A | FY21E | FY22E | FY23E |
|-----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 除税前利润 | 1,127 | 1,966 | 3,789 | 5,587 | 8,168 |
| 折旧及摊销 | 196 | 270 | 812 | 1,091 | 1,259 |
| 营运资金变动 | (219) | (367) | (511) | (1,183) | (1,540) |
| 其他经营性活动 | 104 | 13 | (265) | (342) | (562) |
| 经营性净现金流 | 1,208 | 1,881 | 3,825 | 5,154 | 7,325 |
| 资本支出 | (3,211) | (6,025) | (8,000) | (5,000) | (4,000) |
| 收购支出 | (1) | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他投资活动 | (1,282) | (1,192) | 18 | 0 | 0 |
| 投资性净现金流 | (4,494) | (7,216) | (7,982) | (5,000) | (4,000) |
| 发行股份所得款项 | 3,534 | 5,585 | 0 | 0 | 0 |
| 银行借款所得款项 | 1,910 | 870 | 0 | 0 | 0 |
| 收购非控股权益 | | | | | |
| 支付分红及利息 | (50) | (83) | (42) | (100) | (100) |
| 其他融资性活动 | 19 | 193 | 0 | 0 | 0 |
| 融资性净现金流 | 5,413 | 6,566 | (42) | (100) | (100) |
| 外汇变动 | (6) | (340) | 0 | 0 | 0 |
| 现金的净变动 | 2,121 | 890 | (4,199) | 54 | 3,225 |
| 年初现金 | 4,084 | 6,205 | 7,096 | 2,897 | 2,951 |
| 年末现金 | 6,205 | 7,096 | 2,897 | 2,951 | 6,175 |

资产负债表

| 12月31日 (百万元人民币) | FY19A | FY20A | FY21E | FY22E | FY23E |
|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 非流动资产 | 7,930 | 14,759 | 21,913 | 25,787 | 28,494 |
| 固定资产 | 6,338 | 11,996 | 19,216 | 23,157 | 25,929 |
| 无形资产 | 416 | 392 | 360 | 328 | 296 |
| 按公允价值计量且变动计入 | 139 | 127 | 127 | 127 | 127 |
| 其他全面损益的股权工具 | | | | | |
| 按公允价值计量且变动计入 | 282 | 759 | 759 | 759 | 759 |
| 当期损益的金融资产 | | | | | |
| 其他非流动资产 | 755 | 1,485 | 1,451 | 1,417 | 1,383 |
| 流动资产 | 9,672 | 14,204 | 11,649 | 14,736 | 21,752 |
| 现金 | 6,205 | 7,096 | 2,897 | 2,951 | 6,175 |
| 存货 | 399 | 1,084 | 1,253 | 1,853 | 2,584 |
| 应收账款 | 1,737 | 3,242 | 4,446 | 6,562 | 9,237 |
| 合同成本 | 284 | 392 | 662 | 980 | 1,366 |
| 其他流动资产 | 1,046 | 2,390 | 2,390 | 2,390 | 2,390 |
| 流动负债 | 2,871 | 4,498 | 5,630 | 7,481 | 9,732 |
| 借款 | 506 | 767 | 767 | 767 | 767 |
| 应付账款 | 1,844 | 2,729 | 3,860 | 5,711 | 7,962 |
| 其他流动负债 | 521 | 1,003 | 1,003 | 1,003 | 1,003 |
| 非流动负债 | 1,835 | 3,566 | 3,566 | 3,566 | 3,566 |
| 借款 | 1,395 | 1,838 | 1,838 | 1,838 | 1,838 |
| 其他非流动负债 | 440 | 1,728 | 1,728 | 1,728 | 1,728 |
| 净资产 | 12,896 | 20,899 | 24,366 | 29,477 | 36,948 |
| 少数股东权益 | 112 | 335 | 423 | 525 | 600 |
| 归母权益 | 12,784 | 20,564 | 23,942 | 28,951 | 36,348 |

主要比率

| 12月31日 | FY19A | FY20A | FY21E | FY22E | FY23E |
|--------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 收入拆分 (%) | | | | | |
| 临床前服务 | 45 | 50 | 35 | 33 | 31 |
| 临床服务 | 54 | 48 | 42 | 43 | 44 |
| 商业化 | 0 | 1 | 21 | 22 | 22 |
| 总收入 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 |
| 利润表比率 (%) | | | | | |
| 毛利率 | 42 | 45 | 48 | 48 | 49 |
| EBITDA 率 | 33 | 40 | 46 | 46 | 46 |
| 除税前利润率 | 28 | 35 | 38 | 38 | 39 |
| 净利润率 | 25 | 30 | 35 | 35 | 36 |
| 有效税率 | 10 | 14 | 9 | 9 | 9 |
| 资产负债表比率 (%) | | | | | |
| 流动比率 (x) | 3 | 3 | 2 | 2 | 2 |
| 应收账款周转天数 | 128 | 162 | 162 | 162 | 162 |
| 应付账款周转天数 | 201 | 271 | 271 | 271 | 271 |
| 净借款占净资产比率 (%) | 净现金 | 净现金 | 净现金 | 净现金 | 净现金 |
| 回报率 (%) | | | | | |
| 净资产收益率 | 10 | 10 | 15 | 19 | 22 |
| 资产收益率 | 8 | 7 | 11 | 14 | 16 |
| 每股数据 | | | | | |
| 每股盈利 (人民币) | 0.27 | 0.43 | 0.80 | 1.18 | 1.74 |
| 每股股息 (人民币) | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 每股账面价值 (人民币) | 3.47 | 5.29 | 5.74 | 6.95 | 8.71 |

数据来源: 公司数据, CMBIS 预测

华润啤酒 (291 HK)

产品结构升级、单价提升对冲销量波动；行业首推

虽然第三季度啤酒消费放缓，而四季度又是啤酒消费传统淡季，但我们仍然看好华润啤酒，相信公司能够跑赢行业。受益于高品牌知名度、良好的产品品质与口碑，公司高端化和提价策略进展顺利。公司上半年单价提升约7%，其中，次高端产品提价贡献约2%，高端及以上产品提价贡献约5%。加上9月勇闯天涯的提价，我们认为，公司产品升级将能够缓解2021年下半年可能出现的成本上涨(预计4-5%)。2022年，不考虑突发性疫情影响，高端产品销量有望实现30%同比增长，其中，喜力销量增速预计将小幅领跑，驱动公司总体销量恢复至约1150万千升，接近2019年同期水平。预计未来三年，产品结构升级每年将能拉升公司毛利率约1.5个百分点，未来三年净利润复合增长率有望达到26%。另外，公司新进的白酒赛道也有望成为公司未来长期增长的催化剂。必需消费行业首推华润啤酒和蒙牛乳业。给予华润啤酒买入评级。

- **受三季度德尔塔变种病毒影响，下半年销量预计下滑约6%。**我们认为，变种病毒影响将拖累销量增长由上半年的同比4.9%回落至全年同比1%。但我预计，受益于产品结构升级和更清晰的客户分级体系，次高端+高端产品仍有望按管理层指引实现全年30%的同比增长。
- **预计下半年原材料成本维持高位，上调公司营业成本5%。**上半年原材料成本持续上涨，公司营业成本上涨约4%/千升。我们认为电力短缺不会对生产造成显著影响，但预计将使包装成本(过去占营业成本约40%)有所上升。
- **更新后的雪花勇闯天涯产品预计每年带来约2%的单价提升。**公司计划从推出勇闯天涯开始更新其价格策略(提价)。2020年勇闯天涯对总销量贡献约20-25%(对次高端产品销量贡献超过50%)。我们测算，相关产品若涨价10%，对整体单价将带来每年约2%的拉动。
- **估值。**我们预计市场对销量短期波动的反应将逐渐减弱，并且随着毛利率提升预期的兑现，公司的估值将有望进行均值回归。因此，我们给予华润啤酒29倍(历史三年EV/EBITDA均值)2022年预测EV/EBITDA估值。

财务资料

| (截至12月31日) | FY19A | FY20A | FY21E | FY22E | FY23E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元人民币) | 33,190 | 31,448 | 33,393 | 35,852 | 38,454 |
| 同比增长(%) | 4.2 | (5.2) | 6.2 | 7.4 | 7.3 |
| 净收入(百万元人民币) | 1,312 | 2,094 | 4,431 | 4,588 | 5,402 |
| 每股盈利(元人民币) | 0.4 | 0.6 | 1.4 | 1.4 | 1.7 |
| 每股盈利变动(%) | (2.1) | 59.6 | 111.6 | 3.5 | 17.7 |
| 市场预测每股盈利(元人民币) | n.a | n.a | 0.9 | 1.3 | 1.7 |
| 市盈率(倍) | n.a | n.a | 40.1 | 38.8 | 32.9 |
| 市帐率(倍) | n.a | n.a | 7.2 | 6.4 | 5.7 |
| 股息率(%) | n.a | n.a | 0.7 | 1.0 | 1.2 |
| 权益收益率(%) | 10.4 | 13.0 | 13.9 | 17.5 | 18.3 |
| 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、彭博及招银国际证券预测

买入(维持)

| | |
|------|----------|
| 目标价 | HK\$88.0 |
| 潜在升幅 | +36.6% |
| 当前股价 | HK\$64.4 |

中国必需消费行业

黄铭谦

(852) 3900 0838
josephwong@cmbi.com.hk

公司数据

| | |
|---------------|-------------|
| 市值(百万港元) | 208,814 |
| 3月平均流通量(百万港元) | 456.7 |
| 52周内股价高/低(港元) | 78.60/53.35 |
| 总股本(百万) | 3244.0 |

资料来源：彭博

股东结构

| | |
|----------------------|-------|
| CRH BEER LTD | 51.7% |
| MORGAN STANLEY | 4.7% |
| HILLHOUSE CAPITAL AD | 4.1% |

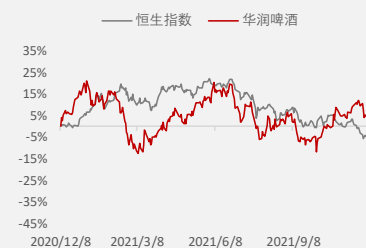
资料来源：港交所

股价表现

| | 绝对回报 | 相对回报 |
|-----|-------|--------|
| 1-月 | 3.7% | -3.1% |
| 3-月 | 2.5% | -8.8% |
| 6-月 | -3.2% | -16.6% |

资料来源：彭博

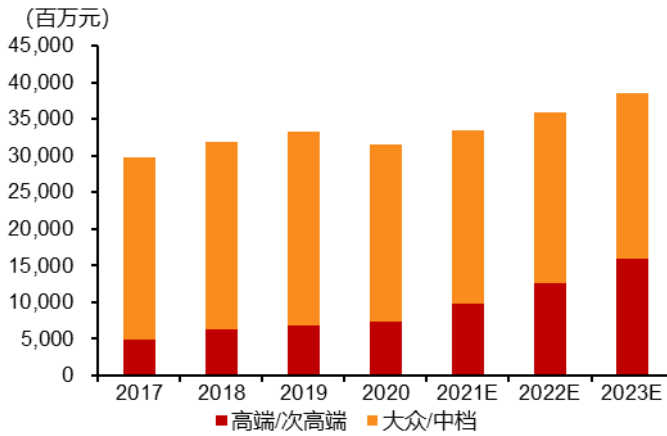
近12个月股价表现



资料来源：彭博

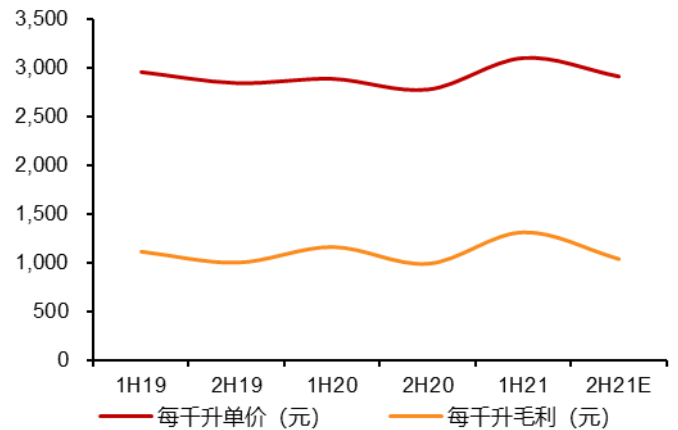
审计师：德勤

图 212: 华润啤酒营收构成 (2017-23E)



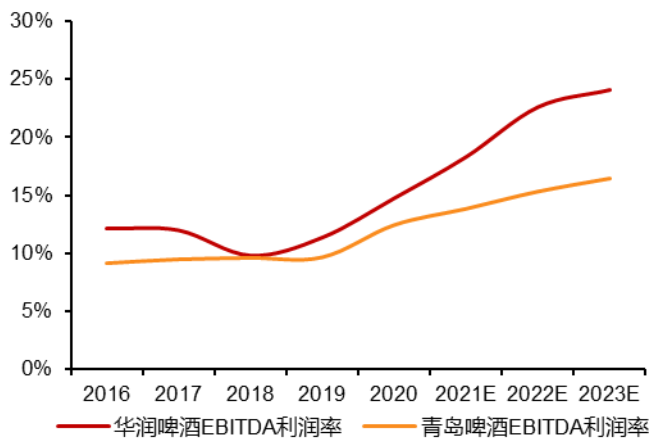
资料来源: 公司及招银国际证券预测

图 213: 半年度单价和每千升毛利



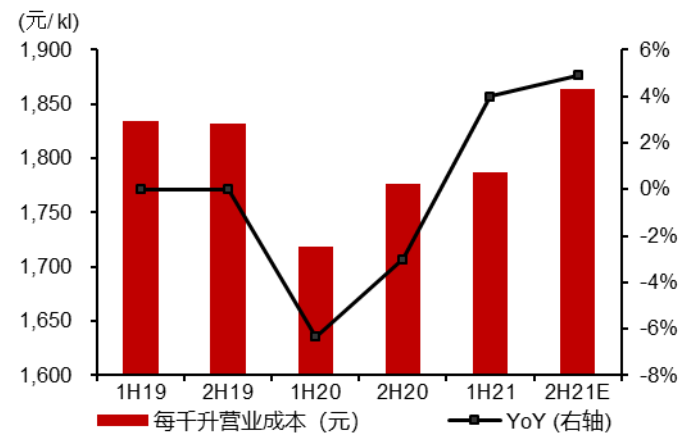
资料来源: 公司及招银国际证券预测

图 214: 华润啤酒毛利率增速领先



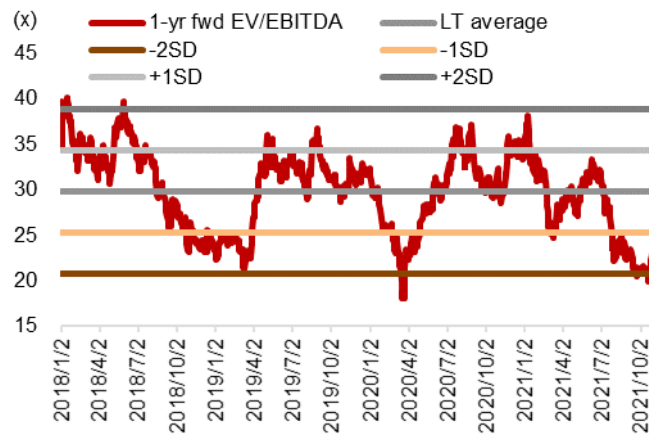
资料来源: 公司及招银国际证券预测

图 215: 预计 2021 年下半年每千升营业成本上升 5%



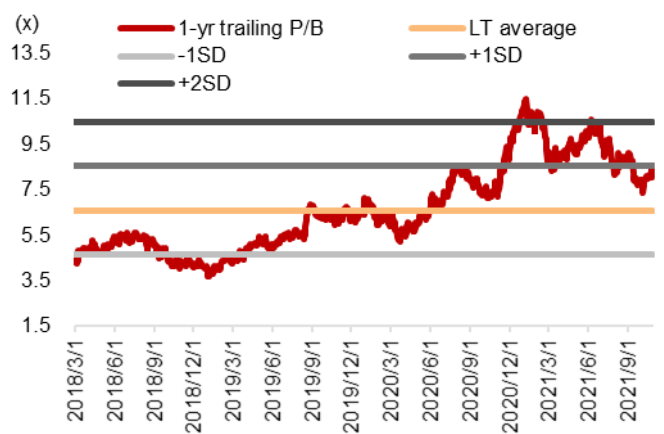
资料来源: 公司及招银国际证券预测

图 216: 华润啤酒动态 EV/EBITDA



资料来源: 彭博、招银国际研究部预测

图 217: 华润啤酒 PB (TTM)



资料来源: 彭博、招银国际研究部

财务分析

利润表

| 年结:12月31日(百万人民币) | FY19A | FY20A | FY21E | FY22E | FY23E |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 收入 | 33,190 | 31,448 | 33,393 | 35,852 | 38,454 |
| 高端&超高端 | 6,779 | 7,300 | 9,786 | 12,634 | 15,986 |
| 次高端 | 26,411 | 24,148 | 23,607 | 23,218 | 22,468 |
| 毛利 | 12,226 | 12,075 | 13,243 | 14,750 | 16,268 |
| 折旧摊销 | (1,601) | (1,553) | (1,575) | (1,623) | (1,669) |
| 销售费用 | (5,925) | (6,123) | (6,345) | (6,453) | (6,729) |
| 管理费用 | (5,046) | (4,419) | (4,007) | (3,585) | (3,845) |
| 其他营业费用 | 908 | 1,546 | 1,642 | 1,763 | 1,890 |
| 其他 | 1,601 | 1,553 | 1,575 | 1,623 | 1,669 |
| 营业利润 | 2,163 | 3,079 | 4,533 | 6,474 | 7,584 |
| 息税折旧摊销前利润 | 3,764 | 4,632 | 6,108 | 8,097 | 9,253 |
| 财务费用净值 | 43 | 80 | 79 | 119 | 179 |
| 营业外收入/(费用) | (4) | (150) | 1,755 | - | - |
| 税前净利润 | 2,202 | 3,009 | 6,367 | 6,593 | 7,763 |
| 所得税 | (892) | (915) | (1,936) | (2,005) | (2,361) |
| 少数股东损益 | 2 | - | - | - | - |
| 净利润 | 1,312 | 2,094 | 4,431 | 4,588 | 5,402 |

现金流量表

| 年结:12月31日(百万人民币) | FY19A | FY20A | FY21E | FY22E | FY23E |
|------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 净利润 | 1,312 | 2,094 | 4,431 | 4,588 | 5,402 |
| 折旧摊销 | 1,601 | 1,553 | 1,575 | 1,623 | 1,669 |
| 营运资金变动 | 75 | (1,165) | (1,669) | (3,366) | (4,035) |
| 其他 | 1,110 | 1,200 | - | - | - |
| 经营活动现金流净额 | 4,098 | 3,682 | 4,337 | 2,845 | 3,036 |
| 资本支出 | (1,490) | (1,043) | (1,252) | (1,189) | (1,130) |
| 股权投资 | (2,216) | - | - | - | - |
| 其他投资 | 938 | - | - | - | - |
| 投资活动现金流净额 | (2,768) | (1,043) | (1,252) | (1,189) | (1,130) |
| 股权融资净增加 | - | - | - | - | - |
| 借款净增加 | 1,875 | (511) | - | - | - |
| 已付股利 | (487) | (536) | (840) | (1,772) | (1,835) |
| 其他 | (2,266) | 606 | - | - | - |
| 筹资活动现金流净额 | (878) | (441) | (840) | (1,772) | (1,835) |
| 现金净增加额 | 452 | 2,198 | 2,245 | (117) | 71 |
| 货币资金期初余额 | 1,858 | 2,340 | 4,538 | 6,783 | 6,666 |
| 汇兑损益 | 30 | - | - | - | - |
| 货币资金期末余额 | 2,340 | 4,538 | 6,783 | 6,666 | 6,737 |
| 减:受限现金 | - | - | - | - | - |

资产负债表

| 年结:12月31日(百万人民币) | FY19A | FY20A | FY21E | FY22E | FY23E |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 非流动资产 | 31,873 | 30,398 | 30,075 | 29,641 | 29,101 |
| 固定资产 | 19,413 | 17,781 | 17,522 | 17,152 | 16,676 |
| 商誉 | 9,422 | 9,326 | 9,326 | 9,326 | 9,326 |
| 递延所得税资产 | 2,532 | 2,858 | 2,858 | 2,858 | 2,858 |
| 其他非流动资产 | 506 | 433 | 369 | 305 | 241 |
| 流动资产 | 9,718 | 13,377 | 18,066 | 18,558 | 20,516 |
| 现金及现金等价物 | 2,340 | 4,538 | 6,783 | 6,666 | 6,737 |
| 应收账款及票据 | 943 | 2,378 | 3,660 | 3,929 | 4,214 |
| 可返还税费 | 349 | 371 | 371 | 371 | 371 |
| 其他流动资产 | 6,086 | 6,090 | 7,253 | 7,592 | 9,193 |
| 流动负债 | 19,856 | 19,572 | 20,347 | 17,589 | 15,441 |
| 短期借款 | 511 | - | - | - | - |
| 应付账款 | 19,061 | 19,327 | 20,102 | 17,344 | 15,196 |
| 其他应付账款 | 194 | 162 | 162 | 162 | 162 |
| 租赁负债 | 90 | 83 | 83 | 83 | 83 |
| 非流动负债 | 2,008 | 2,929 | 2,929 | 2,929 | 2,929 |
| 长期借款 | - | - | - | - | - |
| 递延所得税负债 | 678 | 788 | 788 | 788 | 788 |
| 其他非流动负债 | 1,330 | 2,141 | 2,141 | 2,141 | 2,141 |
| 少数股东权益 | 57 | 57 | 57 | 57 | 57 |
| 净资产合计 | 19,727 | 21,274 | 24,865 | 27,681 | 31,247 |
| 归属母公司股东权益 | 19,670 | 21,217 | 24,808 | 27,624 | 31,190 |

主要比率

| 年结:12月31日 | FY19A | FY20A | FY21E | FY22E | FY23E |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营收构成 (%) | | | | | |
| 高端&超高端 | 20.4 | 23.2 | 29.3 | 35.2 | 41.6 |
| 次高端 | 79.6 | 76.8 | 70.7 | 64.8 | 58.4 |
| 盈利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 36.8 | 38.4 | 39.7 | 41.1 | 42.3 |
| 营业利润率 | 6.5 | 9.8 | 13.6 | 18.1 | 19.7 |
| 税前利润率 | 6.6 | 9.6 | 19.1 | 18.4 | 20.2 |
| 净利润率 | 4.0 | 6.7 | 13.3 | 12.8 | 14.0 |
| 实际税率 | (40.5) | (30.4) | (30.4) | (30.4) | (30.4) |
| 偿债能力 | | | | | |
| 流动比率(x) | 0.2 | 0.3 | 0.4 | 0.4 | 0.3 |
| 应收账款天数 | 10.4 | 27.6 | 40.0 | 40.0 | 40.0 |
| 应付账款天数 | 331.9 | 364.1 | 364.1 | 300.0 | 250.0 |
| 存货周转天数 | 107.9 | 95.0 | 104.8 | 113.3 | 130.0 |
| 净负债/股东权益 (%) | 净现金 | 净现金 | 净现金 | 净现金 | 净现金 |
| 投资回报能力 (%) | | | | | |
| ROE | 10.4 | 13.0 | 13.9 | 17.5 | 18.3 |
| ROA | 2.1 | 2.1 | 1.9 | 1.7 | 1.6 |
| 股息收益率 | 0.3 | 0.5 | 0.7 | 1.0 | 1.2 |
| 每股指标 | | | | | |
| 每股收益 - 扣非 (元) | 0.4 | 0.6 | 1.4 | 1.4 | 1.7 |
| 每股股利 (元) | 0.2 | 0.3 | 0.4 | 0.6 | 0.7 |
| 每股净资产 (元) | 6.1 | 6.5 | 7.6 | 8.5 | 9.6 |

资料来源:公司及招银国际证券预测

李宁 (2331 HK)

增长动力从利润率提升切换至销售增长

我们再次为李宁 21 财年上半年惊人的利润率扩张感到惊叹。尽管公司在 21 财年 7-8 月期间的销售有所放缓，但我们仍对公司中线发展保持高度乐观。因此我们重申买入评级，并把目标价微调至 102.84 港元，基于 50 倍 22 财年市盈率（之前为 55 倍 22 财年市盈率，因行业近期增长放缓而下调）。

- **21 财年上半年表现强劲，得益于快速的销售增长、可观的利润率和经营杠杆。** 李宁 21 财年上半年净利润同比增长 187%，达到 19.6 亿元人民币，好于之前公布的盈喜和招银国际预测的 9%，销售/经营利润分别增长 65%/ 183%，比市场预期高出 3%/ 8%。21 财年上半年的经营利润率飙升至 24.9%（招银国际预测为 22.3%）主要是受惠于以下因素：1) 高单位数的零售折扣改善、2) 更低的库存拨备和 3) 更好的渠道组合和运营杠杆。
- **尽管 7-8 月销售增长放缓，但我们仍对 21 财年下半年的增长有信心。** 21 财年二季度的零售销售增长加速至 90-95%（相比 21 财年一季度的 60-65%）。尽管三季度基数很高，而且 7-8 月增长放缓到 60-65%（鉴于疫情爆发，8 月只有约 35% 增长），但我们仍然非常有信心，因为：1) 新疆棉事件后客户群有所扩大，而且产品质量好导致客户留存率很高、2) 有效的营销，例如在成都开设全国最大的旗舰店，装修亦具有丰富的中国文化和 3) 未来会开更多的大店，21 年上半年李宁只有 850 家大型门店（总店数为 6000 家）。
- **21 财年销售增长目标上调到 40-50%（从 20-25%），并争取在中线实现约 20% 的销售年复合增长。** 这我们认为这目标是完全可以实现的，就算我们对 21 财年下半年的预测销售增长只有 24%，因为：1) 消费者需求强劲，许多受欢迎/热销的商品实际上已经有缺货，以及 2) 由于渠道库存很低，可能会有更多补单（目前库销比只有约三倍，批发增长上半年只有 47%，而经销商的零售流水增长在 21 财年二季度达到 90-95%）。此外，我们预计未来的主要增长动力可能从利润率的提高切换到销售增长。
- **上调 21 财年净利润率目标至 16-17.5%（从约 13%）而我们认为还有提升的空间。** 我们认为利润率未来仍可提高，但提升幅度会较以往温和，原因是 1) 更好的零售折扣（21 财年上半年为 8 折至 75 折，而中线目标为 85 折至 9 折），2) 更好的新/老产品组合（21 财年上半年 15%/85%，中线目标为 10%/90%）和 3) 更高的运营和供应链效率，例如对自营店和经销商的销售覆盖会更频繁，优化 SKU 数量和加强库存共享。
- **微调目标价至 102.84 港元。** 我们维持买入评级，并微调目标价至 102.84 港元，基于 50 倍 22 财年市盈率（之前为 55 倍）。考虑到 20-23 财年核心净利润的复合增长率为 43%，我们认为目前的 37 倍 22 财年市盈率的估值仍然有吸引力。我们上调了 21 财年/22 财年/23 财年的净利润 8%/ 9%/ 6%，以反映更快的销售增长和更好的利润率。

财务资料

| (截至 12 月 31 日) | FY19A | FY20A | FY21E | FY22E | FY23E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业额 (百万人民币) | 13,870 | 14,457 | 20,466 | 25,128 | 28,628 |
| 同比增长 (%) | 32.0 | 4.2 | 41.6 | 22.8 | 13.9 |
| 净利润 (百万人民币) | 1,499 | 1,698 | 3,502 | 4,288 | 4,963 |
| 每股收益 (人民币) | 0.60 | 0.68 | 1.39 | 1.71 | 1.98 |
| 每股收益变动 (%) | 106.0 | 12.5 | 106.2 | 22.4 | 15.7 |
| 市场预期每股收益 (人民币) | 不适用 | 不适用 | 1.30 | 1.57 | 1.87 |
| 市盈率 (x) | 137.0 | 114.7 | 54.9 | 44.8 | 38.7 |
| 市帐率 (x) | 28.4 | 21.9 | 16.1 | 12.6 | 10.1 |
| 股息率 (%) | 0.2 | 0.3 | 0.6 | 0.7 | 0.8 |
| 权益收益率 (%) | 21.0 | 19.5 | 30.0 | 28.7 | 29.6 |
| 财务杠杆 (x) | 净现金 | 净现金 | 净现金 | 净现金 | 净现金 |

资料来源：公司、彭博及招银国际证券预测

买入 (维持)

| | |
|---------|-------------|
| 目标价 | HK\$102.84 |
| (此前目标价) | HK\$103.82) |
| 潜在升幅 | +11.6% |
| 当前股价 | HK\$92.15 |

中国体育用品行业

胡永匡

(852) 3761 8776
walterwoo@cmbi.com.hk

谢活熙

(852) 3900 0856
raphaeltse@cmbi.com.hk

公司资料

| | |
|----------------|--------------|
| 市值(百万港元) | 241,115 |
| 3 月平均流通量(百万港元) | 1,421.28 |
| 52 周内股价高/低(港元) | 108.2/ 39.55 |
| 总股本(百万) | 2,617.0 |

数据来源：彭博

股东结构

| | |
|----------------|--------|
| 李宁先生家族 | 10.95% |
| Citigroup Inc. | 5.22% |
| 黑石公司 | 5.08% |
| FMR LLC | 4.93% |
| 施罗德公司 | 4.93% |
| 自由流通 | 68.89% |

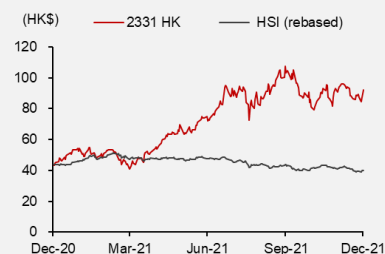
数据来源：港交所

股价表现

| | 绝对回报 | 相对回报 |
|------|--------|--------|
| 1-月 | -6.0% | -2.5% |
| 3-月 | -18.8% | -10.8% |
| 6-月 | 16.6% | 40.0% |
| 12-月 | 106.0% | 127.7% |

数据来源：彭博

股份表现



数据来源：彭博

审计师：毕马威

财务分析

利润表

| 年结:12月31日(百万人民币) | FY19A | FY20A | FY21E | FY22E | FY23E |
|------------------------|----------------|----------------|----------------|-----------------|-----------------|
| 销售收入 | 13,870 | 14,457 | 20,466 | 25,128 | 28,628 |
| 经销商销售 | 6,865 | 6,925 | 9,349 | 11,125 | 12,460 |
| 直营销售 | 3,620 | 3,267 | 4,999 | 6,099 | 6,953 |
| 电子商务 | 3,121 | 4,048 | 5,870 | 7,630 | 8,928 |
| 国际市场 | 264 | 217 | 249 | 274 | 288 |
| 销售成本 | (7,064) | (7,363) | (9,686) | (11,817) | (13,390) |
| 毛利 | 6,805 | 7,094 | 10,781 | 13,311 | 15,238 |
| 其它收入 | 139 | 331 | 246 | 302 | 344 |
| 营运支出 | (5,401) | (5,230) | (6,757) | (8,484) | (9,743) |
| 折旧和摊销 | (461) | (576) | (653) | (603) | (687) |
| 员工成本 | (1,519) | (1,311) | (1,947) | (2,377) | (2,689) |
| 销售及分销成本(不包括员工成本、折旧和摊销) | (3,252) | (3,398) | (4,276) | (5,417) | (6,249) |
| 管理费用(不包括员工成本、折旧和摊销) | (170) | 55 | 119 | (87) | (117) |
| 其它运营费用 | - | - | - | - | - |
| 息税前收益 | 1,543 | 2,196 | 4,269 | 5,129 | 5,839 |
| 融资成本净额 | (30) | (32) | (14) | 14 | 42 |
| 合资及联营企业 | 343 | 83 | 123 | 151 | 172 |
| 特殊项目 | - | - | - | - | - |
| 税前利润 | 1,857 | 2,248 | 4,378 | 5,294 | 6,052 |
| 所得税 | (357) | (549) | (876) | (1,006) | (1,089) |
| 减: 非控制股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 净利润 | 1,499 | 1,698 | 3,502 | 4,288 | 4,963 |

现金流量表

| 年结:12月31日(百万人民币) | FY19A | FY20A | FY21E | FY22E | FY23E |
|-------------------|--------------|--------------|---------------|----------------|----------------|
| 息税前利润 | 1,543 | 2,196 | 4,269 | 5,129 | 5,839 |
| 折旧和摊销 | 461 | 576 | 653 | 747 | 870 |
| 营运资金变动 | 1,176 | 142 | 749 | 277 | 308 |
| 已缴纳所得税 | (144) | (589) | (549) | (876) | (1,006) |
| 其它 | 467 | 439 | - | - | - |
| 经营活动所得现金流 | 3,503 | 2,763 | 5,122 | 5,278 | 6,011 |
| 资本开支 | (636) | (594) | (921) | (1,005) | (1,145) |
| 联营公司 | (50) | (53) | - | - | - |
| 利息收入 | 15 | 31 | 75 | 92 | 105 |
| 其它 | 97 | (376) | (92) | (106) | (113) |
| 投资活动所得现金净额 | (573) | (992) | (938) | (1,019) | (1,153) |
| 股份发行 | 56 | 189 | - | - | - |
| 净借贷 | - | - | - | - | - |
| 支付股息 | (215) | (378) | (510) | (1,051) | (1,286) |
| 其它 | (490) | (325) | (62) | (51) | (41) |
| 融资活动所得现金净额 | (649) | (513) | (571) | (1,102) | (1,327) |
| 现金增加净额 | 2,282 | 1,258 | 3,613 | 3,157 | 3,531 |
| 年初现金及现金等价物 | 3,672 | 5,961 | 7,187 | 10,800 | 13,957 |
| 汇兑 | 8 | (33) | - | - | - |
| 年末现金及现金等价物 | 5,961 | 7,187 | 10,800 | 13,957 | 17,488 |

资产负债表

| 年结:12月31日(百万人民币) | FY19A | FY20A | FY21E | FY22E | FY23E |
|------------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| 非流动资产 | 4,008 | 4,817 | 5,273 | 5,761 | 6,298 |
| 固定资产 | 1,039 | 1,065 | 1,384 | 1,683 | 1,994 |
| 无形资产和商誉 | 265 | 357 | 446 | 576 | 736 |
| 预付租金 | 115 | 384 | 384 | 384 | 384 |
| 合资及联营公司投资 | - | - | 48 | 106 | 173 |
| 其它非流动资产 | 2,589 | 3,011 | 3,011 | 3,011 | 3,011 |
| 流动资产 | 8,539 | 9,777 | 13,928 | 17,948 | 22,023 |
| 现金及现金等价物 | 5,961 | 7,187 | 10,800 | 13,957 | 17,488 |
| 存货 | 1,407 | 1,346 | 1,459 | 1,943 | 2,201 |
| 贸易和其他应收款 | 687 | 659 | 841 | 1,033 | 1,176 |
| 预付款 | 483 | 584 | 827 | 1,015 | 1,157 |
| 其它流动资产 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 流动负债 | 4,717 | 5,015 | 6,630 | 7,900 | 8,836 |
| 银行贷款 | - | - | - | - | - |
| 应付款 | 1,348 | 1,227 | 1,459 | 1,781 | 2,018 |
| 应计费用和其他应付款 | 2,205 | 2,540 | 3,597 | 4,416 | 5,031 |
| 应付税款 | 531 | 592 | 918 | 1,048 | 1,132 |
| 其它流动负债 | 633 | 656 | 656 | 656 | 656 |
| 非流动负债 | 707 | 889 | 889 | 889 | 889 |
| 银行贷款 | - | - | - | - | - |
| 递延收入 | - | - | - | - | - |
| 递延所得税 | 54 | 64 | 64 | 64 | 64 |
| 其它 | 653 | 825 | 825 | 825 | 825 |
| 少数股东权益 | - | - | - | - | - |
| 净资产总额 | 7,124 | 8,689 | 11,682 | 14,919 | 18,596 |
| 股东权益 | 7,124 | 8,689 | 11,682 | 14,919 | 18,596 |

主要比率

| 年结:12月31日 | FY19A | FY20A | FY21E | FY22E | FY23E |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 销售组合 (%) | | | | | |
| 经销商销售 | 49.5 | 47.9 | 45.7 | 44.3 | 43.5 |
| 直营销售 | 26.1 | 22.6 | 24.4 | 24.3 | 24.3 |
| 电子商务 | 22.5 | 28.0 | 28.7 | 30.4 | 31.2 |
| 国际市场 | 1.9 | 1.5 | 1.2 | 1.1 | 1.0 |
| 合计 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 |
| 盈利能力比率 | | | | | |
| 毛利率 | 49.1 | 49.1 | 52.7 | 53.0 | 53.2 |
| 经营利润率 | 11.1 | 15.2 | 20.9 | 20.4 | 20.4 |
| 税前利率 | 13.4 | 15.5 | 21.4 | 21.1 | 21.1 |
| 净利率率 | 10.8 | 11.7 | 17.1 | 17.1 | 17.3 |
| 有效税率 | 23.6 | 25.4 | 20.6 | 19.6 | 18.5 |
| 资产负债比率 | | | | | |
| 流动比率(X) | 1.8 | 1.9 | 2.1 | 2.3 | 2.5 |
| 速动比率(X) | 1.5 | 1.7 | 1.9 | 2.0 | 2.2 |
| 现金比率(X) | 1.3 | 1.4 | 1.6 | 1.8 | 2.0 |
| 平均库存周转天数 | 105 | 105 | 55 | 60 | 60 |
| 平均应收款周转天数 | 60 | 60 | 15 | 15 | 15 |
| 平均应付帐款天数 | 40 | 40 | 55 | 55 | 55 |
| 债务/股本比率(%) | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 净负债/股东权益比率(%) | 净现金 | 净现金 | 净现金 | 净现金 | 净现金 |
| 回报率(%) | | | | | |
| 资本回报率 | 21.0 | 19.5 | 30.0 | 28.7 | 26.7 |
| 资产回报率 | 11.9 | 11.6 | 18.2 | 18.1 | 17.5 |
| 每股数据(人民币) | | | | | |
| 每股盈利(人民币) | 0.60 | 0.68 | 1.39 | 1.71 | 1.98 |
| 每股股息(人民币) | 0.15 | 0.21 | 0.43 | 0.52 | 0.61 |
| 每股账面价值(人民币) | 2.90 | 3.54 | 4.76 | 6.07 | 7.57 |

资料来源:公司及招銀国际证券预测

人保财险 (2328 HK)

车险保费增速企稳回升，预计非车承保有所改善

10月份，人保财险的月度车险保费开始企稳回升，同比增长6.5%，结束了连续多月的负增长。从2010年9月19日开始的车险综改已经历时超过1年，财险公司已经充分消化了车险综改带来的车均保费下降和保费负增长问题。我们认为车险保费的增速回复会让非车业务的增长压力也相应减轻，财险公司有更多空间关注非车业务的承保盈利。我们预计，随着车险保费的企稳回升，2022年非车行业的竞争压力将有所缓和，非车行业的承保情况将有所改善。我们认为2022年车险行业将进一步分化，人保财险作为头部产险公司其承保盈利情况将持续优于行业。同时，作为持续承保盈利的财险公司，人保财险在持续的低利率市场环境中盈利水平相比寿险公司更具韧性。人保财险的当前股价估值水平处于历史低位，P/BV FY22E在0.6X倍，FY22E股息率超过8%。我们将估值基准从2021年调整到2022年，上调了FY22E-FY23E的盈利预测，并相应上调了人保财险的目标价到HK\$11.53，重申买入评级。

- 车险保费增速回升，综合成本率企稳：**人保财险3Q21车险综合成本率逆转了上半年同比上升的趋势，同比降低0.7个百分点到98.8%，其中费用率同比降低18个百分点，损失率上升17.3个百分点。人保财险已经充分消化车险综改产生的影响。我们认为人保财险2H21和FY22的车险综合成本率会保持同比稳定或略有改善。另一方面，进入10月份，人保的车险保费也逆转了综改以来的跌势，月度车险保费同比增长6.5%。随着人保财险在优质业务中的市场份额持续扩张，我们预计4Q21和FY22的车险保费会重回综改和疫情之前的同比中高个位数增长。
- 非车险竞争压力减轻，综合成本率有望改善：**由于车险综改的溢出效应，2021年前三季度非车险竞争压力增大。由于车险综改造成车险业务保费下降，各财险公司为了维持收入水平，对非车险保费的增速要求较高，造成非车险的价格竞争加剧。剔除上市公司出清融资类信保业务造成的正面影响，可以发现上半年和3Q21主要上市险企财险非车业务综合成本率同比有所上升。我们预计随着车险保费重回正增长，非车险的保费增长压力和竞争激烈程度也会有所减轻，这有助于非车险综合成本率的下降。我们预计人保财险非车业务的承保利润率在FY22会随着融资信保完全出清和竞争压力减轻而同比改善。
- 监管环境对人保财险相对有利：**偿二代二期工程预计将于2022年1季度开始正式实施。我们测算偿二代二期实施后大多数保险公司核心偿付能力会有不同程度下降，其中对产险公司的影响小于寿险。同时偿二代二期鼓励农险、大病保险等政策性业务，将下调这些业务的风险因子，这对于在这些政策性业务中市场份额领先的人保财险来说相对有利。

财务资料

| (截至12月31日) | FY19A | FY20A | FY21E | FY22E | FY23E |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 总保费收入(百万元人民币) | 433,175 | 433,187 | 437,519 | 481,271 | 529,398 |
| 承保利润(百万元人民币) | 3,177 | 4,177 | 3,971 | 5,895 | 8,337 |
| 净利润(百万元人民币) | 24,282 | 20,868 | 22,072 | 25,351 | 29,898 |
| 每股盈利(元人民币) | 1.1 | 0.9 | 1.0 | 1.1 | 1.3 |
| 每股盈利变动(%) | 56.8 | (14.1) | 5.8 | 14.9 | 17.9 |
| 市场预测每股盈利(元人民币) | N.A | 0.9 | 1.1 | 1.2 | 1.3 |
| 市盈率(倍) | 5.2 | 6.0 | 5.7 | 4.9 | 4.2 |
| 市帐率(倍) | 0.7 | 0.7 | 0.6 | 0.6 | 0.5 |
| 股息率(%) | 8.2 | 6.7 | 7.1 | 8.1 | 9.6 |
| 权益收益率(%) | 15.6 | 11.7 | 11.4 | 12.2 | 13.3 |

资料来源：公司、彭博及招银国际证券预测

买入 (维持)

| | |
|---------|-----------|
| 目标价 | HK\$11.53 |
| (此前目标价) | HK\$9.99 |
| 潜在升幅 | +70.1% |
| 当前股价 | HK\$6.78 |

中国保险行业

陈喆

(852) 3916 3739
gigichen@cmbi.com.hk

马毓泽

(852) 3900 0805
nikama@cmbi.com.hk

公司数据

| | |
|---------------|-----------|
| 市值(百万港元) | 150,806 |
| 3月平均流通量(百万港元) | 169.66 |
| 52周内股价高/低(港元) | 7.96/5.61 |
| 总股本(百万) | 6,899 (H) |

资料来源：彭博

股东结构

| | |
|------|--------|
| 人保集团 | 68.98% |
| 自由流通 | 31.02% |

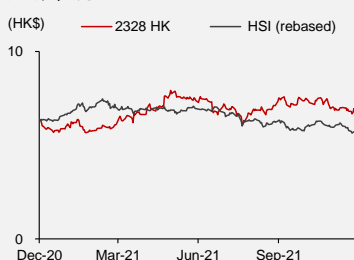
资料来源：港交所

股价表现

| | 绝对回报 | 相对回报 |
|-----|-------|-------|
| 1-月 | -1.9% | 2.7% |
| 3-月 | -4.1% | 4.5% |
| 6-月 | -7.6% | 12.4% |

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

审计师：德勤

财务分析

利润表

| 12月31日(百万元) | FY19A | FY20A | FY21E | FY22E | FY23E |
|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 总保费收入 | 433,175 | 433,187 | 437,519 | 481,271 | 529,398 |
| 机动车辆险 | 262,927 | 265,651 | 245,011 | 259,886 | 285,875 |
| 非机动车辆险 | 170,248 | 167,536 | 192,508 | 221,385 | 243,523 |
| 已赚净保费 | 380,683 | 393,127 | 397,058 | 421,047 | 463,152 |
| 已发生净赔款 | (251,822) | (260,320) | (285,882) | (302,312) | (330,690) |
| 保单获取成本净额 | (77,943) | (69,075) | (47,647) | (49,684) | (54,652) |
| 行政及管理费用 | (47,741) | (59,555) | (59,559) | (63,157) | (69,473) |
| 承保利润 | 3,177 | 4,177 | 3,971 | 5,895 | 8,337 |
| 总投资收益 | 17,719 | 19,229 | 20,127 | 21,319 | 23,310 |
| 财务费用 | (1,424) | (1,547) | (1,624) | (1,706) | (1,791) |
| 联营及合营公司损益 | 4,250 | 3,951 | 4,741 | 5,689 | 6,827 |
| 其他收入及支出 | 61 | (1,134) | (1,247) | (1,372) | (1,509) |
| 除税前利润 | 23,783 | 24,676 | 25,967 | 29,825 | 35,174 |
| 所得税(费用) | 496 | (3,808) | (3,895) | (4,474) | (5,276) |
| 非控制性权益 | 3 | - | - | - | - |
| 净利润 | 24,282 | 20,868 | 22,072 | 25,351 | 29,898 |

主要比率

| 截至12月31日(百万元) | FY19A | FY20A | FY21E | FY22E | FY23E |
|---------------|-------|--------|-------|-------|-------|
| 同比增速: | | | | | |
| 总保费收入 | 11.4 | 0.0 | 1.0 | 10.0 | 10.0 |
| 机动车辆险 | 1.6 | 1.0 | (7.8) | 6.1 | 10.0 |
| 非机动车辆险 | 31.1 | (1.6) | 14.9 | 15.0 | 10.0 |
| 净利润 | 56.8 | (14.1) | 5.8 | 14.9 | 17.9 |
| 承保利润率: | | | | | |
| 赔付率 | 66.2 | 66.2 | 72.0 | 71.8 | 71.4 |
| 费用率 | 33.0 | 32.7 | 27.0 | 26.8 | 26.8 |
| 综合成本率 | 99.2 | 98.9 | 99.0 | 98.6 | 98.2 |
| 偿付能力充足率: | | | | | |
| 核心偿付能力充足率 | 251.7 | 249.9 | 265.4 | 258.0 | 252.5 |
| 回报率(%): | | | | | |
| 净资产收益率 | 15.6 | 11.7 | 11.4 | 12.2 | 13.3 |
| 资产收益率 | 4.2 | 3.4 | 3.3 | 3.5 | 3.8 |

资产负债表

| 12月31日(百万元) | FY19A | FY20A | FY21E | FY22E | FY23E |
|-------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 投资资产 | 342,316 | 380,983 | 399,689 | 436,333 | 477,795 |
| 其他自查 | 253,765 | 265,818 | 290,489 | 317,531 | 347,177 |
| 总资产 | 596,081 | 646,801 | 690,178 | 753,864 | 824,972 |
| 保险合同负债 | 306,902 | 314,623 | 320,424 | 342,209 | 366,003 |
| 其他负债 | 119,225 | 142,147 | 168,998 | 195,688 | 225,063 |
| 总负债 | 426,127 | 456,770 | 489,422 | 537,897 | 591,066 |
| 总权益 | 169,954 | 190,031 | 200,756 | 215,967 | 233,906 |
| 股东权益 | 169,953 | 187,513 | 200,756 | 215,967 | 233,906 |

| | | | | | |
|-------------|-----|------|-----|-----|------|
| 投资收益率: | | | | | |
| 投资性资产同比增速 | 3.7 | 11.3 | 4.9 | 9.2 | 9.5 |
| 净投资收益率 | 5.1 | 4.9 | 5.1 | 5.1 | 5.1 |
| 总投资收益率 | 5.3 | 5.3 | 5.2 | 5.1 | 5.1 |
| 每股数据(人民币) | | | | | |
| 每股盈利(人民币) | 1.1 | 0.9 | 1.0 | 1.1 | 1.3 |
| 每股股息(人民币) | 0.5 | 0.4 | 0.4 | 0.5 | 0.5 |
| 每股账面价值(人民币) | 7.6 | 8.4 | 9.0 | 9.7 | 10.5 |

资料来源:公司及招银国际证券预测

华润置地 (1109 HK)

消费复苏将提振租金收入

我们看好 1) 购物中心占比较高的地产商：我们预计会有一股个人消费热潮袭来，因为 a) 2020 年的存款率较高（1-支出收入比）；b) 股票市场所带来的财富效应；c) 稳步推进的疫苗接种。2) 绿档房企：在当前政策收紧的情况下，销售增长将依赖于品质，而品质的提升又要依赖于借款和其相应的额度。绿档房企，即符合三条红线的房企。该类房企的优势是每年有息负债可以增长 5-10%。鉴于目前土地成本的限制和销售利润率的上升，该类房企和其他档房企的差距可能会逐渐扩大。

- **商场收租业务 30%+ 的增长叠加华润城 4 期将帮助公司业绩：**华润置地的亮点包括：1) 2021 年商场租金收入增长 30% 以上；2) 华润城 4 期的销售将提升销售额中深圳的占比并提高整体的毛利率；3) 剥离收租业务之后，价值将被释放（现在公司 NAV 折让在 50%，而商业收租公司折让一般为 40%）。
- **消费复苏将利好购物中心运营商：**整体而言，我们认为市场对 1) 政策进一步收紧和 2) 楼市需求下降过于担忧。我们认为，高储蓄率和财富效应将有助于推动消费复苏并利好于房地产板块的大型购物中心运营商加速租金收入增长，如：华润置地。
- **行业首选，维持买入评级：**公司现在对应的 21 年 PE 估值为 7x，相对于历史平均的 8x 有折让。租金业务占比的提高，我们预计会带来估值上的修复，参考现在龙湖已经接近 8x 21 年 PE，公司有一定的上升空间。

财务资料

| (截至 12 月 31 日) | FY18A | FY19A | FY20A | FY21E | FY22E |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元人民币) | 121,189 | 148,167 | 179,587 | 242,568 | 166,783 |
| 同比增长(%) | 18.9 | 22.3 | 21.2 | 36.5 | 19.2 |
| 净收入(百万元人民币) | 24,238 | 28,784 | 29,810 | 31,809 | 16,584 |
| 每股盈利(人民币) | 3.50 | 4.12 | 3.74 | 4.47 | 4.79 |
| 每股盈利变动(%) | 23.1 | 17.7 | -9.3 | 19.8 | 12.3 |
| 市场平均盈利预测(人民币) | NA | NA | NA | 3.79 | 4.36 |
| 市盈率(倍) | 8.6 | 7.3 | 8.0 | 6.7 | 6.0 |
| 市帐率(倍) | 1.5 | 1.2 | 1.1 | 1.0 | 0.9 |
| 股息率(%) | 3.5 | 3.6 | 4.2 | 5.0 | 5.6 |
| 权益收益率(%) | 17.5 | 16.4 | 14.7 | 14.7 | 14.7 |
| 净负债率(%) | 34.9 | 31.0 | 29.5 | 31.5 | 30.4 |

资料来源：公司、彭博及招银国际证券预测

买入 (维持)

| | |
|------|-----------|
| 目标价 | HK\$44.79 |
| 潜在升幅 | +33.9% |
| 当前股价 | HK\$33.45 |

中国房地产行业

曾展

(852) 3916 3727

jeffreyzeng@cmbi.com.hk

肖潇

(852) 3761 8952

xiaoxiao@cmbi.com.hk

公司数据

| | |
|----------------|--------------|
| 市值(百万港元) | 238,530 |
| 3 月平均流通量(百万港元) | 549.01 |
| 52 周内股价高/低(港元) | 41.30/ 25.50 |
| 总股本(百万) | 7,131 |

资料来源：彭博

股东结构

| | |
|------|--------|
| 华润集团 | 59.55% |
| 流通股 | 40.45% |

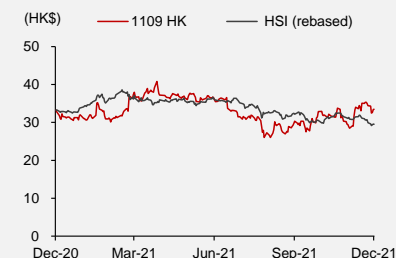
资料来源：港交所

股价表现

| | 绝对回报 | 相对回报 |
|------|-------|-------|
| 1-月 | 13.0% | 19.3% |
| 3-月 | 12.3% | 23.1% |
| 6-月 | -8.5% | 12.7% |
| 12-月 | -2.1% | 9.2% |

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

审计师：德勤

财务分析

利润表

| 年结: 12月31日 (百万人民币) | FY18A | FY19A | FY20A | FY21E | FY22E |
|--------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 收入 | 121,189 | 148,167 | 179,587 | 245,171 | 273,723 |
| 物业发展 | 105,148 | 127,199 | 157,140 | 215,000 | 238,000 |
| 物业投资 | 9,519 | 10,748 | 11,698 | 18,121 | 21,745 |
| 其他 | 6,522 | 10,221 | 10,750 | 12,050 | 13,977 |
| 销售成本 | (68,607) | (92,029) | (124,172) | (162,846) | (181,425) |
| 毛利 | 52,582 | 56,139 | 55,415 | 82,325 | 92,298 |
| 其他收益 | 1,023 | 2,858 | 4,536 | 2,331 | 2,439 |
| 销售费用 | (4,177) | (5,163) | (5,352) | (6,865) | (7,664) |
| 行政费用 | (4,159) | (5,779) | (5,087) | (7,845) | (8,759) |
| 其他费用 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 息税前收益 | 45,268 | 48,054 | 49,512 | 69,945 | 78,314 |
| 融资成本 | (1,743) | (1,390) | (1,284) | (1,593) | (1,719) |
| 联营/合营公司 | 1,297 | 3,718 | 3,000 | 3,640 | 3,640 |
| 特殊收入 | 6,904 | 10,762 | 8,944 | 0 | 0 |
| 税前利润 | 51,726 | 61,145 | 60,172 | 71,992 | 80,235 |
| 所得税 | (24,449) | (26,682) | (26,082) | (34,872) | (39,174) |
| 税后利润 | 27,277 | 34,463 | 34,090 | 37,120 | 41,061 |
| 非控制股东权益 | (2,752) | (5,390) | (4,060) | (4,610) | (4,610) |
| 永续债 | (288) | (289) | (221) | (600) | (630) |
| 净利润 | 24,238 | 28,784 | 29,810 | 31,910 | 35,821 |
| 基础盈利 | 19,296 | 21,647 | 26,638 | 31,910 | 35,821 |

现金流量表

| 年结: 12月31日 (百万人民币) | FY18A | FY19A | FY20A | FY21E | FY21E |
|--------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|----------------|
| 息税前收益 | 45,268 | 48,054 | 49,512 | 69,945 | 78,314 |
| 折旧和摊销 | 565 | 773 | 912 | 800 | 825 |
| 营运资金变动 | 6,062 | 5,224 | (6,840) | (25,410) | (31,160) |
| 税务开支 | (24,009) | (19,043) | (20,416) | (30,872) | (35,874) |
| 其他 | (651) | (1,212) | (841) | (2,784) | (3,268) |
| 经营活动所得现金净额 | 27,235 | 33,797 | 22,328 | 11,678 | 8,836 |
| 购置固定资产 | (14,526) | (18,033) | (19,370) | (9,300) | (3,125) |
| 联营公司 | (24,900) | (21,345) | (8,309) | (2,887) | (1,687) |
| 其他 | (5,692) | (4,977) | (5,166) | 0 | 0 |
| 投资活动所得现金净额 | (45,118) | (44,355) | (32,845) | (12,187) | (4,812) |
| 股份发行 | 0 | 6,051 | 0 | 0 | 0 |
| 净银行借贷 | 28,884 | 14,827 | 29,773 | 8,180 | 17,190 |
| 股息 | (6,417) | (8,780) | (9,064) | (8,914) | (10,910) |
| 其他 | 11,497 | (9,785) | 15,616 | (1,920) | (1,300) |
| 融资活动所得现金净额 | 33,963 | 2,313 | 36,326 | (2,654) | 4,980 |
| 现金增加净额 | 16,080 | (8,246) | 25,808 | (3,162) | 9,004 |
| 年初现金及现金等价物 | 52,410 | 69,917 | 62,157 | 87,533 | 86,871 |
| 汇兑 | 756 | 486 | (432) | 2,500 | 2,500 |
| 受限制现金 | 1,723 | 1,723 | 1,723 | 1,723 | 1,723 |
| 资产负债表上的现金 | 70,969 | 63,880 | 89,256 | 88,594 | 100,098 |

资产负债表

| 年结: 12月31日 (百万人民币) | FY18A | FY19A | FY20A | FY21E | FY21E |
|--------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 非流动资产 | 193,840 | 246,796 | 294,988 | 256,880 | 262,080 |
| 物业、厂房及设备 | 14,006 | 11,131 | 14,095 | 16,500 | 16,800 |
| 投资物业 | 126,864 | 161,215 | 187,379 | 168,000 | 170,000 |
| 联营公司 | 41,340 | 42,894 | 53,435 | 58,300 | 61,200 |
| 无形资产 | 419 | 425 | 41 | 437 | 437 |
| 其他 | 11,210 | 31,131 | 40,037 | 13,644 | 13,644 |
| 流动资产 | 461,903 | 523,093 | 574,053 | 652,820 | 724,744 |
| 现金及现金等价物 | 70,969 | 64,661 | 89,451 | 78,750 | 90,254 |
| 应收贸易款项 | 43,515 | 50,579 | 49,164 | 56,400 | 63,000 |
| 存货 | 305,595 | 357,118 | 377,090 | 478,000 | 530,000 |
| 其他 | 41,823 | 50,734 | 58,349 | 39,670 | 41,490 |
| 流动负债 | 347,948 | 394,952 | 443,851 | 466,404 | 499,734 |
| 借债 | 22,101 | 21,345 | 35,543 | 35,000 | 38,190 |
| 应付贸易账款 | 88,246 | 99,082 | 117,899 | 113,000 | 121,000 |
| 合同负债 | 192,265 | 228,812 | 232,585 | 260,560 | 280,000 |
| 应付税项 | 22,407 | 28,565 | 30,864 | 32,000 | 34,000 |
| 其他 | 22,930 | 17,148 | 26,960 | 25,844 | 26,544 |
| 非流动负债 | 127,090 | 139,145 | 168,949 | 159,300 | 175,000 |
| 借债 | 110,111 | 113,200 | 129,442 | 130,000 | 144,000 |
| 其他 | 16,979 | 25,946 | 39,507 | 29,300 | 31,000 |
| 股东权益 | 138,376 | 175,892 | 203,458 | 217,597 | 243,791 |
| 少数股东权益 | 37,329 | 49,898 | 52,784 | 56,400 | 58,300 |
| 永续债 | 5,000 | 10,000 | 0 | 10,000 | 10,000 |
| 总权益 | 180,705 | 235,791 | 256,242 | 283,997 | 312,091 |

主要比率

| 年结: 12月31日 | FY18A | FY19A | FY20A | FY21E | FY21E |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 销售组合 (%) | | | | | |
| 物业发展 | 86.8 | 85.8 | 87.5 | 87.7 | 86.9 |
| 物业投资 | 7.9 | 7.3 | 6.5 | 7.4 | 7.9 |
| 其他 | 5.4 | 6.9 | 6.0 | 4.9 | 5.1 |
| 合计 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 |
| 盈利能力比率 (%) | | | | | |
| 毛利率 | 43.4 | 37.9 | 30.9 | 33.6 | 33.7 |
| 税前利率 | 37.4 | 32.4 | 27.6 | 28.5 | 28.6 |
| 净利润率 | 20.0 | 19.4 | 16.6 | 13.0 | 13.1 |
| 有效税率 | 47.3 | 43.6 | 43.3 | 48.4 | 48.8 |
| 资产负债比率 | | | | | |
| 流动比率 (x) | 1.3 | 1.3 | 1.3 | 1.4 | 1.5 |
| 平均应收账款周转天数 | 131.1 | 124.6 | 99.9 | 84.0 | 84.0 |
| 平均应付帐款周转天数 | 265.8 | 244.1 | 239.6 | 168.2 | 161.3 |
| 平均存货周转天数 | 1625.8 | 1416.4 | 1108.4 | 1071.4 | 1066.3 |
| 净负债比率 (%) | 34.9 | 31.0 | 29.5 | 31.5 | 30.4 |
| 回报率 (%) | | | | | |
| 资本回报率 | 17.5 | 16.4 | 14.7 | 14.7 | 14.7 |
| 资产回报率 | 3.7 | 3.7 | 3.4 | 3.5 | 3.6 |
| 每股数据 | | | | | |
| 每股盈利(人民币) | 3.50 | 4.13 | 4.18 | 4.47 | 5.02 |
| 每股股息(人民币) | 1.06 | 1.07 | 1.25 | 1.50 | 1.68 |
| 每股账面值(人民币) | 19.87 | 24.67 | 28.53 | 30.51 | 34.19 |

资料来源: 公司及招银国际证券预测

碧桂园服务 (6098 HK)

收并购将为公司带来规模与利润增长

我们对碧桂园服务 2025 年实现 1000 亿人民币 (50% 年度复合增长率) 的收入目标非常有信心, 因为 1) 在收购蓝光、富力、彩生活后, 公司的合约面积将超过 14 亿平方米; 2) 通过收并购公司成功打入商业物管的蓝海市场; 3) 快速增长的增值服务叠加提供更全方位的服务 (如: 社区团购、保险业务等) 可以将公司每平方米的增值服务收费提高到 30 元; 4) 城市服务将进一步扩大公司 B-to-G (对政府业务) 和 B-to-B (对公业务) 的业务联系。因此, 我们将 21 年/22 年的预计收益提高 10-17%, 并将目标价提高到 91.17 港元。鉴于公司强劲的增长能见度和增值服务的快速发展, 我们重申碧桂园服务为物业板块的首选, 并维持买入评级。

- **另辟蹊径, 收并购侧重于社区增值服务商:** 母公司每年 7000 万的销售额能为碧桂园服务带来极高的收入能见度。同时, 碧桂园服务另辟蹊径, 将收并购的重心转向扩张社区增值服务, 收购了城市纵横 (电梯广告)、合富辉煌 (房产中介)、文津国际 (保险) 等公司。叠加公司自身的零售业务, 我们相信公司 2019-2022E 的在管面积将以 30% 的复合年增长率稳健增长并成为社区增值服务热潮中的大赢家。
- **社区增值服务收费将激增:** 凭借公司强大的资金实力和执行力, 我们认为公司未来可以将其社区增值服务收费由目前的 3 元/平方米提高到 30 元/平方米, 接近美国和日本的 50-56 元/平方米水平。我们认为, 公司社区增值服务在中长期可贡献高达 50 亿人民币的净利润。如果按 30 倍 PE 来计算, 仅社区增值服务这一块业务的估值就可以达到 1500 亿人民币。
- **行业首选, 维持买入评级:** 我们以 35 倍 2022E PE 得出每股 91.17 港元的目标价。目前公司的加价格 19 倍 2022E PE, 相对于历史平均的 28x 有大幅折让, 看起来十分吸引。

财务资料

| (截至 12 月 31 日) | FY18A | FY19A | FY20E | FY21E | FY22E |
|----------------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 营业收入 (百万元人民币) | 4,675 | 9,645 | 15,600 | 27,265 | 39,683 |
| 同比增长 (%) | 49.8 | 106.3 | 61.7 | 74.8 | 45.5 |
| 净收入 (百万元人民币) | 923 | 1,671 | 2,686 | 4,537 | 6,382 |
| 每股盈利 (人民币) | 0.37 | 0.63 | 0.98 | 1.54 | 2.16 |
| 每股盈利变动 (%) | N.A. | 69.8 | 55.7 | 57.5 | 40.7 |
| 市场平均盈利预测 (人民币) | N.A. | N.A. | N.A. | 1.37 | 2.00 |
| 市盈率 (倍) | N.A. | N.A. | N.A. | 25.0 | 17.8 |
| 市帐率 (倍) | N.A. | N.A. | N.A. | 22.4 | 14.2 |
| 股息率 (%) | N.A. | N.A. | N.A. | 1.0 | 1.4 |
| 权益收益率 (%) | 40.8 | 31.1 | 18.4 | 25.3 | 28.0 |
| 净负债率 (%) | 净现金 | 净现金 | 净现金 | 净现金 | 净现金 |

资料来源: 公司、彭博及招银国际证券预测

买入 (维持)

| | |
|------|-----------|
| 目标价 | HK\$91.17 |
| 潜在升幅 | +96.7% |
| 当前股价 | HK\$46.36 |

中国物业管理行业

曾展

(852) 3916 3727
jeffreyzeng@cmbi.com.hk

肖潇

(852) 3761 8952
xiaoxiao@cmbi.com.hk

公司数据

| | |
|-----------------|-----------------|
| 市值 (百万港元) | 156,114 |
| 3 月平均流通量 (百万港元) | 831.85 |
| 52 周内股价高/低 (港元) | 85.20/ 43.50 |
| 总股本 (百万) | 3,368 |

资料来源: 彭博

股东结构

| | |
|------|-------|
| 陈翀 | 43.1% |
| 摩根大通 | 6.0% |
| 流通股 | 48.7% |

资料来源: 港交所

股价表现

| | 绝对回报 | 相对回报 |
|------|--------|--------|
| 1-月 | -18.9% | -14.5% |
| 3-月 | -24.6% | -17.3% |
| 6-月 | -42.6% | -29.3% |
| 12-月 | 1.0% | 12.6% |

资料来源: 彭博

12-mth Price Performance



资料来源: 彭博

审计师: 普华永道

财务分析

利润表

| 年结: 12月31日 (百万人民币) | FY18A | FY19A | FY20A | FY21E | FY22E |
|--------------------|---------|---------|----------|----------|----------|
| 收入 | 4,675 | 9,645 | 15,600 | 27,265 | 39,683 |
| 基础物管 | 3,445 | 5,817 | 8,607 | 12,767 | 16,396 |
| 非业主增值服务 | 791 | 1,422 | 1,370 | 2,112 | 3,049 |
| 社区增值服务 | 417 | 865 | 1,731 | 4,077 | 8,003 |
| 城市服务 | - | - | 884 | 3,452 | 4,538 |
| 其他 | 21 | 1,541 | 3,009 | 4,858 | 7,697 |
| 销售成本 | (2,914) | (6,593) | (10,301) | (18,614) | (26,596) |
| 毛利 | 1,762 | 3,052 | 5,300 | 8,651 | 13,088 |
| 其他收益 | 22 | 51 | 121 | 86 | 104 |
| 销售费用 | (27) | (67) | (136) | (237) | (345) |
| 行政费用 | (760) | (1,208) | (1,950) | (3,217) | (4,564) |
| 其他费用 | (13) | (31) | (98) | (102) | (131) |
| 减值 | 984 | 1,798 | 3,236 | 5,181 | 8,151 |
| 息税前收益 | 22 | 51 | 121 | 86 | 104 |
| 联营/合营公司 | 3 | 8 | 41 | 53 | 69 |
| 融资成本 | 54 | 92 | 44 | 46 | 48 |
| 特殊收入 | 29 | 178 | 394 | - | - |
| 税前利润 | 1,069 | 2,076 | 3,715 | 5,279 | 8,268 |
| 所得税 | (135) | (358) | (933) | (528) | (1,571) |
| 税后利润 | 934 | 1,718 | 2,782 | 4,751 | 6,697 |
| 非控制股东权益 | (11) | (48) | (96) | (214) | (315) |
| 净利润 | 923 | 1,671 | 2,686 | 4,537 | 6,382 |

资产负债表

| 年结: 12月31日 (百万人民币) | FY18A | FY19A | FY20A | FY21E | FY22E |
|--------------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 非流动资产 | 851 | 2,045 | 7,916 | 15,375 | 18,003 |
| 物业、厂房及设备 | 113 | 312 | 1,249 | 1,929 | 2,609 |
| 无形资产 | 686 | 1,604 | 6,176 | 12,902 | 14,782 |
| 其他 | 52 | 129 | 490 | 543 | 612 |
| 流动资产 | 4,671 | 10,224 | 23,288 | 26,807 | 36,195 |
| 应收贸易款项 | 788 | 2,004 | 5,244 | 9,164 | 13,338 |
| 现金及现金等价物 | 3,869 | 6,914 | 15,215 | 14,703 | 19,811 |
| 其他 | 14 | 1,306 | 2,829 | 2,940 | 3,046 |
| 总资产 | 5,522 | 12,269 | 31,204 | 42,182 | 54,198 |
| 流动负债 | 3,127 | 6,427 | 14,233 | 21,594 | 28,509 |
| 应付贸易账款 | 2,060 | 4,690 | 7,476 | 13,588 | 19,415 |
| 其他 | 1,067 | 1,737 | 6,757 | 8,005 | 9,094 |
| 非流动负债 | 65 | 162 | 812 | 812 | 812 |
| 递延税收 | 65 | 143 | 510 | 510 | 510 |
| 其他 | - | 19 | 302 | 302 | 302 |
| 总负债 | 3,192 | 6,590 | 15,045 | 22,406 | 29,321 |
| 股东权益 | 2,261 | 5,373 | 14,566 | 17,969 | 22,755 |
| 少数股东权益 | 69 | 306 | 1,593 | 1,807 | 2,122 |
| 总权益 | 2,330 | 5,680 | 16,159 | 19,776 | 24,877 |

现金流量表

| 年结: 12月31日 (百万人民币) | FY18A | FY19A | FY20A | FY21E | FY22E |
|--------------------|-------|---------|---------|---------|---------|
| 息税前收益 | 1,069 | 2,076 | 3,715 | 5,279 | 8,268 |
| 折旧和摊销 | 26 | 149 | 60 | 240 | 240 |
| 营运资金变动 | 617 | 1,528 | 3,951 | 3,330 | 2,635 |
| 其他 | (163) | (496) | (1,017) | (627) | (1,688) |
| 经营活动所得现金净额 | 1,549 | 3,257 | 6,709 | 8,222 | 9,455 |
| 购置固定资产 | (62) | (81) | (5,570) | (2,800) | (2,800) |
| 联营公司 | (6) | (40) | - | - | - |
| 其他 | (46) | (1,507) | 44 | (4,800) | 48 |
| 投资活动所得现金净额 | (114) | (1,628) | (5,526) | (7,600) | (2,752) |
| 股份发行 | 10 | 1,738 | - | - | - |
| 净银行借贷 | - | (9) | 3,812 | - | - |
| 其他 | (211) | (331) | 3,307 | (1,134) | (1,596) |
| 融资活动所得现金净额 | (200) | 1,399 | 7,118 | (1,134) | (1,596) |
| 现金增加净额 | 1,235 | 3,028 | 8,301 | (512) | 5,108 |
| 年初现金及现金等价物 | 2,634 | 3,869 | 6,914 | 15,215 | 14,703 |
| 汇兑 | - | 17 | - | - | - |
| 年末现金及现金等价物 | 3,869 | 6,914 | 15,215 | 14,703 | 19,811 |

主要比率

| 年结: 12月31日 | FY18A | FY19A | FY20A | FY21E | FY22E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 销售组合 (%) | | | | | |
| 基础物管 | 73.7 | 60.3 | 55.2 | 46.8 | 41.3 |
| 非业主增值服务 | 16.9 | 14.7 | 8.8 | 7.7 | 7.7 |
| 社区增值服务 | 8.9 | 9.0 | 11.1 | 15.0 | 20.2 |
| 城市服务 | 0.0 | 0.0 | 5.7 | 12.7 | 11.4 |
| 其他 | 0.5 | 16.0 | 19.3 | 17.8 | 19.4 |
| 合计 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 |
| 盈利能力比率 (%) | | | | | |
| 毛利率 | 37.7 | 31.6 | 34.0 | 31.7 | 33.0 |
| 净利率 | 19.7 | 17.3 | 17.2 | 16.6 | 16.1 |
| 有效税率 | 12.6 | 17.2 | 25.1 | 10.0 | 19.0 |
| 增速 (%) | | | | | |
| 收入 | 49.8 | 106.3 | 61.7 | 74.8 | 45.5 |
| 毛利润 | 70.1 | 73.3 | 73.6 | 63.2 | 51.3 |
| 息税前收益 | 69.6 | 82.8 | 80.0 | 60.1 | 57.3 |
| 净利润 | 129.8 | 81.0 | 60.8 | 68.9 | 40.7 |
| 资产负债比率 | | | | | |
| 流动比率 (x) | 1.5 | 1.6 | 1.6 | 1.2 | 1.3 |
| 平均应收账款周转天数 | 62 | 76 | 123 | 123 | 123 |
| 回报率 (%) | | | | | |
| 资本回报率 | 40.8 | 31.1 | 18.4 | 25.3 | 28.0 |
| 资产回报率 | 16.7 | 13.6 | 8.6 | 10.8 | 11.8 |
| 每股数据 | | | | | |
| 每股盈利(人民币) | 0.37 | 0.63 | 0.98 | 1.54 | 2.16 |
| 每股股息(人民币) | 0.09 | 0.15 | 0.23 | 0.38 | 0.54 |
| 每股账面值(人民币) | 0.63 | 1.39 | 2.84 | 1.72 | 2.70 |

资料来源: 公司及招银国际证券预测

三一重工 - A (600031 CH)

短期国内基建投资加快; 中长期看好电动产品和出口增长

我们相信今年下半年行业总体上的疲弱需求已被充分反映, 并为市场设下低预期和低基数。短期而言, 我们相信 (1) 房地产政策以稳为先、(2) 地方专项债加速发行以及 (3) 钢材成本压力减少将成为正面催化剂。中长期而言, 三一重工在海外的明确发展蓝图, 加上在电动化和智能化研发方面的积极投入, 有潜力成为全球一线主机厂。我们建议买入。目标价 30 元人民币, 基于 14x 2022E 市盈率。

- **清晰的海外扩张路线图。** 根据三一重工的数据, 公司目前在全球市场 (不包括中国) 排名第五。三一重工不仅在 15 个国家 (主要国家: 印尼) 排名第一, 在印度、智利和菲律宾也排名第二。此外, 三一重工在俄罗斯、加拿大、法国、英国、新西兰等国家的市场份额均已达到 5%。展望未来, 三一重工将继续聚焦发展中地区和欧美等发达地区。三一计划在欧洲建立灯塔工厂, 以确保生产和交付, 降低成本, 推广品牌。此外, 三一重工已在美国设立租赁公司, 并计划在德国、英国、意大利和加拿大设立租赁公司。
- **电动混凝土搅拌车销售的目标进取。** 中国的减碳目标引发了地方政府对电动搅拌车的采购大幅增加。三一重工在 10M21 交付了 ~850 台电动搅拌车。公司计划在 2021 年实现 120 台销售 (相当于人民币 8-10 亿元的收入)。展望未来, 三一重工的目标是在 2022E/23E/25E 实现 40 亿元/80 亿元/100 亿元的电动搅拌车收入。
- **灯塔工厂建设进展顺利。** 三一已完成了 14 座灯塔工厂 (即智能工厂) 的建设。另外七个工厂正在建设中, 其中大部分将在 1H22E 完成。
- **主要风险:** (1) 海外疫情持续所引起的业务风险; (2) 工程建设活动持续放缓; (3) 原材料和海运价格高企。

财务资料

| (截至 12 月 31 日) | FY19A | FY20A | FY21E | FY22E | FY23E |
|-----------------|--------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 (百万元人民币) | 76,233 | 100,054 | 113,466 | 122,550 | 129,159 |
| 同比增长 (%) | 37 | 31 | 13 | 8 | 5 |
| 净收入 (百万元人民币) | 11,325 | 15,431 | 15,315 | 17,878 | 18,628 |
| 每股盈利 (元人民币) | 1.37 | 1.82 | 1.81 | 2.11 | 2.20 |
| 每股盈利变动 (%) | 73.2 | 33.2 | -0.8 | 16.7 | 4.2 |
| 市场预测每股盈利 (人民币) | N/A | N/A | 1.83 | 1.96 | 2.12 |
| EV / EBITDA (x) | 13.4 | 10.3 | 10.6 | 9.1 | 8.8 |
| 市盈率 (倍) | 17.7 | 13.3 | 13.4 | 11.5 | 11.0 |
| 市帐率 (倍) | 4.3 | 3.6 | 3.1 | 2.6 | 2.2 |
| 股息率 (%) | 1.8 | 2.5 | 2.4 | 2.8 | 2.9 |
| 权益收益率 (%) | 28.8 | 29.8 | 24.8 | 24.4 | 21.6 |
| 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: 公司及招银国际证券预测

买入 (维持)

| | |
|---------|-----------|
| 目标价 | RMB30.00 |
| (此前目标价) | RMB30.00) |
| 潜在升幅 | +26% |
| 当前股价 | RMB23.75 |

中国装备制造

冯键嵘, CFA

(852) 3900 0826

waynefung@cmbi.com.hk

公司数据

| | |
|-----------------|-------------|
| 市值(百万元人民币) | 201,690 |
| 3月平均流通量(百万元人民币) | 2,941 |
| 52周内股价高/低(人民币) | 50.30/21.41 |
| 总股本(百万) | 8,435 |

数据来源: 彭博

股东结构

| | |
|--------|-------|
| 三一集团 | 29.2% |
| 香港中央结算 | 7.2% |
| 梁稳根 | 2.8% |
| 其他 | 60.8% |

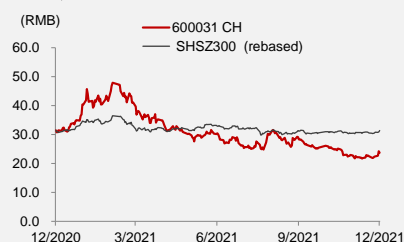
数据来源: 上交所

股价表现

| | 绝对回报 | 相对回报 |
|-----|--------|--------|
| 1-月 | 5.4% | 3.7% |
| 3-月 | -16.7% | -15.5% |
| 6-月 | -19.6% | -13.8% |

数据来源: 彭博

股份表现



数据来源: 彭博

审计师: 瑞华会计师事务所

财务报表

损益表

| YE 31 Dec (RMB mn) | FY19A | FY20A | FY21E | FY22E | FY23E | YE 31 Dec (RMB mn) | FY19A | FY20A | FY21E | FY22E | FY23E |
|--------------------|---------|---------|---------|---------|---------|--------------------|---------|---------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 76,233 | 100,054 | 113,466 | 122,550 | 129,159 | 除税前溢利 | 13,621 | 18,531 | 18,524 | 21,623 | 22,530 |
| 销售成本 | -51,204 | -70,034 | -82,868 | -88,231 | -93,231 | 融资成本 | 120 | 797 | 477 | 491 | 502 |
| 毛利 | 25,029 | 30,021 | 30,599 | 34,320 | 35,928 | 利息收入 | -489 | -515 | -617 | -793 | -1,050 |
| 税金及附加 | -373 | -408 | -340 | -368 | -646 | 联营及合资公司利润 | -140 | -29 | -176 | -187 | -200 |
| 销售费用 | -5,488 | -5,332 | -6,241 | -6,495 | -6,845 | 公允价值变动 | -673 | -1,341 | 0 | 0 | 0 |
| 管理费用 | -2,067 | -2,201 | -1,702 | -1,593 | -1,550 | 资产拨备 | 241 | 495 | 0 | 0 | 0 |
| 研发费用 | -3,650 | -4,992 | -5,673 | -6,128 | -6,458 | 折旧和摊销 | 2,020 | 1,894 | 1,965 | 2,055 | 2,124 |
| 公允价值变动 | 290 | 436 | 400 | 400 | 400 | 已付所得税 | -2,001 | -2,671 | -2,686 | -3,135 | -3,267 |
| 资产减值 | -1,363 | -681 | -794 | -980 | -1,033 | 营运资金变动 | -1,066 | -3,531 | -4,689 | -7,277 | -4,542 |
| EBIT | 12,378 | 16,844 | 16,248 | 19,156 | 19,795 | 其他 | 1,631 | -267 | 0 | 0 | 0 |
| 净财务收入/(支出) | 46 | -282 | 140 | 302 | 548 | 经营活动所得现金净额 | 13,265 | 13,363 | 12,798 | 12,776 | 16,097 |
| 财务收入 | 489 | 515 | 617 | 793 | 1,050 | 购买物业、厂房及设备净投资 | -2,157 | -4,133 | -4,000 | -4,000 | -3,000 |
| 财务支出 | -442 | -797 | -477 | -491 | -502 | 联营企业和合营企业投资 | -11 | -47 | -50 | -50 | -50 |
| 其他收益 | 1,058 | 1,941 | 1,960 | 1,978 | 1,987 | 子公司投资 | 153 | 4 | 0 | 0 | 0 |
| 联营企业和合营企业投资收 | 140 | 29 | 176 | 187 | 200 | 已收股息 | 14 | 11 | 18 | 0 | 0 |
| 税前盈利 | 13,621 | 18,531 | 18,524 | 21,623 | 22,530 | 已收利息 | 489 | 515 | 617 | 793 | 1,050 |
| 所得税费用 | -2,001 | -2,671 | -2,686 | -3,135 | -3,267 | 其他 | -9,031 | -7,599 | -180 | -180 | -180 |
| 税后盈利 | 11,620 | 15,861 | 15,838 | 18,488 | 19,263 | 投资活动所用现金净额 | -10,544 | -11,250 | -3,596 | -3,437 | -2,180 |
| 少数股东 | -295 | -429 | -523 | -610 | -636 | 股权融资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 净利润 | 11,325 | 15,431 | 15,315 | 17,878 | 18,628 | 净银行贷款 | 1,756 | 3,020 | 500 | 300 | 300 |
| | | | | | | 已付股息 | -2,165 | -3,516 | -5,057 | -4,901 | -5,721 |
| 折旧和摊销 | 2,020 | 1,894 | 1,965 | 2,055 | 2,124 | 已付利息 | -442 | 0 | -477 | -491 | -502 |
| EBITDA | 14,398 | 18,738 | 18,214 | 21,211 | 21,920 | 其他 | -1,187 | -1,956 | 0 | 0 | 0 |
| | | | | | | 融资活动所得(所用)现金净额 | -2,039 | -2,452 | -5,034 | -5,092 | -5,923 |
| | | | | | | 现金及等同现金(减少)增加净 | 683 | -339 | 4,168 | 4,247 | 7,995 |
| | | | | | | 年初之现金及等同现金项目 | 11,985 | 12,157 | 12,596 | 16,764 | 21,011 |
| | | | | | | 汇兑及其他 | -511 | 778 | 0 | 0 | 0 |
| | | | | | | 年底之现金及等同现金项目 | 12,157 | 12,596 | 16,764 | 21,011 | 29,006 |

资产负债表

| YE 31 Dec (RMB mn) | FY19A | FY20A | FY21E | FY22E | FY23E | YE 31 Dec | FY19A | FY20A | FY21E | FY22E | FY23E |
|--------------------|--------|--------|---------|---------|---------|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 非流动资产 | 26,555 | 34,827 | 34,689 | 45,135 | 41,076 | Sales mix (%) | | | | | |
| 物业、厂房及设备 | 10,615 | 10,841 | 13,183 | 15,445 | 16,647 | 混凝土机械 | 30% | 27% | 27% | 28% | 29% |
| 联营及合资公司 | 2,985 | 3,420 | 3,628 | 3,866 | 4,115 | 挖掘机械 | 36% | 38% | 40% | 39% | 38% |
| 商誉 | 49 | 50 | 50 | 50 | 50 | 起重机械 | 18% | 19% | 18% | 18% | 19% |
| 应收账款 | 1,286 | 5,555 | 2,217 | 7,856 | 4,176 | 桩工机械 | 6% | 7% | 7% | 6% | 6% |
| 无形资产 | 3,339 | 3,228 | 3,100 | 2,963 | 2,817 | 路面机械 | 3% | 3% | 2% | 2% | 2% |
| 投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 其他机械 | 3% | 3% | 4% | 4% | 4% |
| 其他 | 2,580 | 5,240 | 5,240 | 5,240 | 5,240 | 利息收入 | 1% | 1% | 1% | 1% | 1% |
| 递延税项资产 | 1,147 | 1,441 | 1,441 | 1,441 | 1,441 | 其他业务 | 2% | 3% | 2% | 2% | 3% |
| 流动资产 | 72,686 | 91,428 | 102,001 | 109,918 | 125,109 | 总数 | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% |
| 存货 | 14,252 | 19,198 | 20,760 | 21,784 | 24,193 | 盈利能力比率(%) | | | | | |
| 应收账款 | 21,775 | 21,512 | 25,118 | 27,260 | 30,773 | 毛利率 | 32.8 | 30.0 | 27.0 | 28.0 | 27.8 |
| 其他应收账款 | 2,787 | 1,869 | 3,105 | 3,610 | 4,883 | 息税前利润率 | 16.2 | 16.8 | 14.3 | 15.6 | 15.3 |
| 其他 | 9,061 | 13,446 | 13,446 | 13,446 | 13,446 | 净利润率 | 15.2 | 15.9 | 14.0 | 15.1 | 14.9 |
| 银行结余及现金 | 12,157 | 12,596 | 16,764 | 21,011 | 29,006 | 增长率(%) | | | | | |
| 流动负债 | 47,953 | 62,049 | 60,704 | 64,980 | 62,069 | 收入 | 36.6 | 31.2 | 13.4 | 8.0 | 5.4 |
| 应付账及其他应付款项 | 20,295 | 32,207 | 31,362 | 35,838 | 33,128 | 毛利 | 46.4 | 19.9 | 1.9 | 12.2 | 4.7 |
| 银行借款 | 10,771 | 8,466 | 7,966 | 7,766 | 7,566 | 息税前利润 | 75.2 | 36.1 | (3.5) | 17.9 | 3.3 |
| 税项负债 | 1,515 | 2,030 | 2,030 | 2,030 | 2,030 | 净利润 | 85.2 | 36.3 | (0.8) | 16.7 | 4.2 |
| 其他 | 9,928 | 11,413 | 11,413 | 11,413 | 11,413 | 资产负债比率 | | | | | |
| 非流动负债 | 2,866 | 6,018 | 7,018 | 7,518 | 8,018 | 流动比率(x) | 1.5 | 1.5 | 1.7 | 1.7 | 2.0 |
| 银行借款 | 1,303 | 4,532 | 5,532 | 6,032 | 6,532 | 平均应收账款周转天数 | 106 | 91 | 88 | 93 | 99 |
| 递延税项负债 | 714 | 600 | 600 | 600 | 600 | 平均存货周转天数 | 92 | 87 | 88 | 88 | 90 |
| 其他 | 728 | 849 | 849 | 849 | 849 | 平均应付账款周转天数 | 134 | 137 | 140 | 139 | 135 |
| 资本及储备 | 48,423 | 58,188 | 68,968 | 82,555 | 96,098 | 净负债/总权益比率(%) | 净现金 | 净现金 | 净现金 | 净现金 | 净现金 |
| 股东权益 | 47,151 | 56,562 | 66,820 | 79,797 | 92,704 | 回报率(%) | | | | | |
| 非控股权益 | 1,272 | 1,625 | 2,148 | 2,758 | 3,394 | 资产回报率 | 13.1 | 13.7 | 11.6 | 12.3 | 11.6 |
| | | | | | | 资本回报率 | 28.8 | 29.8 | 24.8 | 24.4 | 21.6 |
| | | | | | | 每股数据 | | | | | |
| | | | | | | 每股盈利(人民币) | 1.37 | 1.82 | 1.81 | 2.11 | 2.20 |
| | | | | | | 每股账面值(人民币) | 5.60 | 6.68 | 7.90 | 9.43 | 10.96 |
| | | | | | | 每股股息(人民币) | 0.43 | 0.60 | 0.58 | 0.68 | 0.70 |

资料来源:公司及招银国际证券预测

龙源电力 (916 HK)

回归 A 股如期进展，四季度表现支撑价值重估持续

龙源电力的三季度业绩受风资源较弱以及火电板块在高煤价背景下有所拖累。三季度盈利同比下跌 13.3%，而前九个月盈利表现仍维持较快增长，同比增长 31.4%。财务成本是三季度业绩的亮点，同比下跌 4.1%，整体财务成本也下降 42 基点至 3.98%。前九个月，公司录得风电发电量同比增长 18.9% 至 37.03 太瓦时，符合我们对于公司全年发电量增长 18% 的预期。展望四季度，我们认为冬季风速将显著恢复，我们预期公司的发电增速将再一次加速。我们对公司 21-23 年盈利预测做小幅提早恒，目标价上调 10.5% 至 21.0 港元。维持买入评级。

- **回归 A 股如期进展。**管理层表示回归 A 股上市进程依然如期，目标仍为 2021 年底完成。此前暂停审核主要是受证监会要求，项目用地瑕疵相关的处理工作仍在继续。公司将在用地问题处理完成后恢复有关工作的推进。
- **新增装机节奏较缓。**龙源前九个月新增装机仅实现 111 兆瓦风电项目及 100 兆瓦光伏项目，显著低于风电/光伏分别新增 1.8GW/1.2GW 指引。我们认为公司今年有可能错失新增装机目标，主要受本年度评价项目指标下发较晚，以及光伏组件价格高企有关。我们预期显著规模的光伏新增装机将会递延至 2022 年。
- **风电电价将有上行空间。**前九个月，风电电价用笔增长人民币 7.8 元/兆瓦时至人民币 490.8 元/兆瓦时。公司风电业务部门录得 29.3% 的市场电量交易，平均交易电价为人民币 383.7 元/兆瓦时，较去年同期增加人民币 29.4 元/兆瓦时。随着近期火电电价可较基准电价上浮 20%，我们预期公司的市场电部分将获上行空间，获奖对公司的 4 季度平均电价带来积极影响。
- **强劲的市场情绪将获得持续。**随着今年内的股价上涨，龙源电力的 2022 年的前瞻预测市盈率达 17.3 倍。我们仍然青睐龙源电力风电板块的盈利质量，以及对于资本结构完善的部署（回 A），以及充沛的项目开发和潜在资产注入将在十四五期间驱动公司新能源项目资产年均复合增长约 25%。我们将公司 2022/23 年盈利预测分别轻微上调 2.6%/2.2% 吗，目标价上调 10.5% 至 21.0 港元，维持买入评级。

财务资料

| (截至 12 月 31 日) | FY19A | FY20A | FY21E | FY22E | FY23E |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 (百万元人民币) | 27,541 | 28,667 | 34,230 | 35,907 | 40,370 |
| 净收入 (百万元人民币) | 4,325 | 4,726 | 6,155 | 6,951 | 8,017 |
| 每股盈利 (元人民币) | 0.54 | 0.59 | 0.77 | 0.86 | 1.00 |
| 每股盈利变动 (%) | 10.22 | 9.3 | 30.2 | 12.9 | 15.3 |
| 市场预测每股盈利 (元人民币) | N/A | N/A | 0.77 | 0.82 | 1.0 |
| 市盈率 (倍) | 27.9 | 25.5 | 19.6 | 17.3 | 15.0 |
| 市帐率 (倍) | 2.52 | 2.34 | 2.12 | 1.93 | 1.74 |
| 股息率 (%) | 0.7 | 0.8 | 1.0 | 1.2 | 1.3 |
| 权益收益率 (%) | 9.0 | 9.2 | 10.8 | 11.1 | 11.6 |
| 净负债比率 (%) | 156 | 165 | 178 | 189 | 199 |

资料来源：公司、彭博及招银国际证券预测

买入 (维持)

| | |
|---------|-----------|
| 目标价 | HK\$21.00 |
| (此前目标价) | HK\$19.00 |
| 潜在升幅 | +16.2% |
| 当前股价 | HK\$16.46 |

中国风电行业

萧小川

(852) 3900 0849
robinxiao@cmbi.com.hk

公司数据

| | |
|-----------------|------------|
| 市值(百万港元) | 132,279 |
| 3 月平均流通量 (百万港元) | 358.4 |
| 52 周内股价高/低 (港元) | 20.25/5.08 |
| 总股本 (百万) | 8,036 |

资料来源：彭博

股东结构 - H 股

| | |
|-----|-------|
| 威灵顿 | 13.0% |
| 贝莱德 | 7.0% |
| 流通股 | 80.0% |

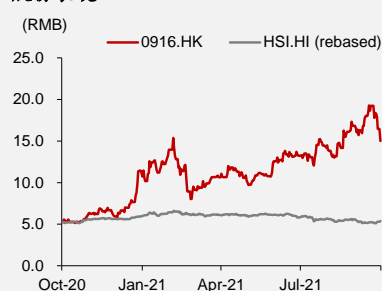
资料来源：港交所

股价表现

| | 绝对回报 | 相对回报 |
|------|--------|--------|
| 1-月 | -2.1% | 3.2% |
| 3-月 | 24.3% | 36.9% |
| 6-月 | 54.7% | 78.7% |
| 12-月 | 196.7% | 188.1% |

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：万德资讯

审计师：安永

财务分析

利润表

| 12月31日(百万人民币) | FY19A | FY20A | FY21E | FY22E | FY23E |
|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 销售收入 | 27,541 | 28,667 | 34,230 | 35,907 | 40,370 |
| 风电 | 18,981 | 20,403 | 24,011 | 25,850 | 28,502 |
| 火电 | 7,784 | 7,593 | 9,591 | 8,566 | 8,761 |
| 其它 | 657 | 358 | 628 | 1,491 | 3,107 |
| 特许权收益 | 118 | 313 | - | - | - |
| 销售成本 | (14,488) | (14,774) | (18,278) | (17,838) | (19,759) |
| 毛利 | 13,053 | 13,893 | 15,953 | 18,069 | 20,611 |
| 其它净收入 | 843 | 1,287 | 1,078 | 1,113 | 1,231 |
| 行政费用 | (564) | (607) | (725) | (760) | (855) |
| 人员成本 | (2,352) | (2,645) | (2,843) | (3,095) | (3,372) |
| 其它费用 | (1,034) | (1,871) | (1,369) | (1,436) | (1,615) |
| 息税前收益 | 9,946 | 10,056 | 12,094 | 13,890 | 16,001 |
| 融资成本净额 | (3,486) | (3,083) | (3,353) | (4,288) | (5,053) |
| 合资及联营企业 | (10) | (51) | (43) | 21 | 21 |
| 特殊项目 | - | - | - | - | - |
| 税前利润 | 6,450 | 6,922 | 8,698 | 9,623 | 10,969 |
| 所得税 | (1,131) | (1,236) | (1,617) | (1,746) | (2,026) |
| 减去: | | | | | |
| 非控制股东权益 | 753 | 661 | 661 | 661 | 661 |
| 永续中期票据权益 | 242 | 299 | 266 | 266 | 266 |
| 净利润 | 4,325 | 4,726 | 6,155 | 6,951 | 8,017 |

现金流量表

| 12月31日(百万人民币) | FY19A | FY20A | FY21E | FY22E | FY23E |
|-------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 净利润 | 4,325 | 4,726 | 6,155 | 6,951 | 8,017 |
| 折旧和摊销 | 7,786 | 7,968 | 8,819 | 10,130 | 11,730 |
| 运营资金变动 | (1,865) | (5,665) | (11,600) | (2,269) | (3,060) |
| 其它 | 2,270 | 83 | 440 | 8 | 14 |
| 经营活动所得现金流 | 12,515 | 7,112 | 3,813 | 14,820 | 16,701 |
| 资本开支 | (9,799) | (18,030) | (19,160) | (30,639) | (34,724) |
| 联营公司 | 221 | 272 | (178) | (21) | (21) |
| 其它 | (1,196) | 779 | (924) | (81) | (79) |
| 投资活动所得现金净额 | (10,774) | (16,979) | (20,262) | (30,741) | (34,823) |
| 股份发行 | - | 904 | - | - | - |
| 净借贷 | 3,286 | 12,392 | 13,010 | 19,703 | 18,914 |
| 股息 | (785) | (865) | (945) | (1,231) | (1,390) |
| 其它 | (4,202) | 1,029 | 150 | 150 | 150 |
| 融资活动所得现金净额 | (1,700) | 13,459 | 12,214 | 18,622 | 17,674 |
| 现金增加净额 | 41 | 3,593 | (4,235) | 2,701 | (449) |
| 年初现金及现金等价物 | 2,861 | 2,908 | 6,501 | 2,267 | 4,968 |
| 汇兑 | (7) | - | - | - | - |
| 年末现金及现金等价物 | 2,908 | 5,226 | 2,267 | 4,968 | 4,519 |
| 受限制现金 | 523 | 361 | 373 | 444 | 512 |
| 定期存款 | - | - | - | - | - |
| 资产负债表现金 | 3,432 | 5,588 | 2,639 | 5,412 | 5,031 |

资产负债表

| 12月31日(百万人民币) | FY19A | FY20A | FY21E | FY22E | FY23E |
|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 非流动资产 | 133,77 | 144,10 | 153,96 | 174,39 | 197,30 |
| 固定资产 | 114,60 | 124,91 | 135,43 | 156,25 | 179,55 |
| 预付租金 | - | - | - | - | - |
| 合资及联营公司投资 | 4,328 | 4,056 | 4,234 | 4,255 | 4,277 |
| 其它非流动资产 | 11,683 | 12,267 | 11,113 | 10,727 | 10,335 |
| 流动资产 | 23,029 | 31,184 | 35,633 | 39,668 | 42,852 |
| 现金及现金等价物 | 3,432 | 5,588 | 2,639 | 5,412 | 5,031 |
| 应收账款 | 16,365 | 21,603 | 29,106 | 30,170 | 33,513 |
| 预付款 | 1,963 | 2,831 | 2,567 | 2,648 | 2,740 |
| 其它流动资产 | 1,269 | 1,162 | 1,321 | 1,437 | 1,568 |
| 流动负债 | 43,538 | 52,907 | 52,226 | 59,118 | 67,206 |
| 应付账款 | 3,411 | 3,615 | 2,049 | 2,049 | 2,049 |
| 其它应付 | 10,840 | 11,064 | 8,480 | 7,474 | 7,978 |
| 借贷 | 28,965 | 37,875 | 41,403 | 49,312 | 56,902 |
| 其它流动负债 | 230 | 328 | 225 | 222 | 223 |
| 非流动负债 | 52,610 | 55,930 | 65,563 | 77,266 | 88,497 |
| 借贷 | 48,881 | 52,598 | 62,105 | 73,968 | 85,353 |
| 融资租赁 | - | - | - | - | - |
| 其它非流动负债 | 2,984 | 2,756 | 2,952 | 2,852 | 2,752 |
| 少数股东权益 | 7,732 | 8,761 | 8,911 | 9,061 | 9,211 |
| 永续中期票据 | 4,991 | 6,045 | 6,045 | 6,045 | 6,045 |
| 股东权益 | 47,932 | 51,642 | 56,851 | 62,572 | 69,199 |
| 净资产总额 | 60,655 | 66,449 | 71,808 | 77,678 | 84,455 |

主要比率

| 12月31日 | FY19A | FY20A | FY21E | FY22E | FY23E |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 销售组合 (%) | | | | | |
| 风电 | 68.9 | 71.2 | 70.1 | 72.0 | 70.6 |
| 火电 | 28.3 | 26.5 | 28.0 | 23.9 | 21.7 |
| 其它 | 2.4 | 1.2 | 1.8 | 4.2 | 7.7 |
| 特许权收益 | 0.4 | 1.1 | - | - | - |
| 合计 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 |
| 盈利能力比率 | | | | | |
| 毛利率 | 36.1 | 35.1 | 35.3 | 38.7 | 39.6 |
| 税前利率 | 23.4 | 24.1 | 25.4 | 26.8 | 27.2 |
| 净利润率 | 15.7 | 16.5 | 18.0 | 19.4 | 19.9 |
| 有效税率 | 17.5 | 17.9 | 18.6 | 18.1 | 18.5 |
| 资产负债比率 | | | | | |
| 流动比率 (x) | 0.53 | 0.59 | 0.68 | 0.67 | 0.64 |
| 速动比率 (x) | 0.51 | 0.57 | 0.66 | 0.65 | 0.62 |
| 现金比率 (x) | 0.07 | 0.10 | 0.04 | 0.08 | 0.07 |
| 平均存货周转天数 | 11.1 | 10.3 | 9.7 | 10.9 | 10.8 |
| 平均应收账款周转天数 | 178.3 | 241.7 | 270.4 | 301.3 | 287.9 |
| 平均应付周转天数 | 68.9 | 86.8 | 56.6 | 41.9 | 37.8 |
| 债务/股本比率 (%) | 162.4 | 175.2 | 182.1 | 197.0 | 205.6 |
| 净负债/股东权益比率 (%) | 156.3 | 165.1 | 178.1 | 189.1 | 199.0 |
| 回报率 (%) | | | | | |
| 资本回报率 | 9.0 | 9.2 | 10.8 | 11.1 | 11.6 |
| 资产回报率 | 2.8 | 2.7 | 3.2 | 3.2 | 3.3 |
| 每股数据 (人民币) | | | | | |
| 每股盈利 (人民币) | 0.54 | 0.59 | 0.77 | 0.86 | 1.00 |
| 每股股息 (人民币) | 0.11 | 0.12 | 0.15 | 0.17 | 0.20 |
| 每股账面价值 (人民币) | 5.96 | 6.43 | 7.07 | 7.79 | 8.61 |

资料来源:公司及招银国际证券预测

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告30日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告3个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际证券或其关联机构曾在过去12个月内与本报告内所提及发行人有投资银行业务的关系。

招银国际证券投资评级

| | |
|-----|------------------------------|
| 买入 | : 股价于未来12个月的潜在涨幅超过15% |
| 持有 | : 股价于未来12个月的潜在变幅在-10%至+15%之间 |
| 卖出 | : 股价于未来12个月的潜在跌幅超过10% |
| 未评级 | : 招银国际证券并未给予投资评级 |

招银国际证券行业投资评级

| | |
|------|--------------------------|
| 优于大市 | : 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标 |
| 同步大市 | : 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若 |
| 落后大市 | : 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标 |

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银国际证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国2000年金融服务及市场法令2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际证券不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际证券不受美国就有研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关FINRA规则的限制。本报告仅提供给美国1934年证券交易法(经修订)规则15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由CMBI(Singapore)Pte. Limited(CMBISG)(公司注册号201731928D)在新加坡分发。CMBISG是在《财务顾问法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG可根据《财务顾问条例》第32C条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第289章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则CMBISG仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电(+65 6350 4400)联系CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。