

## 策略报告

招商證券(香港)有限公司  
証券研究部

### 业绩总结: FY20超预期; FY21/22将强劲恢复

- 2020财年恒生指数和MSCI中国指数营收和净利润略高于市场预期
- 市场预期恒生、MSCI中国和沪深300指数2021年利润将有显著增长
- 标普500指数2020年四季度净利润大幅超出市场预期

**离岸中国股市。**截至4月7日,98%的恒生指数成分股和93%的MSCI中国指数(按权重计算)已公布2020财年业绩。主要总结如下:1)恒生指数成分股营收较市场预期高4.8%,净利润较预期高5.2%。MSCI中国指数成分股营收较市场预期高1.0%,净利润较预期高4.5%。2)目前为止,市场对恒生指数、MSCI中国指数2021/2022年营收和净利润一致预测的调整可以忽略不计。3)展望未来,市场对恒生指数、MSCI中国指数和沪深300指数2021年营收增长一致预测分别为+7.6%、+16.0%和+11.9%;2022年则分别为+9.7%、+12.8%和+11.5%。对恒生指数、MSCI中国指数和沪深300指数2021年净利润增长一致预测分别为+16.4%、+17.1%和+18.7%,2022年则分别为+14.5%、+17.4%和+14.0%。

**美国股市。**1)根据Factset的数据,标普500指数中96%的成分股已经公布了2020年四季度业绩:76%的上市公司公布的实际营收高于预期,而79%的上市公司公布的实际每股收益高于预期。总体而言,营收较市场预期高3.0%,净利润较市场预期高14.5%。2)2020年四季度营收增长3.2%,是2020年一季度(0.8%)以来标普500营收首次录得同比正增长。3)2020年四季度净利润增长3.9%,是2019年四季度(0.8%)以来标普500指数净利润首次录得同比正增长。4)展望未来,市场预期2021年一季度/二季度/三季度/四季度营收同比增长分别为6.3%/16.7%/10.1%/7.5%,净利润同比增长分别为23.3%/51.9%/18.3%/13.9%;此外市场预期2021年营收增长为9.6%,净利润增长为25.4%。

**我们的观点。**我们维持恒指在今年较其他股指可能有更好表现的观点。我们预计近期估值较高的股票/板块将出现回调;并维持对周期龙头和线下实体消费标的看好的观点。恒生/MSCI中国/沪深300指数估值分别为12.7倍/16.4倍/13.7倍,前瞻市盈率(过去三年的中值水平为11.1倍/12.5倍/12.3倍)。我们重申标普500指数的估值在经历了强劲上涨之后已经较高。市场关注拜登在3月31日公布的“美国就业计划”,该计划将令材料、工业、清洁能源/环境保护和消费行业直接受益。周期行业的整体估值不算高。目前标普500指数估值为22.5倍,前瞻市盈率(过去三年中值水平为17.3倍)。标普500指数目前处于历史高位,自2020年3月疫情初期的谷底以来反弹了77%,自2021年以来反弹了9%。

郭圆涛, PhD

+852 3189 6121  
[jessiequo@cmschina.com.hk](mailto:jessiequo@cmschina.com.hk)

钱鹭, CFA

+852 3189 6752  
[edithqian@cmschina.com.hk](mailto:edithqian@cmschina.com.hk)

张轩扬, PhD

+852 3189 6751  
[harringtonzhang@cmschina.com.hk](mailto:harringtonzhang@cmschina.com.hk)

#### 相关报告

1. 拜登正式宣布“美国就业计划”(2021/04/01)
2. 招证国际策略周报(2021/03/29) - 拜登将宣布 Build Back Better计划(2021/03/29)
3. 美联储进一步传递鸽派信号安抚市场(2021/03/18)
4. 美国2月零售录得环比回落(2021/03/17)
5. 2021年两会:经济有序恢复;政策回归正轨不急转弯(2021/03/06)
6. 美国1月零售录得强劲反弹(2021/02/18)
7. 能源价格推高美国12月消费者价格通胀(2021/01/14)
8. 民主党拿下美国国会控制权(2021/01/07)
9. 12月ISM PMI:制造业活动加速扩张(2021/01/06)
10. 新一轮财政纾困措施将支持美国经济复苏(2020/12/22)

## 目录

恒生指数业绩总结 .....	3
MSCI 中国指数业绩总结 .....	4
沪深 300 指数业绩总结 .....	5
我们的观点 .....	5
招商证券首选推荐 .....	8
分行业业绩总结 .....	9
医药医疗 .....	9
互联网 .....	10
电信 .....	11
科技硬件 .....	12
运动服饰 .....	13
餐饮 .....	14
汽车汽配 .....	15
教育 .....	16
天然气 .....	17
环保 .....	18
周期 .....	19
银行 .....	20
保险 .....	20
券商 .....	21

## 恒生指数业绩总结

截至 4 月 7 日, 98% 的恒生指数成分股 (按权重计算) 已公布 2020 年业绩。主要总结如下: 恒生指数成分股营收较市场预期高 4.8%, 净利润较预期高 5.2%。分行业看, 工业板块营收超出预期幅度最大, 达 20.0%; 紧随其后的是银行板块 (9.3%)。能源板块营收低于预期的幅度最大, 达 7.3%; 紧随其后的是多元金融 (-5.5%)。保险板块净利润超出预期幅度最大, 达 11.9%; 紧随其后的是银行板块 (9.6%)。工业板块净利润低于预期的幅度最大, 达 20.4%; 紧随其后的是能源板块 (-16.3%) 和日常消费 (-13.9%)。

目前为止, 市场对恒生指数 2021 年和 2022 年营收一致预测的调整可以忽略不计, 对净利润一致预测的调整幅度为 +2.7%/+1.7%。市场对恒生指数 2021 年和 2022 年营收增长一致预测分别为 +7.6% 和 +9.7%; 对 2021 年和 2022 年净利润增长一致预测分别为 +16.4% 和 +14.5%。

图表 1: 恒生指数业绩总结

		营收						净利润					
	指数 权重	实际 vs 一致 预期	增长 (同比%)			业绩后 调整 幅度		实际 vs 一致 预期	增长 (同比%)			业绩后 调整 幅度	
		2020	2020A	2021E	2022E	2021E	2022E	2020	2020A	2021E	2022E	2021E	2022E
金融	41.0%	8.1%	1.8%	0.3%	8.6%	0.5%	0.6%	10.1%	-17.5%	7.6%	12.9%	4.7%	3.2%
银行	20.9%	9.3%	-1.8%	-3.0%	6.7%	1.7%	2.3%	9.6%	-17.5%	6.4%	12.5%	5.7%	4.4%
保险	15.3%	6.9%	5.9%	3.4%	10.5%	-1.0%	-1.4%	11.9%	-20.4%	9.3%	13.5%	1.5%	-0.5%
多元金融	4.7%	-5.5%	25.2%	35.9%	13.8%	8.3%	8.7%	8.5%	23.5%	24.2%	15.0%	8.5%	9.6%
可选消费	15.9%	1.1%	-5.1%	44.0%	24.2%	1.0%	1.7%	7.1%	-35.5%	57.0%	49.1%	-12.5%	-7.1%
通信业务	12.7%	0.8%	8.3%	8.5%	8.6%	1.0%	1.3%	-0.1%	11.6%	13.0%	12.7%	-0.7%	0.4%
房地产	8.3%	-2.7%	3.2%	16.2%	13.4%	-1.3%	-1.2%	4.1%	-8.1%	9.8%	11.0%	-2.0%	-1.9%
医疗保健	5.0%	-2.4%	8.6%	22.5%	25.9%	-1.6%	-2.4%	7.9%	27.9%	18.6%	28.0%	0.5%	0.1%
信息技术	4.9%	-2.5%	15.1%	31.9%	20.2%	-2.7%	-1.9%	5.4%	9.3%	32.2%	22.2%	1.2%	0.1%
工业	4.2%	20.0%	-2.8%	-6.3%	5.3%	3.9%	4.7%	-20.4%	-32.0%	55.5%	13.2%	-0.6%	2.5%
公用事业	3.1%	2.5%	-3.9%	1.3%	4.0%	-1.8%	-0.4%	5.9%	-7.6%	4.0%	3.3%	1.8%	3.0%
能源	2.6%	-7.3%	-26.8%	23.7%	2.8%	-0.7%	-2.6%	-16.3%	-61.7%	155.6%	7.4%	36.5%	13.4%
日常消费	2.3%	4.1%	1.6%	4.5%	6.3%	1.6%	1.8%	-13.9%	-25.2%	37.5%	13.8%	-4.7%	-2.1%
恒生指数	100.0%	4.8%	0.3%	7.6%	9.7%	0.2%	0.2%	5.2%	-17.3%	16.4%	14.5%	2.7%	1.7%

资料来源: 彭博、招商证券 (香港) 研究部; 数据截至 2021 年 4 月 7 日

注 1: 计算时为反映基本面而采用人民币计价的营收和净利润。

## MSCI 中国指数业绩总结

截至 4 月 7 日, 93% 的 MSCI 中国指数 (按权重计算) 已公布 2020 年业绩。主要总结如下: MSCI 中国指数成分股营收较市场预期高 1.0%, 净利润较预期高 4.5%。分行业看, 工业板块营收超出预期幅度最大, 达 7.3%; 紧随其后的是消费者服务 (4.5%)。能源板块营收低于预期的幅度最大, 达 7.6%; 紧随其后的是多元金融 (-3.1%)。零售板块净利润超出预期幅度最大, 达 15.4%; 紧随其后的是银行板块 (7.6%)。能源板块低于预期的幅度最大, 达 27.5%; 紧随其后的是汽车与零部件 (-18.2%)。

目前为止, 市场对 MSCI 中国指数 2021 年和 2022 年营收和净利润一致预测的调整可以忽略不计。市场对 MSCI 中国 2021 年和 2022 年营收增长一致预测分别为 +16.0% 和 +12.8%。对 MSCI 中国指数 2021 年和 2022 年净利润增长一致预测分别为 +17.1% 和 +17.4%。

图表 2: MSCI 中国指数业绩总结

		营收						净利润					
	指数 权重	实际 vs 一致 预期	增长 (同比%)			业绩后 调整 幅度		实际 vs 一致 预期	增长 (同比%)			业绩后 调整 幅度	
		2020	2020A	2021E	2022E	2021E	2022E	2020	2020A	2021E	2022E	2021E	2022E
可选消费	33.9%	1.8%	18.1%	30.5%	20.4%	2.2%	3.1%	11.2%	15.3%	23.7%	34.1%	-7.3%	-4.9%
零售	24.3%	1.7%	23.9%	33.6%	21.4%	2.6%	3.5%	15.4%	20.0%	14.8%	34.9%	-8.4%	-6.1%
汽车与零部件	4.2%	2.2%	8.1%	22.3%	18.0%	1.9%	3.0%	-18.2%	51.7%	96.9%	27.2%	-6.7%	-2.2%
消费者服务	3.3%	4.5%	4.2%	28.8%	19.8%	1.1%	1.3%	-1.2%	-39.8%	94.1%	48.2%	-3.9%	-1.1%
耐用消费品与服装	2.2%	-0.6%	4.6%	18.8%	14.1%	0.4%	0.7%	-1.6%	3.1%	40.1%	22.1%	2.1%	2.4%
通信业务	20.7%	-1.6%	15.8%	21.6%	18.7%	-0.3%	0.6%	2.0%	20.4%	25.6%	25.1%	-4.0%	-2.0%
媒体与娱乐	20.5%	-1.7%	16.3%	22.2%	19.1%	-0.3%	0.6%	2.0%	20.4%	25.6%	25.1%	-4.0%	-2.0%
电信	0.2%	0.0%	6.1%	7.3%	6.8%	0.3%	0.3%	0.6%	23.1%	27.4%	27.4%	-2.3%	-2.1%
金融	14.4%	1.1%	5.5%	6.0%	9.2%	-1.2%	-0.8%	6.8%	-4.6%	5.9%	10.0%	4.0%	3.7%
银行	8.6%	1.6%	3.4%	6.7%	8.8%	0.2%	0.6%	7.6%	1.2%	4.0%	8.3%	5.0%	4.9%
保险	4.2%	1.1%	7.0%	4.6%	9.6%	-2.6%	-2.2%	5.4%	-23.9%	10.5%	14.6%	1.5%	0.6%
多元金融	1.6%	-3.1%	7.9%	15.4%	9.5%	1.6%	2.1%	1.8%	19.2%	13.6%	13.4%	1.5%	1.0%
医疗保健	6.6%	-0.8%	6.5%	16.4%	14.9%	0.2%	1.4%	-7.1%	7.9%	55.2%	39.2%	1.6%	2.7%
信息技术	6.0%	3.5%	11.3%	19.5%	13.0%	3.0%	2.1%	3.8%	32.2%	35.3%	22.4%	1.3%	-0.5%
工业	4.6%	7.3%	7.0%	7.8%	11.1%	1.7%	2.2%	-2.6%	-11.7%	38.3%	13.3%	3.6%	3.0%
日常消费	4.4%	-1.7%	1.5%	11.7%	11.6%	-0.5%	0.1%	1.7%	18.4%	18.4%	13.7%	-1.5%	0.1%
房地产	4.0%	-2.7%	17.4%	20.4%	15.3%	-1.6%	-2.3%	0.4%	13.3%	11.3%	13.7%	-3.9%	-4.4%
公用事业	2.0%	1.5%	0.9%	9.8%	8.4%	0.5%	0.9%	-2.4%	7.4%	22.7%	3.9%	-0.5%	-2.3%
能源	1.2%	-7.6%	-18.2%	16.7%	2.2%	-1.1%	-2.3%	-27.5%	-52.1%	108.3%	3.0%	20.6%	8.2%
MSCI中国指数	100.0%	1.0%	9.8%	16.0%	12.8%	0.4%	0.6%	4.5%	3.3%	17.1%	17.4%	-0.1%	0.0%

资料来源: 彭博、招商证券 (香港) 研究部; 数据截至 2021 年 4 月 7 日

注 1: 计算时为反映基本面而采用人民币计价的营收和净利润。

注 2: 2020 年 12 月 15 日, MSCI 宣布将 7 家公司 (涉及 9 只证券) 从其全球可投资市场指数中剔除。2021 年 1 月, 该指数公司进一步宣布将三家中国电信公司 (即中国移动、中国电信和中国联通) 和国有石油巨头中海油 (CNOOC) 从其基准指数中剔除。此举是因应美国前总统特朗普于 2020 年 11 月 12 日签署的第 13959 号行政命令而发布, 该行政命令禁止美国人投资被美国国防部列入“中共军工企业”黑名单上的中国公司股票。我们认为剔除这些公司股票对 MSCI 中国指数在中国离岸股票市场的代表性产生不可忽视的影响, 尤其是对电信板块而言更是如此。

## 沪深 300 指数业绩总结

截至 4 月 7 日, 54% 的沪深 300 指数成分股 (按权重计算) 已公布了 2020 年业绩。主要结论总结如下: 沪深 300 指数 2021/2022 年营收和净利润的一致预期调整可以忽略不计。沪深 300 指数 2021 年和 2022 年营收增长的一致预期分别为+11.9%和+11.5%; 而 2021 年和 2022 年的净利润增长预期分别为+18.7%和+14.0%。

图表 3: 沪深 300 指数业绩总结

	指数 权重	营收					净利润				
		增长 (同比%)			业绩后 调整 幅度		增长 (同比%)			业绩后 调整 幅度	
		2020A	2021E	2022E	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E	2021E	2022E
金融	27.2%	4.5%	7.1%	10.1%	-0.5%	-0.7%	-5.7%	8.9%	12.2%	1.2%	0.8%
银行	13.8%	1.8%	11.4%	9.7%	-0.8%	-0.8%	-2.0%	6.6%	10.9%	1.5%	1.9%
多元金融	7.5%	6.4%	24.7%	11.4%	2.5%	3.0%	31.4%	16.7%	14.8%	-0.7%	-1.4%
保险	5.9%	6.5%	0.6%	10.3%	-0.9%	-1.4%	-25.6%	10.6%	14.6%	1.5%	-0.9%
日常消费	15.8%	12.7%	11.4%	15.0%	0.2%	0.9%	14.3%	15.6%	9.9%	0.0%	3.0%
信息技术	12.6%	11.5%	21.7%	17.3%	-0.6%	-0.6%	4.1%	38.3%	25.1%	-0.7%	-0.6%
工业	10.8%	9.0%	13.8%	11.1%	0.9%	1.5%	-15.8%	56.6%	15.1%	1.6%	1.7%
医疗保健	9.4%	6.7%	17.6%	15.8%	-0.8%	-0.1%	40.9%	19.7%	22.3%	0.5%	0.5%
可选消费	9.9%	-1.6%	16.5%	11.9%	0.8%	1.1%	5.6%	44.8%	17.8%	1.7%	2.2%
原材料	6.8%	17.4%	11.9%	7.5%	3.9%	3.9%	15.8%	40.1%	14.0%	7.4%	8.8%
房地产	2.9%	23.1%	17.8%	15.6%	-0.9%	-1.1%	5.8%	15.3%	13.0%	-3.8%	-4.6%
通信业务	1.7%	4.6%	5.3%	8.8%	-0.7%	-1.7%	10.8%	17.8%	18.2%	-1.6%	-1.7%
公用事业	1.8%	0.4%	5.6%	2.2%	0.7%	1.5%	28.3%	32.4%	8.0%	-1.7%	-0.9%
能源	1.2%	-17.6%	11.4%	3.7%	-1.4%	-1.0%	-39.9%	63.7%	7.0%	15.2%	8.7%
沪深 300 指数	100.0%	6.8%	11.9%	11.5%	0.3%	0.5%	-3.8%	18.7%	14.0%	1.1%	1.1%

资料来源: 彭博、招商证券 (香港) 研究部; 数据截至 2021 年 4 月 7 日

## 我们的观点

年度业绩显示离岸中国上市公司在过去一年普遍取得令人满意的财务表现。得益于政府采取有效的疫情防控措施和提供稳定的政策环境, 市场一致预期未来一年企业营收和利润率都将稳步增长。

我们对恒生指数在今年会有更好的表现保持乐观。我们预计近期估值较高的股票/板块将出现回调; 并维持对周期龙头和线下实体消费标的看好的观点。恒生/MSCI 中国/沪深 300 指数估值分别为 12.7 倍/16.4 倍/13.7 倍, 前瞻市盈率 (过去三年的中值水平为 11.1 倍/12.5 倍/12.3 倍)。

我们重申标普 500 指数的估值在经历了强劲上涨之后已经较高。市场关注拜登在 3 月 31 日公布的“美国就业计划”, 该计划将令材料、工业、清洁能源/环境保护和消费行业直接受益。周期行业的整体估值不算高。5G 相关价值链将受益于宽带基础设施的投资以及对半导体和制造业研发的重视。目前标普 500 指数估值为 22.5 倍, 前瞻市盈率 (过去三年中值水平为 17.3 倍)。标普 500 指数目前处于历史高位, 自 2020 年 3 月疫情初期的谷底以来反弹了 77%, 自 2021 年以来反弹了 9%。

主要催化剂/风险: 1) 宏观数据; 2) 新冠疫情的发展; 3) 中美关系。



图表 4: 主要股指本币计价回报 (根据年初至今回报排序)

股指回报 - 本币计价							
	一周	两周	1 个月	3 个月	年初至今	6 个月	12 个月
台湾 TWSE	2.3%	4.9%	6.1%	10.5%	14.1%	31.9%	68.2%
新加坡海峡时报	1.0%	2.0%	6.0%	9.9%	12.4%	25.9%	24.3%
加拿大 S&P/TSX 综合	2.3%	2.7%	4.1%	6.1%	9.7%	16.4%	40.5%
韩国 KOSPI	2.5%	4.7%	3.7%	3.5%	9.2%	31.4%	72.0%
日本 Topix	0.7%	2.0%	3.8%	7.7%	9.0%	19.5%	40.2%
欧洲 STOXX	1.1%	2.6%	6.3%	6.3%	8.8%	18.8%	33.0%
美国标普 500	2.7%	4.9%	6.2%	7.3%	8.6%	19.3%	53.4%
泰国 SET	-1.9%	-0.9%	0.8%	2.8%	7.4%	23.2%	28.1%
英国富时 100	2.6%	2.6%	3.8%	0.4%	6.6%	15.8%	20.7%
俄罗斯 MOEX	-1.2%	0.4%	2.5%	3.8%	6.4%	23.1%	32.9%
香港恒生	1.0%	2.7%	-1.5%	4.1%	5.3%	18.3%	18.2%
澳大利亚 S&P/ASX 200	2.0%	2.2%	3.2%	3.2%	5.2%	14.8%	31.9%
MSCI 亚太区除日本外	1.7%	2.8%	-0.3%	1.4%	4.1%	20.2%	52.8%
印度 Sensex	0.3%	1.0%	-1.5%	3.3%	4.0%	24.5%	65.2%
MSCI 新兴市场	1.7%	3.1%	0.0%	1.2%	3.7%	20.8%	52.5%
MSCI 中国	1.5%	2.5%	-3.3%	-0.3%	1.3%	9.9%	40.0%
印尼 JCI	0.9%	-1.9%	-3.5%	-1.9%	1.0%	20.6%	26.3%
巴西 IBOV	0.8%	5.0%	2.1%	-3.9%	-1.2%	23.1%	54.0%
马来西亚 KLCI	1.7%	-0.1%	0.0%	-0.1%	-1.6%	7.5%	16.8%
沪深 300	1.1%	3.6%	-3.0%	-7.4%	-2.1%	11.3%	34.4%
新西兰 S&P/NZX50	-0.6%	1.0%	2.5%	-7.4%	-4.6%	3.9%	27.3%
菲律宾 PSEi	3.2%	2.4%	-3.3%	-6.6%	-6.8%	13.4%	17.7%

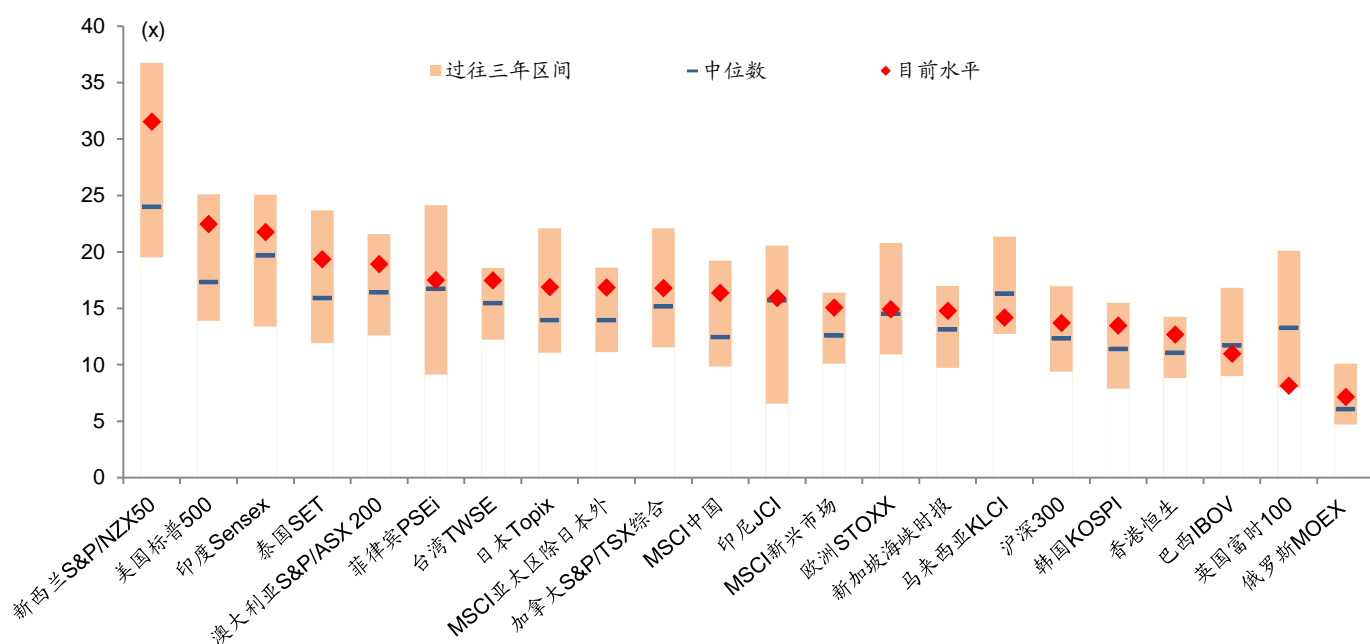
资料来源: 彭博、招商证券 (香港) 研究部; 数据截至 2021 年 4 月 7 日

图表 5: 主要股指美元计价回报 (根据年初至今回报排序)

股指回报 - 美元计价							
	一周	两周	1 个月	3 个月	年初至今	6 个月	12 个月
台湾 TWSE	2.6%	5.2%	4.0%	8.8%	12.8%	33.4%	78.1%
加拿大 S&P/TSX 综合	2.0%	2.2%	4.5%	7.0%	11.1%	22.6%	55.5%
新加坡海峡时报	1.3%	2.4%	6.2%	8.8%	10.8%	27.7%	31.9%
美国标普 500	2.7%	4.9%	6.2%	7.3%	8.6%	19.3%	53.4%
英国富时 100	2.1%	2.8%	3.2%	1.9%	7.3%	23.2%	34.4%
韩国 KOSPI	3.3%	6.1%	4.7%	1.4%	6.3%	36.1%	86.3%
欧洲 STOXX	2.2%	3.1%	6.0%	3.0%	5.8%	20.0%	45.0%
香港恒生	0.9%	2.5%	-1.7%	3.7%	4.9%	17.8%	17.7%
澳大利亚 S&P/ASX 200	2.0%	2.3%	2.5%	1.5%	4.1%	22.4%	62.1%
MSCI 亚太区除日本外	1.7%	2.8%	-0.3%	1.4%	4.1%	20.2%	52.8%
MSCI 新兴市场	1.7%	3.1%	0.0%	1.2%	3.7%	20.8%	52.5%
俄罗斯 MOEX	-3.2%	-0.7%	-1.2%	-0.8%	2.8%	24.8%	29.6%
日本 Topix	1.5%	1.2%	2.4%	2.0%	2.6%	15.4%	39.1%
泰国 SET	-2.3%	-2.1%	-1.9%	-1.4%	2.6%	22.6%	33.6%
印度 Sensex	-1.3%	-1.4%	-3.0%	2.0%	2.2%	22.8%	68.1%
MSCI 中国	1.3%	2.2%	-3.5%	-0.7%	0.9%	9.4%	39.4%
沪深 300	1.3%	3.3%	-3.7%	-8.3%	-2.3%	15.5%	44.7%
印尼 JCI	0.9%	-2.6%	-4.5%	-4.9%	-2.6%	22.1%	39.6%
马来西亚 KLCI	2.1%	-0.1%	-1.4%	-2.5%	-4.3%	8.1%	22.7%
新西兰 S&P/NZX50	-0.2%	1.6%	0.6%	-10.3%	-6.8%	10.8%	49.1%
菲律宾 PSEi	2.8%	2.1%	-3.5%	-7.7%	-8.2%	12.8%	21.9%
巴西 IBOV	2.1%	4.3%	3.6%	-7.6%	-8.9%	22.7%	43.6%

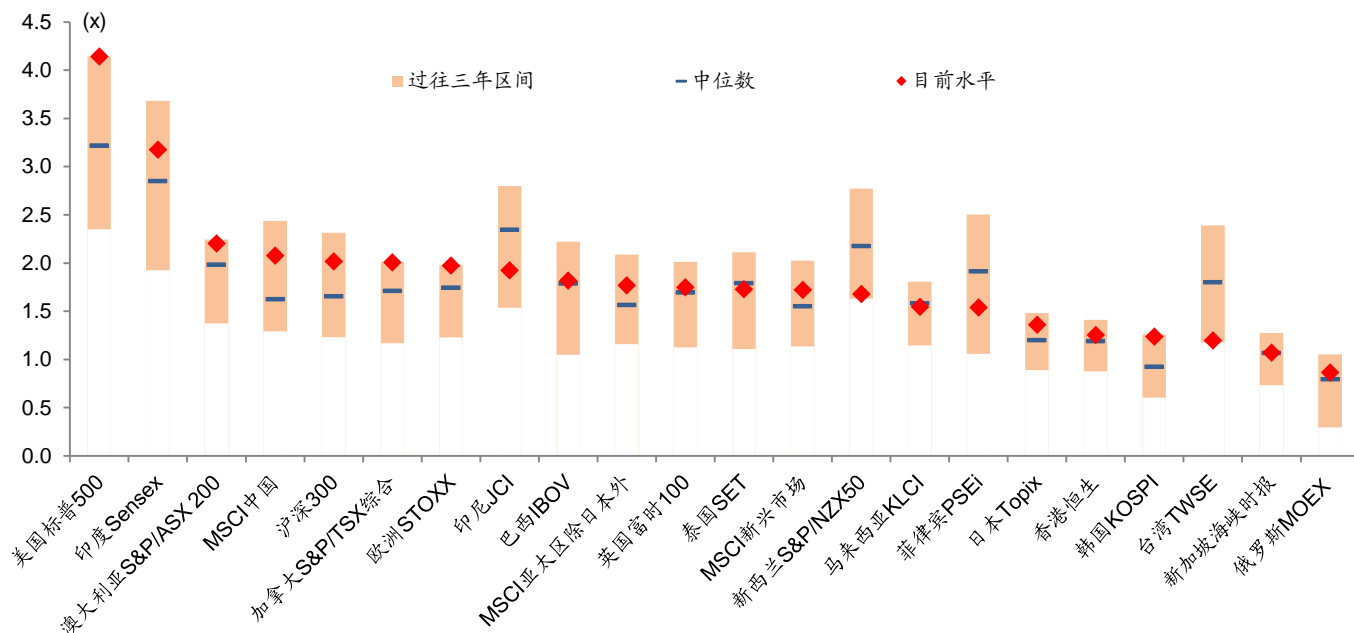
资料来源: 彭博、招商证券 (香港) 研究部; 数据截至 2021 年 4 月 7 日

图表 6: 主要股指目前前瞻市盈率及历史水平



资料来源: 彭博、招商证券(香港)研究部; 数据截至2021年4月7日

图表 7: 主要股指目前前瞻市净率及历史水平



资料来源: 彭博、招商证券(香港)研究部; 数据截至2021年4月7日

## 招商证券首选推荐

图表 8: 首选推荐

代码	简称	市值	现价	目标价	市盈率 (x)		股息率 (%)	净债务 股权比(%)	所属行业
		(百万美元)	港币	港币	2021E	2022E	2021E	2020A	
700 HK	腾讯控股	764,868	620.0	809.0	36.0	28.4	0.5%	4%	互联网
BABA US	阿里巴巴	618,786	228.2	327.0	17.3	13.7	0.0%	-43%	电商
JD US	京东	128,541	82.1	114.0	39.9	29.1	0.0%	-55%	电商
1801 HK	信达生物	14,645	78.3	131.0	n.a.	n.a.	0.0%	-79%	医药
BGNE US	百济神州	28,851	314.6	395.0	n.a.	n.a.	0.0%	-106%	医药
2359 HK	药明康德	54,332	164.8	206.0	69.4	51.4	0.3%	-32%	医药
390 HK	中国中铁	20,247	4.1	8.2	3.0	2.7	4.3%	52%	基建
3311 HK	中建国际	3,363	5.2	9.4	3.5	3.1	6.9%	60%	基建
1157 HK	中联重科	16,667	12.0	15.6	9.5	8.4	3.2%	51%	基建设备
631 HK	三一国际	3,820	9.5	10.2	19.5	14.3	1.6%	-23%	机械设备
384 HK	中国燃气	21,547	32.2	36.0	13.2	11.9	2.3%	72%	公用事业
2688 HK	新奥能源	18,617	128.3	160.0	16.7	13.9	2.1%	31%	公用事业
135 HK	昆仑能源	9,330	8.4	12.0	12.2	11.0	2.7%	14%	公用事业
941 HK	中国移动	133,347	50.7	70.0	7.6	7.2	6.8%	-31%	电信
728 HK	中国电信	28,513	2.7	3.8	8.5	8.0	4.9%	17%	电信
1810 HK	小米集团	84,907	26.2	32.0	31.5	27.9	0.0%	-66%	科技硬件
1347 HK	华虹半导体	8,525	51.0	60.0	59.6	43.7	0.8%	-10%	半导体
EDU US	新东方教育	25,113	14.7	22.0	28.7	21.9	0.0%	-58%	教育
1765 HK	希望教育	2,717	2.7	4.4	15.9	13.1	1.8%	6%	教育
1890 HK	中国科培教育	1,373	5.3	8.9	11.4	9.3	3.4%	-26%	教育
2001 HK	新高教	911	4.5	7.4	10.5	8.0	1.9%	41%	教育
1055 HK	南方航空	15,095	5.9	6.5	123.2	12.0	0.2%	205%	交运
3606 HK	福耀玻璃	17,127	45.6	75.0	25.8	22.6	2.5%	13%	汽车
881 HK	中升控股	16,307	55.4	100.0	17.0	14.3	1.2%	73%	汽车
2020 HK	安踏	46,994	135.2	141.1	41.1	31.7	0.9%	-14%	运动服饰
2331 HK	李宁	17,735	55.4	56.8	48.1	35.4	0.6%	-70%	运动服饰
6862 HK	海底捞	35,368	51.9	66.9	51.4	31.5	0.6%	90%	餐饮
2318 HK	平安保险	219,316	93.3	118.5	9.3	8.4	3.1%	221%	保险

资料来源: 彭博、招商证券(香港)研究部; 数据截至 2021 年 4 月 8 日



## 分行业业绩总结

## 医药医疗

张皓渊, CFA +852 3189 6354 haydenzhang@cmschina.com.hk  
代方琦, CFA +852 3189 6126 warrendai@cmschina.com.hk

医药医疗行业公司20年收入业绩表现不一；创新型企业凸显业绩韧性，而传统企业受疫情冲击较大。由于疫情期间，医院暂缓大部分门诊及非急需医疗服务，企业线下营销推广活动也相应受阻，大多数医药产品销售和医疗相关服务均受到较大影响。虽然20年下半年整体业绩有所复苏，我们看到联交所上市的制药企业和中药企业的全年业绩受疫情影响最大，两个子板块的相关企业收入平均同比下降0-4%，其次销售增长较为疲软的板块是医疗器械（平均同比增长4%）和医药分销（平均同比增长6%）。这些传统子板块销售疲软，主要还受到国家带量采购的降价叠加影响。同时，我们看到医疗服务行业的收入增长稳健（平均同比增长23%），主要驱动来自外延并购增长，但内生增长则同样受到疫情影响较大。

相反，创新型企业则在疫情下体现了业绩增长的韧性。我们注意到20年收入增长较好的板块分别是生物医药（平均同比增长181%）、互联网医疗（平均同比增长57%）、和CRO（平均同比增长47%）。上述板块收入快速增长的主要原因是：1）生物医药受益于患者对创新疗法巨大的未满足医疗需求，同时BD拓展也带来丰厚的许可费收入；2）互联网医疗则受益于疫情期间，大众对互联网就医方式接受度提高，和一系列监管政策松绑；以及3）CRO则受益于持续的创新东风，和新增的新冠相关项目。

新冠疫情影响在21年逐渐消退；行业政策的长期趋势未有改变。随着新冠疫苗大规模接种在全球铺开，我们认为大多数医药医疗行业上市公司将在21年迎来业绩复苏。与此同时，我们认为政府在后疫情时期会持续鼓励行业创新。我们认为CRO/CDMO板块在21年有望维持快速的收入增长（平均同比增长30%以上），主要基于公司管理层乐观的指引和产能持续的加速扩张计划。同时，生物医药的龙头公司也值得继续关注，我们看好龙头公司丰富的管线催化剂，以及充裕的现金来寻求BD/M&A机会。这些正面的催化剂（如海外监管催化剂，早期重点管线的概念验证数据）将持续释放管线的最大价值。

我们相信传统药企在经历了新冠疫情后将在21年持续复苏，但是“常态化”的增长前景仍受制于仿制药集采。国家医保局已于21年2月份完成了第四轮全国药品集采，平均降幅约为52%（前几轮平均降价约50%以上）。我们预计21年将会继续开展1-2轮药品集采，且范围会扩大至仿制药注射剂以及胰岛素生物类似物。我们认为医疗器械板块的风险回报目前并不吸引，主要风险来自即将到来的骨科产品集采。我们预计医疗器械公司将会面临与传统药企相同的压力。此外，我们提示要关注DRGs/DIP等新政策所导致的行业影响，这些政策均表明政府将进一步加强医保控费力度。

投资首选，聚焦行业景气度向好/短期催化剂明朗的相关标的。我们认为近期创新龙头标的股价表现较弱（下降约25-30%），主要是金融市场波动加剧导致的正常回调。目前长期利好创新的政策方向并没有改变，我们认为优质创新企业的股价回调是较好的长线买入机会。

- 信达生物（1801 HK，买入）预计2021年将继续达成多项研发催化剂，同时我们看好其在PD-1/L1领域的龙头地位以及与礼来进行扩大化合作后的全球销售潜力。
- 百济神州（BGNE US，买入）预计将在2021年达成多项里程碑，其中包括：1）合作伙伴诺华制药向FDA递交替雷利珠单抗的新药上市申请；2）替雷利珠单抗获得CDE的一线非鳞非小细胞肺癌和二/三线肝癌适应症补充上市申请批准。我们继续看好公司丰富的后期管线，优秀的执行力和已被证明的BD能力。
- 药明康德（2359 HK，买入）预计公司盈利将在20年至22年期间保持约30%的复合年化增长，主要基于公司领先的一站式CRO/CDMO平台，以及全球产能快速扩张计划。同时，我们认为公司强劲的资产负债表将为未来的外延并购提供有利条件（21年年末净现金约85亿元人民币）。

## 互联网

刘楠, CFA	+852 3189 6117	leoliu@cmschina.com.hk
马牧野	+852 3189 6394	mattma@cmschina.com.hk
黄耀林	+852 3189 6176	calvinngyl@cmschina.com.hk

**游戏行业:** 20年四季度业绩较为一般, 行业龙头如**腾讯 (700 HK, 买入)**和**网易 (NTES US/9999 HK, 买入)**的游戏收入增速分别同比放缓至29%和15%, 主要源于缺乏爆款游戏上线, 以及较迟的春节假期导致整个春节活动的流水都推迟至21年一季度。有幸的是, 两家公司的海外游戏收入持续录得强劲增长, 并分别占到各自游戏收入的20%以上和15%左右。展望未来, 两家公司的核心游戏预计将继续保持稳定贡献, 而即将上线的爆款新作如腾讯的《地下城与勇士手游》和《英雄联盟手游》, 以及网易的《哈利波特魔法觉醒》和《暗黑破坏神: 不朽》有望于2021年带来可观的增量收入贡献。在规模较小的公司中, **哔哩哔哩 (BILI US/9626 HK, 买入)**的游戏收入增速同比放缓至30%, 而**金山软件 (3888 HK, 买入)**的游戏收入则同比下滑9%, 皆因它们头部游戏的表现出现下滑 (B站的《命运冠位指定》、《碧蓝航线》和《公主连结》以及金山软件的《新剑侠情缘》和《剑网3: 指尖江湖》)。展望未来, 鉴于B站仍在持续抢占国内年轻一代的心智, 我们认为其有望成长为最为重要的游戏分发渠道之一, 并受到游戏内容厂商更多的青睐。与此同时, 金山软件的线上游戏收入有望在《剑网三端游》的资料片以及新游戏如《最终幻想: 幻影战争》的带动下重获增长动能。总体来说, 我们认为线上游戏行业的市场份额将持续向头部玩家集中, 因为行业龙头能更好的抓住以下行业趋势: 1) 越发受欢迎的电竞游戏; 2) 行业议价能力将持续向高质量内容商以及新兴分发渠道转移; 3) IP运营能力的提升将释放更深度的用户价值; 以及4) 在海外市场的进一步扩张。我们预计游戏行业21年将录得15%~20%的增速, 而上半年将面临高基数影响。

**电商行业:** 20年四季度电商龙头**阿里巴巴 (BABA US/9988 HK, 买入)**和**京东 (JD US/9618 HK, 买入)**都取得了亮眼业绩, 主要得益于快消、带电和穿戴品类的快速增长。四季度 (阿里巴巴为21财年第三季), 天猫实物商品GMV录得了19%的同比增长, 而根据我们的预估, 京东GMV录得了27%的同比增长, 两家电商龙头的GMV增速均超出四季度整体线上实物商品零售额14%的同比增长。此外, 两家公司的下沉市场业务也取得了不错的成绩。京东来自下沉市场的用户已占总用户数的50%以上, 并帮助年度活跃买家数录得历史最高的增幅, 于20年净增1.1亿新客至4.72亿。淘宝特价版的年度活跃买家数和月活跃用户数则于四季度均超过1亿, 帮助阿里巴巴分别实现了7.79亿的年度活跃买家数和9.02亿的移动月活跃用户数。为了对抗**拼多多 (PDD US, 未评级)**, 我们也预计两家公司将持续在下沉市场业务 (淘宝特价版和京喜) 上加大投入, 对它们21年的利润率造成一定的压力。在社区团购方面, 两家公司都声称将加大对该业务的投入, 但由于较低的投入回报比, 它们采取的策略相较美团和拼多多显然更为缓和。在本地生活服务方面, **美团 (3690 HK, 中性)**录得了喜忧参半的四季度业绩, 其各业务线的收入增长均有所提升, 但却录得了更大的净亏损, 因为: 1) 在美团优选上的大量前期投入; 以及2) 大面积部署电单车所产生的高额折旧。展望未来, 美团计划全力加码美团优选, 以此切入更大的实物电商市场。我们预计电商行业21年将录得20%~25%的增速和更高的线上渗透率。

**我们的观点:** 我们目前的行业首选标的为腾讯、京东、阿里巴巴、金山软件和B站。我们持续看好**腾讯**均衡的业务布局, 其线上广告和金融及企业服务业务有望带动其21年的收入增长。我们期望看到**京东**在下沉市场渗透率的提升, 以及3P电商的进步所带来的更多元化的商品供给。我们对**阿里巴巴**核心电商业务的长期增长保持信心, 并认为其目前的估值较为吸引。此外, 我们也看好**金山软件**受WPS业务带动的长期可持续的增长, 以及**B站**快速的高粘性用户群增长和更为完善的内容生态。

## 电信

陈永豪 +852 3189 6125 kevinchen@cmschina.com.hk  
苏林 +852 3189 6635 clintsu@cmschina.com.hk

我们重申对电信行业的乐观看法，并预计移动ARPU上升和板块轮动将推动行业重估。尽管用户增长停滞，但移动ARPU自2017年（用户由3G迁移至4G）以来首次呈现出正增长。我们认为，移动ARPU趋势正处于拐点，这得益于：1）5G ARPU的提升效果（比4G高出6-10%）；2）价格环境的改善。截至2020年底，5G套餐用户占总用户的百分比为18%-25%，运营商计划在今年达到40%-50%，这将会带动移动ARPU的正增长。此外，政府的降费目标在2020-21年更加温和，而三家运营商之间的价格竞争也有所缓解。我们认为，电信运营商的股价将在2021年出现重估。

自1月中旬触底（因从纽交所退市）以来，由于移动ARPU前景的改善和行业轮动，电信运营商的股票已开始重估。投资者在科技股上获利后（MSCI中国科技硬件指数在2020年下半年上涨约了60%），开始买入被低估的电信股。三大电信运营商的2020年收入大体符合预期，业绩后分析师预测基本维持不变，股价波动很小。我们认为估值仍然较低（1.2-1.8倍前瞻EV/EBITDA，而历史均值约为3倍），随后仍会有进一步重估。但是，5G对中国铁塔（788 HK）的利好仍不明朗，因为：1）现有站址的升级可满足5G基站需求的97%；2）电信运营商审慎的5G建设和资本支出计划（2021年新增60-70万个5G基站，资本支出增速仅为个位数）。从新的5G站址的最终需求来看，其股价重估可能需要更长的时间才能实现。

我们的首选是**中国移动（941 HK）**，因其具备移动ARPU的恢复潜力、优异的资产负债表实力、以及具吸引力的估值。公司2020年业绩符合预期，家庭业务（有线宽带）和企业业务（DICT、移动云）推动了下半年收入加速增长。尽管2020年的EBITDA利润率下滑2.6个百分点至37.1%（因5G和IDC的电费增加、智能家庭和DICT投资的投资），但2020年净利润同比增长1.1%，符合预期。中国移动正在与中国广电网共同建设其5G网络，这将有助于其降低5G的部署成本，尤其是在农村地区。

我们也看好**中国电信（728 HK）**，因其行业领先的用户增速与5G用户占比、在产业数字化的持续投资、以及A股上市计划（可能在2021年下半年）。公司公布的2020年业绩强劲，收入增长了4.5%，移动用户数净增1,500万（而行业整体同比持平）。受5G普及率提升（2020年底5G套餐用户数为8,700万，占比25%）的推动，ARPU的下降有所放缓（2020年四季度同比持平）。2020年EBITDA利润率下降1个百分点至30.2%，部分原因是与5G相关的成本和资产减值（3G基站和核心网）。净利润增长1.6%至209亿元人民币。管理层宣布了在上海证券交易所主板进行A股上市计划，并于4月9日的临时股东大会通过后提交上市申请。虽然上市将导致未来几年股份稀释约15%，但管理层认为IPO有助于引入新的战略投资者，并增加了资金来支持其云和数字化转型战略。



## 科技硬件

陈永豪 +852 3189 6125 kevinchen@cmschina.com.hk  
苏林 +852 3189 6635 clintsu@cmschina.com.hk

**半导体行业：**我们对科技硬件板块持乐观看法，尤其是半导体行业，得益于新冠疫情后的复苏以及零部件供应短缺问题将持续带来强劲的动能。受居家办公和线上通讯增加的推动，2020年下半年个人电脑出货量环比增长36%（同比增长21%），而下半年的智能手机销量也恢复至同比持平的水平（上半年有同比14%的下跌）。需求的回升和零部件囤货导致严重的半导体产品短缺问题，一直持续到2021年。包括台积电（2330 TT）、中芯国际（981 HK）、华虹半导体（1347 HK）在内的大多数晶圆代工厂的业绩都大幅超预期，中芯国际和华虹半导体的2020年四季度净利润甚至几乎高出市场预期2-3倍。我们对未来展望也持乐观态度，因晶圆代工厂由于供应短缺问题开始提价，促使分析师调高盈利预期。尽管行业超额订货的现象可能会刺激一些需求，但我们认为，今年的供应紧张问题（尤其是8英寸晶圆代工厂）仍将是一个结构性问题，将继续为半导体行业公司的盈利带来上行空间。

我们的首选是**华虹半导体（1347 HK）**，得益于半导体国产化趋势的不断增长、结构化的8英寸产能吃紧、以及强劲的功率半导体和物联网需求的增长。公司2020年四季度业绩出色，季度收入再创历史新高，达2.8亿美元（环比增长11%），超过了公司先前的指引和市场预期。产能利用率从2020年第三季度的95.8%上升到2020年四季度的99.0%（8英寸厂为104.4%、12英寸厂为75.5%）。2020年四季度的净利润为4,400万美元（市场预期为2,300万美元）。无锡的12英寸厂取得了稳步发展；公司目前目标无锡厂到2021年中旬每月生产3.5-4.0万片晶圆代工产品，并计划在2021年下半年陆续搬入设备，到年底扩大产能至每月6.5万片。**中芯国际（981 HK）**的2020年四季度业绩比预想中的来得好，收入符合预期，净利润因投资收益而优于预期。2021年上半年的前景仍然乐观，但由于美国出口限制的不确定性，公司的指引表明下半年将具有挑战性。

**智能手机行业：**2020年四季度和下半年的业绩好坏参半，因为下半年需求的恢复和强劲的iPhone需求被华为断供的影响抵消了一部分。小米集团（1810 HK）和苹果公司（AAPL US）等智能手机厂商均表现优异，因其获得华为失去的市场份额。小米还因其渗透至更高端智能手机市场而受益，推动平均售价提升，并在四季度实现了超过10%的智能手机业务毛利润率（三年多以来最高）。然而，如瑞声科技（2018 HK）的一些零部件供应商的收入和盈利因流失了华为的高端订单而遭受损失。展望未来，因为需求持续恢复以及华为进一步流失市场份额，我们2021年上半年看好智能手机品牌厂，但要注意下半年因半导体产品短缺加剧而出现供应紧张的问题。

我们的首选是**小米集团（1810 HK）**，因为我们预计其智能手机市场份额将持续强劲增长至2021年上半年，这要归功于华为的市占下降和小米产品具有竞争力。尽管小米2020年四季度收入未达市场预期，但其智能手机业务持续表现出色，出货量同比增长30%至4,230万台（位居全球第三），并且由于5G和高端产品的销售占比增加，平均售价同比增长7%。小米在2020年售出了1,000万部高端机型手机（售价高于3,000元人民币或300欧元）。在智能手机业务（四季度毛利润率10.5%，而三季度为8.4%）和互联网服务业务（毛利润率68.4%，环比增加8.0个百分点）的拉动下，毛利润率环比增长2.0个百分点至16.1%（而市场预期为13.8%），导致经调整净利润优于预期11%。**瑞声科技（2018 HK）**2020年四季度的收入和净利润因安卓市场疲软均未达预期。光学业务在继续取得稳步有序的进展，镜头产品的获利能力有所改善。这或会令出货量或业绩超出预期并成为股价的上行催化剂。

## 运动服饰

黄建文	+852 3189 6357	johnnywong@cmschina.com.hk
王钊熠	+852 3189 6711	bryanwang@cmschina.com.hk

总体而言，国内三大运动鞋服品牌的 20 年下半年收入与我们和市场一致预测相符。由于成本控制好于预期（主要来源于广告费用的降低），净利润高于我们和市场一致预测。

**安踏 (2020 HK)** 20 年下半年收入同比增长 9.0%，比我们预期低 1.1%。20 年下半年净利润同比增长 22.5%，超出我们预期 3.7%。尽管安踏并未透露其 21 年至今整体渠道销售情况，但管理层透露了 21 年至今呈正增长的趋势。管理层提供了安踏品牌 GMV 在 21 财年增长 15% 的指引，而对于斐乐则给出了增长超过 35% 的指引。然而管理层也指出，在东京夏季奥运会和北京冬季奥运会之前，广告活动可能会增加。由于广告与宣传费用的增加，我们把 21 财年的净利润预测下调了 4%，并维持买入评级。在公布业绩后，市场对 21 财年的一致预测基本未变。

**李宁 (2331 HK)** 20 年下半年收入同比增长 8.7%，比我们的预期高 3.5%。由于销售及行政费用大幅削减，20 年下半年的净利润同比增长 44.2%，超出我们预期 19.0%。21 年一季度，李宁的整体渠道销售保持强劲，GMV 同比增长 70% 以上。此外，管理层给出了强劲的指引，21 财年预计收入增长 25% 以上，净利润率增长 100 个百分点以上。公布业绩后，我们将李宁的评级从中性上调至买入，同时将 21 财年的净利润预测上调了 12%。在公布业绩后，市场对 21 财年的一致预测上调了 5%。

**特步 (1368 HK)** 20 年下半年收入同比下降 6.9%，符合我们的预期。20 年下半年净利润同比下降 5.9%，超出我们预期 24.8%。2021 年 1 月和 2 月的渠道销售保持强劲，GMV 同比增长 50% 以上。管理层指引，特步品牌的 GMV 在未来 5 年内将以每年 15 个百分点的速度增长，毛利率已在 20 财年达到谷底。公布业绩后，我们将 21 财年净利润预测上调了 6.0%，并维持买入评级。市场对 21 财年的一致预期基本维持不变。

我们对中国运动服装行业保持乐观，并预计该行业于 2021 年将录得大约 20% 的同比增长。我们进一步预计大品牌将继续蚕食小品牌的市场份额。当前的爱国情绪高涨也可能使得消费者需求从欧美品牌转移到国内品牌。

## 餐饮

黄建文	+852 3189 6357	johnnywong@cmschina.com.hk
王钊熠	+852 3189 6711	bryanwang@cmschina.com.hk

总体而言，餐饮业和调味品行业 20 年下半年的业绩表现不尽相同。百胜中国的业绩好于我们和市场一致预测，而海底捞和颐海的业绩则低于预期。20 年下半年海底捞的收入复苏受到区域性的新冠疫情反弹影响，而速食产品的激烈竞争则导致颐海的销售低于预期。

**百胜中国 (YUMC US/9987 HK)** 20 年四季度的收入同比增长 11%，但比我们的预期低 4.5%。20 年四季度调整后净利润同比增长 68%，超出我们预期 31%。主要原因是：1) 新餐厅开业数量比预期多；2) 肯德基 20 年四季度每家餐厅的平均收入比我们预期高 5.0%；3) 肯德基与必胜客的餐厅利润率高于预期。但是，新冠疫情在农历新年（传统上的旺季）反弹，导致的人口流动减少可能会影响运营，因此管理层对 21 年一季度持谨慎态度。我们将 21 财年净利润预测下调了 0.2%，并维持买入评级。业绩后，市场对 21 财年的一致预测也大体上保持不变。

**海底捞 (6862 HK)** 的 20 年下半年收入同比增长 26.9%，比我们的预期低 17.1%。20 年下半年的净利润同比下降 11.1%，比我们的预期低 38.5%，主要由于翻台率低于预期。20 年三季度，翻台率已恢复到新冠疫情前水平的 80%-90%，但由于局部疫情突然反复而回落至疫情前水平的 70%-80%。21 年年初至今，翻台率保持在疫情前的 70%-80% 左右。公布业绩后，我们将 21 财年的净利润预测下调了 14%，但考虑到海底捞将继续开新店，我们维持买入评级。业绩后，市场对 21 财年的一致预测下调了 4%。

**颐海国际 (1579 HK)** 20 年下半年收入同比增长 19.6%，但比我们预期低 5.1%。20 年下半年净利润同比增长 8.5%，但比我们的预期低 8.5%，主要是由于海底捞及方便速食产品的销售贡献低于预期。管理层承认 20 年下半年的市场竞争超出预期，但已采取了补救措施。公布业绩后，我们将 21 财年净利润预测下调了 3.9%，并维持中性评级。市场对 21 财年的彭博一致预测下调了 8%。

我们对中国餐饮业保持乐观，因为百胜中国和海底捞等较大的连锁店将继续扩大市场份额。至于颐海所面临的竞争可能会继续加剧，因此我们维持对颐海更为谨慎的态度。



## 汽车汽配

梁勇活 +86 755 8290 4571 liangy6@cmschina.com.cn  
杨岱东 +86 755 8323 5354 yangdd2@cmschina.com.cn

**2020 年业绩回顾：零部件强于预期，整车厂和经销商弱于预期。**汽车行业收入端平均比我们预测/市场预期高 4.4%/2.3%，但利润端平均比我们预测/市场预期低 7.2%/8.2%，反映利润率承压。整车厂和经销商净利润比市场预期低 7.6%/16.5%，零部件净利润比市场预期高 1.2%。从数量看，15 家重点公司中，8 家净利润低于市场预期；有 2 家整车厂和 2 家经销商净利润低于预期超 20%。

**预测调整：对 2021 年净利润给予更保守预期。**市场对汽车行业 2021 年的净利润预测平均下调了 3.4%，其中整车厂/经销商/零部件分别平均下调 5.8%/2.1%/1.4%；我们对整车厂的净利润预测平均下调 15.8%。从数量看，15 家重点公司中，市场下调了 9 家公司的 2021 年净利润预测；在我们覆盖的 8 家公司中，我们下调了 6 家公司的 2021 年净利润预测。

**重点公司业绩。**1) 比亚迪股份 (1211 HK, 买入): 净利润 42 亿元人民币, 同比增长 162%, 位于业绩预告 (42-46 亿元人民币) 的下限; 预告一季度净利润 2-3 亿元人民币, 低于市场预期。2) 吉利汽车 (175 HK, 买入): 净利润 55 亿元人民币, 同比下降 32.4%, 比原预测/市场预期低 27.8%/23.3%。3) 长城汽车 (2333 HK, 买入): 净利润同比增长 19.2%至 54 亿元人民币, 与业绩预告一致。4) 福耀玻璃 (3606 HK, 买入): 净利润同比减少 10.3%至 26 亿元人民币符合预期。5) 中升控股 (881 HK, 买入): 净利润同比增长 23.1%至 55 亿元人民币, 比我们预测/市场预期高 7.7%/2.2%。

**行业观点：**我们维持汽车行业推荐评级，预计上下半年行业销量增速前高后低。市场对行业的复苏预期已经体现，目前是阶段性调整。电动化智能化长期趋势不变，但需要持续检验公司的成长性，今年开始进入销量验证产品力的阶段，行业或进一步分化。投资策略 1：稳健型策略优先推荐行业壁垒高，市场竞争结构性相对有利的福耀玻璃、中升控股；投资策略 2：弹性相对大，但市场竞争相对激烈的整车公司，关注比亚迪、长城汽车、吉利汽车。

## 教育

王騰杰	+852 3189 6634	tommywong@cmschina.com.hk
李怡珊	+852 3189 6122	crystalli@cmschina.com.hk

高教行业 12 月年结的公司 20 财年收入同比增速介于 6% (华夏视听教育) 至 21% (科培) 之间, 均值为 13%, 鉴于学生人数和学费的高可见度, 业绩整体符合预期。20 财年, 大多数高教公司的利润率都有所提高。整体毛利率平均同比攀升 2.6 个百分点, 核心经营利润率/核心净利率平均同比攀升 4.5 个百分点/3.9 个百分点, 主要归功于公司经营效率提高以及学生人数增长带来的规模效应。大部分 12 月年结公司 20 财年的净现金水平有所提高, 主要是由于疫情导致并购活动被推迟。

12 月年结的高教公司 21 财年的彭博一致预测呈上升趋势: 高教公司 21 财年收入/核心盈利的彭博一致预测已较业绩发布前上调了 2.3%/0.8%, 较 6 个月前上调了 7.2%/2.9%。这一上调趋势反映了各公司对 21 财年业绩增长和经营效率提升的强劲指引。在我们所覆盖的公司中, 我们将华夏视听教育 (1981 HK) 21/22 财年核心盈利预测分别上调 2%/11%, 主要由于培训业务的加速发力。我们将科培 (1890 HK) 21/22 财年核心盈利预测分别上调 2%/8%, 主要由于新增淮北学校收购。

华夏视听教育 (1981 HK) 20 财年业绩好于预期, 核心盈利达 3.45 亿元人民币, 同比增长 12%, 主要由于南京传媒学院学生人数于 2020/21 学年同比增长 19% (达 17,596 人) 所带来的规模效应, 使得经营利润率同比攀升 15 个百分点至 46.6% (相比 19 财年为 31.4%)。整体收入同比增长 6%, 但如果将其他收益中销售电视剧与电影版权的收入包含在内, 调整后收入达 8.92 亿元人民币, 同比增长 19%。

科培 (1890 HK) 20 财年收入达 8.67 亿元人民币, 同比增长 21%。报告核心净利润达 6.08 亿元人民币, 同比增长 35%, 好于预期, 主要受益于审慎的成本费用控制所带动的毛利率攀升 2.4 个百分点至 69.9%、以及核心经营利润率攀升 10.2 个百分点至 66.6%。科培宣布发放每股 0.12 港元的期末现金股利, 派息率为 35%, 对应 2.2% 的股利收益率。20 财年净现金/权益比例从 2019 年 12 月的 46% 下降到 29%, 由于哈尔滨学校和淮北学校的并购支付款项, 但科培仍然维持 9.27 亿元人民币的净现金水平, 除此之外, 科培也有银行融资渠道, 总体上足以支撑其一年一个并购的战略执行。

鉴于行业政策利好以及结构性学生人数增长趋势, 我们重申对于高教行业的看好观点, 但我们始终认为只有能够持续释放盈利、具有卓越执行力 (例如并购)、成本管理能力和良好声誉的公司才可以获得估值溢价, 因此选股的重要性不言而喻。我们重申对于所覆盖公司的买入评级, **首选希望教育 (1765 HK)、科培 (1890 HK)、新高教 (2001 HK) 及华夏视听教育 (1981 HK)。**

## 天然气

王騰杰	+852 3189 6634	tommywong@cmschina.com.hk
蕭俊榮	+852 3189 6395	ericshiu@cmschina.com.hk

香港上市城市燃气运营商 20 财年收入平均同比增长 0.7% (与市场/我们的预测基本一致), 而 20 财年核心利润同比微跌 1.2% (核心利润低于市场/我们预测的-5.1%/-2.4%)。20 财年业绩主要由 20 年下半年的强劲复苏拉动 (核心利润同比增长+14.3%, 相比之下 20 年上半年为同比下跌 11.1%), 主因是 20 年下半年销气量强劲回升 (同比增长+14%, 而上半年仅为+1%)。如果我们剔除小市值城市燃气运营商 (市值低于 90 亿美元), 则剩余公司 20 财年实际收入 (同比+1.5%) 和核心利润增长 (同比+4.9%) 将好于整个行业。而在 20 财年的整体行业销气毛差方面, 由于天然气采购成本改善, 毛差保持了与 19 财年相似的水平, 而过去几年呈下降趋势。

港股业绩期后, 市场普遍将香港上市城市燃气运营商的 21 财年平均收入增长预测上调了 0.9%至同比增长 14.3%, 而我们将我们所覆盖公司 21 财年平均收入增长预测下调了 1.1%至同比增长 22.1%。另一方面, 市场普遍将 21 财年平均核心利润增长预测 (包括所有香港上市城市燃气运营商) 下调了 11.2%至同比增长 31.5%, 这主要是因为更新了昆仑能源资产出售的预测, 也是我们将我们所覆盖公司 21 财年平均核心利润增长预测下调了 4.9%至同比增长 35.5%的主要原因。我们相信复苏势头在 21 财年上半年将会继续, 因为大多数城市燃气运营商今年前两个月的天然气零售量增长均达到或超过 20%。整体而言, 业内同行的 21 财年天然气零售量同比增长指引介于+10%至+25%之间。

**新奥能源 (2688 HK) 20 财年业绩:** 新奥能源 20 财年核心利润同比增长 19%至 60 亿元人民币, 与我们的预测一致。公司收入同比微增 2%, 主要来自: 1) 20 年下半年零售销气业务强劲复苏 (20 年下半年燃气销量/分部收入分别同比增长 16.1%/13.2%); 及 2) 综合能源业务 (20 财年收入同比激增 83%)。公司整体毛利率上升至 17.2% (此前: 16.1%), 主要因公司燃气零售采购成本改善 (分部毛利率: 20 财年 16%, 19 财年 14.2%)。

2021 年需求增长强劲回升, 政策东风推动长期的结构性增长。我们预计 21 财年的销气毛差率将保持与 20 财年相同的水平, 因为城市燃气运营商将加大液化天然气的进口力度, 以控制其天然气采购成本。推荐买入: **昆仑能源 (135 HK), 新奥能源 (2688 HK), 中国燃气 (384 HK)**。

## 环保

王騰杰	+852 3189 6634	tommywong@cmschina.com.hk
蕭俊榮	+852 3189 6395	ericshu@cmschina.com.hk

环保公司 20 财年的实际收入和核心利润分别比市场预期低 1.2%/3.5%，而我们覆盖的环保公司 20 财年的收入和核心利润比我们的预期高 1.1%。总体而言，他们的 20 财年平均收入增长/核心利润同比增长分别为+13%/+6%，疫情对其运营中的项目影响微乎其微，而其建设进度在 20 年上半年有所延误，但在 20 年下半年大多恢复正常开工。

业绩公布后，市场预测将行业公司的平均收入增长/核心利润增长下调了 1.5%/3%，至同比增长+17.1%/+19.3%，而我们将覆盖公司的平均收入增长/核心利润增长调整+4.4%/-3.9%至同比增长+12.3%/+12.6%。我们相信他们的项目开发进度将在 21 财年恢复正常。

**北控水务 (371 HK) 20 财年业绩：**公司 20 财年净利润同比下降 15%至 42 亿港元，低于市场和我们的预期 10%/15%。收入同比下降 10%至 250 亿港元，因建设收入 (BOT 和综合治理项目) 由于缩小综合治理项目重资产规模，同时 BOT 建设项目的进度受到疫情的影响，而同比下降 26%。20 财年毛利润率提高 2.3 个百分点至 38.4%，因营运收入占比增加 (20 财年为 48%，19 财年为 37%)。20 财年净资产负债率改善至 101% (20 年上半年为 114%)。

**光大环境 (257 HK) 20 财年业绩：**公司 20 财年核心利润同比增长 27%至 66 亿港元 (扣除减值 4.08 亿港元及出售联营公司亏损 1.44 亿港元)，略高于市场预期的 60 亿港元。总收入同比增长 14%至 429 亿港元，受惠于整体垃圾发电项目开发速度加快，令垃圾发电分部的建设收入和营运收入分别同比大增 15%和 44%。毛利率上升至 32.9% (19 财年为 30.5%)，因营运收入占比增加。垃圾发电业务增长推动净负债率进一步上升至 115% (20 年上半年为 111%)，而 20 财年资本开支为约 210 亿港元 (21 财年预计达 250 亿港元)。

我们对行业持乐观态度：1) 我们覆盖公司的 21 至 23 财年预测平均核心利润复合增长率为 12.9%，呈防御性和稳定增长；2) 可再生能源和环境保护提供坚定的政策支持；3) 随着在建项目达到高峰水平加快电价补贴征收，改善资产负债表和现金流；4) 低估值：我们所涵盖公司的 21 财年预测市盈率平均为 5.2 倍；5) 股息收益率高，即 21 财年预测收益率介于 3.3%至 6.4%之间。

## 周期

魏芸 +86 755 8373 2985 weiyun@cmschina.com.cn  
赵安博 +86 755 8285 2939 zhaoab@cmschina.com.cn

**2020 年业绩回顾：**建筑行业收入符合我们及市场预期，但净利润低于我们及市场预期 15.2%/10.2%，原因是减值和费用提升。**工程机械**业绩亮眼，收入高于我们及市场预期 14.5%/6.6%，净利润高于我们及市场预期 5.0%/5.5%。**建材板块**中，水泥收入超出我们及市场预期 1.8%/1.7%，净利润超出我们预期 1.2%并与市场预期持平。而钢铁收入在低于我们及市场预期 2.6%/0.8%的情况下，净利润超过我们预期 40.1%。**航空**收入高于我们预期 12.7%，低于市场预期 1.3%，但由于资产减值和投资损失，全年亏损大幅高于我们及市场预期 31%。

**2021 年预测调整：**我们和市场对**建筑行业** 2021 年的收入预测分别提高 3.0%/1.9%，我们基于费用变化小幅下调净利润 3.9%，市场预测基本不变。**工程机械**，我们和市场均调高了收入 21.8%/12.3%，并调高净利润 2.9%/12.8%。**建材板块：**水泥，我们和市场分别调高 2021 年预测收入 7.8%/3.4%，我们调高净利润 8.7%而市场下调 0.6%。钢铁，市场调高收入预期 5.6%并调高净利润预期 31.4%。**航空**，我们上调收入 10.4%，而市场下调收入 5.6%。由于油价大幅上调及净利润基数较小，我们和市场分别下调净利润 92.9%/64.0%。

**重点公司业绩：**1) 中国中铁 (390 HK, 买入)：净利润同比增长 6.4%，低于我们预测 14.5%，主要为减值所致，扣非业绩同比增长超 20%；2) 中联重科 (1157 HK, 买入)：净利润同比增长 66.5%，超过我们及市场预期 2.8%/1.5%；3) 三一国际 (631 HK, 买入)：净利润增长 13.6%，由于产品结构带来的毛利率变化，低于我们及市场预期 3.0%/4.3%。4) 中国建材 (3323 HK, 买入)：公司净利润增长 14.4%，由于其他收入及拨备变化，超出我们预期 7%。5) 南方航空 (1055 HK, 买入)：由于四季度进行了资产减值，导致亏损高于我们及市场预期 38.3%/10.6%。

**行业展望：**我们看好周期板块今年的业绩表现。开年挖掘机数据的高增长，显示项目开工需求旺盛，预计建筑央企稳健增长，而机械行业将实现业绩高增，且上半年增速高于下半年。钢铁行业同时受碳中和概念推动，实质性减产推动供需紧张，盈利显现弹性。航空业将实现大幅减亏乃至小有盈利，得益于国内市场的快速恢复，一旦国际市场重启，将进一步催化板块表现。



## 银行

罗磊, PhD +852 3189 6288 felixluo@cmschina.com.hk  
朱璐颖 +852 3189 6142 laurelzhu@cmschina.com.hk

2020 年行业归属股东净利润分别优于市场/我们预期约 7.3%/3.9%。

业绩后，市场上调 2021 年行业归属股东净利润预测约 3.4%，我们上调 2021 年行业归属股东净利润预测 3.7%。

大型国有银行净利润总体而言在 2020 年同比微升，净息差受到 LPR 连续下调的负面影响，资产质量受到新冠疫情的负面影响。2020 年，工商银行（1398 HK）股东净利润同比上升 1.2%，对比前三季度股东净利润同比下降 9.2%。股东净利润增速的波动主要是因为资产减值损失的变化引起。2020 年全年净息差为 2.15%，对比 2019 年下降 15 个基点；不良贷款率从 2019 年的 1.43% 增至 2020 年的 1.58%，同时拨备覆盖率下降。2020 年，零售业务占比较高的邮储银行（1658 HK）表现相对较好，股东净利润同比增长 5.4%，2020 年全年净息差 2.42%，对比 2019 年下降 8 个基点；不良贷款率从 2019 年的 0.86% 微增至 2020 年的 0.88%，同时拨备覆盖率上升。

2021 年以来，净息差方面，银行业受 LPR 下降的影响减弱，资产端收益率有所企稳，但负债端存款平均成本的刚性可能持续影响净息差。因此 2021 年银行行业净息差仍存在收窄压力，但是压力减轻。资产质量方面，由于疫情影响逐渐减弱，叠加较高的 2021 年 GDP 增速预期，整体资产质量有望保持大致稳定。另外，由于对受疫情影响企业的延期还本付息政策的延续，预计该部分贷款质量风险不会出现集中暴露的情况。总体而言，银行行业净息差和资产质量仍然存在一些压力，但受疫情影响的最坏时期已经过去。我们推荐零售贷款占比高的邮储银行（1658 HK），也推荐估值不高的工商银行（1398 HK）及交通银行（3328 HK）。

## 保险

罗磊, PhD +852 3189 6288 felixluo@cmschina.com.hk  
朱璐颖 +852 3189 6142 laurelzhu@cmschina.com.hk

2020 年行业归属股东净利润超过市场预期约 3.4%，优于我们预期 3.6%。

业绩后，市场下调 2021 年行业归属股东净利润预测约 0.6%，我们下调行业预测 2.4%。

主要寿险公司在 2020 年受到疫情影响较大，个险渠道营销员展业困难，寿险新业务价值同比下降。部分寿险公司在 2020 年下半年营销员人数减少，原因包括人员自然流失、减少低产能营销员人数、提升营销员渠道质量。2020 年，中国平安（2318 HK）股东净利润同比下降 4.2%，个险营销员渠道受到疫情影响较大，新业务价值同比下降 34.7%。中国平安管理层强调寿险业务侧重于业务质量和增值服务，旨在为公司奠定长期竞争优势。2020 年，中国太保（2601 HK）股东净利润同比下降 11.4%，新业务价值同比下降 27.5%。太平洋保险管理层强调追求价值稳定增长以及市场地位稳固。

2021 年寿险行业新业务价值增速有望恢复。首先，随着 2021 年经济增速预期回升，未来收入的预期有望回升，可能会支持 2021 年寿险产品的需求与销售。第二，部分寿险公司更加积极开展了新年预售活动。虽然新年预售对新业务价值增长帮助有限，但在扩大业务规模和稳定营销员团队方面也会有所益处。第三，对于一些寿险公司而言，例如中国平安，2021 年新业务价值的增速可能受益于其 2020 年的低基数。我们推荐中国平安，因其 2021 年预期新业务价值增速相对同业较高；也推荐估值较低的中国太保（2601 HK）、中国人寿（2628 HK）和新华保险（1336 HK）。



## 券商

罗磊, PhD	+852 3189 6288	felixluo@cmschina.com.hk
朱璐颖	+852 3189 6142	laurelzhu@cmschina.com.hk

2020 年行业归属股东净利润整体低于市场预期约 1.3%，低于我们预期 1.7%。

业绩后，市场上调行业 2021 年归属股东净利润预测约 1.6%。

主要证券公司在 2020 年净利润同比上升，部分原因是市场交易额以及企业融资活动的增长。2020 年，A 股市场累计日均交易额年同比增长约 62%，融资融券余额年同比上升约 59%，A 股市场 IPO 融资总额年同比增长约 86%。2020 年，华泰证券（6886 HK）股东净利润同比增长 20.2%，客户数同比增长约 21%，客户账户的资产总值同比增长约 41%。华泰证券管理层强调科技赋能及构筑平台化发展模式。2020 年，中金公司（3908 HK）股东净利润同比增长 70.0%，主要原因包括投资收益增长等，同时财富管理客户增长 12.9%，客户账户资产总值增长约 40%。

2021 年主要证券公司将继续加强财富管理业务，加强机构客户服务能力、注册制背景下加强投行业务能力、及加强科技赋能的发展方向。但是，从股价表现的角度，历史数据显示，中资券商行业股价的整体表现和证券市场表现相关度较高。另一方面，自 2012 年以来香港上市的中资券商往往在每轮货币宽松政策的初期表现超越恒指。基于货币政策近期恢复常态，中资券商股短期内可能缺乏货币政策催化剂。我们推荐估值较低的**华泰证券（6886 HK）**。

## 投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场

公司投资评级	定义
买入	预期股价在未来 12 个月上升 10%以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10%或以内
卖出	预期股价在未来 12 个月下跌 10%以上

### 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法;(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关系。

### 监管披露

有关重要披露事项,请参阅本公司网站之「披露」网页 <http://www.newone.com.hk/cmshk/gb/disclosure.html> 或 <http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

### 免责条款

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。本报告的信息来源于被认为可靠的公开资料,但招商证券(香港)有限公司、其母公司及关联机构、任何董事、管理层、及员工(统称“招商证券”)对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何陈述及保证。招商证券对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失,概不负责。

本报告中的内容和意见仅供参考,其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告中讨论的证券,工具或策略,可能并不适合所有投资者,某些投资者可能没有资格参与其中的一些或全部。某些服务和产品受法律限制,不能在全球范围内不受限制地提供,和/或可能不适合向所有投资者出售。招商证券并非于美国登记的经纪自营商,除美国证券交易委员会的规则第 15(a)-6 条款所容许外,招商证券的产品及服务并不向美国人提供。

招商证券可随时更改报告中的内容、意见和估计等,且并不承诺提供任何有关变更的通知。过往表现并不代表未来表现。未来表现的估计,可能基于无法实现的假设。本报告包含的分析,基于许多假设。不同的假设可能导致重大不同的结果。由于使用不同的假设和/或标准,此处表达的观点可能与招商证券其他业务部门或其他成员表达的观点不同或相反。

编写本报告时,并未考虑投资者的财务状况和投资目标。投资者自行决定使用其中的任何信息,并承担风险。投资者须按照自己的判断,决定是否使用本报告所载的内容和信息,并自行承担相关的风险。且投资者应自行索取独立财务及/或税务专业意见,并按其本身的投资目标及财务状况自行评估个别投资风险,而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归招商证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。对于因使用或分发本文档而引起的任何第三方索赔或诉讼，招商证券不承担任何责任。

本报告仅在适用法律允许的情况下分发。如果在任何司法管辖区、任何法律或法规禁止或限制下，您仍收到本报告，则不旨在分发给您。尤其是，本报告仅提供给根据美国证券法允许招商证券接触的某些美国人，而不能以其他方式直接或间接地将其分发或传播入美国境内或给美国人。

在香港，本报告由招商证券（香港）有限公司分发。招商证券（香港）有限公司现持有香港证券及期货事务监察委员会（SFC）所发的营业牌照，并由 SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。目前的经营经营范围包括第 1 类（证券交易）、第 2 类（期货合约交易）、第 4 类（就证券提供意见）、第 6 类（就机构融资提供意见）和第 9 类（提供资产管理）。

在韩国，专业客户可以通过 China Merchants Securities (Korea) Co., Limited 要求获得本报告。

在英国，本报告由 China Merchants Securities (UK) Co., Limited 分发。本报告可以分发给以下人士：(1) 符合《2000 年金融服务和市场法》（2005 年金融促进）令第 19(5)章定义的投资专业人士；(2) 符合该金融促进令第 49(2)(a)至(d)章定义高净值的公司、或非法人协会等；或(3) 可以通过合法方式传达或促使其进行投资活动的邀请或诱使的人（根据《2000 年金融服务和市场法》第 21 条的定义）（所有这些人一起被称为“相关人”）。本报告仅针对相关人士，非相关人士不得对其采取行动或依赖该报告。本报告所涉及的任何投资或投资活动仅对相关人士开放，并且仅与相关人士进行。

如本免责条款的中、英文两个版本有任何抵触或不相符之处，须以英文版本为准。

© 招商证券（香港）有限公司 版权所有

香港

招商证券（香港）有限公司  
香港中环交易广场一期 48 楼  
电话：+852 3189 6888  
传真：+852 3101 0828