



光銀國際研究

**2023 年**  
市場及投資展望



# 目录

2023 年全球经济展望：危机四伏，全球经济失速隐忧弥漫.....	2
2023 年中国经济展望：稳健复苏，前景可期.....	13
2023 年中国政策展望.....	17
2023 年香港经济展望.....	20
2023 年投资策略及投资主题展望.....	23
行业展望 — 中国银行业.....	28
行业展望 — 中国房地产.....	37
行业展望 — 科技.....	48
行业展望 — 零售.....	62
行业展望 — 环保与新能源.....	89
重要披露及免责声明.....	98

## 分析师

林樵基

研究部主管

[banny.lam@cebi.com.hk](mailto:banny.lam@cebi.com.hk)

(852) 2916-9630

陈惠杰

高级分析师

[dominic.chan@cebi.com.hk](mailto:dominic.chan@cebi.com.hk)

(852) 2916-9631

张梓源

分析师

[ryan.zhang@cebi.com.hk](mailto:ryan.zhang@cebi.com.hk)

(852) 2916-9629

刘雁菲

金融编辑

[Vickie.liu@cebi.com.hk](mailto:Vickie.liu@cebi.com.hk)

(852) 2916-9665

2022 年 12 月 28 日

# 2023 年全球经济展望

## 2023 年全球经济展望：危机四伏，全球经济失速隐忧弥漫

面对高企的通胀水平、激增的地缘政治风险和日益加剧的经济衰退压力，全球经济发展前路挑战重重。持续的俄乌军事冲突、主要经济体为遏制通胀上行而收紧货币立场、供应链瓶颈仍待解决以及发达国家和新兴市场经济体货币因美元走强而贬值等因素，正拉低市场情绪，拖累全球经济增长势头。全球金融市场波动不断加剧，而经济及地缘政治风险升温正令全球增长前景乌云密布。考虑到当前经济发展面临的多重挑战，国际货币基金组织（IMF）将 2023 年的全球增长预测从 2.9% 下调至 2.7%，并强调全球经济活动正经历大规模的放缓。总体而言，全球营商环境日益复杂，令经济复苏之路更具挑战。而不断升温的地缘政治风险导致投资者更加忐忑不安，金融市场变得混乱不堪，全球经济前景陷入悲观情绪。经济发展正陷入停滞，对不同行业构成严重打击，同时加剧了金融市场的波动性风险。而主要央行在货币政策上的鹰派立场使流动性不断收紧，进一步冲击实体经济，全球经济正徘徊于衰退边缘，更多宏观支持性政策亟待推出，以重燃经济活力。

全球通胀水平在 2022 年末已到达顶峰，预计 2023 年仍将保持高位，这意味着主要央行仍将保持货币政策紧缩立场，以遏制通胀上行，进而导致购买力下降和失业率飙升。经济发展所面临的各种阻力和地缘政治风险将导致全球经济增长放缓，市场担心经济步入衰退。各国政府亦意识到，持续的财政政策支持将对经济下行风险起到重要的缓冲作用。对于美国而言，经济活动在流动性持续收紧的情况下显现减速势头。营商者和政策制定者正面临高通胀和能源供应链危机带来的挑战，资本成本上升加剧商品和服务总需求的下降趋势。美联储预计将保持货币紧缩的政策立场不变，以为通胀快速降温，但此举亦会削弱经济增长动力，加大经济硬着陆风险。对于欧元区而言，俄乌冲突导致能源和食品供应中断，多数经济体所面对的经济下行风险正在加大。欧元区经济体的经济复苏将继续呈现不温不火、不平衡和脆弱的特征，能源价格和消费通胀高企以及全球供应链瓶颈正损害经济复苏势头。欧洲央行预计将采取更积极的货币紧缩政策，以抵御当前的高通胀危机，政策制定者预计亦会在可负担范围内制定刺激经济增长的财政政策，对冲潜在风险，增强经济复苏动能。对于日本而言，由于制造业和商业活动的持续复常，促进消费和出口行业的蓬勃发展，经济发展回归上升轨道。不过，这个世界第三大经济体的增长前景仍面临相当大的不确定性。日本与美国在货币政策上的分歧愈来愈大，日本当局对日圆汇率的干预行动效果有限，而地缘政治的紧张局势为日本的不少支柱产业带来不确定性，消费和出口产业的增长动能正因日圆疲弱和能源、大宗商品及食品价格波动所削弱，为日本经济发展带来挑战。面对国内外的经济挑战，日本的经济复苏之路将依然崎岖曲折。对于亚洲新兴市场而言，大多数经济体受到美国货币紧缩周期带来的负面影响。美联储利率上升导致美元走强，令新兴市场经济体的资本加速流入美国，资本外流令这些经济体的经济增长出现失速危机。由于高度依赖进口能源和食品、公共和私人债务较高以及经常账户余额较低，新兴经济体将面临更加严峻的经济发展环境，当地货币兑美元汇率出现高度波动，而外国投资和对外贸易活动亦将大幅下降，通胀压力升温。

对中国而言，尽管经济前景充满挑战，但预计仍将保持温和增长的步调。2022 年三季度，由于严格的防疫封锁措施、房地产行业危机、人民币贬值和全球滞涨风险升温，经济复苏缓慢。不过，随着中国当局不断优化防疫措施，经济活动正有序回归正常化，增长前景可期。考虑到中国已取消对入境游客的防疫隔离政策，向外界释放出扩大经济开放的信号，我们认为中国的政策制定者将加大对稳增长

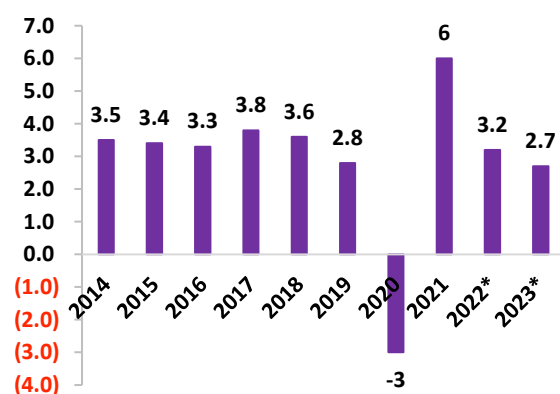
和保就业相关的支持力度。总的来说，中共二十大的顺利召开，为中国未来五年乃至更长时期的发展做出了科学部署，标志着在完成实现全面小康社会的任务后，全面建设社会主义现代化国家的新征程正式开启。中国将继续通过适度的宏观经济政策支持，谋求高质量的经济增长，促进经济的平衡及可持续发展。在宽松政策的推动下，消费和投资领域加速回升，将有助于缓解经济下行风险，刺激经济增长，从而确保经济实力的稳定恢复。

表 1: 全球经济增长预测

YoY%	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E
全球	3.8	3.6	2.8	(3.0)	6.0	3.2	2.7
美国	2.3	2.9	2.3	(3.4)	5.7	1.6	1.0
中国（内地）	6.9	6.8	6.0	2.2	8.4	3.3	5.0
欧元区	2.6	1.8	1.6	(6.1)	5.2	3.1	0.5
德国	2.7	1.0	1.1	(3.7)	2.6	1.5	(0.3)
法国	2.4	1.8	1.9	(7.9)	6.8	2.5	0.7
意大利	1.7	0.9	0.5	(9.0)	6.7	3.2	(0.2)
西班牙	3.0	2.3	2.1	(10.8)	5.1	4.3	1.2
荷兰	2.9	2.4	2.0	(3.9)	4.9	4.5	0.8
希腊	1.6	1.8	2.1	(5.7)	6.2	2.4	0.4
葡萄牙	2.3	2.5	1.5	(6.7)	4.6	4.7	1.0
爱尔兰	9.0	8.5	5.4	6.2	13.6	9.0	4.0
英国	2.1	1.7	1.7	(9.3)	7.4	3.6	0.3
日本	1.7	0.6	(0.4)	(4.6)	1.7	1.7	1.6
加拿大	3.0	2.8	1.9	(5.2)	4.5	3.3	1.5
澳大利亚	2.4	2.8	2.0	(2.1)	4.9	3.8	1.9
新西兰	3.5	3.4	2.9	(2.1)	5.6	2.3	1.9
香港	3.8	2.8	(1.7)	(6.5)	6.3	(3.0)	4.0
印度	6.8	6.5	3.7	(6.6)	8.7	6.8	6.1
新加坡	4.7	3.7	1.1	(4.1)	7.6	3.0	2.3
韩国	3.2	2.9	2.2	(0.7)	4.1	2.6	2.0
台湾	3.3	2.8	3.1	3.4	6.6	3.3	2.8

资料来源：国际货币基金组织、光银国际预测

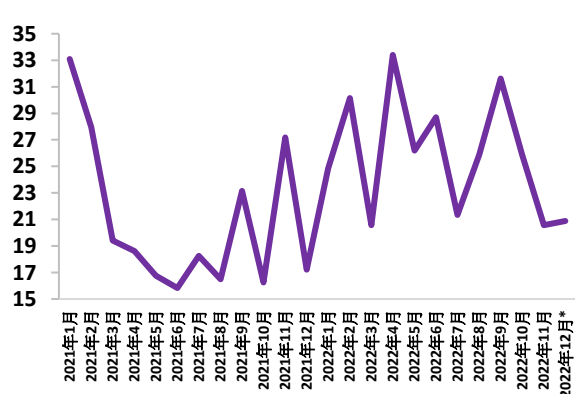
图表 1: 全球经济增长速（同比%）



\* 国际货币基金组织预测

资料来源：彭博

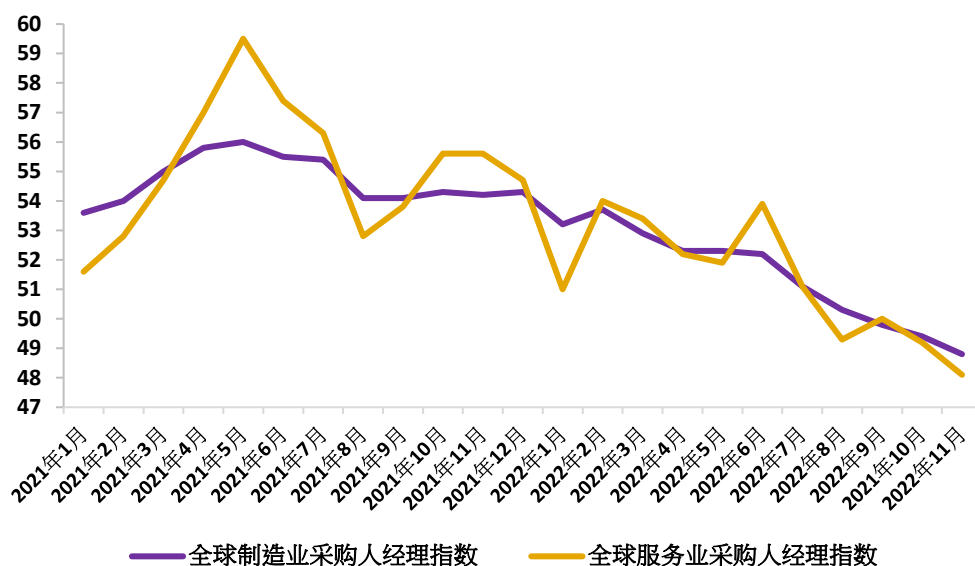
图表 2: VIX 指数



\* 2022年12月23日

资料来源：彭博

图表 3：摩根大通全球采购人经理指数



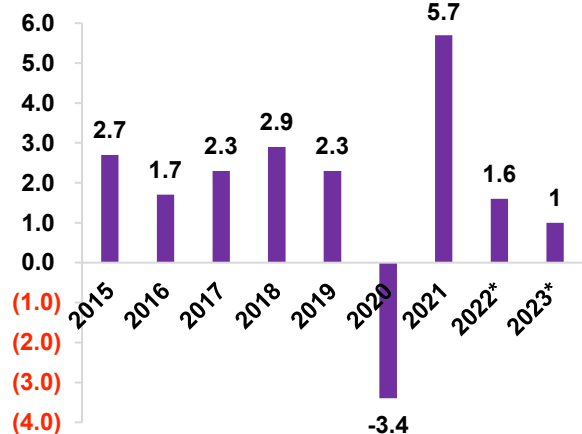
来源：彭博

## 美国：激进加息行动后，经济下行风险激增

自美联储进入货币紧缩周期以来，美国经济复苏动力不断减弱，经济发展前景持续恶化。俄乌冲突引致的食品和能源危机，连同飙升的通胀率和挥之不去的供应链挑战，迫使全球经济陷入黯淡前景。当前，美联储仍将解决高通胀问题放在首位，但过程中难免出现失业率上升和消费者支出减少等经济代价。美联储激进加息正令全球滞胀风险上升，金融市场流动性遭到抑制，市场风险情绪下降，进而削弱美国经济增长势头。尽管美国经济在经历了连续六个月的萎缩后，于 2022 年三季度恢复 3.2% 的同比增长。但更多发展阻力正陆续涌出，令 2023 年的经济复苏之路面临更多不确定性。

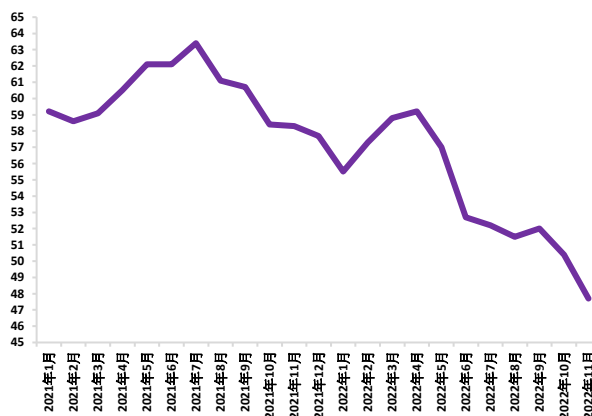
商品及服务需求亦在回落，为美联储放慢加息步伐提供空间。我们认为，2023 年上半年美国通胀率仍将维持较高水平，美联储将继续保持紧缩的货币政策立场，力求遏制通胀螺旋式增长。考虑到美联储 2022 年的数次加息行动已对市场流动性产生一定影响，高通胀问题正得到缓解，未来几个季度的经济活动亦将不断放缓，美联储将转向更加温和的加息立场。美国经济在 2022 年四季度和 2023 年上半年将面临更大的下行风险，对利率较敏感的私人消费和投资板块增长势头会被削弱。不过，通胀缓和利好 2023 年下半年的经济发展，我们预计美国 2022 年和 2023 年的 GDP 增长率将分别达到 1.6% 和 1.0%。

图表 4: 美国 GDP 增长 (同比) (%)



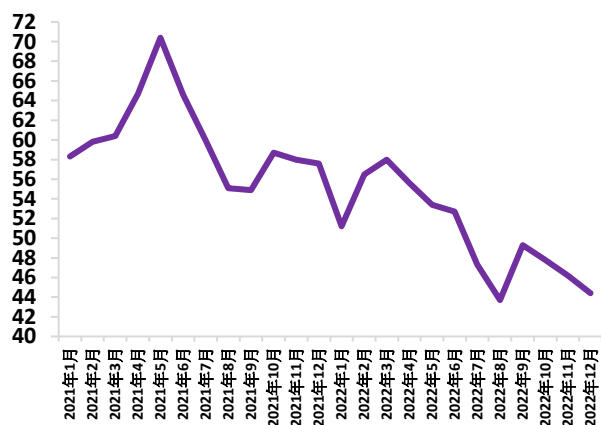
\*光银国际预测  
来源: 彭博、光银国际

图表 5: 美国制造业 PMI (Markit)



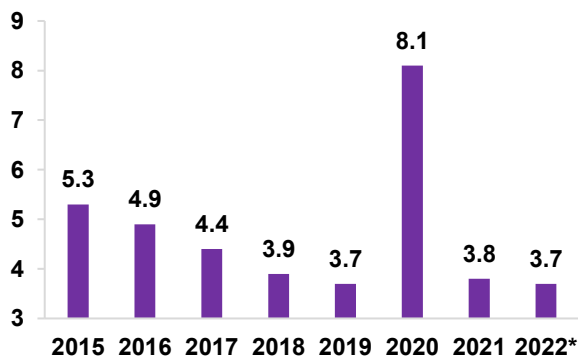
来源: 彭博

图表 6: 美国服务业 PMI (Markit)



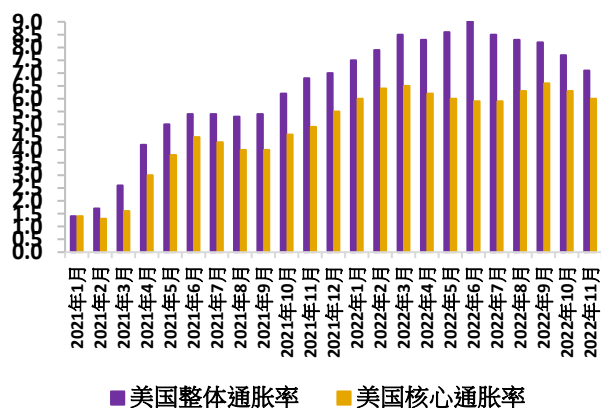
来源: 彭博

图表 7: 美国失业率 (%)



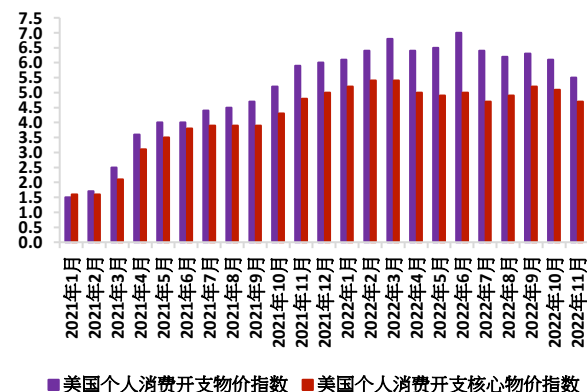
\* 2022 年 11 月 来源: 彭博

图表 8: 美国整体通胀率及核心通胀率 (%)



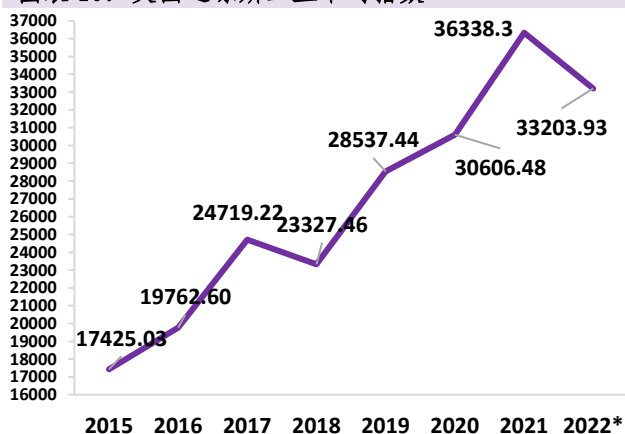
来源: 彭博

图表 9: 美国个人消费开支 (PCE) 物价指数及核心 PCE 物价指数



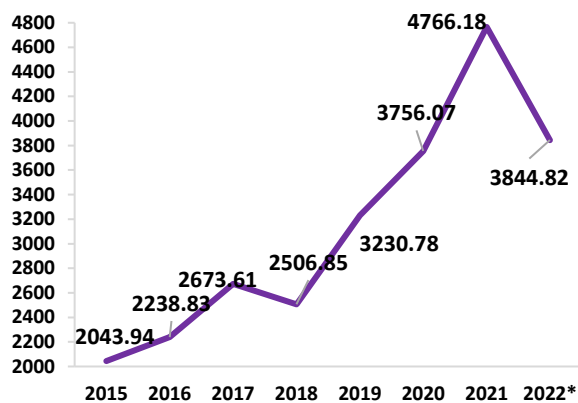
来源: 彭博

图表 10: 美国道琼斯工业平均指数



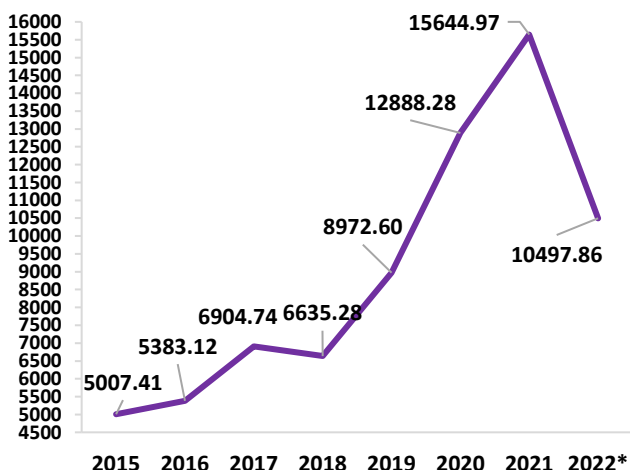
\* 2022 年 12 月 23 日  
来源: 彭博

图表 11: 美国标准普尔 500 指数



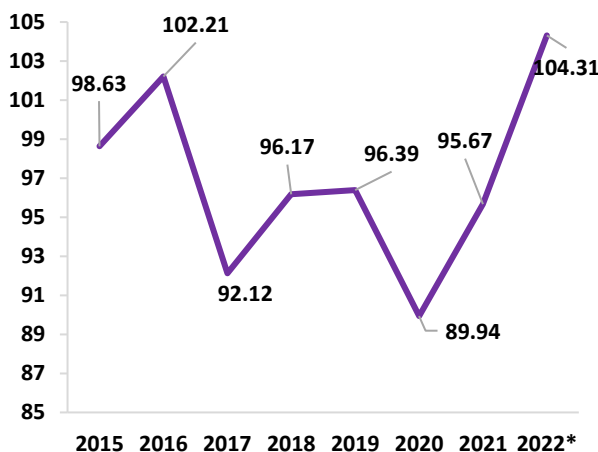
\* 2022 年 12 月 23 日  
来源: 彭博

图表 12: 美国纳斯达克综合指数



\* 2022 年 12 月 23 日  
来源: 彭博

图表 13: 美元指数



\* 2022 年 12 月 23 日  
来源: 彭博

## 欧元区: 能源危机扰乱经济复苏步伐

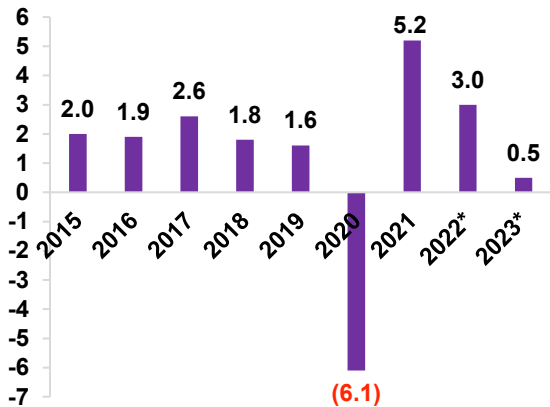
俄乌冲突引发的能源危机仍将在 2023 年继续阻碍欧元区生产经营和居民消费活动的发展, 因经济运行、健康安全和地缘政治风险正不断上升, 导致市场对经济增速下行和通胀飙升的担忧升温, 加剧了供需失衡, 进而削弱消费者和营商者信心, 拖累经济发展。欧元区经济极易受到能源价格上涨导致的负面影响, 这会令消费者支出减少, 破坏经济复苏势头。而能源供应链危机将进一步推高经济滞涨风险, 同时加剧金融市场的动荡。

我们认为, 欧元区后疫情时代的经济复苏有望继续, 但增长动能将受到能源价格波动、尚未解决的供应链危机和全球流动性收紧等因素的制约。由于欧元区的能源短缺危机尚未解除, 因此欧元区短期内的经济发展不确定性将不断扩大。2022 年前三个季度, 欧元区主要经济体得益于防疫措施放宽, 旅游业复苏, 失业率降低, 再加上财政政策显效, 拉动经济恢复正增长。然而, 由于市场信心仍然低迷、供应链瓶颈尚存、能源价格上行、利率水平走高、公共债务高企, 导致金融市场不确定风险激增, 与此同时, 欧元疲弱和贸易平衡遭到破坏等因素正拖累欧元区经济在 2022 年四季度和 2023 年上半年面临增速放缓。在我们看来, 欧元区的政



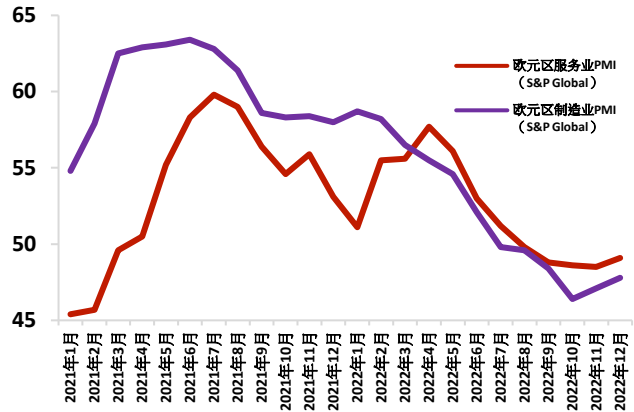
策制定者预计仍将继续致力于通胀降温，同时加速恢复能源供应，推动经济实现软着陆。可观的财政刺激措施预计将持续，以抵御经济发展中的各类不利因素，并进一步增强经济复苏动力。我们预计，欧元区 2022 年和 2023 年的 GDP 增速将分别达到 3.0% 和 0.5%。

图表 14: 欧元区 GDP 同比增长 (%)



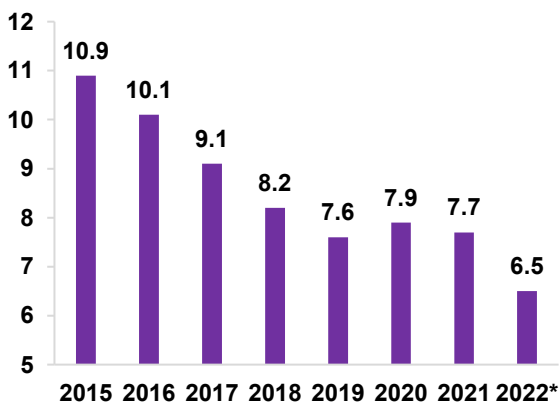
\*光银国际预测  
来源: 彭博、光银国际

图表 15: 欧元区制造业与服务业 PMI (Markit)



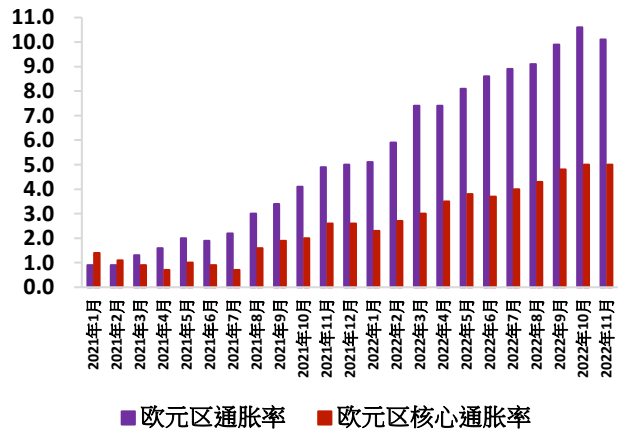
来源: 彭博

图表 16: 欧元区失业率 (%)



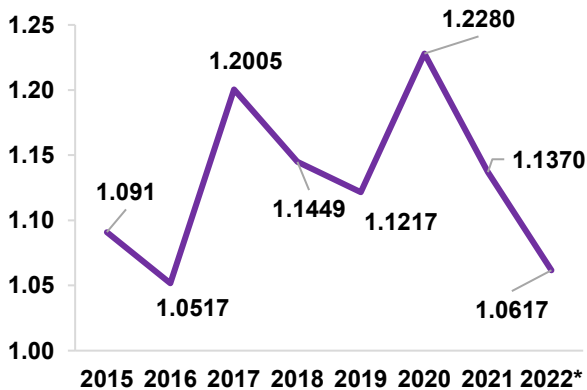
\* 2022 年 10 月  
来源: 彭博

图表 17: 欧元区整体通胀率及核心通胀率 (%)



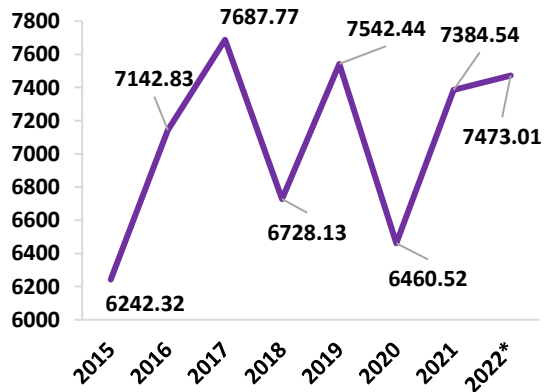
来源: 彭博

图表 18: 欧元兑美元汇率



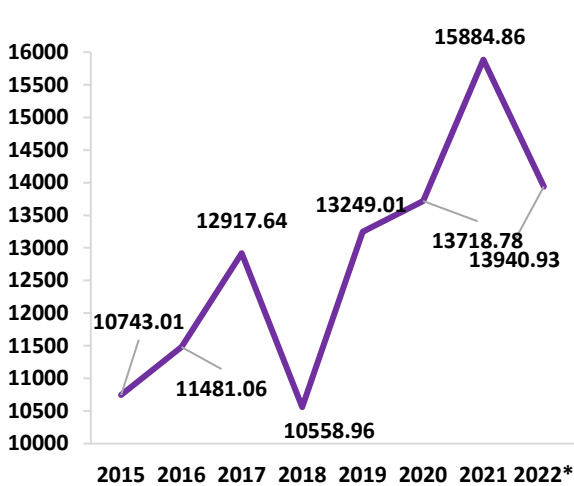
\*2022 年 12 月 23 日  
来源: 彭博

图表 19: 英国富时 100 指数



\*2022 年 12 月 23 日  
来源: 彭博

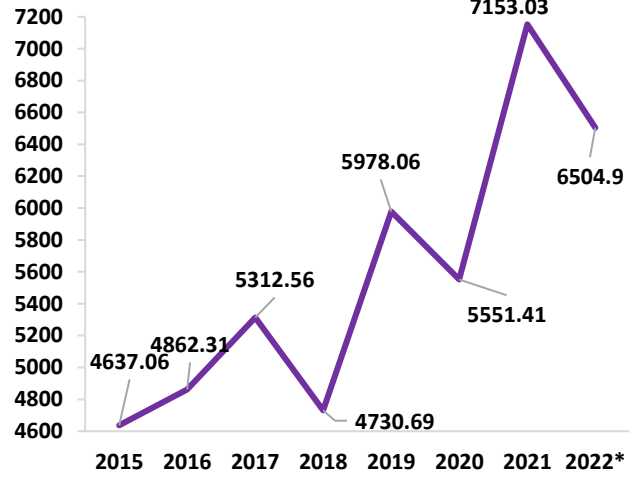
图表 20: 德国 DAX 指数



\*2022 年 12 月 23 日

来源: 彭博

图表 21: 法国 CAC40 指数



\*2022 年 12 月 23 日

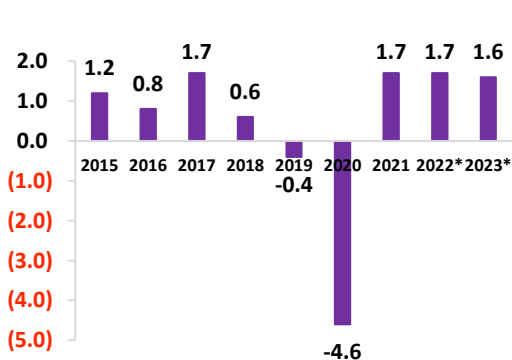
来源: 彭博

### 日本: 经济复苏之路崎岖坎坷

面对高昂的成本支出、原材料短缺、物流混乱以及日元大幅波动等经济阻力，日本作为全球第三大经济体，经济复苏之路相对迟缓。尽管制造业及服务业活动持续恢复常态化，刺激消费支出上升和出口产业回暖，2022 年上半年，日本经济的增长随通胀上行而回升，但仍低于长期增长趋势，反映当前的通胀增速高于实际产出增速，不利于日本 2022 年下半年和 2023 年的经济增长前景。

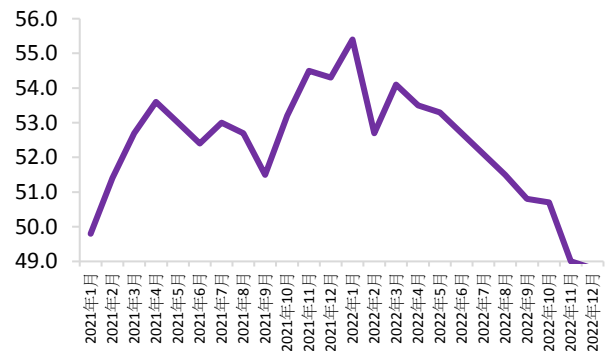
总的来说，日本经济前景仍不容乐观，日元大幅波动不仅令制造业的经营环境恶化，同时导致能源大宗商品价格飙升。企业面对快速上升的成本压力，唯有将高成本转嫁予国内外的消费者，进而削弱出口的竞争优势，阻碍日本经济的持续复苏。不过，由于日本下半年陆续放宽入境限制，加上日元汇率疲软，利好入境旅游产业，有助于提振日本经济。但日本旅游行业在疫情前严重依赖中国游客，因此行业大规模复苏仍需等待中国的防疫政策进一步放宽。尽管如此，入境限制的解除帮助日本跨境商务和旅行活动重回正轨，进而刺激经济复苏。我们预计，日本经济 2022 年和 2023 年的经济增速将达到 1.7% 和 1.6%。

图表 22: 日本 GDP 同比增长 (%)



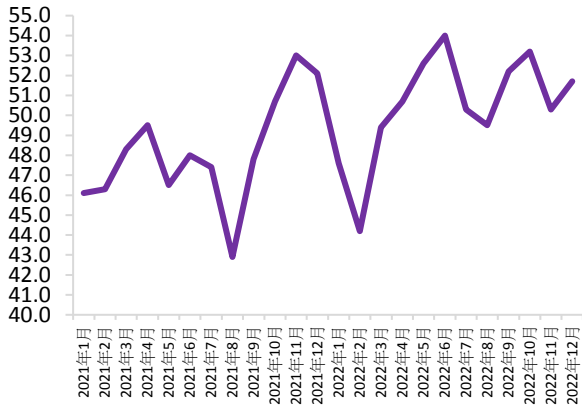
来源: 彭博

图表 23: 日本制造业 PMI (Markit)



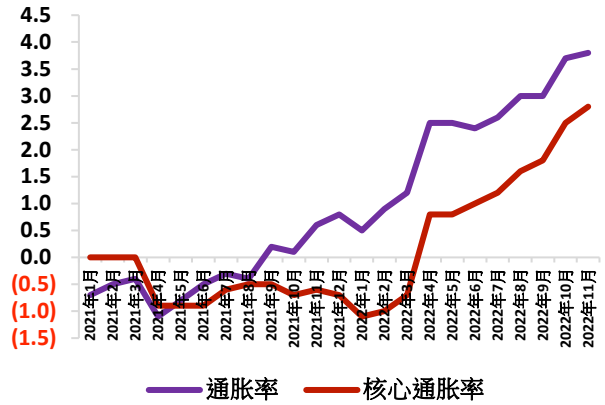
来源: 彭博

图表 24: 日本服务业 PMI (Markit)



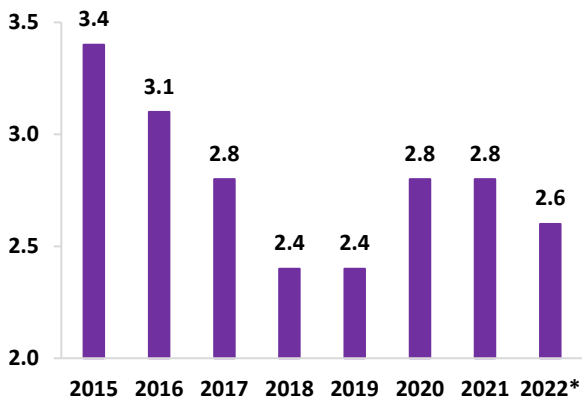
来源: 彭博

图表 25: 日本通胀率及核心通胀率 (同比%)



来源: 彭博

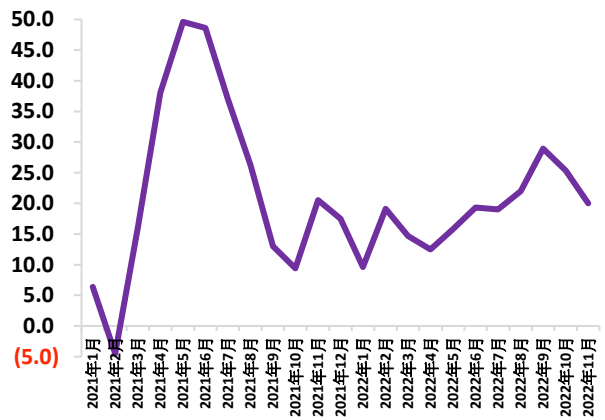
图表 26: 日本失业率 (%)



\*2022年10月

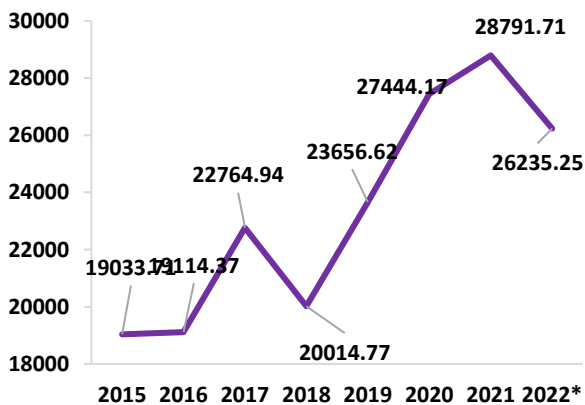
来源: 彭博

图表 27: 日本出口 (同比%)



来源: 彭博

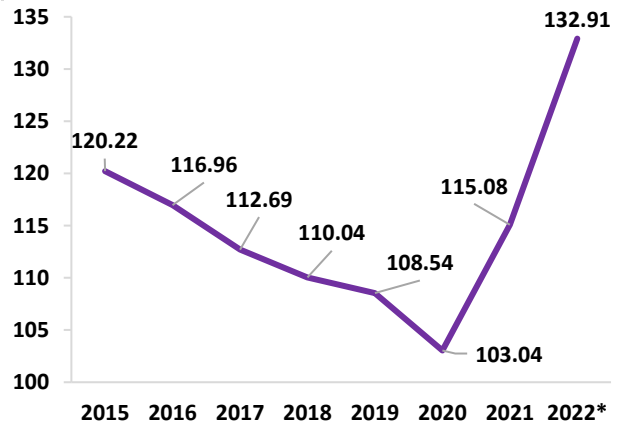
图表 28: 日本股市表现 (同比%)



\*2022年12月23日

来源: 彭博

图表 29: 美元兑日元汇率



\*2022年12月23日

来源: 彭博

## 亚洲新兴市场：美联储加息行动破坏增长势头

在新冠疫情引发的健康安全风险得到缓解之时，制造业活动迅速增长连同内部需求大幅扩张，令包括印度尼西亚、马来西亚、菲律宾、泰国、越南在内的东盟五国及印度所构成亚洲新兴市场在 2022 年出现周期性经济复苏。然而，这样的经济复苏能否在 2023 年得以延续仍存在极大的不确定性，经济增长前景正面临多重风险。首先，全球能源及大宗商品价格波动，叠加全球经济前景黯淡，正打击亚洲新兴市场国家的消费者信心和企业营商信心。其次，持续高企的通胀和供应链中断等问题仍在影响出口生产商的产能。最后，美国利率上升，令亚洲新兴市场的融资环境收紧。总的来说，全球正进入货币政策紧缩周期，将拖累亚洲新兴市场的经济复苏势头，而美联储激进加息导致利率飙升，带动美元走强，令亚洲新兴市场国家面临资本外流压力，进一步阻碍经济复苏。

考虑到全球经济前景黯淡，我们预计印度 2022 和 2023 年的经济增速将分别达到 6.8% 和 6.1%。对于东盟五国来说，由于东南亚在全球制造业供应链中发挥着重要作用，制造业是当地 GDP 的主要构成部分。中国的防疫政策以及俄乌冲突，加上供应链危机，都在扰乱东南亚地区制造业活动的正常开展，同时导致海外货物延迟交付。我们预计，东盟五国将不遗余力地恢复供应链的正常运作，推动制造业活动回归正轨。这些经济体在 2022 年和 2023 年的 GDP 增速预计将分别达到 5.6% 和 5.1%。

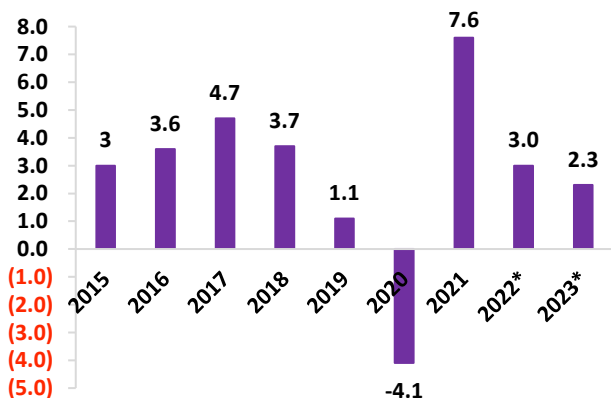
图表 30: 印度 GDP 同比增长 (%)



\* 光银国际预测

来源: 彭博、光银国际

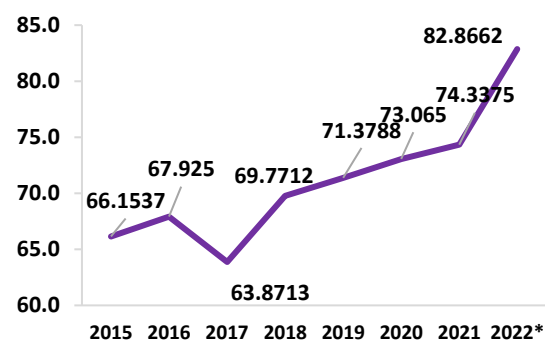
图表 32: 新加坡 GDP 同比增长 (%)



\* 光银国际预测

来源: 彭博、光银国际

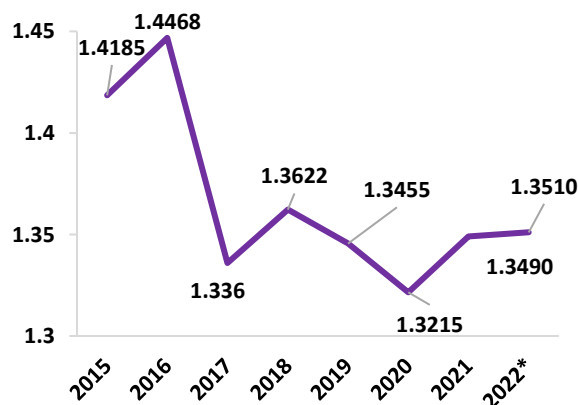
图表 31: 美元/印度卢比



\* 2022 年 12 月 23 日

来源: 彭博

图表 33: 美元/新加坡元



\* 2022 年 12 月 23 日

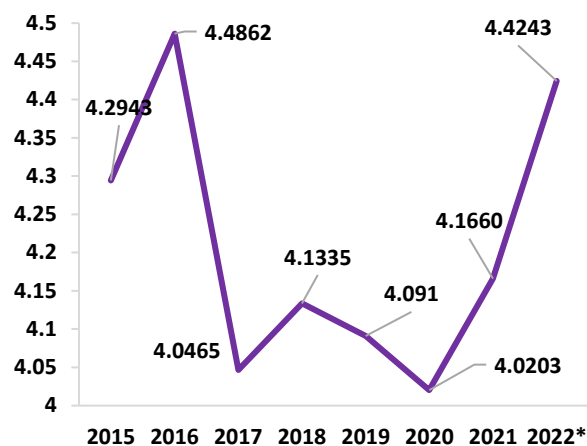
来源: 彭博

图表 34: 马来西亚 GDP 同比增长 (%)



\* 光银国际预测  
来源: 彭博、光银国际

图表 35: 美元/马来西亚令吉



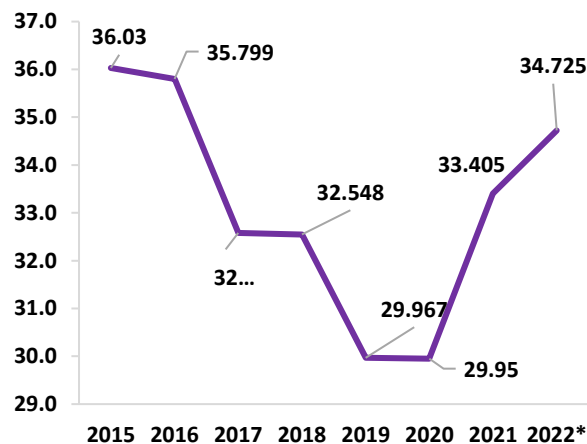
\* 2022 年 12 月 23 日  
来源: 彭博

图表 36: 泰国 GDP 同比增长 (%)



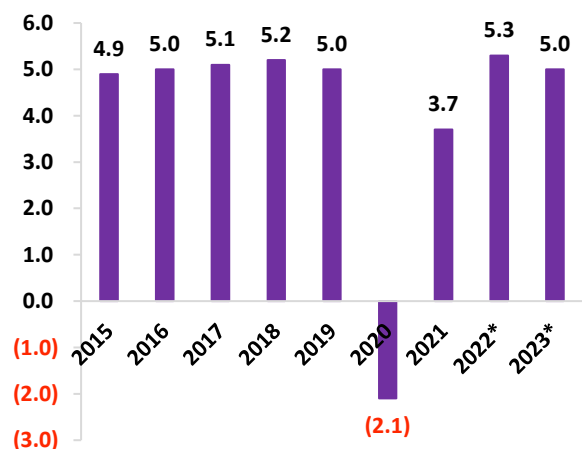
\* 光银国际预测  
来源: 彭博、光银国际

图表 37: 美元/泰铢



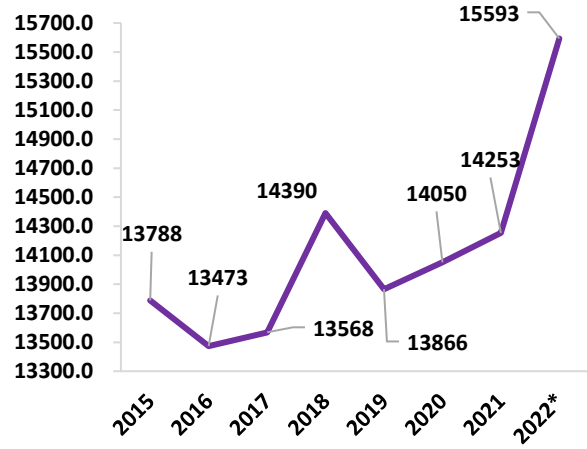
\* 2022 年 12 月 23 日  
来源: 彭博

图表 38: 印度尼西亚 GDP 同比增长 (%)



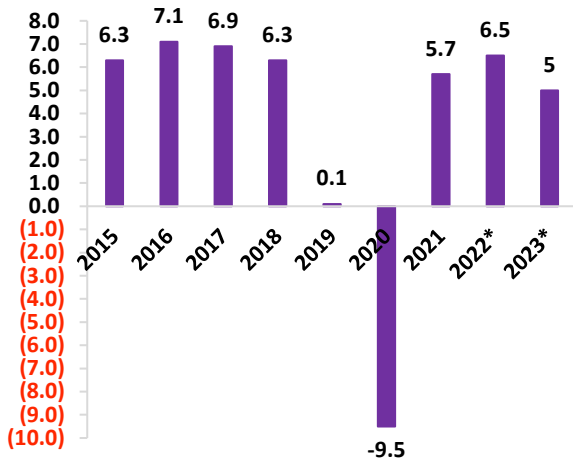
\* 光银国际预测  
来源: 彭博、光银国际

图表 39: 美元/印度尼西亚盾



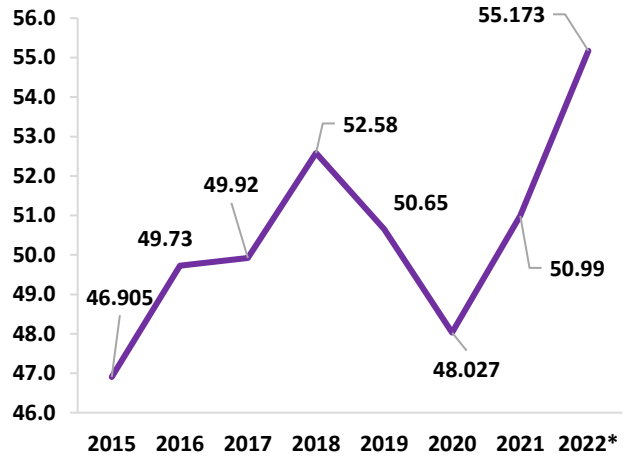
\* 2022 年 12 月 23 日  
来源: 彭博

图表 40: 菲律宾 GDP 同比增长 (%)



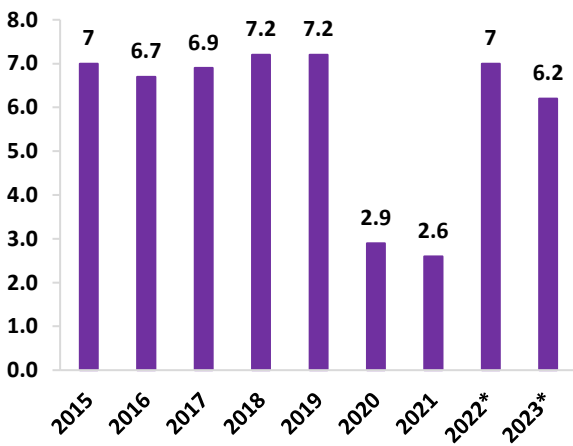
\* 光银国际预测  
来源: 彭博、光银国际

图表 41: 美元/菲律宾披索



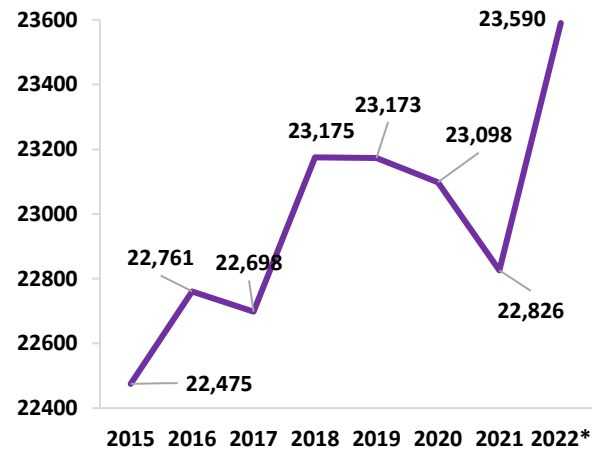
\* 2022 年 12 月 23 日  
来源: 彭博

图表 42: 越南 GDP 同比增长 (%)



\* 光银国际预测  
来源: 彭博、光银国际

图表 43: 美元/越南盾



\* 2022 年 12 月 23 日  
来源: 彭博

# 2023 年中国经济展望

## 2023 年中国经济展望：稳健复苏，前景可期

2022 年，中国经济复苏道路曲折，全球经济环境复杂多变、针对新冠疫情的封锁措施持续、供应链瓶颈尚未解决、房地产市场表现低迷等市场不确定性，叠加地缘政治风险不断升温，威胁中国经济的增长前景。从内部来看，因应新冠疫情的封锁措施扰乱了经济活动的正常开展，而房地产行业困境影响部分工业活动，同时令居民财富水平降低，加剧国内需求的下行压力。从外部来看，全球主要经济体为抑制通货膨胀而收紧流动性，推升利率水平，导致总需求被破坏，全球对外贸易需求疲弱。这些不利因素令 2022 年前三个季度的经济发展仅出现 3% 的温和增长。11 月最新经济数据显示，防疫措施拖累经济增长势头放缓。

**房地产投资收缩加剧，拖慢前 11 个月固定资产投资增速。**今年 1-11 月，全国固定资产投资同比增长 5.3%，低于市场预期的 5.6% 及前 10 个月的 5.8%。环比降幅则从 10 月 0.13% 进一步扩大至 0.78%。固定资产投资整体延续增长主要得益于基础设施投资（1-11 月增 8.9%，1-10 月增 8.7%）以及制造业投资（1-11 月增 9.3%，1-10 月增 9.7%）的持续增长。不过，中国房地产投资持续低迷，前 10 个月下降 9.8%，较前 10 个月 8.8% 的降幅进一步扩大，反映房地产行业困境加剧，新开发项目投资难以推进。我们认为，当前积极的财政政策将进一步鼓励基础设施建设和高新科技产业的投资，再加上新近出台的支持房地产市场发展的 16 项措施落地，能够在未来几个月支持固定资产投资增长，为中国经济的稳定发展提供有力支持。

**11 月工业生产增速放缓。**今年 11 月，全国规模以上工业增加值同比增长 2.2%，低于市场预期的 3.5% 及 10 月的 5%，环比则从 10 月的同比增长 0.19% 转为下跌 0.31%。今年 1-11 月，工业增加值的同比增速从前 10 个月的同比增长 4% 放缓至 3.8%。疫情短期冲击加大供应链阻力，是导致工业生产增速回落的主要原因。总的来说，部分制造业行业的生产活动保持平稳上升，其中“电气机械和器材制造业”、“化学原料和化学制品制造业”、“有色金属冶炼和压延加工业”、“黑色金属冶炼和压延加工业”和“石油和天然气开采业”的工业增加值分别录得 12.4%、10.8%、9.4%、9.4% 和 5.0% 的同比升幅，是推动整体工业生产增加值保持增长的主要动力。我们认为，当局正陆续解除疫情防控限制，将快速推动生产活动恢复正常化，有助于重塑国内供应链的弹性，在未来数月进一步刺激工业生产扩张。

**受疫情短期冲击，11 月消费市场收缩加剧。**今年 11 月，全国社会消费品零售总额同比下降 5.9%，逊于市场预期下降 4% 和 10 月的下降 0.5%。环比来看，11 月零售消费额由 10 月的下降 0.65% 转为增长 0.15%。今年前 11 个月，全国零售消费额录得 0.1% 的负增长，不及前 10 个月的增长 0.6%。1-11 月，全国网上零售额为 12.45 万亿元，同比增速较前 10 个月的 4.9% 放缓至 4.2%。总体而言，零售消费总额跌势加剧，反映防疫措施对整体消费需求带来的负面影响。部分消费品销售额出现大幅收缩，拖累整体消费市场表现，尤其是“通讯器材类”（同比跌 17.6%）、“家用电器和音像器材类”（同比跌 17.3%）、“服装鞋帽、针纺织品类”（同比跌 15.6%）和“建筑及装潢材料类”（同比跌 10%）。展望未来，中国的政策制定者正不断优化疫情防控措施，有利于改善消费者情绪。随着消费活动恢复正常化，加上逆周期经济政策落地，有助于零售消费市场在未来几个月恢复增长，进而稳固中国经济的复苏势头。

**11月居民消费价格进一步回落。**中国11月全国居民消费价格指数（CPI）同比涨幅放缓至1.6%，与市场预期持平，但低于10月的2.1%。1-11月平均，CPI同比平稳上涨2%，高于2021年全年的上涨0.9%。猪肉、新鲜蔬菜水果价格进一步走高是推动11月CPI上涨的主要因素之一，当月食品价格增长3.7%；而能源价格上涨继续推动交通工具用燃料价格在8月增长11.3%。工业通胀方面，11月工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降1.3%，与10月的跌幅相同，但不及市场预期的下跌1.5%。今年前11个月平均，PPI同比增速达4.6%，低于2021年全年的8.1%。11月PPI同比延续跌势，反映了去年的高基数效应及当前能源和大宗商品价格走势反复带来的影响。总体而言，能源价格持续上涨仍是推高工业通胀水平的主要因素，其中“石油和天然气开采业”和“燃气生产和供应业”的价格分别同比上涨16.1%和12.5%。不过，冶金及煤炭开采相关行业出现收缩，其中“黑色金属冶炼和压延加工业”、“黑色金属矿采选业”和“煤炭开采和洗选业”的价格在11月分别同比下降18.7%、15.7%和11.5%。展望未来，国内外经济发展的多重逆风继续给制造业和消费活动的增长前景蒙上阴影。我们认为，中国的政策制定者已优化疫情防控政策，推动经济活动持续恢复常态化，从而帮助稳定物价水平。中国的通胀水平预计将维持在合理范围内，进而推动中国经济稳健增长。

**11月对外贸易增长减速。**由于主要贸易伙伴的需求减弱，以及疫情防控措施导致出货受阻，中国11月以人民币计价出口额同比增速下降至0.9%，低于市场预期的8.2%和10月的7%。国内需求疲弱拖累11月进口额同比收缩1.1%，逊于市场预期的增长7.1%和10月增长6.8%。2022年前11个月，中国进出口总额同比增长8.6%，其中出口额和进口额分别增长11.9%和4.6%，贸易顺差达5.3万亿元。整体而言，全球流动性收紧加剧了市场对经济衰退的担忧，抑制全球对中国产品的需求，导致出口行业陷入低迷，而疫情封锁措施令国内需求下滑，进口行业出现收缩。由于经济前景不明朗，中国的整体贸易活动面临着来自海内外的多重挑战，但中国当局已出台多项刺激政策，促进内外贸一体化发展，从而确保2023年的对外贸易行业恢复增长动力，我们预计，中国对外贸易将在未来几个季度维持在合理范围内运行。

**11月广义信贷需求稳定增长。**中国11月信贷需求保持温和增长，新增人民币贷款降至1.21万亿元，低于市场预期的1.4万亿元，但高于10月的0.62万亿元；广义货币（M2）余额同比增长12.4%，高于市场预期的11.7%和10月的11.8%。用于衡量宏观经济中信贷和流动性的广义指标——社会融资规模增量在11月回落至1.99万亿元，低于市场预期的2.1万亿元，但高于10月的0.91万亿元。总的来说，中国11月的信贷数据稍有回暖，反映当局近的货币支持政策发力显效，对冲经济活动停滞和房地产行业疲软所带来的不利因素。展望未来，中国人民银行近期宣布降低金融机构存款准备金率0.25个百分点，向银行系统释放长期资金约5000亿元，扩大贷款规模，降低融资成本。当局对受疫情影响企业提供金融支持、加速基础设施建设投资项目的实施，连同一系列房地产政策的宽松政策陆续出台，反映人行将不遗余力地保持货币政策的灵活性，确保流动性的合理充裕，从而推动经济平稳复苏。我们预计人行将继续保持审慎宽松的流动性管理方针不动摇，2023年上半年料将实施两次降准，每次下调25个基点，同时进一步调降贷款市场报价利率（LPR），从而增强中国经济的发展动力，为中国的经济复苏提供有利的货币金融环境。

展望2023年，中国正陆续退出新冠防疫措施，以消除对生产经营和居民消费干扰，提振经济增长，解决社会发展不平衡不充分的问题，努力实现14亿人口的



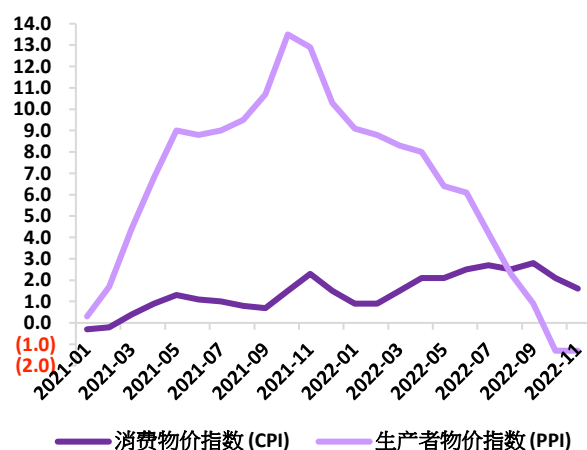
“共同富裕”，确保中国经济社会发展的全面稳定。中国正不断培育新的发展模式，以谋求高质量发展，并不断探索中国式现代化新道路，从而实现中华民族的伟大复兴。中国当前正致力于把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来，进一步释放国内经济活力，巩固经济发展根基，同时在更高层次上参与全球经济社会建设。中国的政策制定者正通过经济政策手段，以实现疫情防控和经济增长的双重目标，应对发展中面临的各类冲击，引导经济社会朝着平稳复苏的路径迈去。尽管当前全球经济发展仍然阴云密布，全球贸易前景仍不乐观，因此中国经济发展仍应着重将扩大内需作为主要的增长动力。我们认为，商品及服务总体需求将进一步拉升，连同宏观经济支持政策落地显效，将推动经济强势反弹。中国将继续从快速增长阶段过渡到高质量发展阶段，我们预计中国经济将在 2023 年逐步恢复活力，GDP 在增速将达到 5.0%。

表 2：中国经济数据预测

(同比%，除非另有说明)	2019	2020	2021	1Q2022	2Q2022	3Q2022	2022E	2023E
实际 GDP	6.0	2.3	8.4	4.8	0.4	3.9	3.3	5.0
固定资产投资 (累计同比%)	5.4	2.9	4.9	9.2	4.2	5.7	5.8	9.0
零售销售	8.0	(3.9)	12.5	3.3	(4.6)	3.5	0.1	8.5
出口 (人民币)	5.0	4.0	21.2	13.2	12.8	15.2	10.6	3.5
进口 (人民币)	1.7	(0.2)	21.5	8.4	1.8	5.6	3.9	2.5
进出口总值 (人民币)	3.5	2.0	21.3	11.0	7.8	11.0	7.6	3.1
CPI	2.9	2.5	0.9	1.1	2.2	2.7	2.0	2.0
PPI	(0.3)	(1.8)	8.1	8.7	6.8	2.5	4.0	1.5
M2	8.7	10.1	9.0	9.7	11.4	12.1	12.5	12.5
人民币汇率 (美元/人民币)	6.9632	6.5283	6.3550	6.3393	6.7001	7.1211	6.9587	6.6456

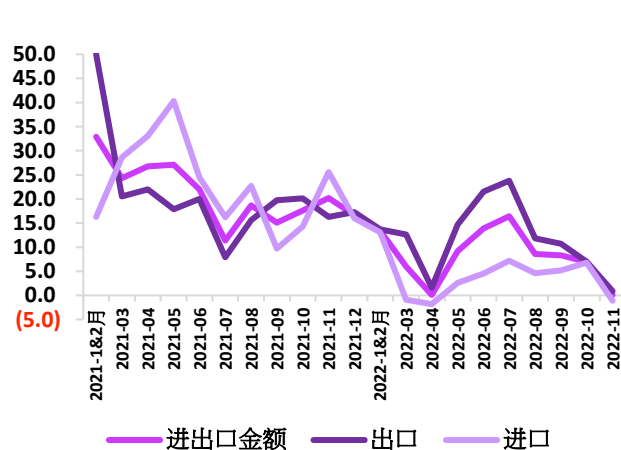
来源：国家统计局、彭博、光银国际预测

图表 44：中国 CPI 及 PPI (同比%)



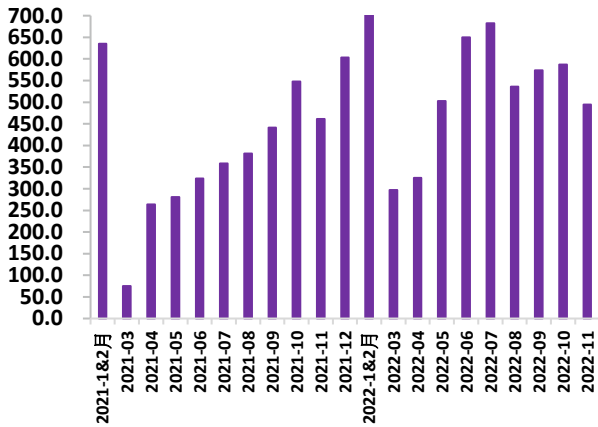
来源：彭博

图表 45：中国进出口同比 (%/按人民币)



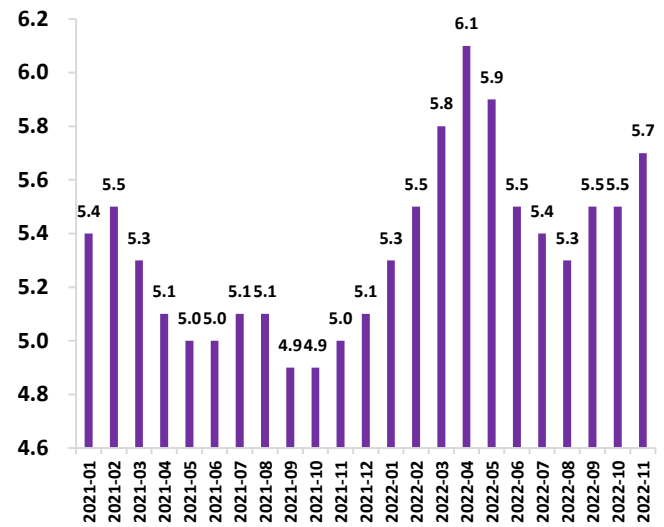
来源：彭博

图表 46: 中国贸易差额 (人民币十亿)



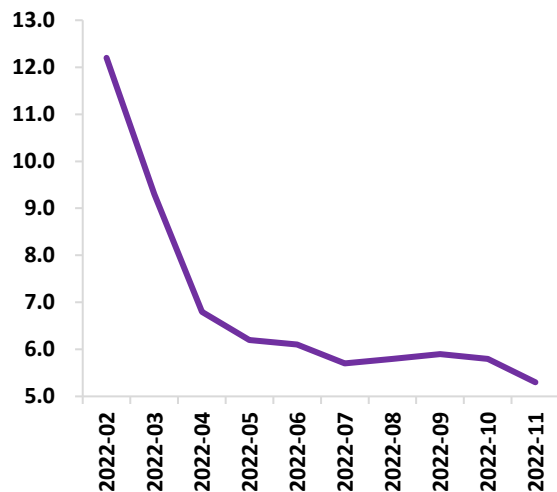
来源: 彭博

图表 47: 中国全国城镇调查失业率 (%)



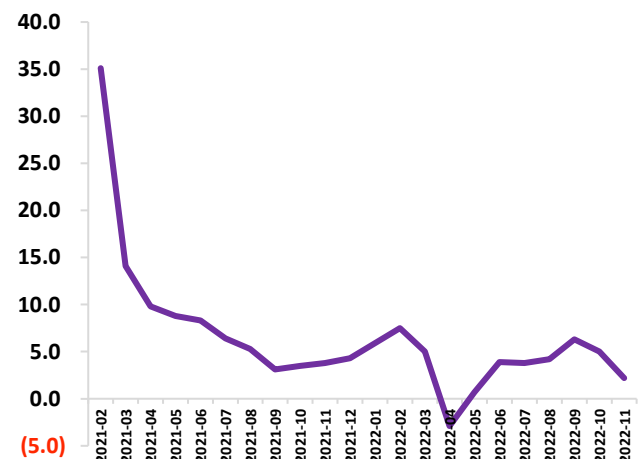
来源: 彭博

图表 48: 中国固定资产投资额 (累计同比%)



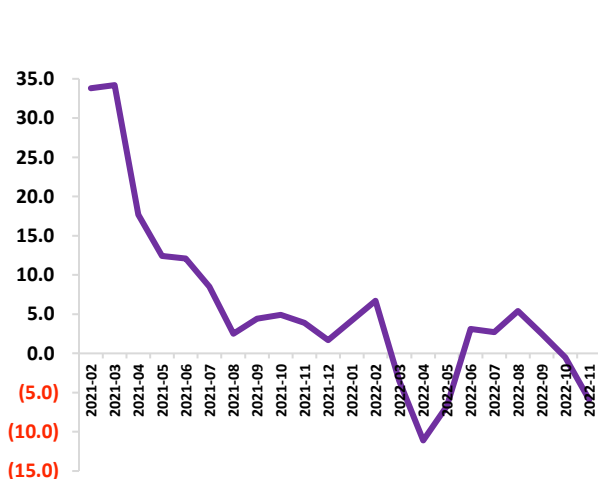
来源: 彭博

图表 49: 中国工业增加值 (同比%)



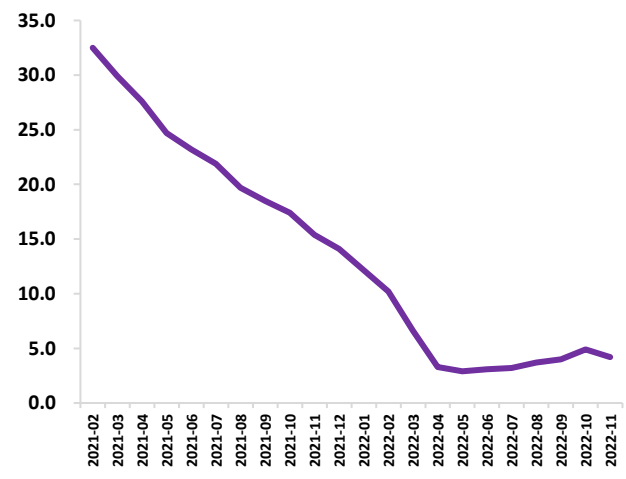
来源: 彭博

图表 50: 中国社会消费品零售总额 (同比%)



来源: 彭博

图表 51: 中国网上商品和服务零售额 (累计同比%)



来源: 彭博

# 2023 年中国政策展望

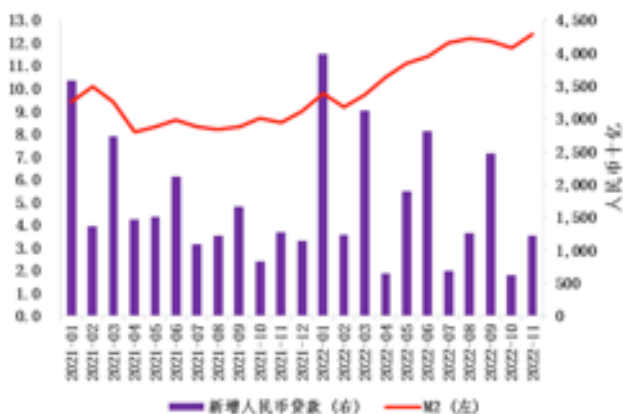
## 2023 年中国政策展望：积极宽松政策基调延续，应对经济挑战

中国当局正致力于通过多元化的政策手段，在扶持经济发展和解决结构性失衡问题上获得平衡，同时应对内外部环境的变化。2022 年前三个季度，中国经济复苏曲折动荡，新冠疫情封锁措施、全球对中国出口需求放缓，以及房地产行业危机都导致经济增长动力疲弱。在国内外经济增长前景恶化的情况下，中国的政策制定者接连推出支持性政策，以缓解经济发展过程中不断衍生的各种不确定性影响。展望 2023 年，中国宣布取消入境隔离限制措施，对就业和消费市场形成利好。而近期召开的中央经济工作会议亦指出，2023 年要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加大宏观政策调控力度，加强各类政策协调配合，形成共促高质量发展合力。这些政策旨在充分保障就业，并稳定价格水平，从而保障主要经济指标维持在合理范围内运行。而新增就业市场持续扩张，连同碳中和和先进技术投资增加、部分行业监管改革不断推进，都将推动中国经济的转型升级。我们认为，中国的政策制定者将继续采取逆周期的政策手段，平稳释放市场流动性，同时有序扩大财政刺激力度，并将人民币汇率稳定在合理范围内，以进一步建设“双循环”新发展格局，从而增强 2023 年中国经济的增长势头。

### 1. 货币政策：保持审慎宽松的流动性管理

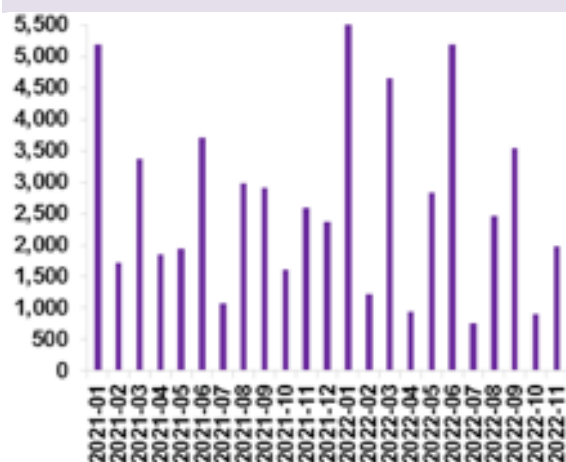
通胀飙升及地缘政治危机加剧，全球经济衰退风险日益升温。主要经济体央行正通过加息来收紧货币政策环境，以缓解价格压力，但这无可避免会削弱经济复苏势头。对于中国来说，当前的消费通胀仍然温和，为中国人民银行（PBOC）留下了更多的政策调整空间，可以通过更加宽松的流动性管理，助力经济复苏。在我们看来，尽管面临着复杂多变的内外部挑战，中国经济复苏仍保持温和。中国人民银行预计将继续实施货币宽松政策，综合利用各种政策工具，确保流动性维持在合理充裕的水平，从而降低银行的融资成本，促进实体经济的信贷扩张。在这种货币政策立场下，我们预计，人行将进一步下调存款准备金率以及调降贷款市场报价利率（LPR），并在 2023 年上半年推出一系列有针对性的贷款政策，从而满足不断增长的资本需求，加强实体经济的增长动力。

图表 52: 中国新增人民币贷款（人民币十亿）和货币增速（同比%）



来源：彭博

图表 53: 中国社会融资总额（人民币十亿）



来源：彭博

## 2. 财政政策：延续积极扩张，对抗经济逆风

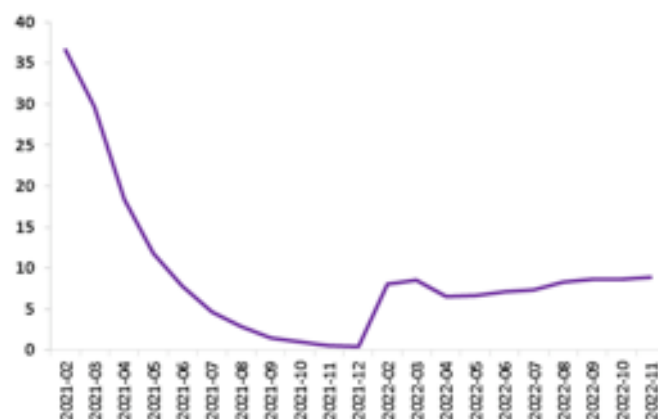
中国正不断加码财政政策，以促进经济增长，在 2023 年多重发展阻力之下，保障就业市场。我们认为，中国的政策制定者会继续拉动在环境、公共卫生、城市公用事业、信息技术等领域的投资。除此之外，当局预计会加大减税降费这类积极的财政措施力度，以刺激经济发展，支持小微企业。减税降费措施预计将着重于制造业和服务业企业，以减轻企业的成本负担，从而稳定就业市场。中国当局预计还将提供更多财政支持措施，以确保社会稳定，并促进技术创新和绿色产业发展。一系列积极财政政策将加快地方政府的债券发行进度，并向重点项目注入资金，促进相关投资加快显现成效。总体而言，中国在财政政策方面仍将保持积极扩张的基调，确保经济的高质量发展。

图表 54：财政赤字占 GDP 比重 (%)



\* 中国政府预测  
来源：彭博

图表 55：基础设施投资(累计同比%)

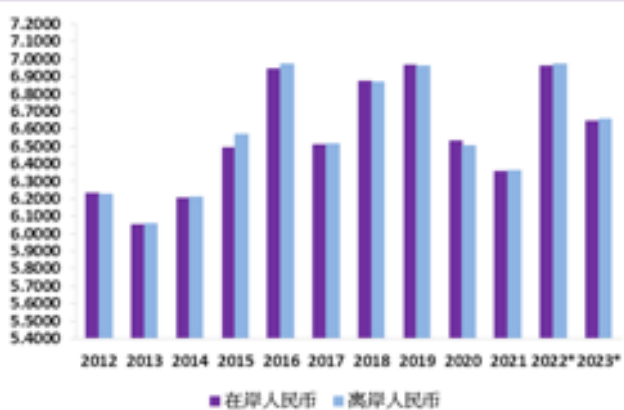


来源：彭博

## 3. 人民币展望：将在 6.6 至 6.7 区间获得良好支撑

2022 年，人民币出现剧烈波动，兑美元汇率贬值约 10%，单计第三季度的贬值幅度达 6.3%。人民币贬值背后反映的是外围市场利率上行、新冠疫情封锁措施持续、房地产行业困局和全球滞胀风险升温等一系列经济变化，投资者对经济衰退的悲观情绪愈发浓烈，亦担心中国的防疫政策影响经济发展前景。由于外部需求萎缩导致经常账户盈余预期下降，中美货币政策出现分歧，以及地缘政治风险加剧，人民币汇率的贬值压力增大。尽管中国经济发展仍面临不少阻力，但当局已经在货币政策和财政政策方面加大支持力度，以稳定经济发展，亦帮助平衡人民币的波动性风险。展望未来，中国正不断优化疫情防控措施，同时加大政策刺激力度，以重启经济。维持人民币汇率稳定对塑造中国货币金融环境具有重要意义，能够帮助加强金融机构的外汇流动性管理，确保经济在合理区间运行。中国的政策制定者正朝着建设更加国际化的金融体系目标迈进，人民币将在国际贸易结算、国际资本市场、国际货币储备等方面发挥更大作用。我们认为，中国当前的企业生产经营和居民消费活动正稳步恢复正常化发展，再加上美联储开始放缓加息步伐，利好人民币在 2023 年的走势。考虑到外汇储备充裕、财政及货币政策状况良好、金融体系稳定等正面因素依旧，为人民币提供巨大支持，预计 2023 年人民币兑美元汇率将在 6.6 至 6.7 之间获得良好支撑。

图表 56: 在岸人民币与离岸人民币



\* 2022 年 12 月 23 日

来源: 彭博

# 2023 年香港经济展望

## 2023 年香港经济展望：拥抱温和复苏，前路仍有挑战

面对全球利率上行、地缘政治风险升温及后疫情时代对经济发展产生的不利影响，2022 年前三个季度，香港经济持续下滑，GDP 同比下跌 3.3%。本地经济活动受到疫情反复、商品及服务总出口下降以及消费活动收缩等因素影响，经济发展举步维艰。不过，就业市场有改善迹象，失业率从 2022 年初的 5% 下降到 9-11 月的 3.7%。总体而言，全球通胀上涨导致发达经济体快速上调利率水平，流动性不断收紧。高昂的资本成本抑制消费者的购买力和投资者的积极性，导致对外贸易活动和固定资产投资急剧降温，破坏香港的经济复苏势头。

展望未来，美联储在今年实施的一系列货币紧缩行动累积的影响逐步释放，增加香港经济下行压力，香港四季度 GDP 预计仍将继续萎缩。而全球经济衰退风险上升导致对中国产品的需求下降，令香港整体贸易活动陷入悲观前景。除此之外，经济前景的不确定性激增叠加利率水平上升，阻碍了香港房地产市场的发展，楼市成交低迷，楼价亦不断走低。尽管新冠疫情的走势、全球经济环境变化都会影响香港 2023 年的经济社会发展。不过，考虑到中国内地及香港当局都在优化新冠疫情的防控措施，更大规模、更强力度的财政刺激方案亦在陆续推出，积压的商品和服务需求将进一步释放，利好香港经济在 2023 年恢复温和复苏。我们对香港经济仍保持乐观态度，预计 2023 年的 GDP 增速将达到 4%。

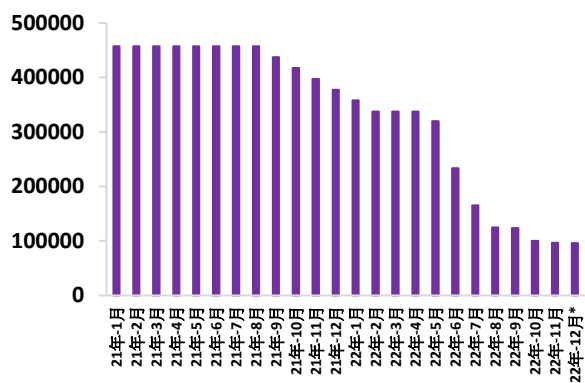
表 3：香港经济预测

同比% (除非另有说明)	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E
实际 GDP	2.8	(1.7)	(6.5)	6.3	(3.0)	4.0
消费	5.3	(0.8)	(10.5)	5.4	(2.6)	2.9
投资	1.7	(14.9)	(11.5)	9.8	(6.2)	1.9
政府开支	4.2	5.1	7.9	4.6	8.0	4.3
出口(货品和服务)	3.7	(6.1)	(6.7)	17.0	(3.1)	0.9
进口(货品和服务)	4.5	(7.3)	(6.8)	16.0	(8.3)	(0.2)
失业率	2.8	2.9	5.8	5.3	3.5	3.0
通胀率	2.4	2.9	0.3	1.6	1.9	2.5

来源：香港政府统计处、光银国际预测



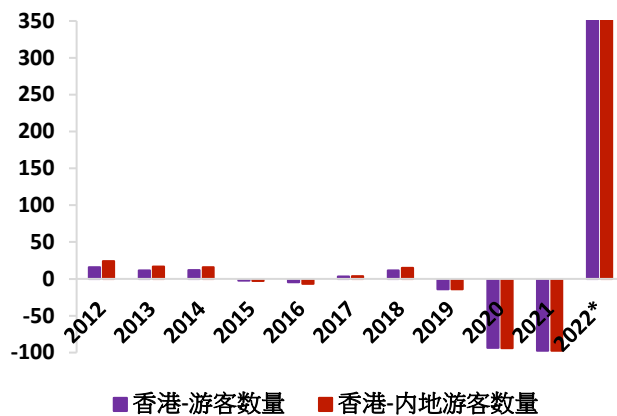
图表 63: 香港流动资金总结余(港币百万)



\* 2022年12月23日

来源: 彭博

图表 64: 香港整体游客及内地游客数量 (同比增长 %)



\*一月至十月

来源: 彭博



# 2023 年投资策略及投资主题展望

## 2023 年投资策略展望：审慎乐观情绪弥漫全球市场

发达经济体为抑制高通胀而实施大幅加息、日益增长的地缘政治风险和中国的防疫封锁措施，是 2022 年全球经济增长所面临的主要阻力。经济环境和地缘政治紧张局势不断衍生出不利因素，加剧市场对全球经济增长放缓的担忧，全球经济正徘徊在衰退边缘。不确定的经济前景和紧缩的流动性正拉高全球股票市场的波动性，与此同时，全球经济滞涨风险升温，而美联储加息速度快过预期导致流动性从股票和固定收益市场大规模流出，抑制投资者的风险情绪，金融市场陷入深度调整。从估值的角度来看，发达经济体的市盈率（P/E），尤其是美国，仍在一定程度上高于历史平均水平。发达市场股票变得更加昂贵，导致新兴市场股票对投资者的吸引力增大，预计在 2023 年将为投资者带来更高的预期回报。总的来说，投资者正面临一个低增长、高通胀和低收益的市场环境。不过，由于市场预期更多政策出台，以增强经济复苏势头，全球股票市场的乐观情绪也将不断升温。尽管全球经济前景仍受制于高通胀和健康安全风险，但各大经济体的刺激措施有助于对冲不利因素，并强化市场情绪，增强投资者对风险资产的购买兴趣。

### 美股料将继续震荡下行

美国各项经济数据开始走弱，而美联储正为遏制不断攀升的通胀数据继续大幅加息，再加上俄乌冲突和中美关系紧张等地缘政治不确定性持续，加剧美股的波动性风险。总的来说，美国经济在应对高通胀问题之时，已经出现增长放缓的迹象，劳动力市场开始疲软，经济环境变得更加复杂，后疫情时代攀升的成本支出和供应链危机正制约经济复苏。除此之外，西方国家对俄罗斯落实制裁行动，而俄乌关系走向仍不明朗，令全球经济的不确定性进一步升温，推升能源、食品和大宗商品价格，并使金融市场陷入剧烈波动之中。展望未来，在地缘政治风险及美联储加息预期双双升温的影响之下，美国股市仍将持续波动，市场风险偏高。在我们看来，短期内通胀仍将维持在高位，随着消费者需求正因购买力下降和就业市场恶化而降温，美国的经济活动将进一步放缓，美国股市也将继续被熊市阴霾笼罩。

### 中国股市反弹曙光显现

中国股市 2022 年表现不佳，主要指数跌幅介乎 16%至 27%。复杂多变的内外部环境令中国的经济复苏之路面临重重挑战，新冠疫情反复、高温干旱天气导致供电短缺以及全球供应链危机等因素持续制约中国的经济发展，影响经济活动的扩张步伐，亦导致金融市场出现大幅调整。展望未来，由于中国股市对疫情走势和国内流动性情况较敏感，近期当局已陆续放松防疫政策，并通过下调存款准备金率等货币宽松政策和加大财政扩张政策力度，助推市场回归正轨。在我们看来，A 股市场当前估值已进入较具吸引力的区间，防疫政策进一步放宽以及其他支持性政策有望陆续推出，以刺激经济增长，中国股市将开始触底反弹。在这种情况下，部分进入复苏周期的板块，如金融、旅游和房地产等将表现出色，电动汽车板块

则将受益于政策支持。除此之外，中国当前正推动科技自立自强，科技行业发展前景乐观，而再生能源板块亦有望受到中国的环保政策的带动。总的来说，中国的政策制定者预计将陆续出台刺激增长的政策，为股票市场的发展创造有利环境。我们预计，上证综指和深证成指将在短期内继续波动上行，2023 年预计将有 10% 至 20% 的潜在升幅。

### 港股估值吸引力逐渐增强

美联储持续收紧货币政策、新冠疫情反复、中国经济增速放缓、俄乌冲突以及中美关系紧张等不利因素交织，令香港股市承压，恒生指数在 2022 年下跌超过 16%。展望未来，考虑到中国的政策制定者将加大政策刺激力度，优化防疫措施，竭力消除经济发展中的不确定性风险，并提振消费者信心，香港市场有望反弹。我们认为，部分行业将有机会跑赢大市。净息差扩大利好香港银行板块，“新经济”板块例如资讯科技业和医疗保健业有望触底反弹。此外，非必需性消费领域如运动服饰、啤酒等板块，以及旅游相关行业如航空、博彩和零售板块，有望在中国鼓励发展内需主导型经济的背景保持增长势头。我们认为，尽管市场逆风不断，但香港股市在经历一段时间的深度调整后，已开始恢复稳定的上升走势。我们继续看好香港股市，因预期内地当局和香港政府将出台更多支持政策，推动经济活动的蓬勃发展。当前香港股市的估值已经回落到较具吸引力的区间，更多流动性料会回流港股，投资者的乐观情绪也将回升。在撇除不确定因素及预期企业盈利有所改善后，我们预计 2023 年恒生指数将在 21,200 点至 23,500 点之间波动，对应市盈率将达到 9.5 倍至 10.5 倍；恒生中国企业指数（HSCEI）预计在 7,290 点至 7,700 点之间波动，对应市盈率将达到 9 倍至 9.5 倍。

## 2023 年八大投资主题

### 1. 防疫封锁政策解除，中国旅游板块现曙光

中国不断优化新冠防疫政策，力求在恢复经济发展和控制疫情之间取得平衡。与此同时，中国亦不断推出支持性政策，带动经济活动朝着正常化的方向发展，这将有损于国内旅游业的恢复，利好航空、博彩及零售等相关行业。我们看好**中国国际航空公司（753 HK）、中国南方航空公司（1055 HK）、中国东方航空公司（670 HK）、国泰航空（293 HK）、北京首都机场股份（694 HK）、携程集团（9961 HK）、银河娱乐（27 HK）、金沙中国（1928 HK）和中国中免（1880 HK）**。

### 2. 中国致力于科技自立自强，科技板块前景乐观

中共二十大会议谋划了中国社会经济发展的蓝图，帮助增强未来 5 年乃至更长时期的经济发展实力，同时强调坚持技术创新在中国现代化建设道路中的重要地位，以确保未来几十年中国经济实力的不断增长。扎实先进的技术基础，以及在提高制造业产品质量、增强运输能力和强化数字化发展能力的产业转型持续推进，将帮助中国在追求可持续发展方面培育战略竞争力。总体而言，在经过了 2022 年的一番深度调整后，中国的科技股估值正处于相对低位，市场投资兴趣正在回升。在信息科技领域，看好**阿里巴巴（9988 HK）、腾讯（700 HK）和百度（9888 HK）**；在硬件板块，我们看好**联想集团（992 HK）、ASMP（522 HK）、中兴通讯（763 HK）、赣锋锂业（1772 HK）和舜宇光学（2382 HK）**；在半导体板块，我们看好**中芯国际（981 HK）、华虹半导体（1347 HK）和复旦微电（1385 HK）**。

### 3. 电动汽车持续受益于政策利好

国家在经济刺激措施中，优先考虑加大对新型基础设施的投资力度。低排放的电动汽车产业是帮助中国在 2060 年前实现碳中和目标的重要战略产业之一。中国当局正在通过补贴和建设充电站来加大对电动汽车的支持，将有助于减少中国对进口石油的依赖，同时解决城市的空气污染问题，并创造一个由技术驱动的工业生态系统，进而保障就业和出口行业的发展。电动汽车行业的加速发展将推动中国的汽车行业的转型，电动汽车及混合动力汽车将成为主要产品。我们认为，政策利好将持续释放，部分电动汽车生产商如**比亚迪股份（1211 HK）、吉利汽车（175 HK）和小鹏汽车（9868 HK）**，以及电动汽车电池生产商如**赣锋锂业（1772 HK）**将受惠。

### 4. 消费板块复苏正拉动经济增长

“十四五”规划中提出构建“双循环”新发展格局，要求形成强大的国内市场及建立新的增长模式。所谓“双循环”，指的是由国内生产及消费形成的内循环，以及借助对外贸易和对外直接投资形成的外循环，当中“内循环”在推动经济增长方面发挥关键作用。中国希望加强消费在促进经济增长中的作用，通过鼓励中高端消费，形成消费导向型经济。保持经济的中高速增长以及扩大消费对经济的贡献，对于经济社会的繁荣发展至关重要。近期当局不断优化防疫政策，有利于带动消费板块快速复苏。我们看好**安踏体育（2020 HK）、周大福集团（1929 HK）、华润啤酒（291 HK）和百威亚太（1876 HK）**。

### 5. 中国银行业收益保持稳定增长，房地产行业迈向复苏衍生新投资机会

中国的房地产市场正进入一个新的发展阶段，当局在银行贷款、债券发行和股权融资方面不断加大政策支持，预计将扭转住宅物业交付和销售的悲观现状。我们

预计，2023 年中国将继续致力于确保房地产市场的稳定发展，放松房地产融资相关的政策仍将延续，同时预期更多措施将推出，以确保房地产市场的平稳复苏。我们认为，中国的银行业将受益于房地产行业贷款恢复强劲增长，进而带动利润增长。我们看好**建设银行（939 HK）、中国银行（3988 HK）和邮储银行（1658 HK）**。内房方面，我们看好专注一线城市、销售状况及财务基本面较稳健的地产商。这些企业的估值更具吸引力吗，例如**中国海外发展（688 HK）、华润置地（1109 HK）、碧桂园（2007 HK）和龙湖集团（960 HK）**

#### 6. 行业改革推动中国医药板块加速释放增长潜能

近年来，中国的制药产业发展迅速。中国的制药公司主要集中在仿制药、治疗药物、活性药物成分和传统中药的生产。早前颁布的重大医疗改革方案，进一步推动医药行业的发展。医药改革主要以建立严格的药品监督管理制度并全面提升药品质量、激励药品创新、减少药品销售的流通环节等为目的。中国医药卫生行业涨快速崛起，并开始从药品生产基地转向战略研发中心，进而巩固自身在全球医药市场的战略地位。我们认为，相关改革将利好部分企业发展，例如**石药集团（1093 HK）、中国生物制药（1177 HK）、药明生物（2269 HK）、翰森制药（3692 HK）和国药控股（1099 HK）**。

#### 7. 加息利好香港银行板块，但香港房地产板块面临持续调整

更高的疫苗接种率带动整体社会接近于实现群体免疫，而入境限制措施的取消及多数行业持续复苏，推动香港经济迈向稳定增长。与此同时，随着失业率不断下降以及消费和投资增加，香港 2023 年的经济增长动力将不断增强。就行业而言，香港银行业受益于经济活动增长和美国加息导致的净息差扩大，2022 年利润增长有望提高。我们看好**恒生银行（11HK）以及中银香港（2388 HK）**。对于香港房地产开发商来说，美联储维持货币紧缩立场，将在未来几个月加快香港银行同业拆息（HIBOR）和最优惠利率的上升步伐，按揭利率向上将继续阻碍潜在买家入市，楼市交易量将持续低迷，楼价亦将不断下降。我们看淡拥有大量存货的香港地产商，包括**恒基地产（12 HK）和新世界发展（17 HK）**。

#### 8. 环保行业发展催生新商机。

中国已提出“双碳”目标，致力于在 2030 年前实现二氧化碳排放达到峰值，争取在 2060 年前实现碳中和目标。中国政府正坚定地走绿色发展道路，坚持可持续发展战略。预计当局将基于“十四五”规划，推出更多有关环境保护的政策，涵盖加快发展可再生能源、水污染处理及固体废物处理等领域。在可再生能源方面，我们看好**中广核电力（1816 HK）和龙源电力（916 HK）**；在水污染处理和固废板块，我们看好**光大环境（257 HK）、中国光大绿色环保（1257 HK）和中国光大水务（1857 HK）**。



# 2023 年

## 行业展望

## 内银让利盈利增速料转平稳

- 内银版块 2022 年领跑大盘
- 内地料继续维持相对宽松货币政策
- 2023 年内银料保持稳定增长
- 市场预期 2023 年内银盈利增长 6.4%
- 首选建设银行(939 HK)、中国邮储银行(1658 HK)

**内银版块 2022 年领跑大盘：**2022 年全球金融市场动荡，全球通胀升温，环球央行加息拖累全球股市及债市。内地宏观经济增长有所放缓，加上内地疫情反复，而内房债务危机亦持续困扰内银版块。然而，中国银行业 2022 年以来仍保持稳健，2022 年 9 月末，商业银行总资产 308.2 万亿元，同比增长 11.1%；2022 年三季度末，商业银行不良贷款余额 3 万亿元，较上季末增加 373 亿元，商业银行不良贷款率 1.66%，较上季末下降 0.01 个百分点；2022 年首三季度商业银行净利润 1.7 万亿元，同比增长 1.2%，平均资本利润率 9.32%，较上季末下降 0.78 个百分点。

**内地料继续维持相对宽松货币政策：**2022 年内地先后两次调低存款准备金率。第一次为自 2022 年 4 月 25 日起，下调存款准备金率 0.25 个百分点。此次降准为全面降准，共计释放长期资金约 5300 亿元。第二次为 2022 年 11 月 5 日，内地下调金融机构存款准备金率 0.25 个百分点，共计释放长期 5500 亿元。内地下调存款准备金率，目的是保持流动性合理充裕，保持货币信贷总量合理增长，落实稳经济一揽子政策措施，加大对实体经济的支持力度，支持经济质的有效提升和量的合理增长，预期内地将继续维持相对宽松货币政策以支持经济发展。

**2023 年内银料保持稳定增长：**内地货币政策仍偏向宽松，预期基建信贷需求仍为贷款需求主导。另一方面，随着新房销售下滑，内地房地产贷款及个人按揭贷款增长亦放缓。虽然内地推出多项措施支持房地产企业，但购房者信心仍有待恢复，预期房地产贷款增速将保持平稳。然而，普惠金融贷款料维持稳定增长，而绿色金融增长料强劲。整体而言，2023 年贷款量增长将续为内银增长动力。

**市场预期 2023 年内银盈利增长 6.4%：**根据彭博综合预测，市场预估 2022 年内银行业收入增长 2.4%，盈利增长 3.4%。随着预期内地经济料于 2023 年回稳，企业经营情况可望逐步改善，内银 2023 年收入料增长 5.4%，盈利料增长 6.4%。按银行划分，四大银行 2022 年盈利同比增长介乎 0%至 5.5%。中小型银行方面，市场预期表现最好的是中国邮储银行，同比增长 12.1%，其次为招商银行，同比增长 10.8%。

**首选建设银行(939 HK)及中国邮储银行(1658 HK)：**内银板块现价 2023 年预测市盈率 3.52 倍，平均市账率 0.39 倍，2022 年预测股息率 8.5 厘。我们以资产质量作考虑，参考内银市账率及股本回报率比较，首选建设银行(939 HK)及中国邮储银行(1658 HK)。

**行业风险：**1) 人民币汇率转弱，2) 内地银行新增贷款低于预期，3) 不良贷款上升幅度快于预期。

陈惠杰  
高级分析师

[Dominic.chan@cebi.com.hk](mailto:Dominic.chan@cebi.com.hk)  
(852) 2916-9631

2022 年 12 月 28 日

### 主要数据

2023E 平均市盈率 (x)	3.52
2023E 平均市净率 (x)	0.39
2022E 平均股息收益率 (%)	8.6

资料来源：彭博，光银国际

### 板块表现 (%)

1 个月	2.0
3 个月	3.8
今年以来	-11.0

资料来源：彭博

### 推荐名单

建设银行(939 HK)  
中国邮储银行(1658 HK)

## 内银版块 2022 年领跑大盘

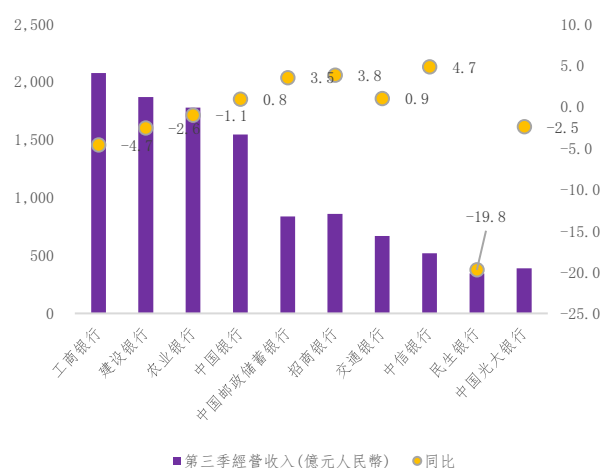
2022 年全球金融市场动荡，全球通胀升温，环球央行加息拖累全球股市及债市。内地市场方面，内地宏观经济增长有所放缓，加上内地疫情反复，而内房债务危机亦持续困扰内银版块。然而，中国银行业 2022 年以来仍保持稳健，2022 年 9 月末，商业银行总资产 308.2 万亿元，同比增长 11.1%；2022 年三季度末，商业银行不良贷款余额 3 万亿元，较上季末增加 373 亿元，商业银行不良贷款率 1.66%，较上季末下降 0.01 个百分点；2022 年首三季度商业银行净利润 1.7 万亿元，同比增长 1.2%，平均资本利润率 9.32%，较上季末下降 0.78 个百分点。

回顾今年三季度香港上市的内银业绩，虽然期内内银增加贷款量，但由于内银让利以支持实体经济，导致内银净息差下跌；加上期内内银手续费及佣金收入放慢，内银板块 2022 年第三季度收入普遍同比下降或放缓。不过，由于信用减值损失减少，内银盈利增速高于收入增速。资产质素方面，银行不良贷款比率保持稳定。

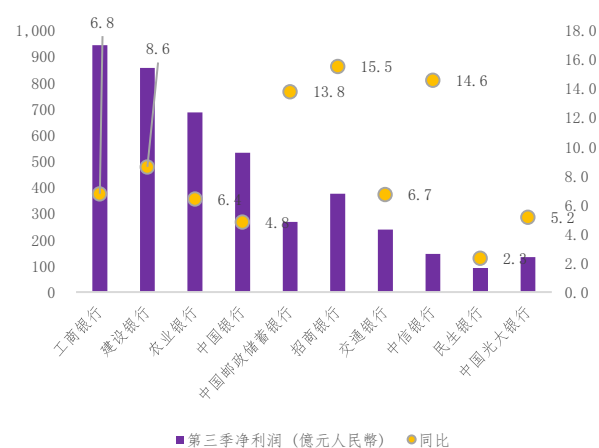
四大国有银行中，以海外业务占比较高的中国银行营业收入录得正增长，第三季度同比增长 0.8%，工商银行营业收入下跌 4.7%，跌幅较大，建设银行及农业银行则分别下跌 2.6% 及 1.1%。盈利方面，四大国有银行盈利增速介乎 4.8% 至 8.6%，当中建设银行增幅较高，同比增长 8.6%。

至于中型银行方面，第三季度营业收入均录得增长，但增幅均较上半年有所放缓，当中，营业收入增幅以中信银行最高，同比增长 4.7%，其次为招商银行，增长 3.8%，民生银行表现最差，收入同比下降 19.8%。至于盈利方面，表现最好为招商银行，盈利同比增长 15.5%，其次为中信银行，盈利同比增长 14.6%。表现最差为民生银行，第三季度盈利同比上升 2.3%。

图表 1: 2022 年第三季内银经营收入(亿元人民币)及增速(%)



图表 2: 2022 年第三季内银盈利(亿元人民币)及增速(%)

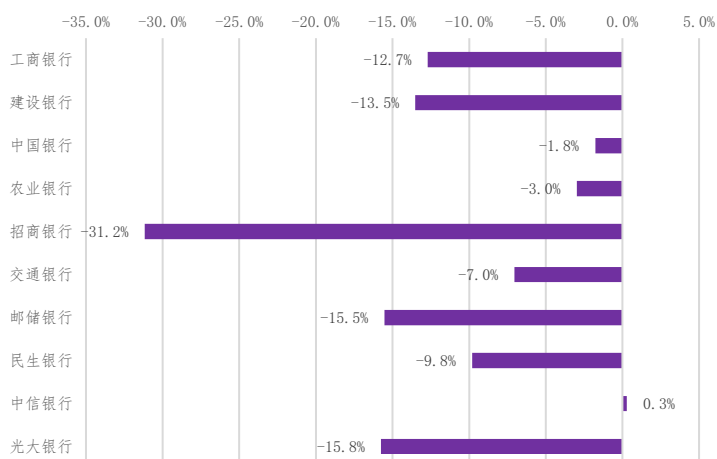


资料来源: 公司资料、光银国际

资料来源: 公司资料、光银国际

由于市场担心宏观经济放缓，加上内房债务危机令市场担心内银资产质素，内银股价表现跟随大市回落。不过，由于内银板块增长仍然稳定，整体而言，内银 2022 年今年以来下跌 11%，表现较同期恒指下跌 15.2% 为佳。2022 年以来跌幅最大为招商银行，股价下跌 31.2%。表现最好为中信银行，股价上升 0.3%。

图表 3：内银板块 2022 年以来表现（截至 2022 年 12 月 23 日）



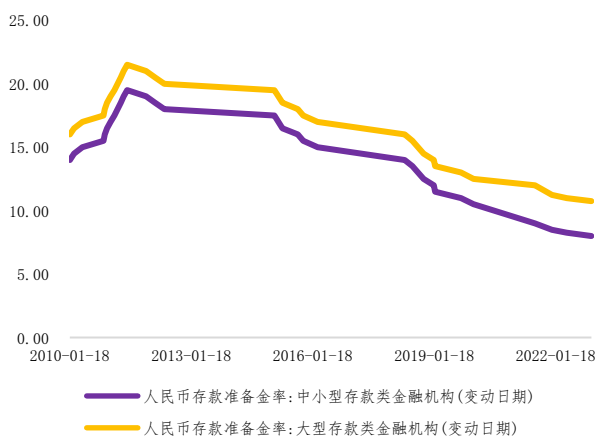
资料来源：彭博、光银国际

## 内地料继续维持相对宽松货币政策

2022 年内地先后两次调低存款准备金率。第一次为自 2022 年 4 月 25 日起，下调存款准备金率 0.25 个百分点，共计释放长期资金约 5300 亿元。第二次为 2022 年 12 月 5 日，内地下调金融机构存款准备金率 0.25 个百分点，共计释放长期资金 5500 亿元。

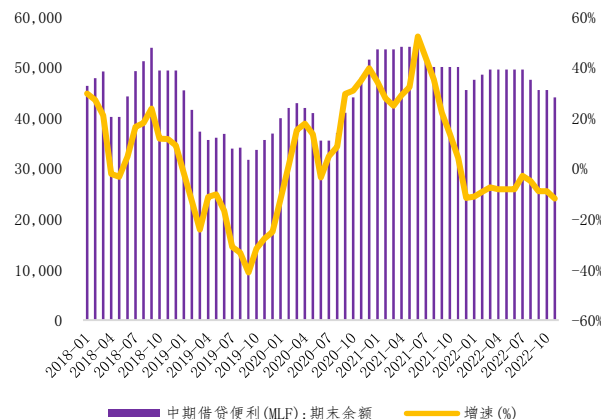
内地下调存款准备金率，目的是保持流动性合理充裕，保持货币信贷总量合理增长，落实稳经济一揽子政策措施，加大对实体经济的支持力度，支持经济质的有效提升和量的合理增长。另一方面，是优化金融机构资金结构，增加金融机构长期稳定资金来源，增强金融机构资金配置能力，支持受疫情严重影响行业和中小微企业；三是此次降准降低金融机构资金成本，通过金融机构传导可促进降低实体经济综合融资成本。然而，目前内地金融机构存款准备金率已处于较低水平，预期内地将维持相对宽松货币政策，以促进金融机构降低融资成本。

图表 4：中国存款准备金率走势图



资料来源：万得、光银国际

图表 5：中国 MLF 余额走势图



资料来源：万得、光银国际



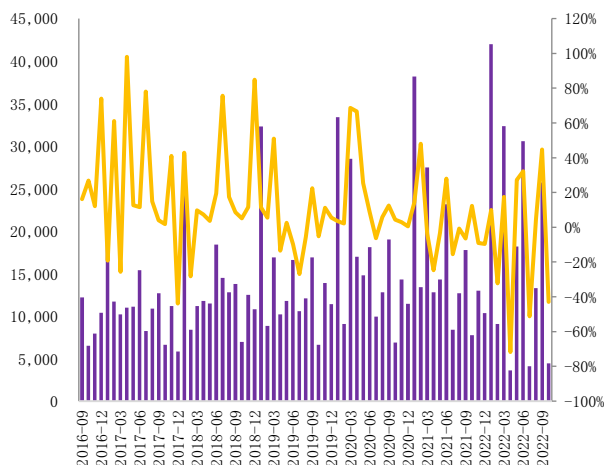
## 2023 年内银料保持稳定增长

### 贷款量增长仍为内银主要增长动力

内地 2022 年 11 月份人民币新增贷款 1.21 万亿元，同比少增 596 亿元。截至 11 月底，贷款余额 218.11 万亿元，同比增长 10.4%。11 月社会融资规模 1.99 万亿元，整体而言，11 月信贷增长仍低市场预期。截至 2022 年 11 月底，广义货币供应量(M2)同比增长 12.4%，增速较 2022 年 10 月底高 0.6 个百分点。狭义货币供应量(M1)同比增长 4.6%，较 2022 年 10 月底低 1.2 个百分点。

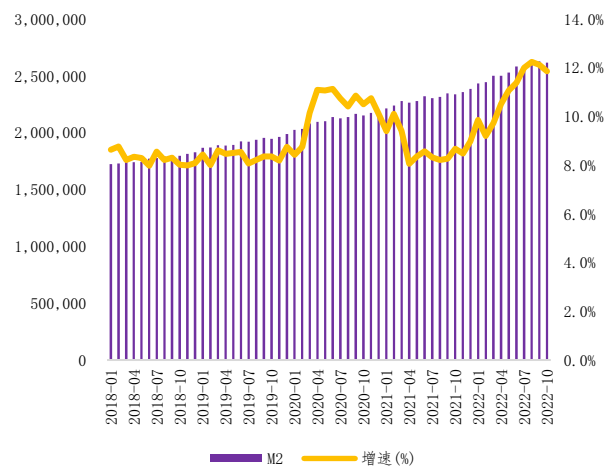
内地货币政策仍偏向宽松，基建信贷需求仍为贷款需求主导。另一方面，随着新房销售下滑，内地房地产贷款及个人按揭贷款增长亦放缓。虽然内地推出多项措施支持房地产企业，但购房者信心仍有待恢复，预期房地产贷款增速将保持平稳。然而，普惠金融贷款料维持稳定增长，而绿色金融增长料强劲。整体而言，2023 年贷款量增长将续为内银增长动力。

图表 6：中国社会融资新增贷款量(亿元人民币)



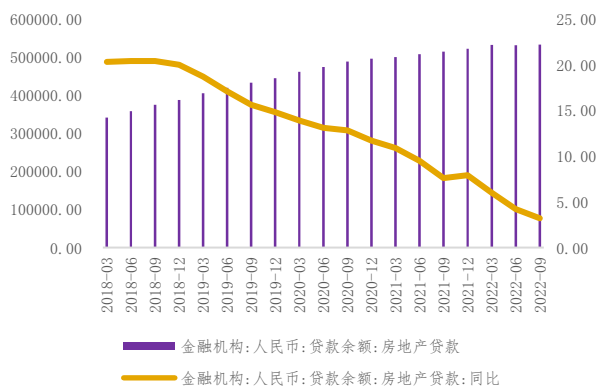
资料来源：万得、光银国际

图表 7：中国 M2 增速 (%)



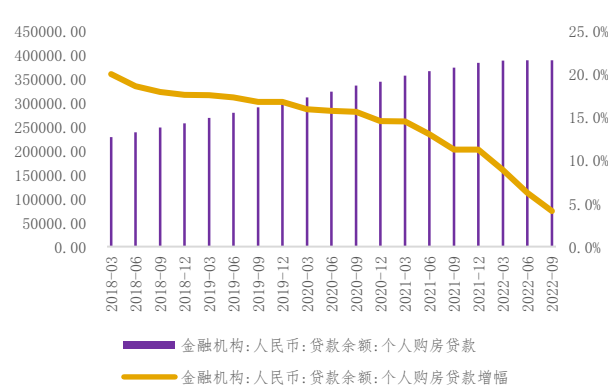
资料来源：万得、光银国际

图表 8：内地房地产开发贷款额及增长 (%)



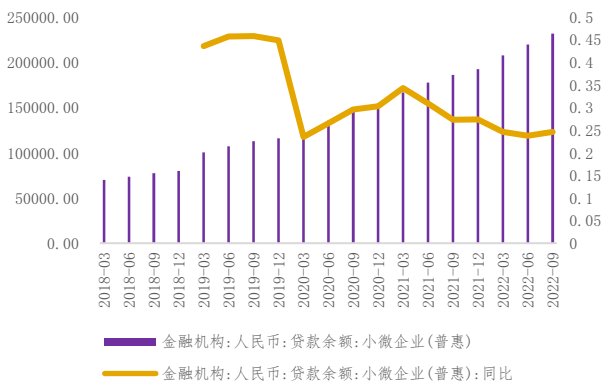
资料来源：公司资料、光银国际

图表 9：内地房地产个人按揭贷款额增长 (%)



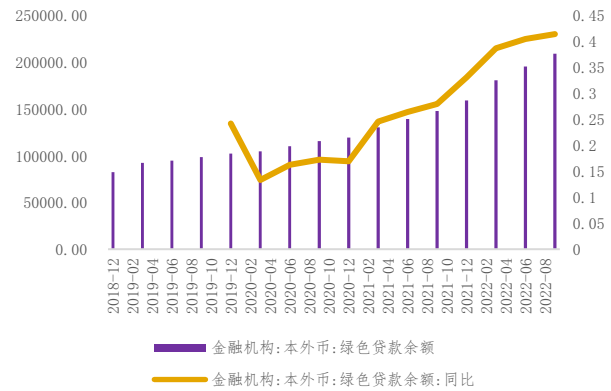
资料来源：公司资料、光银国际

图表 10: 内地小微企业(普惠金融)贷款额及增长 (%)



资料来源: 公司资料、光银国际

图表 11: 内地绿色信贷规模及增长 (%)



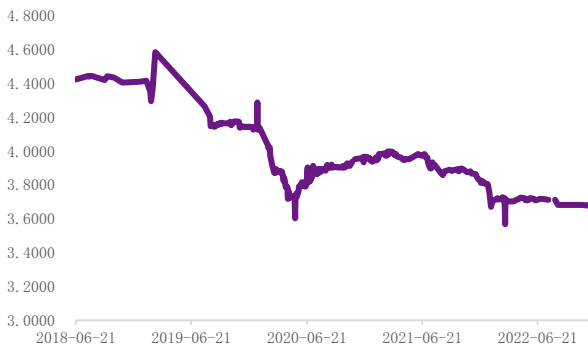
资料来源: 公司资料、光银国际

### 净息收窄趋势料放缓

2022 年为支持实体经济, 稳增长保民生, 贷款利率持续下行, 银让利成新常态。内地于 2022 年下调 LPR 利率。1 年期 LPR 从 2022 年初的 3.80% 下降至目前的 3.65% 左右。8 月末企业贷款平均利率 4.05%, 2021 年末为 4.61%。

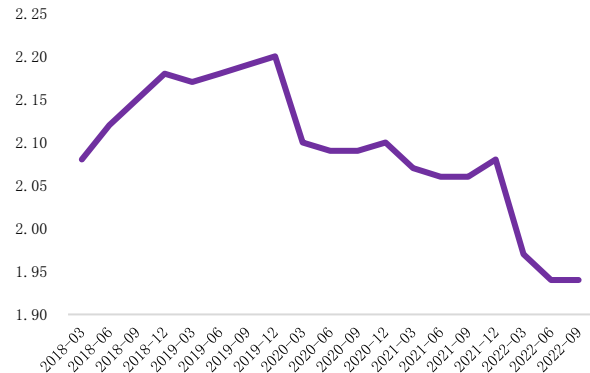
虽然内地下调 LPR 利率, 内银亦透过多项方法, 如增加零售贷款减低净息差压力。目前银行业净息差已处于较低水平, 预期未来净息差收窄趋势料放缓。

图表 12: 内地 1 年期 LPR 走势



资料来源: 公司资料、光银国际

图表 13: 银行业净息差走势

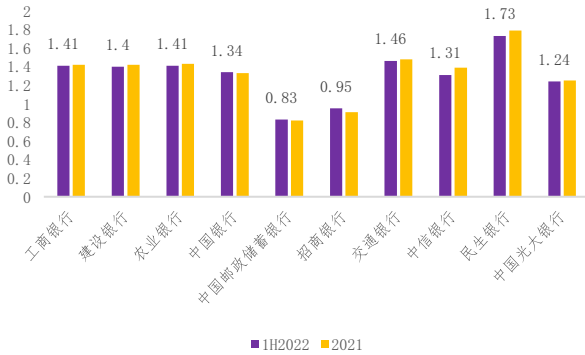


资料来源: 公司资料、光银国际

## 资产质量保持稳定

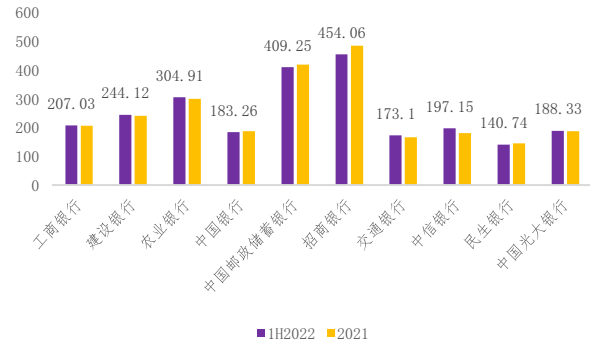
截至2022年9月末，商业银行不良贷款余额3万亿元，较上季末增加373亿元；不良贷款率1.66%，较上季末下降0.01个百分点。内银资产质量保持稳定。

图表 14：2021 年及 2022 年上半年内银不良贷款率



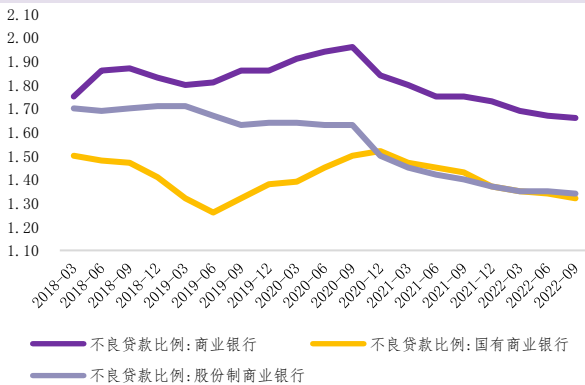
资料来源：彭博、光银国际

图表 15：2021 年及 2022 年上半年内银不良贷款拨备率



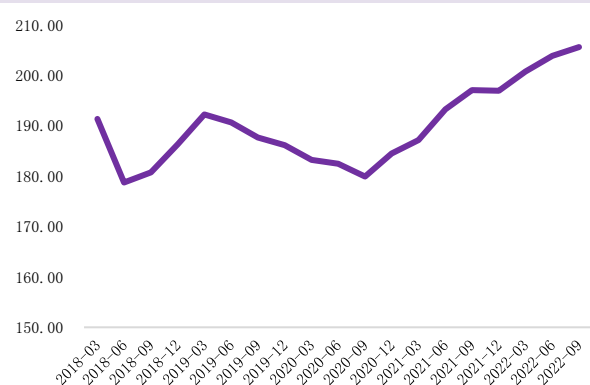
资料来源：彭博、光银国际

图表 16：内银不良贷款比率走势 (%)



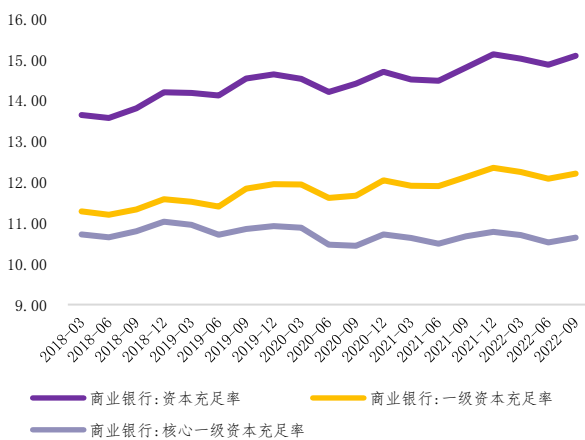
资料来源：万得、光银国际

图表 17：内地银行拨备覆盖率 (%)



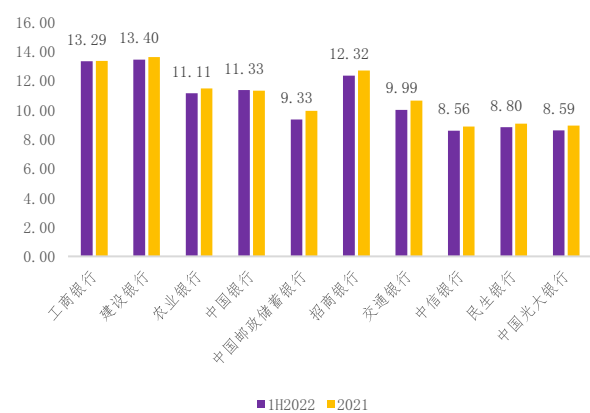
资料来源：万得、光银国际

图表 18：内银资本充足比率走势



资料来源：彭博、光银国际

图表 19：2022 年上半年内银一级资本充足比率比较



资料来源：彭博、光银国际

## 今年内银盈利料增长 3.4%；2023 年盈利增长 6.4%

根据彭博综合预测，市场预估 2022 年内银行业收入增长 2.4%，盈利增长 3.4%。随着预期内地经济料于 2023 年回稳，企业经营情况可望逐步改善，内银 2023 年收入料增长 5.4%，盈利料增长 6.4%。

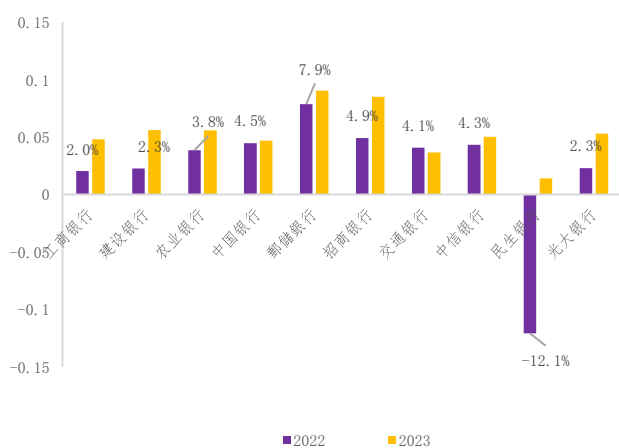
图表 20：2022 年及 2023 年预测内银经营收入(亿元人民币)及增速(%)



资料来源：公司资料、光银国际

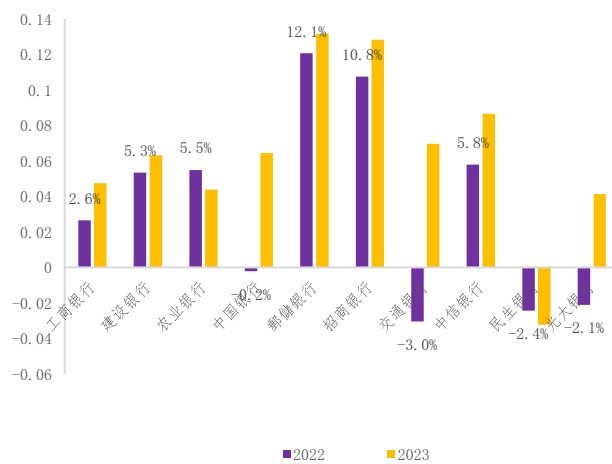
按银行划分，四大银行 2022 年盈利同比增长介乎 0%至 5.5%。中小型银行方面，市场预期表现最好的是中国邮储银行，同比增长 12.1%，其次为招商银行，同比增长 10.8%。

图表 21：内银 2022 及 2023 年收入增速



资料来源：彭博、光银国际

图表 22：内银 2022 及 2023 年盈利增速

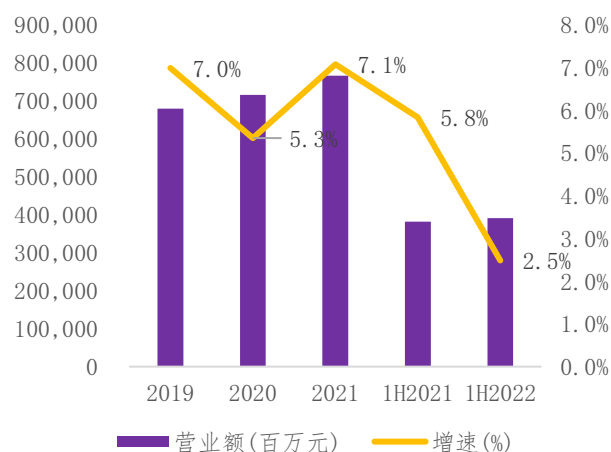


资料来源：彭博、光银国际

## 关注建设银行及中国邮储银行

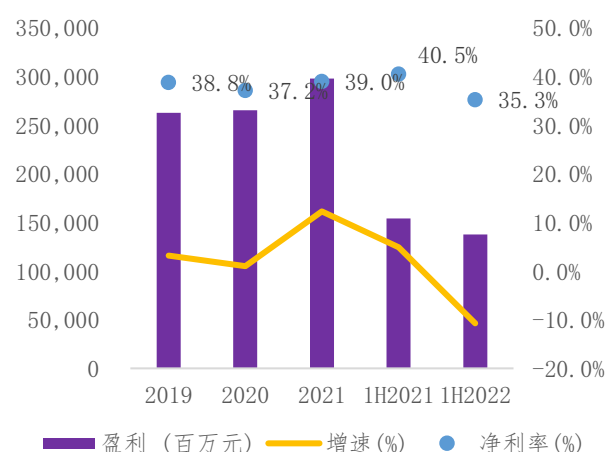
内银板块现价 2023 年预测市盈率 3.52 倍，平均市账率 0.39 倍，2022 年预测股息率 8.5 厘。我们以资产质量作考虑，参考内银市账率及股本回报率比较，首选建设银行 (939 HK) 及中国邮储银行 (1658 HK)。

图表 23: 建设银行营业收入及增速 (%)



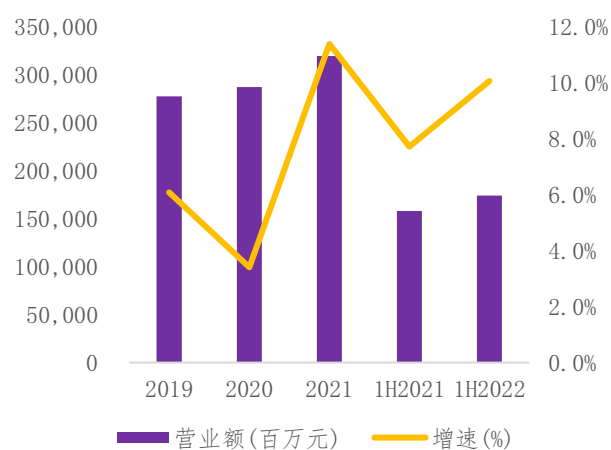
资料来源: 公司资料、光银国际

图表 24: 建设银行盈利及利润率 (%)



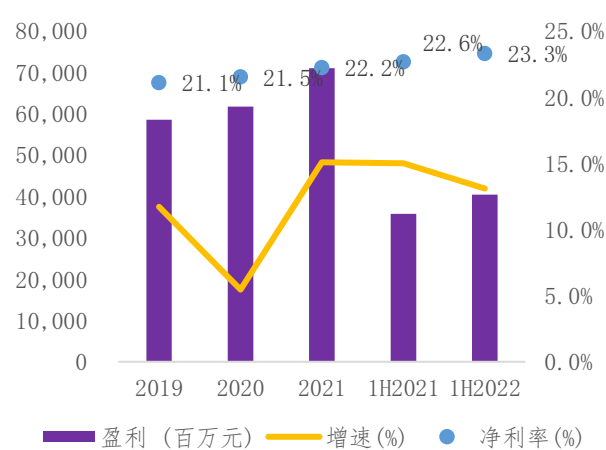
资料来源: 公司资料、光银国际

图表 25: 中国邮储银行营业收入及增速 (%)



资料来源: 公司资料、光银国际

图表 26: 中国邮储银行盈利及利润率 (%)



资料来源: 公司资料、光银国际

## 行业风险

行业风险包括 1) 人民币汇率转弱, 2) 内地银行新增贷款低于预期, 3) 不良贷款上升幅度快于预期。

图表 27：行业估值概要（根据 2022 年 12 月 23 日数据）

代码	名称	股价(当地货币)	2021	市盈率		2021	市账率		股息率	ROE	市值(百万港元)
				2022E	2023E		2022E	2023E	2022E	2021E	
<b>内地银行</b>											
1398 HK EQUITY	工商银行	3.85	3.36	3.50	3.34	0.42	0.39	0.36	8.87	11.10	1612921.73
939 HK Equity	建设银行	4.67	3.26	3.34	3.16	0.39	0.38	0.35	9.15	11.70	1181955.67
3988 HK Equity	中国银行	2.78	3.30	3.42	3.25	0.38	0.36	0.33	9.27	10.71	968687.24
1288 HK EQUITY	农业银行	2.61	3.33	3.40	3.22	0.37	0.36	0.34	9.32	10.46	1102737.15
3968 Hk EQUITY	招商银行	41.65	7.50	7.13	6.29	1.18	1.14	1.00	4.58	16.67	1028513.64
3328 HK Equity	交通银行	4.36	3.13	3.39	3.22	0.31	0.34	0.31	9.27	9.97	357653.30
1658 Hk EQUITY	邮储银行	4.68	4.79	4.75	4.23	0.57	0.56	0.49	6.61	12.10	451493.90
1988 HK EQUITY	民生银行	2.67	2.82	3.45	3.43	0.18	0.20	0.20	8.19	5.57	157167.79
998 HK Equity	中信银行	3.40	2.61	2.66	2.51	0.28	0.27	0.25	10.24	10.46	236052.07
6818 HK Equity	光大银行	2.30	2.69	2.72	2.56	0.26	0.27	0.24	10.82	9.53	168072.44
	平均数		3.68	3.78	3.52	0.43	0.43	0.39	8.63	10.83	
<b>城商行</b>											
2016 HK EQUITY	浙商银行	2.78	3.88	-	-	0.39	-	-	-	-	66195.70
416 HK Equity	锦州银行	1.40	12.76	-	-	0.30	-	-	-	-	19574.26
3866 HK Equity	青岛银行	3.16	4.98	-	-	0.55	0.51	0.46	6.36	11.45	20551.93
3698 HK EQUITY	徽商银行	2.50	2.51	2.49	2.13	0.30	0.28	0.25	4.46	12.64	34724.50
3618 Hk EQUITY	渝农商行	2.62	2.59	2.73	2.55	0.25	0.24	0.22	10.44	9.02	41029.43
2066 HK Equity	盛京银行	6.04	100.23	-	-	0.59	-	-	-	-	53131.95
1551 Hk EQUITY	广州农商银行	2.64	8.42	-	-	0.38	-	-	-	-	30231.35
1963 HK EQUITY	重庆银行	3.99	2.43	-	-	0.28	-	-	-	-	20473.14
1578 HK Equity	天津银行	1.88	2.94	-	-	0.18	-	-	-	-	11412.64
1916 HK Equity	江西银行	0.92	2.25	-	-	0.12	-	-	-	-	5542.33
	平均数		14.30	2.61	2.34	0.33	0.34	0.31	7.09	11.04	

资料来源：彭博、光银国际

## 政策支持下房地产行业料逐步回稳

- 内地密集式推出刺激楼市措施
- 金融 16 条有助稳定房地产行业发展
- 内房 2022 年销售明显下滑
- 预期内房销售 2023 年下半年可望反弹
- 内房 2023 年盈利料增长 8.3%
- 关注财务状况较稳健的大型民营内房企业

**内地密集式推出刺激楼市措施：**内地 2022 年密集公布支持房地产发展政策，上半年主要是集中在调整房地政策，在房住不炒的定位下，包括放松限购、降低首付比例、购房补贴、公积金首付便捷化等。不过，房地产企业面对庞大资金压力，单靠微调房地产政策仍不足够。内地亦于下半年就化解房地产信贷危机，提出了「第一支箭」，「第二支箭」及「第三支箭」，分别从信贷贷款、债券融资及股权融资三方面支持房地产解决资金压力。

**金融 16 条有助稳定房地产行业发展：**内地亦公布金融 16 条措施有助稳定房地产行业发展。2022 年 11 月 23 日，人民银行、银保监会正式公布「关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知」，目的为贯彻落实坚持房子是用来住的，不是用来炒的定位，全面落实房地产长效机制，因城施策支持刚性和改善性住房需求，保持房地产融资合理适度，维护住房消费者合法权益，促进房地产市场平稳健康发展。具体措施包括六方面共 16 项措施。

**内房 2022 年销售明显下滑：**内地疫情反复，加上内地房地产企业财政危机打击购房者信心，内房企业 2022 年销售表现疲弱。根据国家统计局数据，今年首 11 月内地商品房销售额同比下跌 23.3%。至于香港上市的内房企业，11 月销售情况亦相当惨淡，单计 11 月份，大部份内房销售额同比下跌逾两成。

**预期内房销售 2023 年下半年可望反弹：**内地于 2022 年推出多项支持房地产政策，但大部份措施主要是缓解内地房地产企业的财务危机。内房销售仍视乎内地消费者购买能力。预期内地将逐步放缓防疫政策，加上内地房地产销售于 2022 年下半年开始跌幅已逐步收窄，与及 2022 年下半年内房销售基数较低。我们预期内地购房信心将逐步内地支持政策推出，预期 2023 年内房销售下半年可反弹，2023 年全年内房销售可望录得单位数增长。

**内房 2023 年盈利料增长 8.3%：**内房 2022 年盈利料倒退 25.1%；明年盈利料增长 8.3%。2022 年内房表现惨淡，尤其以民营企业跌幅较大，国企内房则因为财务较稳健而表现佳。展望 2023 年，随着内地推出各项支持房地产企业政策，投资者对内房板块信心料逐步回升，整个板块全年我们关注财务关注财务状况较稳健的大型民营内房企业，当中包括碧桂园(2007 HK)及新城发展(1030 HK)。

**行业风险包括，** 1) 内地加大对内房的调控政策 2) 销售增长低于预期， 3) 内房企业资金链出现断裂。

陈惠杰  
高级分析师

[Dominic.chan@cebi.com.hk](mailto:Dominic.chan@cebi.com.hk)  
(852) 2916-9631

2022 年 12 月 28 日

### 主要数据

2023E 平均市盈率 (x)	3.28
2022E 平均市净率 (x)	0.3
2023E 平均市净率 (%)	0.28

资料来源：彭博、光银国际

### 板块表现 (%)

1 个月	12.4
3 个月	2.0
今年以来	-25.5

资料来源：彭博

### 推荐名单

碧桂园 (2007 HK)  
新城发展 (1030 HK)

## 内地密集式推出刺激楼市措施

内地 2022 年密集公布支持房地产发展政策，上半年主要是集中在调整房地政策，在房住不炒的定位下，包括放松限购、降低首付比例、购房补贴、公积金首付便捷化等。不过，房地产企业面对庞大资金压力，单靠微调房地产政策仍不足够。内地亦于下半年就化解房地产信贷危机，提出了「第一支箭」，「第二支箭」及「第三支箭」，分别从信贷贷款、债券融资及股权融资三方面支持房地产解决资金压力。

### 第一支箭：信贷贷款融资

2022 年 9 月 29 日，人民银行货币政策委员会会议中首次提及「保交楼」贷款支持计划，以引导商业银行提供配套融资支持，维护住房消费者合法权益，促进房地产市场平稳健康发展。2022 年 11 月，央行正式推出 2000 亿元人民币「保交楼」计划，央行并为商业银行提供零成本资金支持「保交楼」。房地产商将直受惠于这项计划，可以透过专项贷款以令停工的项目复工复产，提振房地产市场信心。

### 第二支箭：债券融资

2022 年 11 月 8 日，中国银行间市场交易商协会公布，继续推进并扩大民营企业债券融资支持工具，通过担保增信、创设信用风险缓释凭证、直接购买债券等方式，支持包括房地产企业在内的民营企业发债融资，预计可支持约 2500 亿元人民币民营企业债券融资。政策支持民企债券融资力度进一步加大，主要在三方面进行了「扩容」：一是支持民企范围上，强调了“包括房地产企业”，并提出将中债增担保民营房企发债纳入支持工具统筹推进；二是在专业机构支持民企发债融资的方式上增加了“直接购买债券”；三是明确提出“预计可支持约 2500 亿元人民币民营企业债券融资”的政策目标。

事实上，部分内房完成新一轮发债，包括龙湖地产(9660)、美的置业(3990)、新城控股(60115 SH)。其中，龙湖地产已于 2022 年 11 月底发行 20 亿元的 3 年期中票，票面利率 3 厘。另外，碧桂园亦计划于 12 月发行 10 亿元中期票据。我们预期 2023 年内房企业将逐步恢复发行债券。

### 第三支箭：股权融资

2022 年 11 月 28 日晚，中国证监会公布「就资本市场支持房地产市场平稳健康发展答记者问」，决定在股权融资方面调整优化五项措施支持房地产市场平稳健康发展。该五项措施包括，恢复涉房上市公司并购重组及配套融资，恢复上市房企和涉房上市公司再融资，调整完善房地产企业境外市场上市政策，进一步发挥 REITs 盘活房企存量资产作用，积极发挥私募股权投资基金作用。中国证监会恢复涉房上市公司并购重组及融资，支持对象和政策目标更加清晰，有利于提振投资者信心，尤其有利于稳定和扩大民营企业的融资。为房地产企业化解次贷危机。



## 金融 16 条有助稳定房地产行业发展

另一方面，内地亦公布金融 16 条措施有助稳定房地产行业发展。2022 年 11 月 23 日，人民银行、银保监会正式公布「关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展的通知」，目的为贯彻落实坚持房子是用来住的，不是用来炒的定位，全面落实房地产长效机制，因城施策支持刚性和改善性住房需求，保持房地产融资合理适度，维护住房消费者合法权益，促进房地产市场平稳健康发展。具体措施包括六方面共 16 项措施。

- 一、保持房地产融资平稳有序；
- 二、积极做好“保交楼”金融服务；
- 三、积极配合做好受困房地产企业风险处置；
- 四、依法保障住房金融消费者合法权益；
- 五、阶段性调整部分金融管理政策；
- 六、加大住房租赁金融支持力度。

当中，较为重要的救楼市措施包括让房企未来半年内到期的贷款可多展期一年；延长银行房地产贷款集中度管理要求的过渡期，为新一轮房贷投放提供空间；以及鼓励银行与业主协商延期供楼，而不影响其个人信贷纪录等。通知表明，对房企开发贷款、信托贷款等存量融资，在保证债权安全下，鼓励金融机构与房企基于商业原则协商，通过存量贷款展期、调整还款安排等方式支持。自通知印发日起，未来半年内到期的存量贷款，允许超出原规定多展期一年，并可调整贷款分类，报送征信系统的贷款分类与之保持一致。展期有助于促进金融机构贷款政策稳定、防范金融机构和房企关系恶化，是金融机构防范贷款违约、防范不良贷款率的重要举措。

另一方面，监管部门近年就银行房地产相关贷款余额占比设限，大型及中型银行的房地产贷款占比上限分别 40%及 27.5%，个人房贷占比上限分别 32.5%及 20%，根据超标程度设有 2 年至 4 年过渡期。通知延长有关过渡期安排，对受疫情等因素影响而不能如期满足管理要求的银行，基于实际情况并经客观评估，「合理延长」其过渡期。此举意味着房地产贷款投放或将边际改善，居民端支持刚性和改善性住房需求，房地产销售或将逐渐回稳；企业端支持合理融资需求，有效防止企业爆雷潮。除了透过保交楼措施化解断供潮，通知提出，对于因疫情住院、隔离或停工失业而失去收入的个人，及因买卖合同改变或解除的个人楼宇按揭，金融机构可与业主协商延期还本付息，而不影响其个人信贷纪录，依法保障住房金融消费者合法权益。对个人而言，延供楼减轻了还款压力，体现了金融机构在危难之时为民众纾困、携手助力防疫；对于银行而言，能够降低坏账率。

支持合理融资需求、强调国有、民营房地产企业一视同仁；优质民企可获优先融资支持；落实因城施策支持刚性和改善性住房需求的政策；推进保交楼专项借款尽快全面落到项目，激励商业银行新发放保交楼贷款；加大金融支持实体经济力度，加大对民营企业发债的支持力度；适时适度运用降准等货币政策工具，保持流动性合理充裕；缓解房企资金链压力，提振购房者信心。

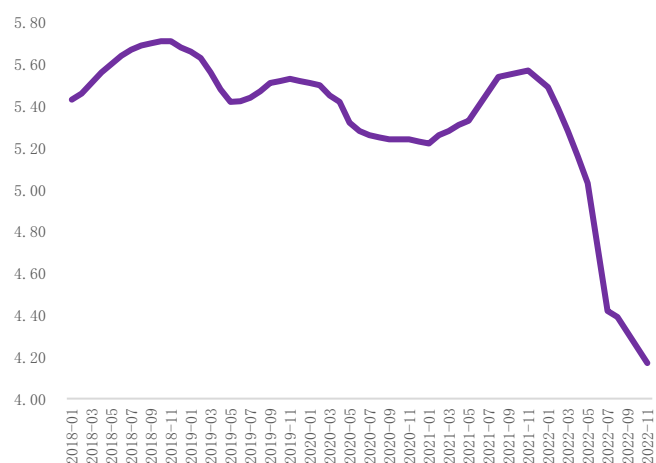
## 优质房企可通过保函置换预售资金

2022年11月14日，中国银保监会、住房和城乡建设部、人民银行发布《关于商业银行出具保函置换预售监管资金有关工作的通知》。其中指出，允许商业银行按市场化、法治化原则，在充分评估房地产企业信用风险、财务状况、声誉风险等的基础上进行自主决策，与优质房地产企业开展保函置换预售监管资金业务。房地产企业要按规定使用保函置换的预售监管资金，优先用于项目工程建设、偿还项目到期债务等，不得用于购置土地、新增其他投资、偿还股东借款等。房地产企业要按约定承担监管账户内的资金补足义务，确保项目建设资金充足。《通知》表示，为支持优质房地产企业合理使用预售监管资金，防范化解房地产企业流动性风险，促进房地产市场平稳健康发展，三部门联合印发《通知》，指导商业银行按市场化、法治化原则，向优质房地产企业出具保函置换预售监管资金。

## 阶段性下调房贷利率

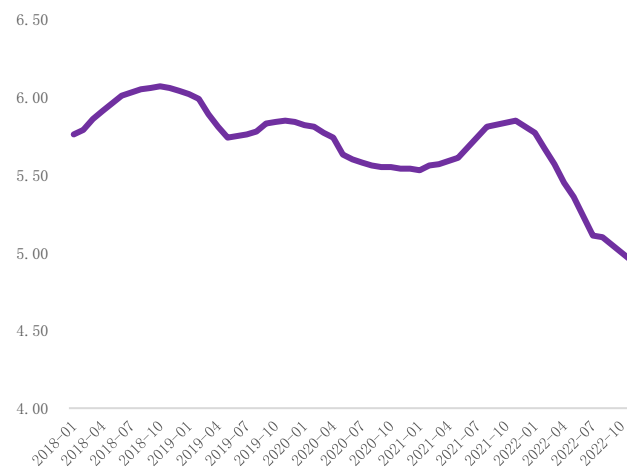
另一方面，内地亦在需求方面刺激内房销售。与境外市场不同，内地公布阶段性放宽部分城市首套房贷款利率下限。9月29日，人民银行、银保监会发布通知，决定阶段性调整差别化住房信贷政策，明确符合条件的城市政府，可自主决定在2022年底前阶段性维持、下调或取消当地新发放首套住房贷款利率下限，房贷“低利率”时代开启。截止10月31日，已有至少20个城市首套住房商业贷款利率低于4%。总体而言，2022年11月，中国首套房房贷利率约为4.17%，二套房房贷利率约为4.95%。

图表 1：中国首套房房贷利率 (%)



资料来源：彭博、光银国际

图表 2：中国二套房房贷利率 (%)



资料来源：彭博、光银国际

## 内房 2022 年销售明显下滑

内地疫情反复，加上内地房地产企业财政危机打击购房者信心，内房企业 2022 年销售表现疲弱。根据国家统计局数据，今年首 11 月内地商品房销售额同比下跌 23.3%。至于香港上市的内房企业，11 月销售情况亦相当惨淡，单计 11 月份，大部分内房销售额同比下跌逾两成。2022 年以来，表现最好为越秀地产，全年销售同比增长 8.3%，表现最差为正荣地产，销售同比下跌 76.4%。

图表 3：香港上市房企 2022 年首 11 个月销售情况

销售金额(亿元人民币)	2022 年 1-11 月	2021 年 1-11 月	YOY (%)	2022 年 11 月	2021 年 11 月	YOY (%)
碧桂园	3354.4	5354.2	-37.4%	260.1	413.5	-37.1%
万科	3772.2	5642.1	-33.1%	304.4	431.5	-29.5%
融创中国	1611.0	5495.4	-70.7%	80.4	367.4	-78.1%
中国海外	2567.0	3297.3	-22.1%	241.1	272.4	-11.5%
华润置地	2517.2	2695.8	-6.6%	222.0	203.6	9.0%
龙湖集团	1832.2	2504.0	-26.8%	174.5	225.7	-22.7%
世茂房地产	794.7	2578.8	-69.2%	65.0	160.5	-59.5%
新城发展	1094.8	2129.7	-48.6%	65.3	200.6	-67.4%
时代中国	382.0	864.9	-55.8%	15.6	106.9	-85.4%
越秀地产	1029.4	950.7	8.3%	118.3	133.5	-11.4%
正荣地产	308.8	1310.1	-76.4%	17.2	99.3	-82.6%
雅居乐集团	613.8	1251.6	-51.0%	36.0	120.1	-70.0%
中骏集团控股	544.4	977.8	-44.3%	42.0	75.4	-44.2%
绿城中国	1856.0	2463.0	-24.6%	227.0	251.0	-9.6%
中梁控股	620.0	1555.0	-60.1%	44.0	122.0	-63.9%
禹州集团	338.0	975.9	-65.4%	22.3	75.2	-70.3%
建业地产	217.9	576.9	-62.2%	10.9	27.4	-60.2%
德信中国	337.0	681.1	-50.5%	30.5	58.4	-47.8%
合景泰富集团	470.8	937.1	-49.8%	38.6	75.9	-49.1%
宝龙地产	379.3	931.3	-59.3%	32.5	83.2	-61.0%
融信中国	568.0	1452.7	-60.9%	12.0	97.4	-87.7%
远洋集团	894.9	1207.3	-25.9%	108.6	150.5	-27.8%
弘阳地产	340.3	790.9	-57.0%	18.0	50.5	-64.3%
中国金茂	1374.8	2136.2	-35.6%	143.0	177.2	-19.3%

资料来源：公司资料、光银国际

## 预期 2023 年内房销售下半年可望反弹

内地于 2022 年推出多项支持房地产政策，但大部分措施主要是缓解内地房地产企业的财务危机。内房销售仍视乎内地消费者购买能力。预期内地将逐步放缓防疫政策，加上内地房地产销售于 2022 年下半年开始跌幅已逐步收窄，与及 2022 年下半

年内房销售基数较低。我们预期内地购房信心将逐步内地支持政策推出，预期2023年内房销售下半年可反弹，2023年全年内房销售可望录得单位数增长。

## 内地房地产数据仍然偏弱

按国家统计局公布的数据，11月份，4个一线城市新建商品住宅销售价格环比上升0.3%，其中，北京和上海环比分别上涨0.6%和0.5%；广州持平，深圳下降0.2%。二手住宅销售价格下降0.4%，降幅比上月扩大0.2个百分点。其中：北京、上海、广州和深圳分别下降0.6%、0.1%、0.3%和0.2%。31个二线城市新建商品住宅和二手住宅销售价格分别上涨1.0%和0.3%，涨幅均与上月相同。35个三线城市新建商品住宅和二手住宅销售价格分别上涨0.9%和0.4%，涨幅比上月分别回落0.2和0.1个百分点。

11月份，一线城市新建商品住宅销售价格同比上涨1.5%，涨幅比去年同月扩大0.8个百分点；1-11月平均，同比上涨0.3%，涨幅比去年同期回落10.6个百分点。11月份，二手住宅销售价格上涨0.8%，涨幅比去年同月回落2.1个百分点；1-11月平均，同比上涨0.7%，涨幅比去年同期回落12.1个百分点。11月份，二三线城市新建商品住宅销售价格同比分别上涨11.1%和10.5%，涨幅比去年同月分别扩大6.4和3.6个百分点。

2022年1-11个月全国房地产开发投资同比下降9.8%，为123863亿元，其中，住宅投资94016亿元，下降9.2%。今年1-10月份，全国房地产开发投资同比下降8.8%，而去年1-11月为同比增长6.0%。

2022年首1-11个月房屋新开工面积同比下降38.9%，为111632万平方米。其中，住宅新开工面积81734万平方米，下降39.5%。房屋施工面积同比下降6.7%，为896857万平方米。其中，住宅施工面积633,916万平方米，下降6.7%。房屋竣工面积同比下降19.0%，为55709万平方米。其中，住宅竣工面积下降18.4%。

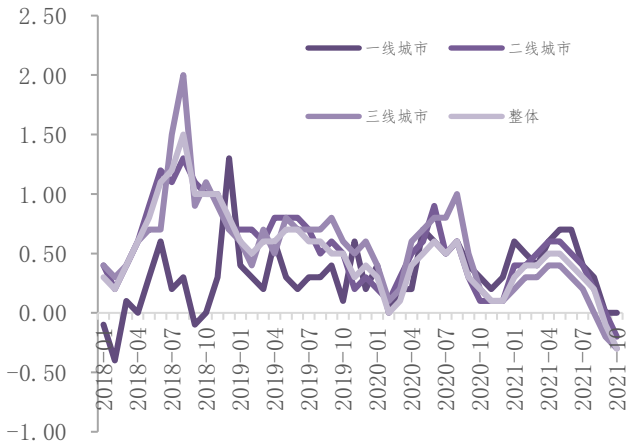
2022年1-11个月全国商品房销售面积分别同比下降23.3%，为121250万平方米，而去年同期同比增长4.8%。商品房销售额同比下降26.6%，为118,648亿元，而去年同期增长8.5%。今年11月底，商品房待售面积同比增长10%，为55203万平方米。其中，住宅待售面积增长18.0%。

2022年1-11个月全国房地产开发企业到位资金136313亿元，同比下降25.7%，跌幅较1-10个月的24.7%继续扩大，而去年同期为同比增长7.2%。其中，国内贷款15,823亿元，下降26.9%；利用外资66亿元，下降26.6%；自筹资金48994亿元，下降17.5%；定金及预收款44601亿元，下降33.6%；个人按揭贷款21870亿元，下降26.2%。

11月份，房地产开发景气指数为94.42，低于10月份的94.69，而去年11月份为100.45。

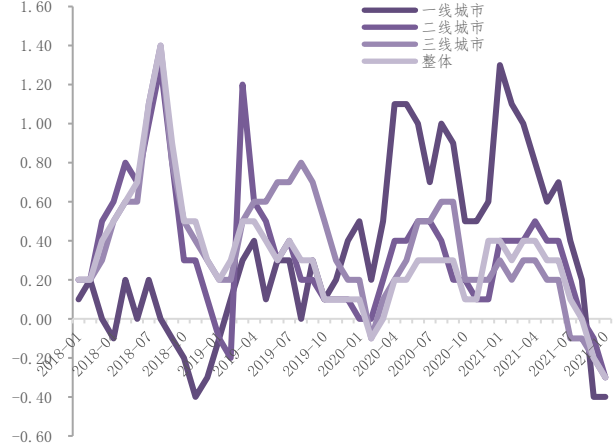
整体而言，11月份内房整体数据仍然表现疲弱，但部分数据出现改善。由于今年三季度以来，内地多部门出台了一系列房地产支持政策，购房者信心有待恢复，销售有待回升。另一方面，房地产开发企业到位资金仍然紧张。

图表 4：70 个大中城市新建商品住宅价格环比指数



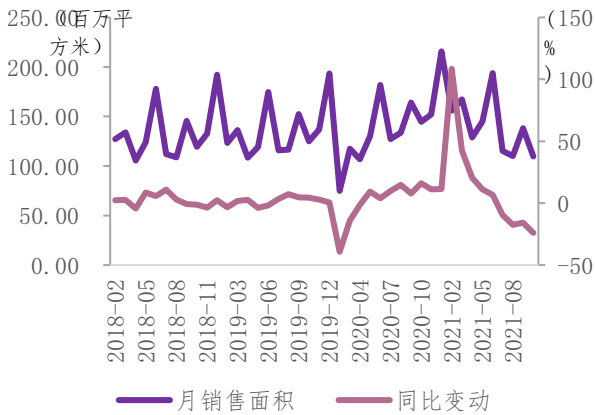
资料来源：国统局、光银国际

图表 5：70 个大中城市二手住宅价格环比指数



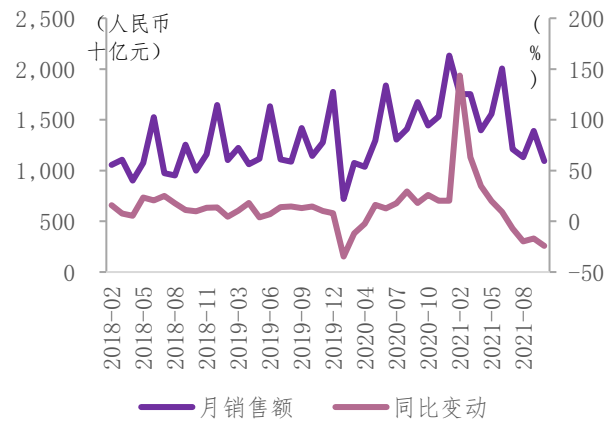
资料来源：国统局、光银国际

图表 6：住房销售面积



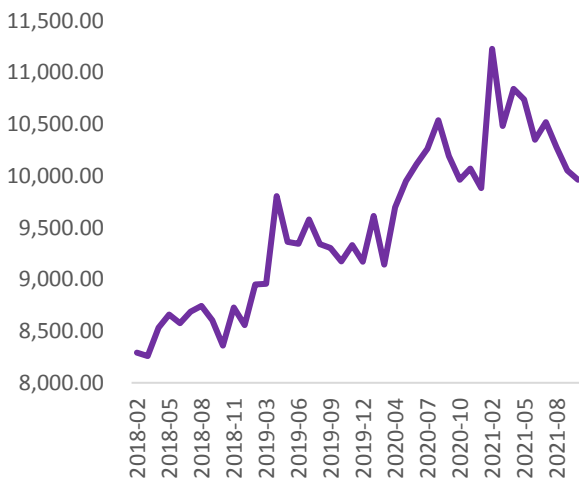
资料来源：国统局、光银国际

图表 7：住房销售额



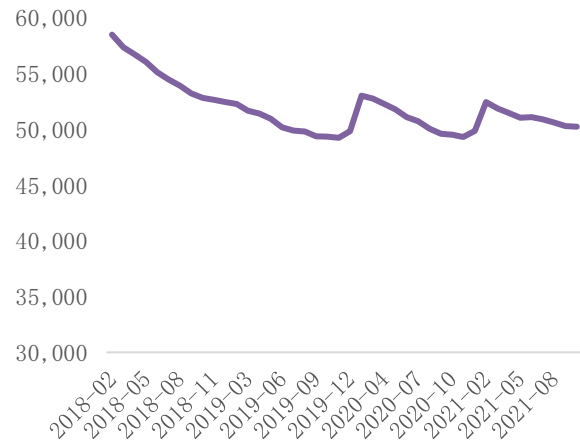
资料来源：国统局、光银国际

图表 8：商品房销售价格（元每平方米）



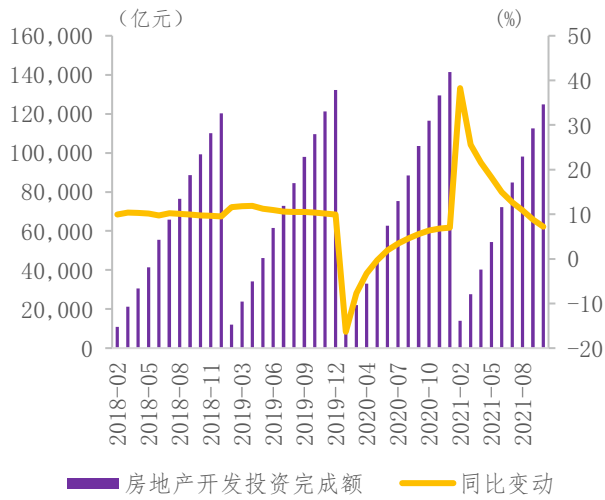
资料来源：国统局、光银国际

图表 9：商品房待售面积（万平方米）



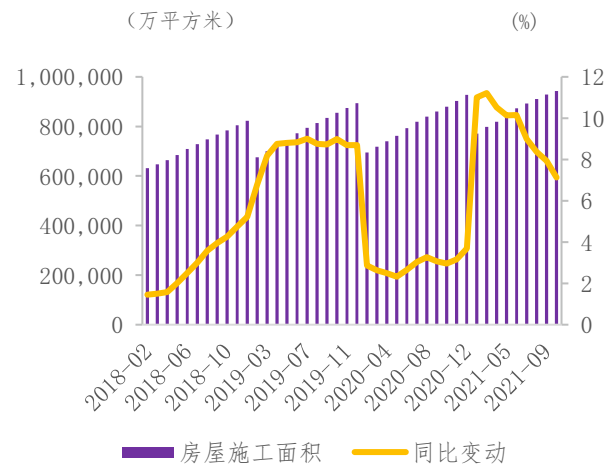
资料来源：国统局、光银国际

图表 10: 房地产开发投资完成额



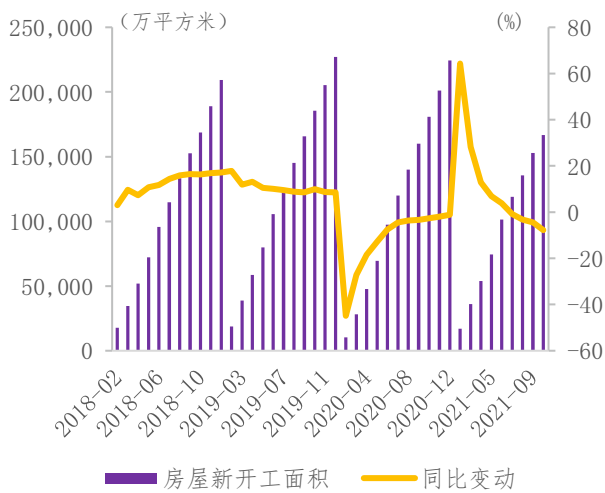
资料来源: 国统局、光银国际

图表 11: 房屋施工面积



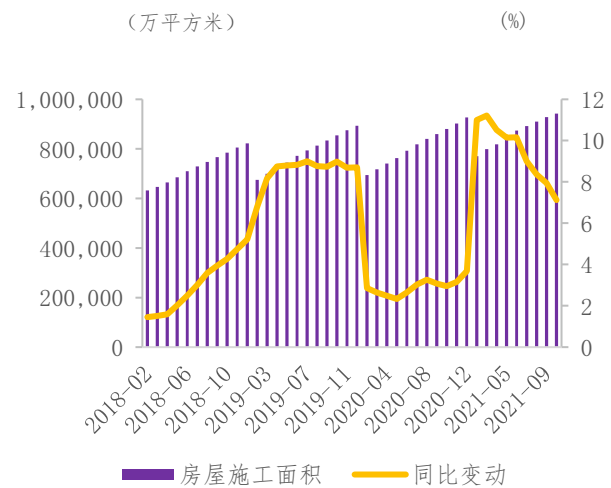
资料来源: 国统局、光银国际

图表 12: 房屋新开工面积



资料来源: 国统局、光银国际

图表 13: 房屋竣工面积

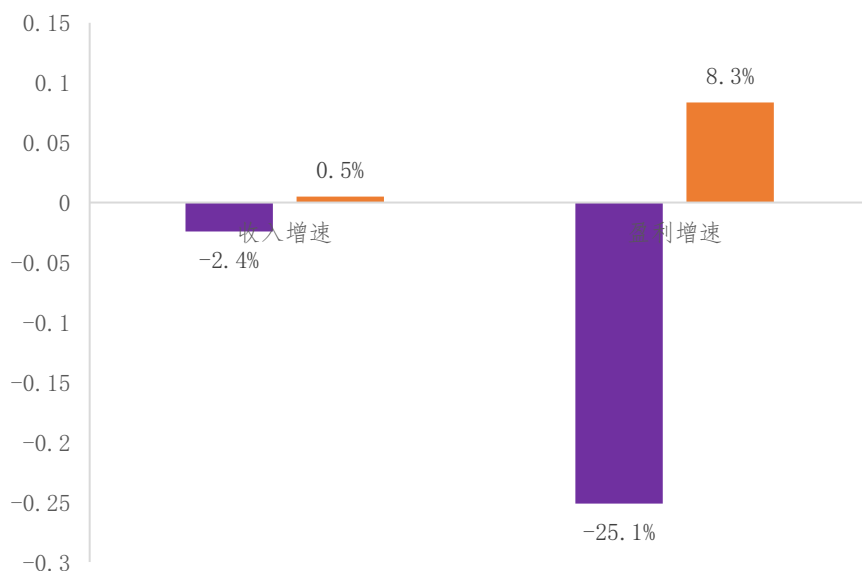


资料来源: 国统局、光银国际

## 内房 2022 年盈利料倒退 25.1%; 明年盈利料增长 8.3%

综合市场预测，市场预期内房板块 2022 年收入同比下跌 2.4%，但盈利倒退 25.1%；预期 2023 年收入增长 0.5%，盈利增长 8.3%。

图表 14：2022 及 2023 年内房板块收入及盈利预测 (%)



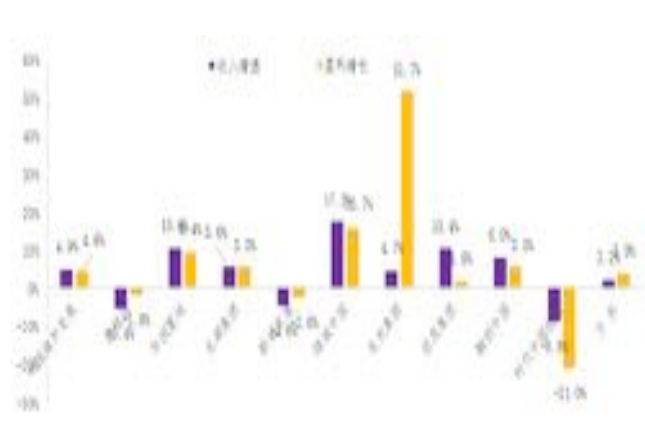
资料来源：彭博、光银国际

图表 15：2022 年重点内房板块收入及盈利增速



资料来源：彭博、光银国际

图表 16：2023 年重点内房板块盈利增速

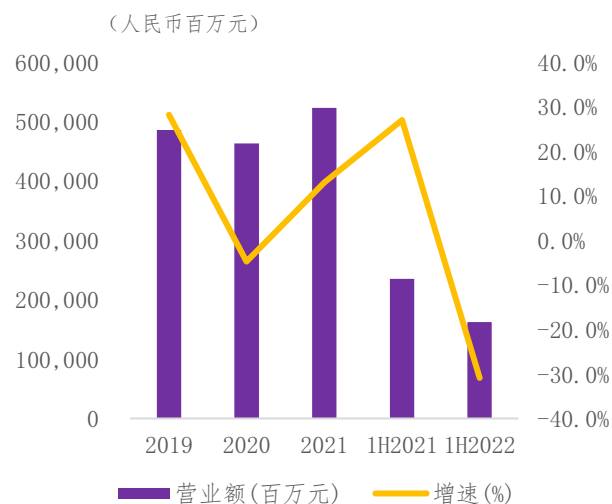


资料来源：彭博、光银国际

## 关注财务状况较稳健的大型民营内房企业

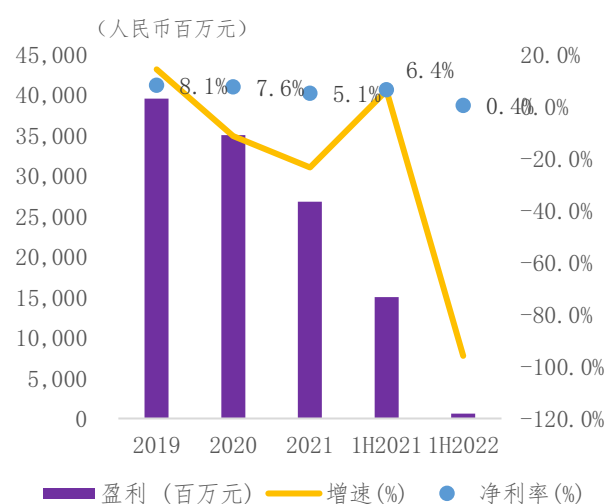
2022 年内房表现惨淡，尤其以民营企业跌幅较大，国企内房则因为财务较稳健而表现佳。展望 2023 年，随着内地推出各项支持房地产企业政策，投资者对内房板块信心料逐步回升，整个板块全年我们关注财务状况较稳健的大型民营内房企业，当中包括碧桂园及新城发展。

图表 17: 碧桂园营业收入及增速 (%)



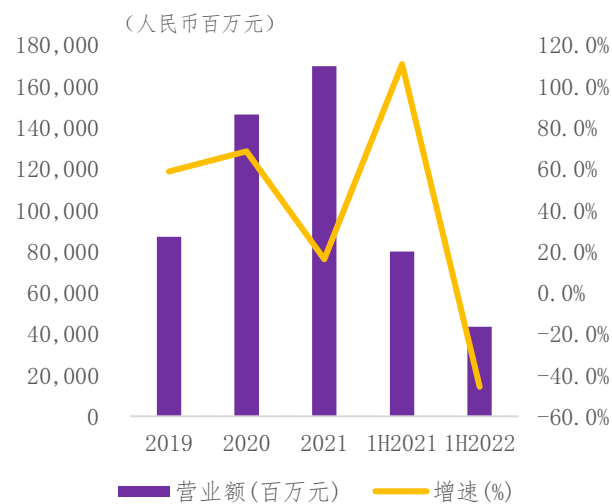
资料来源: 公司资料、光银国际

图表 18: 碧桂园盈利及利润率 (%)



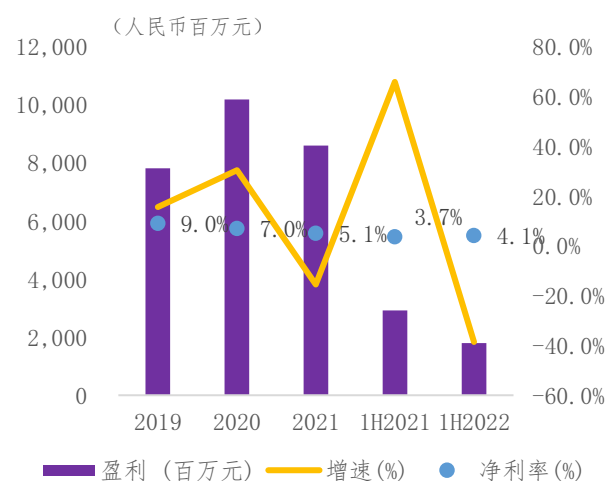
资料来源: 公司资料、光银国际

图表 19: 新城发展营业收入及增速 (%)



资料来源: 公司资料、光银国际

图表 20: 新城发展盈利及利润率 (%)

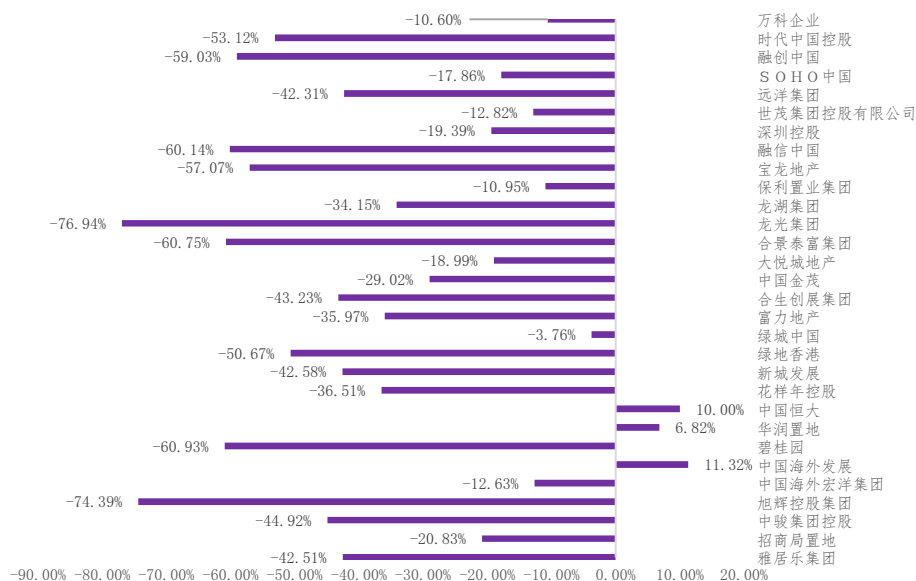


资料来源: 公司资料、光银国际



2022 年以来，内房板块表现弱于大市。

图表 21：板块（主要股份）一年表现 (%) (截至 2022 年 12 月 23 日)



资料来源：彭博、光银国际

## 行业风险

行业风险包括，1) 内地加大对内房调控政策 2) 销售增长低于预期，3) 内房企业资金链出现断裂。

图表 22：行业估值概要 (根据 2022 年 12 月 23 日数据)

代码	名称	股价(当地货币)	市盈率			市账率			市值(百万港元)
			2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E	
<b>内房股</b>									
2007 HK EQUITY	碧桂园	2.68	1.81	3.61	3.89	0.28	0.28	0.26	74,069
2202 HK EQUITY	万科	16.02	6.85	7.22	6.98	0.69	0.66	0.62	234,347
3333 HK EQUITY	中国恒大	1.65	0.64	6.40	-	0.10	0.13	0.12	21,787
1918 HK EQUITY	融创中国	4.58	0.53	0.73	0.72	0.21	0.12	0.11	24,956
688 HK EQUITY	中国海外发展	20.55	5.13	5.77	5.49	0.57	0.54	0.50	224,917
1109 HK EQUITY	华润置地	35.25	7.84	8.05	7.41	1.02	0.92	0.84	251,366
960 HK EQUITY	龙湖集团	24.2	5.27	5.52	5.16	1.06	0.94	0.83	152,013
813 HK EQUITY	世茂集团控股有限	4.42	1.12	1.28	1.26	0.15	0.14	0.13	16,786
1030 HK EQUITY	新城发展	2.94	1.68	2.73	2.60	0.38	0.34	0.30	20,773
1233 HK EQUITY	时代中国控股	1.73	0.86	1.52	1.40	0.17	0.15	0.14	3,636
3380 HK EQUITY	龙光集团	1.34	0.61	0.70	0.66	0.16	0.13	0.11	7,618
884 HK EQUITY	旭辉控股集团	1.13	1.11	1.74	1.73	0.23	0.20	0.18	10,812
3883 HK EQUITY	中国奥园	1.18	0.48	0.62	0.57	0.16	0.13	0.11	3,499
123 HK EQUITY	越秀地产	9.63	5.96	6.18	5.61	0.57	0.54	0.51	29,819
6158 HK EQUITY	正荣地产	0.45	9.31	-	-	0.11	-	-	1,965
3383 HK EQUITY	雅居乐集团	2.34	2.96	1.80	1.94	0.15	0.13	0.12	9,856
3900 HK EQUITY	绿城中国	11.76	7.51	4.97	4.32	0.74	0.68	0.61	29,776
2772 HK EQUITY	中梁控股	0.81	0.94	0.66	0.73	0.20	-	-	2,901
1638 HK EQUITY	佳兆业集团	0.84	1.10	0.73	0.70	0.14	0.13	0.09	5,893
1628 HK EQUITY	禹洲集团	0.48	3.37	14.12	8.57	0.10	0.11	0.10	3,141
832 HK EQUITY	建业地产	0.415	-	-	2.94	0.33	0.21	0.20	1,266
2777 HK EQUITY	富力地产	1.94	-	-	-	0.10	0.10	0.11	7,280
2019 HK EQUITY	德信中国	0.79	1.71	1.99	1.93	0.30	0.28	0.25	2,346
1813 HK EQUITY	合景泰富集团	1.99	1.32	2.48	2.31	0.13	0.12	0.12	6,335
1238 HK EQUITY	宝龙地产	1.73	1.02	2.06	2.01	0.15	0.15	0.14	7,163
3301 HK EQUITY	融信中国	1.16	1.25	-	-	0.13	-	-	1,953
3377 HK EQUITY	远洋集团	1.05	2.37	6.52	6.29	0.14	0.13	0.13	7,997
817 HK EQUITY	中国金茂	1.68	3.67	3.71	3.49	0.37	0.32	0.31	22,369
平均数			2.94	3.80	3.28	0.32	0.30	0.28	42,380

资料来源：彭博、光银国际

## 科技行业持续增长

- 半导体国产化持续推进
- 第三代半导体成为新机遇
- 新能源汽车、高性能计算机等领域半导体荒或将持续
- 中国 SaaS 发展迅速
- 关注华虹半导体及卓博集团

**中国半导体行业国产化仍任重道远。**中国集成电路行业对外依赖度依然较高，自给率仅为 16.7%。不过，因美国加紧对中国制裁，倒逼国产化提速，上游 EDA、IP、材料、设备四大领域均有不同程度而的进展，但较全球水平而言还有较大差距。中游设计、制造领域接近全球先进水平，但国产化还需提升；封测领域则较为成熟，但随着技术进一步改进，还有提升空间。

**第三代半导体成为新机遇。**第三代半导体以碳化硅和氮化镓为主要材料，拥有耐高温、高压高频、抗辐射且导热性好的特性，主要适用于高频高压、大功率器件和激光器领域，为目前新能源汽车、基站、风电等新兴重要行业的半导体核心。由于第三代半导体仍处于早期，中国与全球先进水平并无过大差距，整体来看，中国在第三代半导体存在弯道超车可能。

**半导体荒将仅存在于特定领域。**随着全球大多数国家开始进入复常之路，同时高通胀和紧缩的货币政策降低全球需求，疫情以来的芯片供应紧张或将会逐步缓解。但新能源汽车、高性能计算等特定领域芯片由于受行业高速发展和强劲需求带动，未来的供应紧张问题或难以在短期内缓解。不过，对芯片的强劲需求也带动下游终端厂商跨界造芯，对于传统芯片研发、销售企业冲击或相对较大，压缩其生存空间。未来半导体产业或与其他核心相关行业融合较为密切，产业链生态较今日出现一定改观。

**SaaS 行业仍保持较快增长。**中国 SaaS 产业高速增长，2021 年市场规模达到 322.6 亿元，并且预计 2023 年市场规模能达到 555.1 亿元，2018-2023E 年复合增长率为 30.76%。目前中国 SaaS 进入通用性 SaaS 相对成熟，并逐渐向垂直型 SaaS 倾斜。而大厂陆续入局，则加剧 SaaS 的竞争。未来 SaaS 将在零售、直播、财税、人力资源方面有着广阔的市场前景。

**关注华虹半导体 (1347 HK) 和卓博集团 (3738 HK)：**华虹半导体在如今芯片需求旺盛、国家对半导体领域投入加大时期有望迎来高速发展。我们认为 SaaS 行业发展迅速，SaaS 企业未来享有增长空间，可关注卓博集团。

**行业风险：**1) 宏观经济环境转变, 2) 内地国家政策风险, 3) 美国制裁持续提升, 4) 技术发展陷入瓶颈, 5) 行业竞争激烈, 6) 行业增速低于预期, 7) 需求低于预期

张梓源  
分析师

[ryan.zhang@cebi.com.hk](mailto:ryan.zhang@cebi.com.hk)  
(852) 2916-9629

陈惠杰  
高级分析师

[Dominic.chan@cebi.com.hk](mailto:Dominic.chan@cebi.com.hk)  
(852) 2916-9631

2022 年 12 月 28 日

### 主要数据

2023E 平均市盈率 (x)	21.0
2023E 平均市净率 (x)	1.8
2022E 平均股息收益率 (%)	2.45

资料来源：彭博、光银国际

### 板块表现 (%)

1 个月	0.75
3 个月	30.2
今年以来	-31.3

资料来源：彭博

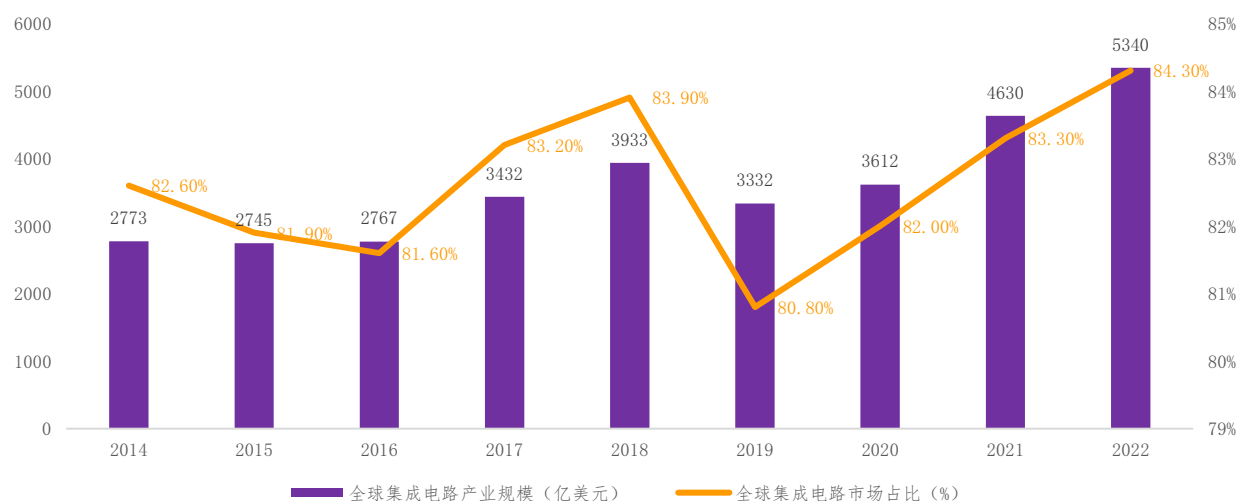
### 推荐名单

华虹半导体 (1347 HK)  
卓博集团 (3738 HK)

## 1. 半导体行业

根据世界半导体贸易统计组织（WSTS）数据显示，自 2014 年以来，全球半导体产品规模从 3358 亿美元上升至 2021 年 5559 亿美元，其中集成电路产品规模从 2773 亿美元上升至 4630 亿美元，占比则从 82.6% 上升至 83.3%，全球集成电路产值长期占半导体产业规模的 80% 以上，显示集成电路仍是稳定的全球半导体产业核心市场。预计今年全球半导体产业规模达 6332 亿美元，占比则轻微上升至 84.3%。

图表 1：2014-2022E 全球集成电路规模及占比（亿美元）（%）



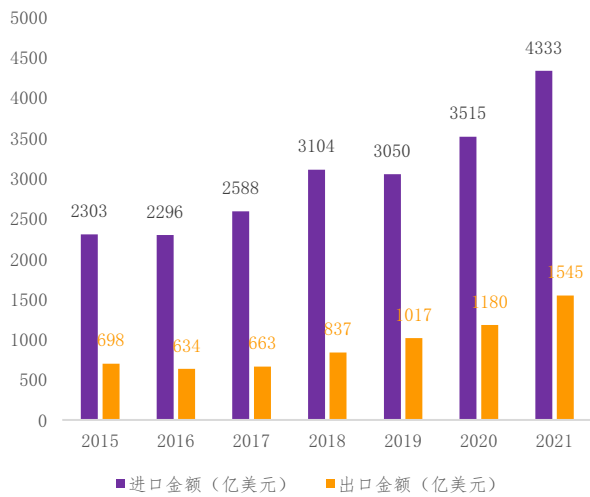
资料来源：艾瑞咨询、光银国际

## 中国集成电路行业态势

随着中国半导体行业实力进一步增强，美国对中国的半导体行业封锁也日趋严峻。10月7日美国对华芯片实施新出口管制，中国先进半导体相关企业如使用美国技术、设备及工具将被限制；而下游企业除手机 SoC、CPU、AIoT 等不在名单范围内的将难以取得先进制程产品；美国相关人员将无法在中国半导体公司内任职或提供服务。可以看到，美国本次对中国半导体行业封锁力度大且致命，不过这也代表着中国半导体行业面临百年难遇的全面国产化机遇，如政策、资金、内需等方面配合得当，中国半导体行业将有较大机会浴火重生。

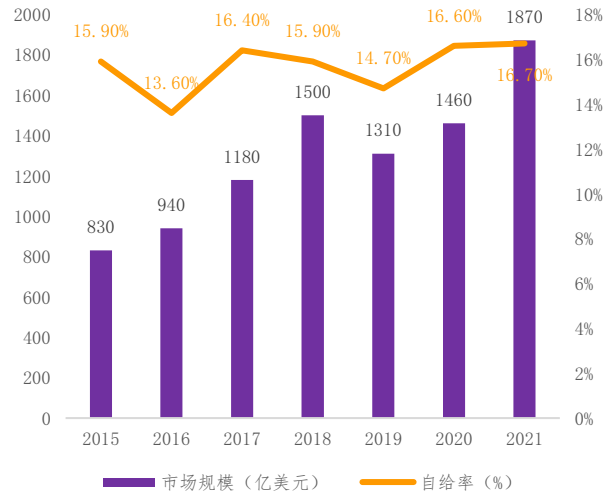
2021 年中国集成电路市场规模为 1870 亿美元，同比增长 28.08%；但由于尖端集成电路技术及设备研发难度大且需要大量资金、时间，中国集成电路产业对外依赖仍较为严重，自给率仅为 16.7%，近年来且呈现波动趋势；同时进口金额远大于出口金额。根据全球产业发展规律，集成电路自给率并无法短期内快速提升，而美国的禁令则增加中国获取最先进芯片及其制造工艺知识的途径，短期内对中国集成电路国产化造成严重阻碍，但是长期而言如直面危险，抓住机遇，持之以恒，随着摩尔定律的见顶，中国集成电路产业将有更大机遇追上全球第一批队。

图表 2: 2015-2021 年中国集成电路进出口金额 (亿美元)



资料来源: 统计局、光银国际

图表 3: 2015-2021 年集成电路市场规模及自给率 (亿美元) (%)

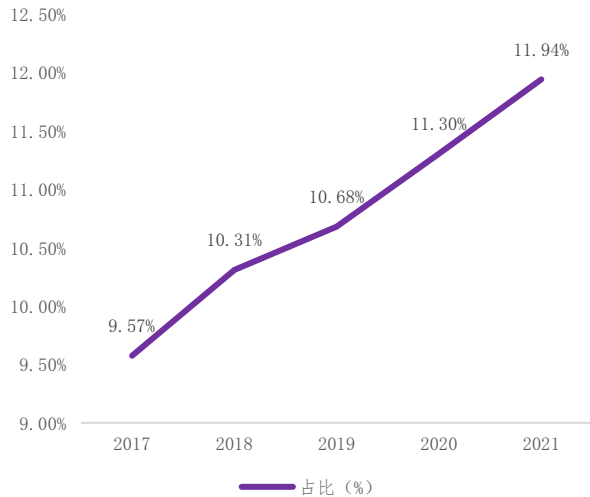


资料来源: 艾瑞咨询、光银国际

### 1) 上游

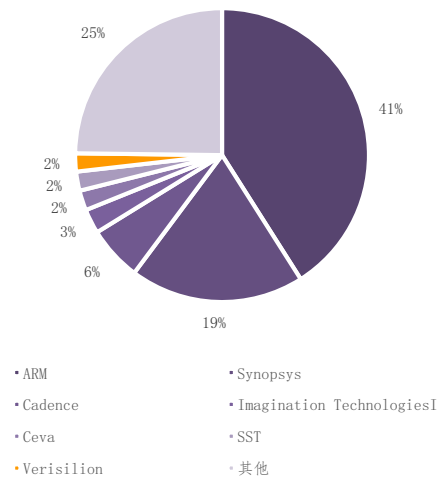
集成电路产业链上游主要以 EDA、IP、材料、设备四方面组成, 然而其技术壁垒高、工艺复杂, 需要长期技术积累, 弯道超车难度极高。同时, 核心大部分关键技术掌握在欧美企业手中且部分专利难以绕过, 加剧国产化难度。其中材料和设备因备受关注, 国产化进度正有序推进, 但 EDA 和 IP 因受关注度较低, 国产化程度不如材料和设备, 需要进一步投入。随着当前全球地缘政治纷争重塑全球化体系, 全球主要国家对于自主可控的产业链诉求持续抬头, 中国正面临关键机遇期, 以实现关键领域的安全可控需求。

图表 4: 2017-2021 年中国 EDA 市场规模占比 (%)



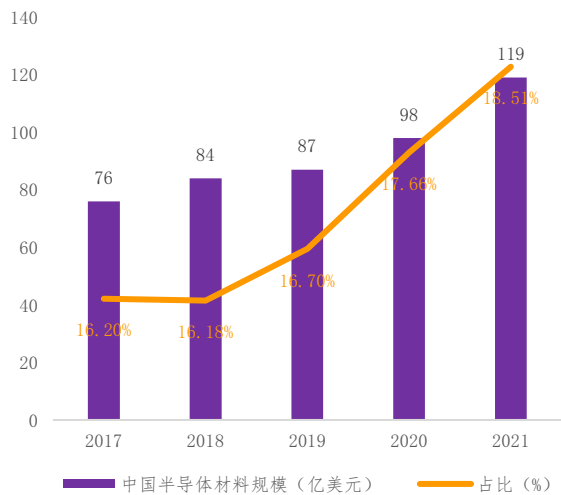
资料来源: 艾瑞咨询、光银国际

图表 5: 全球 IP 核竞争格局 (%)



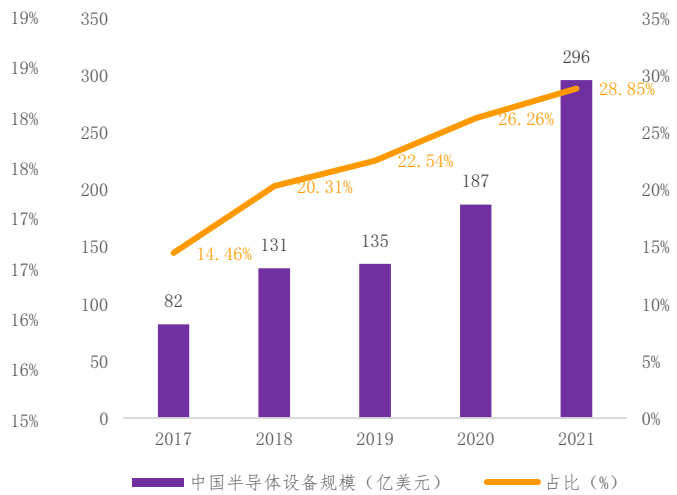
资料来源: 艾瑞咨询、光银国际

图表 6: 2017-2021 年中国半导体材料市场规模及占比(亿美元) (%)



资料来源: 艾瑞咨询、光银国际

图表 7: 2017-2021 年中国半导体设备市场规模及占比(亿美元) (%)

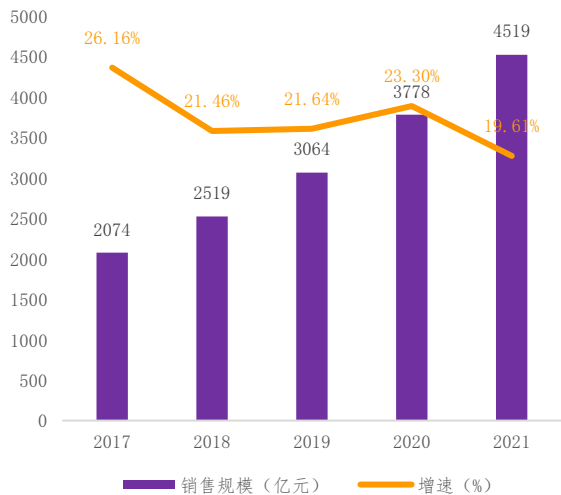


资料来源: 艾瑞咨询、光银国际

## 2) 中游

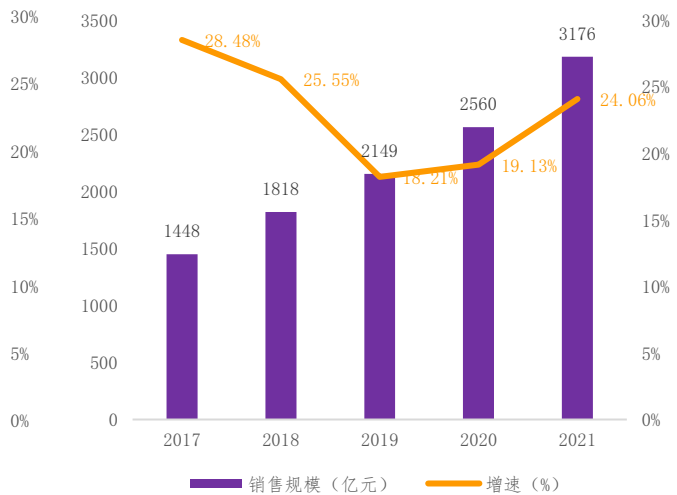
集成电路产业链中游是最被关注的领域, 以设计、制造、封装为主。2021 年中国集成电路设计销售规模为 4519 亿元, 同比增长 19.6%; 制造环节销售规模为 3176 亿元, 同比增长 24.1%, 且呈现制程越高集中度越高趋势, 7nm 成为制造领域分水岭, 目前仅有中芯国际、英特尔、三星、台积电; 封装环节销售额为 2763 亿元, 由于中国在该领域已进入成熟期, 市占率达 20.1%, 因此同比增长仅 10.1%, 低于设计和制造环节。不过随着摩尔定律接近极限, 封测环节技术节点突破难度也持续上升, 而中国在该领域仍以成熟封测为主, 与全球先进水平仍有差距, 随着中国封测企业逐步由传统封测转变为先进封测, 增长率还将有进一步提升的空间。

图表 8: 2017-2021 年中国设计领域销售规模(亿元) (%)



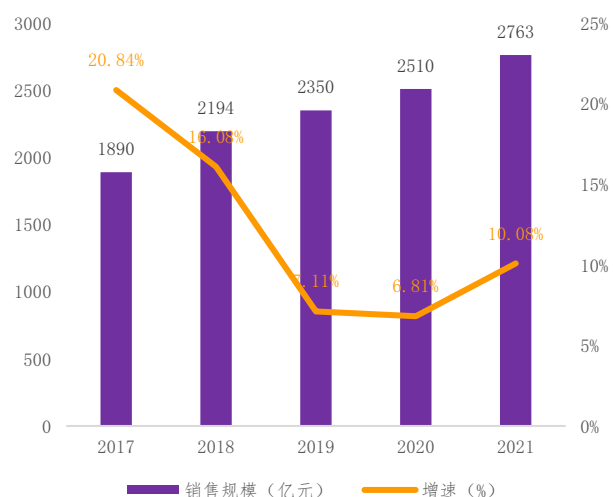
资料来源: 艾瑞咨询、光银国际

图表 9: 2017-2021 年中国制造领域销售规模(亿元) (%)



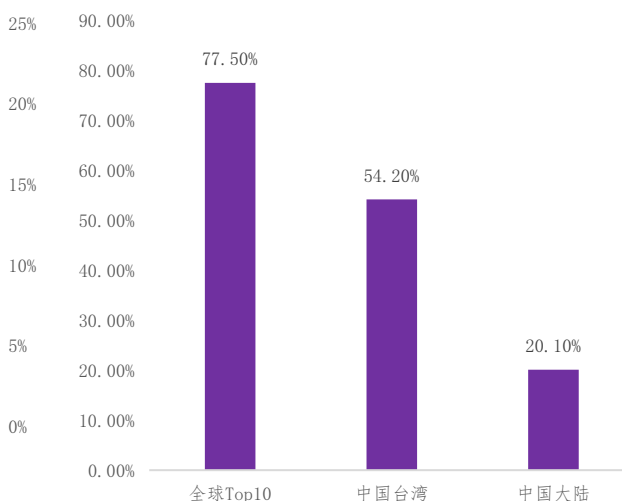
资料来源: 艾瑞咨询、光银国际

图表 10: 2017-2021 年中国封测领域销售规模(亿元) (%)



资料来源: 艾瑞咨询、光银国际

图表 11: 2021 年封测领域市占率 (%)

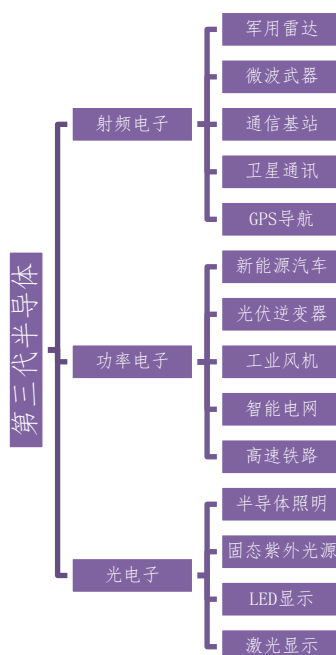


资料来源: 艾瑞咨询、光银国际

## 未来: 第三代半导体

自 1950 年代起, 半导体材料经历三代更新, 第一代是以硅为代表, 主要应用于集成电路和二极管、晶体管等, 是目前全球半导体市场的核心; 第二代则是以砷化镓和磷化铟为代表, 核心应用于光电子、微波射频和模拟器件, 虽然电子迁移率较高, 工艺成熟, 但由于污染大、在高温、高频、高功率领域应用较为受限, 仅在高频高速领域应用较广; 第三代为最新一代, 碳化硅和氮化镓是其主要使用材料, 拥有耐高温、高压高频、抗辐射且导热性好的特性, 主要适用于高频高压、大功率器件和激光器领域, 为目前新能源汽车、基站、风电等新兴重要行业的半导体核心。

图表 12: 第三代半导体适用领域

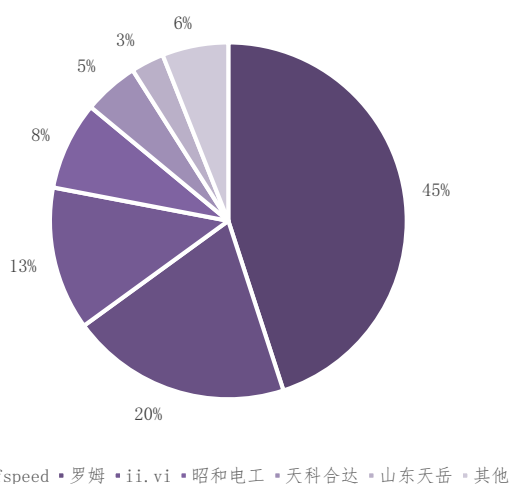


资料来源: 艾瑞咨询、光银国际

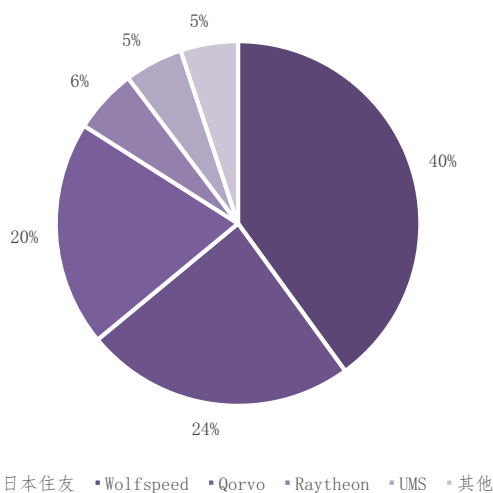
由于第三代半导体还处于早期，目前中国和全球在技术上差距不如第一二代半导体巨大，更容易实现赶超。具体来看，目前中国第三代半导体产业链布局较为完善。从底层材料到应用具有企业涉及，虽总体距全球第一批队还有差距，但部分领域已逐步向国际领先水平看齐。不过由于半导体行业换代不代表之前世代退出市场，因此中国虽在第三代半导体上较易实现弯道超车，但在第一二代半导体及其核心利用领域仍有较大追赶压力。

上游底层材料方面，目前该领域面临的主要问题为碳化硅晶棒拉晶时间过长，如2厘米的晶棒需耗时7-10天，而硅棒耗时仅为其的几分之一；此外，较低的良率和成熟度不足也造成了耗时过长导致供不应求的矛盾。全球来看，美国 Wolfspeed（前称科锐）公司占据全球45%产量，而日本和欧洲企业则紧随其后，国内企业市场占有率较低。如领域内企业聚焦解决拉晶耗时和产品良率，中国企业市场占有率或有望提升。而对于氮化镓市场，中国企业目前处于起步阶段，市场供应以日本住友为主，占比达40%，Wolfspeed和Qorvo以24%和20%位列第二第三。

图表 13: 2020 年 SiC 市场份额 (%)



图表 14: 2020 年 GaN 市场份额 (%)



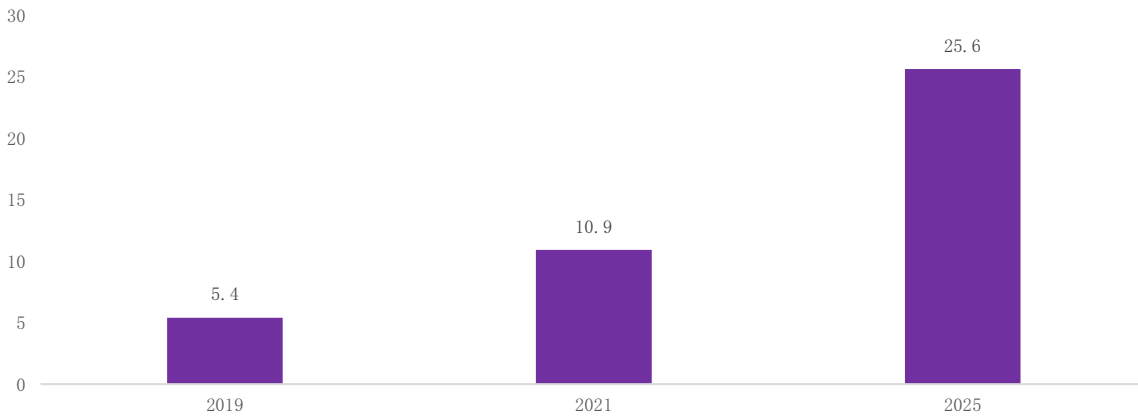
资料来源：前瞻产业研究院、光银国际

资料来源：前瞻产业研究院、光银国际

第三代半导体器件方面，由于相应三极管的品质和可靠性不如进口，目前市场占有率仅达5%，拥有较大国产化空间。虽然目前有消息指高品质的三极管器件有望在22-23年推出，不过由于其不仅需要顶级设计和制造水平，还需高质量上游材料支持，因此需要产业链企业协作，才能早日实现高品质国产化器件的量产及应用。

随着下游新能源汽车、新能源发电及交通领域对于第三代半导体需求的不断提升，第三代半导体发展将进入快车道。根据Yole数据，全球第三代半导体市场规模有望从2021年10.9亿美元提升至2025年25.6亿美元，年复合增长率达23.8%。而中国在新能源汽车、新能源发电机轨道交通等领域对第三代半导体有着显著需求，有望进一步激发国产第三代半导体的发展速度，实现全产业链国产化。

图表 15: 全球第三代半导体市场规模 (亿美元)



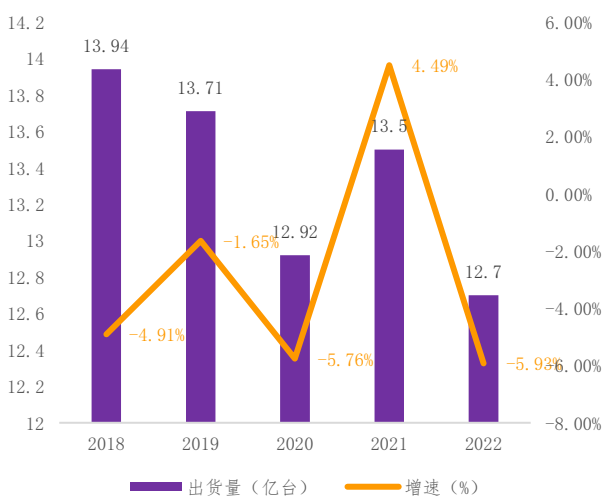
资料来源: 艾瑞咨询、光银国际

## 汽车、云计算等领域芯片需求仍将强劲

疫情以来, 由于居家办公、远程教学等措施的实施, 消费电子需求激增, 带动全球规模的缺芯潮。与此同时, 恰逢新能源汽车兴起, 汽车的智能化带动行业对芯片的需求, 进一步加剧全球范围的芯片供应紧张。不过, 随着全球大多数国家开始进入复常之路, 同时高通胀和紧缩的货币政策降低全球需求, 疫情以来的芯片供应紧张或将会逐步缓解, 甚至部分进入供应过剩状态。但新能源汽车、高性能计算等特定领域芯片由于受行业高速发展和强劲需求带动, 未来的供应紧张问题或难以在短期内缓解。

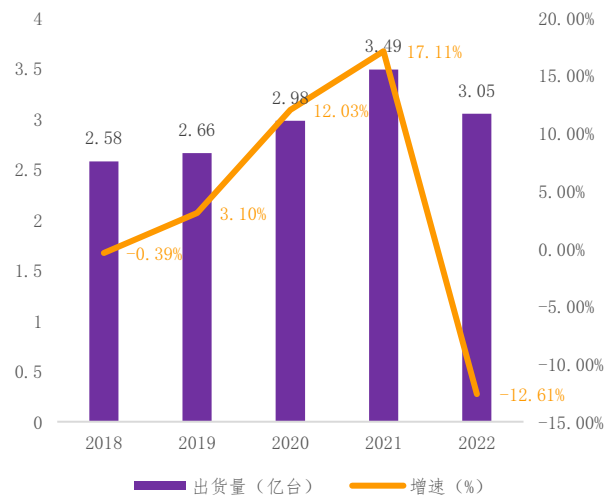
具体来看, 疫情初期需求量较大的消费电子出货量均出现下滑。根据 IDC 预测, 因通胀、地缘政治等因素导致需求下滑, 2022 年全年全球手机出货量为 12.7 亿台, 同比下降 5.93%, 不过价格或上涨 6.3%, 抵消一部分出货量下降带来的冲击; 分区域看北美市场消费力仍在, 不过中欧、东欧和中国销量降幅较大。而 PC2022 年出货量预计为 3.05 亿台, 下降 12.61%, 通胀仍是放缓主要因素之一, 此外疫情期间居家办公等核心需求降低、全球经济下行降低企业置换意愿, 将持续影响 2022-2023 年需求。不过, 全球 PC 出货量仍高于疫情前水平, 同时混合工作模式仍将带动未来 PC 需求。

图表 16: 2018-2022E 全球智能手机出货量及增速 (亿台) (%)



资料来源: IDC、光银国际

图表 17: 2018-2022E 全球 PC 出货量及增速 (亿台) (%)

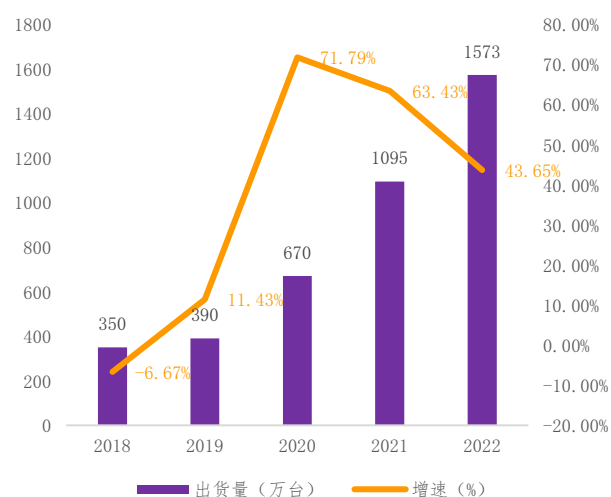


资料来源: IDC、光银国际

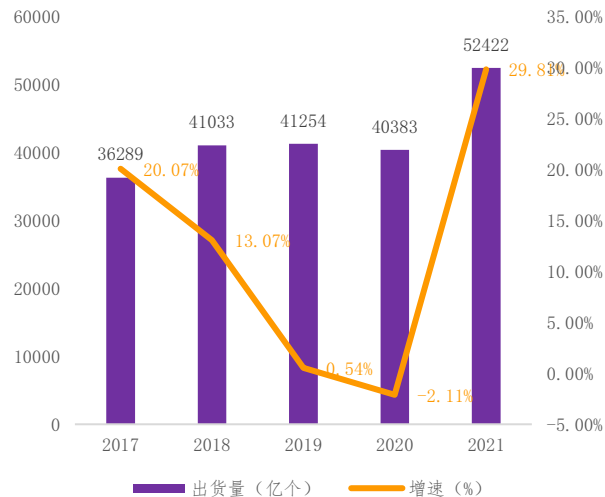


VR/AR 作为去年拉动芯片需求的核心动力之一，今年虽继续保持增长势头，但由于元宇宙热度消退，同时 Meta 在元宇宙方面的探索也不尽人意，今年 VR/AR 的增速低于去年预期。具体来看，2021 年 VR 出货量为 1095 万台，同比增长 63.43%；根据智研咨询预测，2022 年出货量将达 1573 万台，同比增长 43.65%。车载芯片则是刺激 2021 年芯片行业需求的另一个动力之一，2021 年车载芯片出货量 52422 亿个，同比上升 29.81%，虽然 2020 年时因疫情等因素影响下降 2.11%，但 2021 年受益于全球对新能源汽车需求的爆发和中国对新能源汽车的推动政策，车载芯片出货量增长迅速。

图表 18：2018-2022E 全球 VR 出货量及增速（万台）（%）



图表 19：2017-2021 全球车载芯片出货量及增速（亿个）（%）



资料来源：智研咨询、光银国际

资料来源：WSTS、光银国际

随着各行业芯片需求的增加，跨界造芯或成为常态。云计算、新能源汽车、智能家居等领域受热捧，芯片需求旺盛。为满足自身个性化需求，降低对特定产业链的依赖，终端厂商纷纷入局进行自研芯片。不过，大量自研芯片需求的出现将会冲击现有半导体产业链，减少传统半导体企业生产的通用芯片的需求，对于传统芯片研发、销售企业冲击或相对较大，压缩其生存空间。未来半导体产业或其他核心相关行业融合较为密切，产业链生态较今日出现一定改观。

## 中国国家政策

在美国高压芯片禁令背景之下，中国半导体行业继续成为近两年科技行业的重中之重，多项重要政策出台均为半导体行业接下来发展铺平道路。十四五规划提出瞄准人工智能、量子信息、集成电路等前沿领域，实施一批具有前瞻性、战略性的国家重大科技项目；培育先进制造业集群，推动集成电路等产业创新发展。2021 年 3 月印发的《关于支持集成电路产业和软件产业发展进口税收政策的通知》为清晰划分重点半导体企业类别并为其减税降费；同年 12 月发布的《十四五国家信息化规划》和《“十四五”数字经济发展规划的通知》则为新一期五年计划中重点攻坚的半导体领域做出规划，为高质量的信息化发展和国产化替代打下基础；2022 年 6 月印发的《工业能效提升行动计划》则结合双碳目标与半导体产业发展，指明未来半导体行业高能效低功耗的方向。

图表 20：2018-2021 市场份额变化 (%)

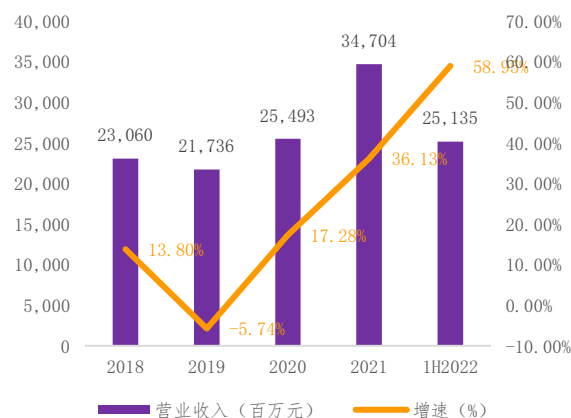
时间	政策	部门	内容
3. 2021	《关于支持集成电路产业和软件产业发展进口税收政策的通知》	财政部 海关总署 税务总局	对下列情形，免征进口关税：集成电路线宽小于 65 纳米（含，下同）的逻辑电路、存储器生产企业，以及线宽小于 0.25 微米的特色工艺集成电路生产企业，进口国内不能生产或性能不能满足需求的自用生产性零配件。集成电路线宽小于 0.5 微米的化合物集成电路生产企业和先进封装测试企业，进口国内不能生产或性能不能满足需求的自用生产性原材料、消耗品。集成电路产业的关键原材料、零配件生产企业，进口国内不能生产或性能不能满足需求的自用生产性原材料、消耗品。
12. 2021	《十四五国家信息化规划》	中央网络安全和信息化委员会	完善信息领域关键核心技术创新顶层设计，加快集成电路关键技术攻关。推动计算芯片、存储芯片等创新，加快集成电路设计工具、重点装备和高纯靶材等关键材料研发，推动绝缘栅双极型晶体管（IGBT）、微机电系统（MEMS）等特色工艺突破。加强信息领域关键核心技术知识产权创造与储备，实施科学专利布局，引导在技术研究和原始创新中形成关键核心技术专利组合。围绕 5G、人工智能、量子信息、区块链、物联网、工业互联网、大数据中心、智能计算中心等领域加强高价值专利培育。
12. 2021	《“十四五”数字经济发展规划的通知》	国务院	增强关键技术创新能力。瞄准传感器、量子信息、网络通信、集成电路、关键软件、大数据、人工智能、区块链、新材料等战略性前瞻性领域，发挥我国社会主义制度优势、新型举国体制优势、超大规模市场优势，提高数字技术基础研发能力。
3. 2022	《关于做好 2022 年享受税收优惠政策的集成电路企业或项目、软件企业清单制定工作有关要求的通知》	发展改革委 工业和信息化部 财政部 海关总署 税务总局	主要集中于国家鼓励的集成电路线宽小于 28 纳米（含）、线宽小于 65 纳米（含）、线宽小于 130 纳米（含）的集成电路生产企业或项目的清单；国家鼓励的重点集成电路设计企业和软件企业，集成电路线宽小于 65 纳米（含）的逻辑电路、存储器生产企业，线宽小于 0.25 微米（含）的特色工艺集成电路生产企业，集成电路线宽小于 0.5 微米（含）的化合物集成电路生产企业和先进封装测试企业，集成电路产业的关键原材料、零配件生产企业，集成电路重大项目和承建企业
6. 2022	《工业能效提升行动计划》	工业和信息化部 发展改革委 财政部等六部门	持续开展国家绿色数据中心建设，发布名单及典型案例，加强绿色设计、运维和能源计量审查。引导数据中心扩大绿色能源利用比例，推动老旧数据中心实施系统节能改造。支持制造企业加强绿色设计，提高网络设备等信息处理设备能效。推动低功耗芯片等产品和技术在移动通信网络中的应用，推动电源、空调等配套设施绿色化改造。到 2025 年，新建大型、超大型数据中心电能利用效率（PUE，指数据中心总耗电量与信息设备耗电量的比值）优于 1.3。

资料来源：政府网站、光银国际

## 关注中芯国际及华虹半导体

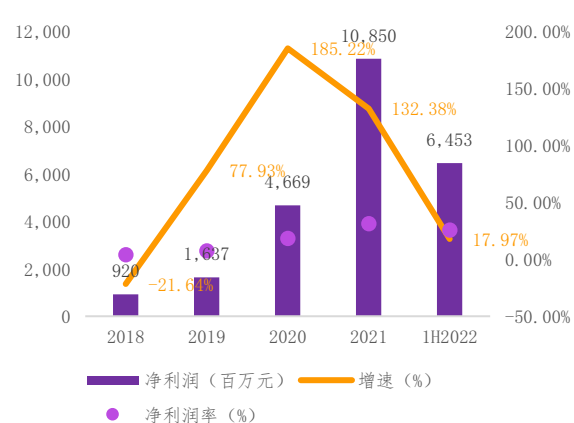
中芯国际是中国大陆规模最大、技术最先进的集成电路制造企业。2022 年上半年，中芯国际录得总营业收入 25135 百万元，同比增长 58.95%；净利润 6453 百万元，同比增长 17.97%，而净利润率从 2020 年开始维持高位，2022 年上半年净利润率为 25.67%。

图表 21：2018-1H2022 中芯国际营收及增速（百万元）（%）



资料来源：Wind、光银国际

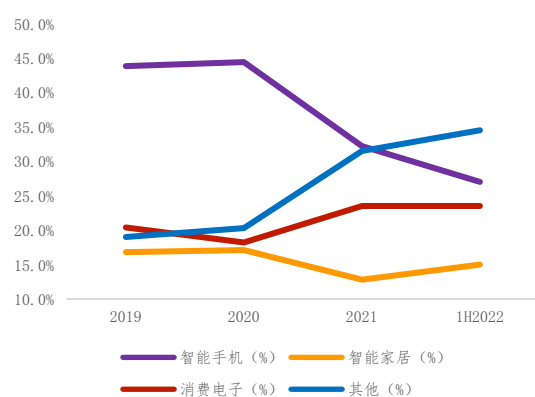
图表 22：2018-1H2022 中芯国际净利润、增速及净利润率（百万元）（%）



资料来源：Wind、光银国际

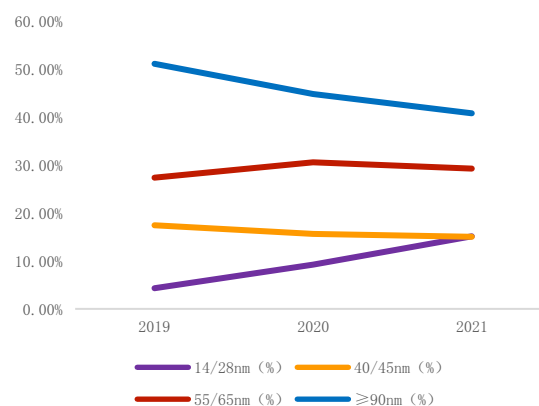
中芯国际的收入从应用分类来看，智能手机占比还是最大，但占比从 2021 年年初的 44.4% 下降至 27%；智能家居端则较 2021 年年末上升 2.2 个百分点，但仍低于 2019 年；消费电子端的占比则在 2020 年小幅下降后快速上涨至 23.5%。从技术节点来看，14/28 纳米占比不断提升并替代 90 纳米及以上的技术产品，2021 年已占 15.1%，较 2020 年上升 5.9 个百分点，40/45 纳米则小幅下降至 15%，55/65 纳米维持 30% 左右。可以看出，随着中芯国际 14 纳米技术不断成熟，可大量应用于主流移动平台、自动化及云端计算。展望未来，智能手机、高速铁路、智能电网、超高清视频及安全系统等高潜力领域的快速发展及中国厂商对于自主生产的重视程度的加强，中芯国际的 14 纳米将会越来越重要的推动公司发展。

图表 23：2019-1H2022 中芯国际产品应用分类 (%)



资料来源：中芯国际、光银国际

图表 24：2019-2021 中芯国际技术占比 (%)

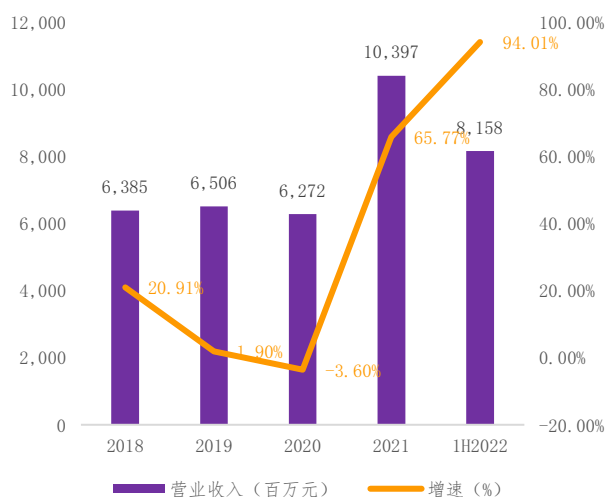


资料来源：中芯国际、光银国际

华虹半导体为中国大陆仅次于中芯国际的重要集成电路制造企业。2022 年上半年华虹半导体共录得营业收入 8158 百万元，同比增长 94.01%，净利润 1254 百万元，同

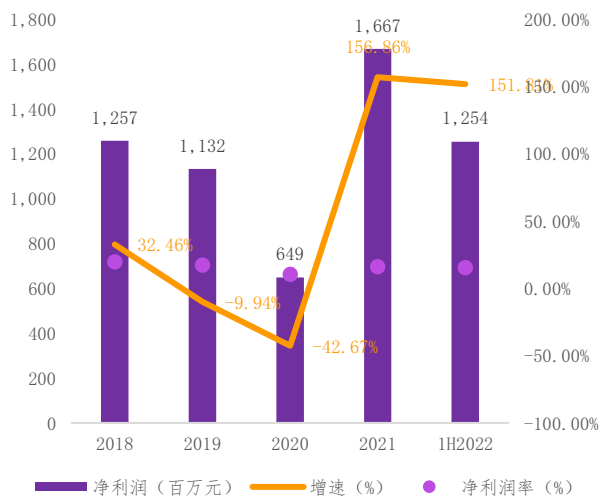
比增长 151.81%。综合来看 2020 年新冠疫情对华虹半导体影响较大，当年营收下降 3.59%，净利润下降 42.67%，但因 2021 年中国疫情控制良好及芯片需求旺盛，公司营收和净利润均取得 65.77%、156.86% 的高增速，且 2022 年上半年仍能维持在高区间。

图表 25：2018-1H2022 华虹半导体营收及增速（百万元）（%）



资料来源：Wind、光银国际

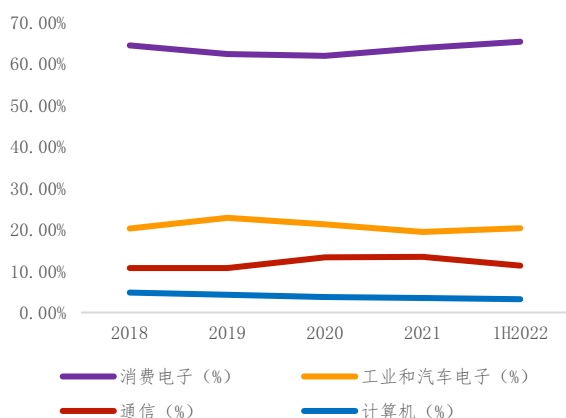
图表 26：2018-1H2022 华虹半导体净利润、增速及净利润率（百万元）（%）



资料来源：Wind、光银国际

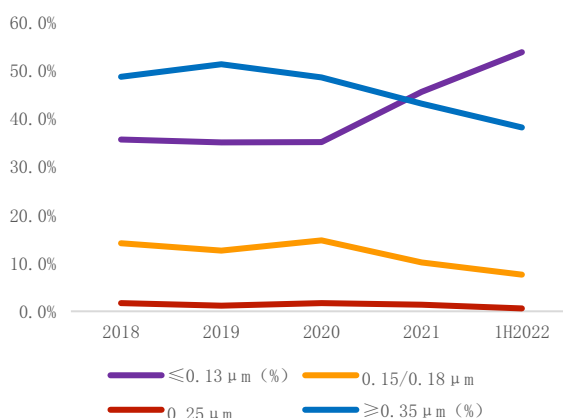
从产品应用分类来看，华虹半导体主要产品应用端是消费电子，2022 上半年年占比为 63.7%，2016 年开始年保持 60% 以上且有一定波动；工业和汽车电子端 2022 上半年仅次于消费电子，占比为 20.3%；通信和计算机为第三第四，占比 11% 和 3.2%。从技术上来看，华虹半导体主要集中在 0.35 微米以上领域，2022 年上半年占比为 38.1%，但从 2019 年开始呈现下降趋势。0.13 微米以下则紧随其后，2022 年上半年占比为 53.7%，细分来看，55/65 纳米占比上升迅速，从 2020 年 0.7% 上升至 18.4%，90/95 纳米则在 2021 年快速上升后维持在 18% 左右，0.11 和 0.13 微米则从 2020 年 24% 下降至 16.8%。

图表 27：2018-1H2022 华虹半导体产品应用分类 (%)



资料来源：华虹半导体、光银国际

图表 28：2018-1H2022 华虹半导体技术占比 (%)

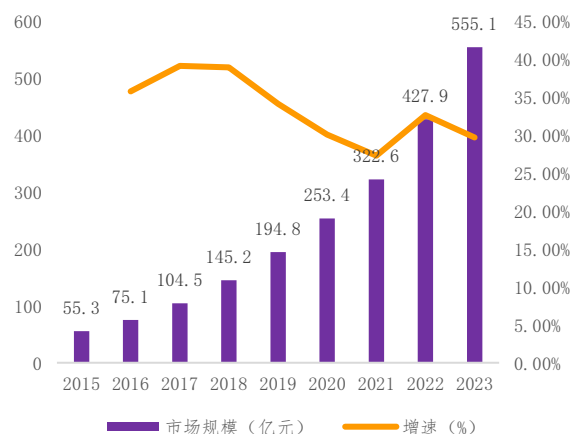


资料来源：华虹半导体、光银国际

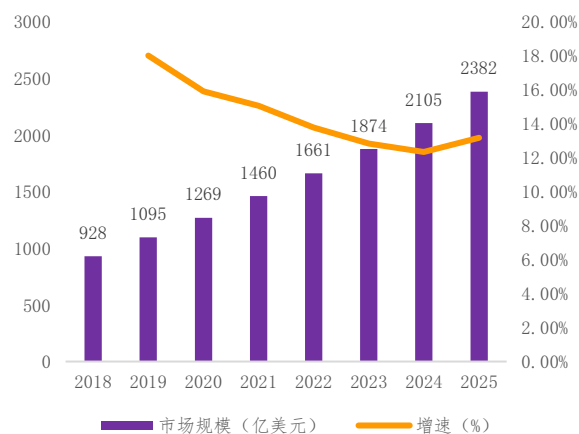
## 2. SaaS

2020年以来受益于疫情影响，居家办公需求激增，带动SaaS行业快速发展。根据艾媒咨询，2021年市场规模达到322.6亿元，并且预计2023年市场规模能达到555.1亿元，2018-2023E年复合增长率为30.76%。全球市场方面，2021年市场规模达1460亿美元，同比增长15.05%，2018-2023E年复合增长率为15.09%。

图表 29：中国 SaaS 市场规模（亿元）（%）



图表 30：全球 SaaS 市场规模（亿美元）（%）

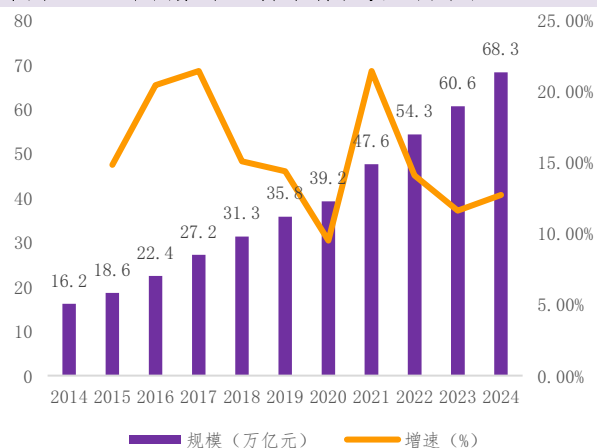


资料来源：艾媒咨询、光银国际

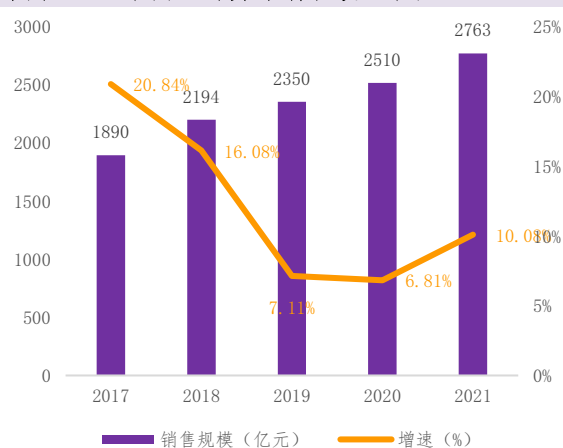
资料来源：艾媒咨询、光银国际

具体来看，数字经济和云计算产业的蓬勃发展为中国SaaS行业高于全球的增速提供了坚实保障。其中中国2021年数字经济达47.6万亿元，同比增长21.43%；2018-2023E年复合增长率达14.13%。随着数字经济的蓬勃发展，不少企业数字化转型迫在眉睫，为以后数字经济维持高增速提供基础。而对于云计算产业，疫情加速数字化办公需求，提升云服务对于企业的必要性，潜在需求巨大。2021年中国云计算产业规模达2109.5亿元，同比增长26.31%；2018-2023E年复合增长率为26.33%。

图表 31：中国数字经济市场规模（万亿元）（%）



图表 32：中国云计算市场规模（亿元）（%）



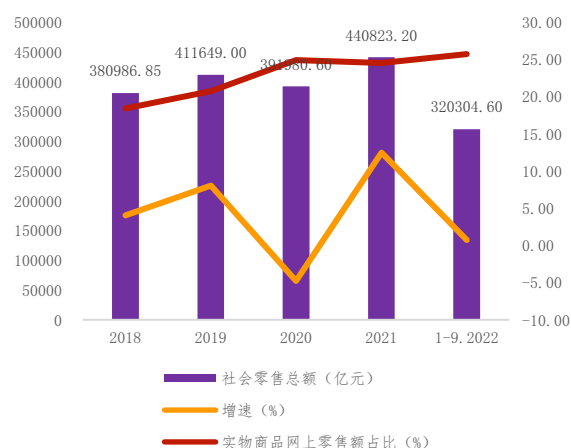
资料来源：艾媒咨询、光银国际

资料来源：艾媒咨询、光银国际

就产业结构而言，目前中国SaaS行业通用性SaaS相对成熟，而市场将逐渐向垂直型SaaS倾斜，以满足企业多元化、专业的需求。而大厂如腾讯、阿里也在陆续入局，加剧SaaS的竞争。如现存企业并无充足的差异化和护城河的话，将较容易被替代。未来，SaaS将在零售、直播、财税、人力资源方面有着广阔的市场前景。

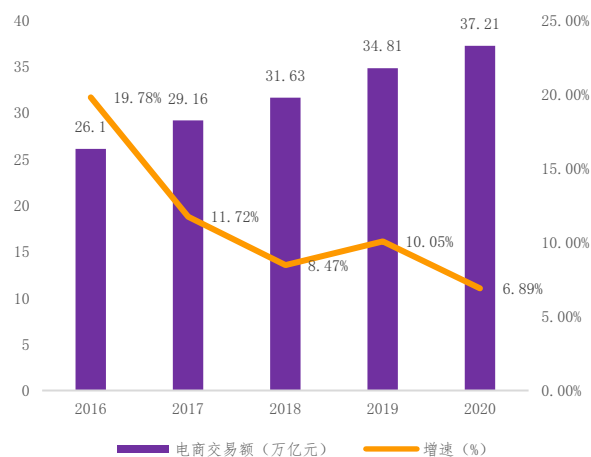
零售行业对 SaaS 服务要求较多，需协助企业整合资源并实现高效精准的管理，因此主要属于垂直型 SaaS。2022 年 1-9 月中国社会零售总额达 320304.6 亿元，同比增长 0.71%，虽因疫情等因素影响增速较低，但网上零售额增速仍保持在相对高位，且占比逐步从 2018 年 18.4% 提升至 25.7%。此外，电商受疫情助力，逐步更受消费者青睐，2020 年中国电商交易额达 42.3 万亿元，同比增长 13.68%，激发对于 SaaS 配套服务的需求，为行业发展提供动力。

图表 33：中国社会零售总额、增速及网上零售额占比（亿元）（%）



资料来源：统计局、光银国际

图表 34：中国电商交易额及增速（万亿元）（%）



资料来源：统计局、光银国际

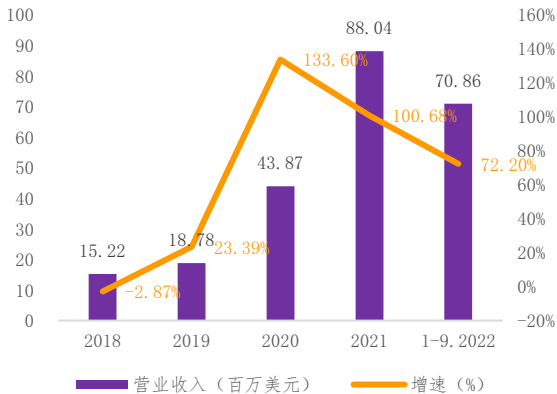
根据 2022 年 618 数据，电商直播正式证明其带货能力，成为电商未来竞争市场的重要力量。除此之外，企业培训、活动直播等领域也因疫情等因素发展迅速，为教育、医疗、金融、产业升级等行业的优先选择。对 SaaS 而言，直播云服务负责直播平台的搭建，满足企业定制化的直播需求。随着市场需求的持续提升，SaaS 在直播领域仍有广阔市场。

财税类 SaaS 对软件专业度要求较高，行业内以金蝶为代表的“大而全”与以细分赛道新兴公司为代表的“小而美”两种选择。财税 SaaS 主要分为财务记账类 SaaS 产品、费控报销类 SaaS 产品、电子发票类 SaaS 产品、代理记账类 SaaS 产品。不过，由于目前财税类 SaaS 仍处于发展初期，短期而言企业可针对不同的客群差异化满足不同需求，因此无论“大而全”还是“小而美”都有充足的市场空间。

对人力资源 SaaS 而言，高效的 SaaS 将有效帮助企业适应其所处领域的人才特点。具体而言，人力资源 SaaS 主要功能模块包括人力资源、人力管理以及人才技术。与财税类 SaaS 相似，人力资源 SaaS 目前也属于通用类与垂直类共存的阶段，其中通用 SaaS 因功能全面、集成度高、数据联通等优势，更适用于中大型企业；而垂直型 SaaS 仅针对某一领域，对功能需求少或者对特定领域要求较高企业将更为青睐。

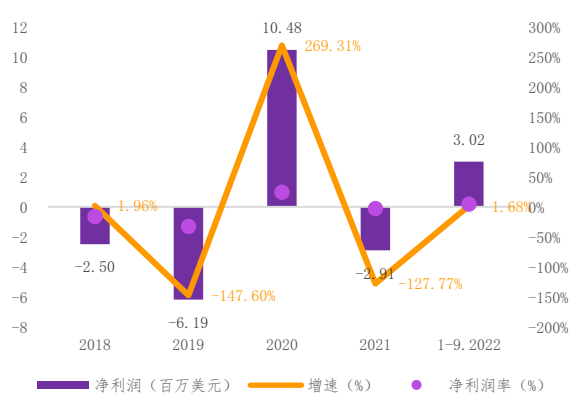
## 关注阜博集团

图表 35: 阜博集团 2018-1-9. 2022 营业收入及增速 (百万美元) (%) (%)



资料来源: Wind、光银国际

图表 36: 阜博集团 2018-1-9. 2022 净利润、增速及净利润率 (百万美元) (%) (%)

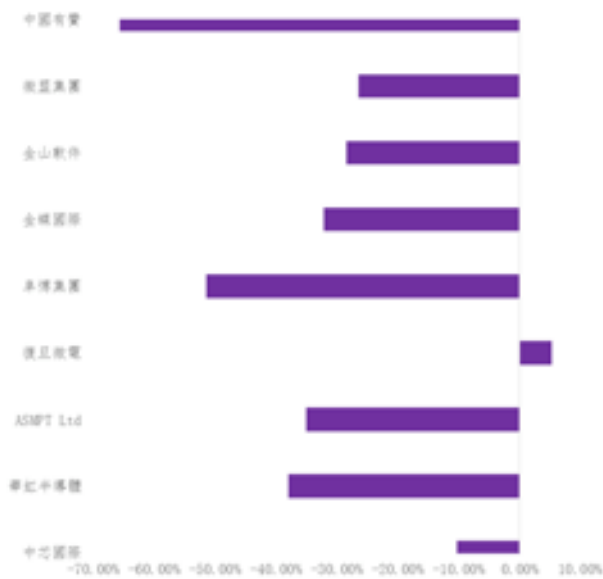


资料来源: Wind、光银国际

## 行业风险

- 1) 宏观经济环境转变,
- 2) 内地国家政策风险,
- 3) 美国制裁持续提升,
- 4) 技术发展陷入瓶颈,
- 5) 行业竞争激烈,
- 6) 行业增速低于预期,
- 7) 需求低于预期

图表 37: 板块今年以来股价表现 (截至 2022 年 12 月 23 日)



图表 38: 科技企业估值表 (截至 2022 年 12 月 23 日)

代码	名称	股价(当地货币)	2021	市盈率 2022E	2023E	2021	市盈率 2022E	2023E	股息率 2022E	ROE 2023E	市值 (百万港币)	
香港上市同业												
<b>半导体</b>												
981 HK EQUITY	中芯国际	16.74	9.79	9.58	13.65	0.91	0.86	0.79	-	8.82	189398.36	
1347 HK EQUITY	华虹半导体	26.70	17.09	11.32	12.51	1.60	1.37	1.24	0.53	14.29	34887.34	
522 HK EQUITY	ASMPT Ltd	54.70	7.09	8.42	11.97	1.46	1.43	1.35	6.33	11.24	22584.08	
1385 HK EQUITY	复旦微电	26.75	32.17	17.48	13.16	5.29	-	-	-	-	46417.51	
半导体平均数			31.22	16.53	11.70	12.82	2.31	1.22	1.13	3.43	11.45	73321.82
<b>SaaS</b>												
3738 Hk EQUITY	阜博集团	3.00	-	23.81	56.60	4.22	4.00	3.80	-	19.29	6352.79	
268 Hk EQUITY	金蝶国际	16.30	-	-	-	7.08	6.91	7.11	-	-	56627.00	
3888 Hk EQUITY	金山软件	24.50	70.10	55.30	53.85	1.54	1.37	1.33	0.50	3.42	33376.25	
2013 Hk EQUITY	微盟集团	5.80	-	-	-	3.94	4.16	4.27	-	-	14786.11	
8083 Hk EQUITY	中国有赞	0.19	-	-	-	2.23	-	-	-	-	3426.43	
SaaS平均数			10.16	70.10	55.30	53.85	2.57	2.77	2.80	0.50	3.42	17196.26
科技行业平均数			22.20	27.25	20.42	21.03	2.42	1.84	1.80	2.45	9.44	49268.01

## 零售行业维持势头

- 多项政策推动新能源汽车迅速发展
- 运动服饰行业维持增长，露营成体育行业新增长点
- 中国啤酒高端化仍有较大空间，但提价需量力而行
- 旅游行业缓慢恢复，航空、酒店和 OTA 或最先受益
- 关注安踏体育和比亚迪股份

**受惠于中央政策推动，利好新能源汽车市场。**受益于新能源汽车利好政策持续推出和购置税减免的利好，新能源汽车市场份额持续上升，至 2022 年时已达到 25%，提前完成 2025 年时达到 20% 的目标，未来随着市场对新能源汽车认可度的持续提升，新能源汽车行业的可观成长将会持续。

**运动服饰维持趋势，露营行业开始兴起。**受益于国务院提出的 2025 年体育产业总规模达到 5 万亿元及 2022 年新疆棉事件，中国国产品牌认可度持续提高。其中运动服饰行业增速达 18.3%，头部国产品市场占有率提升显著，阿迪达斯市场占有率跌至第三位。而露营行业受益于疫情助力，开始受到公众青睐，2021 年增速为 62.5%，进入上升期。

**中国啤酒高端化将持续进行。**2022 年全国啤酒产量持续下降，2022 年 1-10 月为 3130.3 万千升，同比增长 0.6%，但啤酒高端化趋势不减，如华润啤酒高端化占比已达 18.1%。横向对比日本啤酒售价，我们认为中国啤酒高端化空间仍在，不过因低端啤酒仍占销量大头，市场需求弹性较大，高端化无法一蹴而就。

**防疫措施放开，旅游行业进入复苏阶段。**大中华地区陆续放开，有利于旅游行业的恢复。然而，行业整体恢复将无法急于求成。航空、酒店、OTA 营业收入恢复较快，但入境旅游人数的恢复将道阻且长。净利润则由于成本支出的提升，恢复仍将取决于自身能力。

**关注安踏体育 (2020 HK)、比亚迪股份 (1211 HK)：**体育服饰方面，安踏体育成功维持 2021 年趋势，市场占有率超越阿迪达斯在内地体育用品市场排名第二。汽车方面，受益于新能源政策及碳达峰、碳中和政策的推出，我们预期位于全球新能源汽车销量三甲的龙头企业比亚迪股份可以进一步拓展未来新能源汽车市场的需求增长。

**行业风险：**1) 宏观经济环境转变, 2) 疫情再次爆发的风险, 3) 内地国家政策风险, 4) 后疫情时代消费模式的转变, 5) 放开进度慢于预期, 6) 旅游行业恢复慢于预期, 7) 行业人才不足

张梓源  
分析师

[ryan.zhang@cebi.com.hk](mailto:ryan.zhang@cebi.com.hk)  
(852) 2916-9629

陈惠杰  
高级分析师

[Dominic.chan@cebi.com.hk](mailto:Dominic.chan@cebi.com.hk)  
(852) 2916-9631

2022 年 12 月 28 日

### 主要数据

2023E 平均市盈率 (x)	37.69
2023E 平均市净率 (x)	2.82
2022E 平均股息收益率 (%)	1.88

资料来源：彭博、光银国际

### 板块表现 (%)

1 个月	19.0
3 个月	11.3
今年以来	-3.97

资料来源：彭博

### 推荐名单

安踏 (2020 HK)  
比亚迪 (1211 HK)

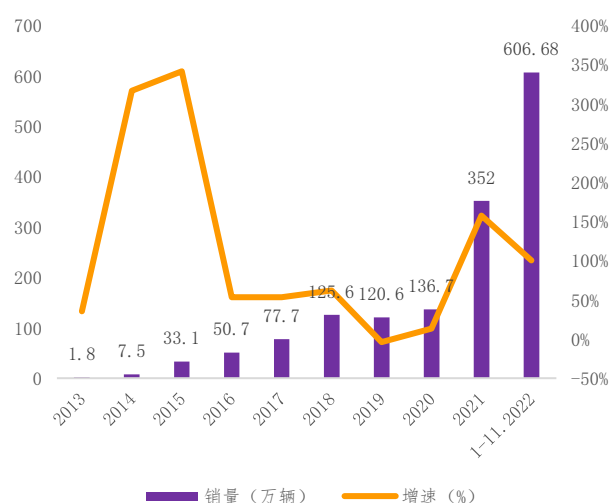


## 新能源汽车

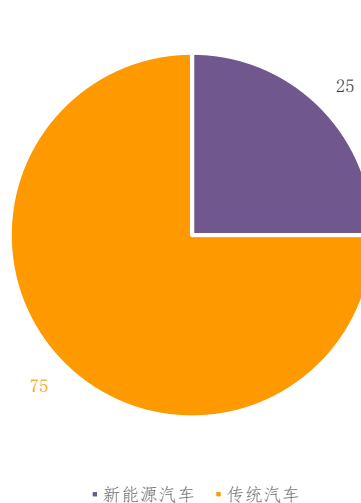
为提升今年新能源汽车行业对整体经济的支持性作用，7月9日商务部、发改委、向工信部等17部门印发《关于搞活汽车流通扩大汽车消费若干措施的通知》，从6方面12项入手继续确保汽车行业的全面发展。在对新能源汽车的支持方面，《通知》指出要支持新能源汽车购买使用，包括促进跨区域自由流通、新能源汽车购置税延后的研究和积极支持充电设施建设三方面；此外还从二手车市场、汽车更新/汽车使用环境等方面入手，促进包括新能源汽车在内的全汽车行业的配套措施进一步加强，提升消费者对汽车的消费热情。9月财政部、税务总局和工信部三部门印发《关于延续新能源汽车免征车辆购置税政策的公告》，对购置日期在2023年1月1日至2023年12月31日期间内的新能源汽车，免征车辆购置税。这是自2014年实行新能源汽车购置税减免以来第三次延续该政策，预计新增免税1000亿元，对应800万至900万辆新能源汽车。

根据中国汽车工业协会信息，中国新能源汽车销量由2013年的1.8万辆增长至2021年352万辆，年复合增长率为112.48%；2022年1-11月新能源汽车累计销量606.68万辆，同比增长100%。从市场份额来看，2022年新能源汽车市场份额为25%，较2020年5.4%大幅度提高，提前完成2025年时新车销量占比20%目标。从全球来看，根据全国汽车市场信息联席会，中国2022年上半年新能源汽车销量占全球销量的59%。未来新能源汽车市场将高速增长。同时政府需要预先完善基础设施，包括大力推动充电桩等配套的升级、鼓励燃料电池等技术路线等，以加强新能源汽车使用的基础。鉴于中国新能源汽车预计2025年时占比达到20%、2030年达到40%而2022年占比已达到23.5%，我们认为未来新能源汽车将会继续有可观的增长，2030年时新能源汽车有望达到至少1200万辆。

图表 1: 2013-1-11. 2022 新能源汽车销量及增速 (万辆) (%)



图表 2: 2022 年上半年中国新能源汽车销量占比 (%)



资料来源：中国汽车工业协会、光银国际预测

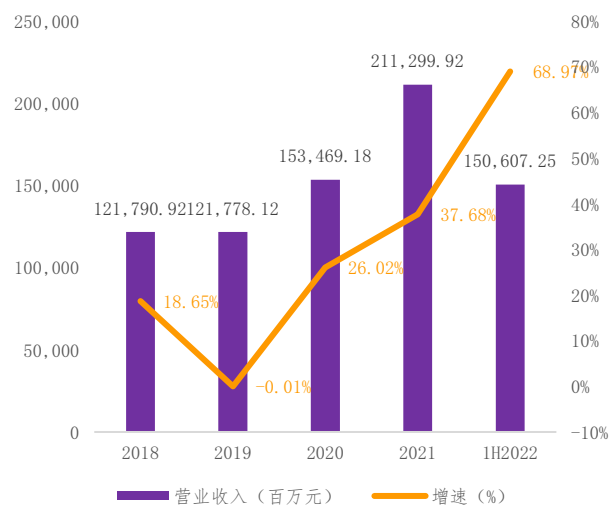
资料来源：中国汽车工业协会、光银国际

## 关注比亚迪股份

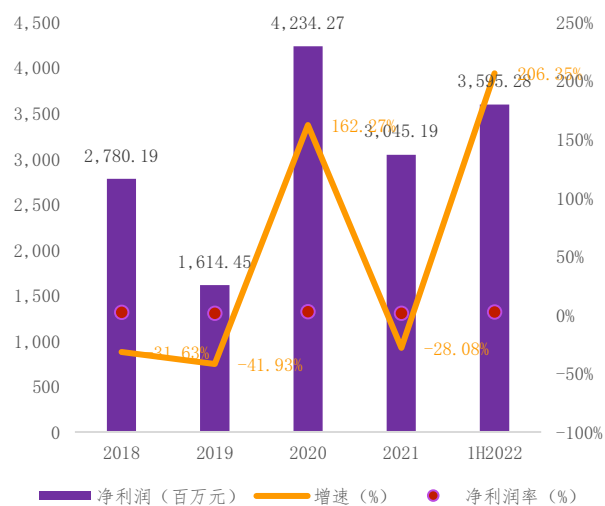
比亚迪主要经营包括新能源汽车及传统燃油车在内的汽车业务、手机部件及组装业务、二次充电电池及光伏业务，并积极拓展城市轨道交通业务。根据公司2022年上半年报告，公司录得收入150607.25百万元人民币，同比增长68.97%；并录得净利润

3595.28 百万元人民币，同比上升 2.39%，此次是继 2020 财年后近 5 个财年中第二次录得正增长；市场份额方面，比亚迪由 2021 年的 17% 上升至 29.5%，升幅达 12.5 个百分点，并且超越特斯拉中国成为中国新能源汽车销量第一。

图表 3：比亚迪股份 2018-1H2022 营业收入及增速（百万元）（%）



图表 4：比亚迪股份 2018-1H2022 净利润、增速及净利润率（百万元）（%）



资料来源：Wind、光银国际

资料来源：Wind、光银国际

国务院公布的《2030 年前碳达峰行动方案》中提出 2030 年当年新增新能源、清洁能源动力的交通工具比例达到 40% 左右，且《新能源汽车产业发展规划(2021-2035 年)》中提到 2035 年纯电动汽车成为新销售车辆的主流。我们认为进五年 2020-2025 年新能源汽车销量的年复合增长率可达 38.4%，对于位于全球新能源汽车销量三甲且中国销量第一的比亚迪而言，属于利好消息，将有利公司未来继续拓展新能源汽车市场。因此虽然比亚迪市盈率为 139.99 倍，但我们仍看好其未来发展。

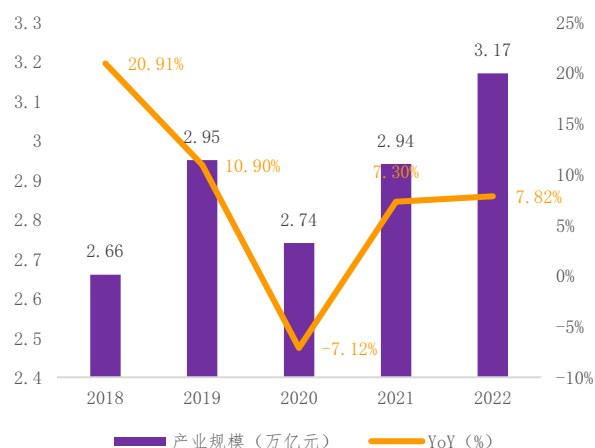
## 2. 体育行业

### 运动服饰继续快速增长

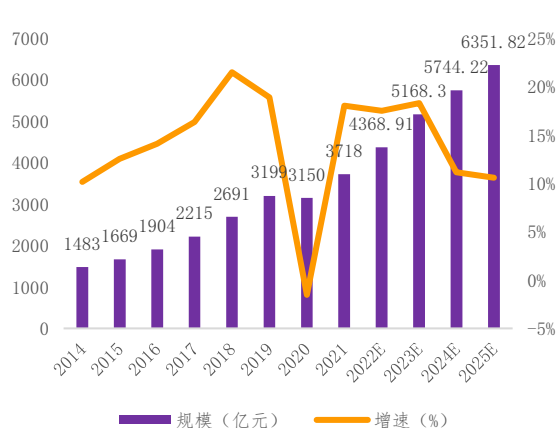
近年来，中国体育产业不断发展，国家有关部门也接连出台相关文件保证体育产业快速发展。2022 年体育总局印发《2022 年群众体育工作要点》，提出推动形成构建更高水平的全民健身公共服务体系新格局、巩固和扩大“带动三亿人参与冰雪运动”成果、提升公共健身设施供给和公共体育场馆开放水平、建设和完善全国全民健身赛事活动体系、发展壮大各级体育社会组织、不断加大科学健身指导供给六大发展要点。根据《全民健身计划（2021-2025 年）》预计，到 2025 年经常参加锻炼人数占比达到 38.05%，同时县乡村三级实现 15 分钟健身圈全覆盖，预计体育产业总规模在 2025 年达到 5 万亿元。

2021 年中国体育行业整体产业规模达 2.94 万亿元，较 2021 年上升 7.3%，预计 2022 年产业规模将达 3.17 万亿元，整体来看，经过 2020 年因疫情造成的而下降后，体育产业规模增速重回增长区间，但因产业规模本身较大，增速维持在个位数。运动服饰行业则在经过 2020 小幅下降之后 2021 年重回正常增速，产业规模达 3718 亿元，同比增长 18.03%，预计 2025 年产业规模将达 6351.82 亿元，2020-2025 年年复合增长率达 15.06%，高于体育产业整体规模增速。

图表 5：2018-2019 中国体育市场规模及增速(亿元) (%)



图表 6：2014-2025E 中国体育服饰市场规模及增速(亿元) (%)



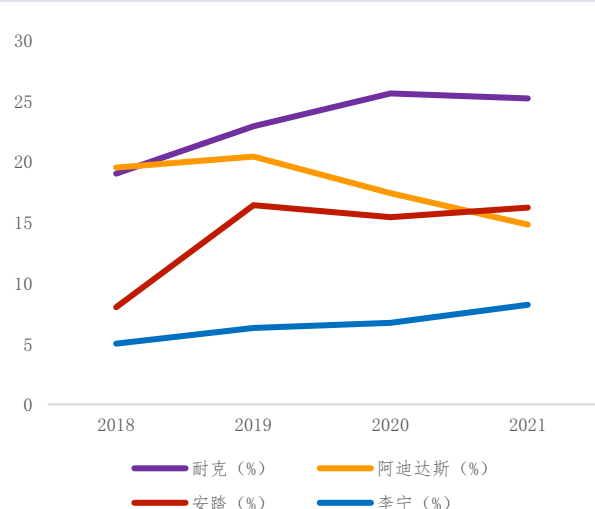
资料来源：艾瑞咨询、中商产业研究院、光银国际

资料来源：前瞻产业研究院、光银国际

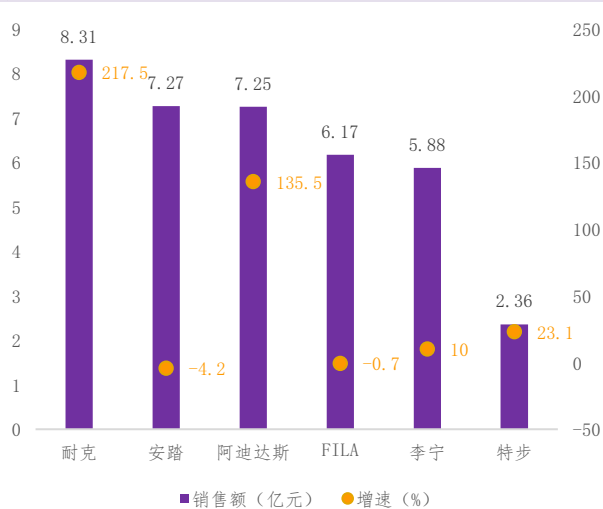
### 部分国产运动服饰赶超国际大牌

2019 年之前，运动服饰市场一直由耐克和阿迪达斯两大品牌占据主要市场份额，但随着 2019 年国货潮的开始、内地消费者对国产运动服饰品牌的认可度变高及 2021 年 BCI 事件影响持续，以安踏为首的一批国产品牌市场份额逐渐增长，2021 年安踏的市场份额 16.2%，超过阿迪达斯成为中国市场份额第二大运动服饰品牌；不过耐克在国内仍有较强统治能力，2021 年市场占有率仅下降 0.4 个百分点；第二大国产品牌李宁市场占有率 2021 年也上升 1.5 个百分点至 8.2%，不过较安踏、耐克、阿迪达斯仍有差距。2022 年“618”正逢内地零售增速暂时下降，不过运动服饰品牌仍取得良好增速，其中耐克以 8.31 亿元成交额重回榜首，因去年低基数同比增幅达 217.5%，安踏和阿迪达斯分别以 7.27 亿元和 7.25 亿元成交额位列第二第三，同比增幅分别为+135.5%和-4.2%。可以看出，部分国产巨头已抓住 2021 年的机会，成功扩大地盘，海外巨头则耐克较阿迪达斯恢复良好。

图表 7：2018-2021 市场份额变化 (%)



图表 8：2022 年 618 主要品牌销售额和增速(亿元) (%)



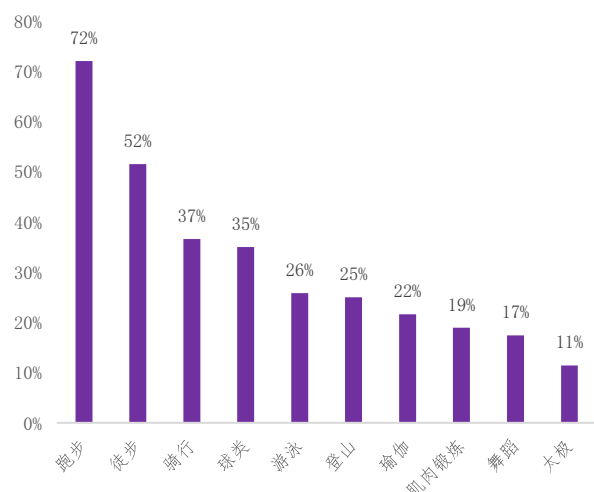
资料来源：观研天下、光银国际

资料来源：淘宝第三方数据、光银国际

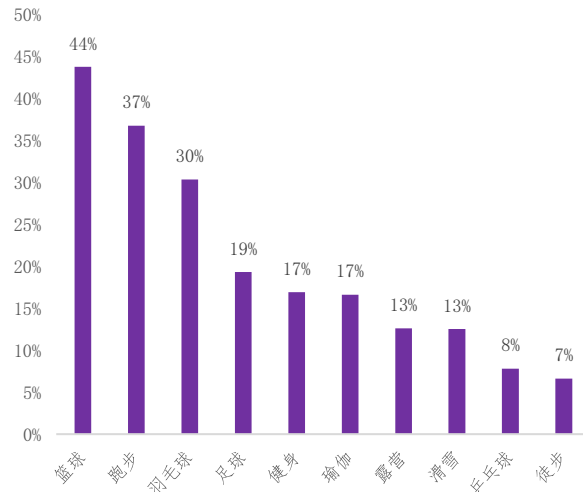
## 露营成为体育行业新增长点

疫情以来，人们更注重健康的生活习惯，带动总体运动人口上升。据统计，男性中每周运动时间超过5小时的人群占比达43%，而女性为35%。从首选运动来看，跑步为运动人群的首选，占比为72%，徒步、骑行、球类也较受到运动人群的热捧，占比达51.5%、36.6%和35%。不过以年轻人为代表的Z世代对运动的选择较为不同。篮球为该群体最常参与的运动，占比为43.7%，而跑步仅为第二，占比达36%，此外，露营等新兴运动也更受到Z世代群体的热捧，露营的参与频率达12.6%，而15.4%的Z世代群体表示喜欢该项运动。

图表 9：全体人群参与运动情况 (%)



图表 10：年轻人群高频参与运动 (%)



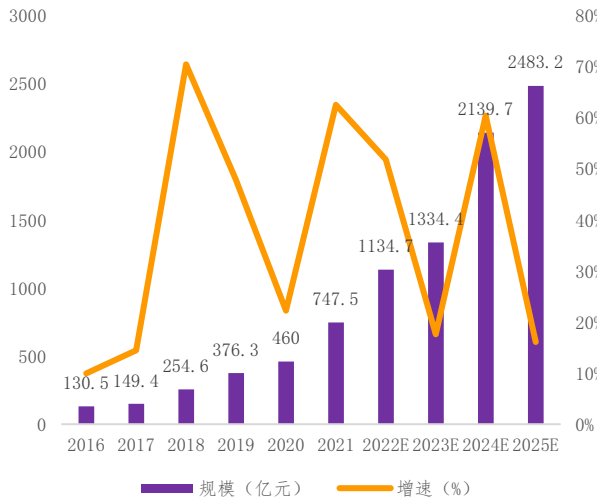
资料来源：华经产业研究院、光银国际

资料来源：艾瑞咨询、光银国际

由于疫情影响，运动人群更倾向于户外活动，以降低被隔离概率，受此影响，露营等户外运动自2021年以来倍受青睐，而2022年11月7日体育总局印发《户外运动产业发展规划(2022-2025年)》，规划为未来户外产业发展指明方向并提出至2025年户外运动产业总规模超3万亿元。具体来看，规划主要聚焦于优化产业发展环境、完善产业发展布局、优化产业结构、丰富产品供给、释放消费潜力、强化服务支持六方面针对露营、冰雪、骑行、水上、航空等户外运动的支持及健全救援体系。针对露营行业规划则提出要优化产品供给，同时在营地周边配套登山、徒步等多种户外运动设施服务、加快周边基础设施建设。

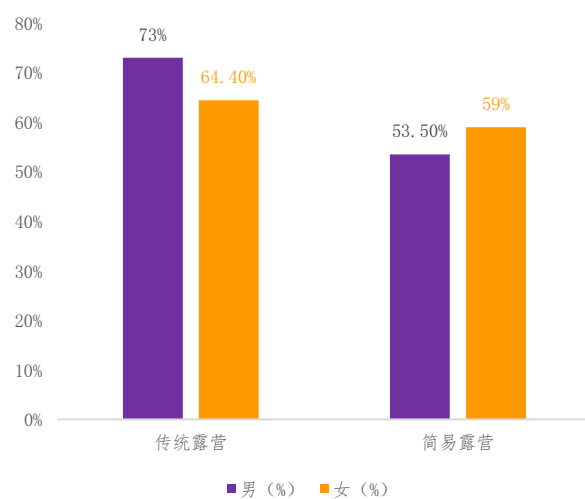
据统计，2021年露营行业核心产业规模达747.5亿元，同比增长62.5%；预计2025年露营产业核心产业规模能上升至2483.2亿元，2020-2025年复合增长率达40.1%，远高于运动服饰同期15.06%的年复合增长率。按类型划分，露营可简易分为传统露营和简易露营两种类别，其中传统露营指需要自带露营器械，而简易露营指仅需拎包入住。从渗透率上看，传统露营还是整体高于简易露营，其中男和女性渗透率分别为73%和64.4%；不过女性更倾向于简易露营，渗透率达59%且大于男性53.5%，显示简易露营更受到女性群体的青睐，结合女性较男性有着更高消费力判断，简易露营或有更为广阔的未来。

图表 11: 露营核心产业规模 (亿元) (%)



资料来源: 艾媒咨询、光银国际

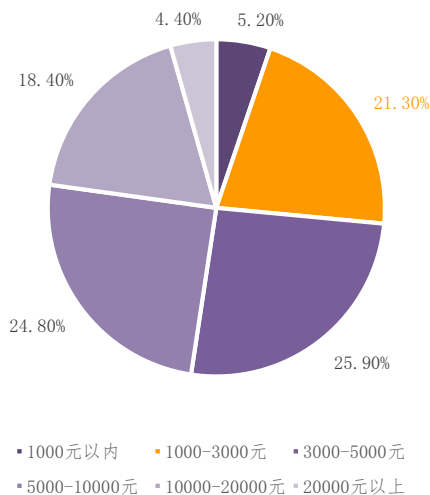
图表 12: 不同露营种类渗透率 (%)



资料来源: 艾媒咨询、光银国际

根据艾媒咨询数据显示, 露营消费群体平均消费金额为 6995.3 元, 其中 26.5% 的消费者过去在露营器械花费 3000 元以下, 50.7% 的消费者花费 3000-10000 元, 22.8% 的消费者花费 10000 元以上。按器械种类细分, 2022 年 59.4% 和 56.4% 的消费者选择购买睡袋和防潮垫, 同时帐篷灯、帐篷、充气垫、防风绳的购买率也达到了 47.8%、43.9%、41.9%、40.5%。与 2021 年数据相对比, 帐篷的购买率从 71.8% 下跌至 43.9%, 下降显著, 防潮垫和睡袋也有一定幅度下降; 充气垫、炉具餐具、天幕的购买率则有轻微上升。可以看出消费者不会再短时间内购买如帐篷、睡袋之类的耐用品, 但如炉具餐具等精致露营器械对消费者有较大吸引力, 重复购买率高, 能够较大提升露营行业相关企业盈利能力。

图表 13: 露营群体购买器械金额 (%)



资料来源: 艾媒咨询、光银国际

图表 14: 露营器械购买率 (%)



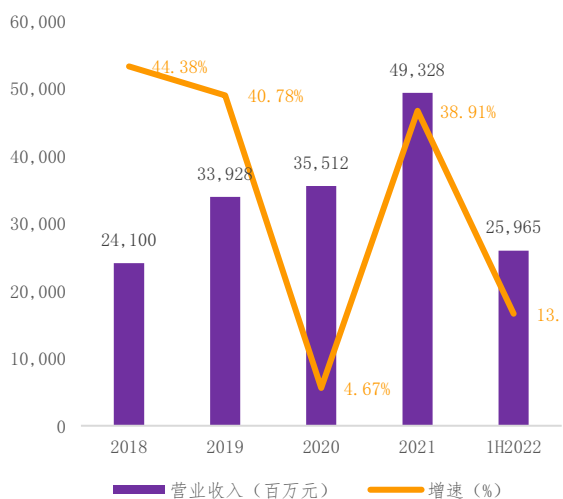
资料来源: 艾媒咨询、光银国际

## 关注安踏体育

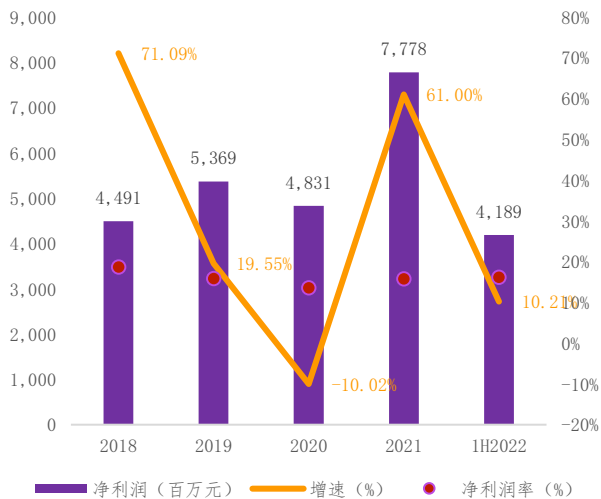
安踏体育作为国产运动服饰品牌龙头, 市场份额已超越阿迪达斯并排名第二。旗下产品线众多, 其中包括安踏, FILA (中国) 等。从 2018 年开始安踏营业总收入保持了较高的增速水平, 尽管 2020 年新冠疫情使大部分企业的营收同比下降, 安踏仍然

保证了 4.95% 的正增长，2021 年因奥运、BCI 事件等一系列加成下，其营业收入、净利润同比增长达到了 38.91%、61%，且 2022 年上半年营收增速在疫情反复，消费力下降、高基数的情况下仍保持两位数。详细来看，2022 年上半年安踏总营收为 25965 百万元。净利润方面，同年净利润为 4189 百万元同比增长 10.21%，净利润率则从 15.77% 上升 0.36 个百分点至 16.13%。

图表 15: 安踏 2018-1H2022 营业收入及增速 (百万元) (%)



图表 16: 安踏 2018-1H2022 净利润、增速和净利润率 (百万元) (%)



资料来源: Wind、光银国际

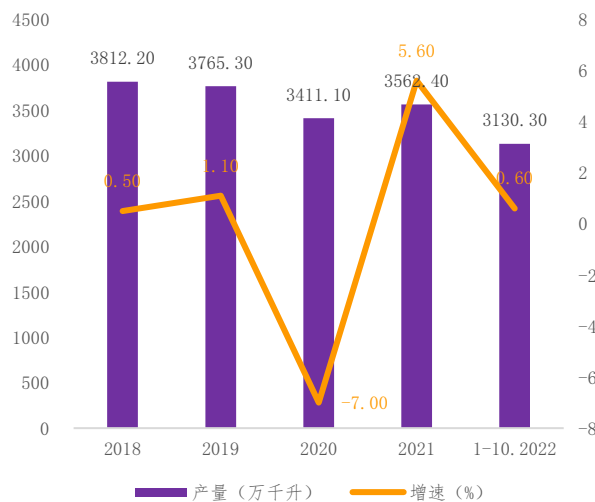
资料来源: Wind、光银国际

总体而言，长期角度显示公司仍然受惠于预计 2025 年体育产业规模达到 5 万亿元的目标；短期而言公司以安踏为主品牌，拥有 Fila、DESCENTE、KOLON SPORT 等多个子品牌，其中 DESCENTE、KOLON SPORT 作为高端品牌拥有较高毛利率且增速高于主品牌安踏，且 KOLON SPORT 专注于户外运动，随着露营行业的快速兴起，将有效带动公司营收增长。不过，公司现市盈率已为 20.96 倍，估值较高。

### 3. 啤酒行业

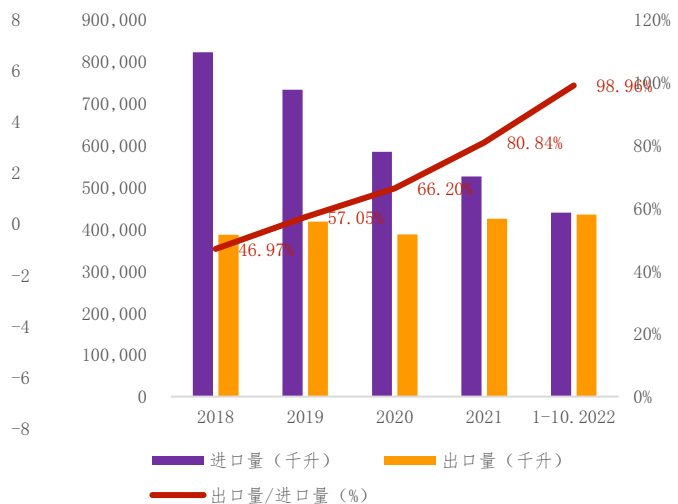
疫情以来，受餐饮商户、夜场等堂食消费场地减少开放所影响，国内啤酒业产销录得明显下滑，且近年来整体啤酒产量较为波动，2022 年 1-10 月国内啤酒产量为 3130.3 万千升，同比上涨 0.6%；2021 年全年啤酒产量达 3562.4 万千升，虽较 2020 年增长 5.6%，但仍延续 2013 年以来的总体下降趋势。进出口方面，2022 年 1-10 月录得进口及出口 439110 千升和 434540 千升，在出口占进口比重持续提升的背景下，出口量或将超越进口量。

图表 17: 2018-1-10.2022 全国啤酒产量及增速 (万千升) (%)



资料来源: Wind、光银国际

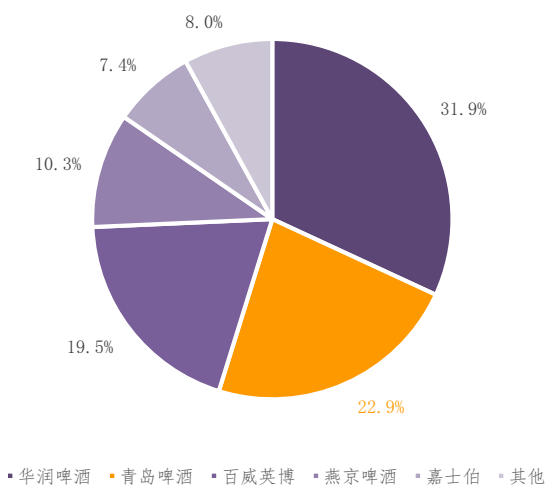
图表 18: 2018-1-10.2022 啤酒进出口量及出口占比 (千升) (%)



资料来源: Wind、光银国际

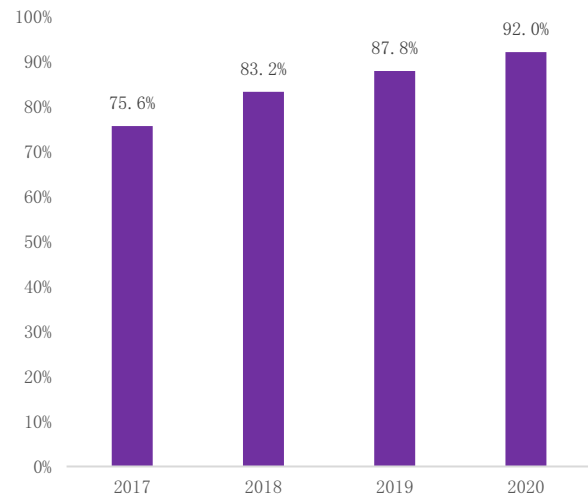
从市场份额看, 华润啤酒目前市场份额为 31.9%, 而青岛啤酒、百威英博、燕京啤酒和嘉士伯以 22.9%、19.5%、10.3%和 7.4%的市场占有率紧随其后。啤酒行业 CR5 已从 2017 年的 75.6%快速提升至 92%, 属于高度集中状态。可以看到啤酒行业“跑马圈地”的时代已经结束, 改善产品结构、提升产品单价的高端化是未来啤酒行业发展的重中之重。

图表 19: 啤酒市场格局 (%)



资料来源: 中商产业研究院、光银国际

图表 20: 啤酒市场 CR5 变化 (%)



资料来源: 中商产业研究院、光银国际

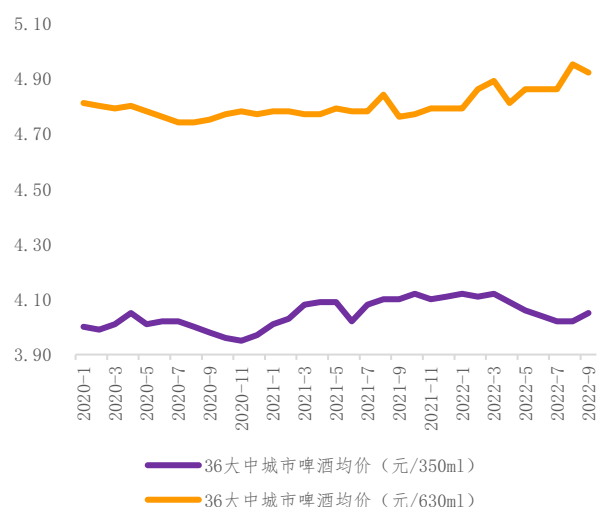
### 啤酒高端化持续进行

中国啤酒的销量自 2013 年到达顶峰后便持续回落, 预期未来啤酒销量稳定回落趋势难以改变。而国内人均收入的改善会将消费者会从追求“量”转变为追求“质”, 高端啤酒品牌具有较高的质量, 未来行业会迈向价格驱动增长的时代。

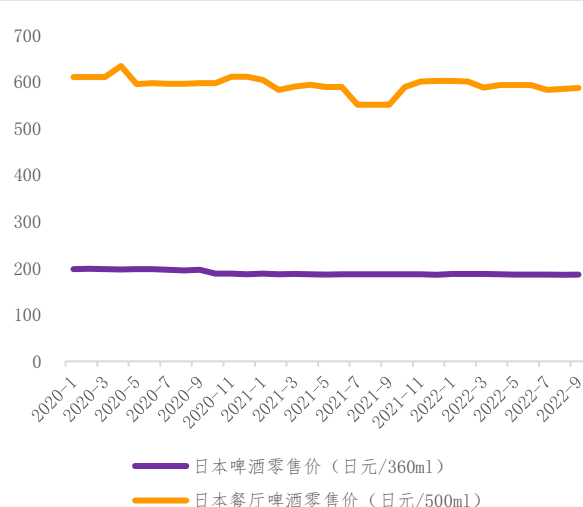
具体而言, 啤酒行业高端化主要集中于提价、产品结构升级两方面。不过, 目前中国啤酒行业仍是以低价啤酒为主, 消费者需求弹性较大, 消费者仍难以在短期内接受大幅度的提价, 啤酒高端化的提价进程需要逐步进行。而产品结构升级则是高端化的长期重点, 通过提升高端产品占比, 逐步完成国内消费者对高端化的认同, 以逐步提升高端市场占有率。

提价方面，可与中国饮食习惯相近的日本作对比。Wind 数据显示，2022 年 11 月 36 大中城市罐装啤酒(约 350ml)的平均价格为 4.11 元人民币，与 2014 年持平，即每 100 毫升 1.17 元人民币；36 大中城市瓶装啤酒(约 630ml)平均价格由 2014 年初的 3.99 元人民币上升至 2022 年 11 月的 4.94 元人民币，即每 100 毫升 0.63 元人民币升至 0.78 元人民币。而日本啤酒价格为 1193 日元每 6 罐(350ml)，按 11 月日元汇率换算约为 10.25 元人民币/350ml，为中国同规格啤酒价格的 2 倍以上；而在餐厅吃饭用 500ml 啤酒则为 617 日元/瓶，折合人民币约为 31.82 元人民币/瓶，或为 6.36 元人民币/100 毫升，远高于中国售价。整体来看，日本餐厅出售啤酒较贵，但与中国包装相似的罐装啤酒在日元持续贬值的情况下仍有约 2 倍于中国啤酒的价格，表明中国啤酒高端化提价仍有充足空间，但酒企需配合消费者接受程度缓慢进行，短期内较难看到显著效果。

图表 21：2020 年至今中国啤酒价格



图表 22：2020 年至今日本啤酒价格

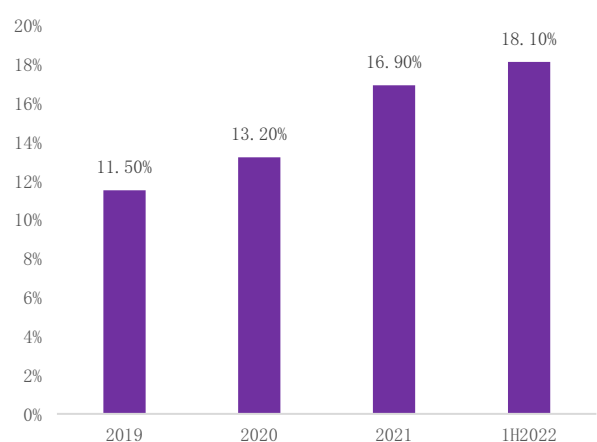


资料来源：Wind、光银国际

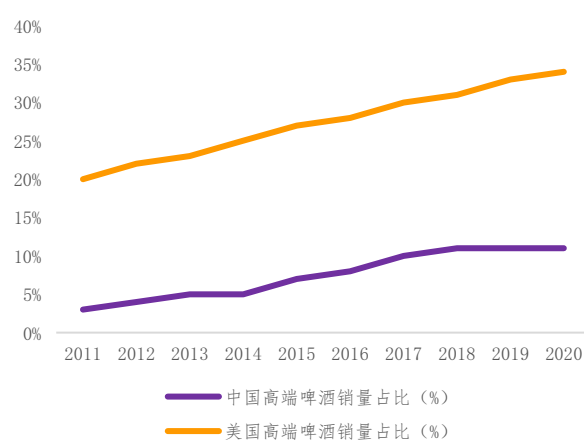
资料来源：Wind、光银国际

就啤酒产品接受升级方面，国内各酒企也在稳步推进。以华润啤酒为例，2019 年时其高端啤酒销量仅占总销量的 11.5%，但 2022 年上半年已提升至 18.1%。从全国来看，2020 年时全国高端啤酒销量占总销量的 11%，而成熟市场如美国高端啤酒销量占比能达到 34%，显示中国啤酒高端化还有广阔空间。

图表 23：2019-1H2022 华润啤酒高端啤酒销量占比 (%)



图表 24：2011-2020 中美高端啤酒销量占比 (%)



资料来源：公司资料、光银国际

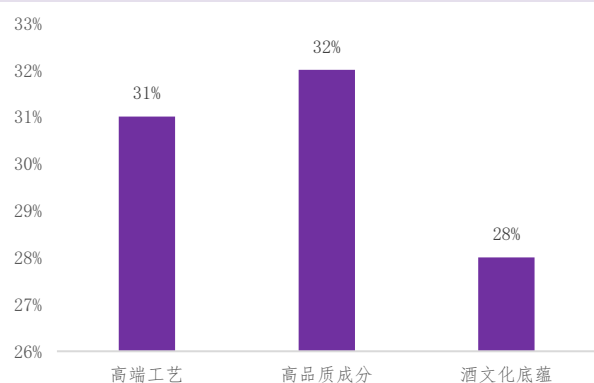
资料来源：欧睿数据、光银国际



## Z世代对啤酒影响成为未来行业发展方向

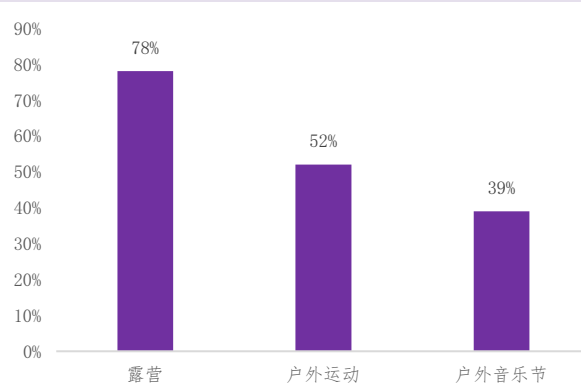
随着Z世代群体步入社会，其需求个性化、多元化等众多特征对于啤酒高端化的影响越来越显著。根据 Ipsos 调查，对于Z世代消费者而言，约79%认为啤酒高端化需要具有高品质，如口感、高浓度麦芽汁、传统工艺等因素均称为消费者愿意支付高价的卖点；此外需要具有良好的酒文化也是Z世代消费者看重的重点之一。而随着疫情常态化，啤酒的饮用场景也发生改变，约36%的消费者在近一年有户外饮用啤酒经验，且44%的消费者户外饮用啤酒频率增加。详细来看，户外饮用啤酒主要集中于露营、户外运动和户外音乐节，随着露营受疫情因素带动成为Z世代更频繁的运动之一，啤酒有望从中受益。

图表 25：消费者对高端啤酒的期待 (%)



资料来源：Ipsos、光银国际

图表 26：户外饮用啤酒场景 (%)

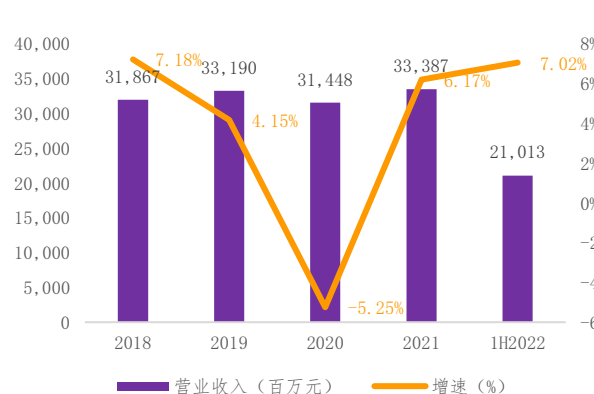


资料来源：Ipsos、光银国际

## 关注华润啤酒

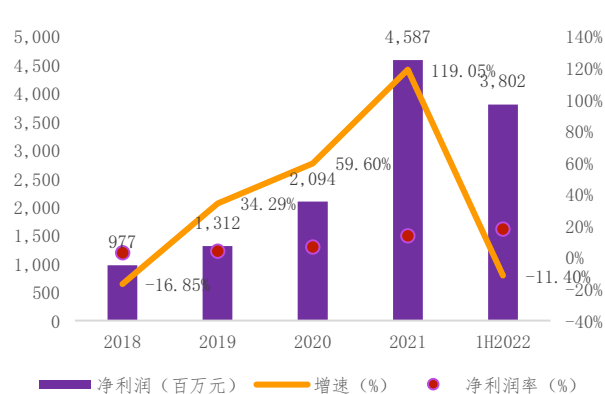
华润啤酒作为中国国内啤酒的龙头品牌，拥有较高的知名度。近年来其高端化势头良好，由2019年的11.5%上升至2022年上半年18.1%，而2020年时中国高端啤酒销量占比仅达11%，可以看出，啤酒高端化高于行业平均。此外，合理的产品结构和市场对于高端化的认可将能够更有效的释放近期啤酒原材料上涨带来的压力。公司优质的渠道能力能够有效降本增效，为公司留下充足盈利空间。2022年上半年华润啤酒录得21013百万元营收，同比增长7.02%；净利润3802百万元，同比下降11.4%，但净利润率较2021财年提升4.35个百分点至18.09%。

图表 27：华润啤酒 2018-1H2022 营业收入及增速 (百万元) (%)



资料来源：Wind、光银国际

图表 28：华润啤酒 2018-1H2022 净利润、增速和净利润率 (百万元) (%)



资料来源：Wind、光银国际

10月25日，华润啤酒出资123亿元收购酱香型白酒头部品牌之一贵州金沙酒业55.19%股权。完成此次收购之后，华润啤酒拥有山东景芝白酒、金种子酒及贵州金沙酒业股权，华润白酒版图进一步完善。此外，与金沙酒业强强联合可有效拓展双方实力，借助华润啤酒强大的渠道、营销等方面进行赋能，强化金沙酒业品牌力；同时借助金沙酒业在酱香型白酒中的市场地位，开拓华润啤酒第二增长领域、同时强化华润啤酒高端化布局，提升华润啤酒未来发展潜力。

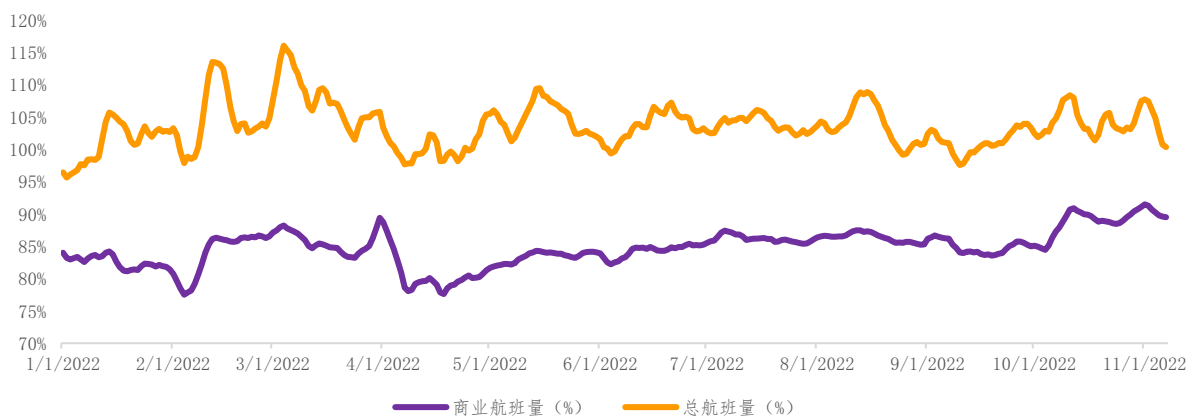
## 4. 旅游行业

9月26日中国香港实施“0+3”措施，入境隔离正式成为历史，香港开始迈入复常道路，而12月13日更取消“安心出行”黄码，标志着入境香港由“0+3”转变为“0+0”。中国内地和中国澳门也在11月11日“20条”颁布之后进入逐步放开阶段。随着后疫情时代的到来，旅游行业开始逐步复苏，不过跟经济复苏一样，旅游行业的复苏需要长时间及各项政策措施的配合，无法一蹴而就。不过，我们或许可以从全球航空、OTA巨头们和新加坡的经验中得到一些未来旅游业复苏的启发。

### 国际航司营收因通胀回升明显

2020年与2021年新冠疫情导致全球多国设置一系列出行限制，航空出行受阻。不过，随着2022年全球多国陆续进入后疫情时代，出行限制逐步移除，被限制2年的航空业得以开始恢复。根据Flightradar24统计数据，2022年全球每日总航班数量为20万班左右，而2019年为19万班左右；每日商业航班数量为10万班左右，而2019年为每天11万班左右。总体而言，虽然全球每日总航班数量已超过2019年水平，但商业航班数量恢复情况较差，自十月以来每日商业航班数量开始上升，恢复至2019年90%。不过由于各国开放进程不一，叠加原油价格飙升及经济预期下降等多重因素，商业航班如需恢复至2019年水平仍需要时间及多方共同努力。

图表 29：全球 2022 年航班总量及商业航班量恢复情况 (%)

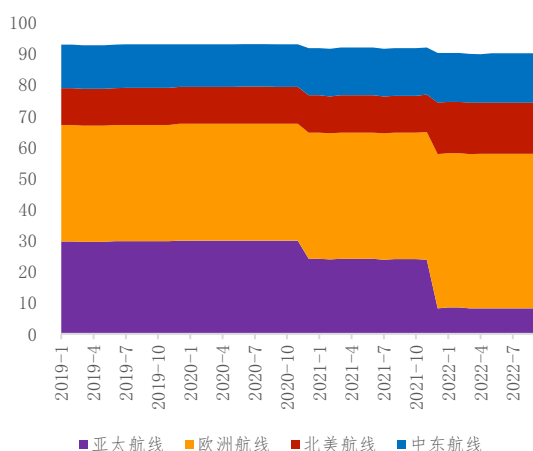


资料来源：Flightradar24、光银国际

商业航班数量尚未恢复，叠加原油上涨、通胀高企等因素，全球主要国际及航司运力恢复较慢。在2020年新冠疫情初期，各地区收费客公里市场份额总体保持不变。不过进入2021年因各地区防疫措施严格程度不同，市场份额开始有一定变化，亚太航线下降约6.7个百分点，欧洲、美国、中东航线上升约3.5/0.5/1.6个百分点。2022年则随着各国逐步放开变化逐步加剧，其中亚太航线下降约14.4个百分点，欧洲、美国、中东航线则上升约8.2/4.1/0.5个百分点。细分至全球主要国家，美国运力恢复最好，仅较2019年下降4.6%，而中国、德国、俄罗斯运力较差，较2019年下降31.5%/29.3%/28.6%。分航司分析，全球部分主要航司中西南航空运力

恢复最好，较 2019 年上升 4.1%，中国南方航空、中国国际航空、中国东方航空则较 2019 年下降最为严重，为 39.5%/36.6%/32.6%。

图表 30：全球主要地区收费客公里市场份额 (%)



资料来源：Wind、光银国际

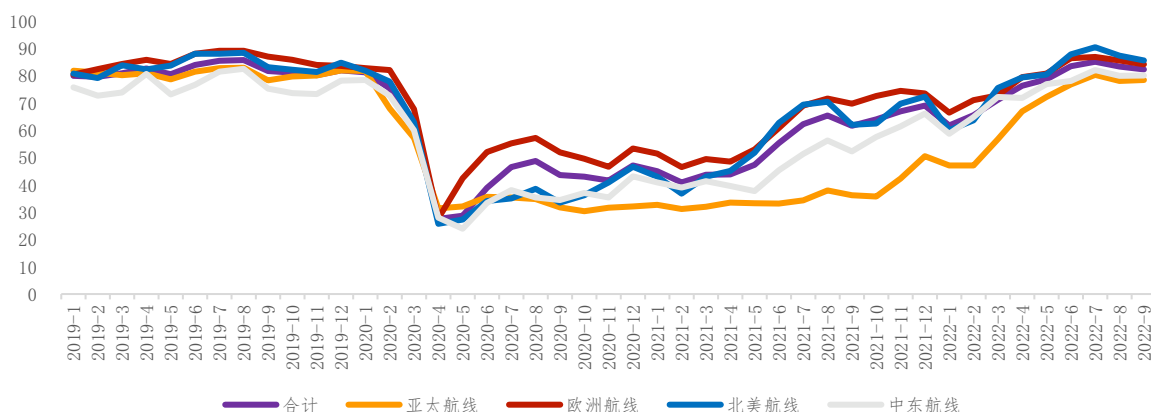
图表 31：全球部分主要国家航空运力较 2019 年对比 (%)



资料来源：OAG、光银国际

客座率为反应航司运营效率的主要指标之一，2019 年，全球累计客座率为 82%，亚太、欧洲、北美、中东航线客累计座率分别为 80.9%/85.6%/84%/76.3%。疫情初期各地区客座率均有大幅度下降，不过随着各地区大部分国家陆续进入复常阶段，被压抑的出行需求开始恢复带动客座率恢复，2022 年 9 月全球客座率为 82.2%，亚太、欧洲、北美、中东航线累计客座率分别为 78.3%/84.1%/85.4%/80%；至 2022 年 9 月全球累计客座率为 77.1%，亚太、欧洲、北美、中东航线累计客座率分别为 70%/79.4%/80.3%/74.4%。欧洲、北美航线客座率恢复情况较好，而亚太航线则因为主要地区进入复常阶段较慢，前 9 个月客座率恢复情况并不理想，不过如细分至单月客座率，亚太航线已从 47%恢复 31.3 个百分点至 78.3%，涨幅为全球最高。

图表 32：2019-09.2022 国际市场客座率变化 (%)



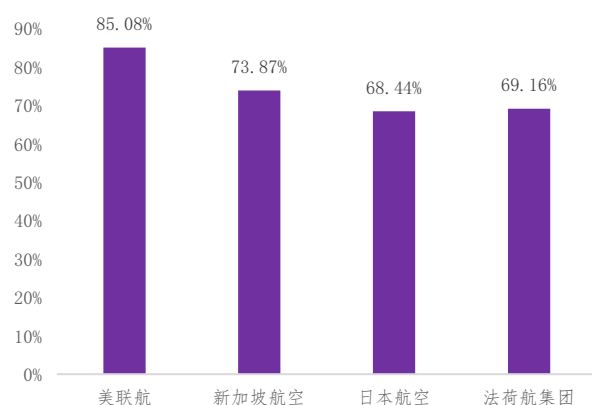
资料来源：Wind、光银国际

为进一步研究主要航司目前恢复情况，我们从美洲、东南亚、东亚、欧洲分别选择一家大型航司出来进行对比。美洲为美联航，美国三大航司之一，同时为全球最大航空联盟星空联盟的创始成员；东南亚则为新加坡航空，东南亚乃至亚洲重要枢纽新加坡的载旗航空公司，与美联航一样为星空联盟成员；东亚为日本航空，日本载旗航空公司，全球第三大航空联盟寰宇一家成员欧洲为法荷航空集团，旗下法国航空及荷兰皇

家航空位列欧洲内主要航司之中，均为全球第二大航空联盟天合联盟成员，法航则为天合联盟创始成员。因部分航司旗下均有廉价航空品牌等业务，我们在讨论非财务数据时都仅使用各航司主品牌数据。

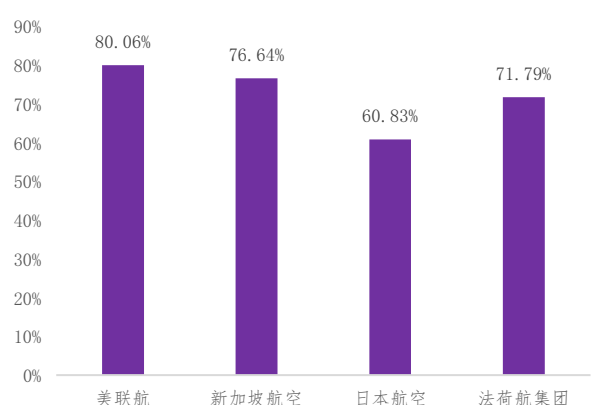
2022 财年上半年，美联航、新加坡航空、日本航空、法荷航空集团运送旅客数分别恢复至 2019 财年同期的 85.08%/73.87%/68.44%/69.16%。从需求端数据收费客公里/英里（Revenue Passenger Kilometer/Mile, RPK/RPM）分析，2022 财年上半年美联航、新加坡航空、日本航空、法荷航空集团分别恢复至 2019 财年同期的 80.06%/76.64%/60.83%/71.79%。

图表 33：全球部分航司运送人数较 2019 财年恢复程度（%）



资料来源：公司资料、光银国际

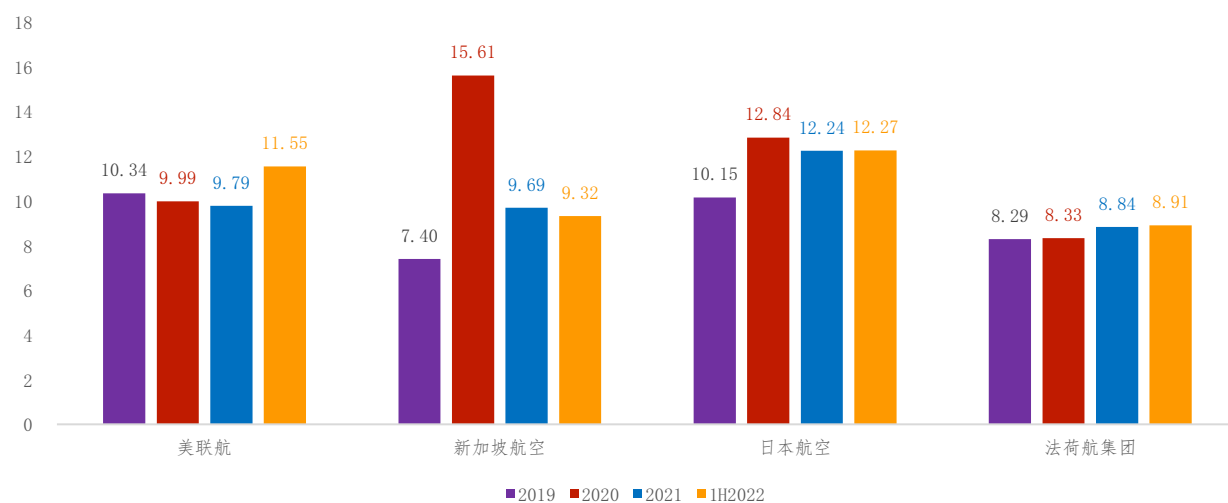
图表 34：全球部分航司 RPK/RPM 较 2019 财年恢复程度（%）



资料来源：公司资料、光银国际

每旅客平均收入反应每 RPK 所能获得的付费旅客收入。2022 财年上半年，美联航、新加坡航空、日本航空、法荷航空集团的每旅客平均收入分别较 2019 财年同期恢复 111.66%、126%、112.6%、109.58%。疫情后各航司每旅客平均收入均有一定提升，侧面说明因原油价格上涨、出行需求增多等多重因素叠加，各航司机票价格均有一定幅度上涨。

图表 35：全球部分航司 2019FY-1H2022FY 每旅客平均收入（美分/ RPK）

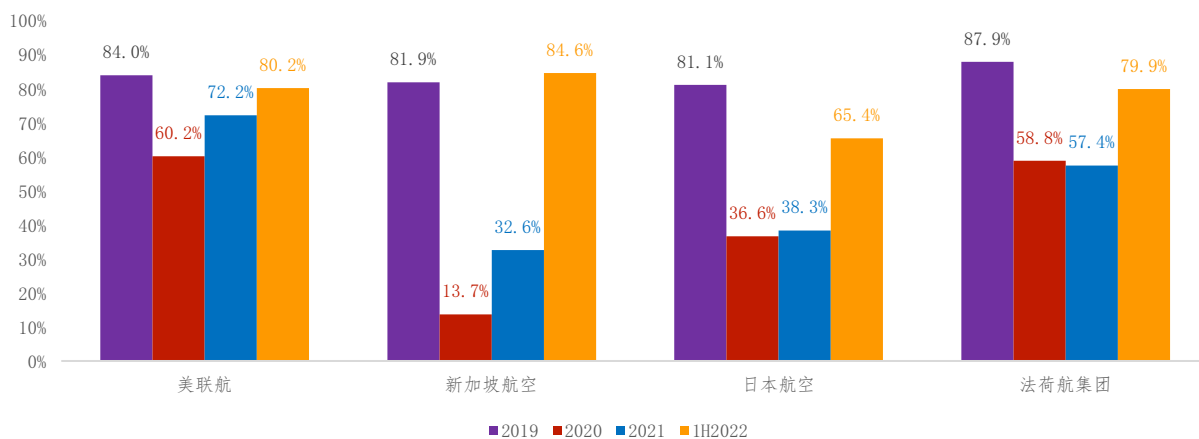


资料来源：公司资料、光银国际

从客座率角度来看，全球航司在疫情期间均有不同幅度的下降，疫情初期的封控措施、疫情影响程度、国内市场大小及补贴影响相关国家航司客座率，故美联航、法荷航集

团疫情期期间降幅较低。而美联航和新加坡航空则较能从侧面反映大中华地区航司的恢复路径。其中美联航因多重因素，疫情期间客座率下降幅度相对较小，奥密克戎后恢复情况也高于欧洲航司，表明大市场和高消费潜力背景下航司客座率能够较快恢复。新加坡航空 2020 财年客座率大幅下跌 68.2 个百分点，随后抓住因欧美国家放开但香港还未放开而出现的转机需求机遇，快速上升至上升至 84.6%，与 2019 财年同期持平。

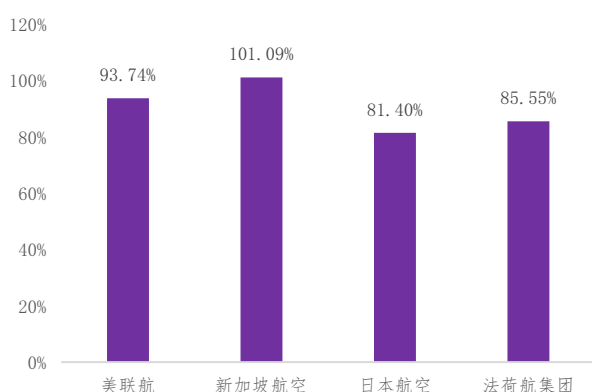
图表 36：全球部分航司 2019FY-1H2022FY 客座率 (%)



资料来源：公司资料、光银国际

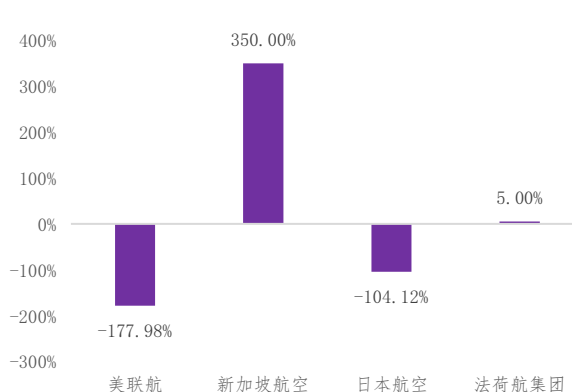
2022 财年，随着各国大部分进入复常阶段，各航司财务数据也开始恢复。2022 财年上半年，美联航、新加坡航空、日本航空和法荷航集团营业收入分别恢复至 2019 年的 93.74%/101.09%/81.4%/85.55%。2022 财年上半年，美联航、新加坡航空、日本航空和法荷航集团净利润分别较 2019 财年同期涨跌-177.98%/+350%/-104.12%/+5%。总体来看，借助后疫情时代出行需求高涨、机票价格高企等因素，各航司在复常后营业收入恢复较快；不过净利润恢复则由于全球通胀上行，原油价格飞涨等拖累，大部分航司短期内难以恢复至 2019 年水平，仅新加坡航空因大幅削减人工、维护、租金及着陆费用等支出费用且合理对冲油价上涨，净利润为 2019 年同期 4.5 倍。

图表 37：全球部分航司 2022 财年上半年较 2019 年恢复情况 (%)



资料来源：公司资料、光银国际

图表 38：全球部分航司 2022 财年上半年较 2019 财年同期涨跌幅 (%)



资料来源：公司资料、光银国际

根据全球航空业情况可以看出，在取消出入境隔离措施后，进入复常阶段国家及地区客座率及飞行人数将会有较为明显增加，显示出行需求快速恢复，而航司运力却难以在短时间内提升，叠加高通胀及原油维持高位等因素影响，带动机票价格上涨。不过高票价也帮助航司对冲飞行人数和客座率无法短时间内完全恢复的风险，带动航司在后疫情时代快速恢复其营业收入。然而高企的成本将考验各航司的管理和盈利水平，

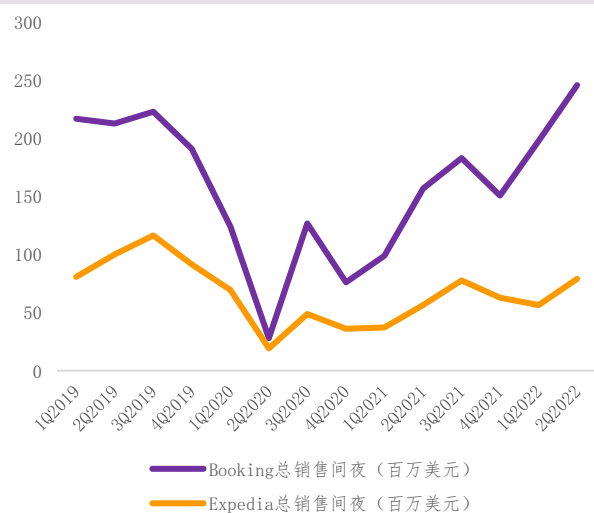
净利润面临难以快速回升困境。后疫情时代初期，相同地区内航司的净利润或将呈现分化态势，合理的降本增效、开源节流将助力航司在竞争中脱颖而出。

## 海外 OTA 巨头恢复相对较快

在线旅游 Online Travel Agency (OTA) 是旅游产业链中的重要节点，其各项指标均能反应旅游市场的冷暖。随着大中华地区陆续进入复常阶段，区域中的 OTA 或将会从中收益，而其恢复的速度或可以参考全球 OTA 巨头 Booking 和 Expedia。

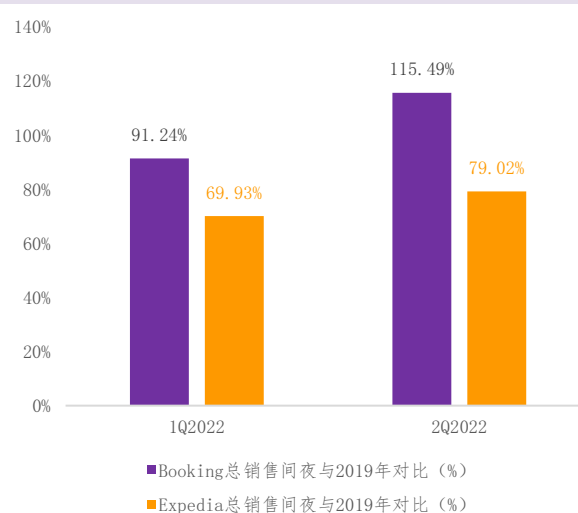
因新冠疫情，全球旅游行业遭受重创，而 Booking 和 Expedia 亦于 2020 年第二季度出现业务大量减少的情况。不过可以看到，随着部分国家在 2021 年第四季度开始放开，全球两大 OTA 巨头的业务量和预定量也开始恢复。截止 2022 年第二季度，Booking 和 Expedia 分别录得总销售间夜 246 百万美元及 79.1 百万美元，较 2021 年同期增长 56.69% 和 39.75%，与 2019 年相比，Booking 和 Expedia 分别恢复至 115.49% 和 79.02%。Booking 率先在总销售间夜上超过 2019 年同期纪录。

图表 39：2019-2Q2022 总销售（百万美元）



资料来源：公司季报、光银国际

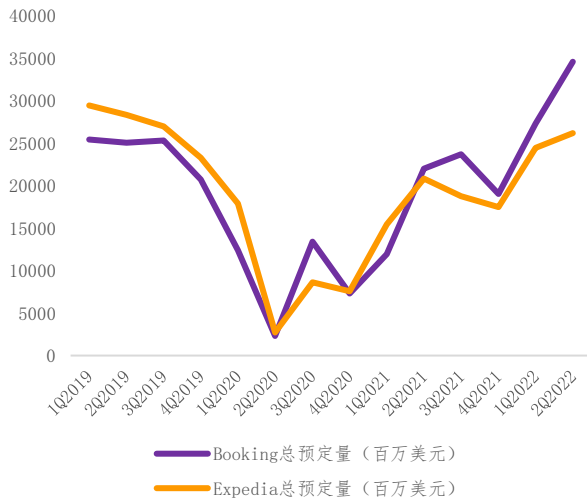
图表 40：较 2019 年同期恢复情况 (%)



资料来源：公司季报、光银国际

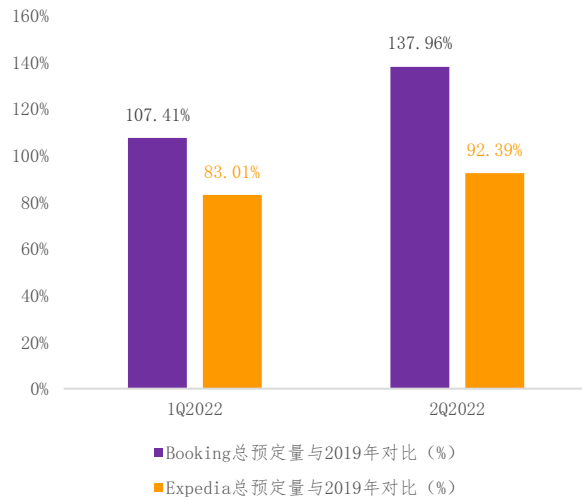
从总预定量方向观察，Booking 和 Expedia 的恢复情况更是喜人。2022 年第二季度，Booking 与 Expedia 总预定量录得 34545 和 26139 百万美元，较 2021 年同期上升 57.34% 和 25.58%，与 2019 年同期相比 Booking 和 Expedia 恢复至 137.96% 和 92.39%。Booking 从 2022 年第一季度开始总预定量便超过 2019 年同期，Expedia 同年第二季度数据也显示恢复状况良好。总体而言，总销售间夜接近及超过 2019 年同期数据显示海外住宿需求确实回升，同时叠加疫情后住宿费用的上涨，带动总预定量增速加快，为 OTA 平台快速恢复打下基础。

图表 41: 2019-2Q2022 总预订量 (百万美元)



资料来源: 公司季报、光银国际

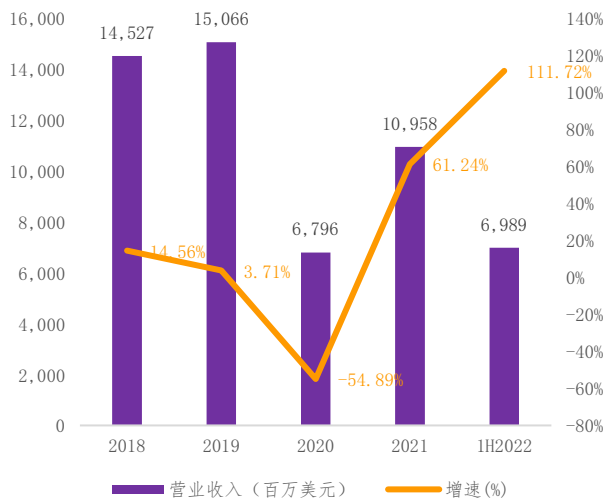
图表 42: 较 2019 年同期恢复情况 (%)



资料来源: 公司季报、光银国际

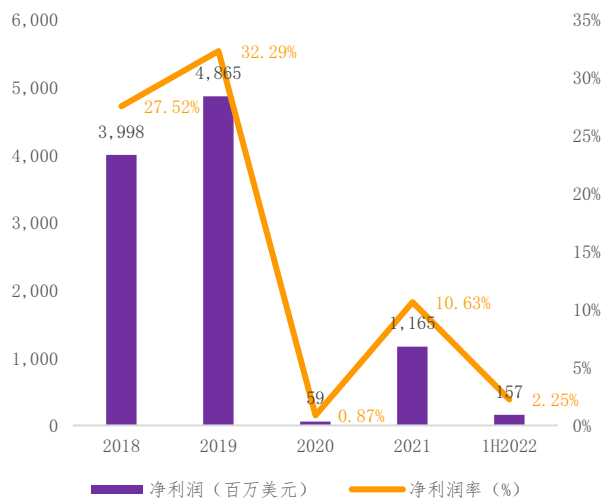
相对于预订数据, Booking 和 Expedia 的营收和净利润则恢复较慢。2022 年上半年, Booking 录得 6989 百万美元营业收入, 同比增长 111.72%, 为 2019 年同期 104.52%; 净利润则录得 157 百万美元, 较去年同期-222 百万美元大幅度增长, 但仅为 2019 年同期的 9%; 若从净利润率角度来看, 2022 年上半年为 2.25%, 而 2019 年同期为 26.08%。可以看出, 虽然营收已恢复至 2019 年水平, 但高额的经营和非经营成本则导致净利润处于较低水平, 距恢复 2019 年水平仍需时间。

图表 43: Booking 营业收入及增速 (百万美元) (%)



资料来源: 公司财报、光银国际

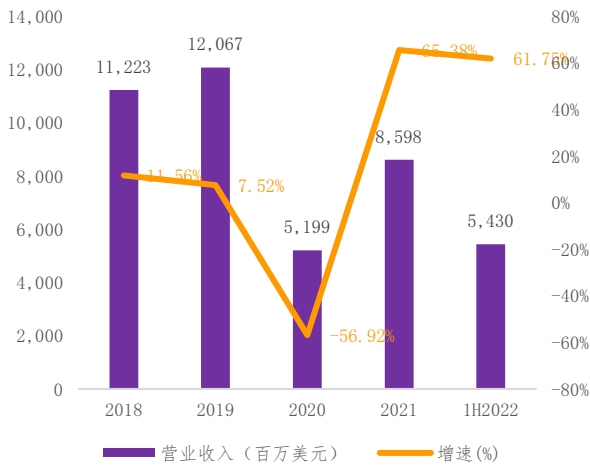
图表 44: Booking 净利润及净利润率 (百万美元) (%)



资料来源: 公司财报、光银国际

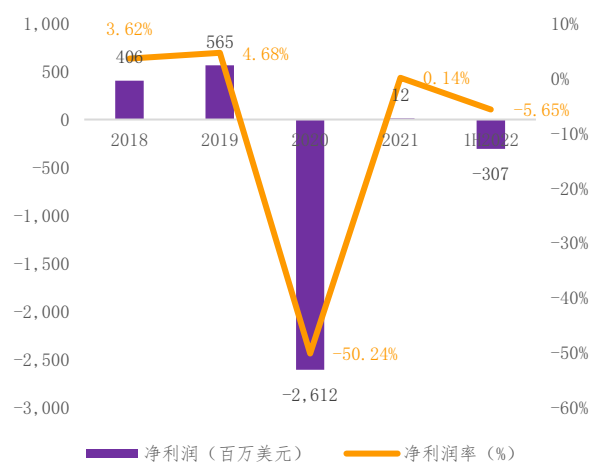
2022 年上半年, Expedia 录得 5430 百万美元营业收入, 同比增长 61.75%, 为 2019 年同期 94.24%; 净利润则录得-307 百万美元, 较去年同期-750 百万美元有较大恢复, 但较 2019 年同期的 80 百万美元差距仍较大。可以看出, 虽与 Booking 相似营收已恢复至 2019 年相近水平、Expedia 的经营成本也保持在与 2019 年相似水平, 但高额的非经营成本大幅拉低净利润。

图表 45: Expedia 营业收入及增速 (百万美元) (%)



资料来源: 公司财报、光银国际

图表 46: Expedia 净利润及净利润率 (百万美元) (%)



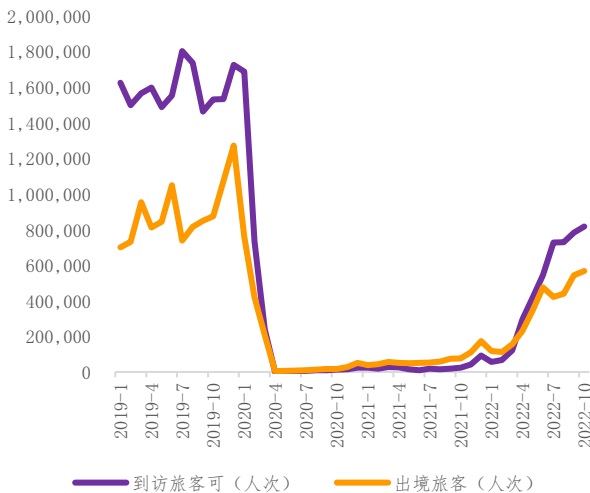
资料来源: 公司财报、光银国际

### 新加坡旅游业正逐步恢复

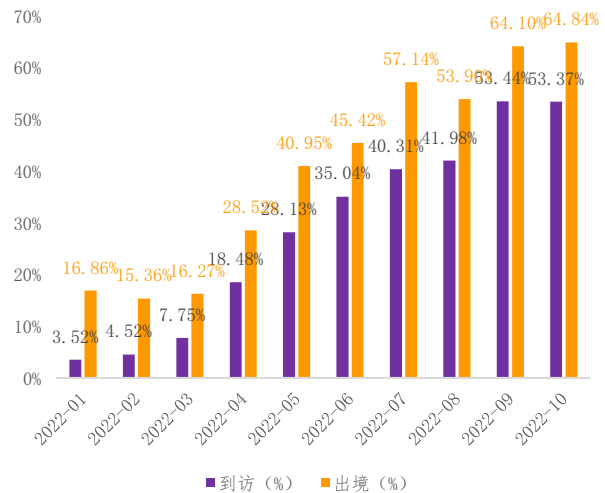
2022 年 4 月 1 日前, 新加坡仅与少数国家有“疫苗接种者旅游通道”, 使相对应国家人士在完成疫苗接种的前提下免隔离进入新加坡。4 月 1 日后, 新加坡入境措施简化, 全球人士仅需完成疫苗接种就可免隔离进入新加坡, 新加坡正式进入复常阶段。8 月 29 日新加坡进一步简化入境条件, 所有旅客无需完成疫苗接种也可免隔离进入新加坡。

受后疫情时代利好政策刺激, 新加坡入境游客数量开始恢复。根据新加坡 Singapore Tourism Analytics Network (STAN) 和新加坡统计局 (DOS) 数据, 2022 年 10 月新加坡入境旅客人数为 816758 人次, 较去年同期上升 3302.3%, 不过为 2019 年同期 53.37%。1-10 月新加坡入境旅客人数为 455.76 万人, 较 2021 年同期上升 2224.33%, 为 2019 年同期的 28.74%。新加坡预计今年全年到访旅客人次将达到 400 万到 600 万人。出境旅游方面, 2022 年 10 月新加坡出境旅游人数为 567367 人次, 较 2021 年同期上涨 640.24%, 不过跟入境旅游相似, 出境旅游仅为 2019 年同期的 64.84%。总体来看, 2022 年 1-10 月, 新加坡出境总人数为 341.17 万人, 较 2021 年同期上升 519.84%, 为 2019 年同期的 40.78%。

图表 47: 新加坡 2019-10. 2022 到访和出境旅客 (人次)



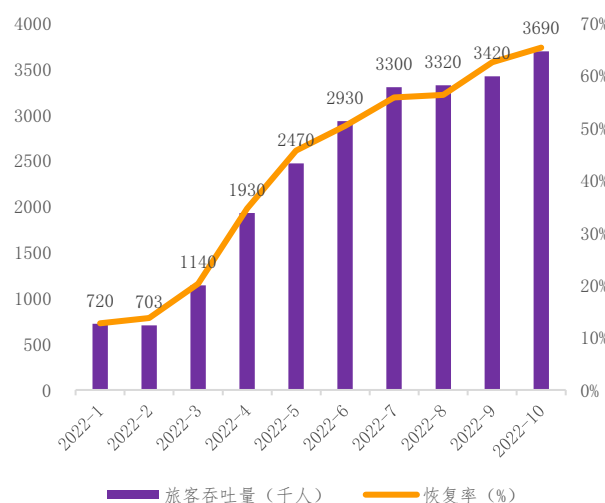
图表 48: 新加坡 2022 年到访和出境旅客与 2019 年对比 (%)





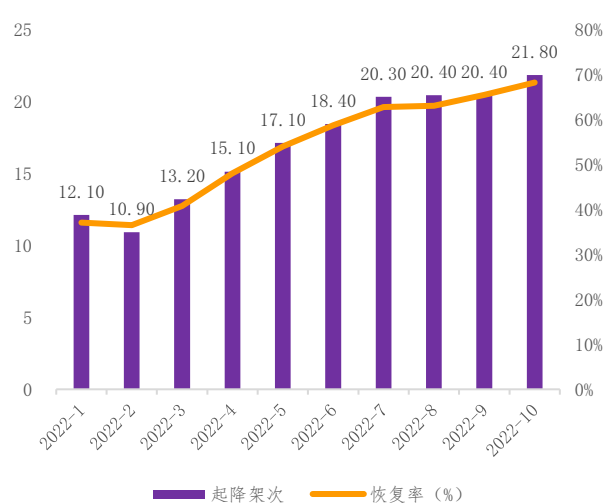
根据新加坡樟宜机场数据，2022年10月新加坡机场旅客吞吐量及商业航班起降架次为3690千人、21.8千架次，同比增长1350%、114%，较2019年恢复65.31%、68.13%。2022年1-10月，新加坡机场旅客吞吐量及商业航班起降架次为23600千人、170千架次，同比增长1180%、96.6%，较2019年恢复42.02%、53.53%。总体来看，由于香港放开较晚，樟宜机场承接部分亚洲航空枢纽职责，樟宜机场旅客吞吐量恢复优于入境旅客量恢复，4月及9月数据环比上涨明显显示放开措施对相关数据的正面作用。不过航班起降架次恢复仅在4月表现明显，或说明取消入境疫苗接种限制或无法对航班起降架次有显著影响。

图表 49：新加坡机场旅客吞吐量及恢复率（千人）（%）



资料来源：樟宜机场、光银国际

图表 50：新加坡机场商业航班起降架次及恢复率（千架）（%）



资料来源：樟宜机场、光银国际

4月后高涨的出入境人数及机场吞吐量显示放开的积极作用，而7月后星家坡开始举办各种国际活动则进一步吸引入境旅客，叠加8月末防疫措施进一步放松使旅客人数维持在年内高位。持续2年多的严格防疫措施激发消费者报复性旅游热情，带动出境人数恢复好于入境旅客数恢复。而机场数据则受益于出入境需求的恢复以及在亚太地区的放开先发优势影响，承接部分香港航空枢纽职责，机场数据恢复好于出入境。

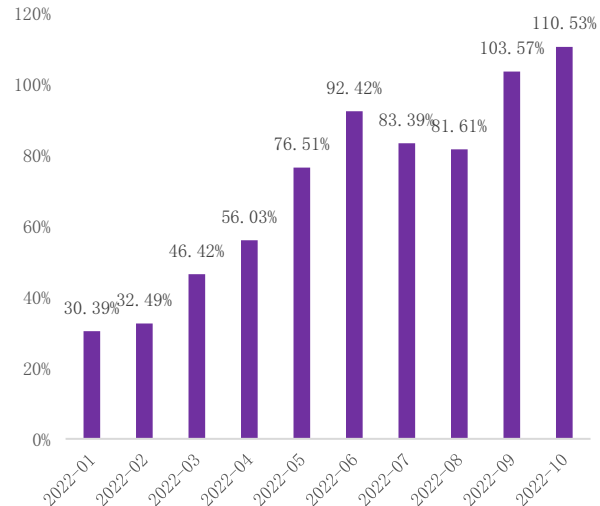
酒店方面，2022年10月新加坡酒店总住房收入为4.11亿新加坡元，较2021年同期上涨405.2%，为2019年同期的110.53%，标志着新加坡酒店收入已超过2019年水平。总体来看，2022年1-10月，新加坡酒店收入为25.03亿新加坡元，较2021年同期上升241.99%，为2019年同期的72.44%。

图表 51: 新加坡 2019-10.2022 酒店住房总收入 (亿新加坡元)



资料来源: STAN、光银国际

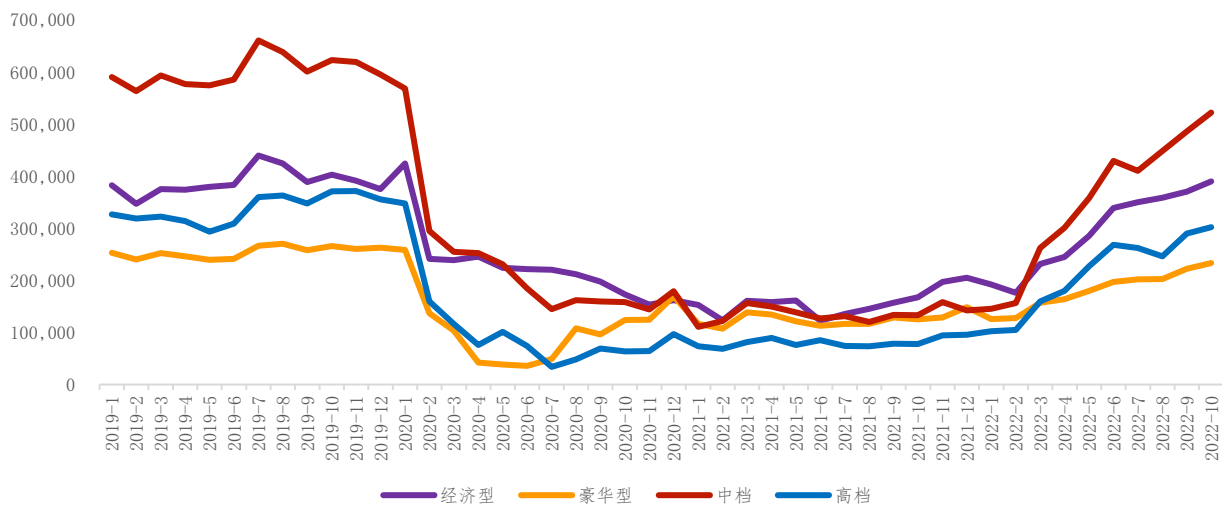
图表 52: 新加坡 2022 年酒店总收入与 2019 年对比 (%)



资料来源: STAN、光银国际

细分来看, 2022 年 10 月新加坡酒店总出租量达 1.45 百万, 较 2021 年同期上升 186.3%, 但为 2019 年的 87.08%。细分至不同类型酒店, 疫情期间经济型酒店较其他类型酒店受影响较小, 且疫情后经济型酒店总出租量率先恢复, 至 2022 年 10 月为 2019 年同期 96.81%, 高档型酒店虽然疫情中受影响较为严重, 但增速较高, 与 2019 年对比已从 1 月 31.42% 回升至 81.44%, 不过较大的波动性导致其总体需求量恢复不如经济型酒店。从需求角度分析, 经济型酒店将最先在后疫情时期恢复, 总体酒店需求量恢复速度快于入境游客量恢复速度。

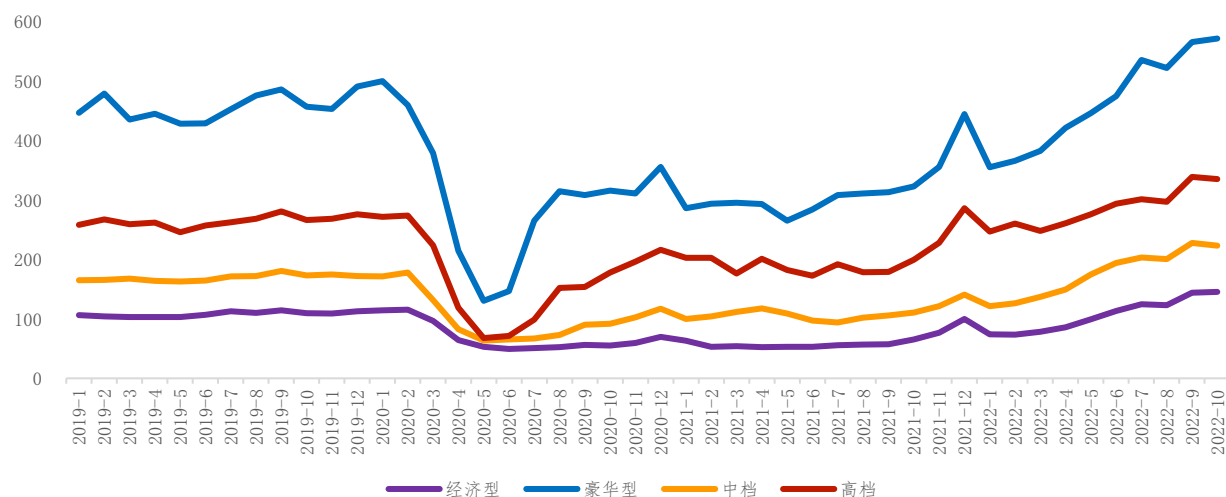
图表 53: 新加坡 2019-10.2022 各类型酒店总出租量



资料来源: STAN、光银国际

2022 年 10 月新加坡平均每间可供出租客房收入 (REVPAR) 和平均房价为 239.1 新加坡元/晚和 281.89 新加坡元/晚, 分别较 2021 年同期上涨 132.8% 和 76.2%。与 2019 年同期对比, 2022 年 10 月 REVPAR 和平均房价恢复至 123.01% 和 126.06%。如细分至不同类型酒店, 所有类型酒店平均房价均已超过 2019 年同期, 但经济型酒店平均房价受疫情影响最小, 高档酒店则平均房价恢复速度最快。

图表 54: 新加坡 2019-10.2022 各类型酒店平均房价 (新加坡元/晚)



资料来源: STAN、光银国际

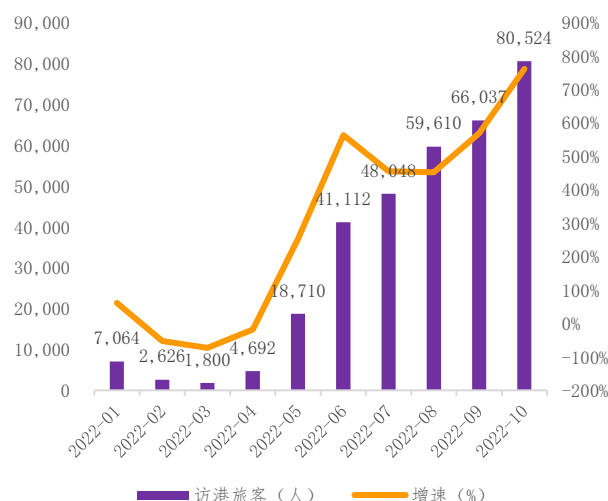
新加坡酒店行业供需数据显示, 平均房价和 REVPAR 的上涨及对酒店需求的快速恢复有效填补酒店入住率不足的空白, 带动酒店收入恢复至接近 2019 年水平并率先从后疫情时代中收益。而细分至不同类型酒店, 经济型酒店拥有较小的波动性和较快的需求量及平均房价恢复速度, 将最先在后疫情时代恢复。高档型酒店虽波动性较大, 需求量恢复不如经济型, 但较快的平均房价恢复速度将有效填补差距, 在后疫情时代中拥有较大潜力。

### 大中华地区复常仍在初始阶段

中国香港于 9 月 26 日正式施行“0+3”, 进入复常阶段; 中国台湾于 10 月 13 日取消居家隔离, 施行“0+7”; 中国大陆和中国澳门也在 11 月 11 日“20 条”推出后开始放松防疫措施。可以看到, 大中华地区均开始陆续迈入复常阶段。不过, 目前复常仍在初始阶段, 相关地区居民出境意愿高于全球其他地区旅客入境意愿, 如在中国香港宣布“0+3”后, 携程旗下平台 Trip.com 数据显示香港出境航班订单量较上周增长 400%; 入境航班订单量较上周增加 155%, 且大部分集中在 10 月下旬, 侧面表明海外地区仍需时间消化相关信息。

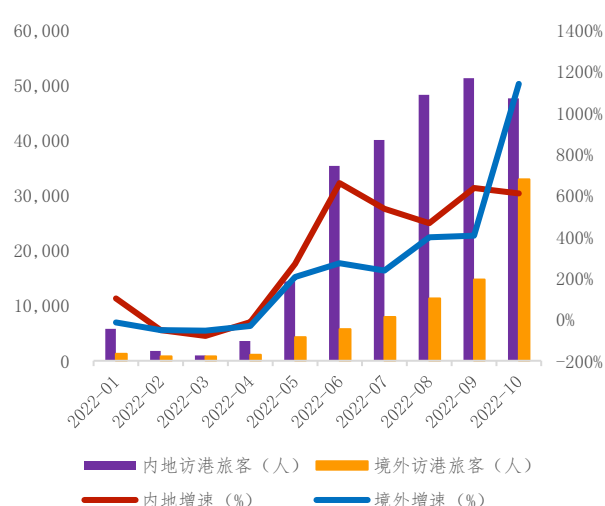
根据香港旅游网数据, 2022 年 10 月香港入境旅客数量为 80524 人次, 较 2021 年同期增长 760.94%, 但仅为 2019 年同期 2.43%。自香港 2022 年 5 月放宽入境限制后, 香港凭借其较高的航班量和较低的检测要求成为海外华人返回中国大陆的首选通道, 进而带动 5-6 月入境旅客数环比上升 298.76%、219.73%。而 9 月 26 日“0+3”以来, 10 月入境旅客数也较 9 月 66037 人次提升 21.94%, 取消入境隔离有着确实的作用。细分来看, 2022 年 10 月内地访客数量为 47607 人次, 占比 59.12%, 而 2019 年全年内地访客数量占总人数的 78.29%, 或侧面说明在不与内地通关的情况下, 香港客流量无可避免的受到一定限制。不过, 因与海外通关, 香港境外入境旅客数量则呈现快速上升趋势, 2022 年 10 月境外旅客入境数量为 3297 人次, 较去年同期增长 1140.28%。

图表 55: 访港旅客人数及增速 (人) (%)



资料来源: 香港旅游网、光银国际

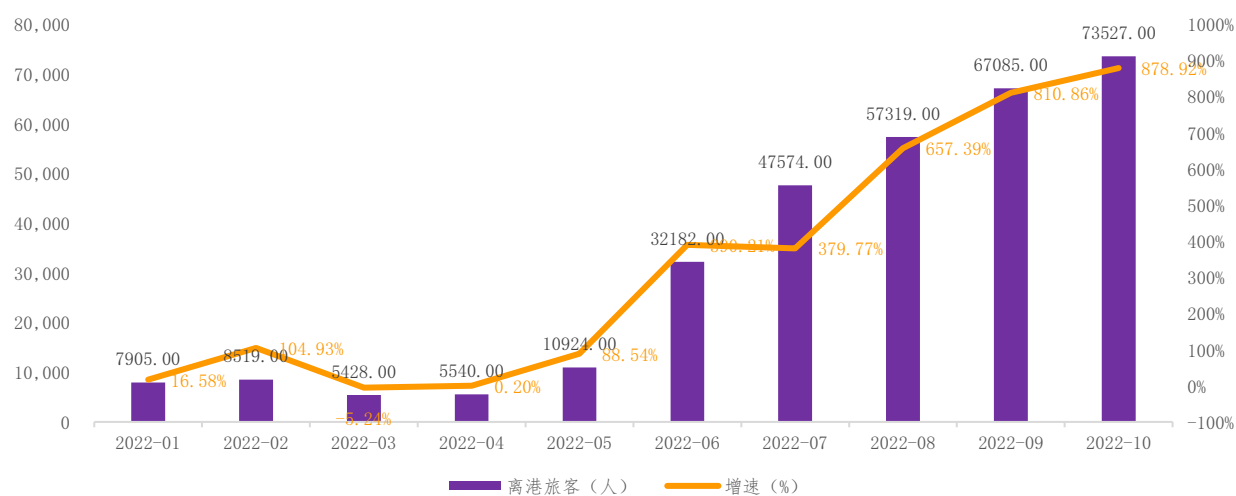
图表 56: 访港旅客细分 (人) (%)



资料来源: 香港旅游网、光银国际

离港旅客方面, 2022 年 10 月离港旅客共 73527 人次, 较 2021 年同期增长 878.92%, 较 2019 年恢复 2.23%。与入境相同, 5-6 月因出入境措施放松, 受返回中国内地需求带动, 出境人数环比提升 97.18%、194.6%。不过, 10 月离境人数并无显著增长, 或因出境需求已从 5 月开始逐步释放有关。

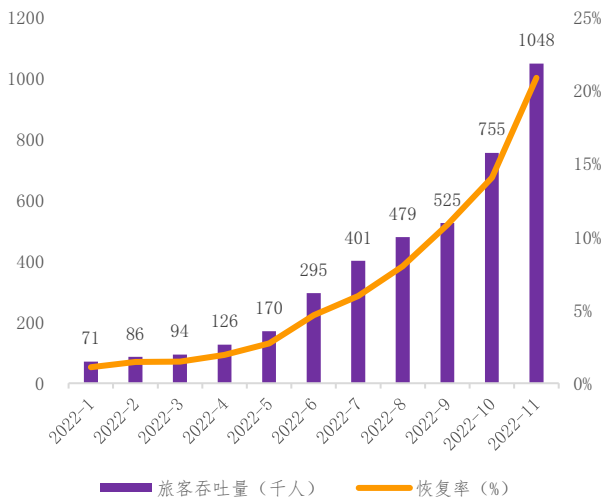
图表 57: 香港离境旅客人数及增速 (人) (%)



资料来源: 香港旅游网、光银国际

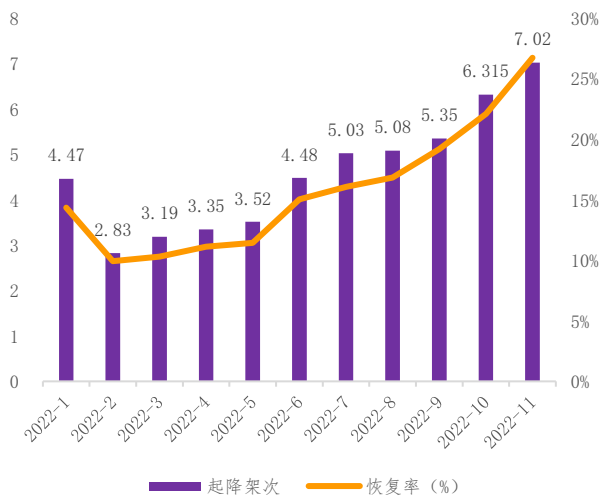
根据香港机场数据, 2022 年 11 月香港机场旅客吞吐量及商业航班起降架次为 1048 千人、7.02 千架次, 同比增长 769.6%、18.7%, 较 2019 年恢复 20.85%、26.74%。2022 年 1-11 月, 香港机场旅客吞吐量及商业航班起降架次为 4050 千人、50.61 千架次, 同比增长+238.91%、-11.71%, 较 2019 年恢复 6.15%、15.56%。总体来看, 在 5 月放宽入境限制后, 受中转回内地的内地旅客需求激增影响, 香港机场客流量逐月快速提升, 且 10 月及 11 月客流量环比提升 43.81%/38.81%, 考虑临近年底假期及多项国际活动举行, 香港入境客流量有望保持高增速。

图表 58: 香港机场旅客吞吐量及恢复率 (千人) (%)



资料来源: 香港机场、光银国际

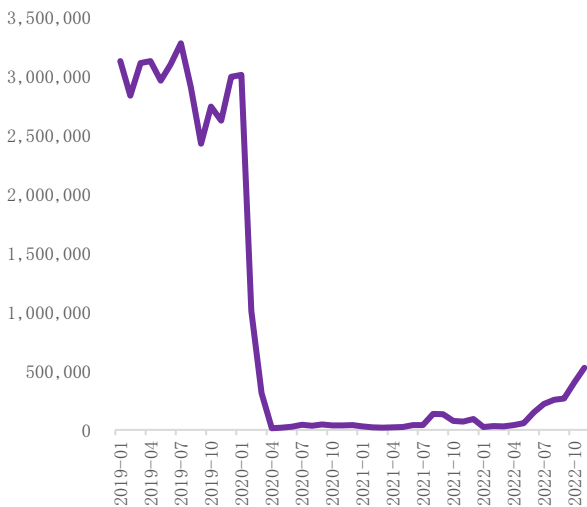
图表 59: 香港机场商业航班起降架次及恢复率 (千架) (%)



资料来源: 香港机场、光银国际

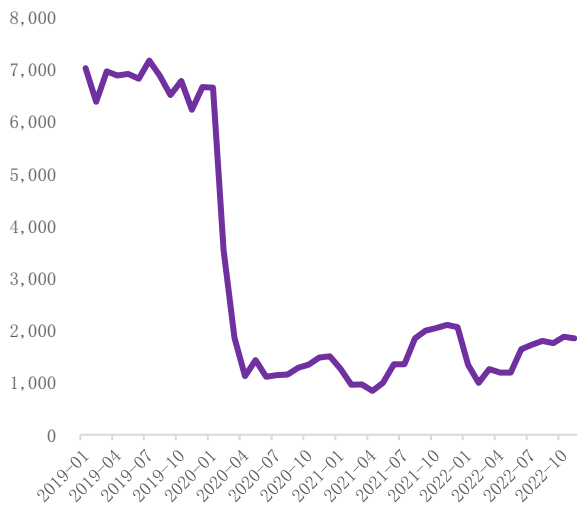
与香港机场同样, 国泰航空也受益于放开, 增长迅速。2022 年 11 月国泰航空共运输旅客 52.68 万人, 同比上升 652.1%, 较 2019 年同期恢复 20.08%。不过, 旅客量的提升并未带动国泰航空航班数的同等提升。2022 年 11 月国泰航空执行 1849 班次航班, 同比降低 12.2%, 但恢复至 2019 年的 29.69%。

图表 60: 国泰航空旅客数量 (人)



资料来源: Wind、光银国际

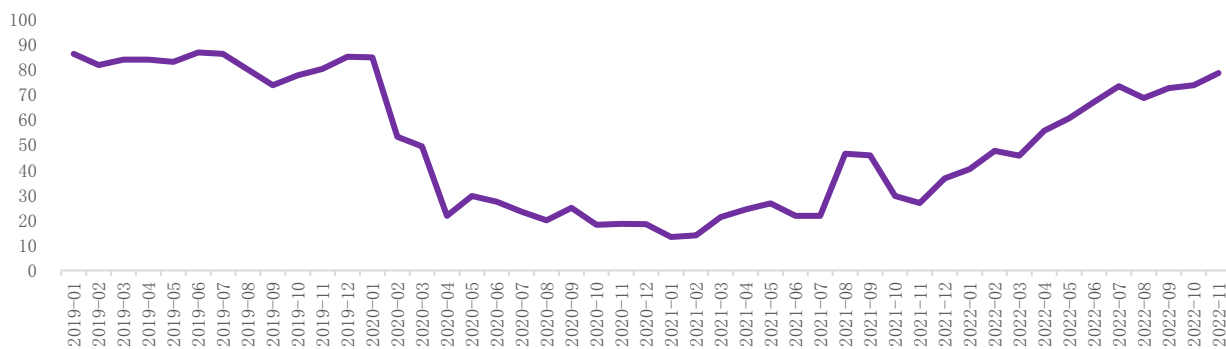
图表 61: 国泰航空航班架次 (次)



资料来源: Wind、光银国际

旅客数量的提升及航班量维持低位带动国泰航空客座率回升, 2022 年 11 月国泰航空客座率达 78.5%, 而 2019 年同期为 80.1%, 客座率接近 2019 年水平。

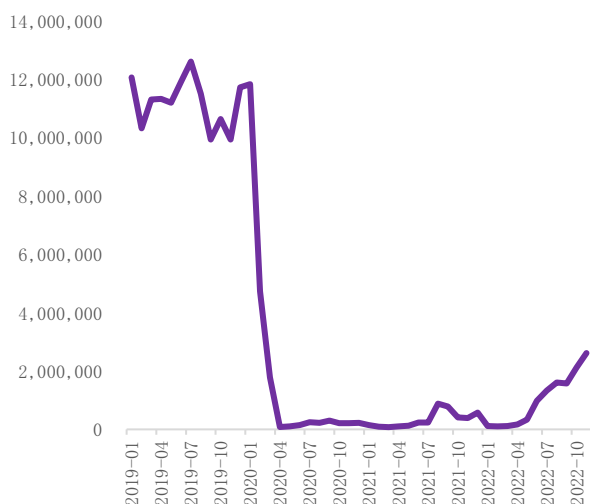
图表 62: 国泰航空客座率 (%)



资料来源: Wind、光银国际

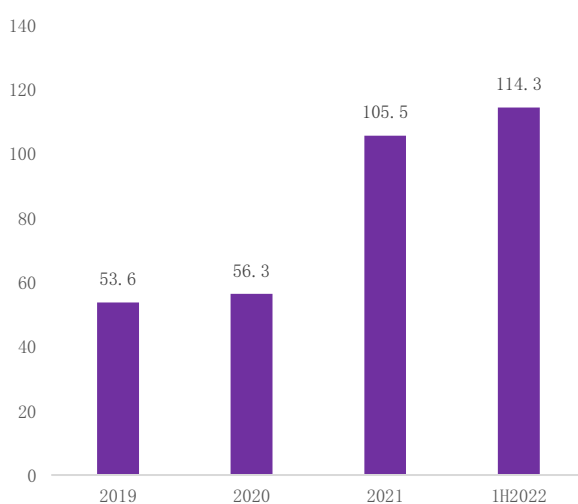
需求的大幅回暖带动国泰航空收入客公里回升。2022 年 11 月国泰航空收入客公里为 2.62 亿公里, 较去年同期增长 565.5%, 为 2019 年同期的 26.34%。具体来看, 6 月、7 月、10 月均出现大幅增长, 反应香港逐步放开带来的正面作用。每旅客平均收入方面, 国泰航空于 2022 年上半年录得 114.3 港仙, 同比增长 21%; 与国际主要航司一样, 较 2019 年同期 54.9 港仙呈现大幅增长趋势。

图表 63: 国泰航空收入可公里 (千客公里)



资料来源: Wind、光银国际

图表 64: 国泰航空每旅客平均收入 (港仙)

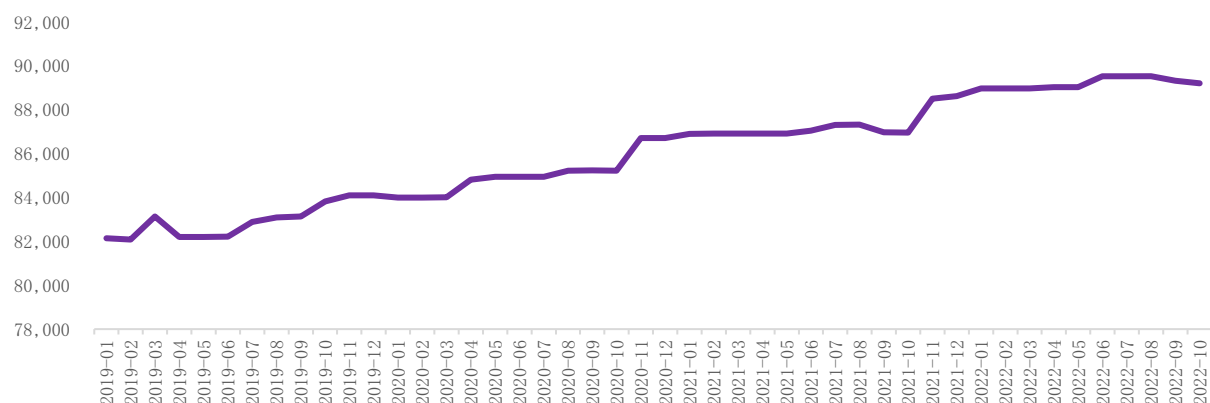


资料来源: Wind、光银国际

总体而言, 国泰航空各项数据恢复符合预期, 公司也预期在 10 月至 12 月底间增加 3000 班客运航班, 并于 2022 年实现恢复至疫情前三分之一运力水平目标。考虑到年末年初香港出行需求旺盛, 国泰航空或有望达成其目标。

酒店方面, 2022 年 10 月香港酒店共有约 89201 间房可供出租, 较 2021 年提升 2.58%, 为 2019 年同期的 106.42%。与新加坡不同, 香港房间数量在疫情期间并未出现下降, 反而较 2019 年有一定增长。

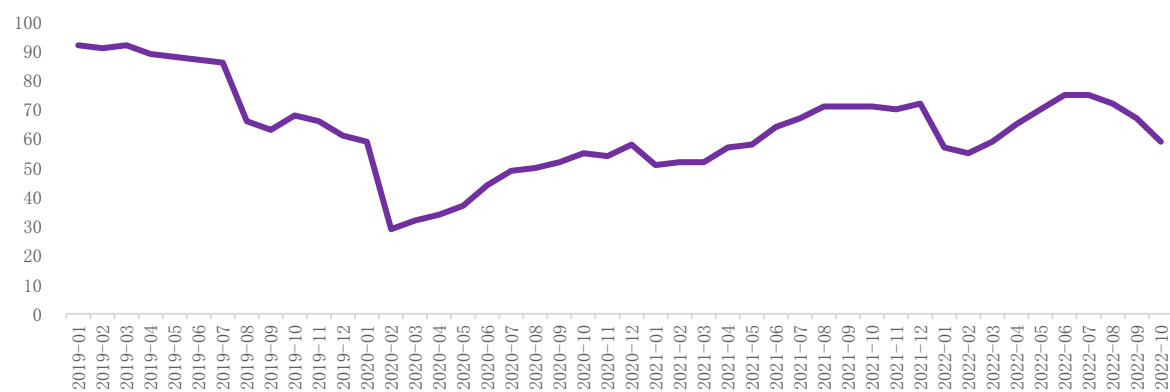
图表 65: 香港酒店房间数量 (间)



资料来源: 香港旅游网、光银国际

香港酒店的入住率则比较波动, 2022 年 10 月香港酒店入住率为 59%, 较 9 月 67% 下降明显, 并低于 2019 年 68% 的水平。总体而言 2019 年香港酒店入住率自 1 月 92% 下滑至 12 月的 61%, 而 2022 年前 10 个月香港酒店入住率则较为波动, 其中 8 月、9 月入住率超过 2019 年同期水平。

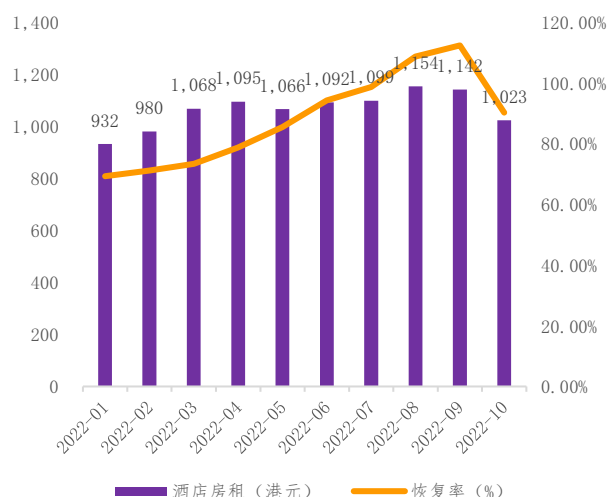
图表 66: 香港酒店入住率 (%)



资料来源: 香港旅游网、光银国际

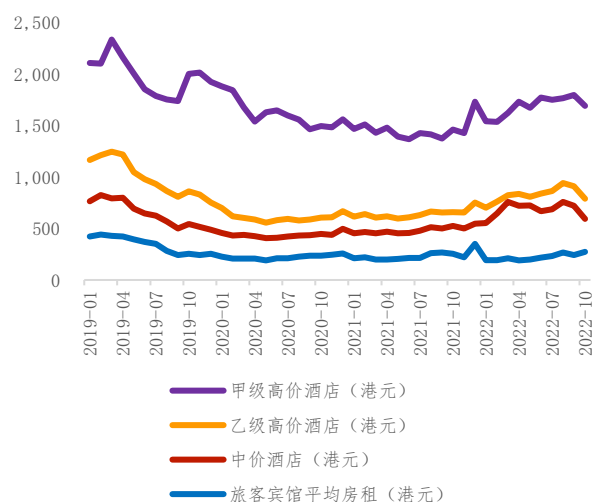
随着房间供应数量的提升及入住率的下降, 香港酒店平均房租在疫情期间呈现下降趋势并在 2022 年前保持在低位, 在 2022 年则较为波动。2022 年 10 月香港酒店平均价格为 1023 港元/晚, 为 2019 年同期的 90.21%。细看 2022 年前 10 个月, 酒店房间较 2019 年恢复率从 1 月 69.29% 恢复至 12 月的 90% 以上, 8 月、9 月更达到 108.77%、112.4%。细分至不同类型酒店, 中价酒店和旅客宾馆恢复较快, 2022 年 10 月达 592、273 元/晚, 为 2019 年同期的 108.82%、107.91%。甲级高价和乙级高价酒店在 2022 年 10 月平均房租为 1688、790 元/晚, 较 2019 年同期恢复 84.44%、91.75%, 此外在 2022 年 8-9 月, 甲级高价和乙级高价酒店平均房价均高于 2019 年同期。并且乙级高价酒店恢复好于甲级高价酒店, 不过房价仍未完全恢复至 2019 年水平。

图表 67: 香港酒店房租及恢复率 (港元) (%)



资料来源: 香港旅游网、光银国际

图表 68: 香港各类型酒店平均房租 (港元)



资料来源: 香港旅游网、光银国际

11月 Expedia 发布数据显示香港出发长途、短途航班将恢复至疫情前 70%、50%。此外, 中国香港作为海外华人回国首选通道的地位也将在中国内地国际航班数量得以显著恢复之前得到巩固, 且如后期通关得以实现, 将成为香港进入复常阶段后与新加坡竞争航空枢纽的重要支撑之一。总体而言, 以中国香港为首的大中华地区仍在复常的早期阶段, 且面临诸多挑战。中国香港晚于新加坡开放, 后发劣势明显, 不过中国香港仍较新加坡拥有连通内地的核心优势, 如何利用该优势并积极出台政策措施刺激人员、资金回流将会是未来香港复常道路中的重中之重。

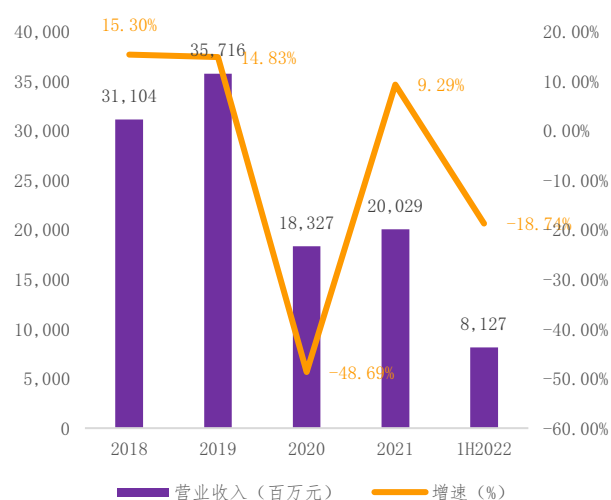
至于中国内地和中国澳门, 11月11日及12月7日出台优化疫情防控一系列措施, 表明疫情防控措施引来新一轮优化调整, 或标志着中国开始逐步调整进入逐步放宽防疫措施的放开阶段。不过目前各地对政策的理解落实还有一定差别, 新措施并不统一, 需中央政府进一步调控以完成全国一盘棋度过第一个疫情波峰。对中国内地和中国澳门旅游业而言, 一般放开阶段需要6个月左右的时间, 若放开过程较快时间将相应缩短。虽然在第一个波峰彻底到来前各地旅游数据或有些许恢复, 但仅是暂时性现象, 因此当地的旅游业并无法实质进入复苏阶段。不过, 等第一个疫情波峰过去后, 旅游业或将进入实质复苏阶段, 政策的配合将是决定恢复速度的重点。

## 关注携程集团

2022年上半年, 携程集团录得营收8127百万元, 同比下降18.74%; 净利润-920百万元, 因疫情反复等因素较2021年同期1133百万元大幅下降。不过随着暑期出游的恢复和海外旅行热度飙升, 携程管理层对三四季度较为乐观。

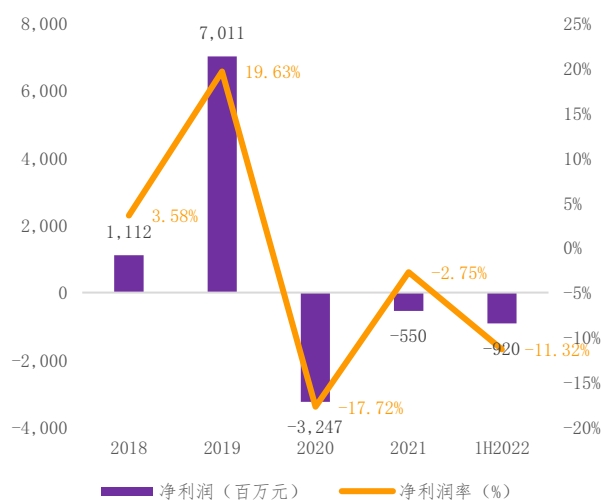


图表 69：携程 2018-1H2022 营业收入及增速（百万元）（%）



资料来源：Wind、光银国际

图表 70：携程 2018-1H2022 净利润、净利润率（百万元）（%）



资料来源：Wind、光银国际

携程作为中国市场份额最大 OTA，在大中华地区有着优秀的知名度和口碑。在海外，携程集团也依靠旗下国际平台 Trip.com 和天巡积极拓展市场。随着海外进入复常阶段，国际平台成为集团营收和盈利的核心支撑。根据携程数据，Trip.com 在 2022 上半年进入全球 OTA 平台 APP 下载量前十，虽中国内地疫情反复压低其总体营收及利润，但第二季度国际平台收入已占总收入 20%-30%且未来预计会继续提升，有效对冲一部分内地经营损失。总体来看，国际平台机票和酒店预订量同比增长超 100%。细分来看，国际平台 Trip.com 的机票预订量恢复至 2019 年的 90%；同期内国际平台酒店预订量超 2019 年 50%，欧洲地区酒店预订量较 2019 年同期增长 400%，而其他核心地区增速均达三位数。展望未来，随着海外地区的持续放开以及携程在国际认可上的提升，我们认为海外放开将给携程集团带来可观修复，而中国内地及中国澳门进入逐步放宽防疫措施轨道也将带给携程较大机遇。

## 行业风险

- 1) 宏观经济环境转变，
- 2) 疫情再次爆发的风险，
- 3) 内地国家政策风险，
- 4) 后疫情时代消费模式的转变，
- 5) 放开进度慢于预期，
- 6) 旅游行业恢复慢于预期，
- 7) 行业人才不足

图 71：板块今年以来股价表现（截至 2022 年 12 月 23 日）

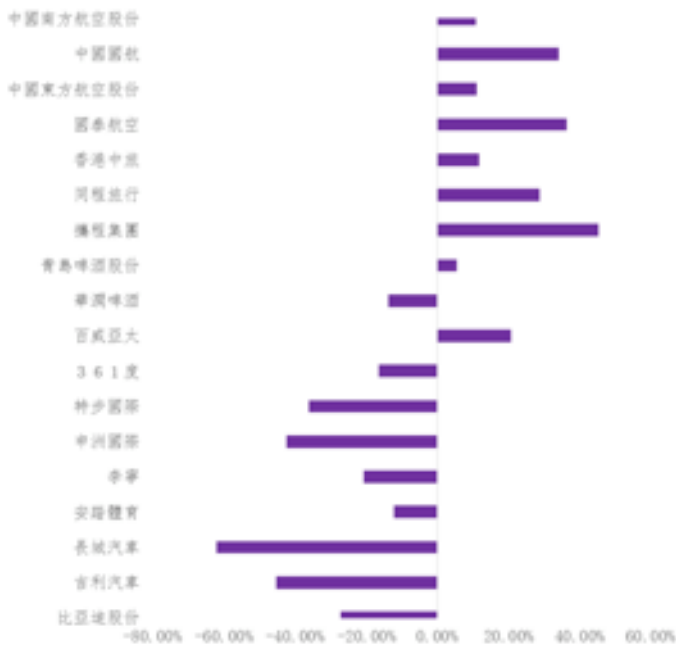


图 72：零售企业估值表（截至 2022 年 12 月 23 日）

代码	名称	股价(当地货币)	市盈率			市账率			股息率		ROE	市值(百万港元)
			2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E	2022E	2023E		
香港上市同业												
<b>新能源汽车行业</b>												
1211 HK Equity	比亚迪	194.10	151.93	35.78	23.55	4.93	4.67	3.81	0.26	16.97		723486.80
175 HK Equity	吉利汽车	11.66	20.15	19.40	13.50	1.55	1.45	1.34	1.70	9.62		117264.31
2333 HK Equity	长城汽车	10.18	11.57	8.33	8.30	1.17	1.20	1.09	4.96	13.70		233903.17
	新能源汽车行业平均数	71.98	61.22	21.17	15.11	2.55	2.44	2.08	2.31	13.43		358218.09
<b>体育行业</b>												
2020 HK Equity	安踏体育	102.80	29.72	30.84	24.87	7.83	7.17	5.92	1.41	26.78		278960.50
2331 HK Equity	李宁	67.65	35.06	34.17	27.63	7.16	6.41	5.40	0.90	21.21		177987.27
2313 HK EQUITY	申洲国际	86.30	31.97	24.84	20.59	3.90	3.79	3.44	2.28	16.93		129728.09
1368 Hk EQUITY	特步国际	8.30	18.95	17.89	14.98	2.37	2.25	2.07	3.00	14.17		21884.75
1361 HK EQUITY	361度	3.34	9.52	8.52	7.32	0.80	0.74	0.67	4.21	10.24		6905.79
	体育行业平均数	53.68	25.04	23.25	19.08	4.41	4.07	3.50	2.36	17.87		123093.28
<b>啤酒行业</b>												
1876 Hk EQUITY	百威亚大	24.70	44.20	42.01	35.59	4.00	3.61	3.61	0.88	9.81		327111.91
291 HK EQUITY	华润啤酒	55.10	32.42	38.05	30.59	5.85	6.10	5.41	1.03	18.37		178754.15
168 HK EQUITY	青岛啤酒	76.95	27.43	28.32	24.60	3.61	3.66	3.35	1.63	14.67		137170.63
	啤酒行业平均数	52.25	34.68	36.13	30.26	4.49	4.46	4.12	1.18	14.29		214345.56
<b>旅游行业</b>												
9961 HK Equity	携程集团	277.20	-	284.02	38.87	1.45	1.47	1.42	-	3.79		177894.31
780 HK Equity	同程旅行	18.58	46.71	72.30	28.94	2.38	2.43	2.28	-	7.63		41470.12
308 HK Equity	香港中旅	1.72	54.78	172.00	26.88	0.57	-	-	0.29	1.93		9523.01
293 HK Equity	国泰航空	8.72	-	-	17.87	1.15	1.00	0.95	-	5.23		56132.39
670 HK Equity	中国东航	3.28	-	-	-	2.37	2.49	2.53	-	-		102446.44
753 HK Equity	中国国航	7.30	-	-	-	2.21	3.12	2.87	-	-		158292.28
1055 HK Equity	南方航空	5.18	-	-	259.00	1.56	1.71	1.68	-	0.05		139283.57
	旅游行业平均数	46.00	50.75	176.10	74.31	1.67	2.04	1.96	0.29	3.73		97863.16
	零售行业平均数	53.50	39.57	58.32	37.69	3.05	3.13	2.82	1.88	11.94		167677.75

资料来源：彭博、光银国际

## 中国“碳达峰、碳中和”持续推进

- 新能源占整体发电占比不断提高
- “光伏+储能”新模式将成为必然的发展趋势
- 海风处于中长期向上产业周期起点
- 全球不断探索创新碳交易市场
- 关注保利协鑫能源及龙源电力

**新能源占整体发电占比不断提高。**2022 年前三季度光伏发电占比继续快速提升，占整体发电量 2.78%，高于去年底的 2.26%。2022 年前三季度，风电发电量已达总发电量的 7.75%，较去年底上升 0.76 个百分点。

**“光伏+储能”将成为必然的发展趋势。**2022 年前三季度，光伏新增装机容量 5260 万千瓦，分布式光伏电站新增装机占比达到 67%，成为光伏行业主流。随着“光伏+储能”新模式加速发展，加快构建适应高比例可再生能源发展的新型电力系统，增强其灵活性、稳定性，储能与光伏配套发展将成为必然的发展趋势。

**海风处于中长期向上产业周期起点。**2022 年前三季度，全国风电新增并网装机 1,924 万千瓦，其中陆上风电新增装机 1,800 万千瓦、海上风电新增装机 124 万千瓦，全国风电累计装机 3.48 亿千瓦，其中陆上风电累计装机 3.2 亿千瓦、海上风电累计装机 2726 万千瓦。2022 年起，海上风电国家财政补贴全面退出，平价上网已成为海上风电未来发展的必然趋势。

**全球不断探索创新碳交易市场工具。**碳排放权交易市场作为重要的市场化减排工具，受到越来越多的关注。截至 2022 年 1 月，全球正在运行的碳市场共 25 个。中国碳交易平台也于 2021 年 7 月 16 日开始，当中，发电行业为首个高耗能行业被纳入市场。截至 2022 年 10 月，全国碳市场交易累计成交量 1.96 亿吨，成交额 86.12 亿元，成交均价每吨 43.91 亿元。

**内地加快探索氢能发电现存问题有待改善。**“十四五”规划《纲要》提出，在氢能与储能等前沿科技和产业变革领域，组织实施未来产业孵化与加速计划，谋划布局一批未来产业。然而，中国氢能产业目前处于发展初期，仍存在很多制约问题，当中包括高成本、核心技术及材料短缺等。

**十四五期间中国环保市场料保持 10% 增长。**国家统计局数据显示，2021 年全国环保产业营业收入约 2.18 万亿元，较 2020 年增长约 11.8%。根据中国《十四五规划》，预计到 2025 年生态环保产业营业收入年复合增长率不低于 10%，大致发展的方向包括：节能减排、环境治理、绿色低碳转型、循环经济以及能源转型。

**关注协鑫科技及龙源电力：**我们认为环保板块估值回升，可关注业内龙头企业，包括协鑫科技及龙源电力。

**行业风险包括** 1) 国家政策落地进度低于预期，2) 环保行业资金链紧张，3) 环保企业盈利改善较预期慢。

陈惠杰

高级分析师

[Dominic.chan@cebi.com.hk](mailto:Dominic.chan@cebi.com.hk)

(852) 2916-9631

2022 年 12 月 28 日

### 主要数据

2023E 平均市盈率 (x)	14.9
2023E 平均市净率 (x)	2.6
2022E 平均股息收益率 (%)	2.5

资料来源：彭博

### 板块表现 (%)

1 个月	1.7
3 个月	-0.9
今年以来	-34.1

资料来源：彭博

### 推荐名单

龙源电力 (916.HK)

协鑫科技 (3800.HK)

## 中国持续推进“碳达峰、碳中和”

中国共产党第二十次全国代表大会 10 月 16 日开幕，习近平总书记在报告中指出：“积极稳妥推进碳达峰碳中和，立足我国能源资源禀赋，有计划分步骤实施碳达峰行动，深入推进能源革命，加强煤炭清洁高效利用，加快规划建设新型能源体系，积极参与应对气候变化全球治理。”国家能源局党组成员、副局长任京东称，碳达峰、碳中和事关中华民族的永续发展和构建人类命运共同体，近十年以年均 3% 的能源消费增速支撑了年均 6.6% 的经济增长，能源的消耗强度累计下降了 26.4%，中国要走出一条生态优先、绿色低碳的高质量发展的道路。

图表 1：2022 年我国碳达峰碳中和相关政策

时间	政策/文件	主要内容
2022. 01. 24	国务院《“十四五”节能减排综合工作方案》	到 2025 年，全国单位国内生产总值能源消耗比 2020 年下降 13.5%，能源消费总量得到合理控制，化学需氧量、氨氮、氮氧化物、挥发性有机物排放总量比 2020 年分别下降 8%、8%、10% 以上、10% 以上。节能减排政策机制更加健全，重点行业能源利用效率和主要污染物排放控制水平基本达到国际先进水平，经济社会发展绿色转型取得显著成效。
2022. 05. 31	财政部《财政支持做好碳达峰碳中和工作的意见》	2030 年前，有利于绿色低碳发展的财税政策体系基本形成，促进绿色低碳发展的长效机制逐步建立，推动碳达峰目标顺利实现。2060 年前，财政支持绿色低碳发展政策体系成熟健全，推动碳中和目标顺利实现。
2022. 06. 01	国家发展改革委、能源局等九部门印发《“十四五”可再生能源发展规划》	明确加快发展可再生能源、实施可再生能源替代行动，是推进能源革命和构建清洁低碳、安全高效能源体系的重大举措，是保障国家能源安全的必然选择。强调继续推进清洁能源示范省建设推动四川、宁夏、甘肃、青海等可再生能源资源丰富地区进一步提升可再生能源消费占比，提出探索生物质发电与碳捕集、利用与封存相结合的发展潜力和示范研究。
2022. 06. 17	生态环境部等七部门《减污降碳协同增效实施方案》	到 2025 年，减污降碳协同推进的工作格局基本形成；到 2030 年，减污降碳协同能力显著提升，助力实现碳达峰目标；大气污染防治重点区域碳达峰与空气质量改善协同推进取得显著成效。
2022. 08. 18	科技部等九部门印发《科技支撑碳达峰碳中和实施方案（2022—2030 年）》	针对我国各重点行业碳排放基数和到 2060 年的减排需求预测，系统提出科技支撑碳达峰碳中和的创新方向，统筹低碳科技示范和基地建设、人才培养、低碳科技企业培育和国际合作等措施，推动科技成果产出及示范应用，为实现碳达峰碳中和目标提供科技支撑。
2022. 10. 09	国家能源局印发《能源碳达峰碳中和标准化提升行动计划》的通知	通知要求，加快推进能源绿色低碳转型和碳减排相关共性基础标准制修订，即建立完善以光伏、风电为主的可再生能源标准体系；制定一批新兴技术和产业链碳减排相关技术标准；修订一批常规能源生产转化和输送利用能效相关标准；抓紧完善能源碳达峰急需标准；系统谋划布局涵盖能源领域碳达峰、碳中和全产业链标准体系，统筹推进能源行业标准与国家、团体相关标准协调一致的新型标准体系建设。明确到 2025 年，初步建立起较为完善、可有力支撑和引领能源绿色低碳转型的能源标准体系，能源标准从数量规模型向质量效益型转变。到 2030 年，建立起结构优化、先进合理的能源标准体系，能源标准与技术创新和产业转型紧密协同发展，能源标准化有力支撑和保障能源领域碳达峰碳中和。

资料来源：公开资料

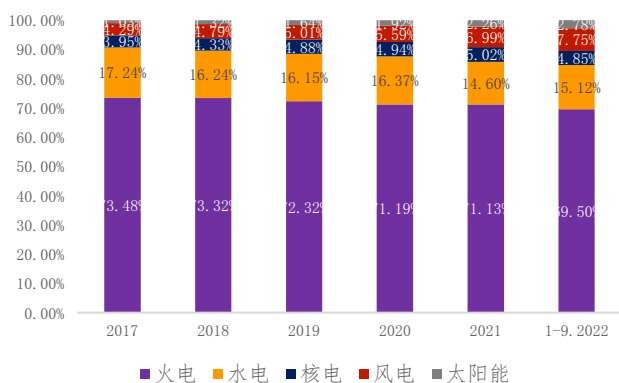
我国提出双碳目标两年多来，成绩突出，包括中央已经制定了碳达峰碳中和“1+N”政策体系，很多地方也制定了相关政策体系；产业结构转型取得很大进展，风电、光伏发电、新能源汽车等发展迅速，国际竞争力不断增强。这十年，我国可再生能源装机规模突破 10 亿千瓦，水电、风电、太阳能发电、生物质发电装机均居世界第一。不过目前还存在区域发展不平衡、区域间协作不充分等问题，需要不断完善实现共同发展。

## 新能源装机规模稳步扩大

国家能源局认真贯彻落实“四个革命、一个合作”能源安全新战略，锚定碳达峰碳中和目标任务，落实“十四五”可再生能源发展规划，加快推进大型风电光伏基地、大型水电站和抽水蓄能电站等重大项目建设，带动可再生能源装机规模稳步扩大。

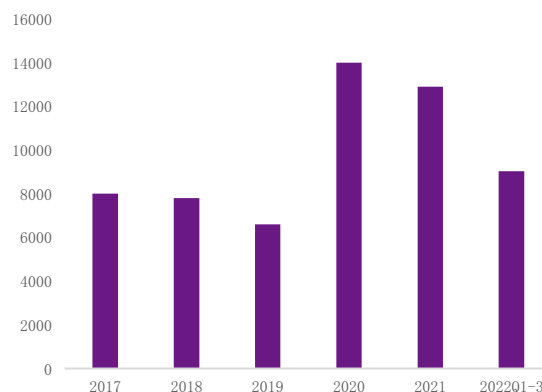
2022 年前三季度，我国可再生能源新增装机 9036 万千瓦，占全国新增发电装机的 78.8%。截至 2022 年 9 月底，我国可再生能源发电装机达 11.46 亿千瓦。同时，可再生能源发电量稳步增长。2022 年前三季度，全国可再生能源发电量达 1.94 万亿千瓦时。其中，规模以上水电 9507 亿千瓦时，同比增长 5%；风电 5441 亿千瓦时，同比增长 15.9%；光伏发电 3286 亿千瓦时，同比增长 32.2%；生物质发电 1129 亿千瓦时，同比增长 0.1%。可再生能源持续保持高利用率水平。2022 年前三季度，全国主要流域水能利用率约 98.6%，较上年同期提高 1.1 个百分点；全国风电平均利用率 96.5%，较上年同期降低 0.5 个百分点；全国光伏发电平均利用率 98.2%，较上年同期提高 0.2 个百分点。

图表 2：2017-2022.1-9 内地发电量分布



资料来源：国家能源局，光银国际

图表 3：可再生能源新增装机规模（万千瓦）



资料来源：国家能源局，光银国际

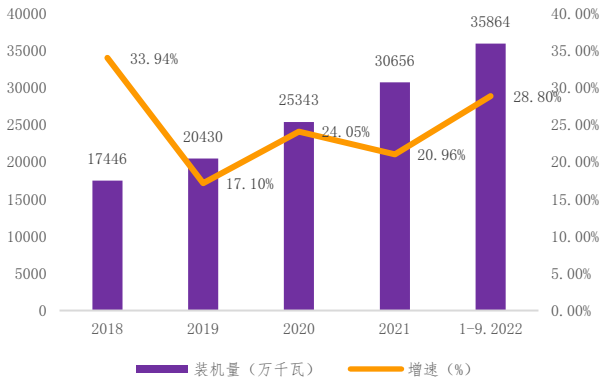
## “光伏+储能”新模式将成为必然的发展趋势

近年来，我国光伏发电行业快速发展。2022 年 9 月，中国光伏行业发电量为 201.8 亿千瓦时，同比增速为 18.9%。1-9 月累计发电量达 1749.9 亿千瓦时，同比增长 14.4%。从发电量占比上来看，2022 年前三季光伏发电占比继续快速提升，占整体发电量 2.78%，高于去年底的 2.26%。

2022 年前三季，我国光伏新增装机容量 5260 万千瓦。其中集中式光伏电站新增装机容量 1727 万千瓦，占比 33%；分布式光伏电站新增装机容量 3533 万千瓦，占比达到 67%，分布式光伏将成为光伏行业主流。截止 2022 年 9 月底，光伏发电累计装机 3.58 亿千瓦，中国太阳能发电累计装机首次超越风电，成为第二大可再生能源。按照此前预测，到今年年底，太阳能发电累计装机就有望超过水电，成为第一大可再生能源装机技术。

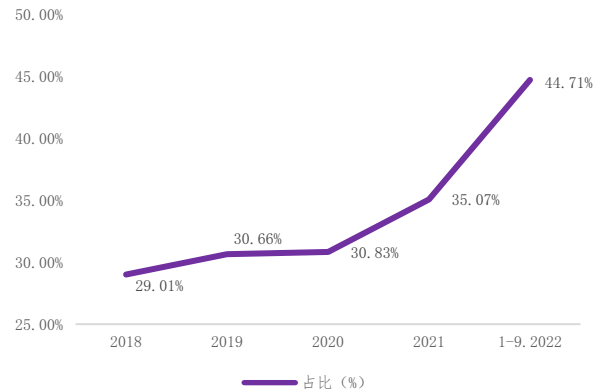
随着光伏发电装机和发电量占比的持续提升，“光伏+储能”新模式加速发展，加快构建适应高比例可再生能源发展的新型电力系统，增强其灵活性、稳定性，储能与光伏配套发展将成为必然的发展趋势。其中，储能分为集中式光储和分布式光储。在集中式光储上，根据中国光伏行业协会预测，预测2022年中国光伏装机量将达到8300万千瓦，相较2021年成长幅度超过50%，而有相关光+储政策的省份光伏装机量则为7500万千瓦，集中式约3600万千瓦，占比同样约为48%。在分布式光储上，分布式光伏搭配储能，提高新能源发电比例，使其成为稳定可靠的电源形式。

图表 4：2018-2022.1-9 中国光伏装机容量(万千瓦) (%)



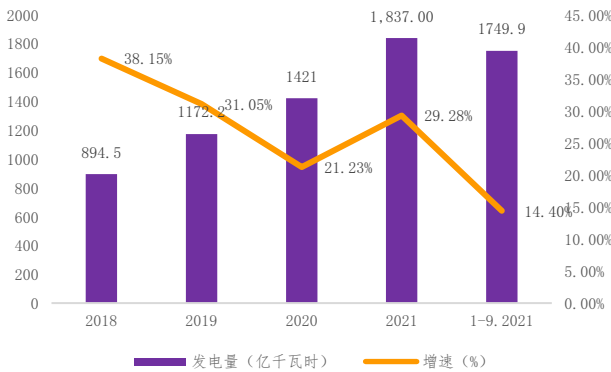
资料来源：国家能源局、光银国际

图表 5：分布式光伏占比走势 (%)



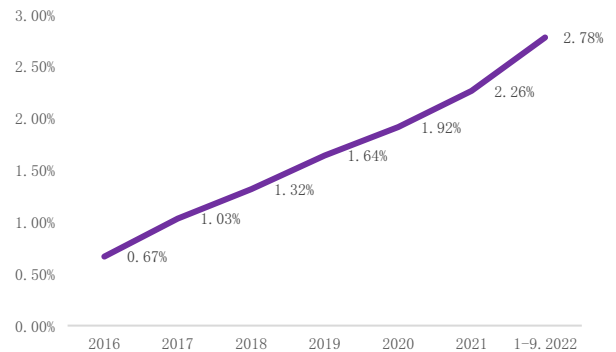
资料来源：中商产业研究院、国家能源局、光银国际

图表 6：2018-2022.1-9 中国光伏发电量增速 (%)



资料来源：Wind、光银国际

图表 7：2016-2022.1-9 光伏发电量占比 (%)



资料来源：Wind、光银国际

## 海风处于产业周期起点

随着中国风电行业持续发展，风电发电量占比也持续提升。全国风电发电量 5441 亿千瓦时，同比增长 15.9%。2022 年前三季度，风电发电量已达总发电量的 7.75%，较去年底上升 0.76 个百分点。

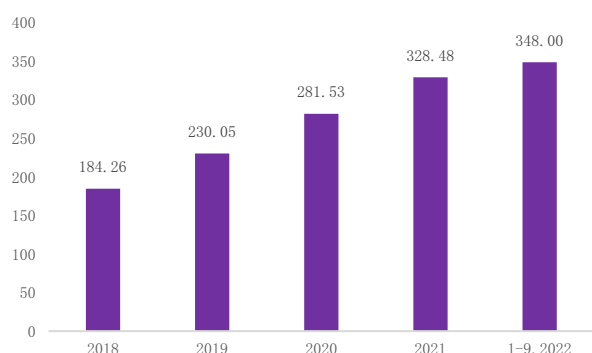
全国风电装机容量也在持续提高，2022 年前三季度，全国风电新增并网装机 1924 万千瓦，其中陆上风电新增装机 1800 万千瓦、海上风电新增装机 124 万千瓦。截至

2022年9月底，全国风电累计装机3.48亿千瓦，其中陆上风电累计装机3.2亿千瓦、海上风电累计装机2726万千瓦。

由于海上风力发电资源较丰富及稳定，因此，近年内地大力发展海上风电，使得海上风电装机容量增速持续提高。目前，我国有意提高低风速风电在整体风电开发布局中的比重，2022年3月国家能源局、科技部联合印发的《“十四五”能源领域科技创新规划》，将“先进可再生能源发电及综合利用技术”列为重点任务，并提出开展新型高效低成本风电技术研究、研发远海深水区域漂浮式风电机组等。根据克拉克森研究《聚焦中国海上风电市场》预计，中国海上风电投运规模有望在“十四五”末期达到约60GW，较2022年9月底27.26GW增长约120%。至于全球方面，预计到2050年，海上风电占全球能源结构中占比达到7-9%。

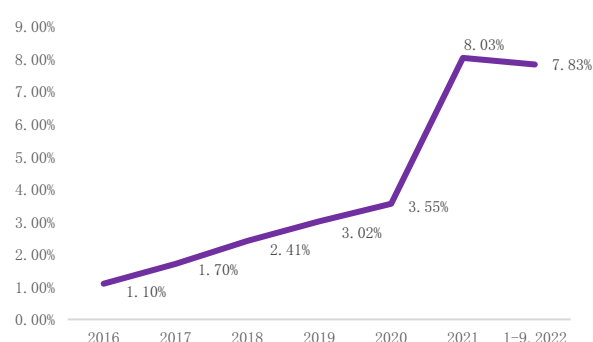
与此同时，2022年起，海上风电国家财政补贴全面退出，平价上网已成为海上风电未来发展的必然趋势，随着漂浮式等新技术的进步实现规模化，有效摊薄成本，实现可持续发展。海外方面，欧洲、美国、日韩等主要市场均加大海风发展力度，国内优质海风制造企业已经在欧洲市场取得订单，未来也有望在亚太等其他市场实现突破。

图表 8：2018-1-9.2022 年中国风电装机量(GW)



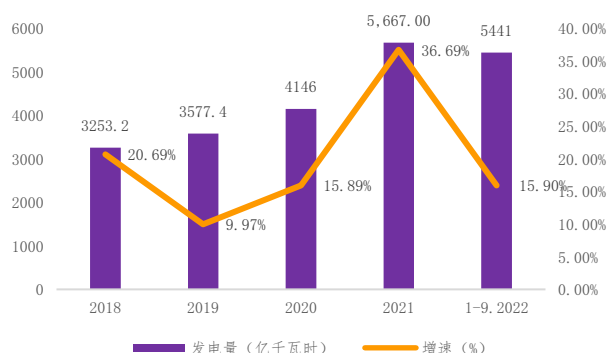
资料来源：国家能源局、光银国际

图表 9：海上风电装机量占比 (%)



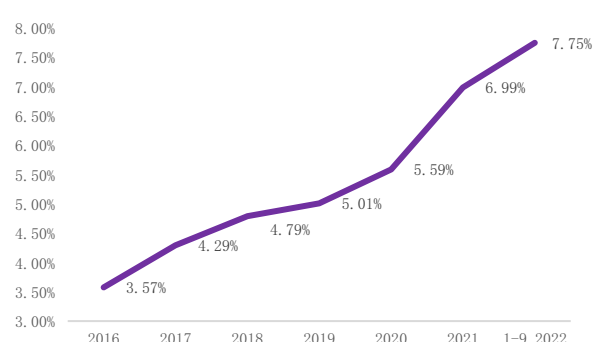
资料来源：国家能源局、光银国际

图表 10：2018-1-9.2022 年中国风电发电量及增速 (亿千瓦时) (%)



资料来源：Wind、光银国际

图表 11：中国风电发电量占比 (%)



资料来源：Wind、光银国际

## 全球不断探索创新碳交易市场

气候变化是当前全人类共同面对的重要议题，通过减少温室气体排放以应对气候变化已经成为国际共识。碳排放权交易市场（以下简称“碳市场”）作为重要的市场化减排工具，受到越来越多的关注。

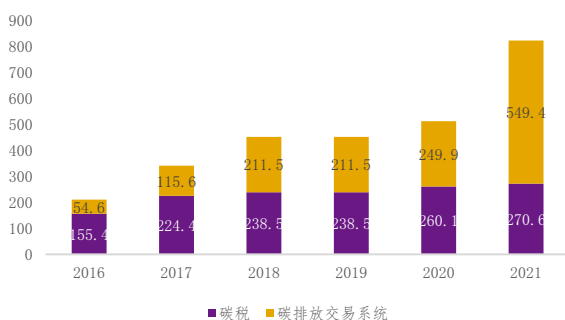
目前碳市场分为两大类：合规市场及自愿市场。合规市场由政府监管，并由政府向公司签发碳配额。在排放权交易计划下，监管机构按上限标准对每个行业签发碳信用或配额，若公司的排放量未达或超过其排放配额，可于碳市场出售或购买配额。自愿碳市场则旨在为减少温室气体排放的活动提供资金。自愿碳市场的参与者可找卖方购买碳信用，用来抵销本身的排放量。碳排放权交易所覆盖的碳排放量在2021 年仅占全球碳排放总量约 16%。未被纳入规管的企业可以自愿碳市场为起步点，在追求减排的同时可通过购买自愿减排量中和碳排放，帮助引导资金流向减排项目。

根据国际碳行动伙伴组织（ICAP）《2022 年度全球碳市场进展报告》显示，截至2022 年1 月，全球正在运行的碳市场共 25 个。目前，碳市场已覆盖全球 17% 的温室气体排放，全球将近 1/3 的人口生活在有碳市场的地区，参与碳排放交易的国家和地区的 GDP 占全球总 GDP 的 55%。

目前全球发展较为成熟的 5 个碳市场，分别是欧盟碳排放权交易体系（EU ETS）、新西兰碳市场（NZETS）、区域温室气体减排行动（RGGI）、美国加利福尼亚总量和交易机制以及韩国碳市场（KETS）。中国碳交易平台也于2021 年7 月16 日开始，当中，发电行业为首个高耗能行业被纳入市场，预计第二批被纳入全国碳市场的是钢铁和水泥行业、石化行业则列为第三批。预计在十四五期间，石化、化工、建材、钢铁、有色、造纸和民航等另外七个高耗能行业也将逐步纳入市场。全国碳市场自2021 年7 月起启动上线，截至2022 年10 月，全国碳市场交易累计成交量 1.96 亿吨，成交额 86.12 亿元，成交均价每吨 43.91 亿元。

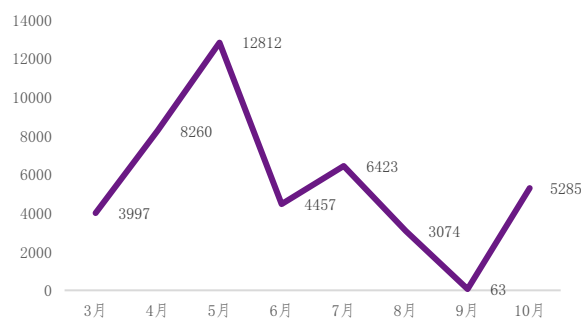
2022 年10 月28 日，港交所宣布推出全新的国际碳市场交易平台 Core Climate。这个综合碳市场平台可为气候价值链上的企业、投资者及项目拥有人提供一系列包括交易、托管及交收服务，旨在将资本与香港、内地、亚洲以至其他地区的气候相关产品及机遇连接起来。企业及投资者可分阶段获取产品信息、购买、交收或注销碳信用产品，产品均来自世界各地受国际认证的碳项目。

图表 12：全球碳市场交易量走势（亿美元）



资料来源：Wind、光银国际

图表 13：2022 年 3-10 月中国碳市场交易量走势（百万元）



资料来源：Wind、光银国际

## 内地加快探索氢能发电惟现存问题有待改善



“十四五”规划《纲要》提出，在氢能与储能等前沿科技和产业变革领域，组织实施未来产业孵化与加速计划，谋划布局一批未来产业。中国氢能联盟预测，到 2030 年中国氢气年需求量将提高到 3715 万吨，在终端能源消费中占比约 5%，其中可再生氢产量约 500 万吨，部署电解槽装机约 80GW。到 2060 年，中国氢气年需求量将增加到约 1.3 亿吨，在终端能源消费中占比达到约 20%左右。在氢能加注方面，中国目前已经累计建成加氢站超过了 250 座，约占全球加氢站总数的 40%，加氢站数量已经居于世界第一。

然而，中国氢能产业目前处于发展初期，仍存在很多制约问题。一是高成本。氢能产业链的制氢成本、建站成本等都很高昂。中国氢气成本在氢气售价中的占比达 70%，加氢站核心部件主要依赖进口，建一个加氢站需要 1500 万至 2000 万人民币。二是核心技术及材料短缺。中国关键技术仍与国际先进水平有差距，需要采取多种措施赋能技术，从氢能制备、储运、加注、燃料电池、氢储能系统等主要环节创新突破。绿氢的生产、储存以及供给，和燃料电池是未来十年的发展重点。三是激励措施不足。中国尚未出台大规模针对氢能的明确扶持补贴政策，需要对氢能产业相关企业进行补贴、优惠电价、税收优惠等。四是基础设施局限。氢能未来最大的应用领域应该是氢燃料电池，但中国加氢站数量较少导致氢能产业发展缓慢。

## 十四五期间中国环保市场规模料保持 10%增长

受新冠疫情影响，中国环保产业发展略为放缓。国家统计局数据显示，中国环保市场正稳定增长，节能环保产业产值超过 80,000 亿元，年增速逾 10%。2021 年全国环保产业营业收入约 2.18 万亿元，较 2020 年增长约 11.8%，比当年国内生产总值(GDP)增速高 3.7 个百分点，对国民经济直接贡献率为 1.8%。

国务院于 2021 年 10 月印发《2030 年前碳达峰行动方案》，希望到 2030 年非化石能源消费比重达 25%左右，单位国内生产总值二氧化碳排放比 2005 年下降 65%以上。重点减少煤炭消费，推动绿色低碳技术，发展新能源，在工业、乡城和交通实行碳达峰行动。2021 年中国主要品种再生资源回收总量达 3.8 亿吨。目前，全国回收企业普遍规模较小、技术落后，多用人手工序，以致回收成本较高，令小规模企业更难突围而出，行业有待完善。

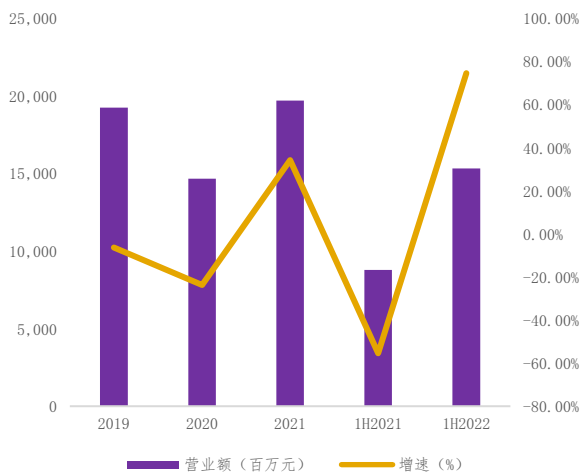
然而，2022 年 6 月 15 日，在国家发改委、工信部、生态环境部等部门的指导和支持下，中国环境保护产业协会正式发布《加快推进生态环保产业高质量发展；深入打好污染防治攻坚战 全力支撑碳达峰碳中和行动纲要（2021-2030 年）》。根据行动纲要表示，到 2025 年生态环保产业营业收入年复合增长率不低于 10%；培育“十百千”企业，形成 50 家系统解决区域性生态环境问题的大型企业集团、百家综合服务能力较强的专业化骨干企业、千家“专精特新”中小企业。到 2030 年，适应环境污染防治、生态保护与修复、资源高效循环利用、碳达峰、促进经济社会发展全面绿色转型需求的现代生态环保产业体系基本建立。

## 关注协鑫科技及龙源电力

协鑫科技是一家主要从事光伏材料制造和销售的投资控股公司。公司通过三个部门运营业务。光伏业务分部主要从事于光伏行业营运的公司制造及销售多晶硅及硅片产品。新能源业务分部主要从事发展、兴建、营运及管理光伏电站。光伏电站业务分部从事管理及营运光伏电站。龙源电力集团股份有限公司是一家主要从事电力销

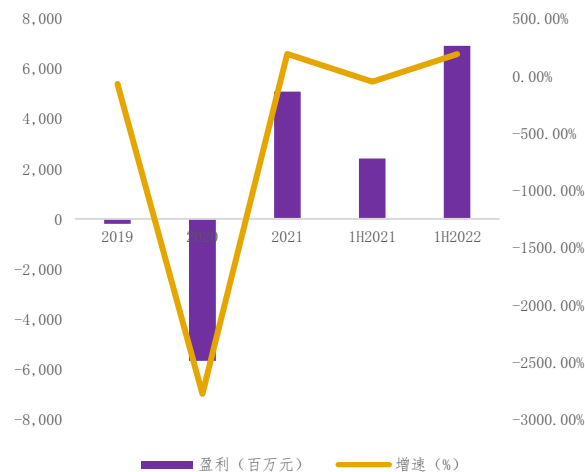
售业务的中国公司。该公司经营三个分部。风力发电分部建造、管理及运营风力发电厂以及生产电力并出售予电网公司。火电分部建造、管理及运营煤炭发电厂以及生产电力并出售予电网公司。所有其他分部主要从事制造和销售发电设备、提供咨询服务,向风力企业提供维护和培训服务及其他可再生能源发电及销售。

图表 14: 协鑫科技营业收入及增速 (%)



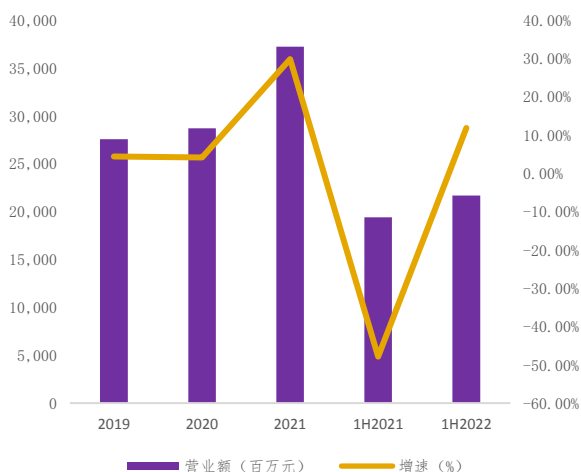
资料来源: 公司资料、光银国际

图表 15: 协鑫科技盈利及增速 (%)



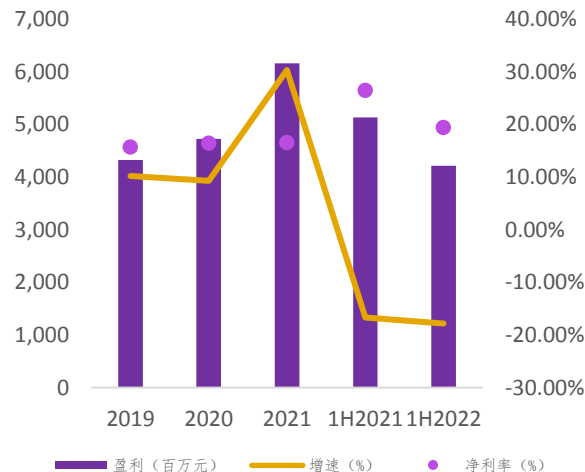
资料来源: 公司资料、光银国际

图表 16: 龙源电力营业收入及增速 (%)



资料来源: 公司资料、光银国际

图表 17: 龙源电力盈利及利润率 (%)



资料来源: 公司资料、光银国际

## 行业风险

行业风险包括 1) 环保项目回款周期延长, 增加融资成本风险。 2) 国家政策落地进度低于预期。

图表 18: 行业估值概要 (根据 2022 年 12 月 23 日数据)

代码	名称	股价 (当地货币)	市盈率			市净率			市值 (百万港元)
			2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E	
香港上市同業									
固废处理									
257 hk equity	光大环境	3.34	3.58	3.18	3.06	0.41	0.36	0.34	20517.54
895 hk equity	东江环保	2.43	-	-	-	0.43	-	-	4753.39
1330 hk equity	绿色动力	2.45	4.53	-	-	0.43	-	-	8342.13
1381 hk equity	粤丰环保	4.25	6.97	6.70	6.02	1.13	1.02	0.89	10368.05
3989 hk equity	首创环境	0.16	5.80	-	-	0.32	-	-	2244.27
1257 hk equity	中国光大绿色环保	1.90	5.03	5.43	4.52	0.28	0.28	0.26	3925.55
平均数			5.18	5.10	4.54	0.50	0.55	0.50	8358.49
污水处理									
1857 hk equity	中国光大水务有限公司	1.40	3.34	3.29	3.18	0.34	0.31	0.29	4005.23
371 hk equity	北控水务集团有限公司	1.96	8.06	6.93	4.88	0.55	0.49	0.42	19691.39
855 hk equity	中国水务	6.33	5.60	5.10	4.48	0.83	0.70	0.61	10332.60
270 hk equity	粤海投资	7.81	10.46	9.91	10.63	1.15	1.07	1.07	51060.39
1065 hk equity	创业环保	3.25	5.29	-	-	0.57	-	-	9371.40
1363 hk equity	中滔环保	-	-	-	-	-	-	-	-
807 hk equity	上海实业环境	1.05	-	3.14	2.94	-	0.24	0.23	2704.45
6839 hk equity	云南水务	0.38	-	-	-	0.11	-	-	453.42
3768 hk equity	滇池水务	1.36	3.52	-	-	0.28	-	-	1399.59
1129 hk equity	中国水业集团	0.13	-	-	-	0.18	-	-	367.82
6136 hk equity	康达环保	0.58	2.94	-	-	0.20	-	-	1241.05
2281 hk equity	兴泸水务	0.84	2.65	-	-	0.25	-	-	722.16
平均数			3.04	3.14	2.94	0.45	0.56	0.52	9213.59
新能源									
968 hk equity	信义光能	8.17	19.33	16.02	12.03	2.41	2.19	1.97	72680.20
3800 hk equity	协鑫科技	1.99	4.88	3.21	3.41	1.34	1.11	0.86	53945.91
2208 hk equity	金风科技	6.84	7.47	8.33	7.11	0.70	0.69	0.64	46121.34
658 hk equity	中国高速传动	3.16	9.01	-	-	0.44	-	-	5167.52
6865 hk equity	福莱特	17.56	17.78	15.53	11.18	2.46	2.43	2.06	67100.52
868 hk equity	信义玻璃	14.34	6.08	8.46	7.35	1.76	1.55	1.39	58900.20
平均数			10.76	10.31	8.22	1.52	1.59	1.38	50652.62

## 重要披露及免责声明

本报告由光银国际资本有限公司(“光银国际资本”)撰写生产和分发,并由香港证监会监管。本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息,光银国际资本及其附属公司(统称为“光银国际”)力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。

本报告没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要,并不构成个人投资建议,客户据此投资,责任自负。客户在阅读本研究报告时应考虑报告中的任何意见或建议是否符合其个人特定状况。光银国际及其各自的公司董事、员工及代理,都不为阁下因依赖该等信息所遭受的任何损失而承担责任。

本报告的内容不代表光银国际的建议,也不构成与上述有关证券的任何买卖/交易协议。本报告不拟作为买入或卖出要约,也不打算招揽购买或出售上述证券。证券价格可能上下波动。可能变得毫无价值。购买和出售证券可能会产生损失,而不是利润。

研究报告所载的资料及意见,如有任何更改,本司将不作另行通知。此外,光银国际的销售人员,交易员或其他持牌人员可能提供口头或书面市场评论或交易想法,这些意见可能与本报告中提出的建议和意见不一致,并得出不同的结论。光银国际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。

本报告仅向特定客户传送,未经光银国际书面授权许可,任何人不得引用、转载以及向第三方传播,否则可能将承担法律责任。在一些司法管辖区内,针对或意图向该等区域内的市民、居民、个人或实体发布、公布、供其使用或提供获取管道的行为会违反该区域内所适用的法律或规例或令光银国际受制于任何注册或领牌规定,则本研究报告不适用于该等司法管辖区内的市民、居民或身处该范围内的任何人或实体。

本报告仅提供给香港客户,不会提供给美国客户。编制本报告的分析师未在美国注册或获得美国金融业监管局的分析师资格。

## 特殊披露

分析师，林樵基(香港证监会中央编号:AGH217)、陈惠杰(香港证监会中央编号:APP609)及刘雁菲(香港证监会中央编号:BRW740)，张梓源(香港证监会中央编号:BSD301)作为香港证监会持牌人及本研究报告全部或部分撰写人，谨此证明有关就研究报告中提及的所有公司及/或该公司所发行的证券所做出的观点，均属分析师之个人意见。分析师亦在此证明，就研究报告内所做出的推荐或个人观点，分析师并无直接或间接地收取任何补偿。此外，分析师及分析师之关联人士并没有持有研究报告内所推介股份的任何权益，并且没有担任研究报告内曾提及的上市法团的高级工作人员。

### 评级定义

买入	未来十二个月预期回报高于 10%
持有	未来十二个月预期回报在-10%和 10%之间
卖出	未来十二个月预期回报低于-10%

股票评级的解释：(i) 买入：股票投资回报在未来 12 个月的潜在涨幅超过 10%；(ii) 持有：股票投资回报在未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+10%之间及(iii) 卖出：股票投资回报在未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%

行业评级的解释 (i) 超配：行业投资回报在未来 12 个月的潜在涨幅超过 10%；(ii) 中性：行业投资回报在未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+10%之间；(iii) 低配：行业投资回报在未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%及(iv)未评级：光银国际并未给予行业投资评级

光银国际可能在过去 12 个月内与报告中公司有投资银行业务或其他业务关系（如配售代理、牵头经办人、保荐人、包销商或自营买卖证券），同时亦有可能持有财务权益及/或证券/或衍生工具。投资者务请注意光银国际或会存在利益冲突，可能影响本报告的客观性。

版权所有光银国际。未经光银国际书面许可，禁止任何形式的发布，转载，发行，引用。