

| 2020年2月17日

每周股票策略

中信证券经纪（香港）
产品及投资方案部

海外宏观

新兴市场
降息趨勢

内地宏观

财政政策已发力、
准财政成为亮点

市场策略

港股：超跌后的
“价值股”机遇；
A股：政策接力
市场向上仍有动
力

内地通讯行业

发放5G室内频段
许可 深化共建共
享布局

内地互联网行业

宅居在家时间增
长，在线娱乐受
益

每周精选

短线交易建议

海外宏观：新兴市场降息趋势

- 近来受到新冠肺炎疫情的影响，全球避险情绪有所提升，疫情带来的溢出效应使得新兴市场压力增大，1月中旬以来，土耳其、南非、马来西亚、泰国等新兴市场国家纷纷加入降息行列，以对抗当地通胀疲软、经济下行的风险。除以上国家以外，印尼和新加坡的货币当局也表示出一定的降息意向。
- 从指标角度来看，LIBOR-OIS利差能够反映美元离岸流动性水平，从2019年末开始，LIBOR-OIS利差持续收窄，已接近2015年以来的历史低点水平，LIBOR-OIS利差的收窄说明当前美元离岸流动性明显提高，而美元离岸流动性的改善也打开了新兴市场的降息空间，为新兴市场降息提供了良好的外部条件。从历史情况来看，主要新兴市场国家货币政策宽松通常发生在LIBOR-OIS较低或收窄的过程之中。
- 从美联储角度来看，美联储在报告中仍旧认为当前的货币政策立场是合适的，但市场预期显示，美联储仍然隐含着降息的概率。若疫情影响扩大导致美国和全球经济下行压力增大，美联储或将采取降息应对。而若美联储采取降息措施，新兴市场国家或进一步跟随进行降息调整。

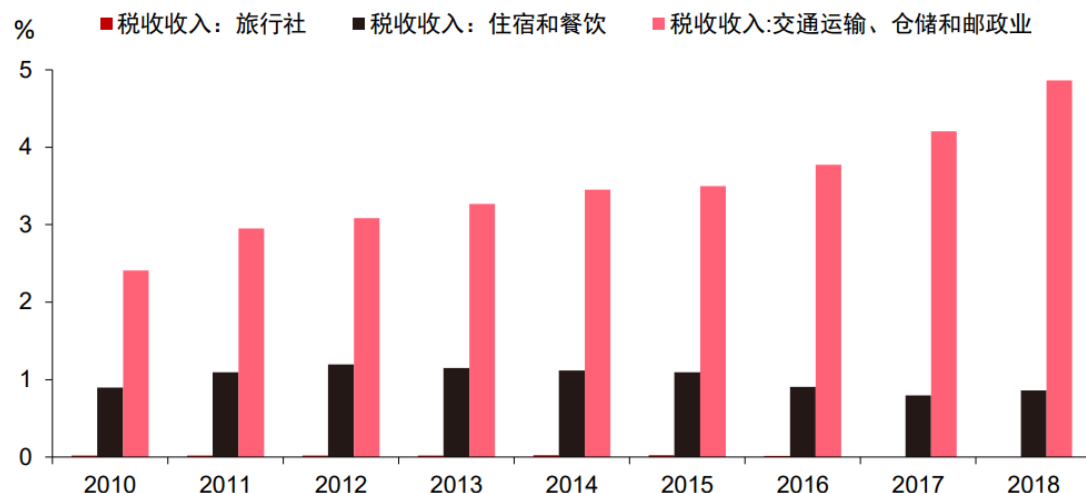
2020年1月中旬以来新兴市场国家降息事件及原因

	降息时间	降息幅度	降息原因
土耳其	1月16日	下调75bp至11.25%，市场预期下调50bp	应对通货紧缩，促进经济复苏
南非	1月16日	下调25bp至6.25%	减轻消费者负担，帮助小企业扩张，促进经济发展
马来西亚	1月22日	下调25bp至2.75%	先发制人，在价格稳定的情况下确保增长轨迹的改善
泰国	2月5日	下调25bp至1.00%	中国疫情、本国预算案延迟和旱灾影响经济增长，降息缓解私营部门的压力
巴西	2月5日	下调25bp至4.25%	提振经济，降息循环
菲律宾	2月6日	下调25bp至3.75%	预计中国疫情未来几个月将对菲律宾经济造成负面冲击
俄罗斯	2月7日	降息25bp至6.00%	通胀疲软程度快于预期，有刺激预算政策的空间；去年卢布的上涨仍然对通胀有影响

内地宏观：财政政策已发力、准财政成为亮点

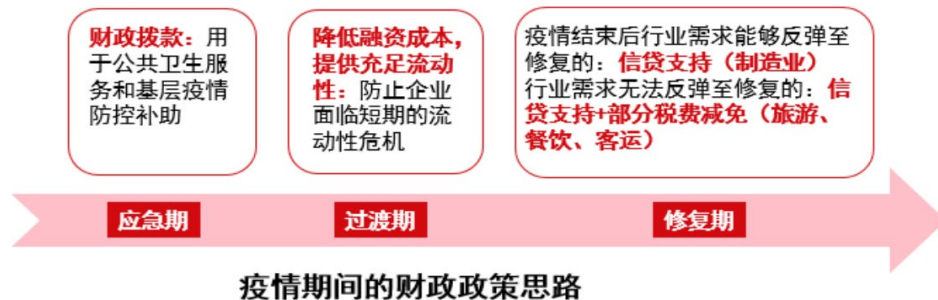
- 疫情发生以来，财政政策积极参与防控，主要形式有财政拨款、贷款贴息、个人财政补助、税收减免等，同时也在进行经济逆周期调节。更加值得关注的是，国开行等政策性银行已经开始在发挥准财政政策的作用。目前来看主要有三种方式：1) 发行疫情相关的专题债券，支持实体信贷投放；2) 积极开展疫情防控应急贷款授信，加大对企业的金融支持力度；3) 快速响应人民银行的专项再贷款政策。总体来看，防控疫情和调控经济的财政政策已经开始发力。
- 针对受到疫情重大冲击的行业，结构性的财政政策如减税降费措施将会落地。我们梳理了2003年非典期间财政政策，发现和当前财政政策的内容高度重合，由此能够看出政策决策尤其是财政政策有较大的路径依赖。参照非典时期政策，预计针对疫情期间受损较大且自身修复有限的餐饮住宿、旅游和客运行业将出台分阶段的减税降费政策。以2018年为例，以上三个行业全年税收收入约为4,200亿元左右(旅行社无2018年数据，暂用2016年代替估计)，按照当前分阶段的税费减免思路，预计减税降费总规模最多可能达到3,000亿元左右，一定程度可以缓解上述行业的经营压力

餐饮住宿、旅游和交通的税收贡献较低

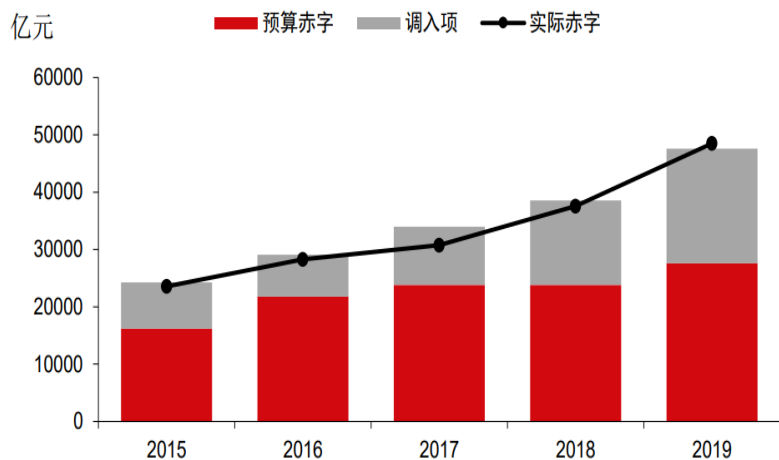


内地宏观：财政政策已发力、准财政成为亮点

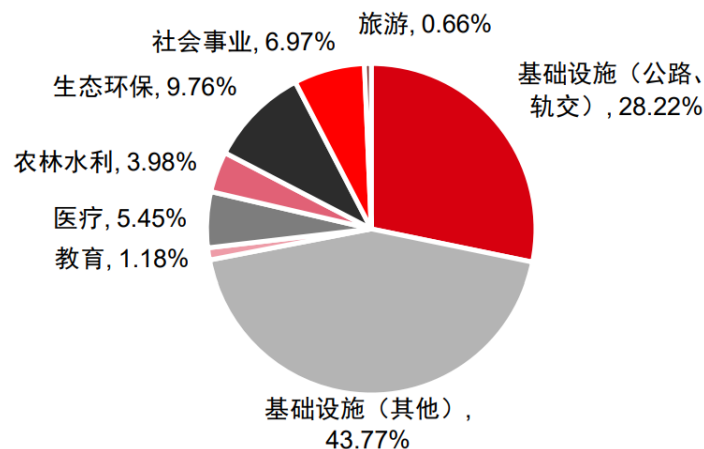
- 我们一直强调2020年中国面临三大历史阶段性任务全面收关，6%左右的经济增长大概率仍会是政策目标，考虑到疫情对经济的冲击，**财政逆周期力度也会进一步加强**。预计**预算赤字率从2.8%上调到3%**，**专项债的新增额度从2.15万亿扩容约为3万亿左右**。2月12日，习近平主席在中央政治局常委会会议中强调“优化地方政府专项债券投向，用好中央预算内投资，调动民间投资积极性，加快推动建设一批重大项目”，**预期专项债的使用效率较去年会有显著改善**。考虑到疫情对经济带来的冲击，财政逆周期调节力度会进一步加大，**我们认为特殊时期会更加催生准财政工具的创新，超预期发力**。



疫情防控不到一十亿元的资金拨付对千万亿元的调入项目和赤字规模影响十分有限



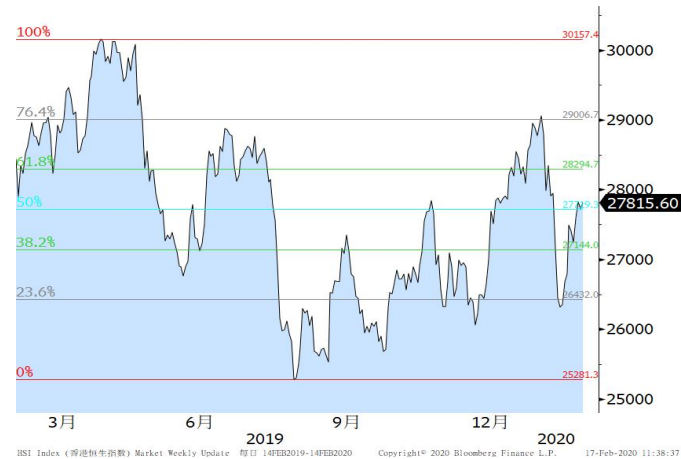
已发行和计划发行的专项债投向基建领域约为72% (截止2月11日)



市场策略： 港股：超跌后的“价值股”机遇 A股：政策接力 市场向上仍有动力

- **港股策略：**投资者对新型冠状病毒疫情冲击的认知越发清晰，香港市场对比非典时期的表现，在下跌10%后也迅速企稳。从目前数据看，疫情在非湖北地区得到较有效控制，我们预计随着复工逐步推进，境外人民币汇率企稳，海外资金重新配置中国。当下，是配置超跌的品种的最佳时点，我们建议投资者特别关注“短期”受复工进度干扰，但实质运营与疫情关联较小的子行业：(!) **传统经济板块中受疫情影响有限的行业；(2)未来受益于货币和财政加码的行业。**
- **A股策略：**当前疫情形势出现积极变化，稳经济目标的重要性不断提高，预计未来会有更多包括货币、财政、短期非常规政策以及资本市场改革举措接力。本周复工进入关键验证期，政策全面发力下缓慢恢复可期。预计随着复工恢复，经济预期下修也将告一段落，增量配置资金寻“洼地”，与动量型资金相互反复接力。政策和增量流动性推动下，市场向上仍有动力。**科技依然是全年主线，调整即是配置机会，从风险收益比的角度看，重点关注券商、汽车、房地产、上游工业品、建材及银行的轮动机会。**

恒指走势图 (黄金比率)



沪深300走势图 (黄金比率)

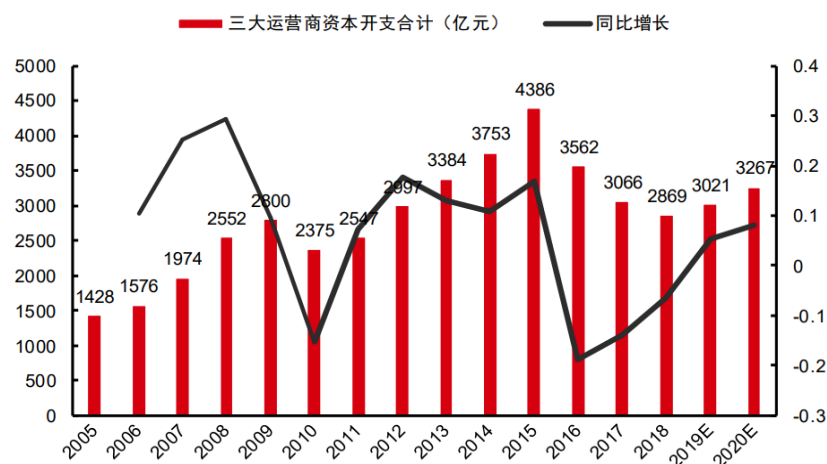


资料来源：中信证券、彭博

内地通讯行业：发放5G室内频段许可 深化共建共享布局

- 内地工信部日前向电信、联通、广电颁发无线电频率使用许可证，同意三者在全国范围内共同使用3,300-3,400MHz频段频率用于5G室内覆盖。此举将进一步立体推动5G系统部署与商业进程。室内将是5G时代重要的应用场景；共建共享将有效节约运营商开支，优化竞争关系；广电作为通信行业新进入者，与两大运营商合作有助于加快其运营化进程。
- 公众移动通信频率资源授予多家企业尚属首次。5G对于频谱提出大量需求，不同的频段会展现出应用中的不同特征，频谱资源十分宝贵，具有鲜明的资源属性。移动通信的无线电频率规划和分配对公众移动产业具有明显的推动作用，会显著影响运营商的竞争与下游终端的制式。频段的制定将利好下游终端设备厂商提前布局。
- 共建共享深化，利好运营商建设成本。2/3/4G网络室内基础设施（天线、机房、走线空间等）已经占据优质空间资源，5G室内网络建设成本高、建设难度大，宏基站选址与布局困难。各运营商增大统筹、合作力度成为新的室内网络建设的必然需求。
- 广电加盟室内共享，加快运营化进程。联通、电信早在2017年已经向工信部申请了5G室内频率共享，此前也有过5G网络共建共享经验，可以享受资源整合、降本增效红利。而对于新的通信行业进入者广电，其自身缺乏独立组网经验，面临接入用户缺乏的困境；与两大运营商的联合组网将帮助其完成对部分区域用户的覆盖，加速运营化进程，形成700MHz+4.9GHz“低频+中频”协同组网格局。由于3.5GHz频段较高，大概率无法采用传统室分。预计中国电信、中国联通将在室内部署大量小基站。建议关注中兴通讯(000763 CH; 763 HK)、京信通信(2342 HK)。

预计2020年三大运营商资本开支增长8%

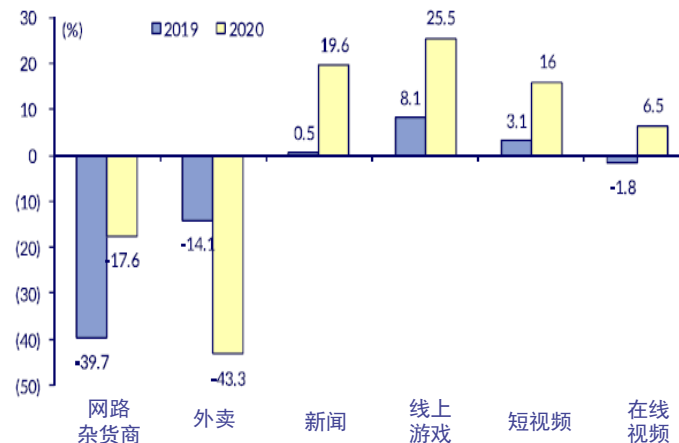


资料来源：公司年报、中信证券

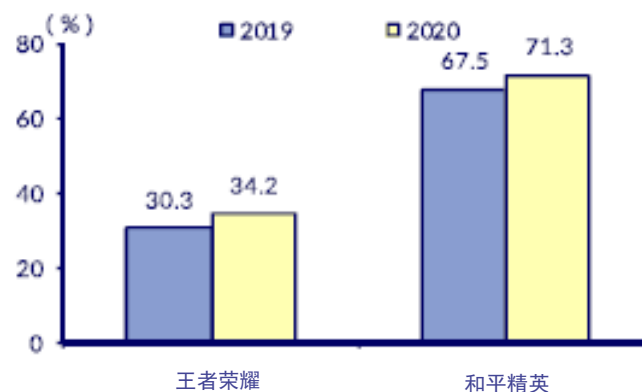
内地互联网行业：宅居在家时间增长 在线娱乐受益

- 受新冠肺炎疫情影响，商务和休闲旅客量骤降，在线旅游是直接受害者。另外，由于企业停止运营并减少广告支出，广告商也会受累于广告需求下跌。
- 不过，疫情使用户宅居在家时间增长，加上受惠于春节假期的季节性因素，游戏及流媒体直播等在线娱乐的需求增加。根据移动大数据服务商极光的数据显示，对比在去年春节期间用户花费在线上游戏的时间为同比增长8%，今年春节花费时间增长为26%，增速明显高于去年；春节期间，腾讯(700 HK)旗下的《王者荣耀》及《和平精英》日活跃用户量增速也有所增长。
- 疫情之下，电商相对有弹性。中国国家统计局的数据显示，长时间的疫情爆发可能损害经济增长并阻碍消费能力和意愿，但考虑到家庭购物和日用品的额外需求，电商应相对具有弹性。得益于拥有自营的快递团队，京东(JD US)很可能是当中的赢家。根据我们实地调查，与其他快递提供商的有可能超过一周的延误持间相比，京东在疫情暴发期间一直保持相对稳定的交付时间。
- 如互联网板块因疫情而再度回调，将为优质个股提供了切入机会，建议关注阿里巴巴(BABA US; 9988 HK)，腾讯，京东和网易(NTES US)。

春节期间网络平台参与时间增长



春节期间《王者荣耀》及《和平精英》日活跃用户量增长



资料来源：极光、中信里昂

每周精选：短線交易建议

短線交易建议^

公司	推荐日期	行业	流通市值 (亿港元)	收盘价 (港元)	目标价 (港元)	潜在升幅 (%)	市盈率(倍)			市净率(倍)		息率(%)	一週升幅 (%)	推荐后升幅 (%)
							20E	21E	19-21E	20E	20E			
瑞声科技 (2018 HK)	12/11/19	科技	368	57.45	72.90 [#]	26.9	19.7	16.9	1.0	2.9	2.1	2.1	(1.1)	17.7
融创中国 (1918 HK)	06/01/20	房地产	1,136	45.15	54.52 [@]	20.8	5.5	4.5	0.3	1.7	3.9	3.9	13.4	(5.6)
金蝶国际 (268 HK)	06/01/20	科技	277	10.70	13.80	29.0	83.6	65.6	4.3	5.2	0.1	0.1	1.9	33.4
华泰证券 (6886 HK)	06/01/20	券商	211	13.40	18.30	36.6	11.5	10.6	1.1	0.9	3.4	3.4	1.1	(3.3)
雅生活服务 (3319 HK)	06/01/20	物管	148	35.85	39.80	11.0	26.6	20.4	1.1	5.9	1.5	1.5	17.5	25.3
碧桂园服务 (6098 HK)	17/02/20	物管	386	31.30	35.80	14.4	37.3	27.3	1.4	11.7	0.6	0.6	7.4	NA
恒大地产 (3333 HK)	17/02/20	房地产	366	18.88	23.60 [@]	25.0	4.7	4.2	0.5	1.2	9.8	9.8	5.4	NA

资料来源：彭博、中信证券 截至14/2/2020 * 年化 @ 彭博综合预测 # 技术阻力水平

短線交易建议组合调整: 受惠于疫情升温，春节后我们推荐的在线教学概念股**新东方在线 (1797 HK)** 至今已上涨19%。随着疫情似似乎有所缓和，加上公司的股价最近大幅上涨，预期随后其风险收益将有所下降，因此我们将公司在短線交易建议中剔除。此外，另一个股**保利物业 (6049 HK)** 在我们推荐后的股价也大幅上升25%，我们建议投资者获利，并换入估值较吸引及刚发布业绩预增的**碧桂园服务 (6098 HK)**。此外，为应对疫情中央各政府部门大力注入流动性，预期其后降息降准也有利房地产开发商，有板块望迎来估值收复，因此短線组合中加入**股价弹性较大的恒大地产 (3333 HK)**。

每周精选：短線交易建议

- **瑞声科技 (2018 HK)** – 瑞声科技可望受惠于手机市场触底回升及中美贸易战缓和，公司2019年三季度各板块收入与毛利率环比均明显改善，主要源于下游客户销量提升至产能利用率上行、产品结构改善及光学板块尤其高规格利润镜头出货量提高等。随着WLG、模组等产品逐步发力，光学业务有望成为核心增长点，光学业务接力公司下一个成长点。
- **融创中国 (1918 HK)** – 1月10日公司公告以每股42.8港元，折价8.3%定向增发1.87亿股新股，收盘价高于配售价格，仅跌4.4%，我们认为公司定向增发反而消除不明朗因素。由于公司杠杆较高，预期今年内地资金流动性将进一步宽松，若人行减息，公司将较受惠。融创中国2019年全年合同销售金额约5,562.1亿元，同比增长21%，达成年初订下的销售目标5,500亿元。由于春节本是销售淡季，如果2月中下旬疫情得到有效控制，则开发企业所受冲击较小。基于内地推进户籍改革进一步巩固住宅楼市需求，融创地域布局良好，可望受惠。
- **金碟国际 (268 HK)** – 我们认为由于新冠肺炎疫情会加快中国企业的SaaS迁移，这对于金蝶等公司在中期会受益。虽然传统的ERP可能会拖累近期收入，但这在疫情爆发之前已在预期之中，因此2020年对于金蝶仍是投资年。2019年公司云收入保持高速增长，传统ERP业务平稳符合预期。公司与华为签署战略合作协议，双方围绕企业级市场在云计算、大数据、物联网等前沿领域展开合作，看好公司在云业务增长潜力与核心产品 (星空、苍穹) 在产业互联网时代的长期发展前景。
- **华泰证券 (6886 HK)** – 2月14日内地证监会松绑再融资制度，资本市场改革重心有望从一级市场转向二级市场，引导长期资金入市、完善交易制度和衍生品扩容值得期待，活跃的二级市场料将对券商业绩和估值产生更大的弹性催化。在过去一周为应对新冠疫情，中央政府各部门大力注入流动性，措施包括降低利率，并承诺帮助陷入困境的企业和个人，我们预期下一步可能是在2月20日下调LPR。从基本上，这些政策将全年受惠券商。当前A股处于未来2~3年“小公牛”的上行趋势，肺炎疫情只会造成短期冲击，不会改变行情趋势和主线。受益于更强的流动性和有利的政府政策 (新证券法) 以支持资本市场，我们应为在金融行业中券商将最受惠，首选华泰证券。
- **雅生活服务 (3319 HK)** – 公司发布2019年盈利预增，其核心净利润同比增长较我们预期的42.6%高最少4.8%。业绩超预期很可能是受惠于内部重组和采用SaaS使行政费用下降。我们预计股价下一个催化剂为公司可能在2月21日被纳入恒生综合指数，代表雅生活可能在3月9日进入港股通交易。我们认为疫情如果持续时间不长，对行业影响将是轻微。此外，多个城市已宣布有关物业管理公司的支持政策也是利好。公司估值相比行业龙头仍有折让，建议投资者继续关注。

每月精选：短線交易建议

- **碧桂园服务 (6098 HK)** - 碧桂园服务 (6098 HK) 于2月12日发布业绩预增，受惠于在管建筑面积增长和强劲的增值服务，碧桂园服务预计2019年归属股东的净利润将同比增长50%以上。我们发现公司在过去公布的盈利预增都是较保守，在2018年上半年、2018年和2019年上半年的实际净利润增长分别比盈利预增下限高23.1-29.8个百分点，因此2019年业绩值得憧憬。公司是我们行业中重点推荐之一，建议关注。
- **恒大地产 (3333 HK)** - 恒大集团于2月16日举行了全面实施网上销售的新闻发布会，实施仅3天，客户认购房屋47,540套。网上销售可望部份抵销疫情影响，公司预计为期两周的促销可售出10万套房，恒房通平台可望成为恒大业绩助推器。公司更将于2月18日至2月29日期间启动其历史上力度最大的一次楼盘优惠活动，全国在售楼盘75折售卖，可望进一步刺激销情。早前公司与首两批战略投资者协商，一致同意将700亿元人民币股权投资增资协议中约定的实现重组上市期限延期一年至2021年1月31日前，反映了机构投资者仍然看好恒大重组的前景。恒大2019年实现销售6,010.6亿人民币，超额完成全年目标6,000亿，2020年恒大销售目标为6,500亿，稳健的销售增长将推动公司盈利持续提升。为应对疫情中央政府各部门大力注入流动性，我们预期下一步可能是在2月20日下调LPR，恒大净负债比率较行业平均为高，将较能受惠。

免责声明：

分析师声明

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

评级说明

	评级	说明
投资建议的评级标准	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构，统称为“中信证券”。

法律主体声明

香港特区：本研究报告在香港由中信证券经纪(香港)有限公司(下称“中信证券经纪”，受香港证券及期货事务监察委员会监管，中央编号：AAE879)分发。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Limited (下称“CLSA Singapore”) 分发，并仅向新加坡《证券及期货法》s.4A (1) 定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供。上述任何投资者如希望交流本报告或就本报告所评论的任何证券进行交易应与 CLSA Singapore 的新加坡金融管理局持牌代表进行交流或通过后者进行交易。如您属于“认可投资者或专业投资者”，请注意，CLSA Singapore 与您的交易将豁免于新加坡《财务顾问法》的某些特定要求：(1) 适用《财务顾问规例》第33条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第25条关于向客户披露产品信息的规定；(2) 适用《财务顾问规例》第34条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第27条关于推荐建议的规定；以及(3) 适用《财务顾问规例》第35条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第36条关于披露特定证券利益的规定。

针对不同司法管辖区的声明

香港特区：对于本研究报告所评论的证券及金融工具，中信证券经纪及其每一间在香港从事投资银行、自营交易或代理经纪业务的集团公司，(i) 有需要披露的财务权益；(ii) 在过去的12个月内就投资银行服务曾收到任何补偿或委托；(iii) 有雇员担任高级人员；(iv) 未进行做市活动。

新加坡：监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures/>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CA Taiwan 的情况，不反映中信证券、Credit Agricole Corporate & Investment Bank 及/或其各自附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 compliance_hk@clsa.com。

美国：本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券(CITIC Securities International USA, LLC (下称“CSI-USA”) 除外) 和 CLSA group of companies (CLSA Americas, LLC (下称“CLSA Americas”) 除外) 仅向符合美国《1934年证券交易法》15a-6规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA (UK) 发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000年金融服务和市场法2005年(金融推介)令》第19条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为(前述金融机构之客户)因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券2020版权所有。保留一切权利。