

| 2021年3月1日

每月股票策略

中信证券经纪 (香港)
产品及投资方案部

每月股票策略

海外宏观

美债收益率上行
对美股的影响

内地宏观

两会展望

市场策略

港股: 关注两会主线;
A股: 步入平静期 转战新主线

内地军工行业

国资加大投入
资源整合
有望加速

内地房地产行业

供给侧改革的最后一块制度拼图

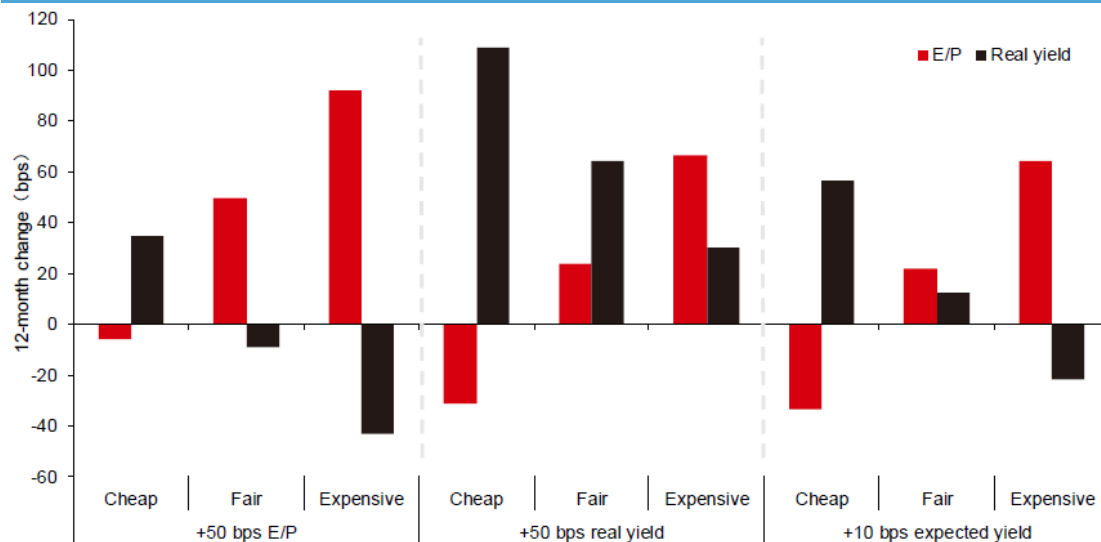
每月精选

关注可选消费、
顺周期及新能源
板块

海外宏观：美债收益率上行对美股的影响

- 目前美债10年期实际利率的阶段性价点很可能在今年初已经出现。预计年底前美债10年期收益率还有上行空间，至1.7%左右。若实际利率相对低点上升50基点，可能导致美股跌幅在5%-12%之间。理论上美债利率上行杀估值，这是近期市场恐慌的原因。
- 当前美债收益率上行并不意味着美股下行趋势性拐点出现，未来美股股价进一步上涨仍可能通过股息增长率或者盈利增速上修来对冲估值下滑或风险溢价ERP的再次大幅回落来实现，只不过价值股的股息增长率将更受益于经济复苏，其相对投资价值日益凸现。类似上述股票风格变化，欧洲市场价值股占比更高，未来欧股表现可能优于美股，美元指数向上拐点可能尚未到来。
- 2020年下半年，美债收益率的上行更多体现在通胀预期上行，当时美股估值整体偏低，美债收益率上行并没有冲击到美股估值，原因在于经济复苏趋势开启。但是，通胀预期上行到一定程度对美股估值的影响也不小（原因在于通胀预期会影响风险溢价），尤其在后期通胀预期上升到一定程度引发美联储收紧货币流动性预期发生改变时。
- 虽然年初以来通胀预期推动美债收益率快速上行导致市场震荡，但鲍威尔在近日国会听证的表态意味着美联储货币政策不会过早转向，流动性依然充裕。行业层面，中短期我们仍看好周期行业的估值修复，包括：一) 受益于收益率曲线继续陡峭化的银行；二) 油价上行推动收入反弹的能源行业；三) 得益于经济重启、未来或推出大规模基建计划的工程机械等。

美股盈利收益率 (E/P)、实际利率和通胀预期冲击对不同美股估值下美股与实际利率的影响



资料来源：Bloomberg, Johnson 等人 (2013) 《The Stock-Bond Correlation》以及Jamil 等人 (2018) 《Stocks, Bonds and Causality》，中信证券 注：美国盈利收益率50基点的变化大致相当于10%的美股跌幅。

内地宏观：两会展望

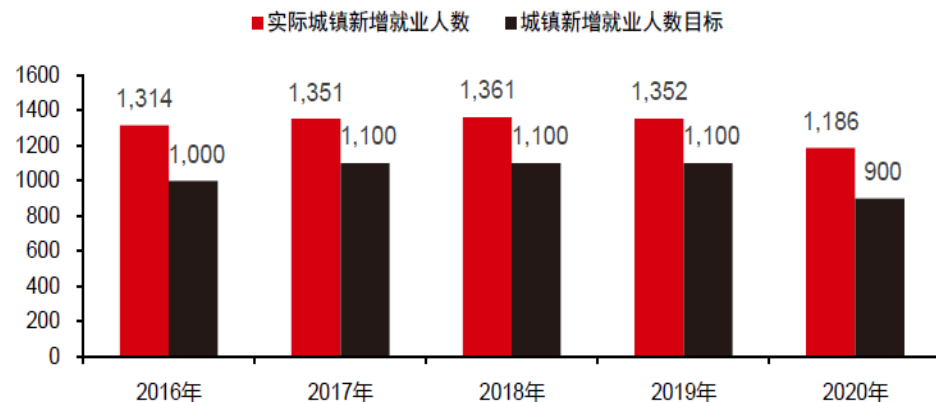
- 全国两会临近，我们梳理2016年以来政府工作报告对经济增长、财政货币政策、化解债务问题、进一步对外开放和扩大内需等方面的相关表述，并基于近期政策表态和实际情况对2021年全国两会和政府工作报告做出展望。
- 大概率不设置经济增速目标，宏观杠杆率基本稳定。近年政府工作报告逐步淡化对经济增速目标，2021年经济增速基数效应明显，大概率不设置具体GDP增速目标，以“努力保持经济运行在合理区间”为总体目标的表述。就业、通胀等经济社会发展目标料将逐步回归疫情前水平。此外，预计将重新强调宏观杠杆率基本稳定，处理好恢复经济和防范风险的关系。
- 积极财政和货币政策料均温和退出。近年来财政政策始终保持积极取向，2021年财政政策回归常态的过程中不过快退出，保持适度支出强度，赤字规模和新增地方政府专项债安排料小幅下调。预计货币政策稳健取向不变，狭义流动性合理充裕，广义流动性同名义经济增速匹配，深化利率和汇率市场化，淡化推动利率下行表述。

2016-20年政府工作报告中经济社会发展目标

	2016	2017	2018	2019	2020
GDP 增长	6.5%~7%	6.5%左右	6.5%左右	6%~6.5%	无
CPI 涨幅	3%左右	3%左右	3%左右	3%左右	3.5%左右
城镇新增就业	1000 万人以上	1100 万人以上	1100 万人以上	1100 万人以上	900 万人以上
城镇登记失业率	4.5%以内	4.5%以内	4.5%以内	4.5%以内	5.5%左右
城镇调查失业率	无	无	5.5%以内	5.5%左右	6%左右

资料来源：政府工作报告、中信证券

实际城镇新增就业人数一般较目标多250-300 万人 (万人)



资料来源：Wind、中信证券

内地宏观：两会展望

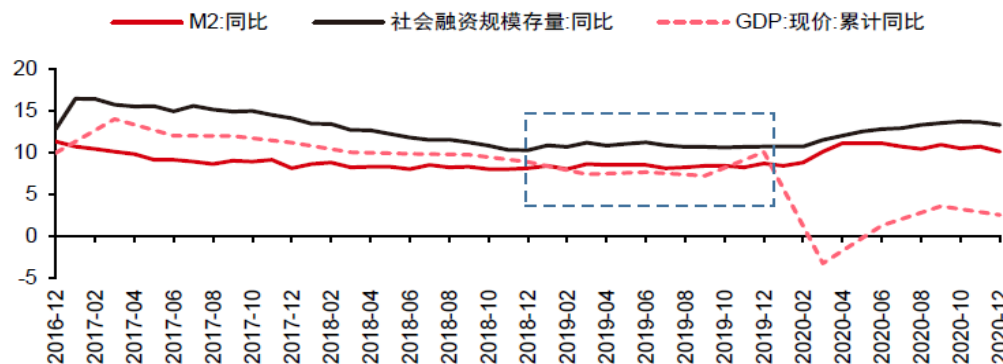
- **宏观债务压力犹存，多措并举化解债务风险。**分部门来看，预计2021年的债务压力将主要集中于非金融企业部门。从到期压力看，产业债到期压力较高，同时2020年末我国地方政府债务余额将达26万亿，债务率接近警戒区间下限，地方债问题值得关注。在过去的国企降杠杆工作中，市场化债转股、引入地方金控平台和社会资本是主要方案。今年以来，部分省市通过引入地方优质国有资产，通过资本市场实现债务化解成为债市一大看点。在市场化降杠杆减负债举措的帮扶下，多措并举方能有效化解各部门积存债务问题。
- **进一步扩大内需和直面人口老龄化。**扩大内需战略、完善国内大循环预计都将是政府工作报告的重要内容。扩大内需以扩大消费为主，除了提高居民收入增速外，还需要提升居民消费支出意愿。需求侧管理将直面居民部门杠杆率高、人口老龄化加剧等问题。

2016-20年政府工作报告中财政政策表述

	2016	2017	2018	2019	2020
政策取向	积极的财政政策要加大力度	财政政策要更加积极有效	积极的财政政策取向不变，要聚力增效	积极的财政政策要加力提效	积极的财政政策要更加积极有为
财政赤字	2.18万亿元	2.38万亿元	2.38万亿元	2.76万亿元	3.76万亿元
赤字率	3%	3%	2.60%	2.80%	3.6%以上
新增地方政府专项债券	4000亿元	8000亿元	1.35万亿元	2.15万亿元	3.75万亿元

资料来源：政府工作报告、中信证券

货币供给、社融增速与名义GDP增速匹配 (%)



资料来源：Wind、中信证券

市场策略： 港股：关注两会主线 A股：步入平静期 转战新主线

■ **港股策略：**两会將召開，預期在政策上也將保持平穩，產業政策將繼續推進卡脖子領域的突破，其中集成電路或為發力重點，軍隊建設或迎來補償式發展。此外，碳中和、反壟斷和共同富裕或稱為兩會少有的政策變化點，值得重點關注。雖然上調印花稅率對市場交投產生負面影響，但我們認為不改變市場趨勢。經濟復蘇，大批“新經濟”公司和中概股料將赴港上市，會吸引資金持續流入香港，港幣兌美元維持強兌換保證區間，市場調整後將回到新的平衡。海外寬裕的流動性帶動港股估值重估。最近美債收益率上行導致美股波動，港股或被波及有所調整，但恒指和國指目前市盈率仍遠低於標指，在今年基本面修復的趨勢下，配置性價比更高。有消息指香港人大代表及政協打算在兩會向中央建議設立兩地認可的「疫苗通關通行證」，仍然建議關注本地地產、零售、出遊、及澳門博彩板塊。

■ **A股策略：**機構重倉股的資金正反饋效應出現逆轉，市場流動性進入緊平衡導致了本輪調整，疊加外部意外衝擊的共振，放大了調整幅度，不過我們預計短期內外流動性壓力會逐步緩和，當前市場調整空間有限。其次，平穩期內，預計經濟繼續穩定向好的趨勢不變，“兩會”在政策上也將保持平穩，市場風格將出現切換，個股成長溢價上升而確定性溢價下降，大小市值風格再平衡。最後，平穩期內配置上應做出調整，轉戰新的主線，月度維度適當增配地產、保險等低估值高性價比防禦板塊，並延續對化工、有色等高景氣度順周期板塊的配置。季度維度，重點布局“五大安全”領域中高性價比的科技和軍工並增配前期疫情受損板塊，重點關注科技安全（消費電子、半導體設備、信安）和國防安全（軍工），同時增配去年因疫情受損的相關行業板塊，如汽車零部件、家電家居、旅遊酒店、航空等。

恒指走势图 (黄金比率)



HSI Index (香港恒生指数) Market Weekly Update 每日 26FEB2020-26FEB2021 Copyright © 2021 Bloomberg Finance L.P. 01-Mar-2021 12:14:08
资料来源：彭博、中信证券 截至26/2/2021

沪深300走势图 (黄金比率)



SH300 Index (上海深圳沪深300指数) Market Weekly Update 每日 26FEB2020-26FEB2021 Copyright © 2021 Bloomberg Finance L.P. 01-Mar-2021 12:14:22
资料来源：彭博、中信证券 截至26/2/2021

- 2月23日国资委召开新闻发布会表示将聚焦战略安全、产业引领、国计民生、公共服务等功能，加快国有资本的布局优化和结构调整，并考虑加大对国防军工等领域投入，补齐供应链短板，推动创新资源整合协同和解决央企间重复建设问题等四个方面改革内容。我们认为改革将支撑军工行业基本面向好，驱动军工资产加速整合。
- “十四五”是军工行业前所未有的快速发展期，军工行业趋势料将持续向好，诸如军工集团改革等有望提速。我们认为“产业拐点”明确的细分领域将有更好的上涨基础。推荐：军工电子：鸿远电子 (603267 CH)、火炬电子 (603678 CH)、睿创微纳 (688002 CH)；航空零部件：中航重机 (600765 CH)、北摩高科 (002985 CH)；军工新材料：中航高科 (600862 CH)。同时推荐具备改革空间、有望通过重组整合、股权激励等途径实现“提质增效”的标的：航天电器 (002025 CH)、中航电子 (600372 CH)。

国资委拟聚焦战略安全等功能， 军工领域成为改革重点。

改革具体体现在四个方面：一、推动国有资本向关系国家安全和国民经济命脉的重要行业领域集中，加大对国防军工、能源资源粮食供应、骨干网络、新型基础设施等领域的投入；二、补齐产业链供应链短板，提升供应链保障能力和产业体系抗冲击能力；三、推动创新资源的整合协同，加快突破一批行业共性技术和关键核心技术；四、切实解决部分央企之间的产品相似、资源分散、重复建设等问题，形成资源合力。

军工投入加大供应链短板补齐， 支撑行业基本面向持续向好。

军工行业自2018年开始业绩表现持续向好，按归母净利润增速排名一直处于全市场前五，行业高景气度已经开启兑现。当今世界正经历百年未有之大变局，军工行业也因此进入少有的快速发展阶段，“十四五”将是我军加速武器装备现代化建设的重要阶段，武器装备需求有望保持高涨；本次国资委明确要求国有资本加大对国防军工等领域的投入，同时提出补齐供应链短板提升保障能力，有望解决生产环节的瓶颈问题，提高新型号装备产能，保证军工产品的顺利交付。军工板块高景气有望加速兑现，支撑行业基本面向持续向好。

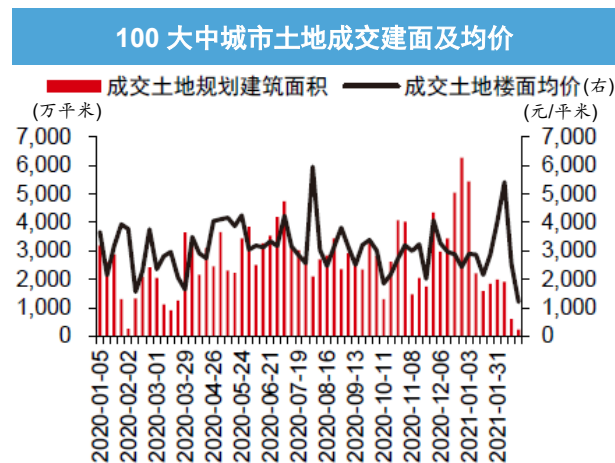
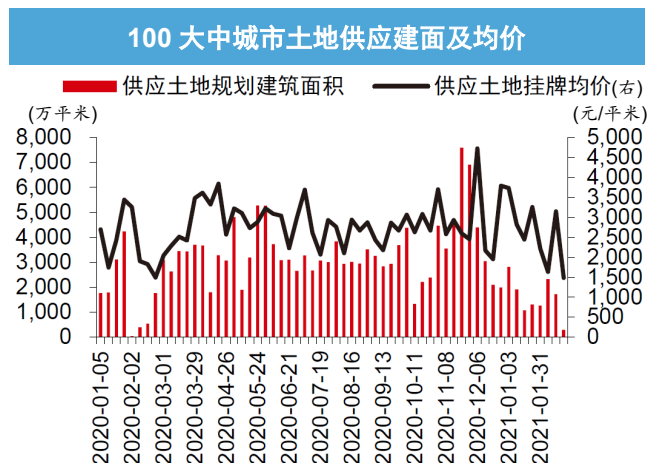
推动资源整合形成资源合力， 军工改革有望加速。

本次国资委同时提出推动创新资源的整合协同，以及解决央企重复建设问题形成资源合力。我们认为一方面科研院所改制有望加速，改制完成后的研发资源，将更有效的与生产资源产生协同，产研一体相互促进才能实现行业共性技术和关键核心技术的突破；另一方面军工集团资源整合也将持续深入，目前船舶体系在集团层面整合初步完成，但成员单位的整合仍在继续，兵器、电子等领域资源整合也有望开启。随着军工改革的推进，部分优质资产将实现资本化，军工板块关注度有望提升。

资料来源：中信证券

风险等级：由低至高分1至5级

- 青岛自然资源和规划局官网发布，为落实2021年自然资源部住宅用地供应分类调控工作视频会议及相关文件要求，**严格实行住宅用地“两集中”同步公开出让，即集中发布出让公告、集中组织出让活动**。全年将分3批次，集中统一发布住宅用地的招拍挂公告，并实施招拍挂出让活动，引导市场理性竞争。
- 我们相信多地土地集中分批次出让，有利于避免地产企业过度竞争。由于土地出让一般有保证金要求，企业很难在多地，针对大量地块，同时缴纳保证金。平均而言，单块土地可参与的房企数量可能会下降（尽管最优质地块的参与企业数量并不会下降）。即使是比较激进的企业，也只能量力而行，参与一部分的土地出让。及时、准确、全面披露地块信息，集中发布公告，有利于企业全面比较不同地区，不同地块的质量。所有增加土地市场透明度，规范开发流程的努力，都更有利于全国性的大公司，尤其是那些资金成本、建造经验有优势的企业。集中时间点推地，意味着推盘的时间竞赛更为直接和激烈，也意味着流程管控能力更强，品质更高的房企可能更具优势。
- 我们认为，三道红线和房贷集中度管理，的确限制了企业恶性加杠杆，但土地市场激烈竞争的制度环境仍有待改革。一旦实行次数限制，集中出让的招拍挂规则，增加土地市场透明度，则更有利于形成市场有序、稳定的竞争格局，减少“地王”出现的频次，稳定优秀企业的盈利水平，推进优胜劣汰。从制度上来说，土地市场的改革可以是行业供给侧改革的最后一块拼图——内卷化竞争将因此结束，真正优秀的房企的稳定性和成长性预计将都有所上升。我们看好房地产板块的投资机会，**推荐万科 (2202 HK)、龙湖集团 (960 HK)、华润置地 (1109 HK)、碧桂园 (2007 HK)、旭辉控股 (884 HK)、世茂集团 (813 HK)**。



投资策略

- **海外宽裕的流动性带动港股估值重估。**现在海外仍然维持低息政策，海外宽裕的流动性迫使资金不断寻找投资机会，其中港股是最具吸引力的投资市场之一。
- **中美摩擦风险迅速下降，海外资金重新部署港股。**由于中美摩擦风险，不少海外资金去年撤出港股市场。不过在新任美国总统拜登上台后，市场预料中美摩擦的尾巴风险已大大降低，吸引海外资金重新部署港股。
- **港股估值明显较美股有吸引力。**截至2月26日，恒生指数和国企指数2021年市场预测市盈率分别为13倍和11倍，远低于标指的22倍，在今年基本面修复的趋势下，配置性价比更高。
- **美国“禁投令”进一步吸引内地资金南下抢筹。**美国“禁投令”短期将导致部分外资受迫性卖出，刺激内地资金南下抢筹，并流入“禁投令”名单的三大运营商、中芯国际(981 HK)、小米(1810 HK)等。
- **中概股回归吸引内地资金更关注香港市场。**中长期看，我们看好中概股回归为港股带来的优质供给；互联互通下，港股也是内地机构越来越关注的方向。
- **继续战略性增配性价比更优的港股，建议关注可选消费板块中的内地汽车及零部件、运动服及生活用纸等板块；**顺周期工业板块建议继续关注**有色金属、基本金属、能源金属和化工**，如铜、铝和价格重回需求驱动的锂；最后，关注憧憬在拜登上台后中美关系缓和的**贸易、出口等板块**。另外，拜登上台其政策亦利好新能源板块，加上受国策支持也提供**新能源板块**的交易机会。疫苗可望带动香港本地消费重回正轨，亦可关注相关概念股份。内地疫情散点频发，各地鼓励“就地过节”，这将激发**受益于居家环境下的消费行业**需求提升。

短线交易建议*

- 信义玻璃
- 碧桂园服务
- 江西铜业
- 福莱特玻璃
- 赣锋锂业
- 永利澳门
- 比亚迪
- 维达国际

中长线个股推荐^

- 腾讯控股
- 吉利汽车
- 中联重科
- 香港交易所
- 安踏体育
- 阿里巴巴
- 京东集团
- 领展

短线交易建议^													
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)	潜在涨幅 (%)	市盈率(倍) 20E	PEG(倍) 21E	市净率(倍) 19-21E	息率(%) 20E	一周涨跌 (%)	推荐后涨跌 (%)	
信义玻璃 (868 HK)	09/06/20	玻璃	374	21.70	26.50	22.1	17.1	13.3	0.9	3.7	2.8	(1.1)	140.0
碧桂园服务 (6098 HK)	17/02/20	物管	943	63.80	85.50	34.0	58.7	41.4	1.9	15.0	0.4	(6.7)	103.8
江西铜业 (358 HK)	04/01/21	有色金属	204	18.82	24.50 [#]	30.2	22.5	12.8	0.7	1.0	0.9	(0.2)	54.5
福莱特玻璃 (6865 HK)	30/11/20	光伏	119	29.00	46.30	59.7	31.9	19.0	0.8	7.3	0.5	(14.2)	41.1
赣锋锂业 (1772 HK)	04/01/21	有色金属	192	99.65	124.7 [@]	25.2	-	64.0	2.7	10.7	0.2	(24.6)	7.6
永利澳门 (1128 HK)	08/06/20	澳门博彩	213	14.64	14.61	(0.2)	NA	-	NA	NA	0.0	4.1	0.7
比亚迪 (1211 HK)	04/01/21	汽车	1,620	197.20	411.00	108.4	-	78.9	3.2	7.3	0.1	(20.8)	(3.0)
维达国际 (3331 HK)	25/01/21	生活用纸	71	23.15	31.90	37.8	14.8	13.7	0.7	2.4	2.0	(13.8)	(7.0)

资料来源：彭博、中信证券 截至26/2/2021 [@]彭博综合预测 [#]彭博预测上限

- 信义玻璃 (868 HK)** – 公司于12月3日宣布收购内地另一家领先的浮法玻璃制造商中国玻璃 (3300 HK)，可望使信义玻璃进一步巩固其龙头地位。在内地增加新产能变得越来越困难的情况下，预期这笔交易将有助推信义玻璃中期增长。在新冠疫情之后，物业竣工和汽车生产的复苏将为2021年浮法玻璃需求带来支撑，而太阳能电池组件玻璃背板将带动短期需求。由于内地政府对产能的限制(例如“产能置换计划”)已经实施多年，我们仍然预计浮法玻璃供应增长有限。玻璃生产商只能靠积极地收购生产线配额以提升产能，因此在行业整合过程中，像信义玻璃这样的龙头很可能会成为赢家。

- **碧桂园服务 (6098 HK)** – 公司2月26日发布2020年业绩预增，预期截至去年12月底止年度收入、税前利润及净利润均录超过50%增长，增长主要由于集团物业管理在管面积的增加与小区增值服务及城市服务业务收入的综合上升导致。另外，蓝光嘉宝 (2606 HK) 公布控股股东与碧桂园服务订立谅解备忘录，碧桂园服务拟收购公司64.62%股权。这单潜在的收购成本便宜，约相等于75亿元人民币的股权价值，对应2021年预测市盈率为9.8倍。但是，蓝光嘉宝具有相当大的外部增长潜力，而我们认为由于它同样为上市房地产公司旗下的物管公司，所以整合风险低，并具有地理协同作用。另外，恒指公司2月26日宣布国指将纳入碧桂园服务，可带动被动资金流入。我们看好行业的投资机会，重点关注具有可持续增长性的公司，当中碧桂园服务为我们行业首选之一。
- **江西铜业 (358 HK)** – LME铜价于2021年2月22日突破9,000美元/吨关口，仅次于2010-2011年的历史高位区间，市场对于铜价的上行已形成一致预期。我们与上轮历史高点铜价的走势相比，认为目前铜价上涨已来到缺口+通胀为核心驱动力的新阶段，综合流动性、供需、库存因素，我们预计此轮铜价有望达到12,000美元/吨，且未来两年维持高位。江西铜业作为内地铜行业龙头，规模优势保障风险抵御能力，随着产量持续增长叠加铜价突破近八年新高，公司盈利能力改善可期。
- **福莱特玻璃 (6865 HK)** – 2月5日，公司于收盘后公布建议发行不超过7,600万H股新股，占扩大后总股权3.4%，因此股权稀释的影响不大，在早前获得众多新订单合同下公司需要扩大产能，此举有助公司降低财务负担。继12月与晶科能源 (JKS US) 签订逾百亿合同后，公司1月21日收盘后宣布与东方日升 (300118 CH) 签订新的89亿元人民币太阳能玻璃销售合同，东方日升是截至2019年出货量第七大太阳能模块生产商。加上之前与隆基 (601012 CH) 的合同，我们估计这三份合同的销量将占公司在2021-23年总发货量的40-50%，这将有助于确保公司未来的销售表现。我们维持2021年太阳能玻璃的供应相对紧张的预测，长期需求则仍然强劲。虽然价格方面可能会正常化，而长期有更多的新供应，但我们预计公司2019-22年每股盈利年均复合增长率为69.5%，有效产能年均复合增长率为37.4%。

- **赣锋锂业 (1772 HK)** – 2021年新能源汽车补贴政策平稳落地，特斯拉国产Model Y定价好于预期，新能源汽车产业链高景气行情预计持续。在下游采购需求持续走强拉动下，锂相关原材料价格预计继续上行。近期伴随国内锂价的持续上涨，全球锂市场均出现积极信号。企业资本支出和扩张计划重启验证行业拐点位置，锂优质供应产能进一步得到下游客户的重视。国内锂盐企业开始谋求原料供应的多元化验证了澳矿供应趋紧和不确定性增加的局势。我们判断在下游需求持续走强的拉动下，锂价有望继续上涨。2月26日公司公布2020年业绩预增，净利润同比大增175.2%，主因期内公司锂盐产品产销量同比增长及持有的Pilbara等金融资产公允价值变动收益增加。当前锂行业拐点已至，公司凭借产能优势和完善的资源端布局有望成为锂价上涨行情中最受益的标的，业绩改善预计加速。
- **永利澳门 (1128 HK)** – 澳门政府于2月6日下午接收首批10万剂由内地国药生产的新冠病毒灭活疫苗，并已开始为市民接种。我们认为澳门博彩业务下降周期已接近尾声，行业复苏的预期将再重新调整，而当中高端中场业务将率先复苏。受高端中场业务提振，永利澳门去年四季度业绩优于预期，物业税息折旧摊销前利润转亏为盈至3.08亿港元。我们有信心永利可以将重心转移到高端中场上，仍建议关注。
- **比亚迪 (1211 HK)** – 2021年1月公司新能源汽车销售2.0万辆，环比下跌30%，同比大增183%。旗舰车型“汉”销量持续破万。1月11日，公司发布第四代DM-i插混平台及三款DM-i车型(秦PLUS、宋PLUS、唐)，新车型凭借多项核心动力技术实现超低油耗、超长续航、更低成本，在公司PHEV车型连续2年下滑后有望迎来高增长，推动公司电动销量迈向新台阶。公司1月21日上午发布H股发行配售完成公告，H股增发4.88%总股本净募资298亿港元，全球众多顶级长线、主权基金参与，为中国新能源汽车行业目前最大股权融资项目。预计募资投入电动、智能化方向，将继续加强公司电动化领先地位。公司2020年起供应链中性化战略稳步推进，比亚迪半导体、动力电池等先进电动零部件业务有望逐步兑现内在价值，资本持续赋能。
- **维达国际 (3331 HK)** – 浆价走强叠加河北疫情导致生活原纸出厂价持续上行，但头部品牌木浆备库锁定低成本，2021年上半年经营有望超预期，展望下半年及2022谨慎看好。行业需求稳定、量价齐升，虽有产能持续投放及浆价持续上涨压力，但头部纸企有望以产品高端化升级与新兴渠道布局穿越产能周期及浆价周期。因此，建议关注线上渠道占比最高，且持续推进品牌高端化的维达国际。维达2020年四季度收入反弹超预期，虽然广告促销成本高于预期，但我们认为这是巩固市场领先地位的正确策略。在2020年实现纪录新高的经营利润率后，公司在生产效率提高、产品结构持续改善、低价纸浆库存多于平常以及广告促销成本控制得更好下，2021年盈利能力可能更高。

每月精选：中长线个股推荐

风险等级: 1

中长线个股推荐^													
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)	潜在涨幅 (%)	市盈率(倍)		PEG(倍)	市净率(倍)	息率(%)	一週涨跌 (%)	推荐后涨跌 (%)
							20E	21E	19-21E	20E	20E		
腾讯控股 (700 HK)	18/11/19	科技	38,391	662.50	910.00	37.4	42.5	34.3	1.9	9.3	0.2	(10.6)	107.0
吉利汽车 (175 HK)	12/05/20	汽车	1,447	25.20	30.00	19.0	27.9	19.3	1.8	3.1	1.0	(13.8)	92.7
中联重科 (1157 HK)	05/05/20	机械	186	11.82	14.14@	19.6	11.1	9.6	0.5	1.7	3.9	(8.9)	87.9
香港交易所 (388 HK)	27/05/20	交易所	5,996	473.20	620.00	31.0	51.9	40.9	2.6	12.3	1.7	(16.5)	73.7
安踏体育 (2020 HK)	13/10/20	体育	1,240	119.00	156.00	31.1	51.8	34.7	2.3	11.1	0.6	(17.2)	36.0
阿里巴巴 (9988 HK)*	26/11/19	科技	34,286	232.40	317.37@	36.6	29.7	20.9	1.1	4.9	0.0	(9.6)	32.0
京东集团 (9618 HK)	13/10/20	科技	6,763	360.00	446.85@	24.1	43.8	33.0	NA	6.7	0.0	(12.3)	13.6
领展 (823 HK)*	04/01/21	REIT	1,522	73.20	79.87@	9.1	25.6	24.4	1.0	1.0	3.9	4.3	3.7

资料来源：彭博、中信证券 截至26/2/2021 *年化 @彭博综合预测

- 腾讯控股 (700 HK)** – 我们认为腾讯在游戏、广告及支付业务仍有较大提升空间。游戏端，竞技类游戏支撑游戏业务增长基本盘，新游戏储备丰富贡献增长弹性。社交网络业务中，直播、长视频、音乐等业务有望迎来付费率和平均每付费用户收入 (ARPPU) 提升。广告端，流量+价格改善驱动社交广告增长，片单强大+需求端复苏带动媒体广告复苏。微信交易生态驱动金融业务持续增长，同时企业服务盈利能力有望持续提升。展望2020年4季度及2021年，公司各业务线均有良好的增长逻辑，有望维持强劲增长趋势。公司将于3月24日公布2020年四季度业绩，预测2020年4季度公司营收可达1,348.04亿元，同比增长27.5%；Non-GAAP归母净利润达352.78亿元，同比增长38.4%。我们持续看好腾讯作为国内互联网巨头的成长性和盈利能力，建议关注。

每月精选：中长线个股推荐

 风险等级: 1

- **吉利汽车 (175 HK)** – 吉利与沃尔沃整合计划初步落地，双方动力总成业务将进行股权合并，吉利汽车有望长期受益于公司资本运作。沃尔沃与吉利在电动平台上高度协同，沃尔沃电动化进程已率先提速，是欧洲大车企中电动化转型最为顺利的车企，并预期2025年纯电车型达到50%。预计吉利汽车在启用SEA架构后，有望在电动化战略上同沃尔沃形成更大的共振，并加大其在电动产业链的成本控制优势，实现电动化转型在速度和盈利端的平衡。
- **中联重科 (1157 HK)** – 跟据中国工程机械工业协会数据，2021年1月内地挖掘机销量同比大增97.2%，高景气延续。公司2020年三季度实现净利润16.68亿元，同比增长84.61%，增速创下新高并领跑行业，公司指盈利增长主要是因为主营业务增长强劲、竞争力进一步提升以及成本控制持续优化。我们认为中联重科现时定位良好，因其专注于后周期机械设备。而挖掘机和高空作业平台的业务扩展应成为短期的增长驱动力。此外，由于规模效益及销售组合将转向高利润产品，我们预计利润率将持续扩张。
- **香港交易所 (388 HK)** – 2月24日港府在其财政预算案中表示，决定提交法案，将股票印花税税率自0.1%提升至0.13%，由于香港双边征收股票印花税，不考虑券商佣金，预计税率调整提升投资者交易成本~26%。由于港府此前未与港交所进行过协商，市场对此完全无预期，负面情绪需要时间消化。我们认为，港交所与美股市场相比，本身交易成本就偏高，对高频程序交易并不友好，换手率偏低，预计高频交易在市场内占比~10+%，影响有限。公司2020年归母净利润115亿港元，同比增长23%。新经济成为融资及ADT提升的主要贡献方，头部公司带动效应明显，ADT有望维持高位。MSCI A股股指期货有望落地，中长期看成长路径清晰。印花税率调升超市场预期，但并不改变公司基本面投资逻辑。
- **安踏体育 (2020 HK)** – FILA品牌零售额2020年四季度同比增长25%至30% (2020Q1/Q2/Q3同比中单位数下降/低双位数增长/20%~25%)；安踏品牌零售额四季度低单位数增长 (2020Q1/Q2/Q3下降20%~25%/低单位数下降/低单位数增长)；Descente销售额增长超过80%。持续改善的四季度经营结果强化验证公司绝对龙头实力，同时直面消费者 (DTC) 模式稳步推进。海外业务成功经历二次疫情考验，Amer海外门店如期恢复经营，现金流状况良好。长期看，公司通过积极的库存清理和费用控制有望在2021年初率先回归健康的库存和折扣水平，盈利和估值有望继续改善，从而稳步回归迈向全球多品牌运动龙头轨道，建议关注。

每月精选：中长线个股推荐

 风险等级: 1

- **阿里巴巴 (9988 HK)** – 公司发布2021财年三季度 (截至去年12月) 业绩, Non-GAAP净利润592亿元, 同比增长27%。核心商业稳健增长, 新增年活消费者2,200万, 天猫实物GMV同比增长19%, 客户服务收入同增20%, 新零售业务、本地生活业务稳步推进。云业务收入持续保持强劲增长, 单季度EBITA转正。公司仍将持续加码投入新业务, 强化中长期竞争力。信息流、特价版等新投资领域本季度表现强劲。尽管短期受监管等因素影响估值可能受到压制, 但我们依然看好公司长期数字科技价值, 仍建议关注。
- **京东集团 (9618 HK)** – 2月7日反垄断指南落地, 文件的部分条款, 如低价补贴、大数据杀熟等条款, 相对有所放松, 但整体来看文件基调仍然趋严。值得注意的是, 政策的重点在于规范行业发展而非遏制创新, 我们预期监管更多是推动平台公司改进业务规则和产品服务等, 不改其长期市场地位和投资价值。中长期看, 京东成长飞轮运转良好, 物流配送优势的用户心智在疫情后进一步强化, 行业低线升级的增长主线亦契合公司品质电商定位。公司分拆京东健康 (6618 HK) 上市认购反应热烈, 除了京东健康, 未来亦有多个潜在分拆上市的计划, 京东物流已向港交所提交上市申请表格, 将增厚公司内涵价值。
- **领展 (823 HK)** – 香港零售市道受前年的社会事件以及去年的新冠疫情严重打击, 但最坏情况预期即将过去, 随着香港社会气氛缓和, 疫苗可望在今年中广泛接种, 相信香港零售市场会在今年开始强劲复苏, 或出现「报复性消费」, 本地收租股有望走出谷底。领展的物业组合具防守性, 公司目前的股息收益率为3.9%具吸引力, 预期复苏早期将由本地消费率先带动, 领展为我们行业首选。

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本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。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

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2021版权所有。保留一切权利。