



暴跌后的港股市场如何选股？

- 随着疫情在全球蔓延，全球资本市场出现史诗级暴跌，港股市场也同样受到冲击。在全球市场暴跌的带动下，港股市场估值已经跌至极低水平。恒生指数、恒生国企指数的市净率分别处于 1998 年以来新低、持平 2000 年以来新低。考虑到极低的估值水平，虽然全球的疫情走势、持续时间、药物研发进度等依然有较大不确定性，但长期投资者已经可以开始密切关注港股市场。
- 我们秉持着“退可守”、“进可攻”的原则，通过：1) 净现金的市值占比、2) 市净率 PB 的历史百分位、3) 股息率的绝对高低、4) 2020 年的 YTD 股价跌幅、5) 资本回报率 ROIC 长期平均水平高低 等五项标准对港股市值超过 30 亿港元的 667 家公司进行排序，甄选出其中“低估值”、“高质量”的企业。
- 虽然在整体权重中，“低估值”的占比较高，但最终排名前列的公司仍有大量的大消费、TMT、医疗健康等“新经济”企业。这主要得益于设置了 ROIC 的长期均值这一指标，将不少低估值但缺乏长期竞争力的企业排到在后列，令我们能够尽可能在“低估值”与“高质量”之间取得平衡。
- 由于疫情的冲击虽然是全面性的，但对各行各业的影响却大相径庭，落地到个股层面，即使归属于相同行业，不同个股的供需韧性也会存在分化，这就要求我们需要在排序名单的基础上进行自下而上的梳理，我们的行业研究员基于基本面，从综合得分前 200 名（主要分布于前 150 名）中挑选出一批需要重点关注的个股。

综合得分排名前 200 的公司行业分类

板块	公司数量	数量占比
可选消费品	63	31.5%
工业	29	14.5%
地产业	19	9.5%
金融	18	9.0%
医疗保健	18	9.0%
信息技术	18	9.0%
基础材料	12	6.0%
电信服务	8	4.0%
必选消费品	7	3.5%
公用事业	5	2.5%
能源	3	1.5%

资料来源：Bloomberg、浦银国际

蔡瑞, CFA

策略分析师
 carl_cai@spdbi.com
 (852) 2808 6437

黄国威

金融分析师
 william_wong@spdbi.com
 (852) 2808 6435

朱倩岚

医疗分析师
 vicky_zhu@spdbi.com
 (852) 2808 6439

林琰

研究部主管
 sharon_lam@spdbi.com
 (852) 2808 6438

2020 年 4 月 3 日

目录

自上而下选取优质且低估值的个股	3
港股市场的估值已经处于极低水平	3
量化选股，甄选优质且低估值的公司	3
综合得分排名前 200 的公司	9
消费行业	14
特步国际 (1368.HK)	14
安踏体育 (2020.HK)	15
周黑鸭 (1458.HK)	16
呷哺呷哺 (520.HK)	17
申洲国际 (2313.HK)	18
互联网行业	19
IGG (799.HK)	19
阿里巴巴 (9988.HK)	20
教育行业	21
思考乐教育 (1769.HK)	21
民生教育 (1569.HK)	22
中国新华教育 (2779.HK)	23
金融行业	24
中信证券 (6030.HK)	24
恒生银行 (11.HK)	25
工商银行 (1398.HK)	26
港交所 (388.HK)	27
医药行业	28
锦欣生殖 (1951.HK)	28
国药控股 (1099.HK)	29
华润医疗 (1515.HK)	30
康哲药业 (867.HK)	31
绿叶制药 (2186.HK)	32
物业管理行业	33
时代邻里 (9928.HK)	33

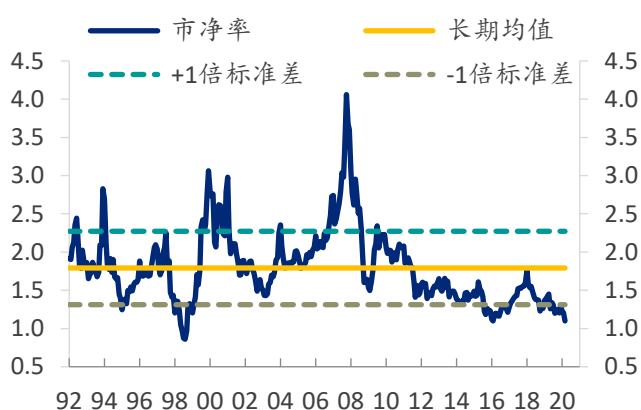
暴跌后的港股市场如何选股？

自上而下选取优质且低估值的个股

● 港股市场的估值已经处于极低水平

由于全球新冠疫情蔓延，全球股市遭遇大幅抛售，虽然港股市场一直是全球股市的价值洼地，但在全球股市史诗级暴跌之际，依然难以逃脱被抛售的命运。目前来看，恒生指数、恒生国企指数的估值已经处于极低水平（恒生指数市净率创下了1998年以来的最低水平，恒生国企指数则持平于至少2000年以来的最低水平），虽然全球的疫情走势、持续时间、药物等研发进度等依然具有高度不确定性，但港股市场整体的低估值已经值得投资人予以重点关注。

图表 1：恒生指数市净率



资料来源：Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 2：恒生国企指数市净率



资料来源：Factset、Bloomberg、浦银国际

● 量化选股，甄选优质且低估值的公司

基于此，我们对所有的港股上市公司进行了筛选。我们剔除了所有市值在30亿港元以下以及数据不全的公司（截至3月27日）。我们将筛选门槛设置为30亿港元。剔除30亿港元以下市值的公司，而非50亿港元以下，是因为港股通的最低门槛为50亿港元（“过去12个月平均月末流通市值不低于50亿港元的恒生综合小型股指数成分股”）。在30亿至50亿港元这一区间，上市公司有很强的动力通过回购等手段，将市值推至50亿港元以获得/保持其港股通的资格。

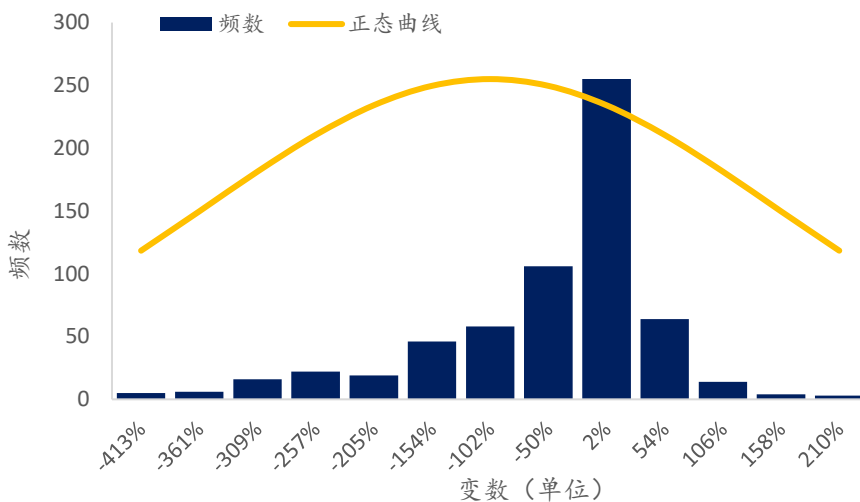
我们对股票的筛选标准基于两大原则：低估值和优质。低估值原则提供的是向下的防御，控制下行风险，即“退可守”；而优质原则提供的是长期的增长保证，即“进可攻”。我们制定筛选标准时尽可能做到“退可守”、“进可攻”。基于以上两大原则，我们设定了五大具体指标：

- 1. 净现金的市值占比。**即最新的资产负债表中，现金减去所有债务（短期债务加长期债务），所得差值（即净现金）占市值比重。由于当前的疫情令全球多地的经济“暂停”，本质上相当于全球企业的“现金流冲击”，出于审慎原则，我们采取了最保守的假设，假设企业仅仅依赖存量现金维持运营。因此其净现金相对于市值比例越高，其安全垫相对越大，相

$$\frac{(\text{现金} - \text{短期债务} - \text{长期债务})}{\text{当前市值}} = \text{净现金的市值占比}$$

对而言，越可能被低估。共有 235 家公司其净现金为正值（即现金大于总债务），整体分布呈现左偏态，这意味着大部分的公司可以依靠其现金去维持债务可持续性，但有部分公司的现金相比债务的缺口较大，如果正常的销售活动受阻，那么其债务可持续性存疑。

图表 3：港股净现金的市值占比分布



资料来源：Factset、Bloomberg、浦银国际

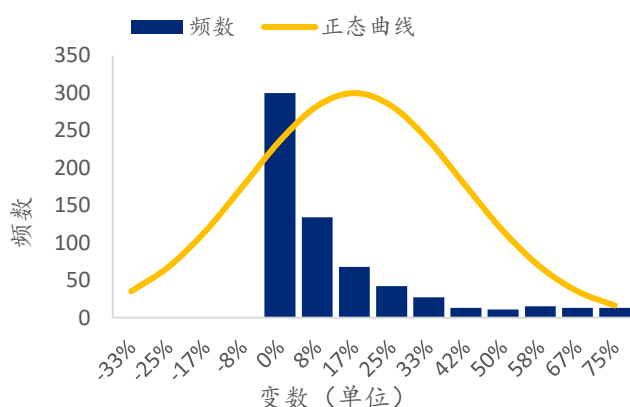
- 2. 市净率 (PB) 的历史百分位。**由于盈利的波动极大，而且大量企业盈利可能为负值，因此，如果使用市盈率就显得不合时宜。此时估值更适合使用市净率，而且市净率更容易反映其在清算视角下的公司价值如何。需要强调的是，不宜用 PB 的绝对数值进行比较，因为各行业的商业本质不一样，因此 PB 差别极大（例如重资产行业的能源和地产 vs 轻资产行业的互联网公司，尤其是银行股 PB 长期处于低位）。因此，我们使用各公司的市净率百分位（与公司自身历史数据比较）更有可比性。在此

我们计算了各股票 2000 年以来（若 2000 年以后上市，则以上市日开始计算）的市净率百分位，百分位越低，表示其相对越便宜。

$$\frac{\text{当前市值}}{\text{账面价值}} = \text{市净率}$$

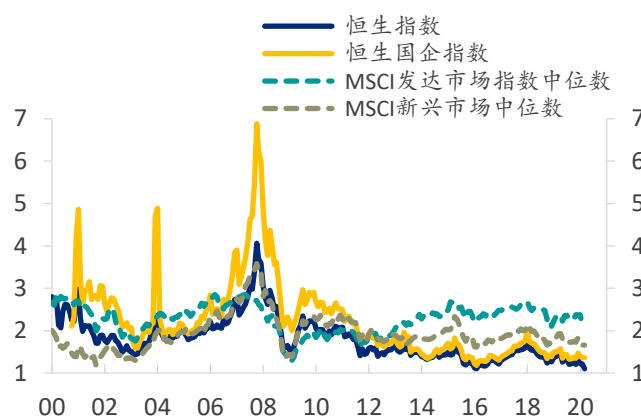
我们计算的样本中，市净率百分位的中位数为 5.5%，这表示港股整体的估值中枢在长期来看都属于历史极低的水平，这也是港股整体处于估值低位水平的另一佐证。考虑到全球市场普遍大幅下挫，全球股市的估值中枢都已经大幅下移，我们横向比较了 MSCI 发达市场、MSCI 新兴市场的成分股市净率 PB 的中位数，同样可以发现港股属于明显偏低的水平。

图表 4：港股市净率历史百分位分布



资料来源：Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 5：港股市净率 vs 全球



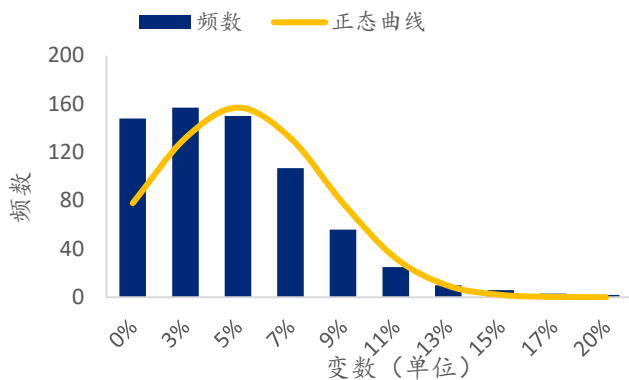
资料来源：Factset、Bloomberg、浦银国际

- 股息率的绝对高低。**港股中，不少公司由于公司治理的问题，估值长期持续低迷，而由于股权集中，中小股东很难将公司被长期低估的价值释放出来。因此，股息就显得极其重要，中小股东可以通过公司的股息发放将公司价值逐步兑现。另外，在当前的全球流动性极其宽松、存在大量负利率债券的大背景下，高股息率的个股很容易被视为“类债券”投资标的，更容易获得投资人青睐。为了防止公司在某年股息激增令股息率扭曲，我们的股息率基于过去 3 年平均股息计算而得。

$$\frac{\text{过去 3 年平均股息}}{\text{现价}} = \text{股息率}$$

样本中的港股股息率中位数为 2.9%，虽然整体尚未像市净率 PB 一样接近极值水平，但当前股息率也同样属于历史高位水平。考虑到全球整体的低利率水平，目前的股息率依然具有较强吸引力。

图表 6: 港股股息率分布



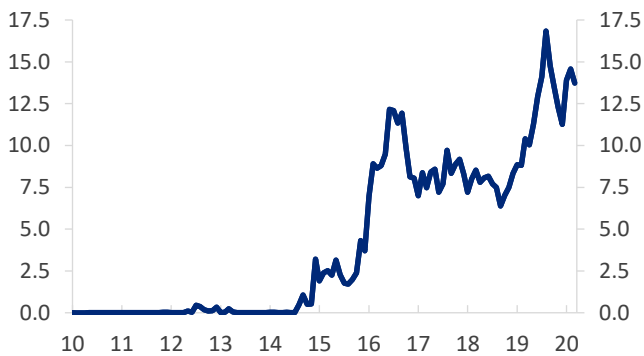
资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 7: 港股股息率



资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

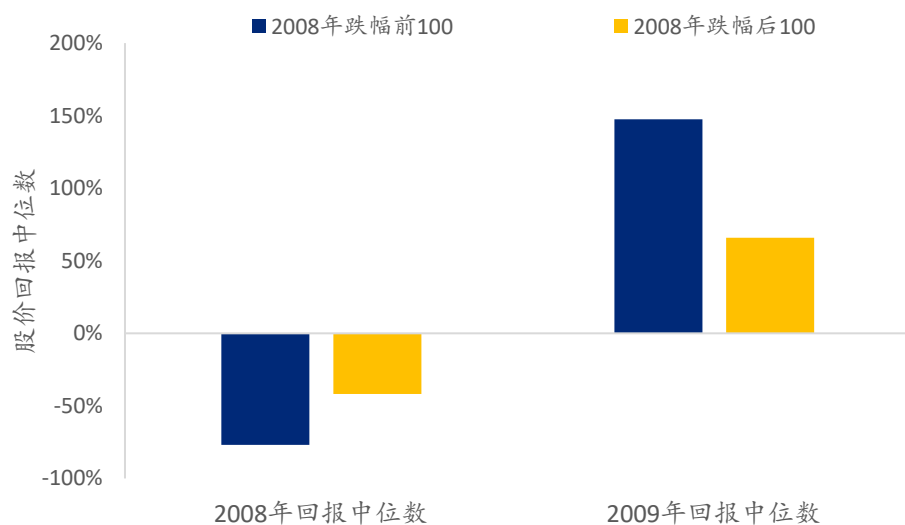
图表 8: 全球负利率债券市值 (万亿美元)



资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

4. **2020 年的 YTD 股价跌幅 (截至 3 月 26 日)**。通常情况下, 跌幅最大的股票, 空头仓位积聚, 市场情绪极度悲观。一旦反弹来临之际, 由于其仓位低、加上空头回补 (short covering) 叠加超跌情绪修复, 跌幅最大的股票通常反弹幅度也会最大。我们将筛选的 667 只股票, 计算其在 2008 年的跌幅, 取跌幅最多的前 100 名及跌幅最少的后 100 名, 不难发现 2008 年跌幅最大的正是 2009 年反弹幅度最大的 (涨幅中位数 147% vs 66%)。

图表 9：目前市值超过 30 亿港币的港股标的在 2008 年金融危机期间跌得越多反弹越厉害

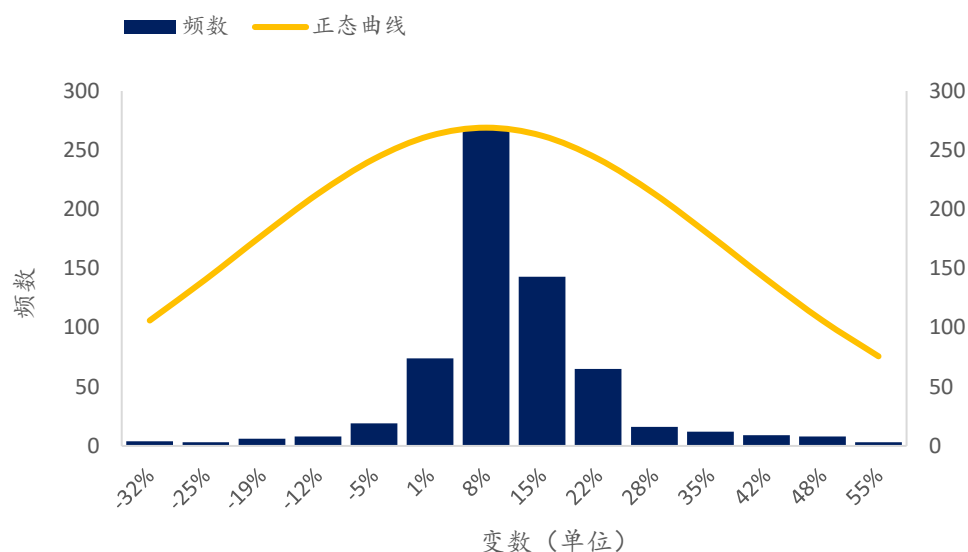


资料来源：Factset、Bloomberg、浦银国际

5. **资本回报率 (ROIC) 长期平均水平高低。**就股票投资人的角度而言，更偏好 ROE，但是 ROE 很容易受到资本结构的影响，即使回报很低，企业也可以通过大幅度提高财务杠杆来提高 ROE。而 ROIC 则相对不太受企业资本结构的影响，可以相对更好的反映出企业的经营状况，通常情况下，企业 ROIC 越高，表示其竞争力越强，护城河也越高。在此我们计算了港股公司的长期 ROIC 平均水平（60 个季度，包含了至少 4 个经济小周期，若不足 60 个季度则取其最长时段）。我们通过此标准来规避“估值陷阱”，避免选中一些长期估值低迷的劣质公司。在这里需要强调的是，ROIC 的分子通常为税后净营业利润 (NOPAT)，税后净利润需要在净利润的基础上做出调整，由于需要对超过 600 家公司进行比较，为了避免过多项目调整导致可比性降低，考虑到实际操作中净利润与税后净营业利润的差比较小，我们在这里直接使用了净利润作为分母。另外使用了权益加长期债务作为总资本。

$$\frac{\text{净利润}}{\text{权益} + \text{长期债务}} = \text{ROIC}$$

图表 10: 港股 ROIC 分布



资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

我们对市值 30 亿港币以上的 667 家港股上市公司按照上述指标依次进行排序，再根据权重值进行加权计算。

图表 11: 排名的分项指标及权重

指标	指标阐述	占比
净现金的市值占比	占比越大，排名越靠前	35%
市净率的历史百分位	与公司自身历史数据比较的百分位越低，排名越靠前	10%
股息率的绝对高低	股息率越高，排名越靠前	15%
2020 年的 YTD 跌幅	跌幅越大，排名越靠前	10%
资本回报率长期平均水平	绝对水平越高，排名越靠前	30%

资料来源: 浦银国际

在加权平均的基础上，我们对 667 家港股企业的综合得分进行了排序，虽然在整体权重中，“低估值”的占比较高，但最终排名前列的公司仍有大量的内生增长的“新经济”企业。此外，得益于设置了 ROIC 的长期均值这一指标，将不少低估值但缺乏长期竞争力的企业排到在后列，令我们能够尽可能在“低估值”与“高质量”之间取得平衡。我们建议，投资人重点关注排名前 200 名的公司。投资人可以在此名单，结合自下而上的视角从中挑选个股标的布局。

● 综合得分排名前 200 的公司

图表 12: 综合得分排名前 200 的公司

股票代码	公司名称	板块	市值(百万 港元)	净现金/市 值 排名	市净率 排名	股价跌 幅排名	股息率 排名	过去 ROIC 排名	综合 得分	排名 序号
3818.HK	中国动向	可选消费	3,869.6	41	18	215	2	35	59.1	1
2386.HK	中石化炼化工程	工业	13,815.4	10	179	73	98	68	62.55	2
1368.HK	特步国际	可选消费	5,900.3	68	46	19	66	83	62.75	3
581.HK	中国东方集团	基础材料	7,668.5	16	144	43	18	116	63.05	4
1829.HK	中国机械工程	工业	8,664.0	1	117	71	32	130	64.9	5
1234.HK	中国利郎	可选消费	5,484.5	72	35	146	26	40	65.2	6
3306.HK	江南布衣	可选消费	3,349.4	85	223	36	31	22	67.15	7
806.HK	惠理集团	金融	6,026.6	55	89	87	218	31	72.3	8
2877.HK	神威药业	医疗保健	4,408.4	19	27	226	109	124	91.35	9
178.HK	莎莎国际	可选消费	3,691.4	108	321	86	7	49	98.2	10
3983.HK	中海石油化学	基础材料	5,624.2	9	137	41	99	237	104	11
2606.HK	蓝光嘉宝服务	地产业	4,647.8	46	94	157	548	11	107.15	12
468.HK	纷美包装	基础材料	3,222.2	127	58	85	35	142	109.1	13
460.HK	四环医药	医疗保健	7,761.9	26	86	449	140	42	111.65	14
1316.HK	耐世特	可选消费	10,531.7	135	205	23	207	67	112	15
2138.HK	香港医思医疗集团	可选消费	3,300.7	246	26	34	132	32	116.6	16
6826.HK	昊海生科	医疗保健	5,202.0	79	206	29	407	81	117.6	17
883.HK	中国海洋石油	能源	341,553.4	144	141	21	106	133	118.15	18
2048.HK	易居企业控股	地产业	8,600.0	54	42	403	287	26	120.05	19
1458.HK	周黑鸭	必选消费	9,873.5	96	198	213	341	21	125.75	20
3709.HK	赢家时尚	可选消费	4,829.6	125	47	236	362	28	128.45	21
3808.HK	中国重汽	工业	35,616.8	40	274	235	340	63	129.55	22
819.HK	天能动力	可选消费	5,419.6	32	288	321	104	105	130.05	23
2038.HK	富智康集团	信息技术	7,464.7	45	176	26	40	333	141.15	24
358.HK	江西铜业	基础材料	24,827.8	42	95	72	349	247	144	25
3998.HK	波司登	可选消费	19,326.1	168	246	44	377	56	144.5	26
189.HK	东岳集团	基础材料	6,482.9	91	254	132	125	188	145.95	27
1970.HK	IMAX CHINA	电信服务	4,688.2	139	55	333	417	1	146.1	28
520.HK	呷哺呷哺	可选消费	6,854.7	103	447	33	345	88	146.6	29
3309.HK	希玛眼科	医疗保健	4,104.6	121	134	237	515	15	147.3	30
6889.HK	DYNAM JAPAN	可选消费	5,691.3	37	241	164	25	284	149.35	31
1382.HK	互太纺织	可选消费	5,512.0	163	541	144	8	55	150.05	32
1958.HK	北京汽车	可选消费	23,645.2	20	256	69	110	325	151.45	33
799.HK	IGG	电信服务	5,796.6	61	609	342	123	19	151.55	34
921.HK	海信家电	可选消费	9,430.1	47	612	316	184	30	152.45	35
590.HK	六福集团	可选消费	8,736.2	220	337	65	88	78	152.65	36
941.HK	中国移动	电信服务	1,148,675.5	74	62	408	166	144	153.1	37
811.HK	新华文轩	可选消费	5,934.8	23	297	341	90	191	155.2	38
3799.HK	达利食品	必选消费	71,346.3	114	81	471	309	23	156.45	39
2779.HK	中国新华教育	可选消费	3,490.6	65	307	312	356	72	157.45	40
1836.HK	九兴控股	可选消费	6,201.3	175	316	37	56	183	158.9	41
3918.HK	金界控股	可选消费	36,724.9	244	380	30	210	38	160.3	42
667.HK	中国东方教育	可选消费	28,927.7	104	214	308	548	7	160.9	43
303.HK	VTECH HOLDINGS	信息技术	14,188.6	191	574	168	47	27	162.25	44
1317.HK	枫叶教育	可选消费	7,098.4	63	353	187	288	161	162.5	45
1873.HK	维亚生物	医疗保健	5,950.5	99	135	374	548	12	162.65	46
576.HK	浙江沪杭甬	工业	22,497.3	39	426	163	68	252	163.1	47

股票代码	公司名称	行业	市值(百万 港元)	净现金/市 值 排名	市净率 排名	股价跌 幅排名	股息率 排名	过去 ROIC 排名	综合 得分	排名 序号
151.HK	中国旺旺	必选消费	68,780.2	159	245	205	316	70	163.5	48
388.HK	香港交易所	金融	291,838.8	28	398	489	370	24	167.15	49
1521.HK	方达控股	医疗保健	7,179.5	106	219	295	548	37	169.15	50
1585.HK	雅迪控股	可选消费	5,271.6	66	326	430	386	36	169.6	51
867.HK	康哲药业	医疗保健	20,438.6	236	225	170	299	34	170.7	52
1072.HK	东方电气	工业	11,851.4	6	178	307	454	199	171.05	53
3898.HK	中车时代电气	工业	27,036.0	131	87	329	383	98	171.6	54
1666.HK	同仁堂科技	医疗保健	7,748.7	62	391	269	313	134	172.65	55
517.HK	中远海运国际	工业	3,326.5	5	163	605	96	192	176	56
2238.HK	广汽集团	可选消费	82,208.8	92	251	357	243	139	176.85	57
1697.HK	山东国信	金融	3,447.5	84	387	385	14	168	177.65	58
2018.HK	瑞声科技	信息技术	48,581.7	292	338	22	253	44	177.8	59
1882.HK	海天国际	工业	23,333.5	82	535	233	326	104	180.95	60
3899.HK	中集安瑞科	工业	6,626.1	185	249	148	380	109	182.55	61
6138.HK	哈尔滨银行	金融	13,304.7	7	40	257	259	377	184	62
3606.HK	福耀玻璃	可选消费	43,098.1	216	275	147	157	153	186.75	63
1806.HK	汇付天下	信息技术	3,061.4	11	153	526	548	122	189.45	64
87001.HK	汇贤产业信托	地产业	13,743.0	364	1	52	20	174	189.5	65
3969.HK	中国通号	信息技术	39,076.4	57	210	394	352	181	189.55	66
6055.HK	中烟香港	可选消费	10,375.2	189	59	249	548	85	189.7	67
341.HK	大家乐集团	可选消费	7,795.4	176	532	160	79	145	190.2	68
2727.HK	上海电气	工业	29,587.3	17	109	221	390	344	192.2	69
3339.HK	中国龙工	工业	9,159.4	88	317	484	191	132	193.8	70
1888.HK	建滔积层板	信息技术	22,183.2	222	418	189	22	146	193.85	71
6198.HK	青岛港	工业	50,743.9	120	257	287	240	197	193.85	72
1766.HK	中国中车	工业	112,499.6	195	88	104	205	269	193.85	73
425.HK	敏实集团	可选消费	22,432.6	224	371	127	275	108	194.45	74
1576.HK	齐鲁高速	工业	3,300.0	49	435	478	57	190	195.05	75
285.HK	比亚迪电子	信息技术	27,353.8	157	278	317	448	69	195.8	76
2232.HK	晶苑国际	可选消费	6,779.7	279	217	179	181	112	197.9	77
1336.HK	新华保险	金融	74,713.2	266	102	139	368	127	199.05	78
2282.HK	美高梅中国	可选消费	31,238.1	393	20	48	363	54	199.25	79
3613.HK	同仁堂国药	医疗保健	9,861.0	100	127	576	432	76	200.1	80
1558.HK	东阳光药	医疗保健	15,440.6	101	560	251	423	96	200.1	81
546.HK	阜丰集团	基础材料	6,232.8	336	247	143	117	84	200.65	82
1763.HK	中国同辐	医疗保健	6,052.0	58	467	468	428	73	201.9	83
1169.HK	海尔电器	可选消费	55,937.2	59	485	334	467	125	203.45	84
973.HK	L'OCCITANE	必选消费	16,948.1	349	1	38	393	121	203.55	85
522.HK	ASM PACIFIC	信息技术	30,229.7	291	373	97	324	59	203.8	86
440.HK	大新金融	金融	7,062.6	86	22	145	127	458	204.15	87
696.HK	中国民航信息网络	信息技术	42,020.4	98	457	199	410	178	204.25	88
2313.HK	申洲国际	可选消费	122,286.9	183	620	137	411	60	205.7	89
6.HK	电能实业	公用事业	97,535.7	229	237	285	6	198	206.6	90
2186.HK	绿叶制药	医疗保健	14,226.9	204	119	206	437	164	207.1	91
2333.HK	长城汽车	可选消费	44,267.3	251	270	388	111	77	207.25	92
71.HK	美丽华酒店	可选消费	8,485.0	35	393	250	208	327	207.95	93
1398.HK	工商银行	金融	1,885,388.3	113	43	448	177	266	208.55	94
511.HK	电视广播	电信服务	3,946.4	335	124	172	36	173	210.95	95
308.HK	香港中旅	可选消费	5,370.5	43	32	115	124	547	212	96
1727.HK	河北建设	工业	8,243.3	94	472	537	280	80	212.65	97
338.HK	上海石化	基础材料	20,024.0	27	439	263	11	396	212.7	98

股票代码	公司名称	行业	市值(百万 港元)	净现金/市 值 排名	市净率 排名	股价跌 幅排名	股息率 排名	过去 ROIC 排名	综合 得分	排名 序号
3692.HK	翰森制药	医疗保健	149,925.0	165	145	571	548	5	214.2	99
83.HK	信和置业	地产业	62,700.1	38	345	281	152	369	215.85	100
880.HK	澳博控股	可选消费	38,708.1	258	306	223	276	113	215.85	101
1617.HK	南方通信	信息技术	3,572.8	166	555	154	412	129	216.6	102
1929.HK	周大福	可选消费	55,400.0	342	339	182	21	114	217.2	103
315.HK	数码通电讯	电信服务	5,047.6	239	282	192	23	249	217.65	104
564.HK	郑煤机	工业	5,266.7	297	125	186	404	110	217.75	105
1385.HK	上海复旦	信息技术	3,430.8	138	461	103	548	177	217.75	106
1951.HK	锦欣生殖	医疗保健	19,607.7	118	197	241	548	224	219.15	107
9928.HK	时代邻里	工业	5,479.3	112	294	642	507	16	220.4	108
11.HK	恒生银行	金融	257,142.5	288	181	373	173	99	221.85	109
489.HK	东风集团股份	可选消费	46,182.4	395	118	166	129	117	222.95	110
1548.HK	金斯瑞生物科技	医疗保健	22,023.4	122	494	61	547	230	224.95	111
6886.HK	华泰证券	金融	101,295.4	3	191	315	247	443	225	112
1999.HK	敏华控股	可选消费	16,160.7	322	475	212	204	48	226.8	113
6030.HK	中信证券	金融	175,452.9	53	362	325	305	311	227.3	114
1769.HK	思考乐教育	可选消费	5,690.4	208	190	531	548	10	229.25	115
2020.HK	安踏体育	可选消费	157,832.9	234	328	381	439	47	229.85	116
1448.HK	白云山	医疗保健	15,429.8	128	264	592	481	75	230.6	117
1308.HK	海丰国际	工业	19,549.6	248	493	216	202	160	236.7	118
1785.HK	成都高速	工业	3,146.6	115	192	499	71	320	237.4	119
525.HK	广深铁路	工业	11,687.8	116	106	59	180	534	238.25	120
2869.HK	舜宇光学科技	信息技术	24,643.6	156	419	595	499	9	238.35	121
1913.HK	普拉达	可选消费	58,597.0	386	286	134	194	119	238.9	122
175.HK	吉利汽车	可选消费	110,261.9	152	664	259	421	128	238.95	123
659.HK	新创建集团	工业	31,132.7	201	477	161	53	306	239.3	124
168.HK	青岛啤酒	必选消费	53,701.6	73	542	204	466	275	239.45	125
1387.HK	中国地利	地产业	9,749.3	160	356	129	548	246	239.55	126
1778.HK	彩生活	地产业	4,766.2	400	112	245	255	89	240.15	127
2356.HK	大新银行集团	金融	9,840.3	203	75	79	137	454	240.3	128
6088.HK	鸿腾精密科技	信息技术	12,389.3	369	101	122	312	176	241.55	129
1128.HK	永利澳门	可选消费	65,578.4	385	561	54	274	51	241.65	130
1088.HK	福寿园	可选消费	275,271.8	238	138	398	165	228	241.7	131
302.HK	中手游	电信服务	6,827.3	210	236	513	548	43	241.75	132
1860.HK	汇量科技	电信服务	5,191.5	177	310	591	548	18	241.8	133
2236.HK	WING ON CO	可选消费	3,381.2	81	296	571	535	152	242.7	134
3308.HK	金鹰商贸集团	可选消费	13,096.5	334	1	467	221	115	243.65	135
289.HK	宝新金融	信息技术	5,773.8	34	519	485	227	286	245.05	136
1658.HK	中国光大绿色环保	公用事业	404,342.7	2	379	512	293	336	245.5	137
551.HK	裕元集团	可选消费	18,097.4	413	196	7	19	264	246.3	138
1478.HK	丘钛科技	可选消费	10,139.5	331	537	92	514	39	246.45	139
6066.HK	惠生工程	能源	46,642.9	36	573	475	292	255	246.85	140
1907.HK	中国旭阳集团	基础材料	9,366.1	416	1	446	73	90	246.9	141
88.HK	天虹纺织	可选消费	3,235.9	13	547	347	131	413	248.3	142
874.HK	碧桂园	地产业	33,247.4	109	506	219	435	278	248.5	143
258.HK	招商局港口	工业	3,390.2	14	442	455	4	436	248.55	144
823.HK	领展房产基金	地产业	137,673.5	318	188	319	271	147	249.15	145
386.HK	中国石化	能源	441,909.9	237	104	242	27	392	249.95	146
1817.HK	慕尚集团控股	可选消费	6,441.0	324	110	438	548	17	250	147

股票代码	公司名称	行业	市值(百万港元)	净现金/市值排名	市净率排名	股价跌幅排名	股息率排名	过去 ROIC 排名	综合得分	排名序号
32.HK	湾区发展	工业	4,136.8	15	465	486	307	316	250.15	148
6098.HK	澳优	必选消费	80,089.3	147	484	624	509	20	250.35	149
1717.HK	威华达控股	金融	18,429.4	193	323	585	472	53	250.7	150
1282.HK	中金公司	金融	7,744.7	124	319	423	460	220	250.75	151
1755.HK	首钢资源	基础材料	11,306.1	133	614	626	495	4	252.55	152
3836.HK	中国再保险	金融	5,114.3	309	255	364	344	101	252.95	153
1515.HK	华润医疗	医疗保健	4,219.8	50	70	176	333	563	253.1	154
1928.HK	金沙中国有限公司	可选消费	245,090.6	299	598	158	115	182	254.25	155
639.HK	鹰普精密	工业	7,210.5	30	150	310	34	597	254.5	156
9909.HK	小米集团	信息技术	6,811.6	70	600	621	415	118	254.55	157
6049.HK	香港中华煤气	公用事业	35,551.6	187	330	650	548	13	254.65	158
1513.HK	中国通信服务	工业	25,028.8	107	530	619	295	141	255.1	159
552.HK	中国人保	金融	37,677.5	33	410	528	337	299	255.15	160
2382.HK	陈唱国际	可选消费	120,105.1	235	540	323	512	65	255.4	161
1122.HK	九龙仓集团	地产业	3,599.3	4	544	208	15	557	255.6	162
62.HK	载通	工业	7,410.3	290	93	340	94	283	256.1	163
382.HK	阳光房地产基金	地产业	4,185.5	87	549	538	532	123	256.15	164
135.HK	昆仑能源	公用事业	36,453.5	406	273	28	196	211	256.5	165
1099.HK	国药控股	医疗保健	57,096.6	437	82	45	290	200	256.9	166
2007.HK	中国宏桥	基础材料	191,033.2	412	50	128	252	215	258.1	167
1158.HK	H&H 国际控股	必选消费	3,774.4	381	1	428	310	100	258.65	168
3798.HK	维珍妮	可选消费	3,306.6	145	629	600	548	2	259.05	169
1112.HK	和谐汽车	可选消费	16,797.8	347	258	309	506	52	259.8	170
6862.HK	宝龙商业	地产业	165,360.0	240	361	569	531	6	260.35	171
1810.HK	中国太保	金融	247,372.8	117	645	532	548	71	261.35	172
1743.HK	中汇集团	可选消费	3,423.3	137	659	667	409	25	262.3	173
3908.HK	信义光能	信息技术	55,132.5	8	128	382	476	473	262.4	174
1113.HK	长实集团	地产业	143,857.9	353	139	105	216	293	262.7	175
1568.HK	华虹半导体	信息技术	7,661.6	227	451	534	388	66	263.25	176
1628.HK	禹洲地产	地产业	16,239.0	397	298	153	67	217	263.5	177
26.HK	周生生	可选消费	5,165.1	29	548	539	121	355	264.4	178
6837.HK	庆铃汽车股份	可选消费	83,157.3	340	221	256	232	207	264.8	179
636.HK	嘉里物流	工业	15,492.2	338	83	84	392	289	265.1	180
179.HK	中国宏泰发展	地产业	10,721.2	365	63	88	245	317	266.85	181
992.HK	绿城服务	工业	47,338.3	361	240	196	114	253	267.05	182
1347.HK	利福国际	可选消费	18,022.9	51	550	265	396	388	268.6	183
2686.HK	伟能集团	工业	3,834.7	44	331	377	379	419	268.65	184
6166.HK	联想集团	信息技术	4,425.3	462	37	426	151	82	269	185
1569.HK	民生教育	可选消费	4,459.7	197	238	291	548	260	269.2	186
968.HK	景业名邦集团	地产业	35,237.4	315	454	267	317	140	269.4	187
1890.HK	万邦投资	地产业	7,683.1	151	611	587	364	107	270.5	188
312.HK	华兴资本控股	金融	3,041.0	119	329	207	494	387	271.1	189
2328.HK	亚洲水泥(中国)	基础材料	161,482.5	321	149	230	270	277	271.85	190
9988.HK	阿里巴巴	可选消费	3,856,685.5	184	604	425	548	95	271.85	191
1911.HK	国泰君安	金融	5,876.1	18	19	152	548	621	272.1	192
3662.HK	海港企业	地产业	4,887.7	198	594	629	484	3	272.35	193
1809.HK	中华汽车	地产业	4,762.5	174	539	518	314	163	272.8	194
1378.HK	中国宏桥	基础材料	27,426.7	528	116	95	172	150	272.85	195
1093.HK	BRILLIANCE CHI	可选消费	99,746.0	186	399	416	490	189	273.1	196
1038.HK	长江基建集团	公用事业	99,272.8	370	283	131	144	271	273.15	197
215.HK	家乡互动	电信服务	5,927.5	22	613	253	102	521	273.45	198
622.HK	富力地产	地产业	3,080.2	21	512	12	338	600	274.15	199
693.HK	开元酒店	可选消费	3,583.7	126	269	375	148	442	274.65	200

资料来源: FactSet、Bloomberg、浦银国际

排名中我们不难发现，大消费、TMT、医疗保健等“新经济”行业合计占比近六成。这意味着我们相对更容易在内生增长的“新经济”板块中找到相对低估值且高质量的公司，而工业、金融、地产、能源等传统的“旧经济”虽然整体估值呈现低估，但相比“新经济”板块，找到兼具“低估值”与“高质量”的公司难度相对较大。这也是我们此时更需要关注“新经济”板块的原因之一。

图表 13：排名前 200 的公司行业分类

板块	公司数量	数量占比
可选消费品	63	31.5%
工业	29	14.5%
地产业	19	9.5%
金融	18	9.0%
医疗保健	18	9.0%
信息技术	18	9.0%
基础材料	12	6.0%
电信服务	8	4.0%
必选消费品	7	3.5%
公用事业	5	2.5%
能源	3	1.5%

资料来源：Bloomberg、浦银国际

由于疫情的冲击是供应和需求的双重冲击，从自上而下的角度来看各大板块所受的影响冲击有所侧重：

- **需求端所受冲击更大的：**消费、服务类、交通类、能源类
- **供应端所受冲击更大的：**特别是产业链受海外影响的医药企业、汽车制造业、半导体制造等

但需要强调的是，即使归属于同样板块的不同个股，疫情对个股的具体影响很可能显著不同：

- 对于需求冲击更大的行业而言，价格趋于下行，如果再叠加具体个股供应受限，这样对个股的盈利冲击最大；
- 对于供应冲击更大的标的，价格趋于上行，如果个股的供应受冲击较小，甚至还可以加产能，那么个股的盈利反而可能出现量价齐升。

在这种情况下，我们认为，除了自上而下的筛选，尤其需要从自下而上对投资标的的需求、供应端进行梳理，寻找在疫情冲击下供需都具有韧性甚至还能受益的投资标的。

在通过量化标准自下而上筛选的基础上，我们结合行业研究员自下而上的基本面研究，从排名前 30% 的前 200 名（绝大部分位于前 150）中挑选出一批值得重点关注的公司：

消费行业

特步国际 (1368.HK)

特步创建于1999年，目前是中国本土第三大体育用品公司，特步品牌在中国市场位列第六(前五为阿迪达斯、耐克、安踏、李宁、斯凯奇)。2019年，特步通过合资企业和收购方式，纳入四个新品牌—帕拉丁 Palladium、盖世威 K-Swiss、索康尼 Saucony 和迈乐 Merrell，从单品牌公司晋升为多品牌体育用品公司。特步创始人丁水波家族持有公司 54% 股权，员工股份奖励计划 3%，公众股东 43%。特步于 2008 年 6 月在香港首次公开上市，首次公开募股价为 4.05 港元。特步目前是 MSCI 中国小型指数、恒生综合指数系列和深港通成分股。今年首季，特步股价蒸发 38%。

股价催化剂

- 零售折扣于第三季度回到正常水平(7-75 折；现在 55-65 折)，库存按预期下降并恢复至 4-4.5 个月(现高出 1-2 个月)。
- 特步服装线收入增幅强于预期(2019 年特步服装收入同比增长 43%，大大高于鞋履 7% 增幅)。
- 国内疫情趋于平静，各类马拉松正常举行，利好特步专业跑鞋系列。

投资风险

- 体育行业为清库存而出现价格战并较预期持久，拖累公司收入和利润率。
- 对经销商的支持和补贴力度大于预期，影响公司现金流。
- Palladium, K-Swiss 和 Saucony 等新品牌业务整合和开拓较预期困难，未能向投资者证明公司运营多品牌的能力，特步估值继续承压。

图表 14：特步主要部分指标 2015-19

百万人民币	2015	2016	2017	2018	2019
收入	5,295	5,397	5,113	6,383	8,183
收入增幅	10.8%	1.9%	-5.2%	24.8%	28.2%
核心运营利润	776	818	566	849	926
核心运营利润率	14.7%	15.2%	11.1%	13.3%	11.3%
净利润	623	528	408	657	728
稀释后每股收益(人民币)	0.29	0.24	0.18	0.30	0.30
每股股息(人民币)	0.17	0.14	0.19	0.18	0.18
经营活动净现金	787	346	558	154	778
现金及现金等价物	3,607	2,847	3,832	3,196	2,970
计息债务	1,611	1,502	1,850	1,944	2,355
净现金	1,996	1,345	1,982	1,252	615

资料来源：公司资料、浦银国际

安踏体育 (2020.HK)

安踏创立于1991年，是目前国际化程度最大和一体化程度最深的中国体育用品公司。公司采取多元化品牌战略，通过收购将 FILA、DESCENTE、SPRANDI、KOLON SPORT 和 AMER SPORTS 等纳入麾下。安踏和 FILA 品牌在中国市场分列第三(跟随阿迪达斯和耐克)和第七，安踏也是北京 2022 年冬奥会官方合作伙伴。安踏于 2007 年 7 月以 5.28 港元招股价在香港首次公开上市，目前是恒生指数、沪港通和深港通成分股。创始人丁世忠持有安踏 61% 股权。今年首季，安踏股价跌去 18%。

股价催化剂

- 零售折扣于第三季度顺利回到 75-80 折水平(现为 7 折左右)，渠道库存亦恢复至正常水位(现高出 1-2 个月)。管理层目前通过调节生产和回购库存支持经销商，预计给经销商的补贴为人民币 1.5-2 亿元。
- 估值伴随下半年运营改善而修复。管理层预期 2020 年下半年，安踏品牌回到双位数增长，FILA 重回 30% 以上增长，电商渠道销售增幅 50% 以上。(注:北京奥运会之后的行业库存危机中，安踏是率先走出来的品牌之一)
- 国内疫情结束，室内外运动和健身需求全面回暖。

投资风险

- 清库存造成的行业价格战较预期激烈和持久，拖累公司收入和利润率。
- 海外疫情在今年 7 月前仍未得到有效控制，Amer Sport 库存和现金流状况趋恶，对还债构成压力。

图表 15: 安踏体育部分财务指标 2015-19

百万人民币	2015	2016	2017	2018	2019
收入	11,126	13,346	16,692	24,100	33,928
收入增幅	24.7%	20.0%	25.1%	44.4%	40.8%
核心运营利润	2,470	2,944	3,531	4,940	7,625
核心运营利润率	22.2%	22.1%	21.2%	20.5%	22.5%
净利润	2,041	2,386	3,088	4,103	5,344
稀释后每股收益(人民币)	0.81	0.95	1.17	1.53	1.99
每股股息(人民币)	0.57	0.67	0.82	0.69	0.61
经营活动净现金	1,903	2,468	3,181	4,440	7,485
现金及现金等价物	5,166	5,830	6,968	9,284	8,221
计息债务	1,369	978	148	1,314	8,002
净现金	3,797	4,852	6,820	7,970	218

资料来源: 公司资料、浦银国际

周黑鸭 (1458.HK)

周黑鸭是中国市场主要的休闲卤制品零售商，产品以卤鸭为主，近年亦延伸至卤小龙虾等其他产品。周黑鸭之前采取直营模式，截至 2019 年底在中国市场拥有 1,301 家直营门店，2019 年下半年开始公司开放特许经营以期加速全国扩张，目前有 5 家特许门店投入运营。周黑鸭以招股价 5.88 港元于 2016 年 11 月在港交所上市，目前是沪港通标的，也是 MSCI 中国小型股指成分股。创始人周富裕家族持有周黑鸭 61% 股权。今年首季，周黑鸭股价下滑 20%。

股价催化剂

- 武汉等华中门店销售恢复进程快于预期。2019 年，华中门店占整体店铺数 43%，销售贡献 58%。
- 不辣口味继续帮助周黑鸭品牌拓展消费人群。不辣系列 2019 年 10 月上市 4 个 SKU，单月销售占比达到 9%。
- 和年轻消费社群加强互动，线上销售表现超预期。目前，电商和外卖贡献公司整体销售 24%。
- 特许经营展店快于预期。管理层希望三年后特许店数超过直营店。

投资风险

- 周黑鸭 58% 的门店仍集中于华中，而周黑鸭本部武汉目前仍未全面复工，今年业绩可能仍是负增长，可见度较差。
- 尽管卤制品是广受欢迎的食物，但目前不是休闲食品赛道的最热品类。
- 疫情因素外，猪肉价格高企，造成禽类需求激增，价格上扬，或进一步拖累周黑鸭毛利率。

图表 16: 周黑鸭部分财务指标 2015-19

百万人民币	2015	2016	2017	2018	2019
收入	2,432	2,816	3,249	3,212	3,186
收入增幅	34%	16%	15%	-1%	-1%
核心运营利润	720	913	890	587	444
核心运营利润率	29.6%	32.4%	27.4%	18.3%	13.9%
净利润	553	716	762	540	407
稀释后每股收益(人民币)	0.29	0.37	0.32	0.23	0.18
每股股息(人民币)	0.16	0.11	0.10	0.14	0.10
经营活动净现金	624	757	641	308	757
现金及银行活期	82	2,461	2,039	1,671	1,237
计息债务	0	0	0	0	0
净现金	82	2,461	2,039	1,671	1,237

资料来源：公司资料、浦银国际

呷哺呷哺 (520.HK)

呷哺呷哺 1998 年创立于北京，目前是中国主要的连锁火锅运营商之一，主打台式单人小火锅，旗下拥有呷哺和凑凑两大品牌。截至 2019 年底，公司在全国拥有 1,022 家直营餐厅，北京地区餐厅收入占比超过 40%。为打造全时段模型，公司近年来一直努力开发下午茶产品，并通过升级食材和装修提升消费者用餐体验，同时加强外卖配送。呷哺呷哺于 2014 年 12 月在港上市，招股价 4.70 港元。今年首季，呷哺股价已经蒸发 42%。

股价催化剂

- 上海、江苏和东北地区同店销售下半年实现回升，通过人员架构、店铺选址、菜品和营销推广调整。
- 走网红和轻奢属性的凑凑实现快速展店，整体运营表现达超预期，帮助公司拓展价格带和利润率空间。
- 呷哺渗透三四线城市的速度快于预期。目前，呷哺的店铺布局主要还是集中在一二线城市，三分之一店数位于北京和上海，两个城市贡献收入占比接近 50%。

投资风险

- 餐饮市场竞争异常激烈，品牌迭代迅速，打造**宽广客单价**难度高于预期。目前呷哺品牌客单价为 50-60 元，公司目标为 50-100 元。主打性价比优势的呷哺能否突破天花板仍拭目以待。
- 政府对餐厅人流继续严格管控，对食客就座的距离要求影响餐厅收入。
- 食品安全事故。

图表 17：呷哺呷哺部分财务指标 2015-19

百万人民币	2015	2016	2017	2018	2019
收入	2,425	2,758	3,664	4,734	6,030
收入增幅	10%	14%	33%	29%	27%
核心运营利润	273	432	542	565	604
核心运营利润率	11.3%	15.6%	14.8%	11.9%	10.0%
净利润	263	368	420	462	288
稀释后每股收益(人民币)	0.25	0.34	0.39	0.43	0.27
每股股息(人民币)	0.09	0.11	0.15	0.16	0.16
经营活动净现金	370	395	395	493	
现金及银行活期	1,354	1,479	1,453	1,341	785
计息债务	0	0	0	0	0
净现金	1,354	1,479	1,453	1,341	785

资料来源：公司资料、浦银国际

申洲国际 (2313.HK)

申洲是中国最大规模的纵向一体化针织制造商，集织布、染整、印绣花和缝制四大工序于一身，生产运动服、休闲服、内衣和睡衣等，主要产能基地位于浙江、安徽、柬埔寨和越南。申洲的主要客户包括耐克、阿迪达斯、彪马、安踏和优衣库等。申洲 2005 年 11 月在港上市，首次募股价 2.63 港元，于 2018 年成为恒指成分股。创始人马建荣家族持有申洲 51% 股权。今年首季，申洲股价蒸发 28%。

股价催化剂

- 海外疫情可于数月后见顶，消费者信心和终端需求开始恢复，阿迪达斯、耐克、彪马和优衣库等主要客户订单加速增长。2019 年，申洲 17%、15%、16% 的收入来自欧洲、美国和日本。
- 服装供应链的小型 OEM 厂商退出市场，行业整合度继续提升，利好申洲在 OEM 产业链中的占有率和话语权。
- 管理层回购股份。

投资风险

- 欧美疫情严重，造成全球需求疲软，诱发阿迪达斯和耐克等申洲主要客户削减或者取消新订单，尽管申洲在服装 OEM 产业链中的位置继续加强，但短期业绩不确定性大幅增加，产能利用率下降，对估值构成压力。

图表 18：申洲国际部分财务指标 2015-19

百万人民币	2015	2016	2017	2018	2019
收入	12,639	15,099	18,085	20,950	22,665
收入增幅	13.5%	19.5%	19.8%	15.8%	8.2%
核心运营利润	2,340	3,149	3,630	4,228	4,221
核心运营利润率	18.5%	20.9%	20.1%	20.2%	18.6%
净利润	2,355	2,948	3,763	4,540	5,095
稀释后每股收益(人民币)	1.62	2.02	2.53	3.02	3.39
每股股息(人民币)	0.90	1.07	1.22	1.53	1.71
经营活动净现金	2,259	3,061	3,689	4,119	5,604
现金及现金等价物	1,816	2,105	2,471	3,566	5,061
计息债务	3,774	4,652	2,130	2,517	3,969
净现金	-1,958	-2,546	341	1,049	1,092

资料来源：公司资料、浦银国际

互联网行业

IGG (799.HK)

IGG 是一家全球领先的手游开发商及运营商，专注于 SLG 类游戏。公司是最早专注于出海的游戏公司，目前亚太区以外收入占比超过 53%。公司旗舰游戏包括《王国纪元》《城堡争霸》等，整体 MAU 约 1,460 万。年初至三月末，IGG 股价蒸发 19%。

股价催化剂

- **手游市场全球化布局：**围绕全球游戏市场进行战略布局，包括全球化研发、全球化市场、全球化运营。同时公司表示会继续加大全球化投资布局，围绕手游相关领域，以“股权+产品”模式，同时获取海外发行授权。
- **新游戏类型多元化：**目前公司约有 40 多个在研项目。除传统优势 SLG 类游戏外，新游戏中还包括塔防类、MOBA 类、女性向游戏、模拟经营类及轻度休闲类游戏，品类更加多元。此外，管理层预期第二季度将在内地大规模推广《王者决断》，该游戏于 2018 年年底在海外发行，MAU18 万。
- **市盈率位于历史低位，回购和分红占比高：**公司 2019 年全年派息率为 30%，公司目前持有现金及现金等价物约 3 亿美元，约等于现在市值的 40%。公司目前 2020E 市盈率为 5.5x，处于历史低位。3 月累计回购金额 1,650 万港币。

投资风险

- **收入集中风险：**公司旗舰游戏《王国纪元》占集团收入的 80%以上，若《王国纪元》游戏收入持续大幅下滑，将严重影响公司的整体收入。
- **新游戏表现不佳：**IGG 正处于新老游戏交替的过渡期，老游戏出现自然衰落，若新游戏表现不及预期，将影响公司收入的稳定性。

图表 19: IGG 财务概要 2015-19

美元百万元	2015	2016	2017	2018	2019
营业收入	202.5	322.1	607.3	748.8	667.6
营收增速(%)	-1.01	59.02	88.54	23.31	-10.84
毛利率(%)	69.39	67.96	68.27	69.92	69.32
营业利润率(%)	22.42	24.89	29.14	31.88	28.28
净利润	41.5	72.6	156.0	189.2	164.8
净利润增速(%)	-37.49	75.01	114.86	21.25	-12.89
EPS	0.03	0.05	0.12	0.15	0.13
EPS 增速(%)	-38.52	79	118.25	25.17	-10.09
PE (x)	14.97	12.54	9.22	9.35	5.60
股息率(%)	2.79	1.36	2.49	2.95	5.17
ROE(%)	21.99	37.58	73.41	73.93	50.15

资料来源: Bloomberg、浦银国际

阿里巴巴 (9988.HK)

阿里巴巴是中国目前市值最大的互联网公司，业务覆盖核心商务、云计算、数字媒体和娱乐业务以及创新业务及其他。四大业务板块，相互协同，构建起日益完整阿里生态圈。目前公司 2020E 市盈率为 29x。年初至三月末，阿里巴巴股价蒸发 11%。

股价催化剂

- **“下沉”+“直播”推动核心电商业务稳步增长：** 电商业务是公司最主要的收入和利润来源。随着线上渗透率不断提升，中国电商行业仍保持健康增长，2019 年同比增长 20%。此外，受益于下沉市场红利、直播带货推动，以及生鲜电商业务的爆发，公司核心电商业务仍将保持稳步增长，进而为其他业务提供稳定现金流支持。
- **云计算+支付+菜鸟，打造产业互联网龙头：** 在电商业务基础上，阿里巴巴也在积极布局云计算、金融科技、大物流等领域，为未来产业互联网搭建基础设施。阿里云目前国内市场份额第一，全球 IaaS 第三，2019 财年收入同比增长 85%，企业上云趋势日益确定，云计算市场需求旺盛；蚂蚁金服是全球最大的金融科技公司之一，助力中小微企业，支付宝在移动支付市场占据 54% 市场份额，通过 B 端赋能，进一步改善盈利空间；菜鸟网络打造智慧物流，通过大数据、高效协同，搭建全球物流网络，提高整体物流效率。

投资风险

- 受疫情影响，全国延迟复工，对电商平台的上游供应链厂商的运转带来影响；经济衰退预期上升，或影响市场的消费信心。
- 下沉市场的争夺战，依然激烈。竞争对手拼多多通过百亿补贴，抢夺新用户。

图表 20：阿里巴巴财务概要 2015-19

人民币百万元	2015	2016	2017	2018	2019
营业收入	76,204	101,143	158,273	250,266	376,844
营收增速(%)	45.14	32.73	56.48	58.12	50.58
毛利率(%)	68.72	66.03	62.42	57.23	45.09
营业利润率(%)	30.36	28.77	30.36	27.70	15.15
净利润	24,261	71,460	43,675	64,093	87,886
净利润增速(%)	4.06	194.55	-38.88	46.75	37.12
EPS	10.33	29.07	17.52	25.06	33.95
EPS 增速(%)	-2.64	181.41	-39.73	43.04	35.47
PE (x)	66.53	42.94	47.07	45.14	60.94
股息率(%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
ROE(%)	27.63	39.43	17.62	19.85	20.42

资料来源：Bloomberg、浦银国际

教育行业

思考乐教育 (1769.HK)

思考乐是一家专注于华南地区的 K12 课后培训机构，其市场份额位居广东省前五，市占率 0.9%。公司目前的 2020E 市盈率为 32x。年初至三月末，思考乐股价下滑 6%。

股价催化剂

- **看好 K12 培训赛道，行业集中度有望提升：**2018 年我国 K12 课外培训行业市场规模为 5,205 亿人民币，同比增长 11.9%，目前，我国 K12 课后培训市场仍极度分散，CR10 仅为 6.5%，行业集中度有望进一步提升。2019 年，公司实现收入 7.11 亿元，同比增长 44.3%；学生人数同比增长 23%，均超过区域最大竞争对手。管理层预计，如果 4 月份疫情结束，2020 全年增速 30%至 40%。
- **依托大湾区，向低线城市渗透：**公司将继续发力广东省二三线城市，扩大在大湾区覆盖范围。2019 年底，思考乐学习中心总数由 54 增至 100 个，并进驻中山及江门两个新城市。受疫情影响，公司 2020 年新分校扩张计划略有放缓，从 60 缩减到 36 所；2021 年计划开设 40 所；2022 年计划开设 52 所。
- **布局在线教育，作为业务补充：**公司在线教育业务 2018 年底才开始布局，起步较晚。疫情期间，公司大力发展思考乐网校，上线 class-in 平台。但管理层表示长期来看，线上课程可以作为补充增强，但很难取代线下地位。

投资风险

- 受疫情影响，线下培训机构恢复进度不如预期。
- 加大线上布局，或影响公司整体利润率水平。

图表 21：思考乐财务概要 2016-19

人民币百万元	2016	2017	2018	2019
营业收入	170.8	375.8	493.1	711.4
营收增速(%)	N/A	120.08	31.22	44.27
毛利率(%)	32.96	32.86	37.87	42.14
营业利润率(%)	8.46	12.52	18.03	17.96
净利润	10.4	25.9	72.1	94.8
净利润增速(%)	N/A	149.62	178.29	31.5
EPS	N/A	N/A	N/A	0.19
EPS 增速(%)	N/A	N/A	N/A	N/A
PE (x)	N/A	N/A	N/A	50.09
股息率(%)	N/A	N/A	N/A	0.19
ROE(%)	N/A	103.81	102.87	28.35

资料来源：Bloomberg、浦银国际

民生教育 (1569.HK)

民生教育是中国最大的民办高等教育集团之一。截至 2019 年底，目前集团营办 11 所学校，包括高等学校 7 所，中职学校 2 所及高中学校 2 所。在校生总人数为 85,765 人。除国内学校外，民生集团还投资了澳洲成峰高教和新加坡的培根国际学院。年初至三月末，民生教育股价蒸发 22%。

股价催化剂

- **财务健康，延续外延并购策略：**民生教育潜在并购的目标主要包括：民办本科学校；优质在线教育机构，重点关注高等教育资源相对缺乏的地区。此外，截至 2019 年底，公司仍有数所学校已签约收购，但尚未并表，包括南昌职业大学和安徽文达学院等。公司目前持有现金及现金等价物约 14 亿。
- **积极布局在线教育：**2019 年 10 月，民生教育集团对广东明世在线教育科技有限公司和广东民生在线教育科技有限公司进行委托管理，布局在线教育，主要提供学历培训和职业资格证培训业务；近日，民生教育旗下全资子公司民生教育科技拟出资 4.2 亿元，收购 TCL 教育网 100% 股权。交割完成后，从而通过电大在线间接持有奥鹏教育 50% 股权。奥鹏教育提供远程教育（网络教育）专升本、高起专、高起本的学历提升咨询、学历教育教学服务。

投资风险：

- 公司对于新学校的收购，或导致公司整体毛利率下滑。
- 教育政策不确定性。

图表 22：民生教育财务概要 2015-19

人民币百万元	2015	2016	2017	2018	2019
营业收入	426.3	445.0	477.8	623.1	1,005.4
营收增速(%)	5.91	4.38	7.37	30.42	61.35
毛利率(%)	61.38	58.11	58.33	53.50	51.37
营业利润率(%)	47.99	45.01	53.14	50.52	39.34
净利润	203.2	243.4	259.9	332.8	341.6
净利润增速(%)	8.79	19.79	6.78	28.04	2.63
EPS	0.05	0.08	0.07	0.08	0.09
EPS 增速(%)	25.0	60.0	-14.3	20.7	2.66
PE (x)	N/A	N/A	19.43	13.89	14.51
股息率(%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
ROE(%)	12.81	16.77	11.31	10.35	9.53

资料来源：Bloomberg、浦银国际

中国新华教育 (2779.HK)

新华教育是长三角地区规模最大的民办高等教育集团，包括高等学历教育和中等职业教育。截至 2019 年年底，集团经营四所教育机构，分别是：安徽新华学院、安徽新华学校、安徽医科大学临床医学院以及南京财经大学红山学院，在校生人数为 45,244 人。年初至三月末，新华教育股价蒸发 21%。

股价催化剂

- **职业教育政策利好：**2019 年，国务院印发《中国教育现代化 2035》战略规划，《国家职业教育改革实施方案》以及“职教扩招 100 万”等利好政策信息不断释放，支持进一步扩大高校招生规模，同时鼓励职业教育健康发展。另一方面，2020 年高考报名人数为 1,071 万，比去年同期增长 40 万，再创新高。
- **通过外延扩张，拓展医学教育：**收购计划方面，管理层表示公司每年收购 1-2 所，保证 1 所；坚持以本科为主，兼顾其他；长三角区域为主。截至 2019 年年底，公司持有现金及现金等价物约 14 亿人民币，此外，中国工商银行同意在未来 5 年意向性累计提供不低于人民币 50 亿元的授信支持。2019 年 7 月，新华教育曾宣布以 9.18 亿元收购昆明医科大学海源学院和昆明卫生学校举办者 60% 股权，加大医科教育领域的布局，目前尚未并表。

投资风险

- 教育政策不确定性。
- 外延并购不及预期。

图表 23：新华教育财务概要 2015-19

人民币百万元	2015	2016	2017	2018	2019
营业收入	281.6	303.3	338.0	386.1	437.7
营收增速(%)	12.61	7.67	11.44	14.25	13.36
毛利率(%)	56.03	59.1	56.95	59.67	59.68
营业利润率(%)	53.41	57.47	51.27	62.36	55.83
净利润	150.0	172.5	172.0	256.0	270.7
净利润增速(%)	12.61	15.05	-0.34	48.88	5.73
EPS	N/A	N/A	N/A	0.17	0.17
EPS 增速(%)	N/A	N/A	N/A	N/A	-0.53
PE (x)	N/A	N/A	N/A	10.02	14.24
股息率(%)	N/A	N/A	N/A	N/A	2.02
ROE(%)	28.88	25.35	19.47	15.13	10.82

资料来源：Bloomberg、浦银国际

金融行业

中信证券 (6030.HK)

中信证券成立于1995年，为国内为首批综合类证券公司之一，资产、净资产、收入及净利多年来维持市场最高，2019年境内股权承销规模市场份额18.6%、债券承销规模市场份额5.3%。中信集团持股16.5%。年初至三月末，中信证券股价下跌20%。

股价催化剂

- **股市交投持续旺盛：**今年二、三月期间，虽然疫情影响券商营业部现场人流，但估计投资者透过线上交易未受影响，上海、深圳交易所日均股票交易额录同比6.2%（3,590亿元）、32.3%（5,641亿元）增长，反映证券交易期间保持活跃度，如果成交量持续维持较高水平，预期券商上半年业绩相对利好。
- **债券价格走强：**债券资产价格通常于利率较低环境表现较优，年初至今，银行间利率有所下行，同期，中证债券综合指数增长2.6%。近日，人民银行亦加大力度通过公开市场操作及降准等方式释放流动性，预期进一步的流动性宽松有利债券价格向好，利好中信证券收益。
- **航母券商政策推进发展提速：**自去年11月底，中证监提到六大举措打造航母级头部券商，多项政策措施积极发布落地包括H股全流通实施细则、新证券法、A股再融资规则修订、公司债注册制执行、资金投顾试点开展、合并报表监管等，媒体报道下一步将推进创业板注册制试点，估计有利中信证券盈利能力。

投资风险

- 若流动性趋紧导致公司安排融资困难或付息率需大幅提高，将对营运收益产生一定影响。

图表 24： 中信证券财务概要 2015-19

人民币百万元	2015	2016	2017	2018	2019
总收入	72,924	50,067	56,960	51,061	57,080
同比增速 (%)	84.5	-31.3	13.8	-10.4	11.8
股东应占净利润	19,800	10,365	11,433	9,390	12,229
同比增速 (%)	74.6	-47.7	10.3	-17.9	30.2
总资产/净资产 (倍)	4.8	4.2	4.1	4.1	4.3
ROE (%)	16.6	7.4	7.8	6.2	7.8

资料来源：公司报告、浦银国际

恒生银行 (11.HK)

恒生银行为香港其中一家历史最悠久的本地银行，按总资产为本港第三大，占本地贷款约 10.4%。2007 年于上海浦东设立分公司发展内地银行业务，2019 年恒生中国内地总资产为人民币 1,017 亿元，分支行达 45 家。2019 年总收入 633 亿港元、净利润 248 亿港元、总资产达 1.68 万亿港元。普通股一级资本充足比率 16.9%，总资本充足率达 20.8%，平均普通股股东权益回报率为 15.2%。年初至三月末，恒生银行股价蒸发 18%。

股价催化剂

- **经济动能恢复：**受新冠疫情影响，香港经济急速下滑，2019 年四季度本地生产总值同比实质性下跌 2.9%，跌幅多于三季度，香港政府更预期 2020 年本地经济可能实质性收缩 1.5%至增 0.5%，2020 年一、二月本地零售消费已呈现 31.8%下跌，而疫情期间，恒生银行关闭 30 个网点，对恒生经营有一定程度的影响，不论收入及贷款质量方面都较为负面。如果新冠疫情缓解，本地经济恢复正常，恒生银行盈利动能更为正面。
- **政府纾困措施：**香港政府 2020 至 2021 年度财政预算提出多项“振经济、舒民困”措施包括向本地成年人发放现金一万元、宽减个人入息税住宅物业差饷等，并为企业提供特惠低息贷款及宽减企业所得税、商业登记费等，预期落实预算案的措施或其他政府纾困方案都有利提振本地经济动力，平缓潜在资产质量冲击，对恒生银行盈利影响正面。
- **监管规定宽松：**2019 年 10 月，香港金融管理局因应经济环境转坏迹象，将香港适用逆周期缓冲资本 (CCyB) 由 2.5%下调至 2.0%，并于 3 月再将逆周期缓冲资本进一步下调至 1.0%，以便银行有较大资本空间投放信贷，缓和经济周期冲击。如果监管机构进一步发布宽松本地银行监管规定，有利恒生银行营运效益更趋正面。

投资风险

- 香港最近的失业率上升至九年新高的 3.7%，本地个人住房按揭占恒生银行贷款 26%，如果失业率上升，有可能导致资产质量加速恶化。

图表 25：恒生银行财务概要 2015-19

港币百万元	2015	2016	2017	2018	2019
营业收入净额	31,047	30,599	35,357	41,215	43,514
总收入同比增速 (%)	2.8	-1.4	15.5	16.6	5.6
股东应占净利	27.5	16.2	20.0	24.2	24.8
净利润同比增速 (%)	81.7	-41.1	23.5	21.0	2.5
ROE (%)	20.7	12.1	14.2	16.0	15.2
ROA (%)	2.1	1.2	1.4	1.6	1.5

资料来源：公司报告、浦银国际

工商银行 (1398. HK)

中国工商银行于 1984 年成立，2006 年 10 月于上海证券交易所和香港交易所上市，总资产、存贷款规模为国内商业银行排名第一。2019 年实现营业收入 7,760 亿元、股东应占净利 3,122 亿元，总资产超 3.0 万亿元。年初至三月末，工商银行股价下滑 12%。

股价催化剂

- 贷款提速：**年初至今，工行二月份受新冠疫情影响较为明显，贷款投放较为平缓，自三月复工复产以后，各地信贷需求有所增强，2020 年，工行持续加大普惠信贷投放，目标增幅 30%，并实现全年整体新增贷款量同比多增。2019 年，工行贷款收益率高于投资收益率 85 个基点，预期稳健加快的贷款增速能为工行带来较佳的收益。
- 减税降费助力经济企稳：**自新冠疫情以来，内地经济活动有所减缓，银保监会披露二月底银行业金融机构不良贷款余额 3.3 万亿元，不良比率 2.08%，较一月上升 0.05 个百分点，关注类贷款二月底余额达 5.8 万亿元，环比上升 0.17 个百分点，反映部分地区个人住房按揭贷款和信用卡贷款逾期资产质量承压的情况。为应对新冠疫情，财税等部四批次发布 20 项减税降费政策及 50 多项税费便利措施，有利缓解个人及企业现金流，增强贷款偿付能力，如果提出更多减税降费实施，银行资产质量将相对产生正面作用。
- 降准减存息利好利息成本：**人行于 3 月 4 日发布《中国人民银行加强存款利率管理的通知》，将结构性存款保底收益率纳入宏观审慎评估，并将压降不规范存款创新产品，存款占工行付息支出的 76.8%，规范措施有利缓解银行存息支出上升压力。同时，3 月 16 日，人行实施普惠金融定向降准，对普惠考核达标银行定向降准 0.5 至 1 个百分点（符合资格的股份行获额外降准多一个百分点），如果人行进一步推行全面降准，将有助缓解工行负债端支出压力。

投资风险

- 贷款利率下行预期对工行贷款收益率有一定影响。疫情发生以来逾期贷款比率已有所上升，若经济未能企稳，贷款减值拨备支出或会大幅增加。

图表 26：工商银行财务概要 2015-19

人民币百万元	2015	2016	2017	2018	2019
总收入	668,733	641,681	675,654	725,121	776,002
总收入同比增速 (%)	5.3	-4.0	5.3	7.3	7.0
净利润	277,720	279,106	287,451	298,723	313,361
净利润同比增速 (%)	0.5	0.5	3.0	3.9	4.9
ROE (%)	17.10	15.24	14.35	13.79	13.05
ROA (%)	1.30	1.20	1.14	1.11	1.08

资料来源：公司报告、浦银国际

港交所 (388.HK)

港交所为唯一经营香港股票、期货的交易所及相关的结算所，同时经营英国伦敦金属交易所。港交所首次公开招股市场过去 11 年中集资额七年全球第一，上市公司总数两千五百家，并容纳不同投票权或属开发前期的生物科技公司股份上市，2019 年年底合计市值 38 万亿港元。年初至三月末，港交所股价下滑 8%。

股价催化剂

- **中概股登录本港将拉动交投：**2020 年初至今已有 39 家公司于港交所上市，其中三月疫情期间上市公司达 15 家，港交所公开市场融资功能优异。去年，中概股阿里巴巴实现香港第二上市集资金额 1,000 多亿港元，掀起中概股到港上市热潮，近两年，五大新股占港交所现货市场评级日均成交金额达 12.5%，预期更多中概股登陆港交所上市有利推动成交量增长。
- **交投持续活跃：**2020 年一、二月，市场虽然表现波动，港交所日均成交额仍录 14.2% 同比增长，交易相关收入占港交所收入一半以上，交投活跃对港交所盈利有正面帮助。
- **互联互通潜力巨大：**国外投资者透过港交所投资 A 股有一定受欢迎程度，2019 年 A 股纳入全球主要基准指数，沪深港通北向交易额达人民币 1.4 万亿元，同比增长 114%，未来环球指数权重获进一步提升将有利港交所交易量。同时，债券通日均成交金额已达人民币 114 亿元，未来，债券通获扩宽投资品种或开放双向债券投资将进一步提增港交所盈利表现。

投资风险

- 内地公司（包括 H 股、红筹、民营）占港交所股票市值 74.0% 及成交额 83.7%，如果内地经济波动，有可能大幅度影响港交所市值及成交额。
- 内地科创板于 2019 年 6 月正式开板，科创板为内地首个以注册制方式执行的股权融资上市平台，而内地媒体报道内地创业板将推进改为注册制，内地企业于香港新股融资总额占比达 74%（数量 59%），如果内地公司倾向不以香港作为首选上市市场地，将对港交所整体收益发生较大影响。

图表 27：港交所财务概要 2015-19

港币百万元	2015	2016	2017	2018	2019
总收入	13,375	11,116	13,180	15,867	16,311
同比增速 (%)	35.8	-16.9	18.6	20.4	2.8
股东应占净利润	7,956	5,769	7,404	9,312	9,391
同比增速 (%)	54.0	-27.5	28.3	25.8	0.8
ROE (%)	31.15	18.59	21.29	23.88	22.12
ROA (%)	3.25	2.38	2.62	3.25	3.51

资料来源：公司报告、Wind、浦银国际

医药行业

锦欣生殖 (1951.HK)

锦欣生殖成立于 2003 年，是国内市场份额最大的民营辅助生殖服务机构，旗下包括成都西囡、深圳中山、美国 HRC Fertility 三大辅助生殖技术中心。年初至三月末，锦欣生殖股价蒸发 17%。

股价催化剂

- **成都西囡扩大运营:** 2019 年成都中心搬迁到新的医院楼，扩大了运营规模。新的医院楼每年产能为 3 万个以上的 IVF 取卵周期，是 2018 年周期数的 3 倍。如果能有更多医疗人才加入公司，则会提高新医院楼的利用率，从而为 2020 年收入带来更高增速。
- **老挝业务拓展:** 公司在老挝新设立一家 IVF 诊所，每年可进行 3,000 多个 IVF 治疗周期，预计在 2020 年三季度开业，将会为公司带来部分增量收入。
- **外延增长:** 公司现金流充裕，管理层表示受疫情影响已有不少原先谈判的标的在估值和合作条件上松动，未来公司会不断进行收购。

投资风险

- 国内疫情部分影响了医院第一季度的手术量，2020 年会有这部分的影响，海外疫情也部分影响了美国诊所的正常运行。
- 全球经济下行的情况下，对于 IVF 的需求可能受到影响，公司推出的高端 VIP 业务可能不及预期。
- 公司 IVF 周期增长取决于有经验的医生团队，人才流失对公司的业务经营会产生较大影响。

图表 28: 锦欣生殖财务概要 2016-19

人民币百万元	2016	2017	2018	2019
营业收入	346.4	662.8	922	1,648.50
营收增速(%)	N/A	91.33	39.11	78.8
毛利率(%)	38.31	45.59	44.81	49.55
净利率(%)	25.28	15.04	21.19	28.08
净利润	87.6	98.8	166.6	409.6
净利润增速(%)	N/A	12.79	68.65	145.87
EPS	1.29	0.17	0.15	0.19
EPS 增速(%)	N/A	-86.82	-11.76	26.67
PE (x)	N/A	N/A	N/A	49.03
股息率(%)	1.19	1.6	1.78	1.57
ROE(%)	28.83	21.45	23.92	24.84
净负债权益比(%)	6.03	-0.83	18.03	17.05

资料来源: Bloomberg、浦银国际

国药控股 (1099.HK)

国药控股是中国医药集团总公司与上海复星集团共同出资组建的，中国最大的医药流通企业。分销业务覆盖全国，零售业务拥有连锁社会药房国大药房和专业药房。年初至三月末，国药控股股价大跌 39%。

股价催化剂

- **未来利率环境宽松有助于减少财务费用：**公司在 2019 年的财务费用为人民币 3,657 百万元，占当年税前净利润的 26.6%。作为国企，公司的利率水平本身比民营企业低，未来宽松的利率环境，将更有助于减少财务费用，从而提升净利率水平。
- **外延增长靠收购：**在过去的几年内，公司在医药和医疗器械的分销网络铺开上，主要依靠收购的手段进行，每年外延都有 1-2% 的增长。

投资风险

- 由于医保控费，医药和医疗器械产品价格随着竞争加剧而进一步下降，也减少了中间环节的利润，分销业务的利润率继续承压，但在总体的回款周期上并没有很大改善。
- 因疫情影响，公司在 2020 年 1-2 月份受到负面影响，影响全年业绩。

图表 29： 国药控股财务概要 2014-18

人民币百万元	2014	2015	2016	2017	2018
营业收入	228,673	258,388	308,354	344,526	425,273
营收增速(%)	14.26	12.99	19.34	11.73	23.44
毛利率(%)	8.19	8.00	8.45	9.06	8.83
净利率(%)	1.65	1.72	1.73	1.77	1.83
净利润	3,772	4,647	5,576	5,836	6,253
净利润增速(%)	31.22	23.2	19.97	4.67	7.14
EPS	1.36	1.68	1.88	1.97	2.11
EPS 增速(%)	22.52	23.53	11.9	4.79	7.11
PE (x)	19.14	17.02	14.97	14.67	12.05
股息率(%)	1.24	1.51	1.70	2.05	2.35
ROE(%)	13.12	15.01	15.90	14.39	13.86
净负债权益比(%)	22.01	17.78	8.39	21.52	20.73

资料来源：Bloomberg、浦银国际

华润医疗 (1515.HK)

华润医疗是央企华润集团在医疗健康领域的一级平台公司，是中国最大的医疗管理集团，在 10 个省市共运营管理 107 家医疗机构，其中有 5 家三级医院和 18 家二级医院。年初至三月末，华润医疗股价下滑 8%。

股价催化剂

- **燕华医院不利因素即将成为过去式：**公司和燕化医院的纠纷已经持续了 3 年还未解决，不少投资者对公司拿回这部分收入和利润失去耐心。事实上，公司在 2019 年扣除了燕华医院的业绩贡献，公司在 2019 年医疗业务收入增长 17.7%，其中存量增长 10.3%，外延增长 7.4%。扣除燕化医院对于利润的贡献，公司 2019 年的存量利润增长达到 21.1%。
- **外延增长可期：**与公司同属华润集团的子公司华润健康是承接中央国企医院改革任务的六大平台之一。管理层表示，华润健康将会在未来两三年把辽宁省健康产业集团项目和江西能源医疗机构改革项目注入上市公司体内，为公司带来 1.2 万张床位。而目前这两个医疗项目共有 37.8 亿的医疗业务收入，占公司 2019 年医疗业务收入的 55%。

投资风险

- 燕化医院诉讼胜诉，则公司会失去这部分利润，在 2019 年燕化医院贡献了 314 万元，占公司 2019 年总净利润 3.97 亿元的 7.9%。
- 国企医院改革进度不及预期，并入上市公司报表的时间未明确，且可能因为效益不佳拉低上市公司的财报利润率表现。

图表 30：华润医疗财务概要 2014-18

人民币百万元	2014	2015	2016	2017	2018
营业收入	1,372.3	1,532.8	1,877.7	2,059.5	2,115.3
营收增速(%)	13.76	11.7	22.5	9.68	2.71
毛利率(%)	24.02	26.53	35.59	36.74	36.04
净利率(%)	11.91	14.54	21.67	21.08	19.04
净利润	167.0	-1,507.0	421.0	430.9	390.9
净利润增速(%)	-27.39	N/A	N/A	2.34	-9.29
EPS	0.20	-1.67	0.33	0.34	0.31
EPS 增速(%)	-28.57	N/A	N/A	3.03	-8.82
PE (x)	37.92	N/A	24.89	13.23	13.03
股息率(%)	0.55	0.67	0.64	2.15	2.65
ROE(%)	9.90	-43.14	7.86	7.78	6.80
净负债权益比(%)	-54.41	-23.43	-25.37	-24.63	-27.34

资料来源：Bloomberg、浦银国际

康哲药业 (867.HK)

康哲药业是中国最大的CSO（研发外包）公司，拥有健全的学术推广网络和3100名学术推广人员，覆盖57,000家医院和医疗机构。公司持续引进新产品方面，投资参股海外多家新药研发公司，专注中枢神经系统、感染疾病、肿瘤和免疫领域的创新药物和平台，拥有主要研究的十余个创新专利产品中国和部分亚太资产及市场权利。年初至三月末，康哲药业股价蒸发25%。

股价催化剂

- **现有产品进入国家医保带来增长：**皮肤线主要产品喜辽妥（多磺酸粘多糖乳膏）新进入2019年版的国家医保，从2020年1月1日开始执行，有助于销售收入增长，进一步扩大销售网络。
- **持续布局创新药、优质仿制药和高难度仿制药：**与印度药企Sun Pharma和Biocon合作，分别获得了8个和3个仿制药的独家许可权利，在中国有18亿美元的市场潜力。其中Taclantis紫杉醇注射浓缩液会重新在美国递交NDA，Xelpros拉坦前列素眼用乳剂、0.09%环孢菌素A滴眼液FDA获批在美国上市，用于中重度斑块状银屑病的Tildrakizumab获美国FDA、欧洲EMA、澳大利亚TGA批准上市。

投资风险

- 引进新产品在中国的上市进程不及预期，例如中国药监局CDE一般会要求美国上市的仿制药在中国做临床试验，以证明药效无人种差异。

图表 31：康哲药业财务概要 2014-18

人民币百万元	2014	2015	2016	2017	2018
营业收入	2,945.1	3,553.4	4,900.8	5,348.8	5,433.4
营收增速(%)	30.95	20.65	37.92	9.14	1.58
毛利率(%)	56.18	57.58	59.42	65.03	72.09
净利率(%)	28.26	28.05	28.39	31.31	34.07
净利润	1,045.7	995.9	1,375.9	1,674.8	1,849.9
净利润增速(%)	64.36	-4.76	38.16	21.72	10.45
EPS	0.43	0.40	0.55	0.67	0.74
EPS 增速(%)	64.33	-6.77	37.03	21.73	10.50
PE (x)	23.70	23.68	19.87	22.53	8.59
股息率(%)	1.19	1.60	1.78	1.57	4.78
ROE(%)	28.83	21.45	23.92	24.84	23.67
净负债权益比(%)	6.03	-0.83	18.03	17.05	7.74

资料来源：Bloomberg、浦银国际

绿叶制药 (2186.HK)

绿叶制药成立于1994年，有50多个上市药品，覆盖抗肿瘤、心血管、内分泌、骨科、消化和中枢神经系统等领域，公司拥有6个中国生产基地。其中微球车间通过美国FDA的上市批准前检查（PAI）、欧盟GMP检查，外用和口服制剂车间通过澳大利亚TGA GMP检查，1个德国生产基地通过欧盟GMP检查、美国FDA GMP检查、日本GMP检查。年初至三月末，绿叶制药股价蒸发35%。

股价催化剂

- 研发即将进入收获期，以下这些产品将在近两年内上市。
 - 1) 注射用利培酮缓释微球 Rykindo (LY03004) 在美国进入 NDA 阶段，其生产基地以零缺陷成功通过美国 FDA 的 PAI，并在中国获得优先审评资格申报 NDA。
 - 2) 盐酸安舒法辛缓释片 (LY03005) 已在美国申报 NDA 并被受理，即将在中国完成 III 期临床。
 - 3) 利斯的明多日透皮贴剂 (LY30410) 已在德国完成关键性试验，其单日透皮贴剂也即将在中国上市。
 - 4) Avastin® 的生物类似药 (LY01008) 已完成 III 期临床。
 - 5) Prolia® 的生物类似药 (LY06006) 在中国的 III 期临床进展顺利。

投资风险

- 力朴素的竞品白蛋白紫杉醇参与了集采降价，恒瑞医药中标价 780 元/支，石药集团中标价 747 元/支，而力朴素以往的中标价为 800 元左右，价格和临床应用上并没有太大的优势，可能面临销售上的更多竞争。
- 公司的资产负债率在近两年有所上升，收购思瑞康后公司在中国组建 100 多人的中枢神经团队，并接手海外分销业务和组建销售队伍，又对外拓展收购产品和公司，对于现金流是个压力。
- 研发进展不及预期。

图表 32: 绿叶制药财务概要 2015-19

人民币百万元	2015	2016	2017	2018	2019
营业收入	2,563.1	2,917.8	3,814.8	5,173.4	6,357.6
营收增速(%)	0.75	13.84	30.74	35.61	22.89
毛利率(%)	81.44	81.66	77.68	78.27	76.74
净利率(%)	29.44	30.60	25.75	24.89	22.87
净利润	754.5	891.5	981.4	1,303.4	1,468.6
净利润增速(%)	24.61	18.16	10.08	32.81	12.67
EPS	0.23	0.27	0.3	0.41	0.46
EPS 增速(%)	12.37	18.14	12.26	34.82	12.85
PE (x)	29.77	15.34	17.06	11.78	11.39
股息率(%)	N/A	0.81	1.2	1.92	2.21
ROE(%)	14.27	14.75	14.87	17.88	17.24
净负债权益比(%)	-46.62	-17.12	-14.21	16.08	30.71

资料来源: Bloomberg、浦银国际

物业管理行业

时代邻里 (9928.HK)

时代邻里成立于1998年，是一家国内物业管理名企，2019年中国物业服务百强企业名单排第十三位，按2018年在管面积计算约占0.7%市场份额。2019年年底，在管项目229个，合约面积5800万平米，在管面积4650万平米，约七成在管面积（不计市政环卫项目）位于大湾区，非住宅、住宅物业占62.7%、37.3%。时代邻里为房地产开发商时代中国(1288.HK)子公司，2019年45.2%在管面积（不计市政环卫项目）为时代中国开发物业。年初至三月末，时代邻里股价上涨28%。

股价催化剂

- **收购有效加速拓展：**时代邻里自上市以来，积极扩充物业管理服务覆盖面积，上市募资5.1亿元用于收购及投资，2020年初已以8.6倍市盈率购入广州广州浩晴物业管理。时代邻里计划2020至2022年收购4至8家物业管公司、4家电梯服务公司、一家清洁服务公司及两家市政环卫服务公司，目标一年内在管面积增倍至一亿平米，收购拓展有利时代邻里盈利快速提高。
- **增值服务增长空间巨大：**时代邻里非物业管理增值服务收入占比37.3%，相对雅生活服务、碧桂园服务的44.8%、39.7%为低，不过增值服务的毛利率相对较高（增值：32.3%；物管：25.8%），时代邻里正积极拓展特色管家服务、社区购物、运营管理、家电维修及保养、社区活动组织等服务，如果实现较为理想的增值服务收入增长，将有利时代邻里盈利能力。
- **科技提高营运效益：**时代邻里计划加大投入互联网科技技术，提高成本效益、客服质量，并开发线上线下社区服务平台，进一步优化盈利能力及协同效益，目标每年逐步提高毛利率一个百分点，估计成功开放线上线下平台将有助时代邻里实现较好盈利。

投资风险

- 如果员工成本增速较快，将影响时代邻里的盈利能力。

图表 33：时代邻里财务概要 2016-19

人民币百万元	2016	2017	2018	2019
总收入	372.9	519.0	695.8	1,081.3
总收入同比增速 (%)		39.2	34.1	55.4
净利润	199.9	338.0	635.2	963.1
净利润同比增速 (%)		69.1	88.0	51.6
毛利率 (%)	23.2	25.0	27.4	28.2
ROE (%)		147.5	88.7	19.3

资料来源：Bloomberg、Wind、浦银国际

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“维持”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“增持”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“中性”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“减持”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写 ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

权益披露

- 1) 浦银国际的自营交易部及/或其关联公司并没有持有本报告所述公司之股份。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司(吉利汽车控股有限公司 175.hk) 在过去 12 个月内存在投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件), 表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告, 且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由浦银国际控股有限公司及其子公司 (统称“浦银国际”) 利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源, 但并不保证数据之准确性、可信性及完整性, 亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明, 否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据, 所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士 (其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束) 之外, 本报告分发给任何人均属未授权的行为。

任何人不得将本报告期内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的, 不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐, 阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出, 日后可作修改而不另通知, 亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息, 阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外, 本报告可能包含前瞻性的陈述, 牵涉多种风险和不确定性, 该等前瞻性陈述可基于一些假设, 受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际的立场。浦银国际董事及/或雇员, 可能持有在本报告期内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失, 概不承担任何法律责任。

浦银国际建议投资者应独立地评估本报告内的资料, 考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要, 在参与有关报告中所述公司之证券的交易前, 委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言, 分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

本报告的版权仅为浦银国际所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用, 浦银国际对任何第三方的该等行为保留追述权利, 并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。