

2019年3月5日

## 農銀國際政策透視

# 2019年中國政府工作報告的宏觀及行業分析



# 政策透視

2019年3月5日

## 2019年中國政府工作報告的宏觀及行業分析

### 2019年中國政府工作報告的宏觀解讀

2019年3月5日中國總理李克強在第十三屆全國人民代表大會第二次會議上宣讀了本年度政府工作報告。報告對2018年的經濟工作進行了回顧，並對2019年的經濟工作做出整體部署及若干經濟指標設定了目標。

如圖1所示，2018年中國經濟增長6.6%，順利完成6.5%左右的增長目標。另一個重要的經濟指標城鎮新增就業亦圓滿實現目標，去年全年新增就業1,361萬人。2018年全年財政支出22萬億元，超過21萬億元的增長目標。2018年全年為企業和個人減稅降費約1.3萬億元，亦超過1.1萬億元的增長目標。此外，中國經濟結構不斷優化，消費拉動經濟增長作用進一步增強，服務業對經濟增長貢獻率接近60%。

圖1：2018年中國經濟指標—目標 VS 實際

經濟指標	目標	實際
實質 GDP 增長, %	6.5 左右	6.6
城鎮新增就業, 百萬	11.0 以上	13.6
城鎮調查失業率, %	5.5 以內	5.0 左右
全國財政支出, 萬億元	21.0	22.0
企業和個人減稅降費, 萬億元	1.1 以上	1.3 左右
消費物價通脹, %	3.0 左右	2.1
單位國內生產總值能耗下降, %	3.0 以上	3.1

來源: 2018 與 2019 政府工作報告、農銀國際證券

# 政策透視

## 2019 年 GDP 增長目標調低至 6%-6.5%

中國政府將 2019 年經濟增長目標由 2018 年的 6.5% 左右下調至 6.0%-6.5%，說明當前中央當局更注重增長的質量而非增長的速度，更強調經濟增長的底線（圖 2）。有見於全球經濟放緩、中美貿易摩擦持續、國內消費增速疲弱、以及房地產調控措施仍偏緊，我們相信 2019 年中國經濟增長或略微放緩。然而，我們認為中央政府推行的寬鬆財政政策及中性偏松的貨幣政策將防止經濟大幅下滑。我們預期 2019 年中國經濟增長或由 2018 年的 6.6% 放緩至 6.3%，意味今年的增長目標可以達到。

圖 2：中國 2019 年經濟增長目標

經濟指標	目標	農銀國際預測
實質 GDP 增長, %	6.0-6.5	6.3%
城鎮新增就業, 百萬	11.0 以上	13.0
城鎮登記失業率, %	4.5 以內	4.0
城鎮調查失業率, %	5.5 左右	5.0
財政赤字占 GDP 比重, %	2.8	4.0
消費物價通脹, %	3.0 左右	2.0

來源: 2019 政府工作報告、農銀國際證券估計

消費物價通脹目標仍為 3.0%，與 2018 年相同。然而，我們相信消費物價通脹更多屬軟性指標而非硬性指標。有見於國際油價回落及房地產價格升幅放緩，2019 年 CPI 通脹或由 2018 年的 2.1% 略微回落 2.0%。由於大宗商品價格走勢回軟以及內需疲弱，2019 年 PPI 通脹或由 2018 年的 3.5% 下跌至 1.5%。我們相信 2019 年通脹不會成為宏觀政策的制約因素。

政府工作報告表示 2019 年將繼續實施穩健的貨幣政策，有效緩解實體經濟特別是民營和小微企業融資難融資貴問題。加大對中小銀行定向降准力度，釋放的資金全部用於民營和小微企業貸款，國有大型商業銀行小微企業貸款要增長 30% 以上。我們預計 2019 年新增人民幣貸款與新增社會融資規模或分別達至 17.0 萬億人民幣及 20.0 萬億人民幣，2019 年底廣義貨幣供給（M2）預計增長 8.5%。民營和小微企業融資緊張狀況料明顯改善，綜合融資成本或明顯降低。

## 政策透視

2019 年財政預算赤字占 GDP 的比重由 2018 年的 2.6% 上調至 2.8%，顯示今年中央政府將採用更為積極的財政政策來穩定增長。2019 年稅收及收費的減免規模計劃達至 2.0 萬億人民幣，大幅高於去年計劃的 1.1 萬億人民幣。地方專項債券的安排由 2018 年的 1.35 億人民幣提高至 2.15 萬億人民幣。由於財政支出較財政收入的增長為高，我們預期 2019 年政府會再錄得小幅財政赤字，約占 GDP 的 4.0%。

2019 年城鎮新增就業目標維持在 1,100 萬人以上不變，而城鎮登記失業率及調查失業率目標分別控制在 4.5% 以內及 5.5% 左右。我們相信上述三個目標可以實現，因為 2018 年城鎮新增就業人數實際達到 1,361 萬人，而城鎮登記失業率及調查失業率僅為 3.8% 及 4.9%。此外，勞動力市場仍然偏緊缺，2018 年第 4 季全國勞動力求供比仍保持在 1.27 的高位。

為順利實現上述經濟目標，報告呼籲堅持以供給側結構性改革為主線，堅持深化市場化改革、擴大高水平開放，加快建設現代化經濟體系，繼續打好三大攻堅戰，著力激發微觀主體活力。李克強總理在報告裡繼續強調了環境保護的重要性，計劃 2019 年將單位 GDP 能耗下降 3% 左右。

# 政策透視

## 比較 2018 年和 2019 年政府工作報告中的財政政策和貨幣政策

2018 政府工作報告	2019 政府工作報告	我們的觀點
<p><b>財政政策</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>積極的財政政策取向不變，要聚力增效</li> <li>赤字率擬按 2.6% 安排，比去年預算低 0.4 個百分點；財政赤字 2.38 萬億元，其中中央財政赤字 1.55 萬億元，地方財政赤字 8,300 億元。</li> <li>全國財政支出 21 萬億元，支出規模進一步加大。中央對地方一般性轉移支付增長 10.9%，增強地方特別是中西部地區財力</li> </ul>	<p><b>財政政策</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>積極的財政政策要加力提效</li> <li>赤字率擬按 2.8% 安排，比去年預算高 0.2 個百分點；財政赤字 2.76 萬億元，其中中央財政赤字 1.83 萬億元，地方財政赤字 9,300 億元</li> <li>財政支出超過 23 萬億元，增長 6.5%。中央對地方均衡性轉移支付增長 10.9%。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>2019 年中央政府和地方政府的預算赤字分別增長了 18% 和 12%，釋放出信號中央政府允許更積極地放鬆財政政策</li> <li>2019 年赤字預算中使用的隱含名義 GDP 值為 98.57 萬億元人民幣 (=2.76 萬億元/2.8%)，代表名義 GDP 值在 2019 年增長 9.49%。2018 年，名義 GDP 值增長 9.7% 至 90.03 元人民幣。2017 年，名義 GDP 值增長 10.4%。名義 GDP 增長正在放緩，這表明實體經濟中的企業將在 2019 很可能會有較低的收入增長</li> </ul>
<p><b>貨幣政策</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>穩健的貨幣政策保持中性</li> <li>保持廣義貨幣 M2、信貸和社會融資規模合理增長，維護流動性合理穩定，提高直接融資特別是股權融資比重</li> <li>疏通貨幣政策傳導渠道，用好差別化準備金、差異化信貸等政策，引導資金更多投向小微企業、“三農”和貧困地區，更好服務實體經濟</li> </ul>	<p><b>貨幣政策</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>穩健的貨幣政策要鬆緊適度</li> <li>廣義貨幣 M2 和社會融資規模增速要與國內生產總值名義增速相匹配，以更好滿足經濟運行保持在合理區間的需要</li> <li>不搞“大水漫灌”，又要靈活運用多種貨幣政策工具，疏通貨幣政策傳導渠道，保持流動性合理充裕，有效緩解實體經濟特別是民營和小微企業融資難融資貴問題，防範化解金融風險</li> <li>深化利率市場化改革，降低實際利率水平。</li> <li>完善匯率形成機制，保持人民幣匯率在合理均衡水平上的基本穩定。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>報告強調公開市場操作的具體目標</li> <li>如果經濟增長預期較低，貨幣供應和社會融資規模增速應按比例降低，實體經濟也應該感到信貸供應緊張</li> <li>報告強調降低實際利率水平。我們認為降低實際利率（如較低的名義利率或容忍更高的通貨膨脹率）是刺激投資和消費方法之一，市場將對名義利率下調有所預期</li> <li>2019 年沒有強調增加股權融資的直接融資比重</li> </ul>

(後續)

# 政策透視

2018 政府工作報告	2019 政府工作報告	我們的觀點
<p><b>經濟目標</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 國內生產總值增長 6.5%左右</li> <li>• 居民消費價格漲幅 3%左右</li> <li>• 城鎮新增就業 1,100 萬人以上</li> <li>• 城鎮調查失業率 5.5%以內，城鎮登記失業率 4.5%以內</li> <li>• 居民收入增長和經濟增長基本同步</li> <li>• 進出口穩中向好，國際收支基本平衡</li> <li>• 單位國內生產總值能耗下降 3%以上，主要污染物排放量繼續下降</li> <li>• 供給側結構性改革取得實質性進展，宏觀杠杆率保持基本穩定，各類風險有序有效防控</li> </ul>	<p><b>經濟目標</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 國內生產總值增長 6%—6.5%</li> <li>• 居民消費價格漲幅 3%左右</li> <li>• 城鎮新增就業 1100 萬人以上</li> <li>• 城鎮調查失業率 5.5%左右，城鎮登記失業率 4.5%以內</li> <li>• 農村貧困人口減少 1,000 萬以上，居民收入增長與經濟增長基本同步</li> <li>• 國際收支基本平衡，進出口穩中提質</li> <li>• 生態環境進一步改善，單位國內生產總值能耗下降 3%左右，主要污染物排放量繼續下降</li> <li>• 宏觀杠杆率基本穩定，金融財政風險有效防控</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 雖然 2019 年的經濟增長預期較低，但新增就業崗位，失業率目標保持不變。簡單地說，在今年每個百分點的經濟增長要求創造更多就業機會</li> <li>• 能源效率進一步提高，意味著能源消費增長低於經濟增長</li> <li>• 強調穩定的宏觀杠杆以遏制金融財政風險有效防控風險。如果 2019 年預算名義 GDP 增長率約為 9.5%，M2 和社會融資規模增速不應高於名義 GDP 增長率</li> <li>• 因經濟增長預期較低，家庭實際收入增長預期較低，消費增長將受低收入增長拖累</li> <li>• 報告強調國際收支趨平衡，意味著貨物及服務貿易順或逆差對經濟增長影響下降</li> </ul>

來源：2018 年、2019 年政府工作報告、農銀國際證券

# 政策透視

## 可能影響股市的主要觀點

2019 政府工作報告亮點	我們的觀點
<ul style="list-style-type: none"> <li>• 深化增值稅改革，將製造業等行業現行 16% 的稅率降至 13%，將交通運輸業、建築業等行業現行 10% 的稅率降至 9%</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 如果其他成本項目保持不變，降增值稅率，直接提升製造業、交通運輸業和建築業的稅前利潤。對這三個行業的公司來說是個好消息</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• 完成鐵路投資 8,000 億元、公路水運投資 1.8 萬億元，再開工一批重大水利工程，加快川藏鐵路規劃建設，加大城際交通、物流、市政、災害防治、民用和通用航空等基礎設施投資力度，加強新一代信息基礎設施建設創新項目融資方式，適當降低基礎設施等項目資本金比例，用好開發性金融工具，吸引更多民間資本參與重點領域項目建設</li> <li>• 落實民間投資支持政策，有序推進政府和社會資本合作</li> <li>• 政府要帶頭講誠信守契約，決不能“新官不理舊賬”，對拖欠企業的款項年底前要清償一半以上，決不允許增加新的拖欠</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 這對基礎設施項目的建築公司來說是個好消息</li> <li>• 應收賬款逾期風險降低，現金流將有所改善</li> <li>• 允許增加一些基礎設施項目的杠杆率將提高投資回報</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• 擬安排地方政府專項債券 2.15 萬億元，比去年增加 8,000 億元，為重點項目建設提供資金支持，也為更好防範化解地方政府債務風險創造條件</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 意味著今年更多的政府合同工作。公共項目承包商的好消息</li> <li>• 政府債券承銷商的好消息</li> <li>• 我們擔心政府專項債券的大幅增加可能會擠佔公司債券的發行量</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• 中央財政要開源節流，增加特定國有金融機構和央企上繳利潤，一般性支出壓減 5% 以上、“三公”經費再壓減 3% 左右，長期沉澱資金一律收回。地方政府也要主動挖潛，大力優化支出結構，多渠道盤活各類資金和資產</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 因此，資本市場投資者將期望國有金融機構和央企在 2019 年增加派息率。這對於強調股息收益的長期價值投資者來說是個好消息</li> </ul>

來源：2019 年政府工作報告、農銀國際證券

## 政策 透視

### 政策對行業影響:



#### 中國銀行業

#### 相關內容：

- 在保持流動性合理充裕的前提下，再次強調不搞「大水漫灌」，目標有效緩解實體經濟特別是民營和小微企業融資難融資貴問題，防範化解金融風險。
- 在緩解企業融資難融資貴的問題上，明確需改革完善貨幣信貸投放機制，適時運用存款準備金率、利率等數量和價格手段，引導金融機構擴大信貸投放、降低貸款成本，精準有效支持實體經濟，不能讓資金空轉或脫實向虛。
- 實際措施包括加大對中小銀行定向降准力度，釋放的資金全部用於民營和小微企業貸款。支持大型商業銀行多渠道補充資本，增強信貸投放能力，鼓勵增加製造業中長期貸款和信用貸款。
- 以服務實體經濟為導向，改革優化金融體系結構，發展民營銀行和社區銀行。加強金融風險監測預警和化解處置。財政金融體系總體穩健，可運用的政策工具多，有能力守住不發生系統性風險的底線。
- 中央財政要開源節流，增加特定國有金融機構和央企上繳利潤，一般性支出壓減 5%以上、「三公」經費再壓減 3%左右，長期沉澱資金一律收回。

#### 行業影響：

- 政策方向主要仍圍繞三大範疇: 1) 保持流動性合理充裕，不搞大水漫灌; 2) 有效支持實體經濟，解決民營和小微企業融資難融資貴問題; 3) 加強金融風險管控，守住不發生系統性風險的底線。由於政策方向並無大變動，可以預期大部份銀行只需對其現有業務模式作出適度微調，因此是次工作報告對行業整體來說影響屬中性。
- 明顯地，監管機構關注到部份銀行在支持實體經濟的課題上存在著資金空轉或脫實向虛的問題，未能有效針對痛點有效提供援助。相信接下來監管將會在實際操作上將推出更多措施與考核要求，引導金融機構針對性擴大信貸投放至有真實需要的實體經濟上。

## 政策透視

- 工作報告顯示政府同時亦有在銀行操作上作出全面考量，因而特別提及會加大對中小銀行定向降准力度，並支持大型商業銀行多渠道補充資本。明顯地，流動性與資本要求一直是銀行貸款快速增長的最大障礙，銀行在平衡信貸投放與滿足流動性與資本標準上一直處於兩難。實際上今年以來，上市銀行通過發行可轉債、二級資本債、優先股、永續債、金融債和定向增發等方式補充資本總額已超過 5,500 億元，預計下半年補充資本的規模將進一步擴大。
- 值得一提的是，這次工作報告中對銀行的考核指標毫不含糊，例如明確要求今年國有大型商業銀行小微企業貸款要增長 30%以上。清理規範銀行及中介服務收費。完善金融機構內部考核機制，激勵加強普惠金融服務，切實使中小微企業融資緊張狀況有明顯改善，綜合融資成本必須有明顯降低等。可以預期在未來幾個季度，這些目標將由監管機構引導至執行層面。
- 增加特定國有金融機構利潤上繳暗示國有銀行將提高派息比率，同時支出壓減將為銀行盈利能力帶來正面刺激。兩方面均有助銀行業的估值重估，亦合乎我們對銀行業的“正面”看法。

### 股份影響：

- 一如過往，我們認為大型銀行在政策風險上的抵禦性明顯占優，因其業務多元化及風險相對分散。在大型銀行中，貴為行業龍頭的工商銀行(1398 HK)及建設銀行(939 HK)優勢將更為明顯。相反地區性銀行由於其業務只集中在特定區域，客戶質量及議價能力均較大型銀行差，所面對的營運風險及政策風險明顯較大。



## 中國證券業

### 相關內容：

- 改革完善金融支持機制，設立科創板並試點註冊制，鼓勵發行雙創金融債券，支持發展創業投資。
- 改革完善資本市場基礎制度，促進多層次資本市場健康穩定發展，提高直接融資特別是股權融資比重。
- 落實金融等行業改革開放舉措，完善債券市場開放政策。加快與國際通行經貿規則對接，提高政策透明度和執行一致性，營造內外資企業一視同仁、公平競爭的公正市場環境。
- 有效發揮地方政府債券作用。今年擬安排地方政府專項債券 2.15 萬億元，比去年增加 8000 億元，為重點項目建設提供資金支持
- 增加特定國有金融機構和央企上繳利潤，一般性支出壓減 5% 以上。

### 行業影響：

- 工作報告中提及中國設立科創板並試點註冊制以吸引高新技術公司上市，這和最近大灣區規劃中強調香港要發展成為大灣區高新技術產業融資中心似有重複之處。香港及上海在高新技術產業融資的分工/合作仍需有待進一步解析。
- 工作報告計劃提高直接融資比重，促進多層次資本市場健康發展，這對券商的投行業務如股本融資及債券融資業務有利。這些目標在之前的政府報告內也被提及。這些發展方向再被提及，顯示政府對資本市場的結構及發展方向沒變。
- 今年地方政府專項債券增加，這應對券商的債券融資業務有利。但這會否導致替代效應，即導致其他融資業務如項目股本融資相應減少則有待觀察。
- 另一方面，政府計劃營造內外資企業一視同仁、公平競爭的公正市場環境或導致與外資券商的競爭增加。

## 政策 透視

- 增加特定國有金融機構上繳利潤及一般性支出壓減5%以上應能令部份券商提高股東回報。

### 股份影響：

- 將對整個行業板塊有利，尤其如投行業務及債券融資業務較高之券商如**中信建投(6066 HK)**、**中金(3908 HK)**等。這些券商應能受惠於提高直接融資比重及地方政府專項債券增加。
- **華興資本(1911 HK)**也是受惠股份之一，因公司專注新經濟公司的投行及投資業務，應能受惠於中國設立科創板並試點註冊制以吸引高新技術公司上市。



## 中國房地產業

### 相關內容：

- “深入推進新型城鎮化。堅持以中心城市引領城市群發展。抓好農業轉移人口落戶，推動城鎮基本公共服務覆蓋常住人口。更好解決群眾住房問題，落實城市主體責任，改革完善住房市場體系和保障體系，促進房地產市場平穩健康發展。繼續推進保障性住房建設和城鎮棚戶區改造，保障困難群體基本居住需求。”
- “深化增值稅改革，將製造業等行業現行 16% 的稅率降至 13%，將交通運輸業、建築業等行業現行 10% 的稅率降至 9%，確保主要行業稅負明顯降低”
- “明顯降低企業社保繳費負擔。下調城鎮職工基本養老保險單位繳費比例，各地可降至 16%。”

### 行業影響：

- **因城施策定位不變，三四線城市或有適當放鬆。**工作報告將住房政策重點放在落實城市主體責任，和繼續推進保障性住房建設和城鎮棚戶區改造，並未有強調住房不炒，我們認為意味各城市可按實際需要微調限購限價政策。特別是一些三四線城市佈局的開發商，一二月份合約銷售出現明顯下跌，適當放鬆調控政策對穩定三四線城市經濟有重要作用。而推進保障性住房供應未來將成為另一調控房價手段。
- **增值稅下調對開發商利潤率有正面影響。**工作報告提出將房地產業之前 10% 增值稅稅率，下調至 9%，對行業毛利率有正面作用。上市開發商 2018 年上半年平均毛利率大概為 33.6%，我們估計下調 1% 增值稅稅率將有望提升毛利率約 0.4 個百分點。
- **社保養老保險繳費比例調低，舒緩物業管理公司成本壓力。**物業管理行業是勞動密集型產業，最近幾年持續面臨人力成本上升的壓力。市場一直憂慮 2019 年正式實施的社保徵收機構改革，社保費劃轉稅務部門統一徵收後，在稅務部門增強力度征管下，一些中小型物業管理公司將來要整改未有依法繳費行為，人工成本有可能錄得大幅上升。工作報告提出養老保險繳費比例從各省普遍 19-20% 水平，調低至 16% 水平，物業管理勞工成本壓力有望減少。

## 政策透視

### 股份影響：

- **因城施策下大灣區應看高一線。**工作報告內重申落實城市主體責任，這意味城市實施住房政策自由度將更大。雖然三四線城市或有適當放鬆，但住房需求因棚改貨幣化收緊而變弱的趨勢似乎難以短期內扭轉。我們認為大灣區有詳細政策支持，能刺激高端科研人才流入，交通亦越來越便利，大灣區開發商，如**時代中國(1233 HK)**、**龍光地產(3380 HK)**和**中國奧園(3883 HK)**等可看高一線。
- **保障性住房市場化物業管理或成為行業新亮點。**除了社保養老保險繳費比例調低對物業管理公司利潤率有正面影響外，工作報告內提及推進保障性住房建設，或成為物業管理行業新亮點。近日，武漢率先將部分公租房交予市場管理，與專業物業管理公司簽訂**590**套公租房的運營管理服務合同。雖然公租房等保障房管理費收入可能因住戶收入偏少而較低，但物業管理公司亦可以為政府提供一些如租金追繳、清退違規租戶等額外服務，成為另一增值業務收入來源。一些擁有豐富管理政府物業經驗的物管公司，或國有企業背景房地產開發公司設有物業管理子公司，如**中海物業(2669 HK)**等，能受惠這保障房市場化管理趨勢。

## 政策 透視



### 中國環境保護業/ 替代能源業

#### 相關內容：

- 空氣環境要求：報告提出，持續推進污染防治。1)今年二氧化硫、氮氧化物排放量要下降3%，重點地區細顆粒物(PM2.5)濃度繼續下降。2)持續開展京津冀及周邊、長三角、汾渭平原大氣污染治理攻堅，加強工業、燃煤、機動車三大污染源治理。
- 水土環境保護要求：報告提出，1)強化水、土壤污染防治，今年化學需氧量、氨氮排放量要下降2%。2)加快治理黑臭水體，推進重點流域和近岸海域綜合整治。3)加強生態系統保護修復。
- 能源系統要求：報告提出，1)推進煤炭清潔化利用，加快解決風、光、水電消納問題。
- 城鎮環保要求：報告提出，1)加強固體廢棄物和城市垃圾分類處置。2)加大城市污水管網和處理設施建設力度。推廣綠色建築。
- 企業產業要求：報告提出，1)企業作為污染防治主體，必須依法履行環保責任。2)壯大綠色環保產業。加快火電、鋼鐵行業超低排放改造，實施重污染行業達標排放改造。3)加快發展綠色金融。

#### 行業影響：

- **水環境治理**。報告明確提出，要強化水、土壤污染防治，加快治理黑臭水體，推進河流和近岸海域整治。我們認為對水環境治理項目是極大的鼓勵。近二十年來中國城市飛速發展使周邊環境污染加劇，而且河流和近海域的治理缺乏政府支持，使發展緩慢。我們認為未來地方政府可能會明確部分河流整治項目，加大投資力度，使水環境治理行業受益更多。
- **城市污水治理**。報告提出要繼續加大城市污水管網和處理設施建設力度。我們認為現在中國城市的快速發展，國家對新城市的高要求，鼓勵城鎮化等政策，都將會加大城市的污水處理壓力，升級現有市政污水處理能力變得尤其重要。中央政府提出的要求無疑對城市污水運營商帶來更大的機遇。

## 政策 透視

- **垃圾焚燒**。報告提出要加强固體廢棄物和城市垃圾分類處置。與城市污水處理相似，城市人口的急速增長，網購的流行，還有現在垃圾填埋處理對地下水和土壤污染，都促使政府加大對垃圾焚燒的推行。垃圾焚燒是現在世界上較為環保和高效的固體垃圾處理方法，因為它占地面積小，而且加大處理量只需另設工廠而不用開發堆填區，對現代寸金尺土的城市而言相當適合。我們認為政府仍然會大力推廣垃圾焚燒處理，應會有助垃圾焚燒運營商的快速發展。
- **大氣治理**：替代能源行業的推廣(風電、核電、水力、太陽能等)的機遇。報告提出要降低二氧化硫、氮氧化物排放量，加快解決風、光、水電消納問題。這表明國家對推動使用清潔能源的決心。傳統火力發電對空氣污染嚴重，進一步清潔化對整體而言幫助有限，國家急需新的潔淨能源。我們認為替代能源行業將會持續高速發展，特別是核電和風電。核電的產出率高而且穩定，而且生產過程中無污染物排出，是現今發達國家的主要能源來源。風電無需消耗發電原料，利用小時數較太陽能更高，而且推進海上風電的話更能節約用地，進一步增加利用小時數。
- **對環保企業的支持**。報告提出，各類企業作為污染防治主體，必須依法履行環保責任，表明了過去對污染企業的優待可能會成為歷史，未來可能會對污染企業加大征費來減輕地方政府的負擔，以促進環保企業的發展。報告還提出要壯大綠色環保產業和加快發展綠色金融，表明了中央政府希望從各方面對環保企業提供支援。

### 股份影響：

- **光大國際(257 HK)**在垃圾焚燒上應受益最多。國家持續推廣垃圾焚燒，將會使更多快速發展的城市選擇此方法解決城市固體垃圾堆積的問題。光大國際是國內垃圾焚燒的龍頭企業，而且起步較早，在技術和經驗有深厚的積累，加上國企的背景，應該會受到最多的關注和受益。
- **北控水務(371 HK)**在水環境治理和城市污水治理方面將受益最多。北控水務是中國運營規模最大的污水處理企業。而且公司在較早期已在參與水環境治理項目，在這方面經驗豐富。公司還在葡萄牙有供水項目，證明其管理得到歐洲認可。公司的國企背景和較高的籌集資金能力將使其在項目收購和運營上更有效益。



## 政策 透視

- **龍源電力(916 HK)**應該是風電行業的最大受益者。龍源是國內乃至世界上數一數二的風電運營龍頭企業，管理的風機遍及全國，還涉獵到加拿大和南非。而且龍源正積極開發海上風電項目，其在江蘇省的海上風電項目發展迅速。國家在推動清潔替代能源的積極舉措無疑令龍源成為最大的受益者。
- **中廣核電力(1816 HK)**應該是核電行業的最大受益者。中廣核佔據中國超過 50%的核電發電量，近 60%的裝機容量，是國內核電建造和運營的領軍企業。而且公司在核電站運營方面經驗豐富，運營廣東大亞灣核電站有超過 30 年經驗。國家對空氣污染治理的決心無疑會加快核電項目的發展以取代傳統的高污染的火力發電，中廣核無疑將是最大的受益者。

## 政策 透視



### 中國教育業

#### 相關內容：

- 多渠道擴大學前教育供給，無論是公辦還是民辦幼兒園，只要符合安全標準、收費合理、家長放心，政府都要支持。
- 加快發展現代職業教育，既有利於緩解當前就業壓力，也是解決高技能人才短缺的戰略之舉；改革完善高職院校考試招生辦法，鼓勵更多應屆高中畢業生和退役軍人、下崗職工、農民工等報考，今年大規模擴招 100 萬人。
- 推進城鄉義務教育一體化發展，加快改善鄉村學校辦學條件，抓緊解決城鎮學校“大班額”問題，保障進城務工人員隨遷子女教育，發展“互聯網+教育”，促進優質資源共享。
- 持續抓好義務教育教師工資待遇落實。

#### 行業影響：

- 我們認為政府將會保持對學前教育的政策方向，並在近期將會推出關於非城鎮地區學前教育行業的發展政策；我們預期學前教育板塊的公司將會持續受壓，但是在港上市的教育企業中並沒有專注於學前教育的企業，因此港股投資者無需過於擔憂。
- 目前在港上市高等教育企業中，職業教育所占比重並不是很高，因此國家在政策上的支持將會使職業教育成為這些企業新的增長動力；我們預期在港上市的高等教育企業將會加快在職業教育板塊的收購和學科建設。
- 國家對於推動義務教育一體化發展的政策將會為基礎教育企業提供向低線城市滲透的機會。
- 國家對於提升義務教育教師工資待遇的政策將會持續影響基礎教育板塊，部分工資待遇水平不達標的上市企業將會受到影響。

## 政策 透視

### 股份影響：

- 基礎教育板塊中，我們仍然看好**睿見教育(6068 HK)**，目前國家對於基礎教育的政策方向仍有利於該公司的發展；同時，該公司成功通過自建和收購兩個方式進行擴張，展現出較強的擴張能力。
- 高等教育板塊中，我們看好**中教控股(839HK)**，主要由於該公司在上市後進行了多項收購，為其未來的增長打下了基礎；同時，其學生規模在香港高等教育板塊中排名第一，為其未來的擴張提供一定優勢。



## 中國消費品業

### 相關內容：

- 落實好新修訂的個人所得稅法，使符合減稅政策的約 8,000 萬納稅人應享盡享。
- 發展消費新業態新模式，促進線上線下消費融合發展；健全農村流通網絡，支持電商和快遞發展。
- 要順應消費需求的新變化，多渠道增加優質產品和服務供給，加快破除民間資本進入的堵點。

### 行業影響：

- 政府在減稅方面的舉措將會釋放出一定的消費力，提高人們的消費意欲，為零售銷售增長提供一定的支持。
- 線下消費與線上消費的融合加快將會促進消費行業新業態的發展。
- 在消費行業的某些領域政府或將會為民間資本進入提供機會，降低准入成本。

### 股份影響：

- 在零售環境壓力較大的環境下，必需消費品股份如**安踏(2020 HK)**、**蒙牛(2319 HK)**、**萬州國際(288 HK)**、**伊利(600887 HK)**等的抗壓能力較強，將會受惠於國家在推動消費增長方面的措施，並且可以受惠於在零售業新業態發展中所帶來的機會。

## 政策 透視



### 中國科技/電子商貿業

#### 相關內容:

- 促進新興產業加快發展。深化大數據、人工智能等研發應用，培育新一代信息技術、高端裝備、生物醫藥、新能源汽車、新材料等新興產業集群，壯大數字經濟。
- 堅持包容審慎監管，支持新業態新模式發展，促進平臺經濟、共享經濟健康成長。加快在各行業各領域推進“互聯網+”。
- 打造工業互聯網平臺，拓展“智能+”，為製造業轉型升級賦能。
- 鼓勵更多社會主體創新創業，拓展經濟社會發展空間，加強全方位服務，發揮雙創示範基地帶動作用。
- 改革完善跨境電商等新業態扶持政策。

#### 行業影響:

- 總的來說，工作報告對整個新經濟行業發展有利。特別是創新業態模式如共享經濟往往與現有監管條例有所衝突，而工作報告堅持包容審慎監管，支持新業態新模式發展，這應能幫助理順創新業態模式與監管兩者之間之關係。
- 在地區合作方面，不同地區/城市都正成立其各自的創新產業發展計劃，例如粵港澳大灣區創新產業、北京、上海科技創新中心、長三角 G60 科創走廊等。這些計劃的分工/合作在工作報告並沒有提及，故仍需觀察。
- 跨境電商等新業態扶持政策將對電商平臺有利，但需觀察會否因更多消費者購買外國商品而對國內商品有負面影響。

## 政策 透視

### 股份影響：

- 跨境電商等新業態扶持政策將對大型電商平臺如**阿里巴巴 (BABA US)** 有利。
- 上市規則去年的修改為大灣區新經濟公司以及生物科技公司開拓了新的融資渠道，而支持新經濟的政策應對未來來香港上市的初創企業有利。
- 部分新經濟的先行者如**小米(1810 HK)** 及**美團(3690 HK)**正享受先行者的優勢。資本市場現時給了較高的估值，而在工作報告內支持新經濟的政策下這趨勢或將在短期內持續。但長遠來看，更多初創企業來香港上市將令新經濟類股份的供應增加。如假設二級市場投資者對新經濟類股份的總需求不變，這或對現時已上市的新經濟類股份的估值產生壓力。



## 中國電信業

### 相關內容：

- 持續推動網絡提速降費。開展城市千兆寬帶入戶示範，改造提升遠程教育、遠程醫療網絡，推動移動網絡基站擴容升級，讓用戶切實感受到網速更快更穩定。今年中小企業寬帶平均資費再降低 15%，移動網絡流量平均資費再降低 20%以上，在全國實行“攜號轉網”，規範套餐設置，使降費實實在在、消費者明明白白。

### 行業影響：

- 推進網絡提速降費，不僅可以降低用戶和企業使用網絡的門檻，也能促進相關產業的進一步發展，為數字中國建設作貢獻，推動發展“互聯網+”。三大運營商已為提速投入 1.2 萬億，這對於製造業尤其是光纖製造廠商和設備製造廠商的促進作用明顯。提速降費可推動移動數據流量消費的使用量，為經濟增長不斷注入新動能，催生了一大批的新產業、新模式、新業態、助力大眾創業、萬眾創新蓬勃興起和數字經濟的發展，移動支付、共享出行、人工智能、在線娛樂等領域的創新為生活提供了極大的方便。中小企業寬帶平均資費的下降有利中小企業的經營和降低營運費用。攜號轉網對於用戶是一個好消息，增加用戶轉換運營商的靈活度。
- 運營商全面部署 100G 及以上大容量傳輸網絡，實現城域網、骨幹網與高速寬帶接入網同步擴容，加速向全光網絡演進，建設千兆光纖城市，支持高帶寬業務普及應用。運營商以構建高速、移動、安全、泛在的信息通信基礎設施為目標，快佈局新一代移動 5G 通信網絡。在 5G 網絡方面，2018 年至 2020 年，電信、移動、聯通三大運營商將累計投入 55 億元，新建 5G 基站超過 2 萬個。
- 5G 將滲透到未來社會的各個領域，以用戶為中心構建全方位的信息生態系統。可推動互聯網、雲計算、大數據、人工智能與製造業深度融合，提升製造業數字化、網絡化、智能化水平。5G 將加速智能駕駛、智慧醫療、智能工業製造等新技術新應用的落地，促進物聯網規模應用。

## 政策 透視

- 移動互聯網將為用戶提供增強現實、虛擬現實、超高清(3D)視頻、移動雲等更加身臨其境的極致業務體驗。而物聯網把人與人的通信延伸到物與物、人與物的智能互聯，未來幾年，移動醫療、車聯網、智能家居、工業控制、環境監測等都將推動物聯網應用爆發式增長，數以千億的設備將接入網絡，實現真正的“萬物互聯”，為移動通信帶來生機。

### 股份影響：

- 提速降費有利運營商新增用戶和數據的使用，**中國移動(941 HK)**擁有國內最高的移動和固網市占率，將可受惠於規模效益。中國移動亦獲得了 2.6GHz 和 4.9GHz 的雙 5G 頻譜，用於 5G 電信網絡的發展，我們預計中國移動將在 5G 網絡發展中獲得優勢。中國移動的用戶增長強勁，有良好的財務狀況，可支持公司發展 5G 網絡。



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED

## 農銀國際分析員



研究部主管 - 陳宋恩  
philipchan@abci.com.hk



更多研究報告



宏觀經濟 - 姚少華  
yaoshaohua@abci.com.hk



中國銀行業 - 歐宇恒  
johannesau@abci.com.hk



中國證券業/科技及電子商貿業 - 周秀成  
stevechow@abci.com.hk



中國房地產業 - 董耀基  
kennethtung@abci.com.hk



中國環保業/替代能源業 - 吳景荃  
kelvinng@abci.com.hk



中國教育業/消費品業 - 潘泓興  
paulpan@abci.com.hk



中國電信業 - 黎柏堅  
rickylai@abci.com.hk



## 權益披露

分析員陳宋恩、姚少華、歐宇恒、周秀成、董耀基、吳景荃、潘泓興、黎柏堅作為本研究報告全部或部分撰寫人，謹此證明有關就研究報告中提及的所有公司及/或該公司所發行的證券所做出的觀點，均屬分析員之個人意見。分析員亦在此證明，就研究報告內所做出的推薦或個人觀點，分析員並無直接或間接地收取任何補償。此外，分析員及分析員之關聯人士並沒有持有研究報告內所推介股份的任何權益，並且沒有擔任研究報告內曾提及的上市法團的高級工作人員。

### 權益披露

農銀國際證券有限公司及/或與其聯屬公司，曾在過去 12 個月內，與本報告提及的公司有投資銀行業務關係。

### 評級的定義

評級	定義
買入	股票投資回報 ≥ 市場回報(10%)
持有	負市場回報 (-10%) ≤ 股票投資回報 < 市場回報(+10%)
賣出	股票投資回報 < 負市場回報(-10%)

注：股票收益率=未來 12 個月股票價格預期百分比變化+總股息收益率

市場回報率=自 2005 年以來的平均市場回報率(恒指總回報指數於 2005-17 年間的年複合增長率為 10%)

目標價的時間範圍：12 個月

股票評級可能與所述框架有所偏離，原因包括但不限於：公司治理、市值、相對於相應基準指數的歷史價格波動率、相對於股票市值的平均每日成交量、公司於相應行業的競爭優勢等。

### 免責聲明

報告只為客戶使用，並只在適用法律允許的情況下分發。本研究報告並不牽涉具體使用者的投資目標，財務狀況和特殊要求。該等信息不得被視為購買或出售所述證券的要約或要約邀請。我等並不保證該等信息的全部或部分可靠，準確，完整。該報告不應代替投資人自己的投資判斷。文中分析建立于大量的假設基礎上，我等並不承諾通知閣下該報告中的任何信息或觀點的變動，以及由於使用不同的假設和標準，造成的與其它分析機構的意見相反或不一致。分析員(們)負責報告的準備，為市場信息採集、整合或詮釋，或會與交易、銷售和其它機構人員接觸。農銀國際證券有限公司不負責文中信息的更新。農銀國際證券有限公司對某一或某些公司內部部門的信息進行控制，阻止內部流動或者進入其它部門及附屬機構。負責此研究報告的分析員的薪酬完全由研究部或高層管理者(不包括投資銀行)決定。分析員薪酬不取決於投行的收入，但或會與農銀國際證券有限公司的整體收入(包括投行和銷售部)有關。報告中所述證券未必適合在其它司法管轄區銷售或某些投資人。文中所述的投資價格和價值、收益可能會有波動，歷史表現不是未來表現的必然指示。外幣匯率可能對所述證券的價格、價值或收益產生負面影響。如需投資建議、交易執行或其它諮詢，請您聯繫當地銷售代表。農銀國際證券有限公司或任何其附屬機構、總監、員工和代理，都不為閣下因依賴該等信息所遭受的任何損失而承擔責任。進一步的信息可應要求而提供。

版權所有 2019 年農銀國際證券有限公司

該材料的任何部分未經農銀國際證券有限公司的書面許可不得複印、影印、複製或以任何其他形式分發

辦公地址： 香港中環幹諾道中 50 號中國農業銀行大廈 10 樓農銀國際證券有限公司

電話： (852)3666 0002