



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED

2019 年

经济展望及投资策略

农银国际中国/香港证券研究

洞若观火，由表及里





農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED

目錄

2019 年全球經濟展望	3	陳宋恩 (研究部主管) 投資策略 philipchan@abci.com.hk 852-2147 8805
2019 年中國經濟展望	8	
2019 年投資戰略	14	姚少華 (經濟師) 經濟展望 yaoshaohua@abci.com.hk 852-2147 8863
香港 IPO 市場	31	
中國銀行業 - 正面	34	歐宇恒 (分析員) 中國銀行業 johannesau@abci.com.hk 852-2147 8802
中國證券業 - 中性	38	
中國房地產業 - 正面	42	周秀成 (分析員) 中國證券業 / 中國互聯網媒體與消費商業 stevechow@abci.com.hk 852-2147 8809
中國替代能源業 - 正面	47	
中國替代能源環保業 - 正面	51	
中國互聯網媒體與消費商業 - 正面	56	董耀基 (分析員) 中國房地產業 kennethtung@abci.com.hk 852-2147 8311
中國電信業 - 正面	59	
中國教育業 - 中性	63	吳景荃 (分析員) 中國環保業 / 替代能源業 kelvinng@abci.com.hk 852-2147 8869
于 2018 年 12 月 11 日发布 除另有指明外,数据截至 2018 年 11 月 30 日		潘泓兴 (分析員) 中國教育業 paulpan@abci.com.hk 852-2147 8829
		黎柏堅 (分析員) 中國電信業 rickyilai@abci.com.hk 852-2147 8895



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED



全球经济展望

经济师姚少华

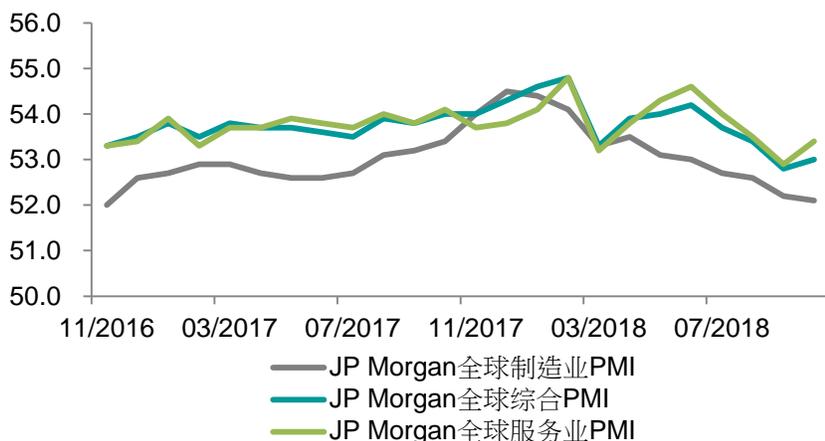
2019 年全球经济展望

- 受累于全球主要央行收紧货币政策及贸易摩擦升温，2018 年年初以来全球经济复苏有放缓迹象，全球主要经济体中仅美国的经济增速出现加快的趋势
- 2018 年年初至今全球通胀水平因能源价格反弹而有所上升。然而，由于工资增长疲弱，撇除食品及能源价格外的核心通胀整体上维持温和态势
- 展望未来，有见于全球贸易摩擦或升温，新兴市场国家资本大量外流，以及经济和政治政策的高度不确定性，我们预期 2019 年全球经济增长或放缓
- 我们预期 2018 年美国、中国、欧元区、日本及英国的经济分别增长 2.9%、6.6%、2.0%、0.9% 及 1.3%，2019 年则分别增长 2.4%、6.3%、1.7%、0.8% 及 1.3%，相比而言，上述国家在 2017 年经济分别增长 2.2%、6.9%、2.4%、1.7% 及 1.7%

全球经济增长动力减弱

受累于全球主要央行收紧货币政策及贸易摩擦升温，2018 年年初以来全球经济复苏步伐有所停滞。如图 1 所示，JP Morgan 全球制造业 PMI 和服务业 PMI 指数在 10M18 明显回落，显示全球经济增长放缓。全球资本市场对经济增长动能减弱已有反应，投资者减少风险资本持有比例，年初至今全球主要股票市场除美国外均有回落。

图 1: JP Morgan 全球 PMI 指数(%)



来源: 彭博、农银国际证券

*此报告中，季度或以 1Q / 2Q / 3Q / 4Q 代表。如 3Q18，即代表 2018 年第 3 季度
半年度或以 1H/2H 代表。如 1H18，即代表 2018 年上半年，2H18 即代表 2018 年下半年
累计月份或以 M 代表。如 9M18，即代表 2018 年首 9 个月

全球贸易活动亦有放缓的迹象，主要因为全球制造业增速回落。WTO 公布的世界贸易展望指标在 2018 年 8 月份回落至 100.3，仅略高于 100 的分界线。特别是分项指标出口订单指数大幅下跌至 97.2 的收缩水平，显示 2019 年全球贸易或失去增长动力。

2018 年年初至今全球主要经济体经济增速呈现出分化的走势，仅美国的经济增速出现加快的趋势。受益于川普政府减税等财政刺激政策支持，9M18 美国经济按年增长 2.8%¹，快过 2017 年全年 2.2% 的增速(图 2)。同期欧元区、英国以及日本的经济分别增长 2.1%、1.3% 及 0.9%，而 2017 年全年则分别增长 2.4%、1.7% 及 1.7%。近期的数据显示中国的经济在 9M18 增长 6.7%，较 2017 年全年 6.9% 的增速放慢。

图 2: 全球主要经济体 GDP 增长 (%)

实质 GDP 按年增长	2016	2017	9M18
美国	1.6	2.2	2.8
中国	6.7	6.9	6.7
欧元区	1.9	2.4	2.1
日本	1.0	1.7	0.9
英国	1.8	1.7	1.3

来源: 彭博、农银国际证券

2018 年年初至今全球通胀水平因能源价格反弹而有所上升，特别是在 OPEC 联合减产以及中东地缘政治风险不断上升等诸多因素推动下。尽管 10 月初国际油价明显回落，但 9M18 总体呈上涨态势。主要发达国家的通胀水平总体显示上升趋势，特别是美国及欧元区。美国 CPI 按年增速从 1 月的 2.1% 上涨至 10 月的 2.5%，同期欧元区 CPI 从 1.3% 上涨至 2.2%。中国 CPI 亦从 1 月的 1.5% 升至 10 月的 2.5%。然而，由于工资增长疲弱，撇除食品及能源价格外的核心 CPI 通胀整体上维持温和态势。即使失业率已实质改善，但除美国外的主要发达国家的核心 CPI 均未达到中央银行的目标水平。

由于全球主要经济体经济增速出现分化，全球主要央行的货币政策亦出现分化。有见于美国经济增速加快及通胀升温，美联储于 10M18 加息 3 次，并预期 12 月再加息 1 次及 2019 年加息 3 次。英伦银行在其 8 月份议息会议上将其政策利率从 0.50% 提高到 0.75%。欧洲央行及日本央行继续维持其宽松货币政策立场，而中国人民银行的货币政策从之前的中性偏紧转为中性偏松。此外，由于全球流动性收紧、美元指数飙升以及国际资本回流美国引发某些新兴市场国家发生金融动荡。2018 年 4 月以来阿根廷、土耳其、巴西、印尼等国货币汇率出现大幅贬值。上述国家央行被迫大幅加息来稳定本国货币及阻止资本外流。

¹除另有指明外，此章节中的变动比率均为按年变化



2019 年全球经济增速或放缓

展望未来，有见于全球贸易摩擦或升温，新兴市场国家资本大量外流，以及经济和政治政策的高度不确定性，我们预期 2019 年全球经济增长或放缓，特别是美国及某些新兴市场及发展中国家的央行正在紧缩货币政策。考虑到全球贸易纠纷升温及某些重要市场信贷条件紧缩，WTO 预测 2018 年及 2019 年全球货物贸易量增速将由 2017 年的 4.7% 分别降至 3.9% 及 3.7%。根据国际货币基金组织 2018 年 10 月发表的最新《世界经济展望》，2018 年及 2019 年全球经济预计均增长 3.7%，比 4 月发表的《世界经济展望》下调 0.2 个百分点(图 3)。由于我们预期全球主要经济体在 2019 年经济增速放缓，我们相信 IMF 或在下一期《世界经济展望》进一步下调 2019 年全球经济增长预测。经济合作与发展组织在 11 月发表的《经济展望》里将 2019 年全球经济增长预测从 5 月预计的 3.7% 下调至 3.5%。

有见于美国财政刺激效果减退，中美贸易纠纷升温以及金融条件收紧，我们预期 2019 年美国经济由 2018 年我们估计的 2.9% 回落至 2.4%。随着 2019 年美国民主党掌控众议院，川普政府第 2 阶段减税及加快基建投资等财政刺激政策料将面临挑战。货币政策方面，我们预期美联储在 2019 年加息两次，加息频率较美联储官员预期的 3 次为低，主要因为美国国债的长短息差已显着收窄，同时通胀在国际油价回落、房地产价格放缓以及经济增长放慢下保持温和水平。如果美联储频繁加息，美国长短期国债利率或出现倒挂，美国经济势必陷入衰退。此外，我们预计美联储将在 2018 年及 2019 年分别缩减资产负债表 4200 亿美元及 6000 亿美元。

随着中美贸易摩擦增多、房地产限制措施难于放松以及消费增长疲弱，中国经济料维持放缓态势。我们维持中国经济 2018 年及 2019 年分别增长 6.6% 及 6.3% 的预测不变。中国将维持中性偏松的货币政策及积极的财政政策来支持经济增长。我们预期 2018 年及 2019 年人民银行将维持基准利率稳定，但有见于通胀压力较温和以及经济下行压力增加，人民银行在 2018 年 12 月及 2019 年或再分别宣布定向下调 RRR 一次以及 3 次。

受欧美贸易摩擦、外需回落以及内部政局不稳等因素影响，我们预计 2019 年欧元区的经济增速或由 2018 年估计的 2.0% 减慢至 1.7%。欧元区内部政治风险仍高企，包括与英国或无法达成脱欧协议，意大利政府的民粹主义升温以及德国领导力的削弱。根据欧洲央行的 10 月份货币政策会议，我们预期欧洲央行将于 2018 年 12 月底结束 QE。有见于欧元区疲弱的经济增长前景，我们预期欧洲央行在 2018 年余下时间和 1H19 将维持利率不变，2H19 加息一次。此外，我们预期英国经济在 2018 年和 2019 年均增长 1.3%，较 2017 年 1.7% 的增速回落。

受累于外需回落及全球贸易保护主义升温，以及企业投资增长疲弱，我们预计 2018 年及 2019 年日本经济增速或由 2017 年的 1.7% 分别回落至 0.9% 及 0.8%。2019 年 10 月开始上调的消费税亦将拖累经济增长。有见于通胀前景仍疲弱及当前通胀水平远低于日本央行 2% 的目标，我们预期 2018 年和 2019 年日本的超宽松货币政策或维持不变。



图 3: 全球主要经济体 GDP 增长预测 (%)

实质 GDP 按年增长	2017	2018E	2019E
美国	2.2	2.9	2.4
中国	6.9	6.6	6.3
欧元区	2.4	2.0	1.7
日本	1.7	0.9	0.8
英国	1.7	1.3	1.3
世界(国际货币基金组织)	3.7*	3.7*	3.7*
世界(经济合作与发展组织)	3.6 [#]	3.7 [#]	3.5 [#]

来源: 国际货币基金组织、经济合作与发展组织、彭博、农银国际证券估计

注释: *代表国际货币基金组织的估计及预测

#代表经济合作与发展组织的估计及预测



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED



中国经济展望

经济师姚少华

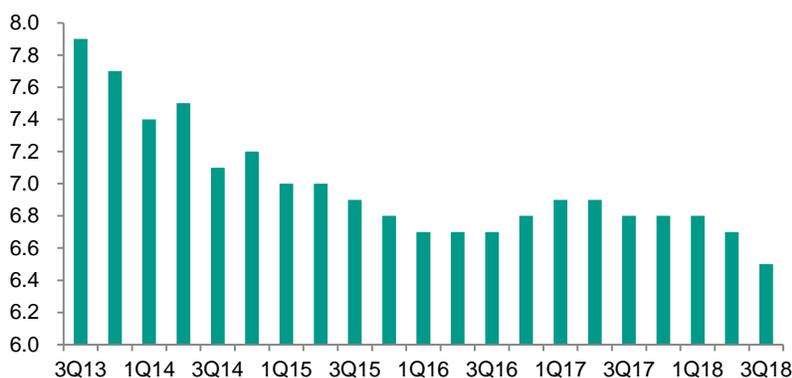
2019 年中国经济展望

- 受累于内需较疲弱、金融监管收紧以及中美贸易摩擦升级，2018 年年初以来中国经济增长略微放缓。官方数据显示位列世界第 2 大经济体的中国 9M18 经济增长 6.7%，较 2017 年同期 6.9% 的增速回落
- 展望未来，有见于中美贸易摩擦仍持续、消费增速疲弱、房地产调控措施仍偏紧以及信用违约上升，我们相信 2019 年中国经济增长或略微放缓。然而，我们认为中央政府推行的宽松财政政策及中性偏松的货币政策将防止经济大幅下滑。我们预期 2019 年中国 GDP 增长 6.3%，略低于 2018 年 6.6% 的预估增速
- 货币政策方面，我们预期人民银行在 2019 年将继续维持中性偏松的货币政策以稳定经济增长。人民银行料保持流动性合理充裕来增加对民营企业以及中小企业的信贷。有见于经济增长放缓以及通胀压力较温和，我们预期 2019 年人民银行将继续定向下调 RRR 3 次共计 2 个百分点
- 我们预期 2019 年中央政府将采用更为积极的财政政策来稳定增长，政策措施主要集中于减税降费、为民营经济提供资金支持以及加速基建投资方面。我们预期 2019 年政府会再录得小幅财政赤字，约占国内生产总值 3.5%

中国经济增长 10M18 放缓

受累于内需较疲弱、金融监管收紧以及中美贸易摩擦升级，2018 年年初以来中国经济增长略微放缓。官方数据显示位列世界第 2 大经济体的中国 9M18 经济增长 6.7%，较 2017 年同期 6.9% 的增速回落 (图 1)。国内生产总值各个组成部分的分析显示，消费开支仍是 9M18 经济增长的主要推动力，为整体经济增长贡献 5.2 个百分点，投资仅贡献 2.1 个百分点。相反，货物及服务净出口则拖累整体经济增长减少 0.6 个百分点。

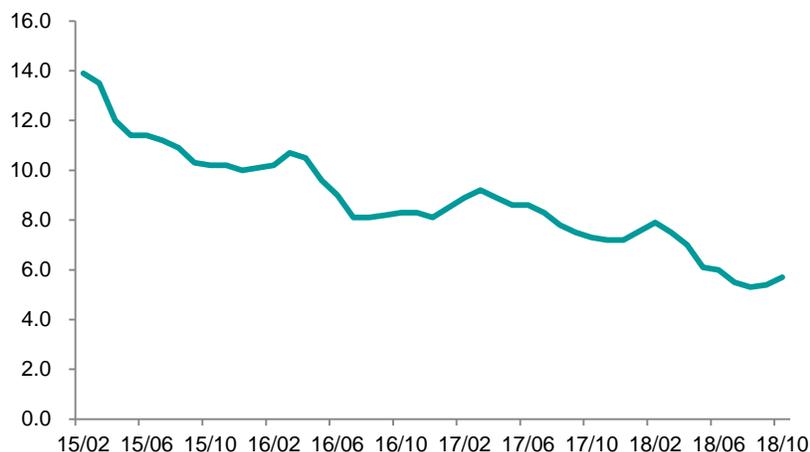
图 1: 中国 GDP 增长 (%)



来源: 国家统计局、农银国际证券

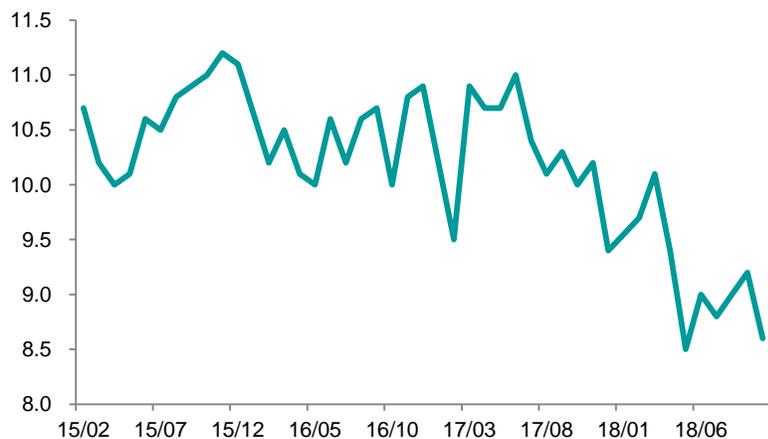
2017 年相比，10M18 内需表现较疲弱，投资及社会消费品零售销售增速均放缓。城镇固定资产投资继 2017 年增长 7.2% 后，10M18 回落至 5.7%，主要因为财政支出放缓导致基建投资增速大幅下挫(图 2)。同期社会消费品零售销售亦由 10.2% 放缓至 9.2%，主要因为居民房贷大幅上升挤压了消费增长以及汽车购置税优惠措施退出导致汽车消费增速大幅放缓(图 3)。从供给侧看，内地实质工业产出增长由 2017 年的 6.6% 回落至 10M18 的 6.4%。

图 2: 中国城镇固定资产投资年初至今增长 (%)



来源: 国家统计局、农银国际证券

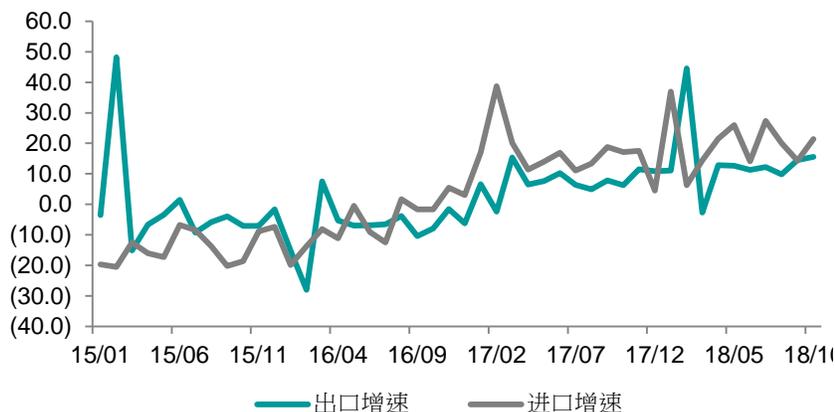
图 3: 中国零售销售增长 (%)



来源: 国家统计局、农银国际证券

外需方面，10M18 出口与进口均显着反弹。尽管中美自 3 月以来贸易摩擦升温，但随着人民币贬值以及出口抢跑效应，以美元计价 10M18 出口增长 12.6%，高于 2017 年 7.9% 的出口增幅(图 4)。同期进口急增 20.3%，亦高于 2017 年 15.9% 的进口增幅。由于进口大幅回升，10M18 贸易盈余由 2017 年同期的 3,348 亿美元收窄至 2,542 亿美元。

图 4:中国出口及进口增长 (%)



来源: 国家统计局、农银国际证券

10M18 通胀出现偏离。由于食品价格反弹，10M18 CPI 通胀由去年的 1.6% 回升至 2.1%。然而，同期 PPI 通胀则由 2017 年的 6.3% 大幅回落至 3.9%，主要因为内需较疲弱以及较高的基数效应。

货币政策方面，2018 年年初至今人民银行采用了中性偏松的态势，以期稳定经济增长。10M18 人民银行实施了 4 次定向降准来降低实体经济融资成本，我们预计 12 月仍有机会再次实施定向降准。尽管人民银行维持基准利率不变，但政府国债利率以及银行间 7 天回购利率等市场利率水平均趋于回落。另一方面，人民银行与银保监会加强了金融监管，特别在影子银行方面。2018 年 10 月广义货币供给(M2)的增速由 2017 年同期的 8.8% 回落至 8.0%，10M18 新增社会融资规模亦从 2017 年同期的 16.8 万亿人民币下跌至 14.6 万亿人民币。

2019 年中国经济增速或放缓

展望未来，有见于中美贸易摩擦仍持续、消费增速疲弱、房地产调控措施仍偏紧以及信用违约上升，我们相信 2019 年中国经济增长或略微放缓。然而，我们认为中央政府推行的宽松财政政策及中性偏松的货币政策将防止经济大幅下滑。

内需方面，随着地方政府专项债券加快发行和财政支出进度加速，基建投资有望在 2019 年低位回升。房地产调控政策仍将从严，同时土地流拍事件自 7 月来增多，以及房地产销售自 9M18 来大幅放缓，房地产投资在 2019 年或小幅回落。制造业投资在减税降费及融资成本降低下料保持平稳。我们预计 2019 年整体固定资产投资或由 2018 年估计的 5.8% 回落至 5.5%。尽管个税改革措施的实施将提振消费开支的增长，但由于居民可支配收入增长放缓，2019 年社会消费品零售销售的增长料维持疲弱态势。我们预计 2019 年零售销售增速或由 2018 年估计的 9.2% 回落至 9.0%。外需方面，虽然中美两国领导人在 G20 会议期间承诺在 90 天内停止相互加征新的关税，并就贸易摩擦举行双边谈判，但中美贸易的纠纷为中国 2019 年的贸易增速带来很大的不确定性。我们预计 2019 年中国出口及进口的增速或由 2018 年

估计的 12.0%及 20.0%分别回落至 7.0%及 12.0%。综合以上因素，我们预期 2019 年中国 GDP 增长 6.3%，略低于 2018 年 6.6%的预估增速(图 5)。

有见于国际油价回落及房地产价格升幅放缓，CPI 通胀或由 2018 年预计的 2.2%回落至 2019 年的 2.0%。由于大宗商品价格走势回软以及内需疲弱，PPI 通胀或由 2018 年预计的 3.5%下跌至 2019 年的 2.5%。我们相信 2019 年通胀不会成为宏观政策的制约因素。

货币政策方面，我们预期人民银行在 2019 年将继续维持中性偏松的货币政策以稳定经济增长。人民银行料保持流动性合理充裕来增加对民营企业以及中小企业的信贷。我们预计 2019 年新增人民币贷款与新增社会融资规模或分别增长 9.7%及 11.1%达至 17.0 万亿人民币及 20.0 万亿人民币。另外，尽管我们预期人民银行在 2019 年将维持基准利率不变，但货币当局或下调公开市场操作及短期流动性调节工具、常备借贷便利等货币工具的利率水平。有见于经济增长放缓以及通胀压力较温和，我们预期 2019 年人民银行将继续定向下调 RRR 3 次。我们预计 2019 年底大型存款类金融机构的 RRR 为 12.0%，而中小型金融机构为 10.0%。2019 年底广义货币供给(M2)预计增长 8.5%。汇率方面，由于美国或继续加息，我们预期 2019 年年底美元兑人民币在岸现货价或为 7.0000 左右，而 2018 年年底预计为 6.9000。

我们预期 2019 年中央政府将采用更为积极的财政政策来稳定增长，政策措施主要集中于减税降费、为民营经济提供资金支持以及加速基建投资方面。前段时间财政部已出台了个人所得税改革措施，我们预计 2019 年财政当局或出台企业所得税以及增值税的下调措施。国务院常务会议亦出台了保障基建投资正常融资要求的政策文件。由于财政支出较财政收入的增长为高，我们预期 2019 年政府会再录得小幅财政赤字，约占国内生产总值 3.5%。

图 5: 经济预测

经济指标	2017	2018 预测	2019 预测
实质 GDP 增长, %	6.9	6.6	6.3
固定资产投资增长, %	7.2	5.8	5.5
零售销售增长, %	10.2	9.2	9.0
以美元计出口增长, %	7.9	12.0	7.0
以美元计进口增长, %	15.9	20.0	12.0
工业产出增长, %	6.6	6.5	6.2
消费物价通胀, %	1.6	2.2	2.0
生产物价通胀, %	6.3	3.5	2.5
M2 增长, %	8.2	8.5	8.5
社会融资规模, 10 亿人民币	22,397	18,000	20,000
新增人民币贷款, 10 亿人民币	13,523	15,500	17,000
年底每美元兑人民币在岸现货价	6.5068	6.9000	7.0000

来源: 国家统计局、中国人民银行、农银国际证券预测



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED

货币政策方面，我们预期人民银行在 2019 年将继续维持中性偏松的货币政策以稳定经济增长。人民银行料保持流动性合理充裕来增加对民营企业以及中小企业的信贷。我们预计 2019 年新增人民币贷款与新增社会融资规模或分别增长 9.7%及 11.1%达至 17.0 万亿人民币及 20.0 万亿人民币。另外，尽管我们预期人民银行在 2019 年将维持基准利率不变，但货币当局或下调公开市场操作及短期流动性调节工具、常备借贷便利等货币工具的利率水平。有见于经济增长放缓以及通胀压力较温和，我们预期 2019 年人民银行将继续定向下调 RRR 3 次。我们预计 2019 年底大型存款类金融机构的 RRR 为 12.0%，而中小型金融机构为 10.0%。2019 年底广义货币供给(M2)预计增长 8.5%。汇率方面，由于美国或继续加息，我们预期 2019 年年底美元兑人民币在岸现货价或为 7.0000 左右，而 2018 年年底预计为 6.9000。

我们预期 2019 年中央政府将采用更为积极的财政政策来稳定增长，政策措施主要集中于减税降费、为民营经济提供资金支持以及加速基建投资方面。前段时间财政部已出台了个人所得税改革措施，我们预计 2019 年财政当局或出台企业所得税以及增值税的下调措施。国务院常务会议亦出台了保障基建投资正常融资要求的政策文件。由于财政支出较财政收入的增长为高，我们预期 2019 年政府会再录得小幅财政赤字，约占国内生产总值 3.5%。



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED



投资策略

研究部主管陈宋恩

2019 年投资策略

动荡的环境中识别主流趋势

展望未来，我们预计中美多维度对抗，北约 - 俄罗斯对抗，英国脱欧，一些欧元区和新兴国家的金融不稳定可能导致 2019 - 2020 年的潜在动荡外部因素。尽管如此，中国仍将继续推行区域发展战略，如“一带一路”，“粤港澳大湾区发展”，“长江经济带发展”，“京津冀发展”等。为稳定和维持经济增长，中国将继续实施供给侧结构性改革，增加有效供给，提高资源配置效率，乡村振兴，缩小城乡收入差距，这不但可加强社会稳定，还为未来消费增长提供广大基础。从长远来看，实现“中国 2025”产业战略提升中国的全球竞争力，是不变大方向。我们已经确定了一些构成我们投资意见基础的主要趋势。

- 主要央行正在放缓资产增长，风险资产价格被压低
- 美国实际利率已上涨，将抑制消费和投资
- 中国将降低实际利率，促进消费和投资
- 新的中美关系将支持市场多元化作为投资主题
- 投资回报前景：夏普比率 (Sharpe) 下降
- 人口趋势和 IT 趋势将决定投资周期
- 2019 年恒生指数交易范围：23,000-31,700

央行正在限制或扭转资产负债表的快速增长

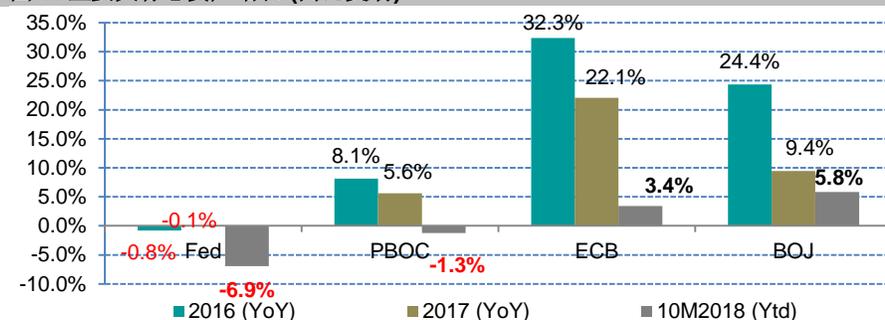
于 10M18（2018 年首 10 个月），美联储将其资产负债表收缩约 7%；中国人民银行，欧洲央行和日本央行也在今年抑制了资产负债表的增长。继 2016 年同比增长 8.1% 和 2017 年同比增长 5.6% 后，中国人民银行的资产负债表在 10M18 缩减 1.3%。欧洲央行的资产负债表增长从 2017 年的 22% 放缓至 10M18 的 3.4%。日本央行的资产负债表增长从 2017 年的 9.4% 放缓至 10M18 的 5.8%。我们预计 2019-2020 年，全球 4 大央行的缩表趋势将持续。

采取宽松的财政政策来缓解央行收紧资产负债表的不利影响。因此，随着政府债务供应增加，流动性供应增长趋于收缩或放缓，无风险利率趋势将向上走。

随着主要央行继续削减资产负债表，无风险利率趋势将向上走，全球资产价格的下调压力将加大。

由于挤出效应，行业整合将成为未来几年的必然趋势。

图 1: 主要央行总资产增长 (同比变动)



10M18 (Ytd): 自 2017 年末至 2018 年 10 月末的变化

来源：美联储、中国人民银行、欧洲央行、日本央行、彭博、农银国际证券



美国的正实际利率的涟漪效应将在 2019 -20 年间蔓延

美联储在 2018 年形成了一个日益积极的实际利率环境。在 10M18，3 次加息之后，美联邦基金利率已经超过核心个人消费支出价格增长指数 (Core PCE)，这意味着实际利率正在上升到正数区域，是自 2008 年初以来的首次。正实际利率环境已经形成。实际利率可能在 2019 年进一步上升，因为市场预期美联储将在 2018 年 12 月再次加息，并在 2019 年一次或两次加息。

2018-19 年美国的实际利率进一步走高，将在 2019-20 年期间抑制消费和投资增长。它的涟漪效应不利影响将在 2019-20 年对其他出口到美国的国家产生影响。

涟漪效应将扩散到中国，墨西哥和德国，因为它们是美国的主要贸易伙伴。

图 2: 美国联邦基金利率 (Fed Funds Rate)与核心个人消费支出价格通胀 (Core PCE)

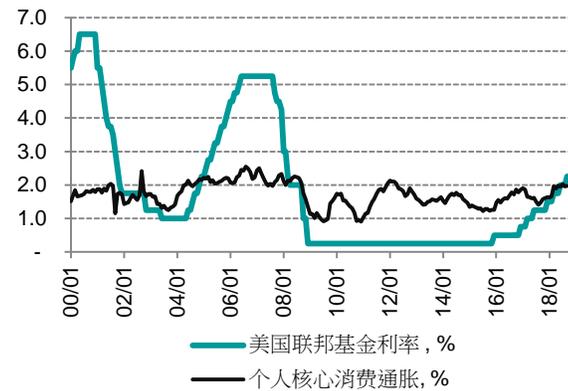


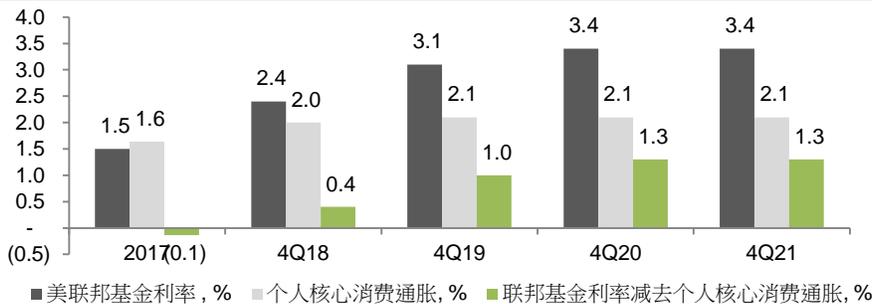
图 3: 联邦基金利率减去核心 PCE(%): 正实际利率环境正在形成并逐步升级



来源: 美联储、Bureau of Economic Analysis、彭博、农银国际证券

来源: 美联储、Bureau of Economic Analysis、彭博、农银国际证券

图 4: 美联储预计联邦基金利率与核心 PCE 之间的差距将在 2019-2020 年进一步扩大



注: 季度预测摘自美联储 2018 年 9 月发布的预测
来源: 美联储、农银国际证券

中国需要维持低实际利率环境以刺激消费和投资

为了稳定经济增长，促进经济增长的结构性转变，中国需要在 2019-20 年间保持负实际利率环境，以刺激消费和投资。我们预测中国的监管机构经常使用反周期措施来平滑经济波动。

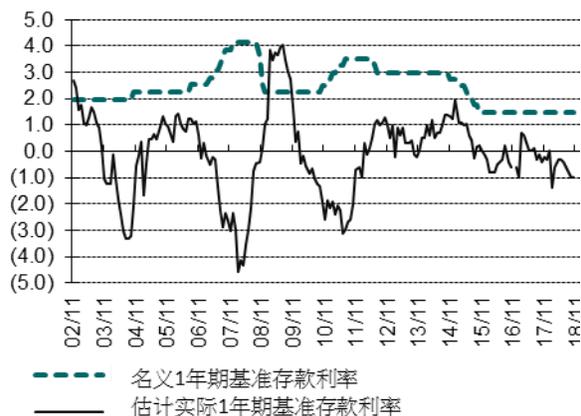
在过去 20 年的 3 次主要经济危机中(2003 年的 SARS、2008 年的美国次贷危机和 2010 年的欧洲主权债务危机)，中国的实际贷款利率或存款利率降至负值。由于目前实际贷款利率仍然很高，我们认为降低实际贷款利率以支持 2019 年投资和消费增长的选择是可行的。

图 5: 中国名义和实际 1 年期基准贷款利率(%)



来源: 中国人民银行、国家统计局、农银国际证券

图 6: 中国名义和实际 1 年期基准存款利率(%)



来源: 中国人民银行、国家统计局、农银国际证券

新中美关系对投资的启示

中美对抗的升级将显著降低中长期经济周期同步化程度。低贝塔(β)或负 β 投资多样化变得必要。随着经济周期的不同步，市场多元化投资策略变得越来越有意义。从长远来看，全球投资者将有更低的相关性多元化选择。

近年来，人民币汇率已变得更加市场化，政府也增加了促进资本流动的渠道。随后，中国对利率周期获得了更多的控制，不需要严格遵循美国的利率周期。

自 2016 以来，中国和美国的房地产周期已失去同步。中美利率周期差异的不断扩大，也导致人民币汇率波动性加大。中美收益率差距的下降是 2018 年人民币对美元贬值的主要原因之一。海外投资者抓住机遇在中国积累人民币资产。我们估计，于 11M18，离岸投资者或机构通过北行沪深港股通净买入 2270 亿元人民币 A 股；于 10M18，离岸投资者或机构净买入 530 亿元人民币在岸债券。

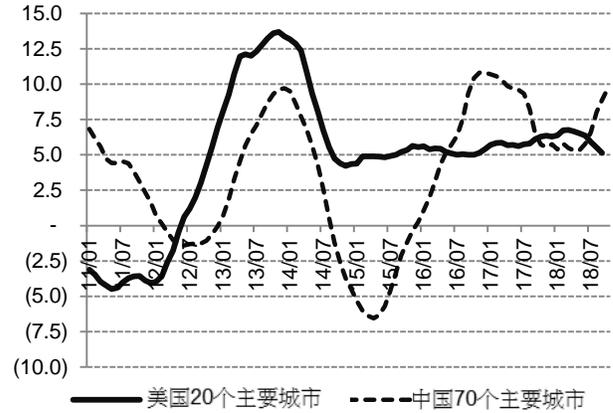


图 7: 中国-美国 10 年国债收益率差距(百分点)



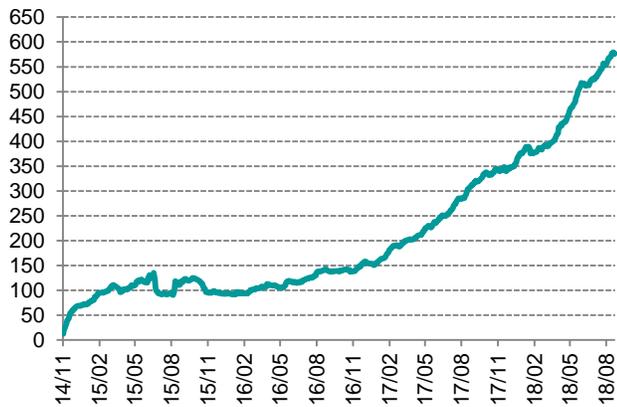
来源: 彭博、农银国际证券

图 8: 中国及美国房价变动(%)



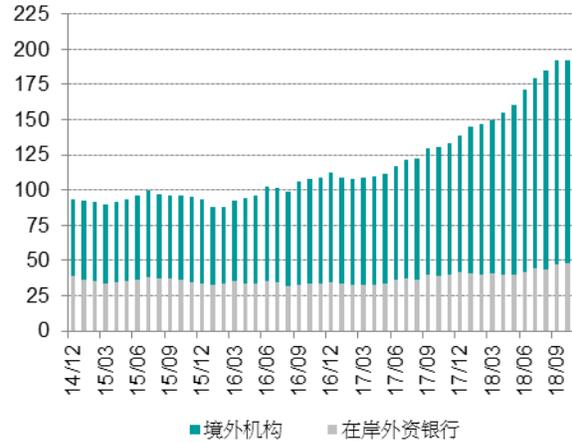
来源: S&P/Case-Shiller、国家统计局、彭博、农银国际证券

图 9: 沪深港股通北行累计净买入 A 股 (10 亿元人民币)



来源: 香港交易所、彭博、农银国际证券

图 10: 在岸债券持有量(10 亿元人民币)



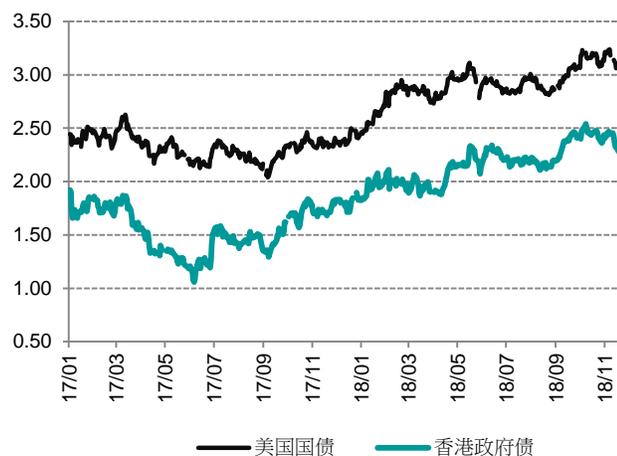
来源: 国家外汇管理局、农银国际证券

投资回报前景：夏普比率(Sharpe ratio)下降

由于无风险资产回报率上升和预期价格波动风险增加，夏普比率将下降。

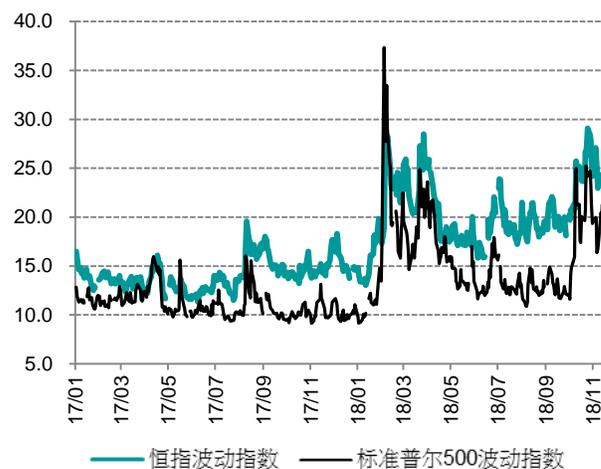
中美关系紧张加剧了系统性风险。波动性指数的上升表明投资者必须承担更高的市场风险。同时，美国国债收益率的增长表明，投资带来的额外投资回报(高于无风险利率的回报)可能会减少。风险回报在风险方面偏重。投资者应该考虑在他们的投资组合中增加现金比例相对较高的基金。

图 11: 10 年期政府债券收益率(%) 趋向上升



来源：彭博、农银国际证券

图 12: 恒生指数或标准普尔 500 指数的波动指数呈上升趋势



来源：香港交易所、彭博、农银国际证券

上升趋势周期中的产业

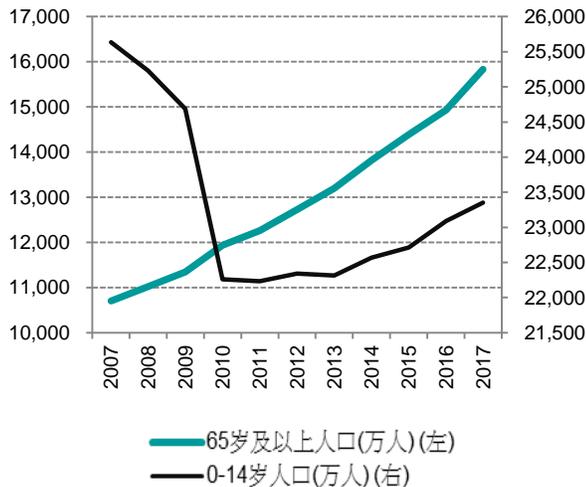
2019—2020 推动上循环产业和原因:

(1) 物联网服务-云计算和人工智能服务

- 阿里巴巴(BABA US): 云计算部门是阿里巴巴增长最快的业务之一。在 2018 公司财务年度、1Q19 和 2Q19, 该部门营业收入同比增长 101%、93%和 90%, 至 134 亿元、47 亿元和 57 亿元人民币。EBITDA 损失率从 2018 公司财务年度的 6%、1QFY19 的 10%, 下降到 2QFY19 的 4%。
- 腾讯(700 HK): 云服务收入在 9M18 增长了一倍, 超过 60 亿元人民币。它计划将其专有技术集成到基于云的解决方案中。医疗健康和交通是云计算、人工智能和大数据分析能力应用的两大生态系统。
- 微软(MSFT US): 其智能云业务部分分别占 2018 财年总营业收入和总营业利润的 32.5%和 32.9%, 它的年复合增长率分别为 10.3%和 8.1%。
- 我们相信, 2020 年 5G 电信服务的商业化将加速物联网服务的应用, 从而提高对云计算和人工智能的需求。

(2) 提高生活水准服务: 中国人口结构的变化将继续推动医疗、教育、旅游、环境保护和清洁能源的需求。

图 13: 老年人和儿童的人口增长形成上升趋势

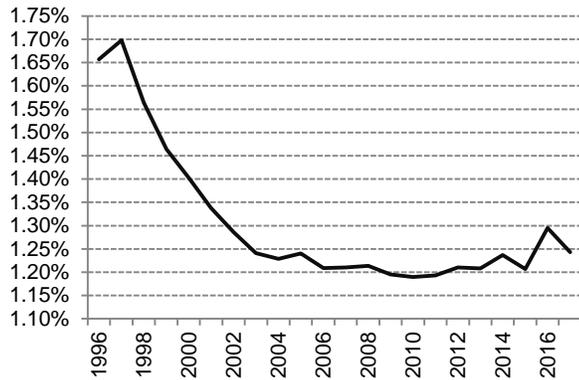


来源: 国家统计局、农银国际证券

图 14: 2016 年度新生儿将于 2019—20 岁入学 (单位: 万人)

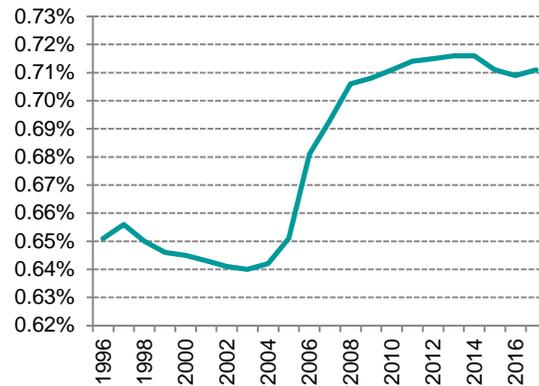


来源: 国家统计局预测、农银国际证券

图表 15: 近年来出生率回升带动教育资源需求


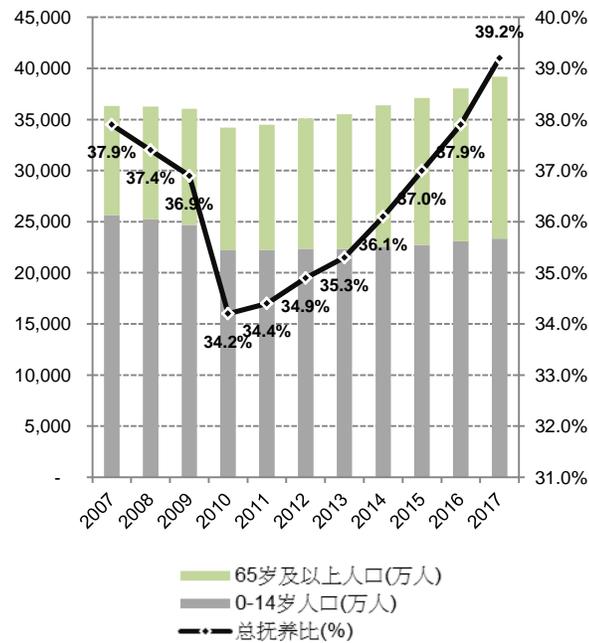
出生率: 新生儿/平均人口

来源: 国家统计局、农银国际证券

图表 16: 死亡率剧增引发环保问题关注


死亡率: 死亡人数/平均人口数

来源: 国家统计局、农银国际证券

图 17: 抚养比的提高将改变未来几年的消费和储蓄行为


抚养比: (年龄少于 15 岁及大于 64 岁人口)/ 15~64 岁人口

来源: 国家统计局、农银国际证券

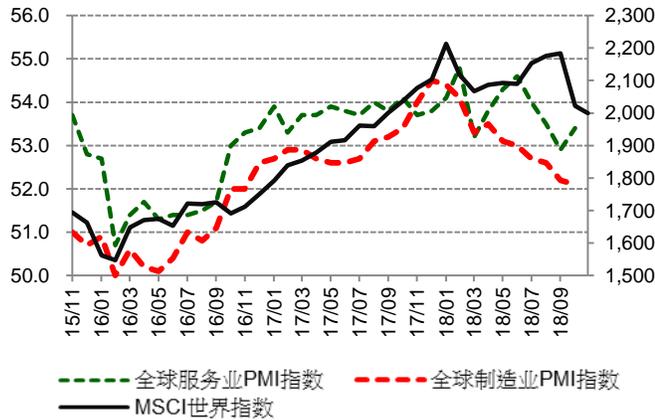
图 18: 增加人均医疗和居住生活支出将抑制其他类别的消费增长 (%同比)


来源: 国家统计局、农银国际证券

MSCI 世界指数一直在减弱。财政刺激暂时提振了盈利增长，但利润增长强劲的势头在 2019 年不太可能持续。

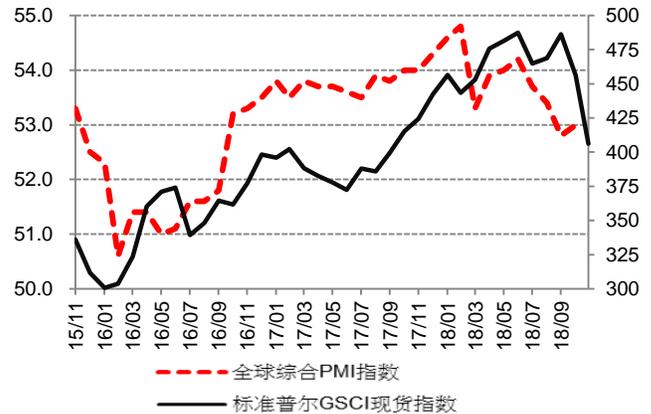
2018 年全球主要股票市场指数因同期经济活动动力减弱，企业利润增长预期放缓而走弱。PMI 数据显示，全球制造业和服务业增长放缓，抑制了股市，并引发了 2018 年大宗商品指数的抛售。

图 19: JPM 全球服务和制造业 PMI 指数(左)与 MSCI 世界指数(右)——2018 年初以来全球经济活动扩张放缓



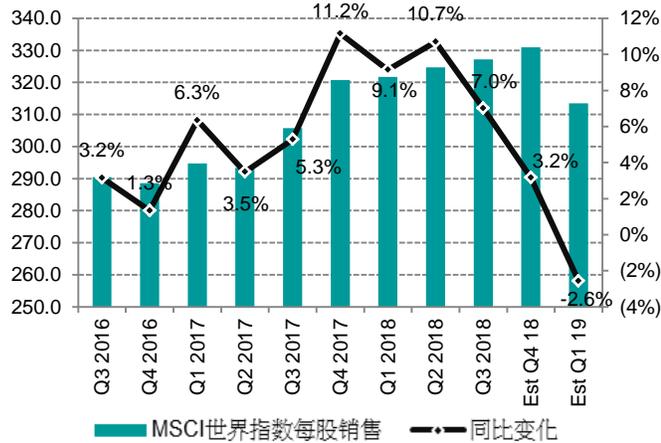
来源: Markit、彭博、农银国际证券

图 20: JPM 全球综合 PMI 指数(左)与标准普尔 GSCI 现货指数(右)——大宗商品市场的投资需求在 2018 年中已开始出现收缩



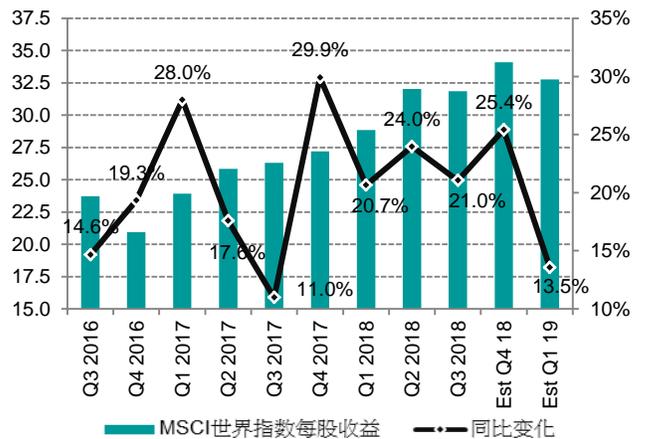
来源: Markit、彭博、农银国际证券

图 21: MSCI 世界指数每股销售(美元)- 收入增长正在减弱



来源: 彭博、农银国际证券

图 22: MSCI 世界指数 EPS (US\$) – 政府财政刺激短期内促进利润增长，但效果正在减弱



来源: 彭博、农银国际证券

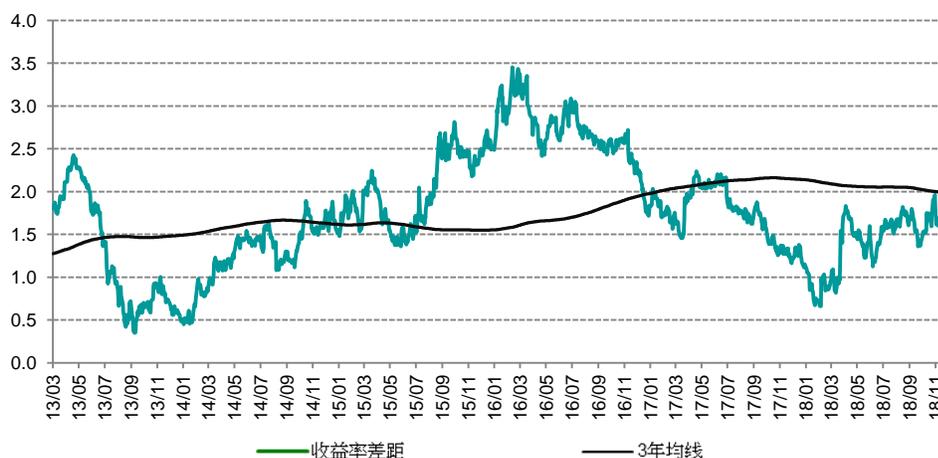
香港股票市场

- 降低成长性股票或风险资产的权重；增加价值性股票和现金头寸的权重
- 调整投资回报预期
- 剥离低回报资产，降低杠杆率，优化投资回报
- 分散投资市场，把握中美经济周期的差异
- 准备应对流动性紧缩，因为主要央行将限制资产负债表的增长

除非收益率差(恒生指数股息收益率减去香港特别行政区政府债收益率)超过 2%点，否则香港的蓝筹股仍不具吸引力

香港公债收益率的提高，推高了持有蓝筹股的价值投资者的机会成本。恒生指数股息收益率与香港 10 年期政府债收益率之间的 3 年平均收益率差距约为 2%(标准偏差为 0.6 ppt)。如果收益率差距扩大到超过 2%，价值投资者应该考虑积累蓝筹股。

图 23: 收益率差: 恒指股息收益率减去 10 年港元政府债收益率



当收益率差增加到超过 2% 时，追求收益率投资者或价值投资者应该考虑积累蓝筹股。

当收益率差降至 2% 以下时，追求收益率投资者应考虑减持蓝筹股。

恒生指数: 26682

来源: 彭博、农银国际证券

恒生指数交易区间

考虑到盈利能力、增长势头、派息和历史市场估值，我们对香港恒生指数未来几年的交易范围的预测如下：

- 2018 年交易区间预测：24,540-33,484，相当于 10.31x-14.06x 的 2018 年预测市盈率，1.13x-1.54x 的 2018 年预测市净率，或 4.07%-2.98% 的 FY18E 股息收益率
- 2019 年交易区间预测：24,488-31,637，相当于 9.29x-12.00x 的 2019 年预测市盈率，1.05x-1.36x 的 2019 年预测市净率，或 4.39%-3.39% 的 2019 年预测股息收益率
- 2020 年交易区间预测：25,169-34,779，相当于 8.68x-12.00x 的 2020 年预测市盈率，1.00x-1.38x 的 2020 年预测市净率，或 4.60%-3.33% 的 2020 年预测股息收益率

图 23: 恒生指数市场估值

	2014-18	2018E*	2017	2016	2015	2014
恒生指数						
高		33,484.08	30,199.69	24,364.00	28,588.52	25,362.98
低		24,540.63	21,883.82	18,278.80	20,368.12	21,137.61
指数每股盈利同比变动	平均 3.9%	(1.6%)	34.8%	(12.4%)	(14.2%)	12.7%
指数每股净值同比变动	平均 6.0%	(0.4%)	14.5%	1.3%	5.0%	9.82%
指数 ROAE	平均 11.5%	10.96%	11.86%	9.50%	11.17%	13.97%
股息比率	平均 41.9%	41.95%	42.35%	45.32%	42.19%	37.82%
市盈率(x)						
高	14.06	14.06	12.48	13.57	13.95	10.62
低	8.85	10.31	9.04	10.18	9.94	8.85
市净率(x)						
高	1.54	1.54	1.39	1.28	1.52	1.42
低	0.96	1.13	1.00	0.96	1.08	1.18
股息率						
高	2.98%	2.98%	3.39%	3.34%	3.02%	3.56%
低	4.68%	4.07%	4.68%	4.45%	4.24%	4.27%

*2018 年数据截至 11 月 28 日

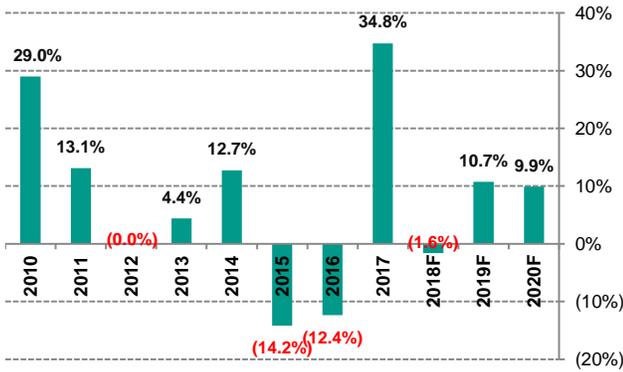
ROAE=平均权益回报率

来源: 彭博、农银国际证券

图 24: 2019-20 年的恒生指数预测

时期: 2019 年	高	低	年末
指数	31,637	24,488	30,319
市盈率(x)	12.00	9.29	11.50
市净率(x)	1.36	1.05	1.30
股息率	3.39%	4.39%	3.54%
时期: 2020 年	高	低	年末
指数	34,779	25,169	31,880
市盈率(x)	12.00	8.68	11.00
市净率(x)	1.38	1.00	1.27
股息率	3.33%	4.60%	3.63%

来源: 彭博、农银国际证券

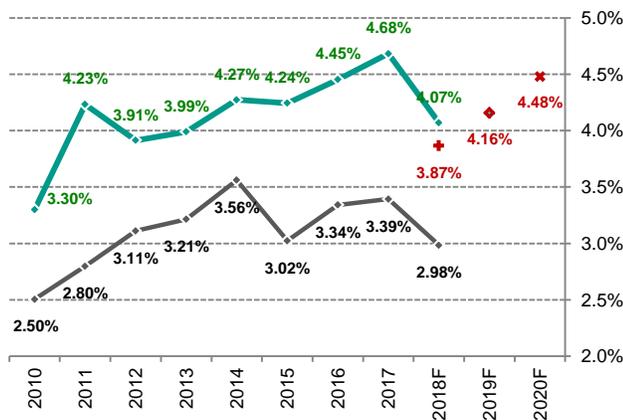
香港蓝筹股
图 25: 恒生指数 EPS (同比变动)


来源: 彭博、农银国际证券

图 27: 恒生指数市盈率(x): 过去年度的高/低点和当前指数预测估值

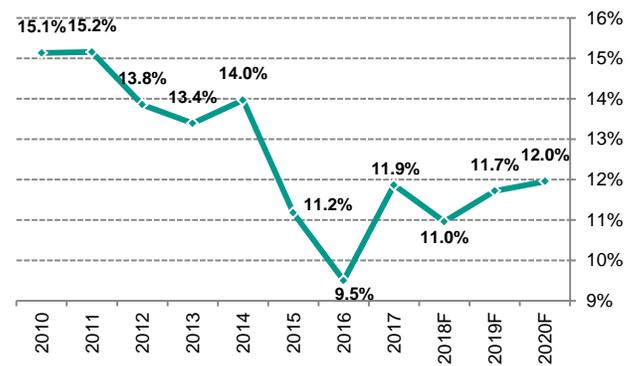

恒生指数(11/28/2018): 26682.56

来源: 彭博、农银国际证券

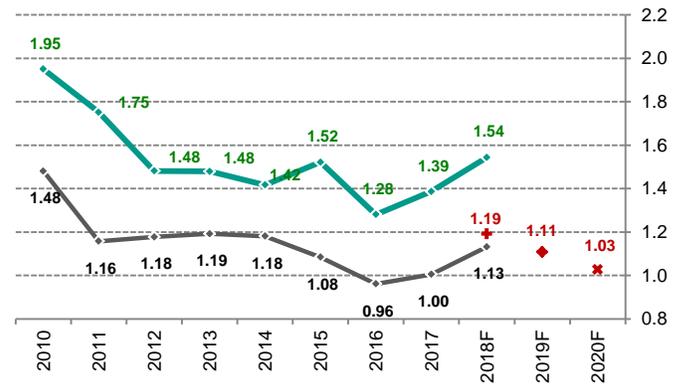
图 29: 恒生指数股息率(%): 过去年度的高/低点和当前指数预测估值


Index (11/28/2018): 26,682.56

来源: 彭博、农银国际证券

图 26: 恒生指数平均权益回报率(ROAE)


来源: 彭博、农银国际证券

图 28: 恒生指数市净率(x): 过去年度的高/低点和当前指数预测估值


恒生指数(11/28/2018): 26682.56

来源: 彭博、农银国际证券

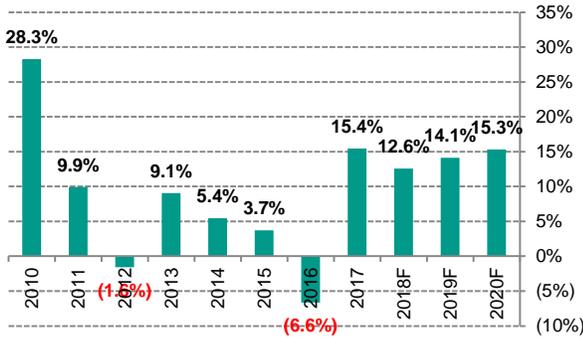
2019 年展望

存在利润下调的风险; 每股收益增长可能比目前预期的要慢

市场估值区间将降低

估计恒生指数交易区间 **24,500-31,600** (凑整到百位), 相当于 **9.29x-12.00x** 的 2019 年预测市盈率,

1.05x-1.36x 的 2019 年预测市净率

中国蓝筹股
图 30: 沪深 300 指数 EPS (同比变动)


来源: 彭博、农银国际证券

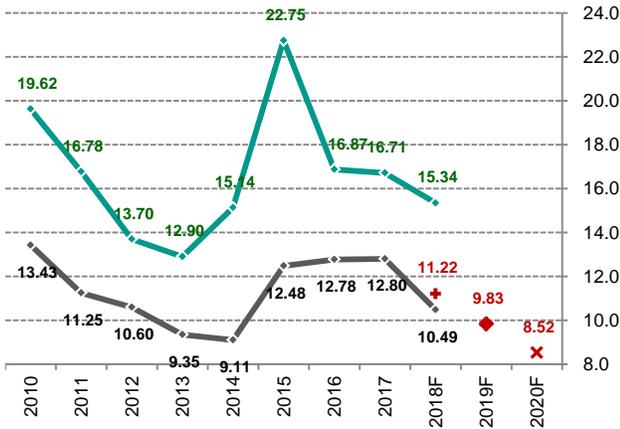
图 32: 沪深 300 指数市盈率(x): 过去年度的高/低点和当前指数预测估值

 指数(11/28/2018): 3218.41
 来源: 彭博、农银国际证券

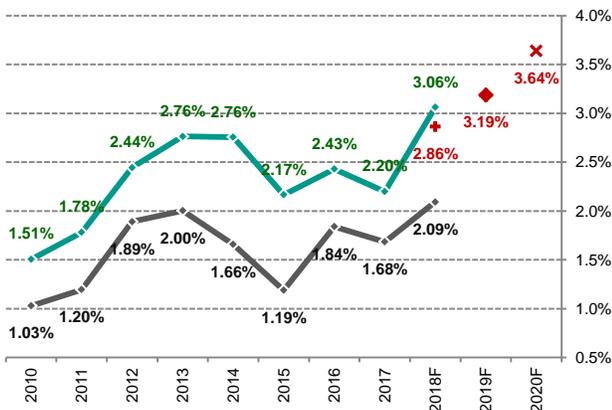
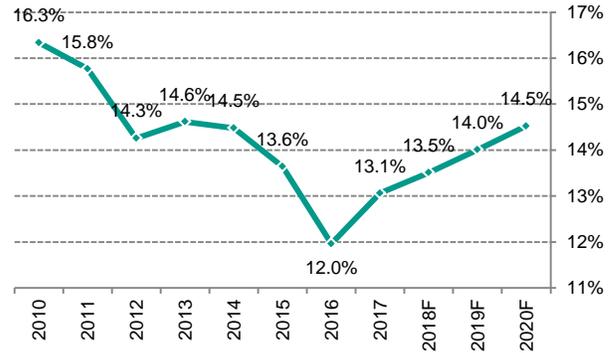
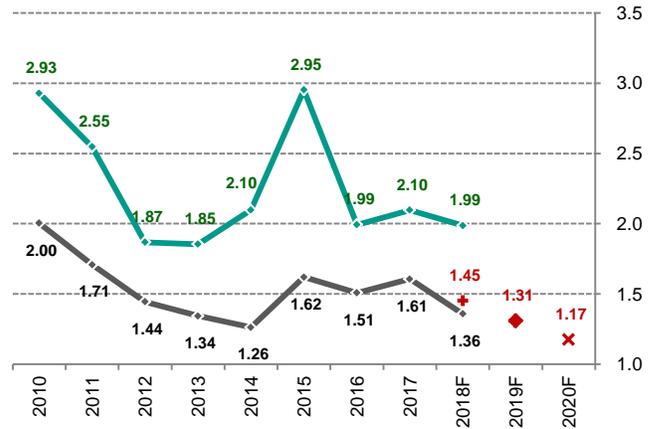
图 34: 沪深 300 指数股息率(%) : 过去年度的高/低点和当前指数预测估值

 指数(11/28/2018): 3218.41
 来源: 彭博、农银国际证券

图 31: 沪深 300 指数 ROAE


来源: 彭博、农银国际证券

图 33: 沪深 300 指数市净率(x): 过去年度的高/低点和当前指数预测估值

 指数(11/28/2018): 3218.41
 来源: 彭博、农银国际证券

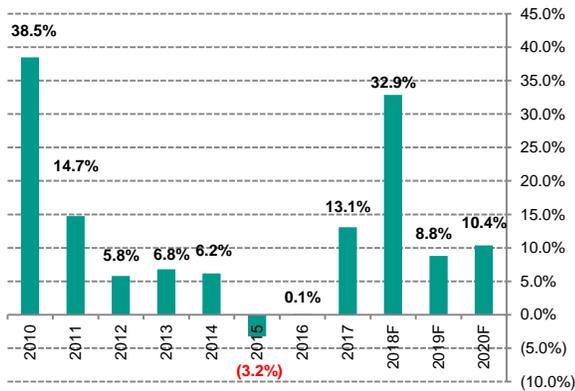
2019 年展望

- 存在利润下调的风险; 每股收益增长可能比目前预期的要慢
- 市场估值区间将降低
- 沪深 300 指数交易区间 3,100-4,260 (凑整到 10 位), 相当于 9.4x-13.0x 的 2019 年预测市盈率, 1.26x-1.73x 的 2019 年预测市净率



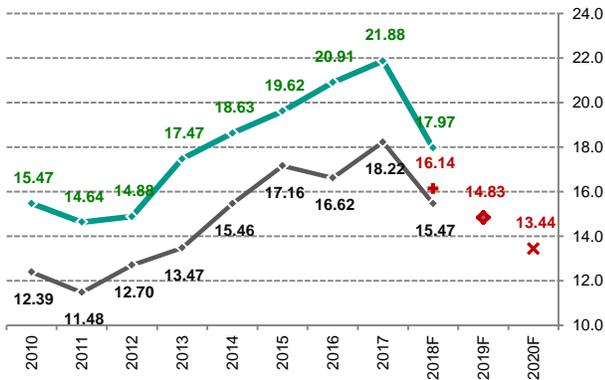
美国蓝筹股

图 35: 标准普尔 500 指数 EPS (同比变动)



来源: 彭博、农银国际证券

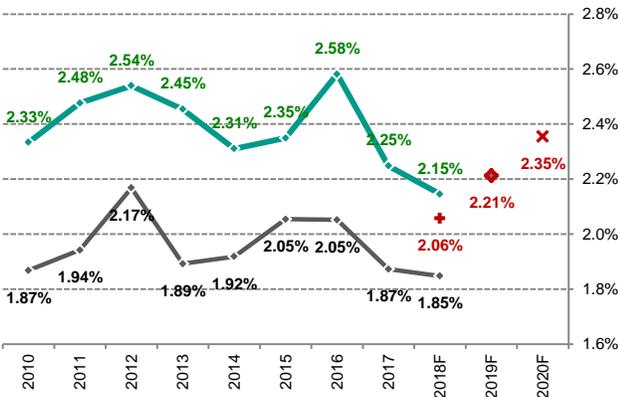
图 37: 标准普尔 500 指数市盈率(x): 过去年度的高/低点和当前指数预测估值



指数 (11/28/2018): 2641.89

来源: 彭博、农银国际证券

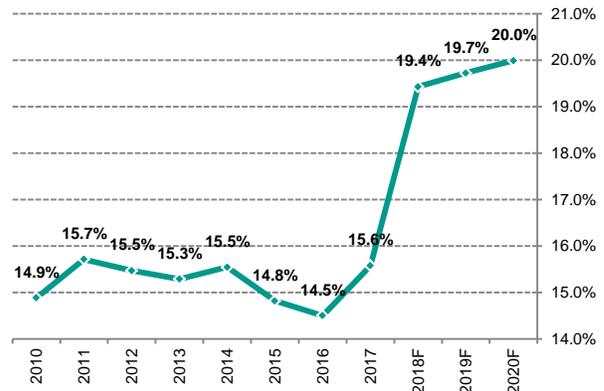
图 39: 标准普尔 500 指数股息率(%): 过去年度的高/低点和当前指数预测估值



指数 (11/28/2018): 2,641.89

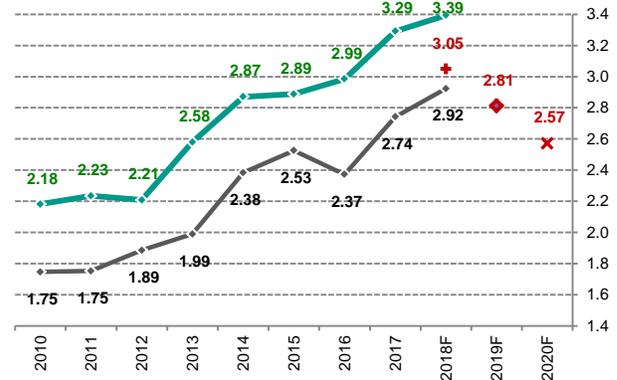
来源: 彭博、农银国际证券

图 36: 标准普尔 500 指数 ROAE



来源: 彭博、农银国际证券

图 38: 标准普尔 500 指数市净率(x): 过去年度的高/低点和当前指数预测估值



指数 (11/28/2018): 2641.89

来源: 彭博、农银国际证券

2019 年展望

- 财政刺激有助于提高 ROAE, 但其对 EPS 增长的影响正在减弱
- EPS 增长势头减弱, 市盈率估值区间呈下降趋势
- 标准普尔 500 指数交易区间 2,400-3,200 (凑整到 10 位), 相当于 13.5x-18.0x 的 2019 年预测市盈率, 2.56x-3.40x 的 2019 年预测市净率



图 41: 恒生指数成分股市场估值

代码	股票名称	2020E	2020E	2020E	2020E	2020E	2019E	2019E	2019E	2019E	2019E	2018E	2018E	2018E	2018E	
		股价 (HK\$)	市盈率 (x)	PEG* (x)	市净率 (x)	股息率 (%)	ROAE (%)	市盈率 (x)	PEG* (x)	市净率 (x)	股息率 (%)	ROAE (%)	市盈率 (x)	市净率 (x)	股息率 (%)	ROAE (%)
2	中电控股	88.05	16.58	(4.16)	1.72	3.11	10.6	17.18	(4.31)	1.81	3.00	10.8	15.29	1.89	3.38	12.9
3	香港中华煤气	15.92	25.35	4.75	3.43	2.35	13.7	26.80	5.02	3.54	2.22	13.5	28.13	3.69	2.12	14.6
6	电能实业	52.55	13.96	11.73	1.30	5.14	9.4	14.30	12.02	1.33	5.02	9.4	14.30	1.35	5.02	8.8
836	华润电力	14.96	7.22	0.33	0.80	12.50	11.6	8.57	0.39	0.87	10.52	10.4	10.70	0.92	8.43	8.8
1038	长江基建集团	59.00	12.05	2.37	1.23	4.85	10.4	12.59	2.48	1.28	4.65	10.4	13.31	1.33	4.39	10.4
1113	长实集团	56.75	7.96	2.96	0.59	2.65	7.6	7.99	2.98	0.62	2.64	7.9	8.39	0.65	2.51	8.2
101	恒隆地产	15.58	15.50	(6.00)	0.50	2.67	3.2	15.55	(6.02)	0.50	2.66	3.2	14.71	0.51	2.82	3.5
12	恒基地产	40.00	11.30	1.10	0.57	1.99	5.0	10.97	1.07	0.57	2.05	5.3	13.75	0.58	1.63	4.3
16	新鸿基地产	113.00	8.77	1.33	0.54	3.24	6.3	9.32	1.42	0.56	3.05	6.1	9.96	0.58	2.85	6.2
17	新世界发展	10.68	9.89	1.33	0.48	5.81	4.9	11.52	1.55	0.48	4.99	4.3	11.41	0.50	5.04	4.6
1997	九龙仓置业	49.60	14.56	4.09	0.69	1.15	4.8	14.85	4.17	0.70	1.13	4.7	15.61	0.71	1.07	4.6
823	领展房产基金	77.00	23.68	2.29	0.89	1.22	3.8	26.03	2.52	0.89	1.11	3.5	28.83	0.91	1.00	3.2
83	信和置业	13.90	7.99	0.17	0.58	5.58	7.5	16.83	0.35	0.62	2.65	3.7	17.53	0.63	2.54	3.7
2007	碧桂园	9.67	3.56	0.16	0.96	9.14	29.7	4.12	0.19	1.18	7.89	32.0	5.29	1.49	6.15	31.8
688	中国海外发展	26.90	5.33	0.33	0.78	4.04	15.5	6.13	0.37	0.88	3.51	15.2	7.22	0.99	2.98	14.5
1109	华润置地	29.60	6.15	0.40	1.04	4.74	17.9	7.01	0.46	1.17	4.15	17.6	8.19	1.31	3.56	15.7
1398	工商银行	5.69	5.05	0.62	0.65	6.03	13.5	5.47	0.67	0.72	5.57	13.7	5.91	0.79	5.16	14.0
939	建设银行	6.71	4.83	0.56	0.65	6.27	14.0	5.26	0.61	0.71	5.76	14.2	5.70	0.78	5.32	14.5
3328	交通银行	6.01	4.84	0.65	0.51	6.49	10.9	5.24	0.71	0.55	5.99	10.9	5.58	0.59	5.62	11.1
3988	中国银行	3.44	4.34	0.57	0.49	7.24	11.9	4.69	0.62	0.54	6.70	11.9	5.03	0.59	6.25	12.1
11	恒生银行	183.20	12.86	1.63	1.98	5.08	15.8	13.77	1.75	2.10	4.74	15.7	14.96	2.23	4.36	15.5
2388	中银香港	30.85	8.71	1.10	1.08	5.09	12.9	9.49	1.20	1.17	4.67	12.7	10.14	1.25	4.37	12.8
5	汇丰控股	66.30	10.66	1.77	0.96	9.96	9.2	11.32	1.88	1.01	9.39	9.0	11.99	1.03	8.86	8.5
2318	中国平安	77.50	8.79	0.48	1.59	3.42	19.7	10.13	0.55	1.90	2.97	20.3	12.30	2.24	2.44	19.6
2628	中国人寿	17.32	9.45	0.42	1.09	3.74	12.0	10.81	0.48	1.18	3.27	11.4	14.15	1.29	2.50	9.3
1299	友邦保险	64.80	13.60	0.61	1.89	1.84	14.6	15.77	0.71	2.09	1.59	13.9	20.33	2.30	1.23	11.5
388	香港交易所	235.80	24.98	2.17	6.83	3.59	27.8	28.37	2.47	7.07	3.16	25.5	31.05	7.40	2.88	24.5

(下一页继续)



代码	股票名称	2020E 股价 (HK\$)	2020E	2020E	2020E	2020E	2020E	2019E	2019E	2019E	2019E	2019E	2018E	2018E	2018E	2018E
			市盈率	PEG*	市净率	股息率	ROAE	市盈率	PEG*	市净率	股息率	ROAE	市盈率	市净率	股息率	ROAE
			(x)	(x)	(x)	(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)	(x)	(x)	(%)	(%)
762	中国联通	8.97	13.11	0.28	0.69	5.67	5.4	17.95	0.39	0.72	4.14	4.1	28.14	0.74	2.64	2.7
941	中国移动	76.15	11.37	4.91	1.15	4.30	10.4	11.82	5.11	1.22	4.14	10.7	11.91	1.31	4.11	11.3
700	腾讯控股	321.00	22.04	0.92	4.99	0.42	25.3	28.28	1.18	6.30	0.33	24.9	33.89	7.95	0.28	26.7
2018	瑞声科技	54.60	10.24	0.65	2.17	3.81	22.7	11.93	0.76	2.50	3.27	22.5	13.73	2.89	2.84	22.6
2382	舜宇光学科技	74.00	12.55	0.35	4.01	1.97	36.5	16.25	0.46	5.34	1.52	37.7	23.02	7.18	1.08	35.6
386	中国石化	6.72	9.11	58.89	0.90	12.98	10.1	9.14	59.07	0.93	12.94	10.4	9.14	0.96	12.94	10.7
857	中国石油	5.55	12.01	1.81	0.68	3.89	5.7	12.04	1.81	0.70	3.88	5.9	13.65	0.72	3.42	5.4
883	中国海洋石油	13.32	8.58	2.80	1.11	8.75	13.4	8.13	2.65	1.18	9.23	15.1	9.11	1.28	8.24	14.5
1088	中国神华	17.58	6.92	(4.93)	0.80	5.47	11.9	6.96	(4.96)	0.85	5.44	12.7	6.73	0.92	5.63	14.3
1093	石药集团	16.16	17.17	0.64	3.95	1.92	25.1	21.58		4.75	1.53	23.9	27.62	5.65	1.19	22.0
1177	中国生物制药	6.95	18.33	0.99	3.54	1.22	21.1	21.72	1.17	4.25	1.03	21.5	25.76	5.16	0.87	21.8
66	港铁公司	40.85	18.88	1.87	1.36	2.10	7.3	21.41	2.12	1.40	1.85	6.6	22.89	1.43	1.73	6.4
175	吉利汽车	15.08	6.20	0.31	1.62	3.26	29.1	7.27	0.37	2.03	2.79	31.6	8.88	2.63	2.28	33.6
1928	金沙中国	36.90	15.05	1.49	7.94	8.50	54.0	16.81	1.66	8.30	7.61	49.6	18.24	8.36	7.01	46.0
27	银河娱乐	51.90	13.83	1.35	2.59	-	20.1	15.76	1.54	2.98	-	20.3	16.81	3.45	-	22.1
151	中国旺旺	5.92	16.10	2.02	3.25	0.42	21.3	17.75	2.22	3.64	0.38	21.6	18.77	4.05	0.36	22.6
2319	蒙牛乳业	24.80	17.78	0.72	2.65	1.28	15.8	21.63	0.87	2.99	1.05	14.7	27.68	3.37	0.82	12.9
288	万洲国际	6.34	9.22	0.94	1.25	4.79	14.1	10.02	1.02	1.37	4.41	14.2	11.12	1.48	3.97	13.8
1044	恒安国际	64.35	14.80	1.87	3.29	4.51	23.1	15.91	2.01	3.56	4.19	23.3	17.24	3.87	3.87	21.4
2313	申洲国际	98.60	19.41	0.99	4.22	2.37	23.3	23.06	1.18	4.90	1.99	22.7	27.76	5.63	1.66	20.1
1	长和	80.65	6.88	0.78	0.59	4.55	8.8	7.39	0.83	0.62	4.24	8.7	8.15	0.66	3.84	8.5
19	太古股份	84.00	12.26	0.46	0.47	0.99	3.9	14.02	0.53	0.48	0.86	3.4	19.65	0.49	0.62	2.5
267	中信股份	12.70	6.20	0.69	0.56	3.85	9.4	6.84	0.76	0.60	3.49	9.1	7.36	0.64	3.24	9.0

12/05/2018 股价

汇率 RMB 0.8783/HK\$1.00; HK\$ 7.8109/US\$ 1.00

PEG = 市盈率 / 2018-20 年期间每股收益的复合年均增长率

ROAE: 平均权益回报率

来源: 彭博、农银国际证券



图 42: 恒生中国企业指数成份股市场估值

代码	股票名称	2020E	2020E	2020E	2020E	2020E	2019E	2019E	2019E	2019E	2019E	2018E	2018E	2018E	2018E	
		股价 (HK\$)	市盈率 (x)	PEG* (x)	市净率 (x)	股息率 (%)	ROAE (%)	市盈率 (x)	PEG* (x)	市净率 (x)	股息率 (%)	ROAE (%)	市盈率 (x)	市净率 (x)	股息率 (%)	ROAE (%)
1398	工商银行	5.69	5.05	0.62	0.71	6.03	14.9	5.47	0.67	0.79	5.57	15.3	5.91	0.89	5.16	14.9
939	建设银行	6.71	4.83	0.56	0.73	6.27	15.9	5.26	0.61	0.82	5.76	16.4	5.70	0.92	5.32	15.6
1288	农业银行	3.57	4.39	0.51	0.64	7.01	15.4	4.86	0.57	0.72	6.32	15.5	5.17	0.80	5.95	15.1
3988	中国银行	3.44	4.34	0.57	0.52	7.24	12.4	4.69	0.62	0.57	6.70	12.6	5.03	0.62	6.25	12.5
3328	交通银行	6.01	4.84	0.65	0.58	6.49	12.4	5.24	0.71	0.63	5.99	12.5	5.58	0.69	5.62	11.9
1658	邮储银行	4.62	4.67	0.35	0.69	5.33	15.6	5.33	0.40	0.78	4.68	15.5	6.01	0.88	4.15	14.4
3968	招商银行	33.60	7.27	0.55	1.32	4.16	19.4	8.17	0.62	1.52	3.70	20.0	9.31	1.76	3.25	18.4
998	中信银行	4.97	4.13	0.47	0.51	7.26	12.8	4.57	0.52	0.56	6.56	12.7	4.89	0.61	6.14	12.2
1988	民生银行	5.84	3.75	0.94	0.50	4.15	14.2	4.02	1.01	0.57	3.87	15.0	4.05	0.65	3.84	15.2
2628	中国人寿	17.32	9.45	0.42	1.07	3.74	11.8	10.81	0.48	1.16	3.27	11.2	14.15	1.26	2.50	9.2
2318	中国平安	77.50	8.79	0.48	2.00	3.42	24.8	10.13	0.55	2.40	2.97	26.0	12.30	2.92	2.44	22.5
1339	中国人保	3.37	5.97	0.48	0.75	1.74	13.3	6.59	0.53	0.85	1.57	13.6	7.53	0.96	1.38	12.4
2601	中国太保	28.25	8.76	0.40	1.32	5.63	15.8	10.16	0.46	1.45	4.86	14.9	13.06	1.59	3.78	12.3
1336	新华保险	34.95	8.50	0.60	1.18	3.54	14.6	9.58	0.68	1.31	3.14	14.4	11.06	1.46	2.72	13.4
2328	人民财产保险	8.18	5.97	0.52	0.97	4.24	17.3	6.69	0.58	1.11	3.78	17.7	7.42	1.27	3.41	16.6
6060	众安在线	33.50	60.79	-	2.68	-	4.5	(72.65)	-	2.80	-	(3.8)	(38.11)	2.70	-	(6.8)
6030	中信证券	15.02	10.99	0.77	0.99	3.87	9.3	12.77	0.89	1.05	3.33	8.5	14.37	1.11	2.96	7.6
6837	海通证券	9.05	9.47	0.46	0.75	3.24	8.2	11.12	0.54	0.80	2.76	7.4	13.80	0.84	2.22	5.9
6886	华泰证券	13.66	10.17	0.59	0.88	1.97	9.0	11.99	0.70	0.95	1.67	8.2	13.95	1.03	1.43	7.2
1776	广发证券	12.06	9.46	0.54	0.91	3.74	10.0	10.92	0.62	0.97	3.24	9.2	13.06	1.04	2.71	7.6
1359	中国信达	2.14	3.44	0.41	0.48	9.18	14.7	3.60	0.43	0.53	8.76	15.6	4.04	0.60	7.81	14.3
2799	中国华融	1.63	3.26	0.12	0.42	9.25	13.5	3.76	0.14	0.46	8.03	13.0	5.28	0.51	5.71	8.9
267	中信股份	12.70	6.20	0.69	0.69	3.85	11.7	6.84	0.76	0.76	3.49	11.6	7.36	0.83	3.24	11.2
1088	中国神华	17.58	6.92	(4.93)	0.78	5.47	11.7	6.96	(4.96)	0.84	5.44	12.6	6.73	0.91	5.63	14.2
857	中国石油	5.55	12.01	1.81	0.68	3.89	5.7	12.04	1.81	0.70	3.88	5.9	13.65	0.73	3.42	5.4
386	中国石化	6.72	9.11	58.89	0.95	7.14	10.7	9.14	59.07	0.99	7.11	10.7	9.14	0.97	7.11	10.7
883	中国海洋石油	13.32	8.58	2.80	1.14	8.75	13.5	8.13	2.65	1.17	9.23	14.8	9.11	1.23	8.24	14.2

(下一页继续)



代码	股票名称	2020E	2020E	2020E	2020E	2020E	2019E	2019E	2019E	2019E	2019E	2018E	2018E	2018E	2018E	
		股价 (HK\$)	市盈率 (x)	PEG*	市净率 (x)	股息率 (%)	ROAE (%)	市盈率 (x)	PEG*	市净率 (x)	股息率 (%)	ROAE (%)	市盈率 (x)	市净率 (x)	股息率 (%)	ROAE (%)
384	中国燃气	28.35	11.64	0.67	3.40	2.53	32.8	13.71	0.79	4.35	2.14	36.0	16.01	5.70	1.84	38.7
902	华能国际	5.07	9.20	0.19	0.79	9.88	8.8	12.17	0.25	0.82	7.47	6.8	20.33	0.84	4.47	4.4
1816	中广核电力	1.94	7.61	0.76	0.96	4.28	13.1	8.39	0.84	1.05	3.88	13.1	9.21	1.15	3.53	12.6
270	粤海投资	14.56	16.89	2.63	2.64	3.26	16.3	17.82	2.77	2.86	3.09	16.7	19.13	3.10	2.88	15.5
390	中国中铁	7.20	6.12	0.38	0.84	2.63	14.6	6.99	0.44	0.95	2.30	14.5	8.22	1.08	1.95	12.7
1800	中国交建	7.75	4.36	0.37	0.54	4.28	13.1	4.91	0.41	0.60	3.80	12.9	5.46	0.67	3.42	11.7
1766	中国中车	7.32	11.18	0.67	1.42	3.53	13.2	12.83	0.77	1.55	3.08	12.6	15.24	1.68	2.59	10.5
1211	比亚迪	57.35	26.94	1.06	3.12	0.37	12.2	31.21	1.23	3.49	0.32	11.8	42.33	3.89	0.24	7.5
489	东风集团	7.33	3.76	4.24	0.46	5.70	12.9	3.81	4.29	0.51	5.63	14.1	3.83	0.57	5.60	14.1
2238	广汽集团	7.94	4.71	0.48	0.94	6.70	21.5	5.13	0.53	1.10	6.15	23.2	5.67	1.30	5.56	20.2
2333	长城汽车	5.06	6.84	0.99	0.83	4.52	12.6	7.47	1.09	0.90	4.14	12.6	7.81	0.99	3.96	11.5
2202	万科	27.40	5.72	0.37	1.41	6.20	27.0	6.37	0.41	1.70	5.56	29.5	7.63	2.09	4.64	26.8
1109	华润置地	29.60	6.15	0.40	1.15	4.74	20.1	7.01	0.46	1.34	4.15	20.5	8.19	1.56	3.56	18.8
914	海螺水泥	39.95	6.68	(4.91)	1.44	5.98	23.0	6.71	(4.93)	1.65	5.96	26.5	6.50	1.93	6.15	30.8
1099	国药控股	38.00	12.68	0.96	2.06	2.35	17.3	14.29	1.08	2.34	2.09	17.4	16.24	2.66	1.84	16.3
1093	石药集团	16.16	17.17	0.64	5.42	1.92	35.7	21.58	0.80	7.06	1.53	37.2	27.62	9.32	1.19	31.0
700	腾讯控股	321.00	22.04	0.92	6.75	0.42	35.7	28.28	1.18	9.44	0.33	39.4	33.89	13.63	0.28	34.9
941	中国移动	76.15	11.37	4.91	1.23	4.30	11.2	11.82	5.11	1.31	4.14	11.4	11.91	1.39	4.11	11.7
728	中国电信	4.05	12.06	1.40	0.83	3.32	7.0	13.27	1.54	0.87	3.01	6.7	14.23	0.91	2.81	6.3
788	中国铁塔	1.19	23.23	0.32	0.98	1.29	4.3	36.04	0.49	1.02	0.83	2.9	69.68	1.05	0.43	1.5
753	中国国航	8.00	9.00	0.27	1.16	2.38	13.6	11.17	0.33	1.29	1.91	12.2	16.01	1.43	1.34	8.1
2313	申洲国际	98.60	19.41	0.99	5.14	2.37	28.9	23.06	1.18	6.14	1.99	29.0	27.76	7.35	1.66	25.1
1044	恒安国际	64.35	14.80	1.87	3.44	4.51	24.3	15.91	2.01	3.77	4.19	24.8	17.24	4.15	3.87	24.3

12/05/2018 股价

汇率 RMB 0.8783/HK\$1.00; HK\$ 7.8109/US\$ 1.00

PEG = 市盈率 / 2018-20 年期间每股收益的复合年均增长率

ROAE: 平均权益回报率

来源: 彭博、农银国际证券

香港 IPO 市場展望

行业更加多元化

- 11M18, 香港 IPO 市场已募集 335 亿美元, 平均交易规模为 1.8 亿美元。中国投资银行继续维持市场地位, 占 10 大承销商中的 7 家
- 香港 IPO 市场在行业组合方面变得更加多元化。工业, 科技, 非必需消费品和金融业 4 大行业分别占 11M18 IPO 集资额的 25%, 24%, 20% 和 18%
- 科技股集资额占比由 2017 年的 4% 上升至 11M18 的 24%

在 11M18, 香港股票 IPO 总额为 335 亿美元, 已比 2017 年全年的 165 亿美元大幅增加。11M18 共发行了 183 个项目, 平均发行规模分别为 1.8 亿美元。在承销商方面, 在 11M18, 10 大承销商中有 7 家中资投资银行, 反映中资投资银行在 IPO 市场上持续维持市场地位。

与前几年金融股主导 IPO 市场的趋势相反, 香港 IPO 市场在 11M18 的行业组合变得更加多元化。例如, 前 4 大行业是工业, 科技, 非必需消费品和金融业, 分别占 11M18 IPO 集资额的 25%、24%、20% 和 18%。

特别是, 科技股的集资额占比从 2017 年的 4% 增加到 11M18 的 24%。我们认为, 这部分是受惠于同股不同权股票的引入。总体而言, 科技股 IPO 的平均规模为 4.3 亿美元, 远高于非科技股的 1.6 亿美元。

展望未来, 我们预计未来 1 - 2 年内科技将成为香港 IPO 市场的主要贡献者, 而技术/新经济股应继续从目前的水平上升。

展望未来, 我们预期科技/新经济股将维持高速增长, 尤其更多科技/新经济初创企业在经过数年的成长后达到港交所的上市要求。

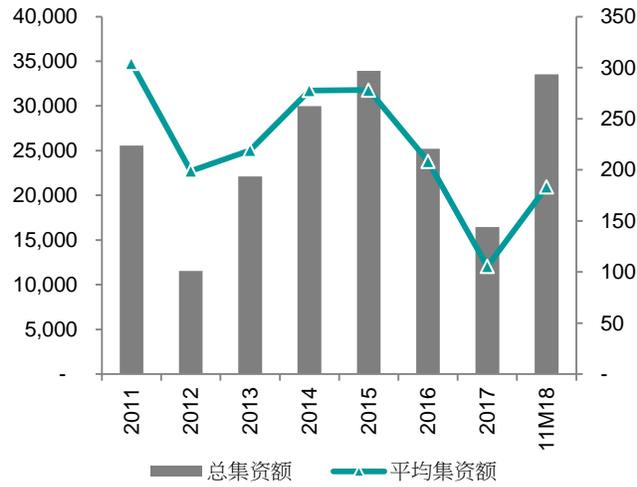
图 1: 11M18 香港 IPO 市场

行业	总集资额 (百万美元)	平均集资额 (百万美元)
工业	8,479	202
科技	8,171	430
非必需消费	7,029	126
金融	6,203	230
医疗保健	2,275	253
材料	1,175	147
其他	1,206	55

来源: 彭博、农银国际证券

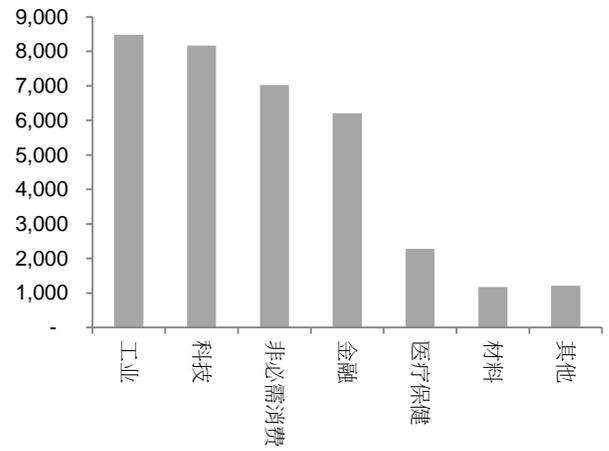


图 2: 香港 IPO 市場 (百万美元)



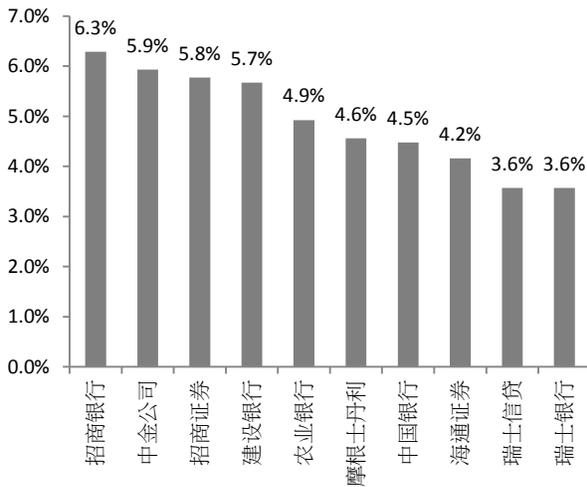
来源: 彭博、农银国际证券

图 3: 香港 IPO 集资金额行业分布 (11M18, 百万美元)



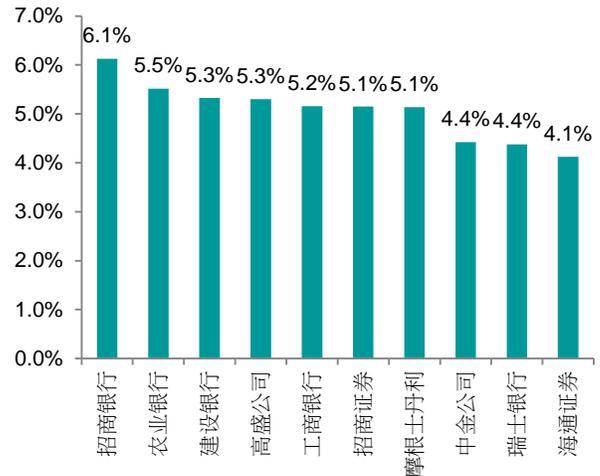
来源: 彭博、农银国际证券

图 4: 主要承销商市场份额 (2017)



来源: 彭博、农银国际证券

图 5: 主要承销商市场份额 (11M18)



来源: 彭博、农银国际证券



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED



行业展望

农银证券分析师

正面 中国银行业 – 行业基本面稳步向好，差异化越趋明显 欧宇恒

主要数据		行业表现(相对于 MSCI 中国指数)	绝对值 (%)	相对值 (%)
2019 年市盈率均值(x)	4.62	1 个月	2.08	1.30
2019 年市净率均值(x)	0.57	3 个月	(0.02)	8.04
2019 年股息率均值 (%)	5.44	6 个月	(14.98)	7.46
来源:彭博、农银国际证券预测		来源:彭博、农银国际证券		

1 年股价表现(%)	
<ul style="list-style-type: none"> 中国银行业体现对市场转变的高度适应性，近期基本面显示各类银行之间的差异化越趋明显 在政府目标降低社会融资成本的前提下，强劲的贷款需求将有助抵销净息差压力 银行积极提升风险缓冲能力，以应对未来的宏观不确定因素 偏好大银行的防守性及稳定的股息收益率 	 <p>MXCN=MSCI 中国指数; HSMBI=恒生中国内地银行指数 来源: 彭博、农银国际证券</p>

行业体现高适应性，差异化越趋明显。中国银行业在过去多番体现对政策及经营环境变化的高度适应性。自去年 19 大以来，相关机构不断重申支持实体经济，三农，普惠金融及民营企业的政策方向。与此同时，监管机构在不同场合亦一再强调对避免金融系统性风险的高度重视。我们因此判断，尽管未来出台的政策在针对性及成效上将更为明显，其对行业造成的冲击将会是可控的。在过去的几个季度中，我们注意到不同银行种类(大型银行，股份制银行和地区性银行)之间的差异化越来越大。其中，大型银行对政策和宏观风险的抵御能力明显较强，基本面在 9M18 稳步改善，在 3Q18 净手续费收入增长更见反弹信号。各股份制银行之间的特色变得更明显，在总体基本面改善的情况下，财务数据反映个别银行的优缺点。地区性银行的基本面则最受政策风险影响，增长速度较快的地区性银行意味着其资本将面对更大需求，同时个别银行的地理位置很大程度影响其业绩。

强劲贷款需求及流动性改善保持净息差稳定。在政策强调降低社会融资成本的前提下，我们预计 2018 年将再有一次定向降准，而在 2019 年则会出现 3 次定向降准。这将进一步从供应方强化银行系统的流动性，却同时提高投资者对中国经济风险的忧虑。传统银行贷款将继续在 2019 至 2020 年成为社会融资规模的核心部分，尤其在我们预期政策方向将继续收紧其他融资渠道下。据中国人民银行数据，10M18 新增贷款总额为 13.84 万亿元，预期 2018 年总新增贷款有望达到 15.5 万亿元，其中贷款增长势头在 2H18 明显加快。另一方面，平均贷款利率在 3Q18 环比下降 3 个基点至 5.94%，这意味着在降低社会融资成本的政策方向下，实际效果已经开始浮现，可以预期未来几个季度平均贷款利率将继续温和下降。我们的基本情景假设预期基准利率在 2018 - 19 年保持不变。同样地，3Q18 贷款定价高于基准利率占比环比下降 1.48 个百分点至 73.76%。尽管市场利率正在逐步下降，我们预期强劲的贷款需求及充裕的流动性环境将有助银行抵销净息差上的压力。据中银保监数据，行业平均净息差从 2Q18 的 2.12% 上升至 3Q18 的 2.15%，推动行业净利润同比增长 4.9%。我们预期行业平均净息差将在 4Q18 至 4Q19 间按季保持环比持平或轻微扩阔 1 至 5 个基点。

风险缓冲能力成为更重要的资产质量指标。随着银行积极处理不良贷款，行业平均不良贷款率在 1Q16 至 3Q18 稳定在 1.74%-1.87% 的水平。按银行分类，大型银行，股份制银行及农村商业银行的不良贷款率在 3Q18 环比保持稳定，而城市商业银行则出现较大压力，其不良贷款率在 3Q18 环比上升 10 个基点。除非环球因素导致中国的经济出现未能预期的系统性影响，否则我们可以大胆预测行业平均不良率在 3Q18 后将保持稳定。由于银行对不良贷款的处置手段影响了不良率的客观性，单看不良率已经不能反映实际的资产质量情况，取而代之我们认为投资者应更重视银行的风险缓冲能力指标，包括拨备率和拨备覆盖率，因其可以真实反映个别银行对未来不确定性的抵御能力。截至 2018 年 9 月底，行业平均拨备率和拨备覆盖率逐步提高至 3.38% 和 180.73%。注意到大部份银行明显在过去几个季度间积极提升风险缓冲能力，作为应对潜在风险的预先准备。特别是对于大型银行和股份制银行而言，其平均拨备率在

3Q18 环比增长 2 个基点和 11 个基点，而平均拨备覆盖率则环比分别上升 2.47 个百分点和 11.68 个百分点。我们预期这两项指标将在 2H18 至 2019 年继续加强。

长线展望

政策风险仍然是中国银行业面对的最大不确定因素。但是，我们认为严格监管及自律的经营环境是行业基本面的长远正面因素。与此同时，我们对中美争议持续所带来的长期经济影响持审慎态度。

短线展望

虽然我们认为政策风险长远能优化行业经营环境，但对于政策推出的时间表与细节的可预测性偏低必然会为行业带来短期冲击。这对于政策抵御性较弱的地区性银行而言更为明显。注意到投资者近期的风险偏好有下降趋势，对政策风险亦变得更为敏感。另一方面，稳定的股息收益率有望成为追捧稳定收益投资者的短期买入原因。根据我们早前在 2018 年 9 月 20 日的一份行业报告中分析，大型银行 2019 年股息收益率接近 7% 将是一个极具防守性的买入点。

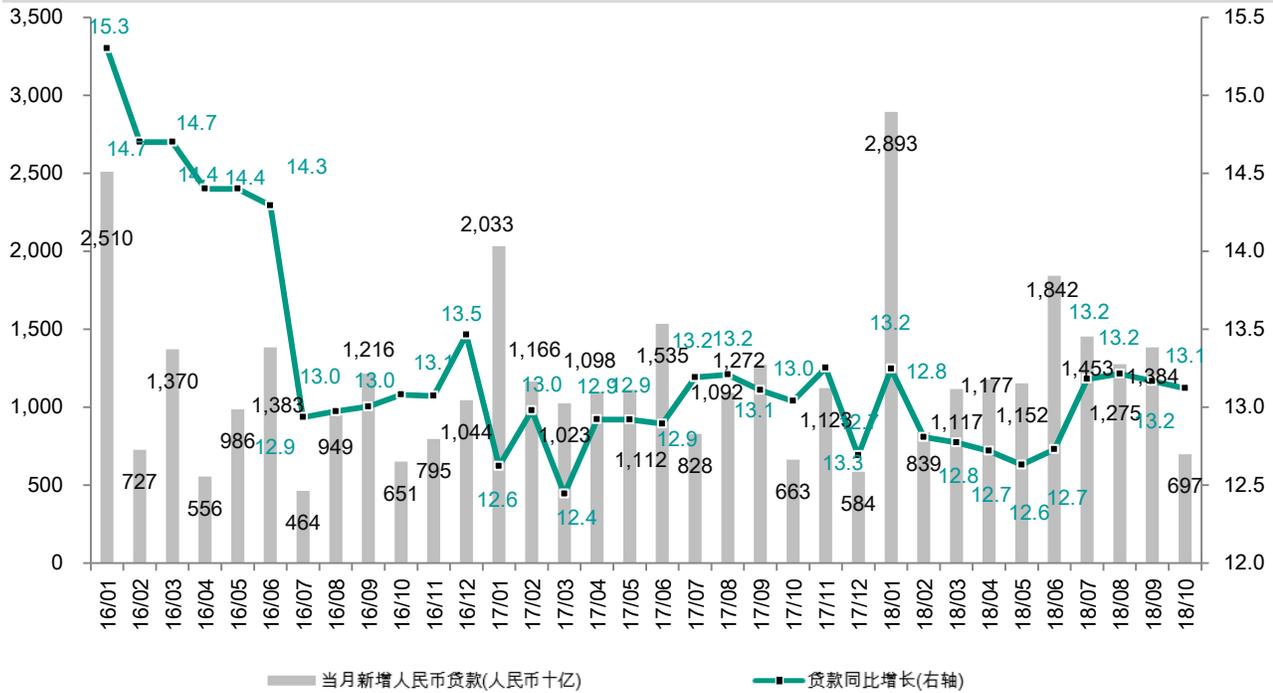
股票推荐

基于现时银行板块估值正处于较低水平及其逐步改善的基本面，我们维持看好中国银行业。我们尤其偏好大银行较稳定的股息收益率及其业务多元化对政策风险的抵御性及高适应性。其中**农业银行(1288 HK)**是我们的行业首选，因其在行业中领先的风险缓冲能力，稳步向好的基本面及其受国策支持的三农竞争优势。此外，我们也喜欢**建设银行(939 HK)**一贯的审慎态度和高度的业务多元化。而鉴于离岸业务有较大贡献，在境内与境内外利差进一步扩大时，**中国银行(3988 HK)**将成为 H 股银行中的主要受益者。在股份制银行中，我们认为**招商银行(3968 HK)**以基本因素看最为优质，尽管其估值在行业中相对较高且与大银行相比所受的政策压力略大。

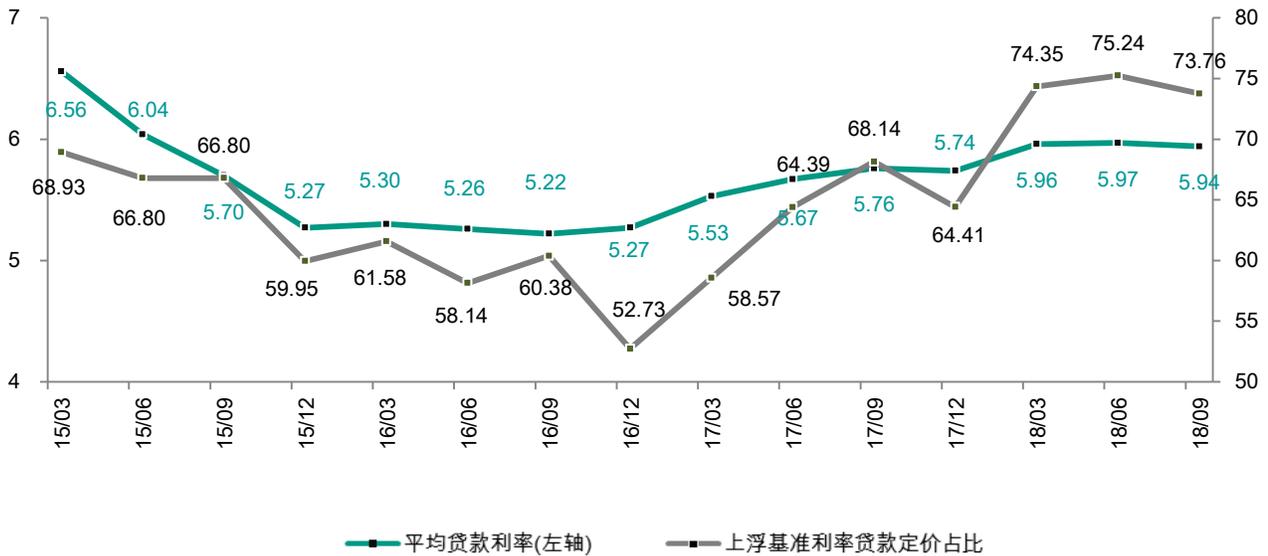
而资产负债表相对较小的地区性银行，其高度的运营灵活性亦往往放大了宏观因素与政策风险的影响。鉴于监管机构减慢了 A 股银行 IPO 的审批速度，增长速度较快的地区性银行或将面对较大的资本压力，因而需要探索其他资本补充方案。但其较低的日均成交量仍然是这类股票的一个主要问题。

风险因素

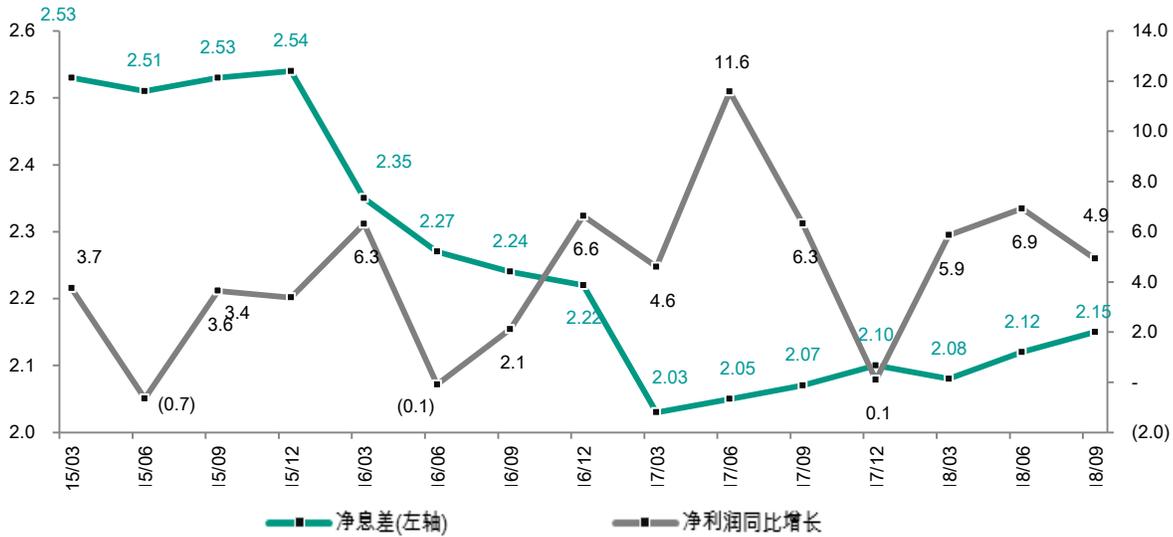
1) 在强监管和政策主导的环境下发生政策方向出现急剧变化; 2) 来自非银行金融机构的竞争加剧; 3) 特定区域的资产质量快速严重恶化; 4) 贷款需求急剧下降; 5) 对新业务和个别快速增长业务的政策风险提高

图 1: 每月新增贷款(10 亿元)与同比增长(%)


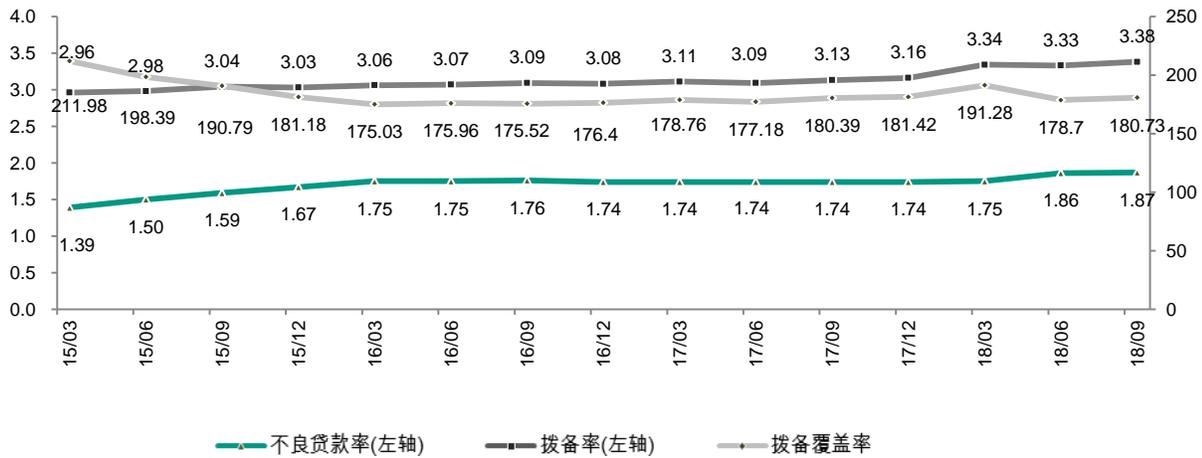
来源: 中国人民银行、农银国际证券

图 2: 平均贷款收益率与上浮于基准利率贷款定价的比例(%)


来源: 中国人民银行、农银国际证券

图 3: 行业平均净息差与行业净利润同比增长率(%)


来源: 中银保监、农银国际证券

图 4: 主要资产质量指标(%)


来源: 中银保监、农银国际证券

图表 5: 行业首选 (截至 2018 年 11 月 30 日)

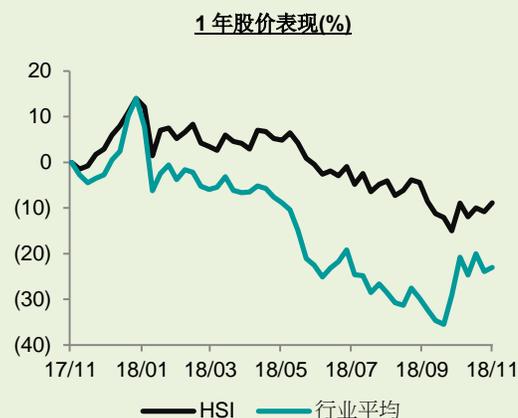
公司名称	代码	评级	目标价 (港元)	上升空间 (%)	FY18E 市盈率(x)	FY19E 市盈率(x)	FY18E 市账率(x)	FY19E 市账率(x)	FY18E 股息率 (%)	FY19E 股息率 (%)
农业银行	1288 HK	买入	5.28	49.15	5.13	4.67	0.71	0.64	5.85	6.49
建设银行	939 HK	买入	9.48	42.13	5.53	5.13	0.77	0.70	5.52	5.86

来源: 彭博、农银国际证券预测

中性 中国证券业 - 困难重重 周秀成

主要数据	行业表现(相对于恒指)	绝对值 (%)	相对值 (%)
2019 年市盈率均值(x)	11.6	1 个月	3.8
2019 年市净率均值(x)	0.8	3 个月	5.8
2019 年股息率均值 (%)	2.9	6 个月	(17.3)
			(4.2)
来源:彭博、农银国际证券预测	来源:彭博、农银国际证券		

- 我们认为在 A 股下跌，成交量和两融余额均衡下滑的情况下，短期行业前景仍然困难
- 从积极的方面来看，这种充满挑战的经营环境可能促使政府在不久的将来实施更多的政策支持
- 由于低迷的商业环境可能阻碍股东的回报，我们对行业持中性立场



HSI=恒生指数

来源:彭博、农银国际证券

行业经营环境困难。 在 10M18, A 股日均成交量为人民币 3,830 亿，同比下跌 17%。两融余额从 2017 年底的 1.02 万亿下降至 2018 年 10 月末的 0.77 万亿。此外，沪深 300 指数在恒指 10M18 下跌 23%，而 2017 年则上升 22%。我们认为，这种疲弱的商业环境应该会影响券商近期的盈利前景。

投资银行受影响较小。 从积极的方面来看，直接融资(公司债券和非金融企业的股权融资，不包括地方政府特殊债券)在 9M18 占经济总融资的 12%，高于 2017 年的 6%，表明其在最近几个月逐步复苏。这一改善主要得益于公司债券净融资从 2017 年的低基数回升。

政策支持。 我们认为，目前充满挑战的经营环境可能促使政府实施额外的行业支持措施。例如，政府最近宣布决定在将在上海证券交易所设立科创板并试点注册制，支持上海国际金融中心和科技创新中心建设，不断完善资本市场基础制度。中国证券业协会最近公布，11 家证券公司达成意向出资超过 210 亿元设立母资管计划，作为引导资金支持各家证券公司分别设立若干子资管计划，吸引银行、保险、国有企业和政府平台等资金投资，形成 1,000 亿元总规模的资管计划，专项用于帮助有发展前景的上市公司纾解股权质押困难。此外，政府发布支持上市公司回购股份措施，以拓宽回购资金来源、简化实施程序，鼓励上市公司实施股权激励或员工持股计划。

对行业改革的承诺。 尽管近期行业周期性低迷，我们仍然认为政府仍致力于进行行业改革。总体而言，政府将通过发展多元化，多层次的资本市场来增加直接融资对经济的贡献。它还旨在促进产品创新，如高收益债券，混合融资等。我们认为，这些发展将有利于投资银行业务。总体而言，直接融资仅占 9M18 经济总融资的 12%，大大低于美国的水平(2015 年为 50%)，这意味着增长空间充足。

行业前景。 总体而言，我们预计 2018 年剩余时间 A 股日均成交量将稳定在 3000 亿元左右，这意味着 2018 年 A 股日均成交量全年同比下降约 20%。2019 年，我们保守估计同比增长 5%。我们还预计两融余额将在 2018 年剩余时间内保持在约人民币 7,700 亿的水平，然后在 2019 年整体上小幅上升至约人民币 8,100 亿。

股票推荐

我们维持对行业的中性立场。在各券商股中，中信建投仍是我们的首选，因为它近年来在整个市场周期中表现出强劲的 ROAE(平均权益回报率)。



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

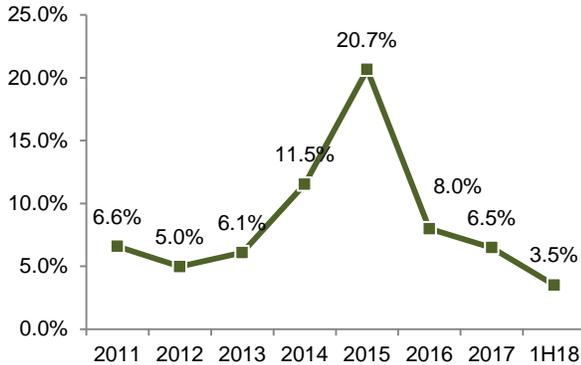
ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED

风险因素

1)金融资产的市场风险; (2)与债券投资和贷款业务相关的信用风险; (3)市场成交量波动; (4)对证券公司的不当行为或员工渎职行为的处罚; (5)直接融资的监管变化; (6)金融部门去杠杆化带来的溢出效应; (6)放宽外资所有权后加剧竞争; (7)加强直接融资业务中银行与证券公司之间的竞争。

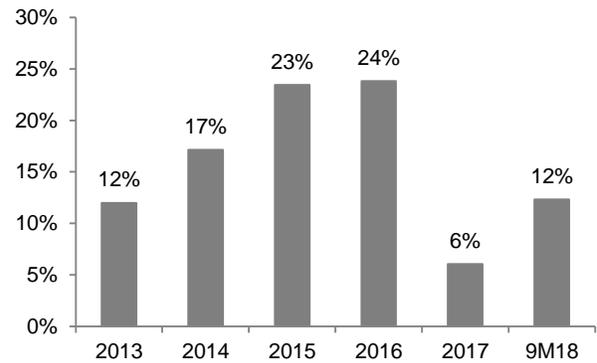


图 1:行业平均权益回报率



来源: 中国证券业协会, 农银国际证券

图 2:直接融资占总融资的百分比



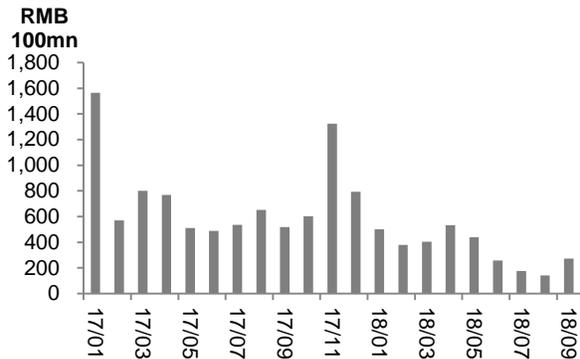
来源: 中国人民银行, 农银国际证券

图 3:企业债券净融资量



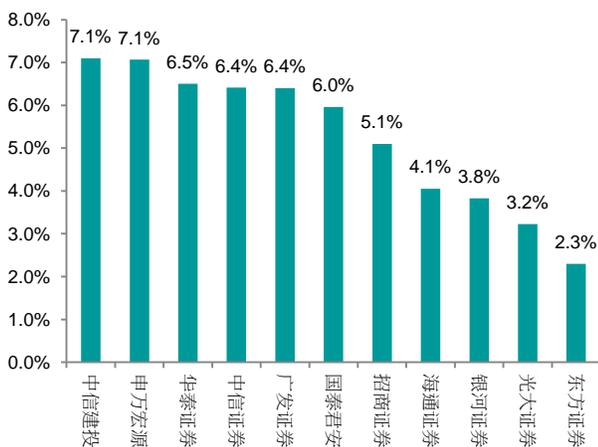
来源: 中国人民银行、农银国际证券

图 4:非金融企业境内股票融资



来源: 中国人民银行、农银国际证券

图表 5: 年度化 ROAE (9M18)



来源: 公司、农银国际证券

图表 6: ROAE (2017)



来源: 公司、农银国际证券



图表 7: 行业首选 (截至 2018 年 11 月 30 日)

公司名称	代码	评级	目标价 (港元)	上升空间 (%)	FY18E 市 盈率(x)	FY19E 市盈率(x)	FY18E 市账率(x)	FY19E 市账率(x)	FY18E 股息率 (%)	FY19E 股息率 (%)
中信建投	6066 HK	买入	7.6	55%	9.8	8.4	0.7	0.7	3.8	2.8

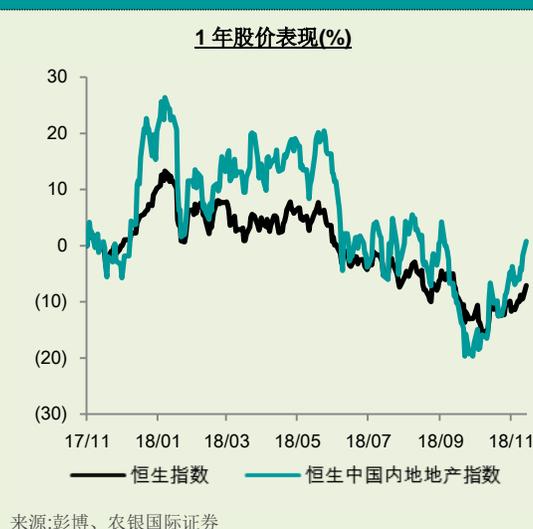
来源: 彭博、农银国际证券预测



正面 中国房地产业 - 物业管理公司将有较好表现 董耀基

主要数据	行业表现(相对于恒生指数)	绝对值 (%)	相对值 (%)
2019年市盈率均值(x)	1个月	17.30	10.47
2019年市净率均值(x)	3个月	(6.82)	(0.58)
2019年股息率均值 (%)	6个月	(0.55)	8.61
来源:彭博、农银国际证券预测	来源:彭博、农银国际证券		

- 上市开发商的 10M18 合约销售额维持稳定增长，同比增长 31%，但对发债融资成本上升持谨慎态度
- 我们认为调控政策不太可能在 2019 年放松。一二线城市的房价将保持平稳，而 3/4 线城市可能会下降约 5%
- 利率上升对物业管理板块有利，因为其庞大的净现金余额将产生可观的利息收入
- 国企开发商中国海外发展(688 HK)和金茂(817 HK)是我们在中国开发商中的首选，因为其融资成本低于同业。雅生活(3319 HK)是我们物业管理领域的首选，因为其在管面积增长率和利润率明显高于同业



行业前景

内地开发商:

融资成本的上升趋势仍在继续。中国人民银行于 10 月 7 日宣布将大多数商业银行的存款准备金率下调 1 个百分点; 尽管如此, 我们认为降准所释放的资金不会转移到房地产行业。随着限购和限贷等调控措施的持续生效, 银行在向开发商提供贷款和批准个人房贷时依然谨慎。根据 rong360 的最新数据, 2018 年 8 月首套房贷的平均利率为 5.69%, 相当于 1.161 倍的基准利率, 环比上涨 5 个基点或同比上涨 57 个基点。根据我们对在香港上市的 20 家主要开发商的统计数据, 平均借贷成本从 2017 年的 6.1% 上升至 1H18 的 6.5%。2018 年的存款准备金率下调对扭转房地产业利率上升趋势的影响有限。我们预计 2019 年将会有更多的存款准备金率下调, 但对房地产行业的影响将十分轻微。

债券收益率变得极具吸引力, 可能导致股票市场资金转移。随着近期发行的美元债券票面利率明显增加, 再融资担忧正在提升。10 至 11 月期间, 中国恒大(3333 HK)发行 18 亿美元离岸优先票据, 票面利率高达 11.0-13.75%; 一些中小型股开发商, 如合景泰富(1813 HK)和雅居乐(3383 HK), 也以 9.5-9.85% 的票面利率发行离岸美元债券, 这反映了高负债开发商对离岸债务再融资的压力。由于债券收益率变得有吸引力, 鉴于目前股市的波动, 股票投资者可能转向债券投资。特别是碧桂园(2007 HK), 恒大和融创(1918 HK)等大型开发商的债券收益率已达 8.0-11.1%, 与时代(1233)、奥园(3883 HK)和雅居乐等中小型企业的债券收益率相距不远。对于谨慎的投资者而言, 较大的开发商发行的债券可能是比股票更好的投资选择。

尽管经济放缓, 但政策不太可能放松。最近房贷利息扣税可能会给房地产行业带来一些缓解, 但这并不是政策放松的标志。根据国家统计局的房地产价格数据, 10 月份 70 个城市中有 65 个城市新房价格环比增加。价格上涨意味着限购和限价等调控措施不太可能被取消。根据我们的估计, 调控措施持续加上经济放缓将使 2019 年新房销售同比下降 5%。一线/二线城市的房地产价格将保持平稳, 而 3/4 线城市的房价可能会下降约 5%。通过增加市场份额, 香港上市开发商的合约销售额将在 2019 年持平。



■ 物业管理公司:

对非业主增值业务感到担忧。 物业管理公司的增值业务的利润率高于传统的物业管理业务。市场偏好针对业主(居民)的增值业务多于非业主(主要为开发商)增值业务。雅生活 1H18 来自非业主增值业务(例如房地产代理, 销售协助服务和交付前的房屋检查等)的收入占总收入 41%, 其市盈率为 11.8 倍 2019 年预测市盈率, 远低于绿城服务(2869 HK)的 17.3 倍 2019E 市盈率(非业主增值业务占 1H18 收入: 13.7%)。我们认为针对开发商的非业主增值业务风险较大, 因为: 1)业务与房地产预售表现高度相关, 由于对利率环境和调控措施敏感, 因此使业务具有高度周期性; 2)关联方交易金额可能会增加, 因为大多数此类服务是提供给母公司开发商的。可是我们认为, 市场亦忽视了非业主增值服务的好处, 其中包括 1)与第 3 方开发商建立更好合作关系, 有可能带来第三方管理面积的增加; 2)从管理项目中获得大量潜在购房者, 带来地产代理业务相关收入。

社保改革带来了更多的并购机会。 由于管理公司通常难以提高管理费率, 因此劳动力成本上升是投资者的另一大担忧。将于 2019 年 1 月 1 日生效的社保改革规定, 征收资金的权力将合并到税务部门, 以填补漏报漏洞。许多中小型物业管理公司根据最低工资而非实际工资支付社会保障金, 这表明劳动力成本会随着支付规则的加强执行而提升。成本上升可能会给小型企业带来压力, 这为资本实力强和合规性较高的上市物业管理公司提供了收购机会。

在没有计算并购的情况下, 通过母公司开发商或第三方的新项目, 我们估计上市物业管理公司 2019E 平均管理面积增长将同比上升 30%。

股票推荐

■ 内地开发商:

国有企业开发商更安全。 鉴于该行业的利率上升和再融资风险正在加大, 我们认为国有企业股价将有较好表现, 因其债券和银行借贷利率低于私人开发商。我们的内地开发商首选是中国海外(688 HK)和金茂(817 HK)。

■ 物业管理公司:

雅生活(3319 HK)是我们物业管理公司的首选。 我们偏爱雅生活, 因其管理面积增长迅速, 高于同行的利润率和大量的净现金余额。于 1H18, 受惠于高利润率的增值业务所带动, 雅生活的净利润率高达 23.6%, 同比上升 7.4 个百分点, 为同业中最高。随着利润率的提高和合约总建筑面积的增加, 我们预计 2019 年雅生活的净利润同比增长率最高, 为 150%, 而基同业同比增幅估计约为 30%-81%。

风险因素

■ 内地开发商:

1) 债券发行的融资成本上升; 2)政策进一步收紧政策; 3)中美贸易战导致的货币波动及外汇风险

■ 物业管理公司:

1)物业管理子公司与母公司开发商之间的大量关联方交易; 2)新项目过份依赖股东; 3)由于并购增加导致的潜在利润率下降

图 1: 10M18 主要上市开发商合同销售表现

		10M18				2018			
		金额 人民币 10 亿	同比 %	面积 000 平米	同比 %	均价 人民币/平米	同比 %	目标 人民币	目标完成率 %
1	金茂	102.7	146%	3,574	103%	28,723	21%	120	85.5%
2	中国奥园	67.5	125%	6,419	117%	10,521	3%	73	92.5%
3	世茂	136.0	73%	8,279	77%	16,431	-2%	140	97.2%
4	龙光	59.9	72%	3,343	68%	17,912	2%	70	85.5%
5	合景泰富	53.1	67%	3,096	67%	17,161	0%	65	81.7%
6	华润置地	175.7	56%	9,822	34%	17,887	17%	183	96.0%
7	时代	47.7	51%	2,866	39%	16,632	8%	55	86.7%
8	融创	371.3	49%	24,241	69%	15,317	-12%	450	82.5%
9	远洋	82.3	48%	3,830	32%	21,485	12%	100	82.3%
10	富力	95.7	45%	7,331	43%	13,048	1%	130	73.6%
11	保利	334.8	41%	22,357	31%	14,974	7%	na	na
12	越秀	43.9	37%	2,069	12%	21,217	22%	55	79.8%
13	首创置业	48.1	27%	1,928	1%	24,927	26%	75	64.1%
14	碧桂园	611.6	26%	65,071	22%	9,398	3%	na	na
15	中国海外	250.9	25%	13,617	10%	18,426	14%	290	86.5%
16	禹洲	40.2	24%	2,611	38%	15,384	-10%	60	67.0%
17	雅居乐	78.5	23%	6,054	14%	12,969	8%	110	71.4%
18	恒大	501.9	19%	47,618	12%	10,539	6%	550	91.2%
19	龙湖地产	164.1	17%	10,131	11%	16,200	5%	200	82.1%
20	万科	485.6	12%	32,435	11%	14,972	1%	na	na
21	绿城	71.6	-13%	2,930	-14%	24,437	2%	110	65.1%
22	深控	7.0	-34%	371	-27%	18,857	-9%	20	35.0%

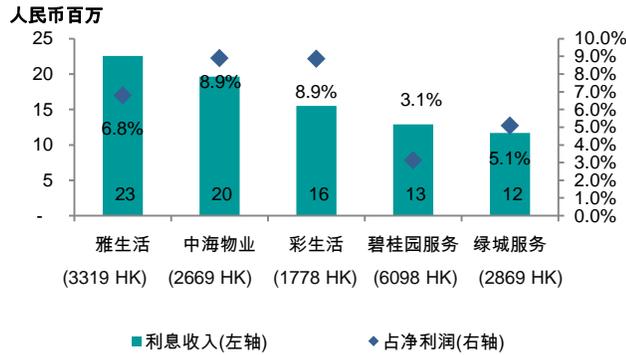
* 港元

来源: 公司数据、港交所、农银国际证券

图 2: 近期内地开发商美金债发行

月份	公司	金额 百万美元	到期日	票据利率
2018 年 10 月	恒大 (3333 HK)	1,800	2020-2023	11-13.75%
2018 年 11 月	合景泰富(1813 HK)	400	2020	9.85%
2018 年 11 月	雅居乐(3383 HK)	400	2020	9.50%
2018 年 11 月	时代(1233 HK)	300	2020	10.95%

来源: 彭博、农银国际证券

图 3：利息收入占净利润比例 (1H18)


来源: 公司数据、农银国际证券

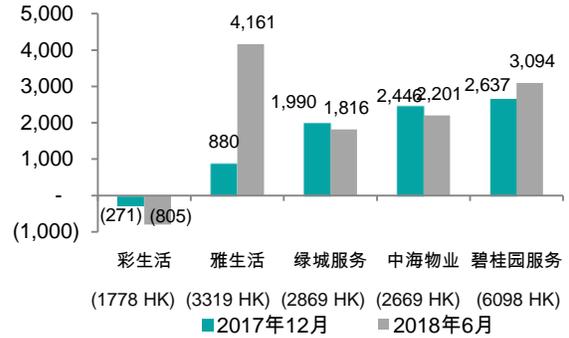
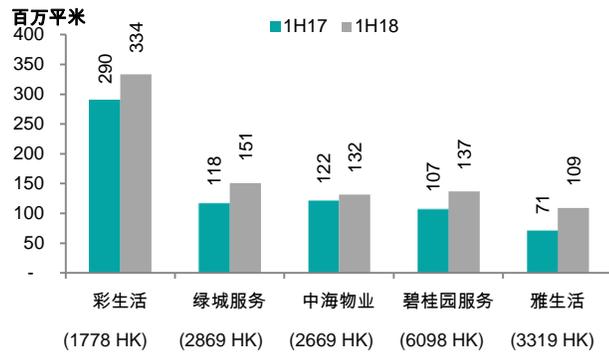
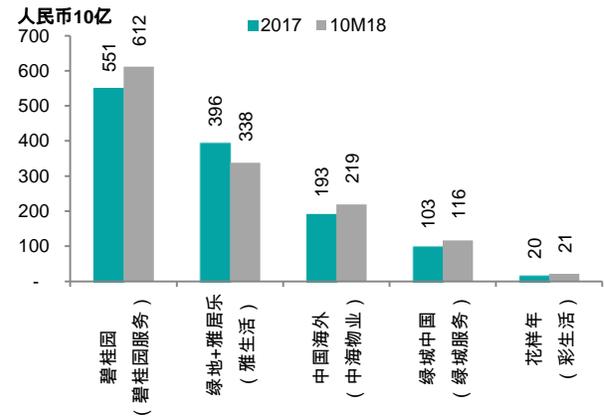
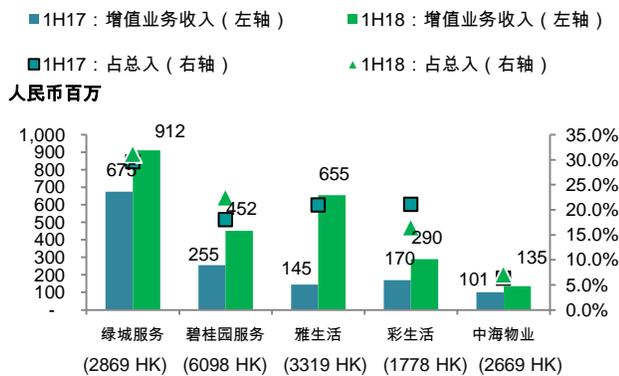
图 4：净现金/(净负债)水平 (人民币百万)

 * 中海物业数字为港币
 来源: 公司数据、农银国际证券

图 5：物业管理公司在管面积


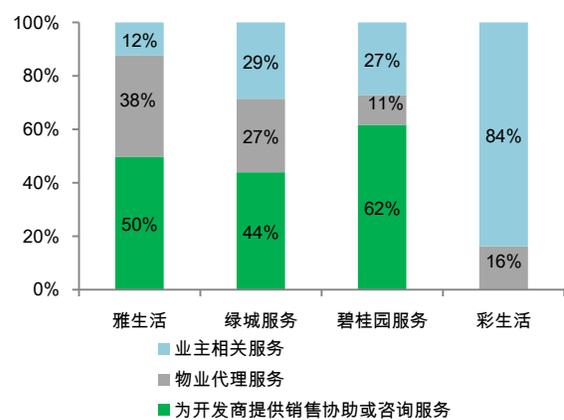
来源: 公司数据 农银国际证券

图 6：物业管理公司的母公司/主要股东的预售


来源: 公司数据、农银国际证券

图 7：物业管理公司的增值服务收入


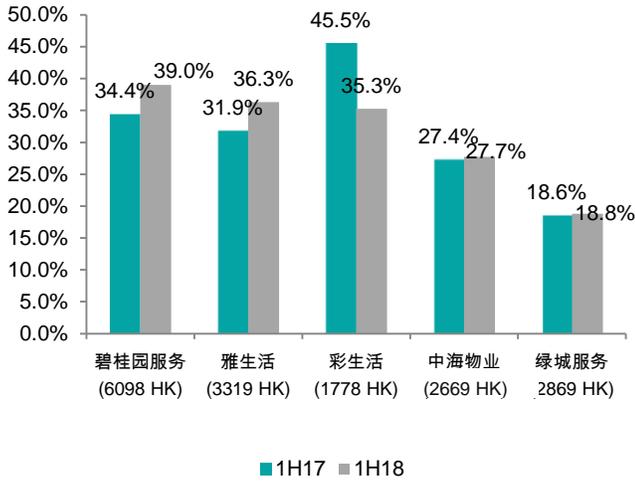
来源: 公司数据、农银国际证券

图 8：物业管理公司的增值服务收入分成


来源: 公司数据、农银国际证券

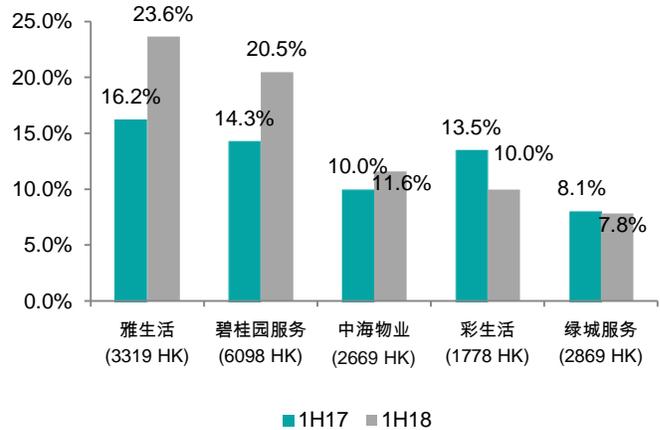


图 9: 物业管理公司的毛利率



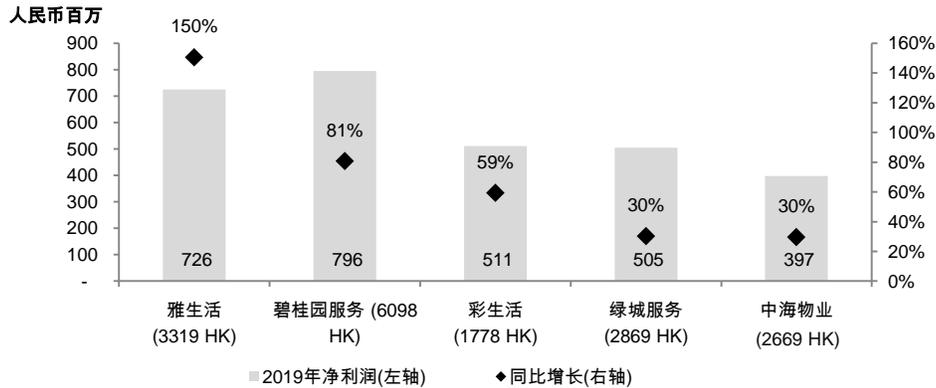
来源: 公司数据、农银国际证券

图 10: 物业管理公司的净利润率



来源: 公司数据、农银国际证券

图 11: 上市物业管理公司 2019E 净利润及同比增长



*农银国际证券预测: 雅生活; 彭博: 碧桂园服务、彩生活、绿城服务、中海物业

来源: 彭博、农银国际证券预测

图 12: 行业首选 (截至 2018 年 11 月 30 日)

公司名称	代码	评级	目标价 (港元)	上升空间 (%)	FY18E 市盈率(x)	FY19E 市盈率(x)	FY18E 市账率(x)	FY19E 市账率(x)	FY18E 股息率 (%)	FY19E 股息率 (%)
雅生活	3319	买入	18.60	81.3	17.4	11.8	2.26	1.98	1.64	2.42
中国海外	688	买入	34.90	27.8	9.6	7.8	1.04	0.94	2.82	3.48
金茂	817	买入	6.40	70.7	9.1	6.8	1.13	1.03	4.42	5.88

来源: 彭博、农银国际证券预测

正面
中国替代能源行业 - 风电运营商将受益于强劲的现金流
吴景荃

主要数据	行业表现 (相对于国企指数)	绝对值 (%)	相对值 (%)
2019年市盈率均值(x)	5.87	1个月	8.37
2019年市净率均值(x)	0.66	3个月	(6.77)
2019年股息率均值 (%)	4.49	6个月	(22.33)
来源:彭博、农银国际证券预测	来源:彭博、农银国际证券		



- 随着国家能源结构从火力发电转向更环保的替代能源，中国的风电和核电发电量可能在 2017 - 2020 年以 11%/14% 的年均复合增长率增长
- **龙源电力(916 HK)**是我们风电行业的首选，因为其优质资产有利于提高利用小时和产生更强的现金流。**中广核电力(1816 HK)**是我们核电行业的首选，基于其在中国核电行业的领先地位和主要资产位于经济活跃的广东省地区

全国核电和风电发电量在 10M18 同比增长 15%/23%。根据中国电力企业联合会(CEC)的数据，2018 年 10 月份中国全国核电和风电发电量同比增长 25.1% 及 8.5%，而 10M18 数据分别同比增长 15.0% 和 23.1%。鉴于全国整体发电量在 10 月份同比增长仅 4.8%，10M18 数据同比增长 7.2%，核电和风电发电量强劲增长表明中国政府推动替代能源的努力有相当的成效。

中国的风电发电量可能在 2017 - 2020 年达到 11% 的年均复合增长率。中国政府很可能会继续培育风电产业，并使其成为未来的重要能源。根据中国电力企业联合会的数据，中国 2018 年 1-10 月累计风电发电量同比增长 23.1%，是所有能源增长率最高的(第 2 位是核电，同比增长 15.0%)。我们认为这一趋势将持续下去，因为政府已于 2016 年 12 月公布“十三五可再生能源计划”，并表示目标在 2020 年风电发电量达 4,200 亿千瓦时，这暗示将从 2017 年的 3,060 亿千瓦时增长 37%，或者是 2017 - 2020 年的复合年增长率为 11%。我们相信这应该为风电运营商提供进一步发展的好机会。

中国的核电发电量应保持强劲增长，并可能在 2017 - 2020 年期间实现 14% 的年均复合增长率。根据中国电力企业联合会和国家能源局(NEA)的数据，在过去 10 年(2007-2017)，中国全国核电发电量增长了 300%，从 2007 年的 620 亿千瓦时增加到 2017 年的 2,480 亿千瓦时，期内年均复合增长率高达 15%。此外，10M18 全国核电发电量同比增长 15.0%，表明中国对核电的强劲需求依然存在。尽管没有具体的核电发电量目标，但我们认为中国核电装机容量将有强劲增长，加上利用小时数的提升，将使核电发电量在 2020 年底达到 3,660 亿千瓦时，预示 2017 - 2020 年的年均复合增长率为 14%。

中国风电运营商将转变为现金牛的公用事业股。中国的大多数风电运营商正在进行去杠杆化，这使得他们在未来几年内的资本开支计划变得更谨慎。受益于较少的资本支出，风电运营商可能会在未来几年内录得强劲的自由现金流。针对当前股票市场的波动，投资者正在寻求能够提供稳定现金股息以及未来盈利预测确定性较高的现金牛。我们认为，拥有优质资产和较高利用小时数的风电运营商在当前形势下应该受益最多。



长期展望

我们认为，随着中国政府旨在减少空气污染并减少对传统燃煤发电的依赖，核电和风电将在未来 3 年内实现强劲增长。核电由于其高稳定性和低发电成本，中国政府的目的是将这种能源提升为全国的主要替代能源，而且其发电量在 2017 年占总体发电量只有 4.0%，而其他发达国家则占总能源结构的 30% 左右，因此发展空间较大。风电发电量也应该像核电一样有较快增长，因为 2017 年风电发电量仅占整体能源结构的 4.3%，仍有上升的空间。

对于替代能源行业的挑战，我们认为核电的挑战应该来自 1)。潜在的疲弱电力需求可能会阻碍发展 2)。日常运营中的安全问题或灾害情况。对于风电，我们认为挑战应主要集中于潜在的疲弱的电力需求。

短期展望

风电运营商：我们认为高应收账款应该是关键的忧虑。由于目前中国地方政府的资金短缺和高负债率，政府可能难以向风电运营商支付补贴，这可能对风电运营商的现金流造成影响。

核电运营商：公众对发电安全性问题的关注应该是核电的主要风险。2011 年日本的福岛核电事故仍旧会引起公众对核电使用安全水平的关注。任何核电运行事故都将会阻碍核电运营商的未来发展。

股价催化剂：在当前波动的股票市场里，我们认为投资者现在喜欢具有高盈利可见度以及有强劲现金流的公用事业股票，因此，风电运营商应该在短期内受益最多。对核电运营商而言，鉴于中国政府尚未公布新的核电站建设计划，这使得装机容量增长的可见度变得不明确，任何新核电站批准的公告都应该成为核电运营商的股价催化剂。

股票推荐

■ 风电运营商：

龙源电力(916 HK)是我们风电运营商的首选。我们认为，由于基数较低(2017 年风电容量/产出仅占全国能源的 9%/ 4%)，整个风电行业应该会继续经历强劲的装机容量增长。然而，由于去杠杆化和降低风电价格的下调，我们认为一些较为进取型的风电运营商可能会受到影响，因为他们的自由现金流不足可能导致破产，我们建议投资者应关注具有优质资产的运营商，它们应该会有更高的利用率和更强劲的现金流，如中国龙源电力(916 HK)。我们认为从长远来看，风电运营商可能会成为公用事业股票，因为现金流量有所改善，应该有助他们价值重估。

■ 核电运营商：

中广核电力(1816 HK)是我们核电运营商的首选。中广核电力(CGN)是香港股票市场里上市的唯一核电运营商，而且按照装机容量规模计算，是中国最大的核电运营商。我们认为公司应成为中国政府近期批准的任何新核电站建设的主要受益者，因为它控制着 60% 左右的中国现有核电装机容量。此外，中广核现有运营能力的 60% 以上位于广东省，这是中国经济最具活力的地区，表明中广核的利用小时数应高于其他同业，而且现金流更好。

风险因素

■ 风电运营商：

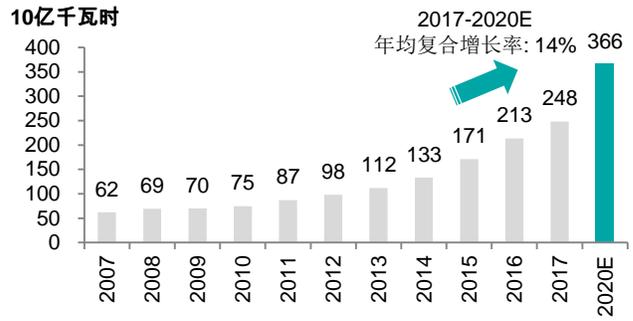
1)弃风限电风险；2)风资源风险；3)电价下调风险；4)建造风险；5)融资风险 6)政府对去杠杆化的政策可能会限制未来的增长。

■ 核电运营商：

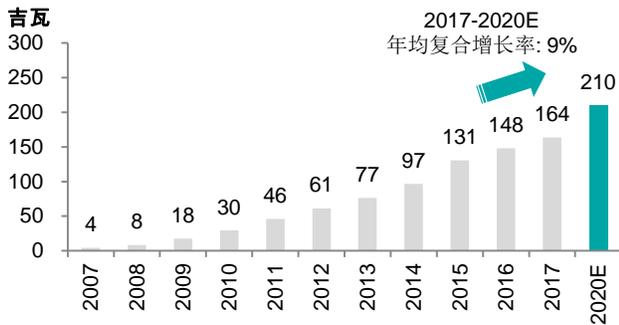
1)操作安全风险；2)建造风险；3)燃料成本风险；4)电价下调风险；5)货币和利率风险；6)为未来并购融资的筹款活动。

图表 1: 中国风电发电量的展望

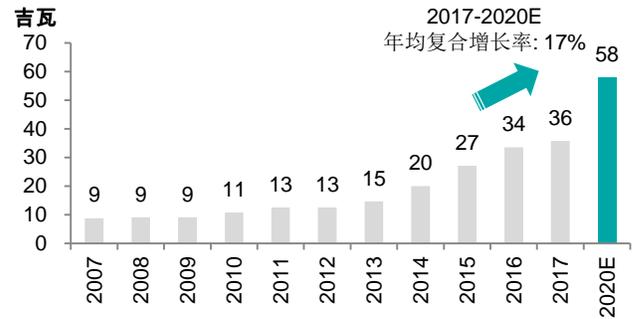

来源: 发改委、农银国际证券预测

图表 2: 中国核电发电量的展望


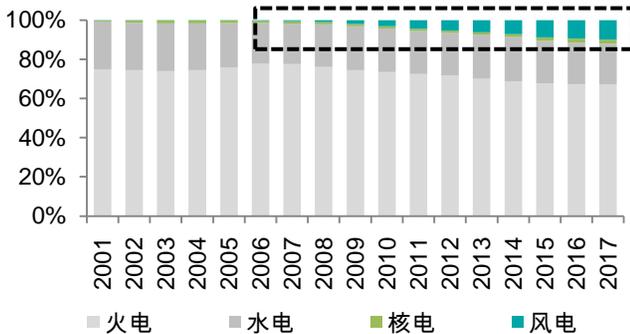
来源: 能源局、农银国际证券预测

图表 3: 中国风电装机容量展望


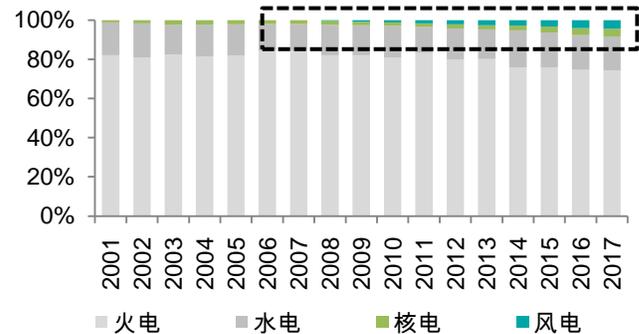
来源: 能源局、农银国际证券预测

图表 4: 中国核电装机容量的展望: 未来几年应会录得强劲的增长


来源: 能源局、农银国际证券预测

图表 5: 风电和核电的装机容量在中国的能源结构的占比仍有很大的上升空间


来源: 能源局、农银国际证券

图表 6: 中国的风电和核电的发电量仍维持强劲的上升趋势


来源: 能源局、农银国际证券



图表 7: 行业首选 (截至 2018 年 11 月 30 日)

公司名称	代码	评级	目标价 (港元)	上升空间 (%)	FY18E 市盈率(x)	FY19E 市盈率(x)	FY18E 市账率(x)	FY19E 市账率(x)	FY18E 股息率 (%)	FY19E 股息率 (%)
龙源电力	916 HK	买入	8.40	36.59	9.55	8.23	0.90	0.83	2.09	2.43
中广核电力	1816 HK	买入	2.70	39.18	8.70	7.69	1.11	1.01	3.47	3.92

来源: 彭博、农银国际证券预测

正面 中国环保业 – 专注于市场赢家 吴景荃

主要数据		行业表现	绝对值	相对值
		(相对于 国企指数)	(%)	(%)
2019年市盈率均值(x)	8.29	1个月	7.91	3.14
2019年市净率均值(x)	1.26	3个月	(3.35)	(1.01)
2019年股息率均值 (%)	3.34	6个月	(15.03)	(3.39)
来源:彭博、农银国际证券预测		来源:彭博、农银国际证券		

- 增加线上线下(O2O)活动将提高人均固体废物产量并刺激对焚烧服务的需求
- 城市地区相对较低的渗透率将支持垃圾焚烧行业的增长。2016 - 2020年,城市地区焚烧垃圾量的年均复合增长率将达到18%
- 全国污水处理量在2016 - 2020年将具有5%的年均复合增长率
- **北控水务(371 HK)**是中国污水处理行业的首选,因其在中国拥有最大的运营能力,而且盈利能力比同行更高



增加 O2O 活动应提高人均产生的固体废物量并刺激对垃圾焚烧服务的需求。 中国人均城市生活垃圾产量从2003年到2013年保持下降趋势,2003年为1.44千克/天,2013年为1.11千克/天,相当于期内年均复合增长率下降2.6%。然而,情况在2013年之后发生了变化,从2013年底的1.11千克/天升至2016年底的1.17千克/天,相当于期内年均复合增长率达1.8%。我们认为人均固体垃圾的增加应该与全国范围内线上线下(O2O)活动的增加有关。根据艾瑞咨询的数据,中国的O2O销售额从2013年的1.9万亿元人民币增长至2016年的4.7万亿元人民币,表明2013 - 2016年的复合年均复合增长率为35%,这是对固体垃圾产生的主要推动力。我们预计,在全国范围内O2O业务强劲增长的情况下,人均固体垃圾产量将保持上升趋势,2016 - 2020年该数据应实现0.3%的年均复合增长率增长。

相对较低的渗透率应为垃圾焚烧服务提供商的业务增长留出空间。 根据住房和城乡建设部(MOHURD)的数据,中国的垃圾焚烧处理率很低,特别是在内陆省份。2016年,只有江苏省通过焚烧处理的住宅固体废物达到70%以上;仅有5个省(浙江,安徽,福建,云南和海南)的垃圾焚烧率达到50%-70%;15个省的焚烧率低于30%。鉴于中国政府的目标是到2020年底将全国焚烧率提高到50%,我们认为未来几年垃圾焚烧设施应继续保持强劲增长。此外,焚烧运营商应该会开始进入内陆省份做进一步发展。

城市地区垃圾焚烧量在2016 - 2020年期间有望实现18%的复合年增长率。 随着城镇化率的上升,人均固体废物产量的增长以及政府增加城市地区固体废物焚烧比例的目标,我们认为城市地区垃圾焚烧处理量应保持稳健增长。根据住房和城乡建设部的数据及发展及改革委员会的预测,在2016 - 2020年期间,随着城市人口年均复合增长率达到3.8%,人均固体废物年均复合增长率增加0.3%,而固体废物焚烧占总处理量的比例预计会由2016年底的31%上升到2020年底的50%,我们预计城市地区经焚烧处理的固体废物应该从2016年的8,000万吨增加到2020年的1.55亿吨,这预示将有94%的上涨,或者是在这4年内录得强劲的18%年均复合增长率。我们相信这应该为焚化运营商的发展提供充足的空间。

城镇化的推进仍然是污水处理行业的主要推动力，但渗透率较高。我们认为，城镇化率的提高应该继续推高城市人口增长，因此刺激对污水处理服务的需求。根据国家发展和改革委员会(NDRC)的估计，到2020年中国的城镇化率将达到60%，高于2016年底的57%。国务院估计，到2020年底，全国总人口将至少达到14.5亿，这意味着未来几年将有7700万人迁移到城市地区。我们相信这一大趋势将继续推动对污水处理服务的需求。然而，城市污水处理设施的高渗透率或令污水处理运营商通过并购实现增长。根据住房和城乡建设部的数据，截至2016年底，城市污水处理率达到92%，接近2020年底中国政府95%的目标。我们相信污水处理运营商将通过加大并购和提高运营管理质量以获得市场份额

全国污水处理量应在2016 - 2020年录得5%的年均复合增长率。随着城镇化率和人均废水产量的增加，待处理的城市污水量将在未来几年内增长。根据住房和城乡建设部和国家发改委的数据，假设到2020年年底城镇化率为60%，废水处理率为95%，人均产生的废水在2016 - 2020年期间将以每年0.9%的速度增长(人均产生的废水量在2006 - 2016年录得每年0.7%的增长率)，废水处理总量将达到650亿吨，比2016年底(530亿吨)废水处理量增加23%，或2016 - 2020年的年均复合增长率为5%。

城市污水处理的高渗透率表明我们应该选择赢家。根据住房和城乡建设部的统计，只有2个省(青海，海南)的废水处理率低于80%。23个省的城市污水处理率为80%-95%，6个省超过95%。城市地区的高渗透率意味着运营商会选择通过收购或进入农村地区进行扩张。我们认为拥有大型运营能力和高盈利能力的市场领导者将具有优势。

长期展望

我们认为中国的城市化是一个大趋势，可能有助于提升中国对垃圾焚烧和污水处理服务的需求。对于垃圾焚烧行业，鉴于城市地区的渗透率(通过焚烧处理的固体垃圾占总处理量)现在相对较低(2016年约为31%)，我们认为城市地区人口和土地价格的上涨应该有助于该行业继续保持稳健增长，未来几年应能维持中双位数的增幅。对于污水处理行业，由于渗透率较高(2016年约为92%)，未来几年的未来增长率应保持在个位数左右。

短期展望

垃圾焚烧运营商将受益于城镇化率的提高和人均固体废物的增加，城市地区的固体废物焚烧量将在明年保持强劲增长。

对于污水处理运营商而言，更多的重点将放在建设 - 运营 - 转移(BOT)项目而非工程，采购和建设(EPC)项目上，因为BOT具有更高的利润率和更强的现金流。通过公私合作伙伴关系(PPP)商业模式筹集资金在短期内不太可能增加。

股票推荐

■ 污水处理运营商：

北控水务(BEW, 371 HK)是我们污水处理行业的首选。北控水务是中国最大的污水处理运营商(2017年运营能力为1170万吨/日)；此外，它在2017年同业中的ROAE(平均权益回报率)最高(北控水务为20%，同行平均值为11%)。而且北控水务作为国有企业的背景将有利于公司取得项目。

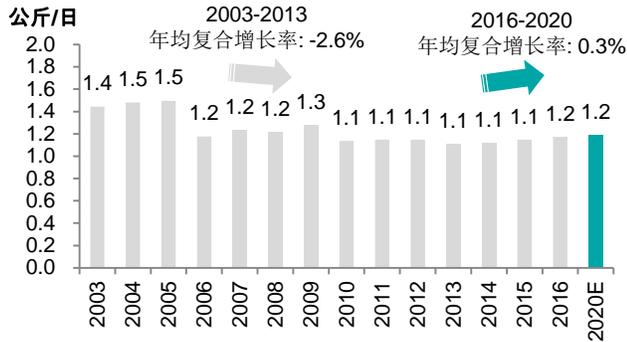
风险因素

■ 垃圾焚烧运营商：

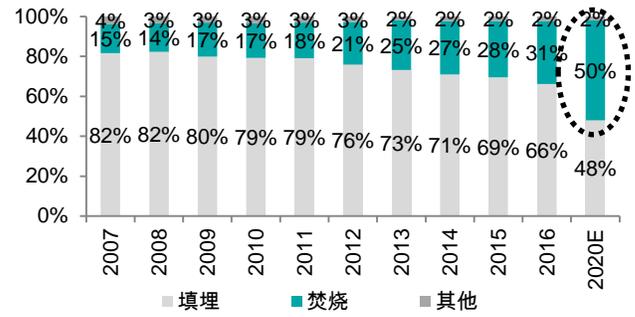
1)产能增长低于预期；2)违约风险；3)政策风险；4)维护成本激增；5)公众抵抗焚烧炉建设

■ 污水处理运营商：

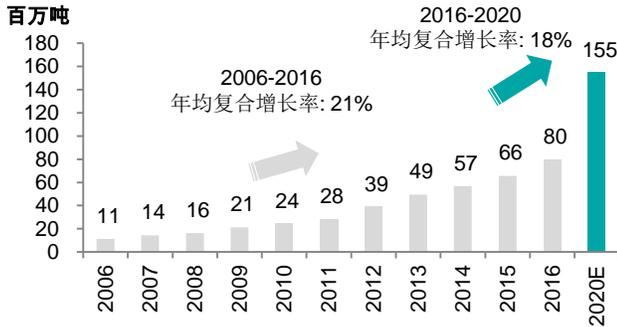
1)产能增长低于预期；2)违约风险；3)政策风险；4)净负债率高；5)负现金流量。

图 1: 线上线下(O2O)活动的增加将刺激人均产生的固体废物量


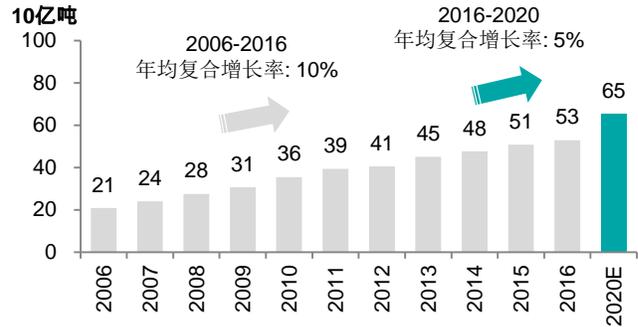
来源: 住房和城乡建设部、农银国际证券预测

图 2: 中国将在 2020 年增加垃圾焚烧的比例


来源: 发改委、农银国际证券

图 3: 城市地区的垃圾焚烧量将在 2016 - 2020 年实现强劲增长


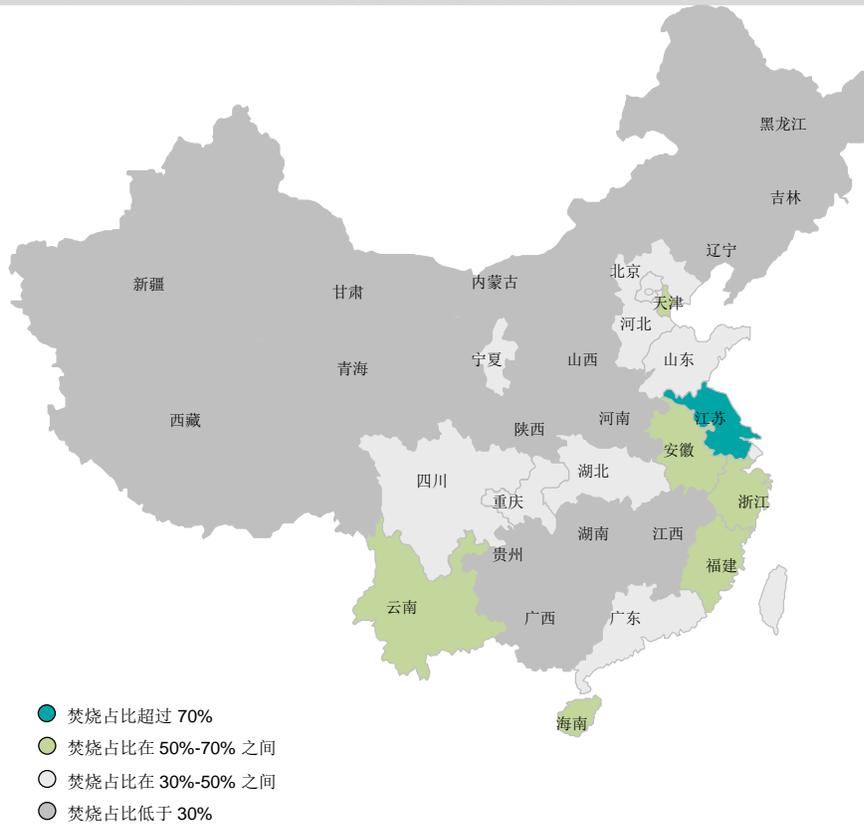
来源: 住房和城乡建设部、发改委、农银国际证券预测

图 4: 2016 - 2020 年全国污水处理量将以 5% 的年均复合增长率增长


来源: 住房和城乡建设部、发改委、农银国际证券预测



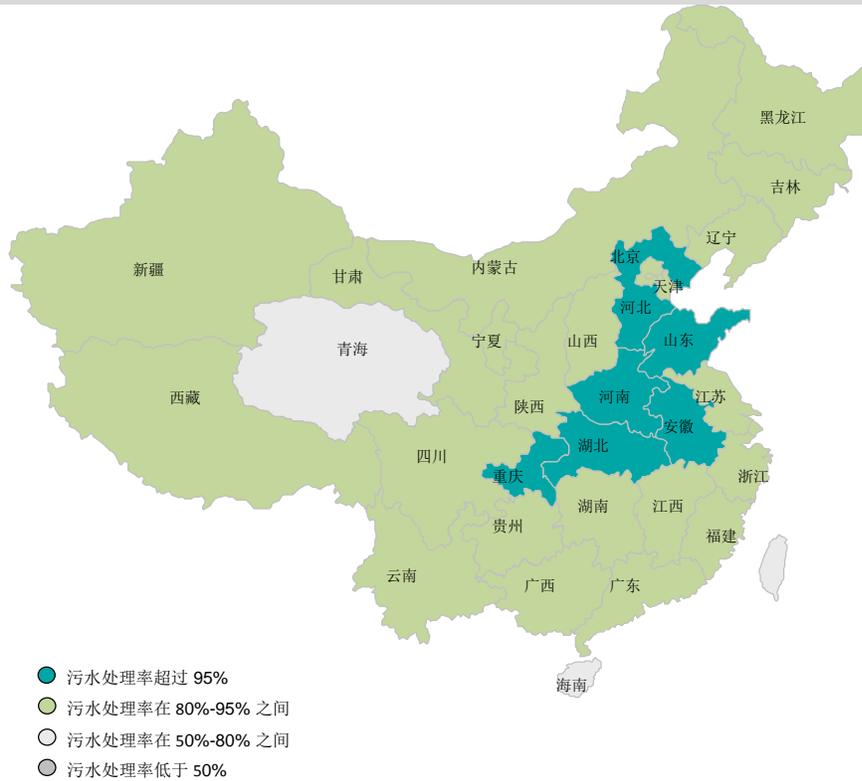
图表 5: 截至 2016 年, 中国垃圾焚烧的渗透率仍然很低



来源: 住房和城乡建设部、农银国际证券



图 6: 截至 2016 年, 中国的污水处理渗透率相对较高



来源: 住房和城乡建设部, 农银国际证券

图表 7: 行业首选 (截至 2018 年 11 月 30 日)

公司名称	代码	评级	目标价 (港元)	上升空间 (%)	FY18E 市盈率(x)	FY19E 市盈率(x)	FY18E 市账率(x)	FY19E 市账率(x)	FY18E 股息率 (%)	FY19E 股息率 (%)
北控水务	371 HK	持有	5.00	10.37	8.97	8.19	1.62	1.45	3.34	3.67

来源: 彭博、农银国际证券预测

正面 中国互联网行业 - 择优而投 周秀成

主要数据		行业表现(相对于 MSCI 中国指数)	绝对值 (%)	相对值 (%)
2019 年市盈率均值(x)	23.4	1 个月	1.5	0.8
2019 年市净率均值(x)	3.7	3 个月	(7.5)	(6.1)
2019 年股息率均值 (%)	0.7	6 个月	(25.5)	(18.9)
来源:彭博、农银国际证券预测		来源:彭博、农银国际证券		

- 我们认为在短视频的兴起减少了用户花在其他形式在线娱乐包括在线游戏的时间占比
- 在线销售增长势头有所放缓，但阿里巴巴所受的影响低于京东。我们继续视阿里巴巴为行业首选。



竞争用户时间。根据极光，每个移动用户在 3Q18 平均安装 50 个移动应用，比 3Q17 的 34 个大幅上升。我们认为这意味着移动应用竞争用户时间已经加剧。此外，用户在移动应用上的时间可能变得更加分散，令到互联网平台更难维持用户粘性。

短视频的兴起影响了其他形式在线娱乐。根据 QuestMobile，移动用户花在短视频上的时间占比从 2017 年 6 月的 2.0% 增加到 2018 年 9 月的 8.8%。另一方面，用户在其他在线娱乐如新闻、长视频、即时战略游戏等的时间占比则相应下降。

在线游戏面临各种不利因素。根据工信部，互联网游戏的增长势头自 4 月以来已经减弱，收入增长从 1Q18 的 33.2%（同比）下降到 2018 年 9 月的负值。我们认为，目前的弱势势头将持续到 2019 年。我们认为目前严格的监管环境将不可避免地扰乱游戏开发商的新游戏计划，从而进一步降低在线游戏作为一种在线娱乐形式的整体吸引力。因此，这可以进一步促使用户花更多时间在其他新兴形式的在线娱乐上，例如短视频。

网上购物 - 好坏参半。根据国家统计局，中国实物商品的网上销售在 10M18 同比增长 25.5%，占同期零售总额的 17.5%。但是，实物商品在线销售增长势头自 3Q18 以来有所放缓，反映出宏观环境疲弱。尽管宏观环境疲弱，但在财务表现方面，阿里巴巴所受的影响仍低于京东。例如，阿里巴巴在最近几个季度的收入增长一直高于京东，这意味着其市场份额持续增长。

股票推荐

我们继续视阿里巴巴为行业首选。总的来说，我们认为在线购物所受的挑战较在线游戏少。此外，尽管宏观环境疲弱，阿里巴巴所受的影响低于京东。虽然阿里巴巴的近期利润率可能会受到新零售业务影响，但我们认为目前估值部份反映了这种担忧。

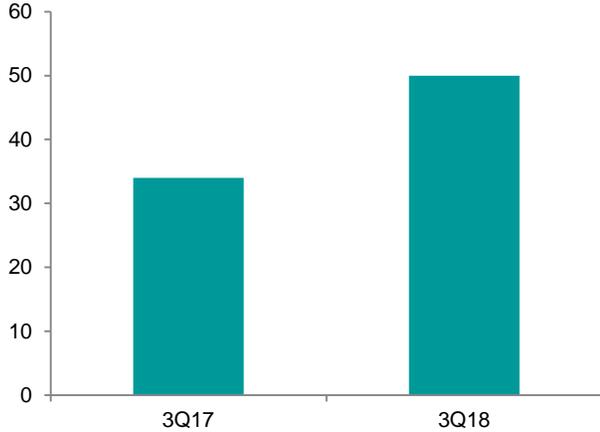
对于腾讯，我们认为由于在线游戏的持续监管以及短视频平台的挑战，可能会减少用户在线游戏所花费的时间，因此短期内缺乏积极的催化剂。



风险因素

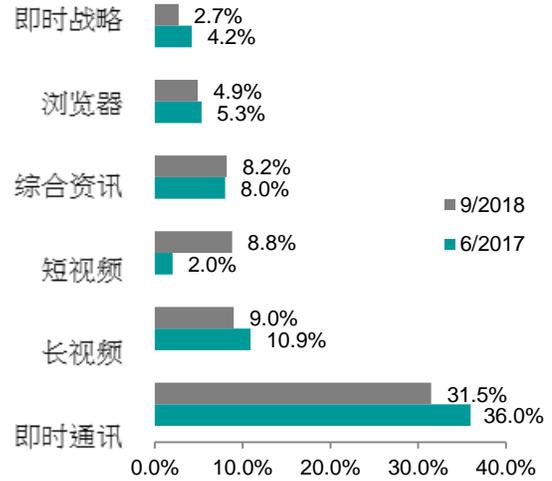
- 1) 互联网金融/手机游戏/网上支付的监管加强;
- 2) 面书和谷歌等主要外国竞争对手进入中国市场;
- 3) 电子商务和互联网金融业务放缓;
- 4) 手机游戏的生命周期。

图 1: 移动用户平均安装移动应用数量



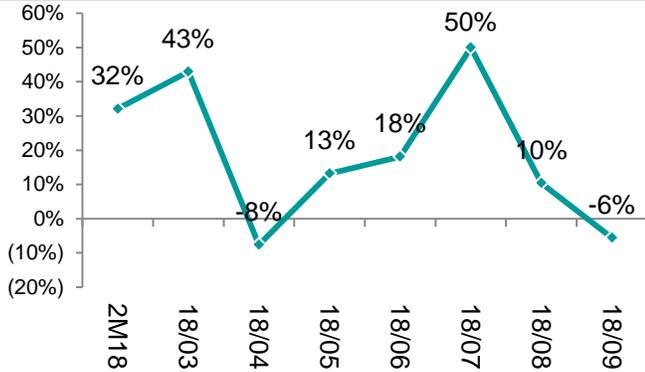
来源: 极光, 农银国际证券

图 2: 移动用户移动应用时间占比



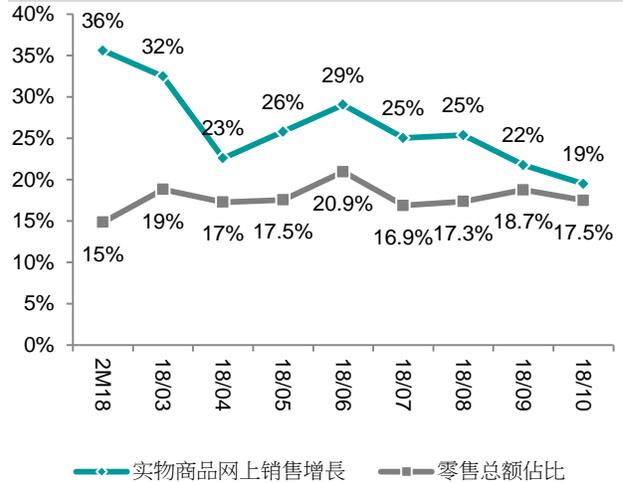
来源: Quesetmobile, 农银国际证券

图表 3: 互联网游戏收入增长



来源: 工信部, 农银国际证券

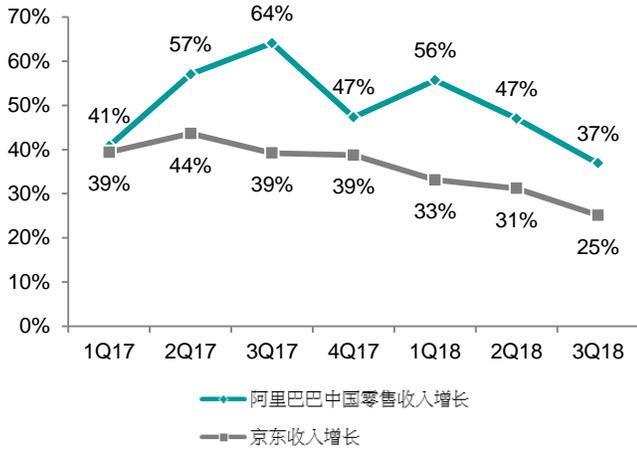
图表 4: 中国实物商品网上销售



来源: 国家统计局, 农银国际证券

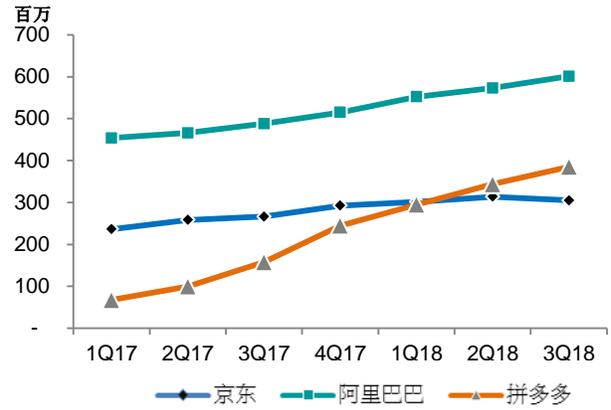


图表 5: 收入增长 - 阿里巴巴 vs. 京东



来源: 工信部, 农银国际证券

图表 6: 年度用户比较



来源: 国家统计局, 农银国际证券

图表 7: 行业首选 (截至 2018 年 11 月 30 日)

公司名称	代码	评级	目标价 (港元)	上升空间 (%)	FY18E 市盈率(x)	FY19E 市盈率(x)	FY18E 市账率(x)	FY19E 市账率(x)	FY18E 股息率 (%)	FY19E 股息率 (%)
阿里巴巴	BABA US	买入	183	14	31.6	24.5	6.1	5.0	-	-

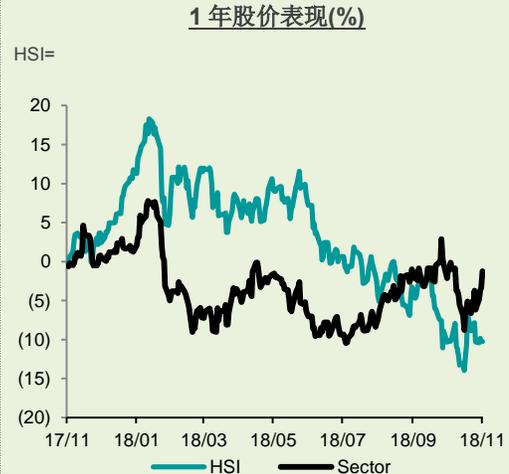
来源: 彭博、农银国际证券预测



正面 中国电信业 - 5G 网络的新增长动力 黎柏坚

主要数据	行业表现(相对于恒生指数)	绝对值 (%)	相对值 (%)	
2019 年市盈率均值(x)	14.9	1 个月	(7.0)	(6.1)
2019 年市净率均值(x)	1.1	3 个月	3.6	11.1
2019 年股息率均值 (%)	1.8	6 个月	(1.7)	12.4
来源:彭博、农银国际证券预测	来源:彭博、农银国际证券			

- 我们预计 2019 年中国有线宽带市场将保持稳定增长，因网络速度和 IPTV 利用率将更高
- 4G 电信网络覆盖范围的扩大将推动对电信塔的需求。此外，电信运营商需要更密集的基站网络来支持 5G 网络的发展
- 我们的行业首选是中国移动(941 HK)，因公司有较高的股息收益率及良好的资产负债表状况。随着有线业务的快速增长，将有利集团在电信行业的发展



中国 4G 用户普及率在 2019 年将达 78.5% 及 2020 年将达 82.0%。根据工信部的数据，由于数据服务和增值服务需求的增加，电信运营商的移动业务在 10M18 占电信总收入的 70.4%。2018 年 10 月中国移动用户达到 15.5 亿，同比增长 10.7%。受电信运营商推出无限数据包的影响，2018 年 10 月中国移动互联网用户总数突破 13 亿，占移动用户总数的 83.8%。据工信部统计，截至 2018 年 10 月，4G 用户达到 11.6 亿，占中国移动用户总数的 74.8%。2017 年中国联通通过与互联网公司合作，发行了数量最多的数据卡。虽然数据卡的推广促进了公司用户的增加，但影响了移动 ARPU。2018 年 10 月每位用户的平均移动数据达到 5.66GB，同比增长 151%。由于低端用户(从 2G / 3G 平台到 4G)的迁移，双 SIM 卡智能手机的推出以及较低的移动服务资费，我们预计 4G 普及率将进一步提升。

根据工信部的数据，到 2020 年 4G 网络覆盖率将达到 98%。10M18 中国的电信总收入同比增长 2.7%。整体电信数据用量同比增长 139.8%。截至 2018 年 10 月传输速度达到 100M 以上的有线宽带用户占总用户数达到 60%。中国移动在 2018 年 10 月超越中国电信成为国内最大的有线宽带服务供应商，因中国移动推出相对较低的服务费，中国移动在有线宽带市场取得了强劲增长。

2018 年 10 月中国移动、中国联通和中国电信的市场份额分别为 61.0% / 18.8% / 20.2%。我们预计 2019 年中国有线宽带市场将保持稳定增长，网络速度和 IPTV 的利用率将上升。截至 2018 年 10 月，中国移动(941 HK)、中国联通(762 HK)和中国电信(728 HK)的 4G 普及率分别为 75.9% / 69.0% / 79.4%。中国电信拥有最高的 4G 用户普及率，因公司把 800MHz 频率应用在 4G 网络上以加强网络覆盖。根据工信部的统计，2018 年 10 月有线宽带用户达到 4.0 亿，而光纤到户用户数达到 3.59 亿，占有线用户总数的 89.8%。由于 4K 电视、网络游戏和高清视频内容的需求，截至 2018 年 10 月，中国的 IPTV 用户达到了 1.51 亿。

长线展望

我们预计 2019 年电信运营商对 5G 网络发展的资本支出将上升，因需要建设更多的基站和广泛的光纤网络覆盖。由于更好的传输速度和低延迟率，预计 5G 网络的商业发布将推动数据使用量。数据使用量的增加将有助于减轻手机数据资费下降的影响。电信运营商正在降低手机补贴等的运营费用，提高利润率，以缓解移动服务资费下降的影响。电信运营商已经推出了各种增值服务、IPTV 和视频内容，以改善用户体验并提高利用率。我们 2019 年预计中国的有线宽带市场将以温和的步伐增长。



4G 电信网络覆盖范围的扩大将推动对电信塔的需求。此外，由于 5G 频谱远高于 4G 网络，电信运营商将需要更密集的基站网络来支持 5G 网络的发展。因此，我们预计中国铁塔(788 HK)的租赁比率将从 2017 年的 1.44 上升至 2020 年的 1.52。

短线展望

电信运营商在 2018 年 7 月取消了国内数据漫游资费，并计划在 2018 年全年将手机服务资费降低 30%，影响了电信运营商的 ARPU。服务资费的下降将可推动移动数据的使用量和用户的增长。预计中国双卡智能手机的普及将推动移动用户的增长。基于强劲的数据使用率和适度的移动用户增长(3.4%)，我们预计 2019 年移动服务收入将出现适度增长，但部分收益将被移动服务资费降低所抵消。

预期国内到 2020 年 4G 网络将覆盖 98%的人口，电信铁塔的需求将在短期内上升，电信运营商将提升资本开支。铁塔收费率的下降可鼓励电信运营商扩大 4G 网络的覆盖范围，从而促进国内 4G 用户的增长。

股票推荐

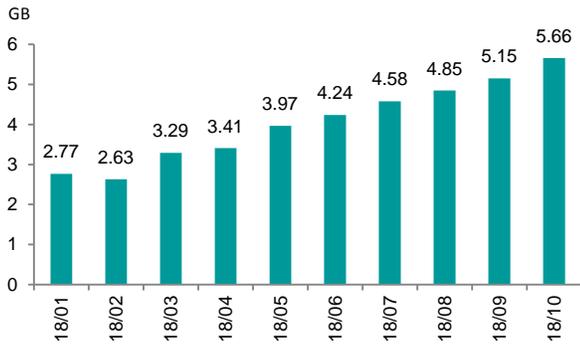
中国移动(941 HK)是我们的行业首选，基于其在移动业务中的主导地位，有线网络的快速增长。截至 2018 年 10 月，中国移动的移动业务市场份额达 61.0%，这得益于其网络优势、覆盖更广、更高的客户忠诚度。我们预测移动数据的使用将维持 2018 年的强劲增长(同比增长 150%)。数据流量的增长将有助于抵消部分移动数据服务资费下降带来的负面影响。中国移动在 10M18 显示强劲的有线宽带用户增长，中国移动更超越中国电信成为中国最大的有线宽带服务提供商。由于更好的网络覆盖和有效的服务套餐，我们预计 2019 年中国移动的用户增长和数据收入将有所改善。公司的目标价为 83.0 港元，相当于 12.3 倍/ 12.0 倍 2019 / 2020 的预测中国移动市盈率。

风险因素

1)行业进一步推行提速降费; 2)用户饱和; 3)市场竞争加剧可能导致价格战

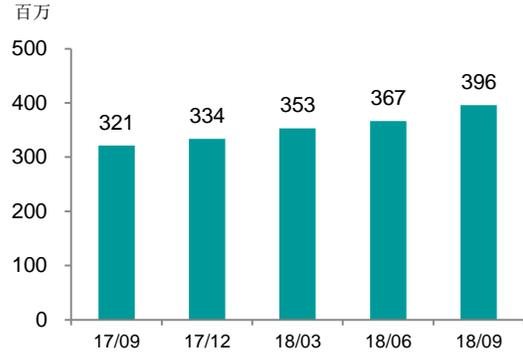


图 1: 中国每月平均数据使用量



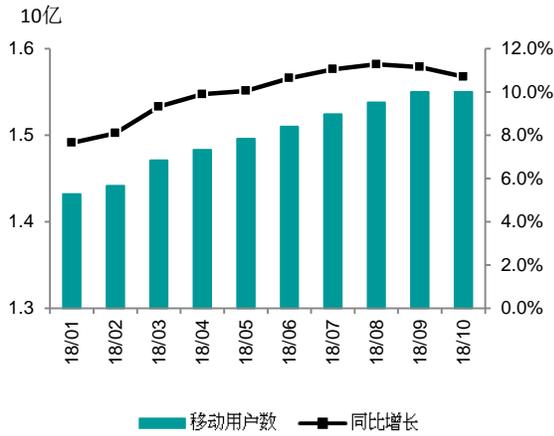
来源: 工信部、农银国际证券

图 2: 中国的移动基站



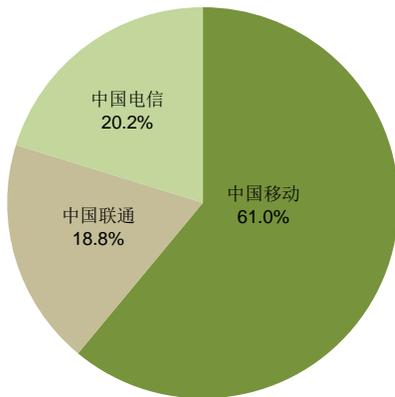
来源: 工信部、农银国际证券

图 3: 中国移动用户总体和同比增长



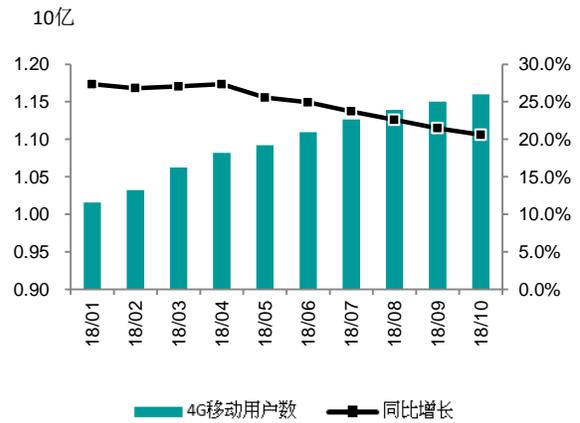
来源: 工信部、农银国际证券

图 5: 中国的 4G 用户市场份额



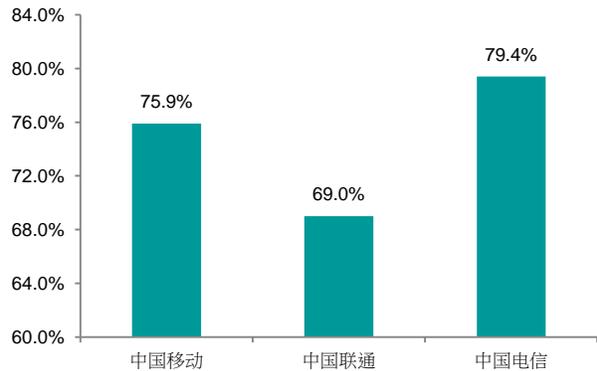
来源: 公司、农银国际证券

图 4: 中国的 4G 用户和同比增长



来源: 工信部、农银国际证券

图 6: 中国的 4G 用户渗透率



来源: 公司、农银国际证券



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED

图表 5: 行业首选 (截至 2018 年 11 月 30 日)

公司名称	代码	评级	目标价 (港元)	上升空 间(%)	FY18E 市盈率(x)	FY19E 市盈率(x)	FY18E 市账率(x)	FY19E 市账率(x)	FY18E 股息率 (%)	FY19E 股息率 (%)
中国移动	941	买入	83.00	6.9	12.1	12.0	1.3	1.3	4.0	4.1
中国铁塔	788	买入	1.35	2.7	69.4	35.8	1.0	0.9	2.9	3.1

来源: 彭博、农银国际证券预测



中性
中国教育业 – 政策风险为主要顾虑
潘泓兴

主要数据		行业表现(相对于恒生指数)	绝对值 (%)	相对值 (%)
2019 年市盈率均值(x)	12.49	1 个月	3.37	(2.75)
2019 年市净率均值(x)	1.91	3 个月	(16.10)	(11.14)
2019 年股息率均值(%)	2.58	6 个月	(38.67)	(25.67)
来源:彭博、农银国际证券预测		来源:彭博、农银国际证券		

- 政府对于教育行业的监管在未来将会更加严格；政府对于教育行业的政策立场已经有所改变
- 我们预期新政策将会使教育行业的运营成本上升
- 正规教育板块的扩张模式将会有所改变
- 我们预期未来高等教育板块将会是政策的新焦点



来源: 彭博、农银国际证券

新政策对各个教育行业细分板块影响不一。最近政府针对教育行业连续出台多项政策，教育行业的市场状况因此急转直下。关于学前教育的政策主要针对学费高企以及学前教育资源不足问题，而针对 K-12 课外辅导的政策则是为了整顿行业乱象和为学生减负。然而，国家也在最近提出了要改革国家职业教育行业。我们认为，这些新政策会为中国的教育行业带来长远的正面作用，而行业龙头将会在新的政策环境下突围而出。

政府对于教育行业的政策立场将会有所改变。我们相信，最近一连串的政策显示出政府希望通过减少居民在教育方面的负担，从而提高居民在其他方面的消费意愿和能力。如此的政策立场改变主要反映在，最近的政府在教育行业方面的政策主要针对行业过度竞争、过度逐利行为、供需不平衡 3 大问题。我们认为，新政策所带来的短期阵痛将主要影响学前教育以及义务教育阶段的正规教育和非正规教育机构。

教育行业将面临更高的运营成本。教育部在最近提出了要“全力保障义务教育教师工资待遇”，强调“教师平均工资水平应当不低于或高于当地公务员平均工资水平”，并“力争用 3 年时间解决义务教育阶段教师工资待遇问题”。此外，针对 K-12 课外培训机构的政策要求从事部分科目培训的教师要获取相关的教师资格。我们认为这将会减少合格的 K-12 课外培训教师数量并提高 K-12 课外辅导机构的教师获取成本；而未来新的政策或将会把类似的要求应用到学前教育或者其他类型的课外辅导机构上。而针对 K-12 课外辅导的新政策也有规定“同一培训时段内生均面积不低于 3 平方米”，这将会增加相关培训机构的租赁成本。

行业扩张模式将会改变。最新公布的民促法送审稿提出了一个新的规定——“实施集团化办学的，不得通过兼并收购、加盟连锁、协议控制等方式控制非营利性民办学校”。而关于学前教育的新政策也有类似的规定，并提出“上市公司不得通过股票市场融资投资营利性幼儿园，不得通过发行股份或支付现金等方式购买营利性幼儿园资产”。我们认为：1) 由于义务教育阶段的学校只可以申请成为非盈利性学校，假设民促法关于并购的新规定被纳入终稿，K-12 阶段民办正规教育机构未来或将需要依靠自建学校来进行扩张，而义务教育阶段的机构将会受到最大的影响；2) 民办学前教育机构的并购融资方式将受到限制；3) 尽管高等教育机构可以选择成为非盈利或营利性学校，但假如民促法的新规定落地，民办高等教育机构以并购为主的扩张模式也会受到一定的限制。



未来的政策将聚焦高等教育。在国务院公布的“国务院办公厅关于印发完善促进消费体制机制实施方案(2018—2020年)的通知”(“通知”)中，教育行业成为了一个促进消费的重点行业，而且学前教育、职业教育、高等教育是“通知”中强调发展的3大教育板块。在“通知”公布之后，只有高等教育的相关政策仍未出台。我们因此预期，按照“通知”的思路，在高等教育板块相关的新政策将会围绕“引进境外优质高等教育、职业教育资源”、“举办高水平中外合作办学机构和项目”、“探索建立本科以上层次中外合作办学项目部省联合审批机制”3大方面推出更多的具体措施。而这些新政策的推出将会加剧高等教育板块的市场竞争。

长期展望

随着政府对于行业(特别是早中期教育板块)的监管加强，相关企业的运营成本将会提高，行业也可能会出现新一轮的整合。我们不排除未来的政策法规将会针对目前教育机构的业务架构(如关联方交易、结构性合同、VIE架构等)。

我们认为，随着个人收入水平的提高以及学业方面竞争的加剧，对于高质量教育服务的需求将会持续上升。尽管国家已经针对学前教育和职业教育两大板块推出政策以增加教育服务的供应，我们认为优质教育资源在未来仍会较为短缺，而吸引优秀教育人才的能力以及较长的运营历史将会使行业内的领头羊保持较强的竞争优势。

短期展望

目前“民促法送审稿”仍未最终定稿，这将会是高等教育和基础教育板块在短期内最大的政策风险。我们预期，短期内会有更多关于教育行业的政策出台，同时针对高等教育板块的政策出台几率将较大。投资者应当考虑不同教育企业的业务构成以及运营历史，并避开具有较大政策风险的教育行业子板块。

行业推介

我们对教育行业保持**中性**评级，主要由于整体行业的政策风险较大。我们认为，在正规教育板块中，中小学运营商将会面临较大的压力，因政策仍具有不确定性。而关于K-12课外辅导机构的政策已经出台，目前的风险只是在于相关机构的合规执行能力。而职业培训行业所面临的风险相对较小。

风险因素

1)法规/政策风险；2)增长风险；3)成本风险；4)运营风险；5)无法招募/挽留优质教师团队的风险；6)教育质量和学生退学风险；7)并购/投资风险。



图 1：学前教育学生人数/总学生人数比例(%)

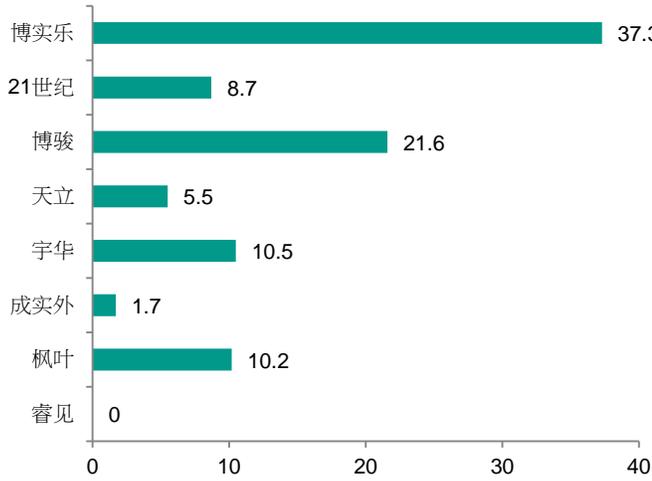
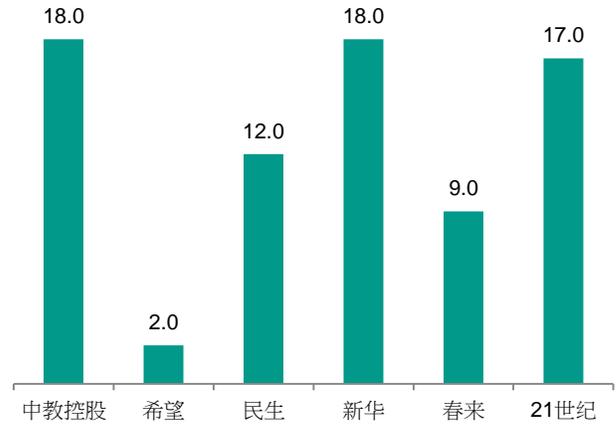


图 2：2016/17 学年职业教育占整体学生人数比例(%)

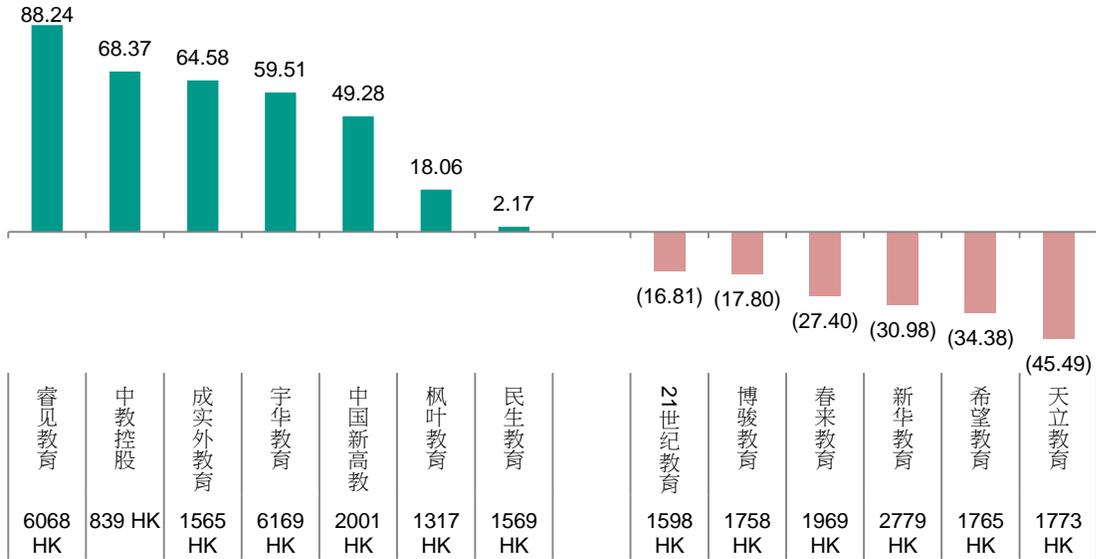


注：枫叶教育数据为 2016/17 学年数据，其他均为 2017/18 学年数据

来源：公司数据、农银国际证券

来源：公司数据、农银国际证券

图 3：自 IPO 以来股价表现(%)



来源：彭博、农银国际证券



图 4: 最近推出的教育行业相关的法规/政策

法规/政策	目标行业	政策目标/部分细节
《国务院办公厅关于印发完善促进消费体制机制实施方案(2018—2020年)的通知》 国办发〔2018〕93号	整体教育行业	<ol style="list-style-type: none"> 1) 抓紧修订民办教育促进法实施条例 2) 开展产教融合建设试点工作, 鼓励有条件的地区探索职业学校股份制改革试点 3) 大力发展普惠性学前教育, 鼓励地方政府通过购买服务、减免租金、派驻公办教师等方式引导和支持民办幼儿园提供普惠性服务 4) 制定实施大力发展3岁以下婴幼儿照护服务的政策措施 5) 实施好关于规范校外培训机构发展的意见 6) 鼓励有条件的地区引进境外优质高等教育、职业教育资源, 举办高水平中外合作办学机构和项目, 探索建立本科以上层次中外合作办学项目部省联合审批机制
《中华人民共和国民办教育促进法实施条例(修订草案)(送审稿)》	整体教育行业	<ol style="list-style-type: none"> 1) 为各省级政府部门在基于其地方情况推出地方性民促法实施意见提供全国性指引 2) 其中新增的一项政策: 实施集团化办学的, 不得通过兼并收购、加盟连锁、协议控制等方式控制非营利性民办学校。
《国务院办公厅关于规范校外培训机构发展的意见》 国办发〔2018〕80号	K-12 课外辅导行业	<ol style="list-style-type: none"> 1) 为规管中小学课外辅导行业提出指导性意见, 其中包括培训机构的运营标准、开设课外培训中心的资质和审核、日常运营的细则、政府监管的规划 2) 校外培训机构必须有符合安全条件的固定场所, 同一培训时段内生均面积不低于3平方米, 确保不拥挤、易疏散; 必须符合国家关于消防、环保、卫生、食品经营等管理规定要求 3) 从事语文、数学、英语及物理、化学、生物等学科知识培训的教师应具有相应的教师资格 4) 收费时段与教学安排应协调一致, 不得一次性收取时间跨度超过3个月的费用 5) 培训内容不得超出相应的国家课程标准, 培训班次必须与招生对象所处年级相匹配, 培训进度不得超过所在县(区)中小学同期进度
《教育部办公厅等4部门关于切实减轻中小学生课外负担开展校外培训机构专项治理行动的通知》 教基厅〔2018〕3号	K-12 课外辅导行业	<ol style="list-style-type: none"> 1) 通过开展排查摸底、全面整改、督促检查, 依法维护学生权益, 降低中小学生课外培训负担, 重整学校正常教育教学秩序, 降低家庭经济负担 2) 第1阶段, 全面部署和排查摸底, 要于2018年6月底前完成 3) 第2阶段, 集中整改, 要于2018年底前完成 4) 第3阶段, 专项督促和检查, 要于2019年6月底前完成
《全力保障义务教育教师工资待遇 不断提高教师职业吸引力》	义务教育阶段学校	<ol style="list-style-type: none"> 1) 重申《教师法》和《义务教育法》均就教师工资水平做出规定, 要求教师平均工资水平应当不低于或高于当地公务员平均工资水平 2) 切实保证义务教育教师的平均工资水平不低于或高于当地公务员平均工资水平 3) 力争用3年时间解决义务教育阶段教师工资待遇问题
《中共中央国务院关于学前教育深化改革规范发展的若干意见》	学前教育阶段学校	<ol style="list-style-type: none"> 1) 到2020年, 全国学前3年毛入园率达到85%, 普惠性幼儿园覆盖率(公办园和普惠性民办园在园幼儿占比)达到80% 2) 到2020年, 基本形成以本专科为主体的幼儿园教师培养体系, 本专科学前教育专业毕业生规模达到20万人以上; 建立幼儿园教师专业成长机制, 健全培训课程标准, 分层分类培训150万名左右幼儿园园长、教师; 建立普通高等学校学前教育专业质量认证和保障体系, 幼儿园教师队伍综合素质和科学保教能力得到整体提升, 幼儿园教师社会地位、待遇保障进一步提高, 职业吸引力明显增强。 3) 到2035年, 全面普及学前3年教育, 建成覆盖城乡、布局合理的学前教育公共服务体系, 形成完善的学前教育管理体制、办园体制和政策保障体系, 为幼儿提供更加充裕、更加普惠、更加优质的学前教育 4) 民办园一律不准单独或作为一部分资产打包上市 5) 上市公司不得通过股票市场融资投资营利性幼儿园, 不得通过发行股份或支付现金等方式购买营利性幼儿园资产 6) 社会资本不得通过兼并收购、受托经营、加盟连锁、利用可变利益实体、协议控制等方式控制国有资产或集体资产举办的幼儿园、非营利性幼儿园



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABC SECURITIES COMPANY LIMITED

法規/政策	目標行業	政策目標/部分細節
《國家職業教育改革實施方案》	職業教育階段學校	<ol style="list-style-type: none">1) 要把職業教育擺在更加突出的位置2) 對接科技發展趨勢和市場需求，完善職業教育和培訓體系，優化學校、專業布局，深化辦學體制改革和育人機制改革3) 鼓勵和支持社會各界特別是企業積極支持職業教育，着力培養高素質勞動者 and 技術技能人才

來源：中國政府網、公司、農銀國際證券



权益披露

分析员陈宋恩、姚少华、欧宇恒、周秀成、董耀基、吴景荃、潘泓兴、黎柏坚作为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,均属分析员之个人意见。分析员亦在此证明,就研究报告内所做出的推荐或个人观点,分析员并无直接或间接地收取任何补偿。此外,分析员及分析员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。

权益披露

农银国际证券有限公司及/或与其附属公司,曾在过去12个月内,与本报告提及的公司有投资银行业务关系。陈宋恩持有农业银行(1288HK)H股股份

评级的定义

评级	定义
买入	股票投资回报 \geq 市场回报(10%)
持有	市场回报(-10%) \leq 股票投资回报 $<$ 市场回报(+10%)
卖出	股票投资回报 $<$ 市场回报(-10%)

股票投资回报是未来12个月预期的股价百分比变化加上股息收益率

市场回报是5年市场平均回报率

市场回报率: 自 2005 年以来的平均市场回报率(恒生指数总回报指数 2005-17 年复合增长率为 10%)

目标价的时间范围: 12 个月

股票评级可能与所述框架不同,原因包括但不限于:公司治理、市值、相对于相应基准指数的历史价格波动、股票相对于股票市场的平均每日成交量、竞争力、相应行业的优势等

免责声明

该报告只为客户使用,并只在适用法律允许的情况下分发。本研究报告并不牵涉具体使用者的投资目标,财务状况和特殊要求。该等信息不得被视为购买或出售所述证券的要约或要约邀请。我等并不保证该等信息的全部或部分可靠,准确,完整。该报告不应代替投资人自己的投资判断。文中分析建立于大量的假设基础上,我等并不承诺通知阁下该报告中的任何信息或观点的变动,以及由于使用不同的假设和标准,造成的与其它分析机构的意见相反或不一致。分析员(们)负责报告的准备,为市场信息采集、整合或诠释,或会与交易、销售和其它机构人员接触。农银国际证券有限公司不负责文中信息的更新。农银国际证券有限公司对某一或某些公司内部部门的信息进行控制,阻止内部流动或者进入其它部门及附属机构。负责此研究报告的分析员的薪酬完全由研究部或高层管理者(不包括投资银行)决定。分析员薪酬不取决于投行的收入,但或会与农银国际证券有限公司的整体收入(包括投行和销售部)有关。报告中所述证券未必适合在其它司法管辖区销售或某些投资人。文中所述的投资价格和价值、收益可能会有波动,历史表现不是未来表现的必然指示。外币汇率可能对所述证券的价格、价值或收益产生负面影响。如需投资建议、交易执行或其它咨询,请您联系当地销售代表。农银国际证券有限公司或任何其附属机构、总监、员工和代理,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。进一步的信息可应要求而提供。

版权所有 2017 年农银国际证券有限公司

该材料的任何部分未经农银国际证券有限公司的书面许可不得复印、影印、复制或以任何其他形式分发

办公地址: 香港中环干诺道中 50 号中国农业银行大厦 10 楼农银国际证券有限公司

电话: (852)21478863