

2020年5月22日

农银国际政策透视

2020年中国政府工作报告的宏观、投资策略及行业分析



政策透视

2020年5月22日

经济师姚少华

2020年中国政府工作报告的宏观、投资策略及行业分析

2020年中国政府工作报告的宏观解读

中国实现 2019 年主要经济预定目标

2020年5月22日中国总理李克强在第十三届全国人民代表大会第三次会议上宣读了本年度政府工作报告。报告对2019年和今年以来工作进行了回顾，并对2020年的经济工作做出整体部署及若干经济指标设定了目标。

如图1所示，2019年中国经济增长6.1%，顺利完成6.0%-6.5%的增长目标。有关就业的经济指标城镇新增就业及城镇登记失业率亦圆满实现目标，2019年全年城镇新增就业1,352万人，超过1100万人以上的增长目标；城镇登记失业率为3.62%，完成4.5%以内的目标。2019年全年财政支出23.89万亿元，超过23万亿元的支出目标。2019年全年为企业和个人减税降费达到2.36万亿元，亦超过2万亿元的目标。此外，中国经济结构不断优化，消费拉动经济增长作用进一步增强。常住人口城镇化率首次超过60%，重大区域战略深入实施。

图 1：2019 年中国经济指标—目标与实际对比

经济指标	目标	实际
实质 GDP 增长, %	6.0-6.5	6.1
城镇新增就业, 百万	>11.0	13.52
城镇登记失业率, %	<4.5	3.62
全国财政支出, 万亿元	23.0	23.89
企业和个人减税降费, 万亿元	~2	2.36
消费物价通胀, %	~3.0	2.9
单位国内生产总值能耗下降, %	~3.0	2.6

来源: 2019 与 2020 政府工作报告、中国政府网、农银国际证券

政策透视

本次政府工作报告未设定 2020 年经济增长目标

由于全球疫情和经贸形势不确定性很大，本次政府工作报告未设定 2020 年经济增长目标（图 2）。但本次报告特别提出“六保”是今年“六稳”工作的着力点。“六稳”与“六保”的第一项均为就业，说明就业问题已成为当前和未来财政与货币政策的最重要着力点。第一季度中国 GDP 下跌 6.8%，根据经济学中的奥肯定律，GDP 每下跌 1%，失业率大约上升 0.5%，所以就业压力不小。保就业实质就是保中小微企业的经营，因为中小微企业贡献了全国 80% 的就业。随着国内疫情本土传播基本阻断，复工复产加快推进，前期压抑的消费开始回补，以及中央政府财政及货币政策的支持，我们相信第 2 季中国经济增速或回升转正。随着全球各国政府已经高度重视疫情防控并加强全球合作，全球疫情或在下半年快速消退，中国下半年外需料明显改善，我们预期下半年中国经济增速将延续反弹态势。整体上我们预期 2020 年中国 GDP 增长 2.0%，虽低于 2019 年 6.1% 的增速，但在全球疫情冲击下已是不错的增速。

图 2：中国 2020 年经济增长目标

经济指标	目标	农银国际预测
实质 GDP 增长, %	--	2.0
城镇新增就业, 百万	>9.0	10.0
城镇登记失业率, %	~5.5	5.0
城镇调查失业率, %	~6.0	5.5
财政赤字占 GDP 比重, %	>3.6	4.0
消费物价通胀, %	~3.5	3.0

来源: 2020 政府工作报告, 农银国际证券预测

政府工作报告表示稳健的货币政策要更加灵活适度。综合运用降准降息、再贷款等手段，引导广义货币供应量和社会融资规模增速明显高于去年。强化对稳企业的金融支持，大型商业银行普惠型小微企业贷款增速要高于 40%，综合融资成本明显下降。有见于经济放缓压力仍在，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，报告提出大型商业银行普惠型小微企业贷款增速比 2019 年 30% 的目标高出 10%。我们预计 2020 年新增人民币贷款与新增社会融资规模或分别达至 19.0 万亿人民币及 29.0 万亿人民币。我们预期贷款利率及商业银行 RRR 将继续下调，2020 年年底 1 年期与 5 年期 LPR 的利率水平分别跌至 3.45% 及 4.45%。我们预期 2020 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 9.0%。2020 年底广义货币供给（M2）预计增长 10.5%。

政策透视

2020 年财政预算赤字占 GDP 的比重由 2019 年的 2.8% 上调至 3.6%，财政赤字规模比 2019 年增加 1 万亿元，同时发行 1 万亿元抗疫特别国债，显示 2020 年中央政府将采用更为积极的财政政策来稳定增长。地方政府专项债券的安排由 2019 年的 2.15 亿人民币提高至 3.75 万亿人民币。根据上面的财政资源安排，2020 年将较 2019 年新增 3.6 万亿的财政支出资源，约占 2019 年 GDP 总量的 3.63%。此外，2020 年税收及收费的减免规模计划达至 2.5 万亿人民币，大幅高于去年计划的 2.0 万亿人民币。

2020 年城镇新增就业目标由 2019 年的 1100 万人下调为 900 万人，而城镇登记失业率及调查失业率目标分别控制在 5.5% 左右及 6.0% 左右，比 2019 年所设定的 4.5% 及 5.5% 有所上升。我们相信就业目标的调整与新冠肺炎冲击劳动力市场有关。4 月城镇调查失业率 6.0%，比上年同期的调查失业率高出 1 个百分点。1-4 月城镇新增就业人数 354 万，比上年同期少增 105 万人。2020 年应届高校毕业生 874 万，大量农民工隐性失业，就业市场压力较大。但我们相信随着中国经济增长逐步回升，上述三个就业目标可以达到。

本次政府工作报告提出实施扩大内需战略，推动经济发展方式加快转变。一是推动消费回升，主要通过稳就业促增收保民生，提高居民消费意愿和能力。二是扩大有效投资，特别是今年拟安排地方政府专项比去年增加 1.6 万亿元，提高专项债券可用作项目资本金的比例。加强包括 5G 应用在内的新型基础设施建设，新开工改造城镇老旧小区 3.9 万个，增加国家铁路建设资本金 1,000 亿元。我们预期 2020 年基建投资增速或从 2019 年的 3.8% 回升至 5% 左右。由于外需因新冠肺炎传播面临较大的不确定性，故经济增长更多只能依赖内需。

消费物价通胀目标由 2019 年的 3.0% 上调至 3.5%。然而，我们相信消费物价通胀更多属于软性指标而非硬性指标。有见于食品价格上涨，特别是猪肉价格因非洲猪瘟供应偏紧保持高位，2020 年 CPI 通胀或由 2019 年的 2.9% 略微反弹至 3.0%。我们预计猪肉价格在 2020 年上半年保持高位，下半年随着供应恢复将有所回落，因此 CPI 或呈现前高后低的态势。由于大宗商品价格走势回软以及内需疲弱，2020 年 PPI 通胀或由 2019 年的 -0.3% 进一步下跌至 -1.0%。我们相信 2020 年通胀不会成为宏观政策的制约因素。

政策透视

研究部主管陈宋恩

支持经济可持续发展，先要找到高效着力点

- 中美科技竞争- 我国迫切需要大量增加用于生产核心组件的硬件和软件的研发投入
- 保粮食供应安全-生物科学行业将引起市场关注
- 人民银行选择不同于发达经济体央行的方法来稳经济，体现应对风险的信心
- 我国家庭住户不缺钱，但缺乏消费信心和需求，需要时间来恢复

中国的研发需要时间和金钱来追赶

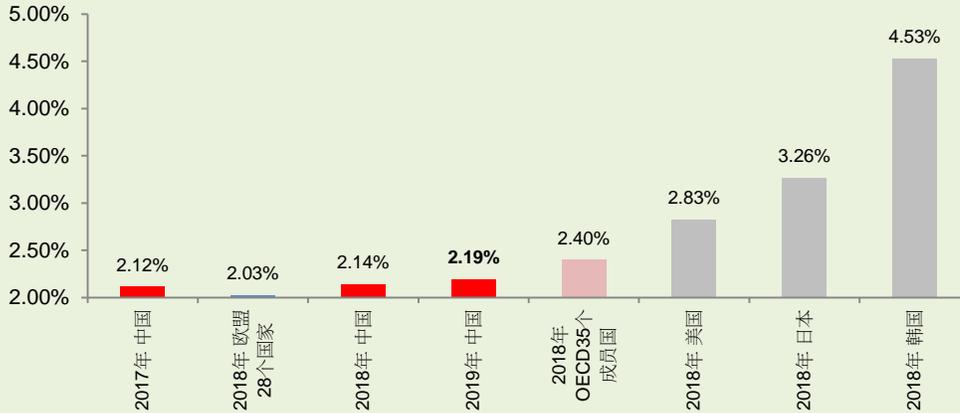
为了保持全球竞争力，中国需要在未来几年对研发活动进行大量投资。中国研发投入强度 (R&D/GDP) 从 2018 年的 2.14% 上升到 2019 年的 2.19%。根据经合组织 (OECD) 数据，2018 年，OECD、美国、日本和韩国的研发投入强度分别为 2.40%、2.83%、3.26% 和 4.53%。我们估计如果中国按照 OECD 的水平提高研发投入强度，每年的研发费用将需增加 2,000 多亿元人民币，达到 2.4 万亿元人民币。为了赶上美国的竞争对手，每年的研发费用需要增加 6,000 多亿元人民币，达到 2.8 万亿元人民币。

核心组件技术研发：如半导体行业供应链各环节的技术、生物技术和医药产品技术等。
应用技术研发：如云计算、人工智能、数据中心、5G、边缘计算、NB-IoT 应用、自动驾驶等。

从目前的情况来看，我国科技巨头在技术的商业应用方面表现良好，相应的本地市场领导者可能成为全球市场领导者，但在核心零部件生产技术方面表现较弱。我们认为，通过国家主导或引导集中财力和人力资源的核心组件技术研发是未来 3-5 年实现技术自主的有效途径之一。考虑到中国竞争对手的反击，他们将增加研发活动以捍卫其市场地位。随后，未来 5 年中，全球科技增长很可能会高速增长。这发展前景将为中国境内外的科技股带来良好的投资机会。

政策透视

图 1: R&D 经费投入强度 (%) : 持续投入财务和人力资源是追求赢得全球竞赛的必要条件



来源: 经合组织、国家统计局、农银国际证券

图 2: 中国半导体产业的优势与劣势 (从上游到下游): 中国大陆公司在不同细分市场中排名全球前 10

EDA (电子设计自动化)	无晶圆厂设计室	硅片生产商	芯片设备制造商	芯片铸造	芯片封装及测试
没有	海思半导体	没有	没有	中芯国际	长电科技
	紫光展锐			华虹半导体	华天科技
					通富微电

来源: 农银国际证券

保粮食能源安全，才可保基本民生，才保基层运转。保产业链供应链稳定，才可保市场主体，才可保企业。保企业，才可保就业，才可保收入和推动消费。

食物和燃料是维持人类生活和实体经济必不可少的基本投入。4 月份中国食品 CPI 同比增长 14.8%，反映了食品供求极端失衡。解决食品通胀压力不仅是供需经济问题，而且是动植物生物科学问题。如果没有抗击非洲猪瘟的疫苗，猪供应中断的风险将持续存在。农业保险只能分担潜在经济损失，不能消除损失风险。开发保护人类健康的疫苗与开发保护禽畜健康的疫苗一样重要和紧迫。为了提高食物用途和非食物用途农产量和作物质量，农业产业化和基因改造是倍增因素。鉴于土地和水资源有限，发展生物科学的重要性对于确保粮食供应至关重要。健康中国不仅适用于人，也应适用于中国生态系统中的所有生物。中国动物疫苗生产企业金宇生物 (600201 CH)、中牧股份 (600195 CH)、天康生物 (002100 CH)、瑞普生物

政策透视

(300119 CH)、普莱柯(603566 CH)将引起市场关注,为保障我国食品供应和安全生产发挥重要作用。

图 3: 中国科学家与国际巨头竞争 SARS-CoV-2 疫苗开发 (按市值变化排名)

疫苗开发公司	货币	股价	自 2019 年底 股价变化 (%)	市值 (百万美元)	自 2019 年底 市值变化 (百万美元)	R&D (百万美元)
阿斯利康	GBP	8,961.00	17.8	143,753	21,721	6,059
Moderna	USD	67.05	242.8	26,071	18,465	496
康希诺生物 B	HKD	214.00	263.0	6,144	4,452	21
BioNTech SE	EUR	47.48	55.7	11,886	4,250	248
强生	USD	146.71	0.6	386,521	2,213	11,355
Inovio 制药	USD	14.24	331.5	2,251	1,730	88
Translate Bio	USD	18.98	133.2	1,194	682	76
赛诺菲	EUR	86.99	(2.9)	119,667	(3,618)	6,591
葛兰素史克公司	GBP	1,664.20	(6.5)	102,071	(7,041)	5,584
辉瑞制药	USD	37.26	(4.9)	206,973	(10,665)	8,650
北京科兴生物	USD	停牌				24

5月21日的数据

来源: 彭博社、农银国际证券

由于新冠肺炎造成的经济损失巨大,因此 SARS-CoV-2 疫苗的经济价值巨大。到目前为止,市场上还没有疫苗。根据资本市场中的有效市场理论,今年到目前为止,SARS-CoV-2 疫苗开发公司的市值增加最大的几家公司,这将代表市场认为它们成功推出疫苗的可能性更高。目前,英国上市的阿斯利康、美国上市的 Moderna 和香港上市的康希诺生物 B 是今年迄今为止市值增加最大的前三名。考虑到这些疫苗开发公司提出的疫苗开发理论,我们认为它们都有很高的机会开发有用的疫苗,但重要的是要成为能够获得大部分市场份额和财务收益的先行者。因此,先决条件是领先完成所有临床试验并证明其具高效,然后能够以稳定的高质量进行批量生产和商业化。大规模生产和商业化是国际巨头的优势,却是小公司的弱点。

政策透视

与大多数发达经济体的中央银行不同，中国人民银行今年至今没有采取激进的行动来扩大资产负债表，这反映了人民银行对经济风险的判断是可控的

今年到目前为止，美国和欧洲的中央银行不仅降低了利率，而且显著扩大了资产负债表规模，以增加对经济体的流动性供应。中国人民银行降低 MLF 利率，导致 LPR 下降两次，但人民银行在首四个月收缩了资产负债表规模。与美联储在头四个月将资产负债表扩大约 60% 不同，人民银行收缩资产负债表约 3%。从这个角度来看，人民银行仍有很多空间来扩大资产负债表缓冲外部经济冲击，以在必要时促进经济增长。我们判断人民银行限制资产负债表扩张是等待适当的机会和时机出现才施力提振经济。

图 4：主要央行资产负债表规模（总资产）

	12/2019	4/2020	变化
人民银行 (RMB 万亿)	37.113	36.035	-2.9%
美联储 (US\$ 万亿)	4.166	6.656	59.8%
欧洲央行 (Euro 万亿)	4.692	5.347	14.0%
日本央行 (JPY 万亿)	573.053	619.031	8.0%

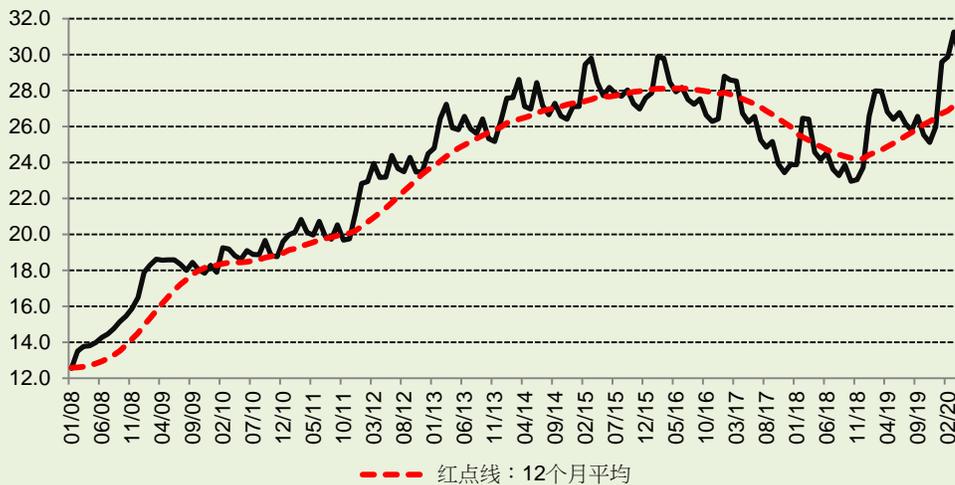
来源：人民银行、美联储、欧洲央行和日本央行、农银国际证券

私人消费部门 - 住户手头现金净额增加，但消费者信心和消费需求需要时间恢复

不缺钱，不想花，中产阶层在危机面前的理性回应。住户净存款（即住户人民币存款减去住户人民币贷款）从 2016 年到 2018 年呈下降趋势，但从 2019 年初开始回升，今年前 4 个月净存款进一步激增。住户净存款额从 2019 年 12 月末的 259,826 亿元增至 2020 年 4 月末的 297,794 亿元，增长 14.6% 或 37,968 亿元。2019 年，住户净存款额增长 22,630 亿元或 9.5%。从 2015 年末到 2018 年末，住户净存款额下降了 14% 或 38,668 亿元。我们认为，在中美贸易战和病毒危机爆发期间，这两个黑天鹅事件让住户从 2019 年开始限制支出和投资，并且增加储蓄。我们预计，当经济前景明朗且消费者信心恢复时，家庭将增加支出或投资，但恢复消费者信心尚需时日。

政策透视

图 5: 住户人民币净存款额 (存款减去贷款) 趋势, 万亿元



来源: 中国人民银行、农银国际证券

新房交付延后, 引伸消费需求被推迟。2017-19 年, 中国新住房销售增长, 但新住房竣工下降。购买新住房后的引伸消费需求被推迟了。在 2017-19 年度, 新住房的预售面积分别同比增长 7.5%、9.8% 和 5.9%, 但在此期间, 新住房竣工面积在 2017 年和 2018 年分别同比下降 7.0% 和 8.1%, 在 2019 年同比反弹了 3%。过去几年新房预售量的高增长, 但新房竣工量的低增长或负增长意味着许多购房者将推迟购买消费品, 直到新房交付后。今年第一季度病毒危机期间的建筑活动受到不利影响, 一季度新房竣工面积同比下降 14.5%, 我们预计今年新房竣工量将下降, 将推迟家庭住户消费需求。

全球消费者对价格更加敏感, 物有所值的消费品是吸引消费者不可或缺的元素。失业率飙升已成为大多数工业国家的普遍现象。收入下降和工作岗位缺乏保障的不利影响将会导致消费者减少支出。这些不利影响将严重打击经济高度依赖第三产业或私人消费的国家。此外, 消费者对价格的敏感度也会提高。与去年不同, 当消费者对价格变得更加敏感时, 贸易战实施的进口关税将推高进口价格, 因为需求弹性改变, 今年将出现需求大幅减少风险。

政策 透视

政策对行业影响:



中国银行业
分析员欧宇恒

相关政策内容:

- 在新冠肺炎疫情的冲击下，今年优先稳就业、稳企业、保民生，继续强调对重大金融风险要有效防控。
- 货币政策要更加灵活适度。综合运用降准降息、再贷款等手段，引导广义货币供应量和社会融资规模增速上升。推动企业便利获得贷款，推动利率持续下行。尽力帮助企业特别是中小微企业、个体工商户渡过难关。
- 强化对稳企业的金融支持。中小微企业贷款延期还本付息政策延长至 2021 年 3 月底，对普惠型小微企业贷款应延尽延，对其他困难企业贷款协商延期。鼓励银行大幅增加小微企业信用贷、首贷、无还本续贷。大型商业银行普惠型小微企业贷款增速要高于 40%。鼓励银行合理让利。为保市场主体，一定要让中小微企业贷款可获得性明显提高，一定要让综合融资成本明显下降。
- 推动中小银行补充资本和完善治理，更好服务中小微企业。

行业影响:

- 总结工作报告对银行业的政策方向有两大重点:1)对重大金融风险的有效防控;2)灵活适度运用货币政策推动企业便利获得贷款，推动利率持续下行。明显地，政策重点受新冠肺炎疫情影响倾斜于中小微企业、个体工商户、普惠金融等领域。银行业的结构性调整将持续发生，中小微企业、个体工商户及普惠金融的业务占比将逐渐提高。这些结构性调整实际上从 2019 年 4 季度及 2020 年一季度的银行业绩和行业数据均已有所体现，因此我们判断在政策方向并无重大变动的前提下，未来行业整体情况与我们预期相乎。

- 有关市场对银行业最为关注的资产质量问题，工作报告明确中小微企业贷款延期还本付息政策将由 2020 年 6 月底延长至 2021 年 3 月底，显示政府高度重视中小微企业的稳定性及可持续性对整体民生、就业的影响。对银行而言，政策将有效压抑逾期贷款以及不良贷款的出现，令银行整体不良率维持在稳定水平。尽管如此，我们认为各银行未来将继续以较大力度处置不良贷款及加大拨备以提高风险缓冲能力。截至 2020 年一季度末，银行平均不良率环比上升 5 个基点至 1.91%，当中大型银行和股份制银行平均不良率环比稳定在 1.39%和 1.64%，城商行和农商行环比平均增加 13 及 19 个基点至 2.45% 及 4.09%，数字反映地区性银行所面对的资产质量风险明显较大。
- 利率方面，自去年 LPR 改革实施以来银行业的平均贷款利率从 2019 年 9 月的 5.62%逐步下滑至 2020 年 3 月的 5.08%。实际上除了 LPR 的下降趋势外，银行的贷款定价亦呈下行趋势，当中贷款定价上浮于 LPR 的占比由 2019 年 9 月的 83.04%下降至 2020 年 3 月的 72.83%。这次工作报告再次强调推动利率持续下行，鼓励银行合理让利，让综合融资成本明显下降，可以预期在利率下行周期下，银行的净息差将持续受压。截至 2020 年一季度，银行平均净息差环比收窄 10 个基点至 2.1%，其中农商行的平均净息差收压最大，环比下降 37 个基点至 2.44%，其余银行类别环比只收窄 3 到 9 个基点，并维持在 2.00%至 2.09%的水平。
- 值得一提的是，这次工作报告中明确要求 2020 年国有大型商业银行对普惠型小微企业贷款增速要高于 40%，较去年对小微企业贷款要增长 30%以上的要求更高。反映政府判断 2020 年受疫情影响，普惠型小微企业对资金的需求明显增加，有必要予以协助。因此可以预期银行贷款规模在 2020 年下半年将保持强劲，推动银行以资产负债表增速部份抵消净息差的下行压力。截至 2020 年一季度，大型银行对普惠金融的新增贷款环比增速为 15.2%，较其他银行类别快。
- 与去年支持大型商业银行多渠道补充资本不同，这次工作报告特别提及推动中小银行补充资本。可见政府注意到在推动贷款增长的目标上，降准与补充银行资本均不可缺。大型商业银行的资本在过去几年已提升至较高水平，而普遍的地区性银行资本充足率则仍然偏低。



相关政策内容:

- 稳健的货币政策要更加灵活适度。综合运用降准降息、再贷款等手段，引导广义货币供应量和社融规模增速明显高于去年 (2019 年社会融资规模存量增速为 10.7%)。
- 支持企业扩大债券融资。2020 年拟安排地方政府专项债券 3.75 万亿元，比去年增加 1.6 万亿元。
- 改革创业板并试点注册制。

行业影响:

- 工作报告计划引导社会融资规模增速明显高于去年，这和政府的长远策略提高直接融资比重，促进多层次资本市场健康发展的大方向一致。这对券商的投行业务如股本融资及债券融资业务有利。这些目标在之前的政府报告内也被提及。这些发展方向再被提及，显示政府对资本市场的结构及发展方向没变。
- 2020 年地方政府专项债券增加，和支持企业扩大债券融资，这应对券商的债券融资业务有利。但这会否导致替代效应，即导致其他融资业务如项目股本融资相应减少？从工作报告计划引导社会融资规模增速明显高于去年的大方向看，由于整体社会融资规模明显增长，故潜在的替代效应或未必太大。
- 工作报告中提改革创业板并试点注册制，这应参考去年设立科创版的经验。总的来说，这应能加快企业在创业板上市的速度，但创业板和科创版的分工则有待确定。对证券行业而言，这有利于其股票融资业务。
- 整体来说，工作报告对证券行业特别是投行业务有利。



相关政策内容:

- “深入推进新型城镇化。发挥中心城市和城市群综合带动作用，培育产业、增加就业。坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策，促进房地产市场平稳健康发展。完善便民设施，让城市更宜业宜居。”
- “加大减税降费力度。强化阶段性政策，与制度性安排相结合，放水养鱼，助力市场主体纾困发展。今年继续执行下调增值税税率和企业养老保险费率等制度，新增减税降费约5,000亿元。前期出台六月前到期的减税降费政策，包括免征中小微企业养老、失业和工伤保险单位缴费，减免小规模纳税人增值税，免征公共交通运输、餐饮住宿、旅游娱乐、文化体育等服务增值税，减免民航发展基金、港口建设费，执行期限全部延长到今年年底。小微企业、个体工商户所得税缴纳一律延缓到2021年。预计全年为企业新增减负超过2.5万亿元。要坚决把减税降费政策落到企业，留得青山，赢得未来。”
- “加快落实区域发展战略。继续推动西部大开发、东北全面振兴、中部地区崛起、东部率先发展。深入推进京津冀协同发展、粤港澳大湾区建设、长三角一体化发展。”

行业影响:

- **住房不炒定位未变。**工作报告再次强调住房不炒，因城施策，房地产政策方向没有明显改变。虽然经济增速因新冠肺炎急速放慢，但限价限购等措施未见放松。事实上，四月份70大城市房价数据显示房价增速正在加快。4月份70大中城市中有50城新建商品住宅价格环比上涨，3月则为38城；一线、二线和三线城市4月份的房价分别环比升0.2%、0.5%和0.6%，比三月份0.2%、0.3%和0.2%增速有所加快。在房价未有明显回落这基础上，限购限价等政策将难以有大幅松动机会。
- **减税降费措施将有助降低物管行业人工成本。**前期出台六月前到期的减税降费政策，包括免征中小微企业养老、失业和工伤保险单位缴费，执行期限全部延长到今年年底，有助劳工密集型的物管行业进一步减低人工成本。是次中小微企业免征社保等措施明确获得延续至年底，一些大型上市物管公司旗下规模较小的区域或城市分公司或能受惠。这亦可能驱使上市物管公司加快收购活动，因小型物管公司将明显受惠退税降费政策。按国统局分类，物管公司的营业收入在5,000万元人民币以下归类为中小微企业。

政策 透视

- **西部地区物管公司将继续受惠西部大开发政策。**工作报告指出继续推动西部大开发，未来或将有更多利好西部地区经济的措施。之前财政部公布，自 2021 年 1 月 1 日至 2030 年 12 月 31 日，对设在西部地区的鼓励类产业企业减按 15% 的税率征收企业所得税。鼓励类产业企业是指以《西部地区鼓励类产业目录》中规定的产业项目为主营业务，且其主营业务收入占企业收入总额 60% 以上的企业。其中物管行业为鼓励类产业之一，过去在西部地区一直享受 15% 优惠税率。市场一直有担忧西部物管公司如蓝光嘉宝 (2606 HK) 等优惠税率能否持续，是次政策延续将释除投资者疑虑。



中国环境保护业/ 替代能源业

分析员吴景荃

相关政策内容：

- 政府工作报告，其中列举了能源和环保相关要求。
- 能源系统要求：要保障能源安全。推动煤炭清洁高效利用，发展可再生能源，完善石油、天然气、电力产供销体系，提升能源储备能力。推动降低企业生产经营成本，降低工商业电价 5%政策延长到今年年底。
- 环境保护要求：提高生态环境治理成效。突出依法、科学、精准治污。深化重点地区大气污染治理攻坚。加强污水、垃圾处置设施建设。加快危化品生产企业搬迁改造。壮大节能环保产业。

行业影响：

- **整体电价影响。**我们认为，国家将持续降低企业生产成本，因此将会加大降低电价的力度。在 2019 年，国家发改委和能源局相继出台政策，推动生产成本较高的新能源（如风能，光伏等）“平价上网”，用意是淘汰落后企业，增强行业效率，降低生产成本，最终是降低整体电价水平。我们认为，全国整体电价将趋于下降，以保障下游小微工商业的生存。因此，低生产成本的水力发电运营商将是较为受益的行业，因为它的生产成本是各能源发电中最低的。
- **全国整体发电量影响。**我们认为，国家出台扩大内需战略，增加财政赤字，推出 1 万亿元抗疫特别国债，将有助下半年经济活动及全国发电量的提高。根据国家统计局资料，中国 1-4 月累计发电量达 21388 亿千瓦时，同比下降 5%，数据好于今年一季度的同比下降 6.8%，显示日常生活及生产工作正回复正常。我们预计，若全国在下半年完全恢复正常生产，全年全国发电量有望录得 2%的同比增长，国家振兴方案的落实，将有助发电量有更高的同比增长。

- **替代能源及可再生能源行业（水电、核电、风电、太阳能等）。**我们认为，国家在推进替代能源行业发展的力度将不会改变。政策方面，强调推动煤炭清洁高效利用，发展可再生能源。我们认为替代能源行业将会持续高速发展，特别是核电和风电。传统火力发电会带来空气污染，而且煤炭属于不可再生的战略资源，国家将会节约使用；加上煤炭运输较烦琐，疫情其间交通的停摆也影响了其发电量。因此可再生能源，如水电，风电，光伏等，以及替代能源如核电等都将在未来获得长足的发展。
- **污水处理。**我们认为国家在环境治理方面的力度将持续加强。政策方面，强调提高生态环境治理成效。加强污水、垃圾处置设施建设，突显出国家对生活污水处理的重视。根据城乡建设部的资料，截至 2018 年年底，全国生活污水排放量达到 620 亿吨，同比上升 5.6%。污水处理量达 590 亿吨，同比增长达 6.3%。污水处理率达到 94.8%。随着城镇化的推进，大城市的人口将会进一步增加，地方政府在污水处理方面的投入也将有所增加。
- **垃圾焚烧。**和污水处理相似，我们认为国家对生活垃圾的处理力度也会逐步加强，以提高人民的生活卫生程度。垃圾焚烧是现在世界上较为环保和高效的固体垃圾处理方法，因为它占地面积小，而且不会像填埋一样污染地下水和周边环境，但早期在国内因价格较昂贵而被很多地方政府所不接纳，但随着城镇化的提高，城市人口的急速增加，使垃圾焚烧变得更适合处理城市固体垃圾。根据城乡建设部的资料，截至 2018 年年底，全国生活固体垃圾产生量达 2.95 亿吨，同比增长 4.2%。无害化处理量达到 2.88 亿吨，同比增长 5.9%，无害化处理率达 98%；而其中，通过焚烧方式处理的垃圾达到 1.12 亿吨，同比增长 20.4%。焚烧方式目前只占无害化处理量的 39%，仍低于填埋处理的 58%，因此未来发展空间仍较大。



相关政策内容：

- 资助以训稳岗，今明两年职业技能培训 3500 万人次以上，高职院校扩招 200 万人，要使更多劳动者长技能、好就业。
- 加强乡镇寄宿制学校和县城学校建设，办好特殊教育、继续教育，支持和规范民办教育，帮助民办幼儿园纾困。推进一流大学和一流学科建设。

行业影响：

- 增加今明两年的职业技能培训人次以及高职院校的招生规模将会为行业带来更多的增长空间；在 2019 年，全国各类高等教育在学总规模 4,002 万人，假设未来两年高职院校扩招人数可以达到政府的目标，整体的学生规模增长将会达到 5%。
- 国家继续强调支持和规范民办教育，显示出民办教育对于国家教育产业发展的重要性；按照在校人数计算，在 2019 年各阶段的教育中，幼儿园以及高中阶段民办的比例较高，分别达到 56.2%及 42.8%，而高等教育的民办比例较低，仅为 6.4%。
- 基于国家在未来两年将会大力推进职业技能培训以及高职院校扩招，以及民办教育在高等教育方面占比较相对低，我们认为，民办高等教育机构在未来两年将会有较大的发展空间。



中国消费品业

分析员潘泓兴

相关政策内容：

- 政府 2020 年 CPI 目标为 3.5%。
- 通过稳就业促增收保民生，提高居民消费意愿和能力；支持餐饮、商场、文化、旅游、家政等生活服务业恢复发展，推动线上线下融合。
- 深化供给侧结构性改革，突出民生导向，使提振消费与扩大投资有效结合、相互促进；重点支持既促消费惠民生又调结构增后劲的“两新一重”建设，主要是：加强新型基础设施建设，发展新一代信息网络，拓展 5G 应用，建设充电桩，推广新能源汽车，激发新消费需求、助力产业升级。

行业影响：

- 2020 年 CPI 目标比 2019 年的 2.9%高，显示出 2020 年通胀压力依然存在；尽管国内的生猪及其他食品价格基本处于下降趋势，但海外市场的食品供应链因新冠肺炎疫情而受到打击，或会导致海外粮食通胀影响国内的通胀率；我们预期，高通胀率将会降低消费者购买力，为消费市场在新冠肺炎后的复苏带来一定的压力；但高通胀率将会提高部分消费品企业的定价能力。
- 在疫情期间，线上消费模式更加普及，线上线下融合较好的企业体现出较好的抗风险能力；更多的消费品企业将会探索如何融合线上及线下业务，执行能力较差的企业将会被市场淘汰。
- 政府强调要提振消费与扩大投资有效结合、互相促进，但具体措施则侧重于基建，显示出消费市场的复苏仍具有一定的挑战；我们认为，经济增速放缓，以及国内外新冠肺炎疫情的不确定性，影响消费意欲，对行业内的企业增长持续带来下行压力。



中国科技/电子商贸业

分析员周秀成

相关政策内容:

- 支持电商、快递进农村，拓展农村消费。要多措并举扩消费，适应群众多元化需求。改革完善跨境电商等新业态扶持政策。
- 支持餐饮、商场、文化、旅游、家政等生活服务业恢复发展，推动线上线下融合。
- 深入推进大众创业万众创新。发展创业投资，增加创业担保贷款。深化新一轮全面创新改革试验，新建一批双创示范基地，坚持包容审慎监管，发展平台经济、共享经济，更大激发社会创造力。
- 推动制造业升级和新兴产业发展。发展工业互联网，推进智能制造。电商网购、在线服务等新业态在抗疫中发挥了重要作用，要继续出台支持政策，全面推进“互联网+”，打造数字经济新优势。
- 深化国际科技合作。加强知识产权保护。

行业影响:

- 总的来说，工作报告对整个新经济行业发展有利。
- 在抗疫中在线服务等新业态得到快速发展，改变了用户的在线行为模式，这对行业有结构性的帮助，加速从线下到线上转移。
- 增加创业担保贷款令更多初创企业得到资金支持以进一步发展，或在中期导致更多独角兽企业 (估值 100 亿美元以上的初创公司) 的诞生。
- 加强知识产权保护鼓励科技企业增加科研投入。
- 支持电商、快递进农村，拓展农村消费跨境电商等新业态扶持政策将对电商平台有利，特别是在低线城市及农村有优势的电商平台。
- 推动线上线下融合对大型互联网平台及生活服务平台有利。
- 创新业态模式如共享经济往往与现有监管条例有所冲突，故支持新业态新模式发展，这应能帮助理顺创新业态模式与监管两者之间的关系。



中国电信业
分析员黎柏坚

相关政策内容：

- 实施扩大内需战略，推动经济发展方式加快转变
- 加强新型基础设施建设，发展新一代信息网络，拓展 5G 应用，建设充电桩，推广新能源汽车，激发新消费需求、助力产业升级。

行业影响：

- 三大电信运营商将加快5G网络建设步伐，2020年电信运营商的总资本开支为3,348亿元人民币，同比增长11.7%，当中包括1,803亿元人民币的5G资本开支。国内已建成30万5G基站，预期2020年5G基站超越60万。2020年电信运营商将开发5G独立网络，以提高网络速度和传输质量。随着国内市场生产和业务活动的恢复，电信运营商的业务将在第2季度出现反弹。电信运营商将加快5G网络的发展，计划于2020年第3季度前达成年终5G的建网目标。
- 5G网络将带动信息消费快速增长，可支撑经济发展，5G网络的低时延、高速的特性将促进无人机、自动驾驶等领域的应用发展。5G网络发展将推进工业、娱乐、安全、物联网等领域的发展，推动消费升级，提高居民生活质量和效率。各企业机构正在积极引入5G技术，加速现代化、智能化、数字化发展。利用5G网络与高清视频、VR/AR技术融合，提高质量，并利用人工智能、大数据技术对采集到的信息进行全方位分析，提升管理水平。
- 中国移动 (941 HK)将受惠于5G用户的增长，中国移动整体的用户为9.5亿，当中5G用户已达3千万，预期2020年5G用户可达1亿，5G用户的上升有利公司发展。中国移动已建成14万5G基站，覆盖56个城市，2020年底5G基站规模将超过30万。中国移动较大的用户基数，将受惠于规模效应，对公司的利润率有正面的影响。

政策
透视

推荐股票

公司	编码	评级	目标价	上升空间 (%)	FY20年 预测 市盈率 (x)	FY21年 预测 市盈率 (x)	FY20年 预测 市账率 (x)	FY21年 预测 市账率 (x)	FY20年 预测 收益率 (%)	FY21年 预测 收益率 (%)
农业银行	1288 HK	买入	HK\$4.9	55.9	4.7	4.5	0.5	0.5	6.7	7.0
建设银行	939 HK	买入	HK\$8.9	42.6	5.2	5.0	0.6	0.6	5.9	6.1
雅生活	3319 HK	买入	HK\$51.4	20.1	30.4	22.0	7.4	6.3	1.6	2.3
中国奥园	3883 HK	买入	HK\$11.1	25.9	3.6	2.6	1.1	0.9	8.3	11.7
中广核	1816 HK	买入	HK\$2.2	18.9	8.4	8.3	0.9	0.8	4.2	4.2
中国长江 电力	600900 CH	买入	RMB 20.0	17.5	16.6	13.8	2.4	2.2	3.9	4.7
万洲国际	288 HK	买入	HK\$9.6	44.4	8.1	6.9	1.3	1.13	5.0	5.7
双汇	000895 CH	买入	RMB44.8	12.2	24.2	19.6	5.8	5.3	2.91	3.6
中教控股	839 HK	买入	HK\$15.2	12.3	28.8	21.6	3.3	3.0	1.5	1.4
腾讯	700 HK	买入	HK\$500.0	14.8	31.9	25.5	7.2	5.8	0.3	0.4
阿里巴巴	9988 HK	买入	HK\$254.0	23.2	29.7	23.5	5.7	4.6	-	-
申萬宏源	6806 HK	买入	HK\$3.0	56.3	6.7	5.5	0.5	0.5	4.4	4.9
中国移动	941 HK	买入	HK\$82.0	40.8	9.6	9.5	0.9	0.9	5.7	5.7
中兴通讯	763 HK	买入	HK\$29.0	30.6	17.7	13.7	2.8	2.4	0.0	0.0

来源：彭博、农银国际证券预测

政策
透视

农银国际分析员



研究部主管 - 陈宋恩
philipchan@abci.com.hk



更多研究报告



宏观经济 - 姚少华
yaoshaohua@abci.com.hk



中国银行业 - 欧宇恒
johannesau@abci.com.hk



中国证券业/科技及电子商贸业 - 周秀成
stevechow@abci.com.hk



中国房地产业 - 董耀基
kennethtung@abci.com.hk



中国环保业/替代能源业 - 吴景荃
kelvinng@abci.com.hk



中国教育业/消费品业 - 潘泓兴
paulpan@abci.com.hk



中国电信业 - 黎柏坚
rickyilai@abci.com.hk



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(1288 HK) 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	负市场回报 (-10%) \leq 股票投资回报 $<$ 市场回报(+10%)
卖出	股票投资回报 $<$ 负市场回报(-10%)

注：股票收益率=未来 12 个月股票价格预期百分比变化+总股息收益率

市场回报率=自 2008 年以来的平均市场回报率(恒指总回报指数于 2008-19 年间的年复合增长率为 10%)

目标价的时间范围：12 个月

股票评级可能与所述框架有所偏离，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率、相对于股票市值的平均每日成交量、公司于相应行业的竞争优势等。

免责声明

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 2020 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)3666 0002