



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED

2019年下半年 經濟展望及 投資策略

農銀國際中國/香港證券研究

貨幣寬鬆週期 又將來臨



目錄

2019年下半年全球經濟展望	4	陳宋恩 (研究部主管) 投資策略 philipchan@abci.com.hk 852-2147 8805
2019年下半年中國經濟展望	8	
2019年下半年投資策略	13	姚少華 (經濟師) 經濟展望 yaoshaohua@abci.com.hk 852-2147 8863
香港 IPO 市場	22	
中國銀行業 - 正面	24	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	28	
中國房地產業 - 正面	31	周秀成 (分析員) 中國證券業 / 中國互聯網媒體與消費商務業 stevechow@abci.com.hk 852-2147 8809
中國替代能源業 - 正面	36	
中國環保業 - 正面	39	
中國互聯網媒體與消費商務業 - 正面	44	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	48	
中國教育業 - 中性	53	吳景荃 (分析員) 中國環保業 / 替代能源業 kelvinng@abci.com.hk 852-2147 8869
中國消費品業 - 中性	58	
於 2019 年 7 月 8 日發佈 除另有指明外,數據截至 2019 年 6 月 21 日		潘泓興 (分析員) 中國教育業 / 中國消費品業 paulpan@abci.com.hk 852-2147 8829
		黎柏堅 (分析員) 中國電信業 rickylai@abci.com.hk 852-2147 8895



全球經濟展望

經濟師姚少華

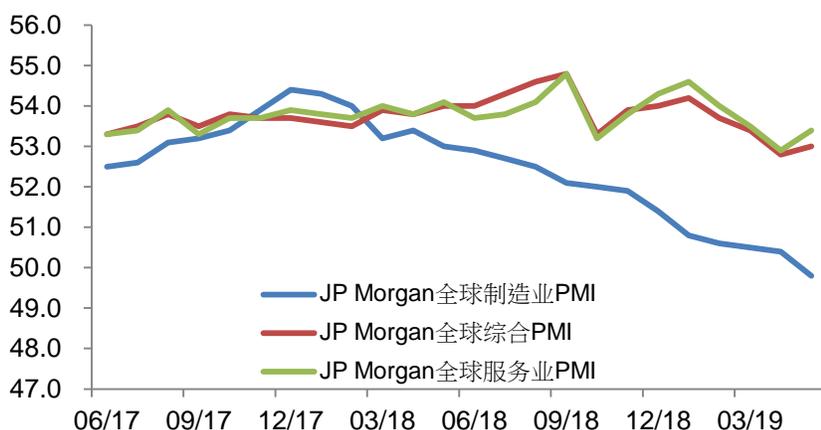
2019 年下半年全球經濟展望

- 受累于全球貿易摩擦升溫、政策的高度不確定性，以及企業與消費者信心回落，年初以來全球經濟復蘇放緩。雖然全球主要經濟體在今年第 1 季 GDP 增長普遍超預期，但最近宏觀數據顯示主要經濟體在第 2 季經濟活動減速
- 年初至今全球通脹水平因經濟增長疲弱和能源價格回落保持溫和水平。由於工資增長疲弱，撇除食品及能源價格外的核心通脹整體上亦維持溫和態勢
- 展望未來，有見於全球貿易摩擦或升溫，以及經濟和政治政策的高度不確定性，我們預期今年下半年及明年全球經濟增長或逐步放慢
- 我們預期 2019 年美國、中國、歐元區、日本及英國的經濟分別增長 2.5%、6.2%、1.2%、0.7%及 1.2%，2020 年則分別增長 1.9%、6.0%、1.4%、0.6%及 1.2%，相比而言，上述國家在 2018 年經濟分別增長 2.9%、6.6%、1.8%、0.8%及 1.4%

全球經濟增長動力減弱

受累于全球貿易摩擦升溫、政策的高度不確定性，以及企業與消費者信心回落，年初以來全球經濟復蘇放緩。如圖 1 所示，JP Morgan 全球製造業 PMI 和服務業 PMI 指數在 2019 年前五個月略有回落，顯示全球經濟增長有放緩跡象。全球貿易活動亦因貿易摩擦升溫轉弱。WTO 公佈的世界貿易展望指標在 5 月份回落至 96.3 的收縮區間，特別是分項指標出口訂單指數仍處於 96.6 的較低水平，顯示全球貿易正失去增長動力。全球資本市場對經濟增長動能減弱已有反應，投資者減少風險資本持有比例，今年 5 月以來全球主要股票市場均有回落。

圖表 1: JP Morgan 全球 PMI 指數(%)



來源: 彭博、農銀國際證券

雖然全球主要經濟體在今年第 1 季 GDP 增長普遍超預期，但上述增速在一定程度上被各種因素所扭曲。舉例來說，今年首季美國經濟按年增長 3.2%¹，快過去年第 4 季 3.0% 的增速(圖表 2)。然而，由於擔憂中美貿易摩擦升級，不少美國企業提前進口和增加庫存，導致首季經濟增速被誇大。日本經濟增速在首季加快主要因為商品和服務進口的大幅收縮所致，而其出口和內需從去年第 4 季已開始惡化。此外，最近宏觀數據顯示主要經濟體在第 2 季經濟活動減速。

¹除另有指明外，本報告列示的變動比率均為按年變化

圖表 2: 全球主要經濟體 GDP 增長 (%)

實質 GDP 按年增長	2018 年	4Q18	1Q19
美國	2.9	3.0	3.2
中國	6.6	6.4	6.4
歐元區	1.8	1.2	1.2
日本	0.8	0.3	0.9
英國	1.4	1.4	1.8

來源: 彭博、農銀國際證券

年初至今全球通脹水平因經濟增長疲弱和能源價格回落保持溫和水平。由於工資增長疲弱，撇除食品及能源價格外的核心通脹整體上亦維持溫和態勢。雖然失業率大幅改善，但大多數發達經濟體的核心通脹未達到央行目標。在新興經濟體中，大多數因經濟增速放緩導致核心通脹低於 2% 水平。然而，少數新興經濟體因貨幣貶值部分抵消了能源價格回落所引致的通脹下行壓力。

由於全球通脹低迷及經濟增長放緩，年初至今全球主要央行的貨幣政策基本維持寬鬆取態。美聯儲於今年上半年維持聯邦基金目標利率在 2.25% 至 2.50% 區間不變，並開始逐步減少其資產負債表縮減規模，直至今年 9 月完全停止縮表。在 6 月份貨幣政策會議上，歐洲央行推遲了加息的時點，並將利率維持在歷史低點。英倫銀行及日本央行繼續維持其寬鬆貨幣政策立場，並保持利率水平不變，而中國人民銀行的貨幣政策從之前的中性偏緊轉為中性偏松。

今年下半年及明年全球經濟增長或逐步放慢

展望未來，有見於全球貿易摩擦或升溫，以及經濟和政治政策的高度不確定性，我們預期今年下半年及明年全球經濟增長或逐步放慢。在 4 月的全球貿易預測裡，WTO 預測 2019 年全球貨物貿易量增速將由 2018 年的 3.0% 降至 2.6%，在 2020 年回升至 3.0%。根據世界銀行 2019 年 6 月發佈的《全球經濟展望》預計，2019 年及 2020 年全球經濟增長將由 2018 年的 3.0% 分別放慢至 2.6% 及 2.7% (圖表 3)。

我們預期美國經濟 2019 年及 2020 年分別增長 2.5% 及 1.9%，較 2018 年 2.9% 的增速為慢。美國近期上調中國商品關稅以及中國的對應反擊行為將拖累美國的內外需求。財政刺激政策的消退以及勞動力增速放緩亦將拖累經濟增速。貨幣政策方面，隨著中美貿易衝突持續導致經濟前景轉弱，如果美國維持對中國進口的 2500 億美元商品 25% 的關稅水平不變，我們預期美聯儲在今年餘下時間減息 1 次，並在明年減息 2 次。然而，如果美國決定對中國餘下的 3000 億美元加征 25% 的關稅，我們預期美聯儲將在今年餘下時間減息 2 次，並在明年繼續減息 3 次。另一方面，如果美國削減對中國的關稅規模或稅率，美聯儲或在今年餘下時間及明年維持利率不變。

隨著中美貿易摩擦升溫、製造業投資與生產疲弱以及房地產市場降溫，我們將中國經濟 2019 年及 2020 年的增長預測從之前估計的 6.3% 及 6.1% 分別下調至 6.2% 及 6.0%。此外，有見於通脹壓力較溫和以及經濟下行壓力增加，我們預期人民銀行在今年下半年及明年或再分別宣佈定向下調 RRR 兩次以及三次。我們預期今年下半年及明年人民銀行將維持基準利率穩定，但如果中美貿易摩擦進一步升級，我們不排除人民銀行將宣佈降息。

受貿易疲弱及內需回落影響，我們預計歐元區 2019 年及 2020 年的經濟增長或由 2018 年的 1.8% 分別減慢至 1.2% 及 1.4%。根據歐洲央行的 6 月份貨幣政策會議，有見於歐元區疲弱的經濟增長前景，我們預期歐洲央行在 2019 年餘下時間和 2020 年將維持利率不變。歐洲央行將再為商業銀行提供大量的低成本資金來支持經濟增長。此外，由於英國無序脫歐的可能性上升，我們預期英國經濟在 2019 年和 2020 年均增長 1.2%，較 2018 年 1.4% 的增速回落。

受累於外需回落及全球貿易保護主義升溫，以及企業投資增長疲弱，我們預計日本 2019 年及 2020 年的經濟增長或由 2018 年的 0.8% 分別回落至 0.7% 及 0.6%。2019 年 10 月開始上調的消費稅亦將拖累經濟增長。有見於通脹前景仍疲弱及當前通脹水平遠低於日本央行 2% 的目標，我們預期 2019 年餘下時間和 2020 年日本的超寬鬆貨幣政策或維持不變。

圖表 3: 全球主要經濟體 GDP 增長預測 (%)

實質 GDP 按年增長	2018 年	2019 年預測	2020 年預測
美國	2.9	2.5	1.9
中國	6.6	6.2	6.0
歐元區	1.8	1.2	1.4
日本	0.8	0.7	0.6
英國	1.4	1.2	1.2
世界	3.0*	2.6*	2.7*

注釋: *代表世界銀行的估計及預測

來源: 世界銀行、彭博、農銀國際證券預測



中國經濟展望

經濟師姚少華

2019年下半年中國經濟展望

- 近期經濟數據顯示中國經濟在今年第 2 季開始放緩，主要因為中美貿易摩擦升溫、製造業活動放緩以及工業企業盈利惡化
- 有見於中美貿易摩擦升級、製造業投資與生產疲弱以及房地產市場降溫，我們將中國經濟 2019 年及 2020 年的增長預測從之前估計的 6.3%及 6.1%分別下調至 6.2%及 6.0%。然而，我們認為中央政府推行的寬鬆財政政策及中性偏松的貨幣政策將防止經濟大幅下滑
- 貨幣政策方面，我們預期人民銀行將繼續維持中性偏松的貨幣政策以穩定經濟增長。隨著通脹壓力較溫和以及經濟下行壓力增加，我們預期人民銀行在今年下半年及明年或再分別宣佈定向下調 RRR 兩次以及三次。我們預期今年下半年及明年人民銀行將維持基準利率穩定，但如果中美貿易摩擦進一步升級，我們不排除人民銀行將宣佈降息
- 我們預期中央政府將採用更為積極的財政政策來穩定增長，政策措施主要集中于減稅降費、加速基建投資以及出台鼓勵消費的政策

中國經濟增長動力減弱

近期經濟數據顯示中國經濟在今年第 2 季開始放緩，主要因為中美貿易摩擦升溫、製造業活動放緩以及工業企業盈利惡化。4 月份與 5 月份工業產出、固定資產投資、零售銷售以及出口增速不僅低於市場預期，亦從今年第 1 季明顯放緩。

受累於 PPI 低企以及出口增速疲弱，工業產出繼今年第 1 季增長 6.5%²後，4 月份及 5 月份分別放緩至 5.4%及 5.0%。4 月份與 5 月份發電量分別增長 3.8%及 0.2%，而今年第 1 季增長 4.2%。涵蓋 31 個行業大類的製造業 PMI 指數由 3 月份的 50.5 回落至 4 月份及 5 月份的 50.1 及 49.4。此外，4 月份工業企業實現利潤增速亦由 3 月份的 13.9%大幅放緩至-3.7%。

內需方面，消費支出及固定資產投資增速均顯著減慢。4 月份及 5 月份零售銷售增長分別為 7.2%及 8.6%，而今年第 1 季增長 8.3%，主要因為居民房貸大幅上升擠壓了消費增長以及汽車購置稅優惠措施退出導致汽車消費增速大幅放緩(圖表 1)。由於製造業以及基建固定資產投資減慢，4 月份與 5 月份單月整體城鎮固定資產投資增速由今年第 1 季的 6.3%分別回落至 5.7%與 4.4%(圖表 2)。

外需方面，由於中美貿易摩擦升溫，4 月份與 5 月份出口及進口增速均保持疲弱(圖表 3)。以美元計價，4 月份與 5 月份出口分別增長-2.7%與 1.1%，略低於今年第 1 季的 1.4%增速。4 月份與 5 月份進口增速亦保持疲弱，分別增長 4.0%與-8.5%，而今年第 1 季增長-4.8%。

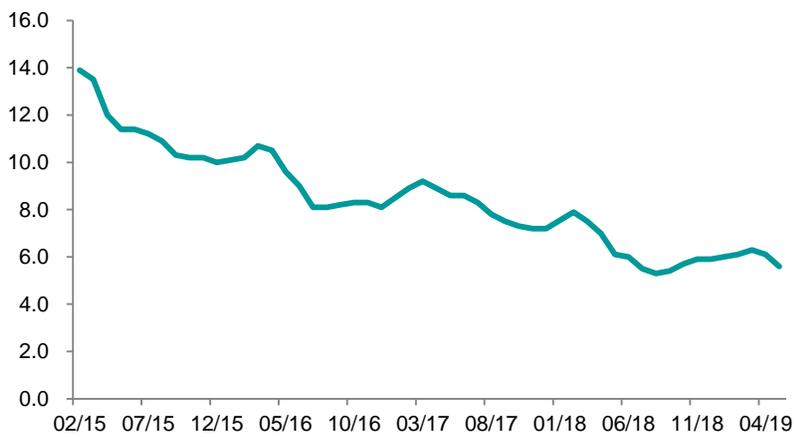
²除另有指明外，變動比率均為按年變化

圖表 1：中國零售銷售增長(%)



來源: 國家統計局、農銀國際證券

圖表 2：中國城鎮固定資產投資年初至今增長(%)



來源: 國家統計局、農銀國際證券

圖表 3：中國出口及進口增長 (%)



來源: 中國海關、農銀國際證券

通脹在 4 月份與 5 月份略微反彈。由於食品價格回升，4 月份與 5 月份 CPI 由今年第 1 季的 1.8% 分別反彈至 2.5% 及 2.7%。此外，由於某些工業品價格反彈，4 月份與 5 月份 PPI 分別回升至 0.9% 及 0.6%，而今年第 1 季僅上升 0.2%。

貨幣政策方面，2019 年年初至今人民銀行採用了中性偏鬆的態勢，以期穩定經濟增長。2019 年 1 月及 5 月人民銀行多次實施定向降準來降低實體經濟融資成本，特別是對中小企業及民營企業。儘管人民銀行維持基準利率不變，但政府國債利率等市場利率水平趨於回落。5 月份廣義貨幣供給(M2)的增速由 2018 年 12 月份的 8.1% 反彈至 8.5%，2019 年首 5 個月衡量實體經濟從金融體系獲得資金多寡的社會融資規模增量亦從去年同期的 8.584 萬億元人民幣升至 10.963 萬億元人民幣。

2019 年下半年/2020 年經濟增長或略微放緩

儘管今年第 1 季 GDP 錄得強勁增長，但基於以下原因，我們相信未來數季中國經濟或略微放緩，不確定性亦大幅上升。

首先，近期中美貿易摩擦再度升溫或拖累出口增速。美國已經對從中國進口的約 2500 億美元產品加征 25% 的關稅，同時威脅將對剩餘的 3000 億美元的中國商品加征關稅。如果上述極端的情況發生的話，我們假定中國出口到美國的商品價格彈性為中性，即價格彈性係數為 1，中國大約會減少對美國 1375 億美元的商品出口，大約佔 2018 年中國總出口額的 5.5%。此外，2018 年中國 92% 的貿易盈餘來自於美國，短期內很難找到另一經濟體來替代美國的地位。

其次，有見於低基數效應逐步減退及大宗商品價格走勢回軟，未來數季 PPI 通脹或放緩，此將降低製造業部門的投資回報和削弱製造業的投資意欲。此外，中美貿易摩擦持續以及全球經濟放緩或拖累製造業產出以及工業企業利潤增長。

第三，在房地產調控措施升溫下，房地產投資以及銷售或放緩，這將拖累與房屋裝修相關的零售銷售增長。實際上，5 月份房地產銷售面積和銷售金額分別下跌 -5.5% 及增長 0.3%，而 4 月份分別上升 1.2% 及 14.1%。

整體來說，有見於中美貿易摩擦升溫、製造業投資與生產疲弱以及房地產市場降溫，我們將中國經濟 2019 年及 2020 年的增長預測從之前估計的 6.3%及 6.1%分別下調至 6.2%及 6.0%(圖表 4)。然而，我們認為中央政府推行的寬鬆財政政策及中性偏松的貨幣政策將防止經濟大幅下滑。

貨幣政策方面，我們預期人民銀行將繼續維持中性偏松的貨幣政策以穩定經濟增長。隨著通脹壓力較溫和以及經濟下行壓力增加，我們預期人民銀行在今年下半年及明年或再分別宣佈定向下調 RRR 兩次以及三次。我們預期今年下半年及明年人民銀行將維持基準利率穩定，但如果中美貿易摩擦進一步升級，我們不排除人民銀行將宣佈降息。匯率方面，由於美國或降息，我們預期 2019 年年底美元兌人民幣在岸現貨價或為 6.8000 左右，而 2020 年年底預計為 6.7000。

我們預期中央政府將採用更為積極的財政政策來穩定增長，政策措施主要集中于減稅降費、加速基建投資以及出台鼓勵消費的政策。6 月 10 日中央政府宣佈允許將地方政府專項債券作為符合條件的重大基建項目的資本金。此外，6 月 6 日國家發改委出台了支持消費的實施方案，聚焦在汽車及家電等領域。

圖表 4：經濟預測

經濟指標	2018 年	2019 年預測	2020 年預測
實質 GDP 增長，%	6.6	6.2	6.0
固定資產投資增長，%	5.9	5.4	5.1
零售銷售增長，%	9.0	8.2	8.0
以美元計出口增長，%	9.9	2.0	1.0
以美元計進口增長，%	15.8	3.0	2.0
工業產出增長，%	6.2	5.7	5.5
消費物價通脹，%	2.1	2.4	2.0
生產物價通脹，%	3.5	0.3	0.5
M2 增長，%	8.1	8.5	8.5
社會融資規模增量，10 億人民幣	19,260	21,000	23,000
新增人民幣貸款，10 億人民幣	16,170	17,500	19,000
年底每美元兌人民幣在岸現貨價	6.8785	6.8000	6.7000

來源: 國家統計局、中國人民銀行、農銀國際證券預測



投資策略

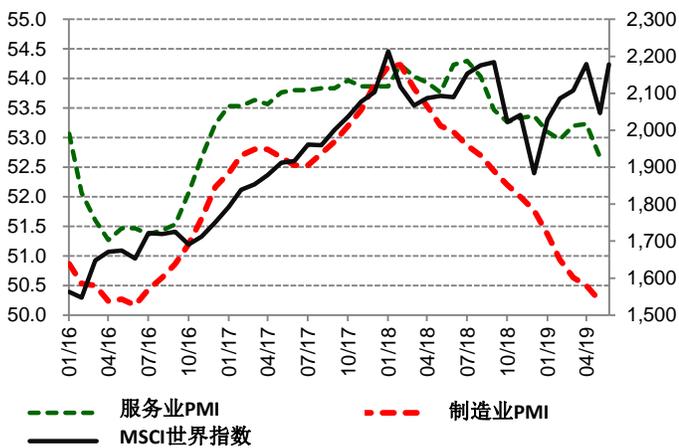
陳宋恩

2019 年下半年投資策略

利率週期即將逆轉

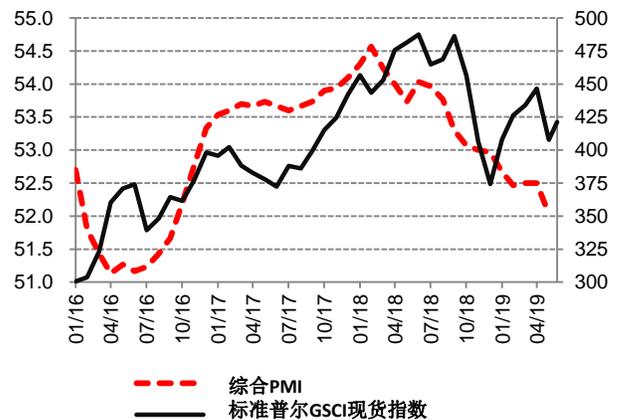
儘管全球經濟基本面正在減弱，但受流動性和投機新財政或貨幣刺激措施的推動，股市指數在上半年有所上升。MSCI 世界指數年初至今已上漲約 15%，標準普爾 GSCI 現貨指數年初至今已上漲約 13%。相比之下，全球製造業 PMI 和服務業 PMI 自 2018 年初以來持續走弱。上升的指數反映了對主要發達國家政府將實施各種財政或貨幣擴張措施以支持增長的看漲預期。如果預期的財政或貨幣刺激措施被推遲或比預期溫和，那麼全球股票和商品市場的修正風險將在下半年和 2020 年提升。

圖表 1:全球製造業和服務業 PMI (左軸) vs. MSCI 世界指數 (右軸) - 製造業服務業 PMI 呈下降趨勢，但 MSCI 世界指數呈上升趨勢



備註:我們使用 PMI 的 3 個月移動平均線來表達趨勢
來源: 彭博、IHS Markit

圖表 2 :全球綜合 PMI (左軸) vs. 標準普爾 GSCI 現貨指數 (右軸) - 綜合 PMI 呈下降趨勢，但商品指數則沒有



備註:我們使用 PMI 的 3 個月移動平均線來表達趨勢
來源: 彭博、IHS Markit

推動服務業緩解製造業放緩可能是穩定經濟風險的有效方法之一。主要工業國家製造業採購經理人指數的高度統計相關性表明全球製造業供應鏈高度一體化。持續中美貿易衝突以及美國與歐洲和日本之間貿易摩擦不斷升級的風險將對全球製造業產生不利影響。相反，全球非製造業的相關性統計較低。我們預計包括中國在內的主要經濟體政府將加強服務業對經濟增長的貢獻，以抵消製造業方面的下行風險。2019-2020 年服務業前景比製造業更為有利。我們預計中國將持續鼓勵對教育、體育休閒、醫療保健、鐵路和高速公路運輸等第三產業的投資。

圖表 3:主要經濟體的 PMI 相關性 - 製造業的相關性高，而非製造業的相關性低

製造業 PMI						非製造業 PMI					
	美國	中國	歐元區	日本	英國		美國	中國	歐元區	日本	英國
美國	1.00	0.47	0.60	0.74	0.35	美國	1.00	0.26	0.25	0.32	0.07
中國	0.47	1.00	0.77	0.63	0.61	中國	0.26	1.00	0.52	0.32	0.27
歐元區	0.60	0.77	1.00	0.79	0.66	歐元區	0.25	0.52	1.00	0.38	0.53
日本	0.74	0.63	0.79	1.00	0.54	日本	0.32	0.32	0.38	1.00	0.20
英國	0.35	0.61	0.66	0.54	1.00	英國	0.07	0.27	0.53	0.20	1.00

備註:基於 36 個月數據的相關性，至 2019 年 5 月

來源: 彭博、國家統計局、IHS Markit、農銀國際證券

圖表 4:中國的 PMI 相關性 - 製造業與非製造業之間的相關性較低

PMI	行業	統計局 PMI				非制 造業	服務	建築	財新 PMI	
		製造業	大企業	中企業	小企業				製造	服務
統計局	製造	1.00	0.88	0.70	0.59	0.57	0.49	0.37	0.73	0.09
	大企業	0.88	1.00	0.34	0.28	0.51	0.46	0.37	0.76	0.09
	中企業	0.70	0.34	1.00	0.46	0.39	0.37	0.11	0.36	0.03
	小企業	0.59	0.28	0.46	1.00	0.42	0.26	0.42	0.35	0.10
	非製造	0.57	0.51	0.39	0.42	1.00	0.86	0.49	0.42	0.16
	服務	0.49	0.46	0.37	0.26	0.86	1.00	0.09	0.38	0.13
	建築	0.37	0.37	0.11	0.42	0.49	0.09	1.00	0.33	0.17
財新	製造	0.73	0.76	0.36	0.35	0.42	0.38	0.33	1.00	0.30
	服務	0.09	0.09	0.03	0.10	0.16	0.13	0.17	0.30	1.00

備註:根據 2014 年 1 月至 2019 年 5 月的 PMI 數據的相關性

來源: 彭博、國家統計局、IHS Markit、財新、農銀國際證券

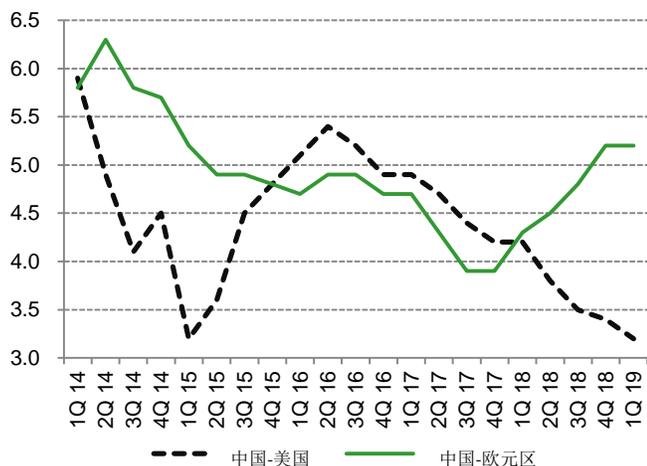
圖表 5 :中國固定資產投資(同比) - 追蹤資本流動方向，以確定可能表現優異的行業

	2018	1-5 / 2019
第二產業	6.2%	3.2%
製藥業	4.0%	8.1%
第三產業	5.5%	7.1%
公路運輸	8.2%	6.2%
鐵路運輸	(5.1%)	15.1%
文化、運動和休閒	21.2%	20.0%
教育	7.2%	15.4%
健康與社會工作	8.4%	5.2%

來源:國家統計局

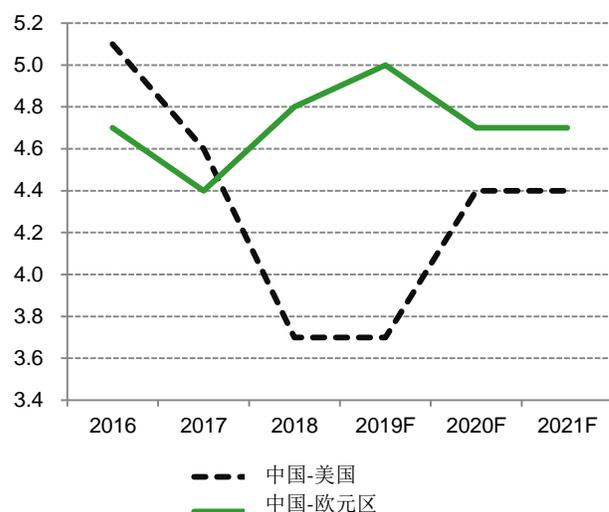
中國與美國/歐元區之間的增長差距將擴大，推動全球基金增加中國的資產配置。中美 GDP 增長差距從 2016 年第二季度的 5.4 個百分點縮小至 2019 年第一季度的 3.2 個百分點。過去 11 個季度的增長差距縮小，削弱了中國市場對美國投資者的吸引力。由於美聯儲預計 2019 年第四季度 GDP 增速將放緩至 2.1%，我們預計 2019 年第四季度中美 GDP 增長差距將回升至 4.0 個百分點以上。與此同時，世界銀行預測，中美經濟增長差距將從 2019 年的 3.7 個百分點擴大到 2020 年的 4.4 個百分點。由於歐元區經濟增長疲弱，中國與歐元區 GDP 增長差距已從 2017 年第 4 季度的 3.9 個百分點擴大至 2019 年 1 季度的 5.2 個百分點，中國市場對歐元區投資者的吸引力增強。世界銀行預測，2019 年中歐經濟增長差距將達到 5.0 個百分點，2020 年將達到 4.7 個百分點。

圖表 6:中國相對於美國和歐元區的季度實際 GDP 增長率(百分點):中美 GDP 增長差距正在縮小,而中歐 GDP 增長差距正在擴大



來源:彭博、國家統計局

圖表 7:中國相對於美國和歐元區的實際 GDP 增長率(百分點):中美 GDP 增長差距的縮小趨勢在 2019 年停止,預計將在 2020 年逆轉



來源:國家統計局、世界銀行

新一輪貨幣政策寬鬆即將到來。由於經濟動力減弱,預計美國和歐元區的貨幣政策將在下半年或 2020 年放鬆。自 5 月份以來,美聯儲放緩了資產負債表減縮的步伐,並將在 2019 年 9 月停止縮表。與此同時,歐洲央行計劃從 2019 年 9 月至 2021 年 3 月推出一系列新的目標長期再融資操作(TLTRO III)。美國和歐元區的流動性供應將在 2019 年第 4 季度開始增加,並且在 2020-21 年將對資本市場產生積極影響。日本將在 2019 年 10 月將銷售稅從 8%提高到 10%;預計日本 2020 年將採取進一步的貨幣刺激政策,以減輕一些由此帶來的負面影響。中國將保持其貨幣供應增長符合名義 GDP 增長。

圖表 8:主要中央銀行總資產變動情況 - 全球經濟受 2018 年和 2019 年上半年主要央行縮減或放緩資產負債表增長的影響

中央銀行	2017 末(同比)	2018 末(同比)	5/2019 (年初至今)
人民銀行	5.6%	2.6%	(3.6%)
美聯儲	(0.1%)	(8.4%)	(5.7%)
歐洲央行	22.1%	4.4%	0.4%
日本央行	9.4%	5.9%	2.7%

來源:彭博、人民銀行、美聯儲、歐洲央行、日本央行、農銀國際證券

全球利率週期的下行趨勢將於 2019 年下半年開始。我們認為通脹風險下降是利率下行週期的先決條件之一。中國、美國和歐元區的核心通脹率在 2019 年上半年下降。我們認為,2019 年通脹風險降低將為主要央行在下半年降低名義利率提供空間。6 月份,美聯儲表示目前的聯邦基金利率與 2.5%的長期目標利率一致,這意味著利率週期已達到頂峰,並將很快進入下行週期。即將到來的歐元區 TLTRO III 將降低該地區的利率上行風險。在中國,2019 年的政府工作報告也表達了降低實際利率以支持經濟增長。因此,任何內部或外部政治政策錯誤(如全球主要商品供應鏈中斷、進口關稅大幅增加等因素)導致 2019 年下半年或 2020 年核心通脹率急劇反彈將會大幅降低央行降低名義利率的空間。自 2014 年以來,美國非金融企業積極增加杠杆率。標準普爾 500 指數中非金融企業的淨債務/ EBITDA 比率從 2017 年 12 月的 1.5 倍增加至 2018 年

12 月的 1.6 倍和 2019 年 5 月的 1.9 倍。由於預計 2019 - 2020 年美國經濟增長放緩將提升金融風險，因此這些企業更傾向於看到更早和更大幅度地降低貸款利率。

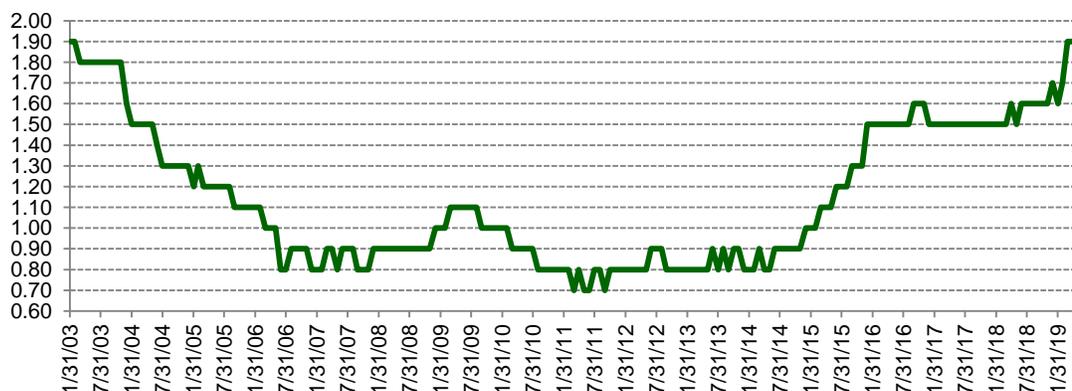
圖表 9:核心通脹率(不包括燃料和食品)- 核心通脹率下降為中央銀行放鬆貨幣政策提供了更有利的條件

同比%	6/2018	12/2018	5/2019
中國	1.9	1.8	1.6
美國	1.95	1.95	1.57*
歐元區	1.0	0.9	0.8

* 2019 年 4 月的數據

來源:彭博、國家統計局、商業部經濟分析局(美國)、歐洲統計局

圖表 10:標準普爾 500 指數非金融公司的淨債務與 EBITDA 比率(x) - 目前美國企業的財務風險高於 2007 - 08 年的金融危機，促使他們遊說美國政府或監管機構降低貸款利率。預計 2019 - 20 年美國經濟放緩可能是另一場金融危機的催化劑



來源:彭博、標普 500 非金融指數

香港股市前景

相對估值:如果收益率差距(恒生指數股息收益率減去香港政府債券收益率)超過 2.5 個百分點，對於追求收益率投資者應考慮積累藍籌股。目前，收益率差距約為 1.8 個百分點，與 750 天的收益率差距均值一致。恒生指數 2019 年預測市盈率較道瓊斯指數 2019 年預測市盈率折讓 32%。恒生指數的估值較低是由於每股盈利增長減弱所致。市場預計 2019 年恒生每股盈利同比下降約 2%；然而，市場預計道瓊斯指數的每股盈利同比增長約 3%。2019 年藍籌股的低利潤增長將鼓勵投資者減少風險資產的持有量權重。

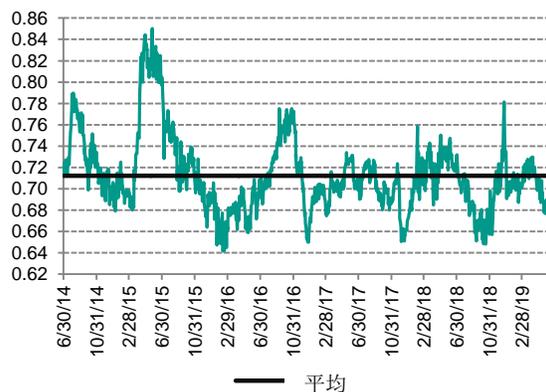
圖表 11: 恒生股息收益率減去 10 年期香港政府債券收益率 (%) - 當前收益率差距不足以吸引追求收益率投資者大幅增加持有藍籌股



750 天的收益率差距 (yield gap) 均值: 1.817%

來源: 彭博、農銀國際證券

圖表 12: 恒指預期市盈率 / 道指預期市盈率 - 折讓越深, 香港藍籌股對美國藍籌股的相對估值越低

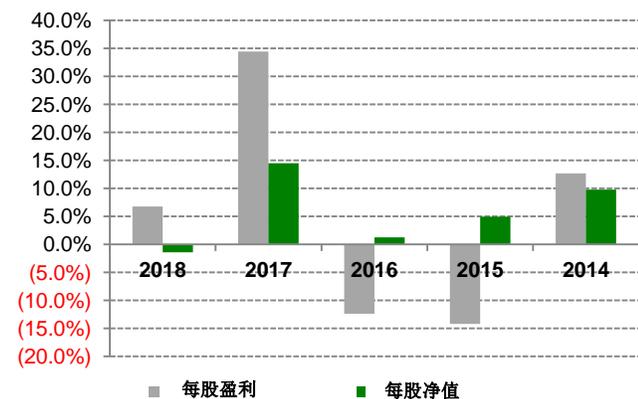


5 年平均比率: 0.712

來源: 彭博、農銀國際證券

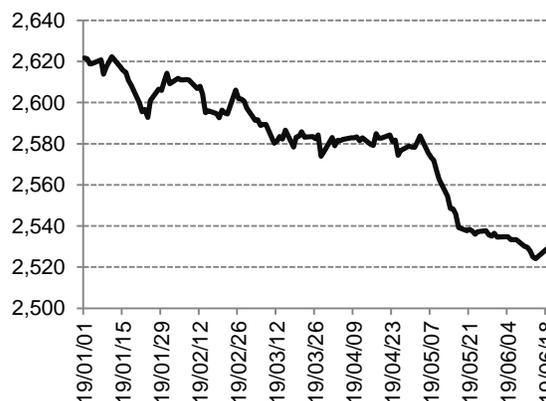
盈利前景:資本市場在向下修正恒生指數、道瓊斯指數和歐洲斯托克 50 指數藍籌股的盈利前景。對 2019 年藍籌股盈利前景的下調表明資本市場認為預期的負面因素將持續較長時間。

圖表 13: 恒生每股盈利 (EPS) 及每股淨值 (NBV) (同比變動) - 每股盈利和每股淨值的相反變化增加了價值驅動型投資者的投資風險



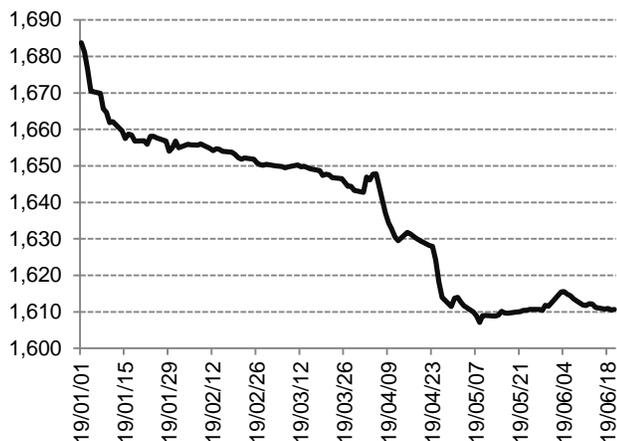
來源: 彭博、農銀國際證券

圖表 14: 市場預測恒指 2019 年每股盈利 (港元) - 市場向下修正香港藍籌股的盈利前景



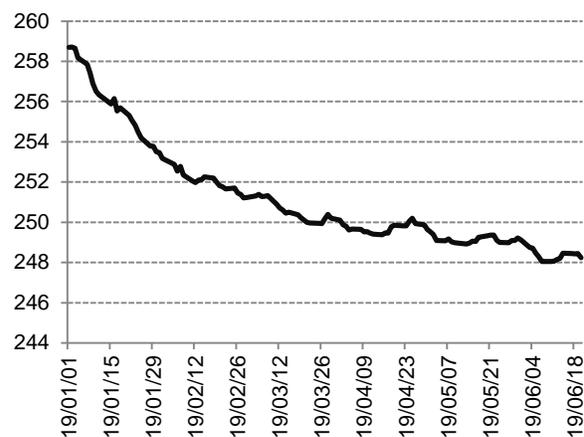
來源: 彭博、農銀國際證券

圖表 15:市場預測美國道瓊斯指數 2019 年每股盈利 (美元)
市場向下修正美國藍籌股的盈利前景



來源:彭博、農銀國際證券

圖表 16:市場預測 Euro Stoxx 50 指數 2019 年每股盈利 (歐羅)
-市場向下修正歐元區藍籌股的盈利前景



來源:彭博、農銀國際證券

恒生指數 (HSI)

2019 年上半年，恒生指數在 24,896.87-30,280.12 之間交易，這範圍符合我們的早期預測今年交易區間在 24,488-31,637 之間(請參閱 2018 年 12 月發佈的 2019 年經濟展望和投資策略報告)。我們假設滯脹風險(即低經濟增長但高通脹)將是微乎其微的，主要央行將能夠適當調整其貨幣政策以緩衝下行經濟風險。鑒於未來幾年藍籌股的最新盈利前景及預期平均股本回報率，我們將恒生指數估值的高端設定為 12.0 倍 2019 年預測每股盈利及指數估值的低端為 1.0-1.05 倍 2019 年預測每股淨賬面值。我們將 2019 年下半年的恒指交易區間預測調整為 24,259-30,411。我們對 2020 年恒指交易區間的預測為 24,839-32,788。主要的下行風險將是政策錯誤和供應中斷(例如貿易不和、石油危機等)導致的滯脹風險激增。相反，主要的上行風險將是主要央行的貨幣擴張政策造成的流動性供過於求，以及這些政策比預期更有效並且更早實施。

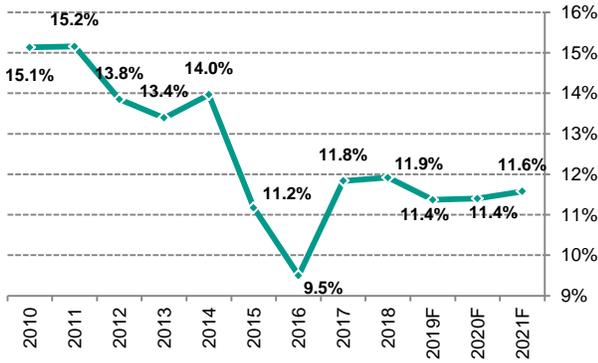
圖表 17:恒生指數預測 2019 年下半年 - 2020 年

期間: 2019 年下半年	高	低	期末
指數	30,411	24,259	29,144
相當於 2019 年市盈率 (x)	12.00	9.57	11.50
相當於 2019 年市淨率 (x)	1.32	1.05	1.26
相當於 2019 年股息收益率	3.41%	4.28%	3.56%
期間: 2020 年	高	低	期末
指數	32,788	24,839	30,056
相當於 2020 年市盈率 (x)	12.00	9.09	11.00
相當於 2020 年市淨率 (x)	1.32	1.00	1.21
相當於 2020 年股息收益率	3.37%	4.45%	3.68%

來源:彭博、農銀國際證券預測

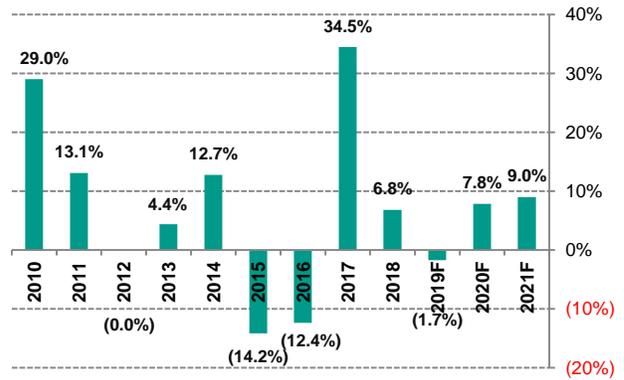
香港藍籌股

圖表 18: 恒生指數平均權益回報率



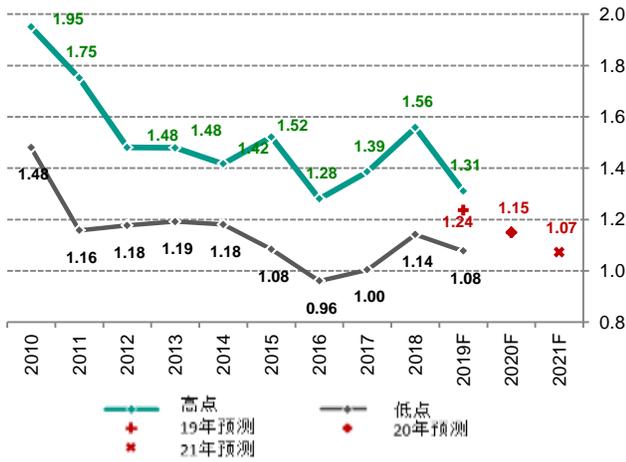
來源: 彭博

圖表 19: 恒生指數每股收益增長



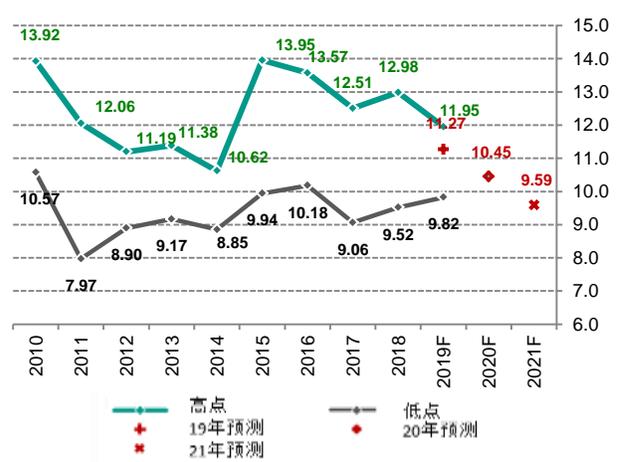
來源: 彭博

圖表 20: 恒生指數 市淨率區間(x)



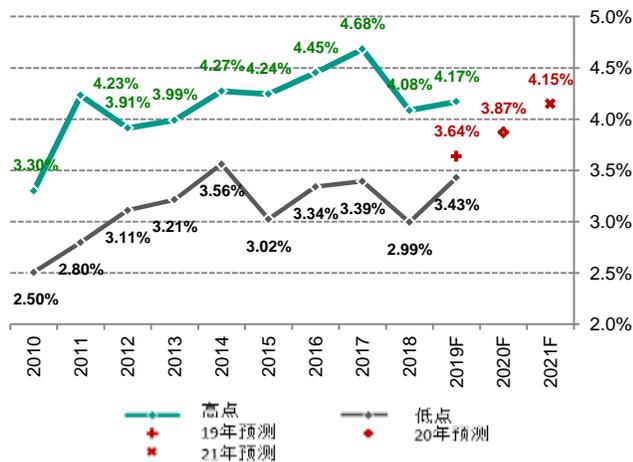
指數 28550. 來源: 彭博

圖表 21: 恒生指數 市盈率區間 (x)



指數 28550. 來源: 彭博

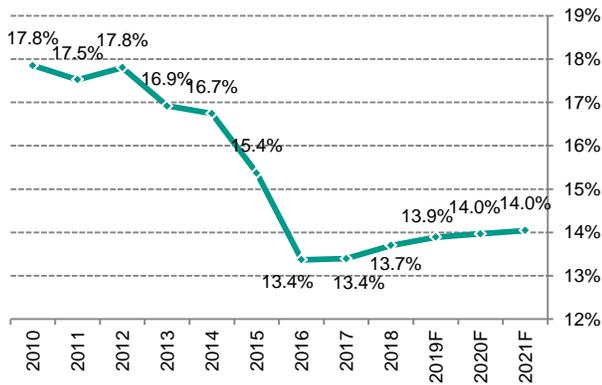
圖表 22: 恒生指數 股息收益率



指數 28550. 來源: 彭博

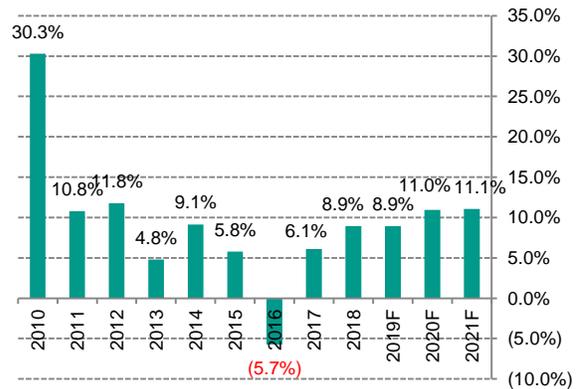
中國藍籌股

圖表 23: 上證指數 50 (SSE50) 平均權益回報率



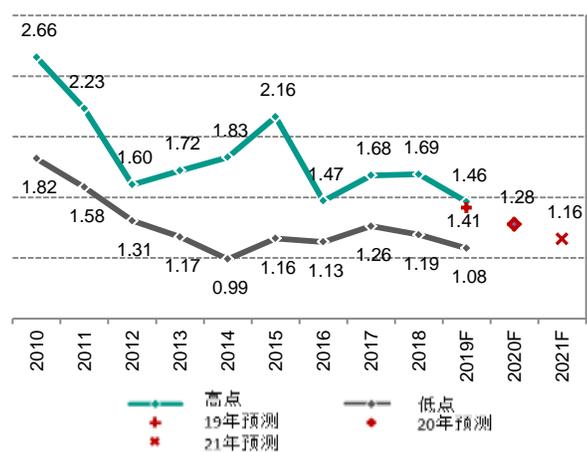
來源: 彭博

圖表 24: SSE50 每股收益增長



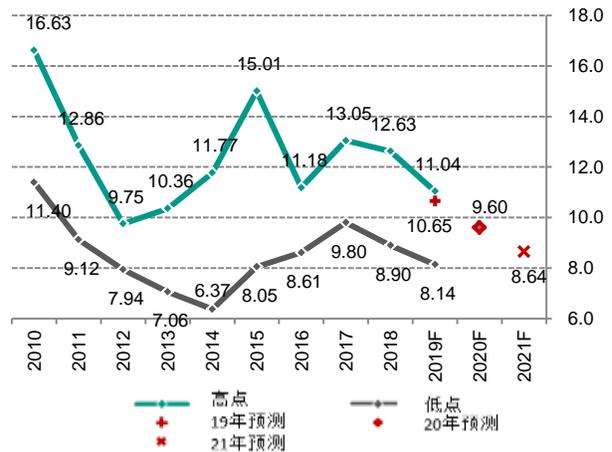
來源: 彭博

圖表 25: SSE50 市淨率區間(x)



指數 2943. 來源: 彭博

圖表 26: SSE50 市盈率區間(x)



指數 2943. 來源: 彭博

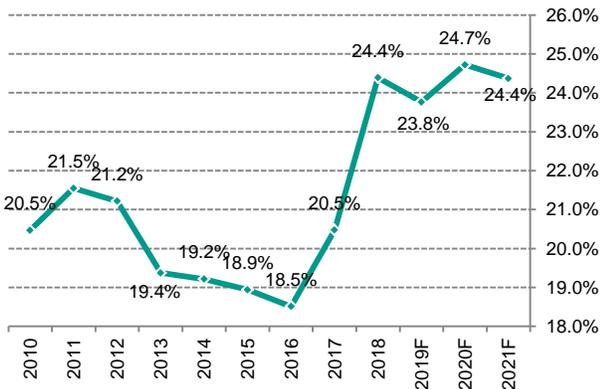
圖表 27: SSE50 股息收益率



指數 2943. 來源: 彭博

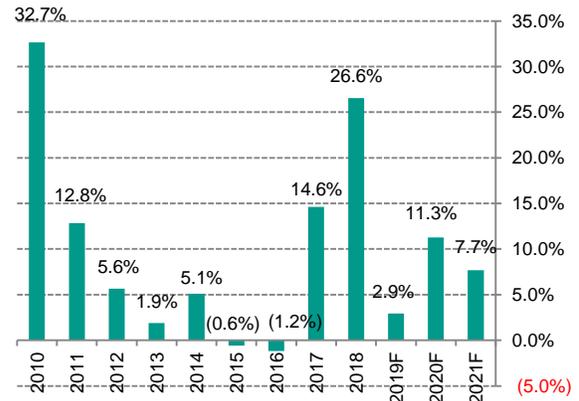
美國藍籌股

圖表 28: 道瓊斯工業平均指數 (DJIA) 平均權益回報率



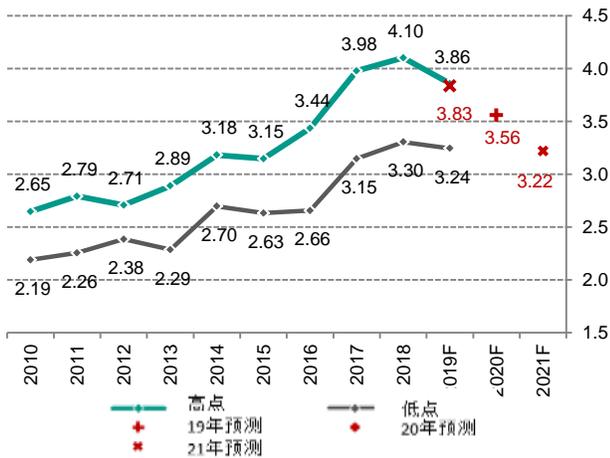
來源: 彭博

圖表 29: 道瓊斯工業平均指數每股收益增長



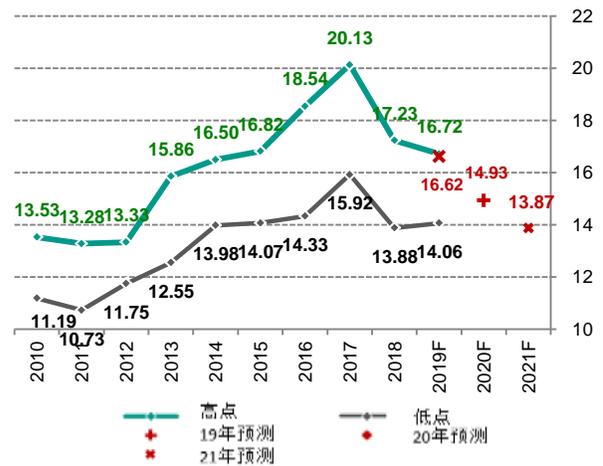
來源: 彭博

圖表 30: 道瓊斯工業平均指數市淨率區間(x)



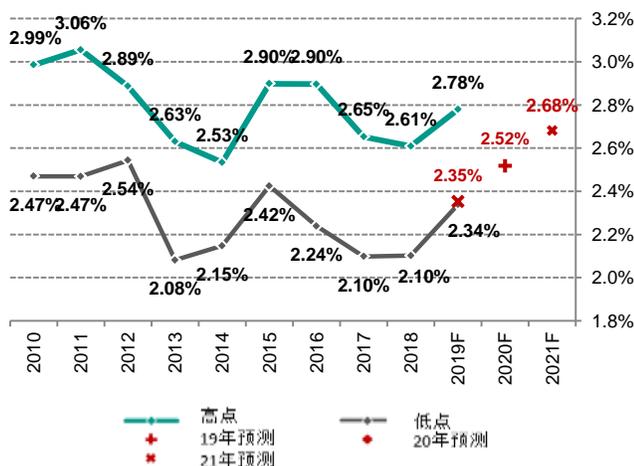
指數 26753. 來源: 彭博

圖表 31: 市盈率區間(x)



指數 26753. 來源: 彭博

圖表 32: 道瓊斯工業平均指數股息收益率



指數 26753. 來源: 彭博

香港 IPO 市場展望

金融業重新成為領頭羊

在 2019 年首五個月，香港 IPO 市場已募集 560 億美元，平均交易規模為 1.1 億美元。中國投資銀行繼續維持市場地位，佔十大承銷商中的七家

- 在行業組合方面，金融，醫藥，非必需消費品和能源業四大行業分別佔 2019 年首五個月 IPO 總量的 40%，16%，15% 和 9%
- 由於缺乏大型科技股 IPO，金融股在 IPO 市場重新佔據首位，佔 IPO 總量的 40%

在 2019 年首五個月，香港股票 IPO 總額為 560 億美元，共發行了 53 個項目，平均發行規模分別為 1.1 億美元。在承銷商方面，在 5M19, 10 大承銷商中有 7 家中資投資銀行，反映中資投資銀行在 IPO 市場上持續維持市場地位。

由於缺乏大型科技股 IPO，金融股在 IPO 市場重新佔據首位，佔 IPO 總量的 40%。其次是醫藥 (16%)，非必需消費品 (15%) 及能源 (9%)。總的來說，這四大行業共佔 IPO 總量的 80%。

科技股的集資額佔比從 2018 年的 21% 下降到 2019 年首五個月的 2%。這是由於自小米 (1810 HK) 和美團 (3690 HK) 上市後並沒有大型科技股/新經濟股上市。儘管如此，如果阿里巴巴 (BABA US) 在香港尋求雙重上市，未來幾個月科技股 IPO 的集資額佔比將上升。

圖表 1: 2019 年首五個月香港 IPO 市場

行業	總集資額 (百萬美元)	平均集資額 (百萬美元)
金融	2,218	246
醫療保健	899	225
非必需消費	830	52
能源	489	163
電訊	482	96
其他	649	41

來源: 彭博、農銀國際證券



行業展望

農銀國際證券分析師

正面 中國銀行業 – 行業基本面前景穩定，銀行差異化持續提升 歐宇恒

主要數據	行業表現(相對於 MSCI 中國指數)	絕對值 (%)	相對值 (%)
2019E 市盈率均值(x)	4.74	1 個月	2.38
2019E 市淨率均值(x)	0.60	3 個月	(3.91)
2019E 股息率均值(%)	5.03	6 個月	(8.27)
			(2.00)
來源:彭博、農銀國際證券預測	來源:彭博、農銀國際證券		

<ul style="list-style-type: none"> ➢ 銀行淨息差將受強勁貸款需求，流動性優化及穩定貸款收益率支持 ➢ 目標加強風險緩衝能力，可以預期行業大撥備將持續 ➢ 為支持資產負債表增長，銀行將更積極發展不同類型的資本工具 ➢ 偏好大銀行的防守性及穩定的股息收益率 	<p>1 年股價表現(%)</p> <p>HSMBI — MXCN</p> <p>MXCN=MSCI 中國指數；HSMBI=恒生中國內地銀行指數 來源:彭博、農銀國際證券</p>
--	---

強勁的貸款需求與穩定的貸款收益率支持銀行淨息差。政策在明確支持貸款至小微企及民企與降低社會融資成本的大方向保持不變。政策為 5 大銀行(工商銀行，建設銀行，農業銀行，中國銀行和交通銀行)制定了明確的目標，目標 2019 年小微企貸款餘額增量不少於 30%，並將小微企的平均貸款收益率降低 1 個百分點。這將逐步增加銀行的小微企貸款在貸款組合中的佔比，而相對較高的小微企貸款利率亦有助銀行抵禦淨息差上的壓力。與此同時，銀行系統的流動性加強有效維持貸款的增長動力，成為銀行在市場利率下降的一個防禦性因素。自 2019 年初至今的 2 次降準令銀行體系流動性得到改善，這可由 SHIBOR 的下跌趨勢中反映。此外，2019 年首 5 月的貸款增長勢頭保持強勁，2019 年首 5 月新增貸款總額已達到我們全年貸款目標 17.5 萬元人民幣的 45.8%。我們預期在 2019 年將會再出現兩次定向降準，針對釋放流動性支持小微企與民企。根據中國人民銀行的統計數據，2019 年 3 月的平均貸款收益率錄得輕微反彈，環比上升 5 個基點至 5.69%。同時 2019 年首季度定價高於基準利率的貸款比例亦環比回升 2.62 個百分點至 68.88%。而銀保監會數據亦顯示，1 季度行業平均淨息差環比下降 1 個基點至 2.17%，同期行業淨利潤同比增長反彈至 9.4%。儘管我們預計市場利率將呈溫和下降，強勁的貸款需求將部份抵消銀行在淨息差上的壓力。我們預測行業平均淨息差在 2019 年及 2020 年將保持穩定。而依銀行類別看，股份制銀行和地區性銀行在小微企和民企的客戶優勢可能令其淨息差表現較大型銀行為優。

不良率逐步下降，風險緩衝能力提升。由於銀行積極加強不良貸款處置力度，行業平均不良率從 2018 年 3 季度的 1.87% 逐步下降至 2019 年首季度的 1.8%。按銀行類別劃分，大型銀行的平均不良率在 2019 年首季度環比下降 9 個基點至 1.32%，在各類銀行中下降幅度最多。同期股份制銀行的不良率則環比持平於 1.71%。明顯地城商行和農商行的 2019 年首季度平均不良率面對較大壓力，截至 2019 年 3 月末，其環比不良率分別各自上升 9 個基點至 1.88% 及 4.05%。除非環球因素導致中國的經濟出現未能預期的系統性影響，我們預期行業資產質量將保持穩定，行業平均不良率將在 2019 年 2 季度至 2020 年 4 季度維持在現水平或輕微下降。此外，銀行主動地為了抵禦潛在的經濟不確定因素而積極加大風險緩衝能力，行業平均撥備率及撥備覆蓋率在 2019 年 3 月底提升至 3.45% 和 192.17%，環比增加 4 個基點和 5.86 個百分點。其中大型銀行和股份制銀行的平均撥備率在 2019 年首季度環比增加了 7 個基點及 8 個基點，而平均撥備覆蓋率則環比提高了 20.36 個百分點和 4.77 個百分點。我們預測這兩個風險緩衝指標將通過銀行的大額撥備政策在 2019 年 2 季度至 2020 年 4 季度穩步改善。

資產負債表持續增長提高銀行資本需求。我們認為銀行資產負債表的持續增長將是提高資本需求的主要原因。根據銀保監會數據，截至 2019 年 4 月底商業銀行的總資產和負債總額同比增長率為 9.2% 和 8.9%，較去年年底的同比增速 6.8% 和 6.4% 明顯有所加快。行業平均 CT1 和 CAR 則因而在 2019 年首季度環比下降 8 個基點和 2 個基點，當中城商行錄得最快的資產負債表增長率，其總資產和總負債截至 2019 年 4 月同比上升 12.1% 和 12.0%。同期大型銀行和農商行的總資產和總負債同比增長率維持在 8.0%-8.6% 之間，而股份制銀行的總資產與總負債的增長速度則最慢，分別為 6.2% 和 5.7%。鑒於 A 股和 H 股市場上市銀行數量在過去幾年不斷增加，近年銀行從資本市場獲取

資金的難度亦相對提高。儘管數據顯示大部份銀行的資本充足率基本上已達到資本規定的要求，為滿足資產負債表持續增長的需求，我們可以合理地預期銀行在未來將會更積極地以其他資本補充方案提升其資本充足率，當中包括但不限於優先股和永續債的發行。

長線展望

政策風險仍然是中國銀行業面對的最大不確定因素。但是，我們認為嚴格監管並自律的經營環境是行業基本面的長遠正面因素。與此同時，我們對中美爭議持續所帶來的長期經濟影響持謹慎態度。

短線展望

雖然我們認為政策風險長遠能優化行業經營環境，但政策推出的時間表與細節的可預測性偏低必然會為行業帶來短期衝擊。這對於政策抵禦性較弱的小銀行而言將更為明顯。儘管如此，穩定的股息收益率有望成為追捧穩定收益投資者的短期買入原因。

股票推薦

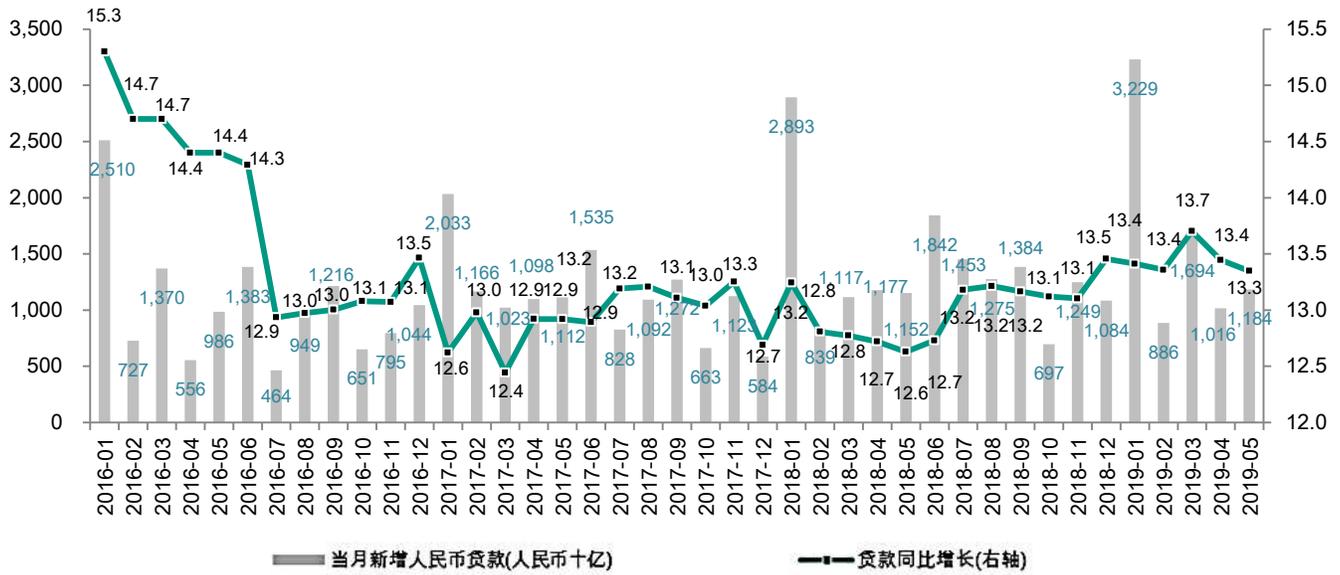
由於現時銀行板塊估值正處於較低水平及其逐步改善的基本面，我們維持看好中國銀行業。我們尤其偏好大銀行較穩定的股息收益率及其業務多元化對政策風險的抵禦性及高適應性。就五大銀行現時平均估值較歷史平均值低，**農業銀行(1288 HK)**為我們行業首選，因其在行業中領先的風險緩衝能力，穩步向好的基本面及其受國策支持的三農及普惠金融競爭優勢。此外，我們也喜歡**建設銀行(939 HK)**一貫的審慎態度和高度的業務多元化。在股份制銀行中，我們認為**招商銀行(3968 HK)**以基本因素最優，儘管其增長速度較同業快，其行業中相對較高的估值限制了其股價在現水平的潛在上行空間。

而資產負債表相對較小的地區性銀行，儘管其運營靈活性相對較高，但對宏觀因素與政策風險的敏感度亦較高。鑒於監管機構減慢了 A 股銀行 IPO 的審批速度，增長速度較快的地區性銀行或將面對較大的資本壓力，因而需要探索其他資本補充方案。同時較低的日均成交量仍然是這類股票的一個主要問題。

風險因素

1)在強監管和政策主導的環境下發生政策方向出現急劇變化; 2)來自非銀行金融機構的競爭加劇; 3)特定區域的資產質量急速惡化; 4)貸款需求急劇下降; 5)對新業務和個別快速增長業務的政策風險提高

圖表 1: 每月新增貸款(億元)與同比增長(%)



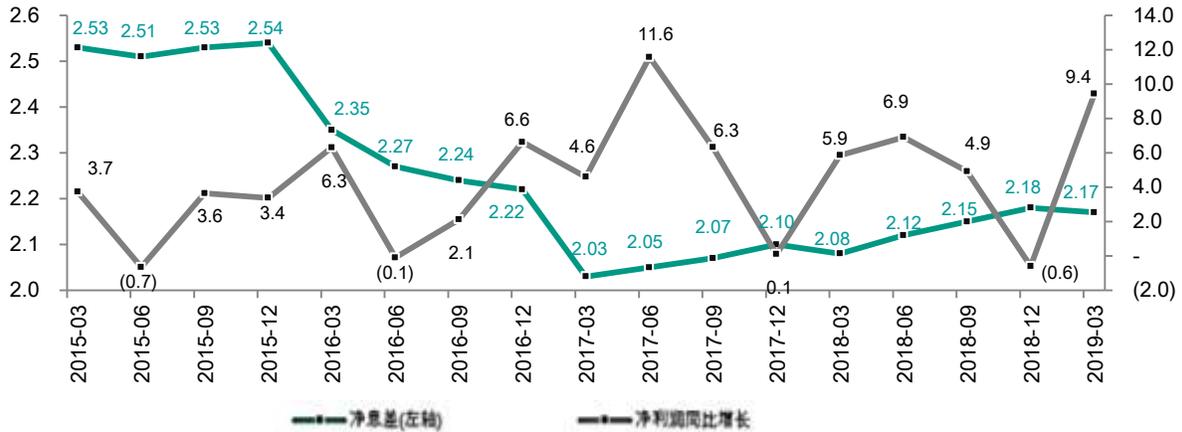
來源：中國人民銀行，農銀國際證券

圖表 2: 平均貸款收益率與上浮於基準利率貸款定價的比例(%)



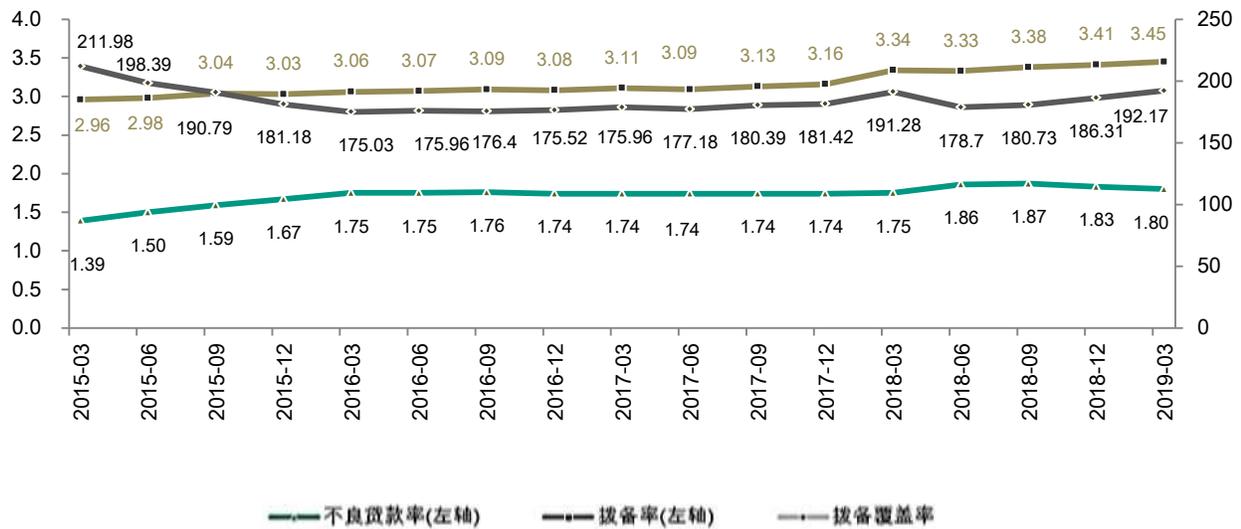
來源：中國人民銀行，農銀國際證券

圖表 3: 行業平均淨息差與行業淨利潤同比增長率(%)



來源：中銀保監、農銀國際證券

圖表 4: 主要資產質量指標(%)



來源：中銀保監、農銀國際證券

圖表 5: 行業首選 (截至 2019 年 6 月 21 日)

公司名稱	代碼	評級	目標價 (港元)	上升空間 (%)	FY19E 市盈率(x)	FY20E 市盈率(x)	FY19E 市賬率(x)	FY20E 市賬率(x)	FY19E 股息率 (%)	FY20E 股息率 (%)
農業銀行	1288 HK	買入	5.28	60.98	4.36	3.89	0.60	0.54	6.95	7.65
建設銀行	939 HK	買入	9.48	44.29	5.10	4.54	0.69	0.63	5.90	6.59

來源：彭博、農銀國際證券預測

中性
中國證券行業 - 穩步前進
周秀成

主要數據	行業表現(相對於恒指)	絕對值 (%)	相對值 (%)
2019E 市盈率均值(x)	10.1	1 個月	5.5 (1.9)
2019E 市淨率均值(x)	0.7	3 個月	(16.9) (13.2)
2019E 股息率均值(%)	3.5	6 個月	20.8 5.6
來源:彭博、農銀國際證券預測	來源:彭博、農銀國際證券		

- 我們認為由於中美之間持續存在爭議，市場情緒可能在短期內受到影響
- 從積極的方面來看，我們認為市場基本面總體健康，政策環境仍然支持
- 我們較喜歡**中信建投 (6066 HK)**及**申萬宏源 (6806 HK)**



市場環境放緩。總體而言，A 股日均成交量從 2018 年 12 月的 2,660 億人民幣大幅上升至 2019 年 4 月的 8,980 億人民幣。此外，兩融餘額從 2018 年底的 0.76 萬億人民幣增加至 4 月底的 0.97 萬億人民幣。話雖如此，由於中美之間持續的貿易爭端，市場環境自 2019 年 5 月以來已經放緩。因此，日均成交量已於 2019 年 5 月下跌至 4,960 億人民幣，而兩融餘額則於 5 月底跌至 0.94 萬億人民幣。我們認為，由於中美之間持續存在爭議，短期內市場情緒可能繼續放緩。

市場基本面總體健康。話雖如此，我們認為目前的市場狀況總體健康。例如，目前 A 股市場總市值/ M1 比率為 0.8 倍，與歷史平均值 0.8 倍一致，遠低於 2015 年牛市期間 1.3 倍的峰值水平。此外，兩融餘額目前佔 A 股市值總額的 2.4%，遠低於 2015 年 5% 的峰值水平，表明 A 股市場的杠杆水平仍在控制之中。

政策支持。我們認為政府政策仍然有利行業長遠發展。例如，上海證券交易所設立了科創板，支持上海國際金融中心和科技創新中心建設，不斷完善資本市場基礎制度。28 家證券公司達成意向出資超過 280 億元設立母資管計劃，作為引導資金支持各家證券公司分別設立若干子資管計劃，專項用於幫助有發展前景的上市公司紓解股權質押困難。此外，政府發佈支持上市公司回購股份措施，以拓寬回購資金來源、簡化實施程序，鼓勵上市公司實施股權激勵或員工持股計劃。

估值吸引。目前主要的 H 股上市證券公司的平均估值為 0.8 倍 2019 年預期市淨率，仍遠低於 2015 年上一次牛市期間的水平(超過 2 倍)和 1.2 倍的歷史平均水平。我們認為行業估值吸引。

對行業改革的承諾。儘管近期行業週期性低迷，我們仍然認為政府仍致力於進行行業改革。總體而言，政府將通過發展多元化，多層次的資本市場來增加直接融資對經濟的貢獻。它還旨在促進產品創新，如高收益債券，混合融資等。我們認為，這些發展將有利於投資銀行業務。總體而言，直接融資僅佔 2018 經濟總融資的 15%，大大低於美國的水平(2015 年為 50%)，這意味著增長空間充足。

行業前景。總體而言，我們預計 2019 年 A 股日均成交量將同比上升約 50%。我們還預計兩融餘額將在 2019 年上升至約 20%。

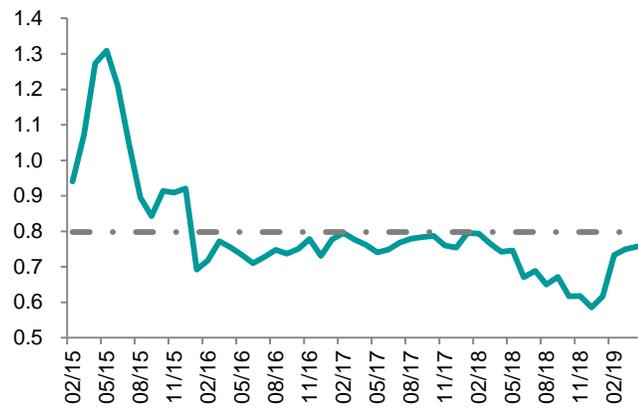
股票推薦

在各券商股中，我們較喜歡**中信建投 (6066 HK)**及**申萬宏源 (6806 HK)**，因為它們近年來在整個市場週期中表現出強勁的 ROAE(平均股本回報率)。

風險因素

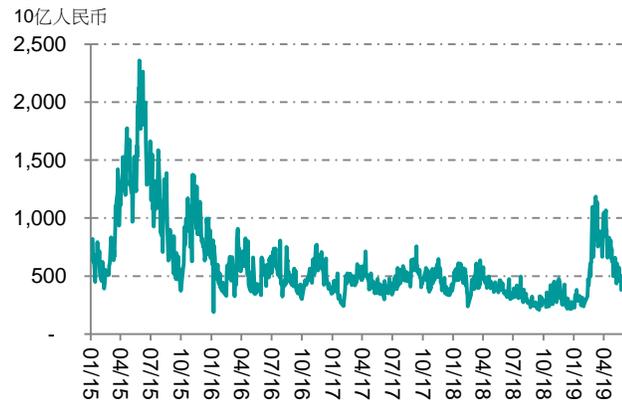
1)金融資產的市場風險；(2)與債券投資和貸款業務相關的信用風險；(3)市場成交量波動；(4)對證券公司的不當行為或員工瀆職行為的處罰；(5)直接融資的監管變化；(6)金融部門去杠杆化帶來的溢出效應；(6)放寬外資所有權後加劇競爭；(7)加強直接融資業務中銀行與證券公司之間的競爭。

圖表 1: A 股市場總市值/ M1 比率



來源：彭博、農銀國際證券

圖表 3: A 股日均成交量



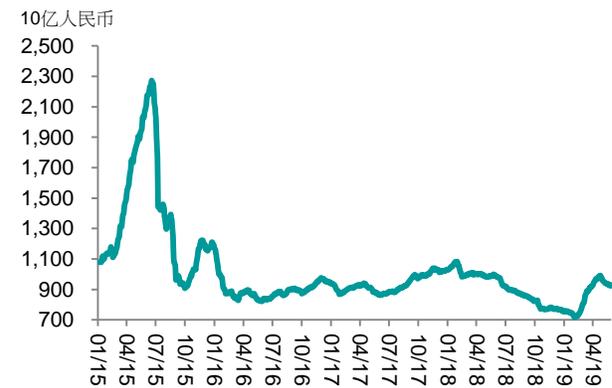
來源：彭博、農銀國際證券

圖表 2: 兩融餘額/A 股市值比率



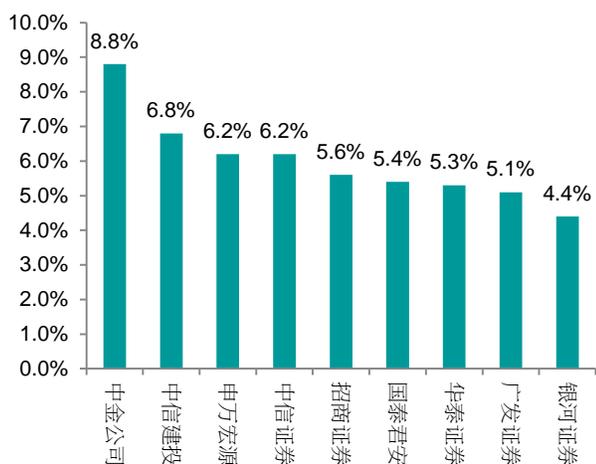
來源：彭博、農銀國際證券

圖表 4: 兩融餘額



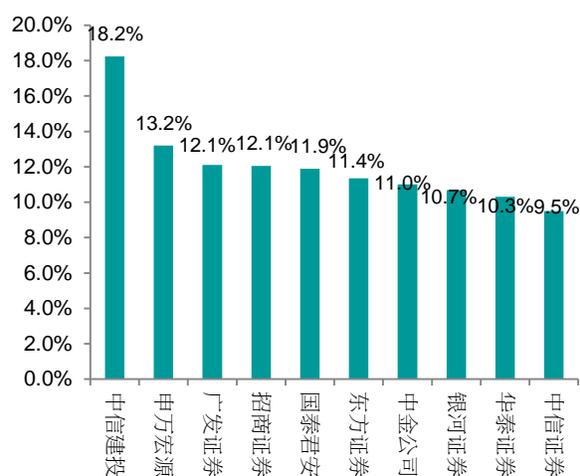
來源：彭博、農銀國際證券

圖表 5: 平均股本回報率(2018)



來源：公司，農銀國際證券

圖表 6: 平均股本回報率 (2014-18 平均值)



來源：公司，農銀國際證券

圖表 7: 行業首選 (截至 2019 年 6 月 21 日)

公司名稱	代碼	評級	目標價 (港元)	上升空間 (%)	FY18E 市盈率(x)	FY19E 市盈率(x)	FY18E 市賬率(x)	FY19E 市賬率(x)	FY18E 股息率 (%)	FY19E 股息率 (%)
中信建投	6066 HK	買入	7.6	30%	8.5	8.1	0.8	0.8	3.6	3.9
申萬宏源	6806 HK	買入	3.65	19%	10.4	8.5	0.8	0.8	2.4	2.4

來源：彭博、農銀國際證券預測

正面 中國房地產業 - 現金充裕的物業管理公司較能抵禦風險 董耀基

主要數據	行業表現(相對於恒指)	絕對值 (%)	相對值 (%)	
2019E 市盈率均值(x)	6.04	1 個月	5.71	3.24
2019E 市淨率均值(x)	1.15	3 個月	(2.98)	0.20
2019E 股息率均值(%)	8.44	6 個月	18.68	8.12

來源:彭博、農銀國際證券預測

- 落戶政策的放寬將吸引人口流向主要的二線城市
- 匯率風險仍是開發商的主要風險之一
- 5 月 1 日起雇主負擔的基本養老保險單位繳費比例從原定的 20%降至 16%，因此市場對社保改革的擔憂有所緩解
- 相對全國性開發商，我們更為偏愛大灣區開發商。中國奧園(3883 HK)是我們在中國開發商中的首選，因為其今年首 5 個月合約銷售表現亮麗(同比增長 35%)，而且富有舊城改造經驗。雅生活(3319 HK)是我們中國物業管理公司首選，基於其快于同行的管理面積增長和有吸引力的估值



來源:彭博、農銀國際證券

行業前景

■ 內地開發商:

落戶政策的放寬將為主要的二線城市創造人口流動。今年 4 月，國家發改委宣佈放寬對第一類城市(人口 1-3 百萬)和第二類城市(3-5 百萬)的落戶限制。從長遠來看，這將推動二線城市的房地產需求。我們預計人口將從三四線城市流向二線城市，以獲得更好的就業機會，從而推高住房需求。總體而言，住宅銷售勢頭持續復蘇 - 開發商 5 月合約銷售同比增長 20%(4 月：同比增長 23%; 3 月：同比增長 21%; 2 月：同比增長 2%; 1 月：同比增長 13%)。今年首 5 個月，合約銷售額平均同比增長 11%。然而，我們注意到一些三四線城市銷售佔比高的開發商如碧桂園(2007 HK)和恒大地產(3333 HK)等，其銷售業績在今年首五月表現不佳，分別同比下跌 13%和 9%。隨著棚戶區項目貨幣化補償收緊，這些三四線城市為主要市場的開發商的銷售業績不太可能在不久的將來大幅回升。

匯率風險仍是開發商的主要風險之一。鑒於中國開發商中很大一部分債務以美元計價，貨幣波動可能導致外匯損失。在動盪的時期，投資者可能更願意投資具有良好財務狀況、負債率低的行業。截至 2018 年 12 月，上市中國開發商的平均淨負債率為約 76%。地產行業負債偏高，可能無法吸引較保守的投資者。

■ 物業管理公司:

對利潤率的擔憂有所緩解。從 2019 年 1 月開始，國家稅務總局將取代人力資源和社會保障部，成為社會保障收集機構。此前，市場擔心物業管理服務等勞動密集型行業的勞動成本將明顯上升(如果他們之前沒有完全遵守監管規定)。但是，國務院 2019 年 3 月公佈的工作報告提供了一些緩解措施。首先，地方當局不會要求追回歷史欠款；而自 2019 年 5 月 1 日起，企業對城鎮職工基本養老保險繳費的比例將從 20%降至 16%，我們認為這將減輕物業管理公司勞動成本的壓力。事實上，香港上市物業管理公司的平均毛利率和淨利潤率在 2018 年同比上升 0.9 個百分點和 2.0 個百分點，主要原因是 1)較高定價能力和毛利率的增值服務業務收入增長較快；2)母公司新增項目，管理費率高於現有項目。隨著近年來房地產價格的上漲，新開發項目的管理費有所上升。利潤率較高的新項目將抵消部分現有項目的成本壓力。

競爭力較弱的內地物管公司上市可能拖累估值。自 2018 年 4 季度以來，五家內地物管公司(包括新城悅(1755 HK)，佳兆業物業(2168 HK)，永升生活(1995 HK)，奧園健康生活(3662 HK)及濱江服務(3316 HK))已在香港完成上市；與此同時，其他三家內地物管公司已向香港交易所提交招股說明書，目前正在等待相關的上市程序。我們認為，大多數規模較大的物管公司，如碧桂園服務(6098 HK)和雅生活(3319 HK)等已經完成上市，而待上市的公司可能規模較小，競爭力較弱。我們估計，對於實力較弱的未上市物業管理公司，可能會採用重大估值折扣以吸引投資者；因此，

行業整體估值可能會下降。然而，鑒於其現金充裕的性質以及母公司支持下的增長前景，物業管理板塊在市場波動的情況下被認為是一個具防禦性板塊。

股票推薦

■ 內地開發商:

大灣區開發商受益於不斷上升的房地產需求。 我們偏愛大灣區開發商，因為該地區的經濟增長在政府政策的支持下將超過全國平均水平。在大灣區開發商中，奧園(3883 HK)是我們的首選，因為其今年首 5 個月合約銷售表現亮麗(同比增長 35%，同業平均增長 10%)以及擁有大量優質舊城改造的土地儲備。

■ 物業管理公司:

雅生活(3319 HK)是我們物業管理公司的首選，因其管理面積增長迅速，高於同行的利潤率和大量的淨現金餘額。2018 年，受惠于高利潤率的增值業務所帶動，雅生活的淨利潤率高達 23.7%，同比上升 7.3 個百分點，為同業中最高。憑藉高於同業的利潤率和合約建築面積增長，我們認為雅生活只有 14.5 倍 2019E 市盈率的估值(行業平均值：19 倍)是不合理的。

風險因素

■ 內地開發商:

1)經濟增長放緩導致銷售增速降低; 2)低線城市的房地產需求因棚改收緊而減弱; 3)中美貿易爭端中貨幣波動導致的外匯風險

■ 物業管理公司:

1)物業管理子公司與母公司開發商之間的大量關聯方交易; 2)過份依賴母公司獲取新項目; 3)由於並購增加導致利潤率下降;4)競爭力較弱的內地物管公司上市可能拖累估值

圖表 1: 2019 年首 5 個月主要上市開發商合同銷售表現

			5M19				2019 年			
			金額 人民幣 10 億	YoY %	面積 000 平米	YoY %	均價 RMB/平米	YoY %	目標 人民幣	目標完成率 %
1	寶龍	1238 HK	22.5	86%	1,391	54%	16,187	20%	50	45.0%
2	首創置業	2868 HK	24.8	57%	1,004	31%	24,721	20%	80	31.0%
3	越秀	123 HK	28.9	53%	1,247	32%	23,154	16%	68	42.5%
4	遠洋	3377 HK	43.4	41%	2,015	30%	21,525	8%	140	31.0%
5	世茂	813 HK	72.0	40%	4,027	25%	17,869	12%	210	34.3%
6	華潤置地	1109 HK	90.4	37%	4,887	25%	18,487	9%	242	37.3%
7	中國海外	688 HK	123.5	36%	6,708	9%	18,408	25%	299	41.3%
8	中國奧園	3883 HK	38.3	35%	3,782	42%	10,132	-5%	114	33.6%
9	旭輝	884 HK	66.1	30%	3,934	20%	16,800	9%	190	34.8%
10	時代	1233 HK	25.1	23%	1,670	38%	15,054	-11%	75	33.5%
11	保利	600048 CH	189.0	22%	12,268	20%	15,402	2%	na	na
12	龍光	3380 HK	34.4	20%	2,542	79%	13,548	-33%	85	40.5%
13	雅居樂	3383 HK	45.5	19%	3,096	8%	14,687	10%	113	40.2%
14	禹洲	1628 HK	21.4	16%	1,412	3%	15,153	13%	67	31.9%
15	融創	1918 HK	163.4	12%	11,245	26%	14,528	-11%	550	29.7%
16	萬科	2202 HK	267.6	12%	16,608	5%	16,113	7%	na	na
17	合景泰富	1813 HK	28.5	11%	1,617	9%	17,617	2%	85	33.5%
18	龍湖地產	960 HK	84.2	11%	5,252	9%	16,030	1%	220	38.3%
19	綠城	3900 HK	37.0	5%	1,410	-8%	26,241	15%	139	26.5%
20	富力	2777 HK	44.2	2%	3,794	10%	11,658	-8%	160	27.6%
21	金茂	817 HK	54.5	-4%	2,572	64%	21,171	-41%	150	36.3%
22	恒大	3333 HK	231.5	-9%	21,549	-11%	10,745	3%	600	38.6%
23	碧桂園	2007 HK	292.2	-13%	30,995	-12%	9,426	-1%	na	na
	總共		2,028	11%	145,027	5%	13,985	5%	3,638	35.2%

* 港元

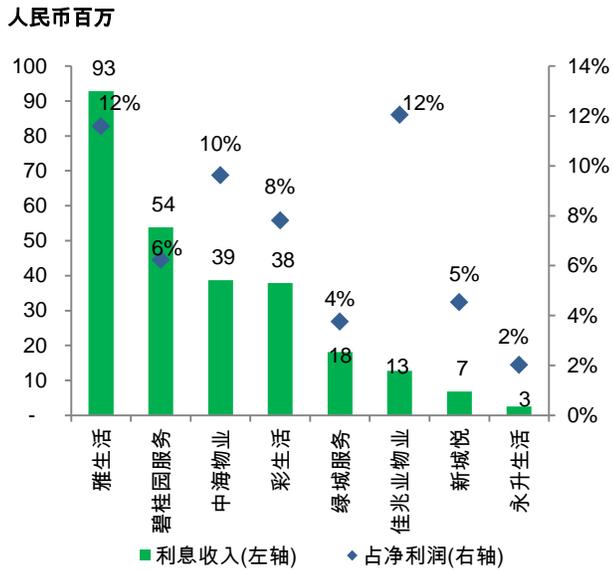
來源: 公司數據, 港交所, 農銀國際證券

圖表 2: 2018 年 4 季度起來港上市的內地物業管理公司

上市日期	公司	集資金額	招股價	上市後
		百萬港幣	HK\$	股價表現
6/11/2018	新城悅 (1755 HK)	638	2.90	178%
6/12/2018	佳兆業物業(2168 HK)	328	9.38	23%
17/12/2018	永升生活(1995 HK)	741	1.78	96%
15/3/2019	濱江服務 (3316 HK)	532	6.96	3%
18/3/2019	奧園健康生活(3662 HK)	737	3.66	24%

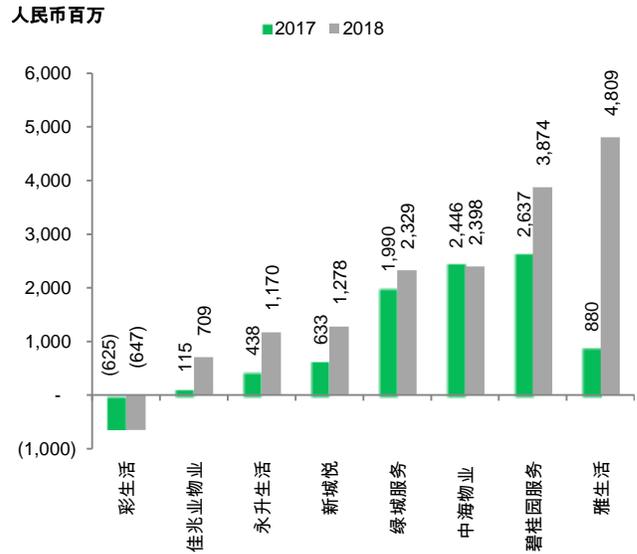
來源: 香港交易所、農銀國際證券

圖表 3: 利息收入佔淨利潤比例 (2018)



來源: 公司數據、農銀國際證券

圖表 4: 淨現金/(淨負債)水平



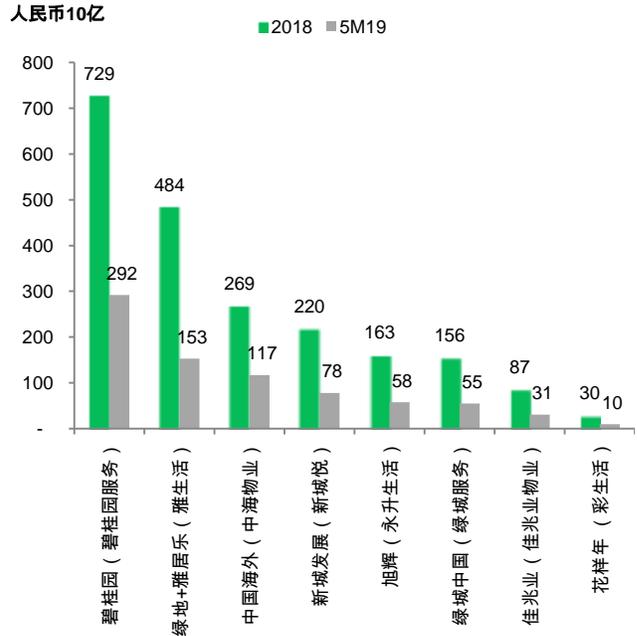
* 中海物業數字為港幣
來源: 公司數據、農銀國際證券

圖表 5: 物業管理公司在管面積



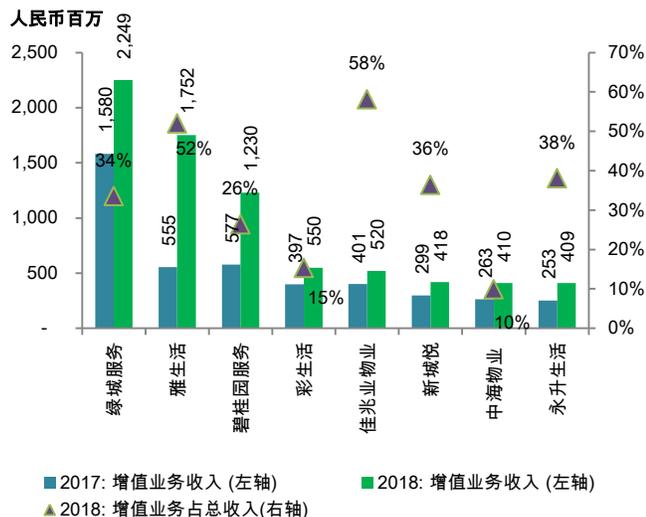
來源: 公司數據、農銀國際證券

圖表 6: 物業管理公司的母公司/主要股東的預售



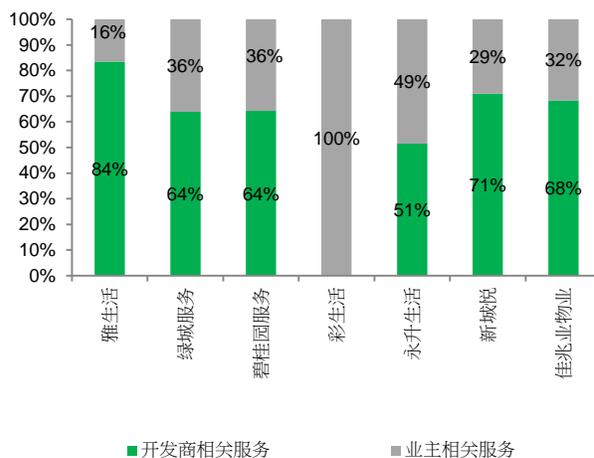
來源: 公司數據、農銀國際證券

圖表 7: 物業管理公司的增值服務收入



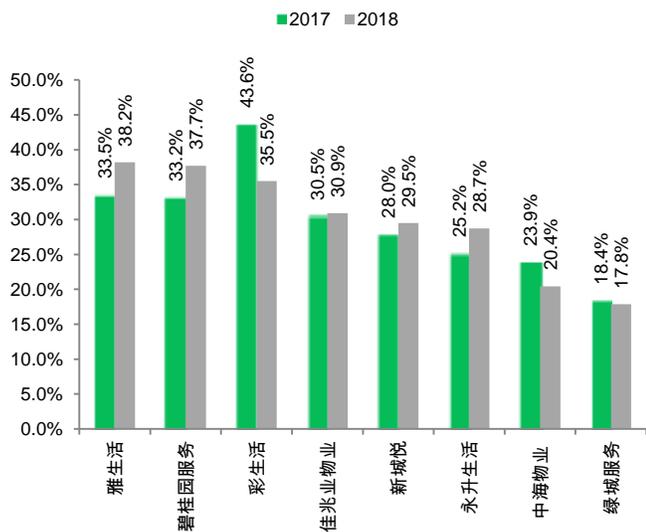
來源: 公司數據、農銀國際證券

圖表 8: 物業管理公司的增值服務收入分成 (2018)



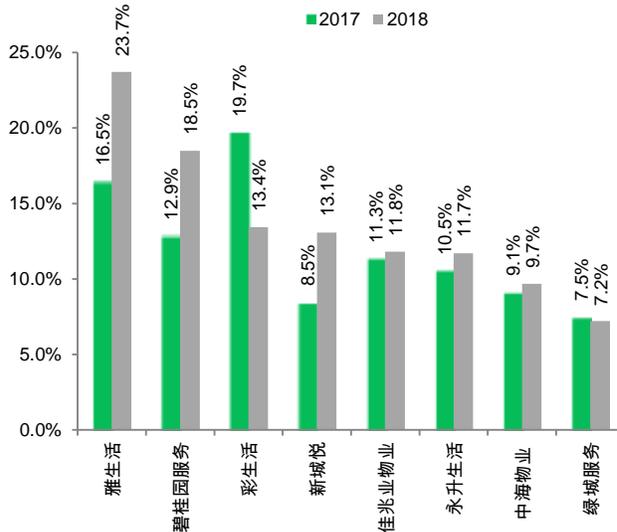
來源: 公司數據、農銀國際證券

圖表 9: 物業管理公司的毛利率



來源: 公司數據、農銀國際證券

圖表 10: 物業管理公司的淨利潤率



來源: 公司數據、農銀國際證券

圖表 11: 行業首選 (截至 2019 年 6 月 21 日)

公司名稱	代碼	評級	目標價 (港元)	上升空間 (%)	FY18E 市盈率(x)	FY19E 市盈率(x)	FY18E 市賬率(x)	FY19E 市賬率(x)	FY18E 股息率 (%)	FY19E 股息率 (%)
雅生活	3319	買入	18.6	44.4	14.5	11.1	2.6	2.2	2.6	3.4
中國奧園	3883	買入	14.1	36.1	6.3	3.9	1.7	1.4	6.5	10.3

來源: 彭博、農銀國際證券預測

中性 中國替代能源業 – 風電將進入電價無補貼時代 吳景荃

主要數據	行業表現 (相對於恒生國企指數)			1年行業表現 (%)
		絕對值 (%)	相對值 (%)	
2019E 市盈率均值 (x)	7.10	1 個月	4.8	1.8
2019E 市淨率均值 (x)	0.77	3 個月	(7.8)	(2.6)
2019E 股息率均值 (%)	3.05	6 個月	2.3	(5.8)
來源：彭博，農銀國際證券預測	來源：彭博，農銀國際證券			

<ul style="list-style-type: none"> 風電將進入電價無補貼時代。運營成本低，淨負債率低，融資成本低，利用小時數較高以及風機位於經濟較好地段的運營商將成為贏家 由於目前核電對全國總體發電量的貢獻較低，核電運營商將在未來幾年繼續保持強勁的發電量增長 由於能源結構從火力發電轉向更環保的替代能源，中國的風電和核電發電量可能在 2018 - 2020 年以 12%/15% 的年均複合增長率增長 中廣核電力(1816 HK)是我們核電行業的首選，基於其在中國的領先地位和主要資產位於經濟活躍的廣東省地區。龍源電力(916 HK)是我們風電行業的首選，因為其優質資產將有利於提高利用小時數和帶來更強勁的現金流。 	
--	--

來源：彭博，農銀國際證券

風電：電價進入無補貼時代。國家能源局(NEA)於 2019 年 1 月 10 日宣佈，將鼓勵建設風電和太陽能無補貼項目。能源局提出了幾項關鍵的支持政策，其中包括 1)減少不合理的費用；2)發行綠色證書；3)電網公司協助減少棄風限電；4)鼓勵在金融市場融資。我們認為這些無補貼項目的試行是最終取消替代能源電價補貼的前奏。

2019 年 5 月 21 日，國家發展和改革委員會(NDRC)宣佈，政府將不再補貼 2018 年底前批准但未能在 2020 年底前完成的陸上風電項目；2019 年 1 月 1 日至 2020 年底之間批准的陸上風電設施如未能在 2021 年底前完成，也不會得到補貼。從 2021 年 1 月 1 日開始，新批准的陸上風電項目將不予補貼。我們認為，無補貼政策的宣佈將促使風電運營商提升競爭力。

風電：海上風電裝機將是一個新趨勢。中國的主要風電資源位於內陸地區(如內蒙古，西北地區)，而風電的主要需求來自沿海地區(如上海，廣東等)。電網從偏遠地區傳輸大量風能到發達地區的能力有限，導致早期的棄風限電情況。然而，建設海上風電裝機可以幫助解決這個問題，因為 1)海上風電與電力需求區域位置靠近將減少遠距離轉送的需要；2)海上風速較陸地高，有利於提高利用小時；3)更大的海上風機尺寸將使單位成本更低。我們相信未來風電運營商將擴大其海上風電裝機容量。

中國風電發電量在 2018-2020 年期間將以 12% 的年均複合增長率增長。中國的風電發電量在過去 10 年保持強勁增長，2018 年達到 3660 億千瓦時 - 比 2008 年的 130 億千瓦時增長 27 倍，2008 - 2018 年年均複合增長率達到 40%。我們認為運營商將在無補貼政策實施之前建造更多的風機(在 2020 年底之前安裝的風電項目日後仍然可以享受補貼；在此之後建好的項目，將不會得到電價補貼)，因此風電發電量將維持升勢。我們認為 2018 - 2020 年全國風電發電量將以 12% 的年均複合增長率增長。

核電：無補貼政策對核電工業的影響有限。我們認為，由於其發電的清潔性，核電將成為未來中國的主要替代能源。核電的平均生產成本約為人民幣 0.31 元/千瓦時(不含增值稅)，接近火力發電的生產成本(人民幣 0.30 元/千瓦時，不含增值稅)。由於核電行業原本不存在上網電價補貼，因此無補貼項目對運營商的直接影響有限。

核電：在整體能源結構中的佔比較低表明有充足的增長空間。我們認為中國將繼續調整能源結構，由傳統火力發電轉向替代能源(如風能，太陽能和核能)。核電在 2018 年僅佔中國總發電量的 4%，遠低於發達國家的約 30%。我們認為，從長遠來看，政府將建造更多的核電站以提升核電佔比。

中國核電：2018 - 2020 年發電量的年均複合增長率將達到 15%。中國的全國核電發電量從 2008 年的 690 億千瓦時躍升至 2018 年的 2940 億千瓦時，增長了 300%，10 年間年均複合增長率達到 16%。今年首 5 個月，核電發電量同比增長 24.3%，顯示持續上升的趨勢。我們認為中國核電裝機容量將有強勁增長，加上高利用小時數，將使發電量在 2020 年底前提升至 3910 億千瓦時，這表明 2018 - 2020 年的年均複合增長率將達到 15%。

長線展望

我們認為，隨著中國旨在減少空氣污染和減少對燃煤電力的依賴，核電和風電行業將在未來兩年內實現強勁增長。

風電：我們認為，當中國取消電價補貼後，風電行業的競爭將加劇。風電運營商具有以下特點將會成為贏家：1)較低的單位運營成本 2)較低的淨負債比率和財務成本 3)更高的利用小時數 4)運營所在地區經濟發達

核電：由於其高穩定性和低生產成本，核電很可能成為核心替代能源，特別是因為它只佔中國總發電量的 4%，比例較低。

短線展望

風電運營商：我們認為高應收賬款將是主要風險。鑒於地方政府的高負債率，對風電運營商的補貼到款期可能會延遲，這可能會影響現金流。

核電運營商：公眾對安全問題的關注將是主要風險。任何核事故和輻射事故都將導致公眾恐慌並影響核電的發展速度。

股份推薦

■ 風電運營商：

龍源電力(916 HK)是我們的首選。我們認為風電行業將在未來幾年繼續保持強勁增長，因為風電發電量目前佔中國整體發電量的比重仍然很低。隨著 2020 年底開始實施的無補貼政策，我們建議投資者應選擇運營商其在經濟發達地區擁有資產，利用小時數較高以及有較強的現金流。中國龍源電力(916 HK)是我們的行業首選。

■ 核電運營商：

中廣核電力(1816 HK)是我們的首選。我們相信它將成為該行業蓬勃發展的主要受益者。中廣核是香港交易所上市的唯一核電運營商，也是中國最大的核電運營商，控制著國家現有運營核電裝機容量的約 60%。中廣核約 65%的現有運營裝機容量位於廣東省，這是中國經濟最具活力的地區之一。設施位於經濟發達地區也保證了更高的利用小時數和強勁的現金流。

風險因素

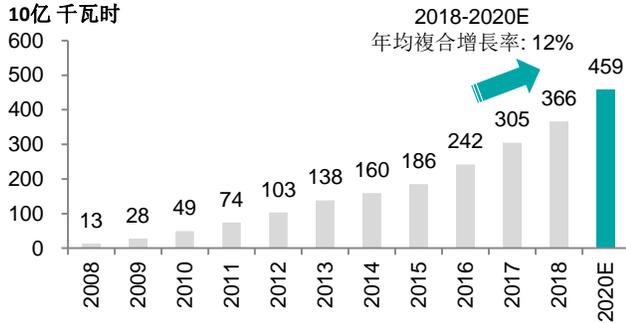
■ 風電運營商：

1)棄風限電風險；2)風資源風險；3)電價風險；4)建築風險；5)集資風險；6)政府去杠杆化的政策可能會限制風電行業增長

■ 核電運營商：

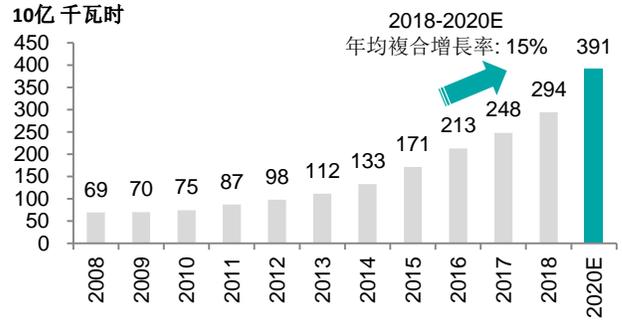
1)操作安全風險；2)建築風險；3)燃料成本風險；4)電價風險；5)貨幣和利率風險；6)因並購活動而產生的集資活動

圖表 1: 中國風電發電量展望



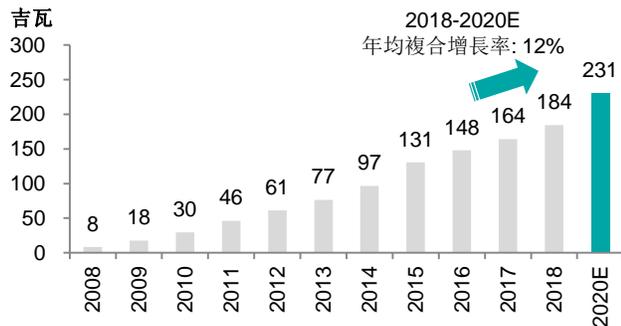
來源：能源局、中電聯、農銀國際證券預測

圖表 2: 中國核電發電量展望



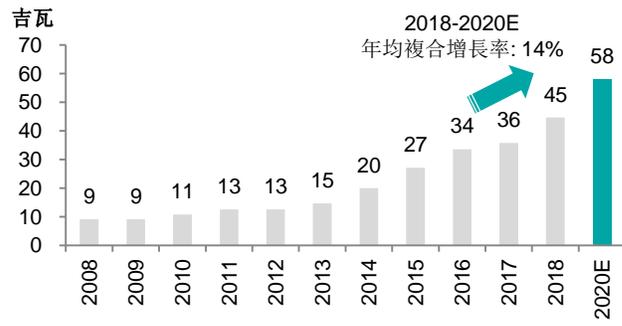
來源：能源局、中電聯、農銀國際證券預測

圖表 3: 中國風電裝機容量展望



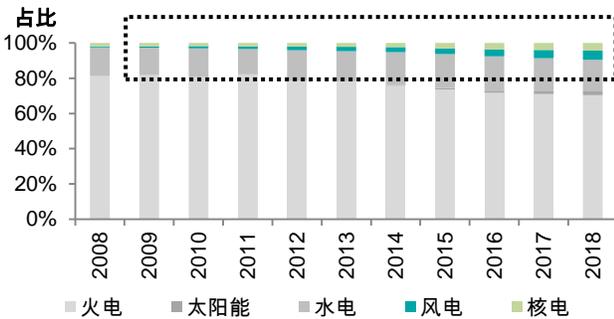
來源：能源局、中電聯、農銀國際證券預測

圖表 4: 中國核電裝機容量展望：未來幾年將會快速增長



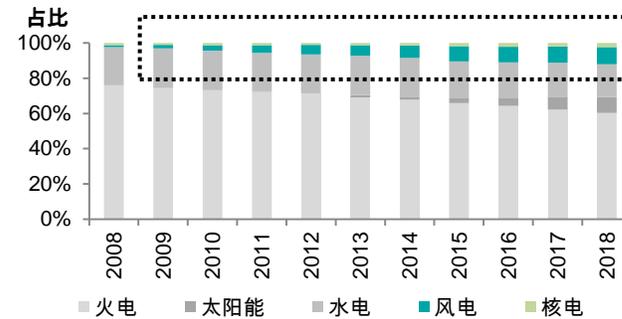
來源：能源局、中電聯、農銀國際證券預測

圖表 5: 風電和核電在中國能源結構的佔比將會擴大(按發電量計算)



來源：能源局、中電聯、農銀國際證券

圖表 6: 風電和核電在中國能源結構的佔比將會擴大(按裝機容量計算)



來源：能源局、中電聯、農銀國際證券

圖表 7: 行業估值及首選股評估(截至 2019 年 6 月 21 日的數據)

公司	代號	評級	目標價 (港元)	上升空間 (%)	FY19E 市盈率(x)	FY20E 市盈率(x)	FY19E 市淨率(x)	FY20E 市淨率(x)	FY19E 股息率 (%)	FY20E 股息率 (%)
龍源電力	916	買入	7.50	49.4	6.8	6.2	0.7	0.6	2.9	3.3
中廣核電力	1816	買入	2.50	12.1	9.2	7.9	1.1	1.0	3.6	4.2

來源：彭博、農銀國際證券預測

正面 中國環保業 – 焚燒運營商業務將進一步擴大 吳景荃

主要數據	行業表現 (相對於恒生國 企指數)			1年行業表現 (%)
		絕對值 (%)	相對值 (%)	
2019E 市盈率均值 (x)	8.49	1 個月	3.6	
2019E 市淨率均值 (x)	1.33	3 個月	(3.9)	
2019E 股息率均值 (%)	3.53	6 個月	4.6 (3.6)	
來源：彭博、農銀國際證券預測	來源：彭博、農銀國際證券			來源：彭博、農銀國際證券

- ▶ 中國人均產生的固體廢物將維持上升趨勢因為線上線下(O2O)活動的增加
- ▶ 城市地區的低滲透率將支持垃圾焚燒行業的增長。在城市地區焚燒的垃圾在 2017 - 2020 年的年均複合增長率將達到 19%
- ▶ 由於目前的滲透率已達到 94%，全國污水處理量將在 2017 - 2020 年錄得 5%的溫和年均複合增長率
- ▶ 中國光大國際(257 HK)因其在不斷發展的行業中的領先地位而成為我們在中國環保領域的首選

垃圾焚燒：人均產生的固體廢物將維持上升趨勢因為 O2O 活動的增加；預計 2017-2020 年的年均複合增長率為 0.5%。 中國人均固體廢物產量從 2003 年的 1.44 千克/天下降到 2013 年的 1.11 千克/天，相當於期內年均複合增長率下降 2.6%。然而，情況從那時起開始改變，到 2017 年底這一數字反彈至 1.20 千克/天。我們認為這種增長是由線上線下(O2O)活動的增加所推動的。根據艾瑞諮詢的數據，中國的 O2O 銷售額從 2013 年的 1.9 萬億元人民幣增長到 2017 年的 6.3 萬億元人民幣(2013-17 年均複合增長率達 35%)。我們相信生活方式的改變增加了固體廢物的產量，特別是 O2O 購物通常涉及使用大量的包裝材料。由於 O2O 活動的增加，我們預計 2017-2020 年人均固體廢物產量將以 0.5%的年均複合增長率增長。

垃圾焚燒：全國垃圾焚燒滲透率仍然低至 34%。 根據住房和城鄉建設部(MOHURD)的數據，中國城市地區的垃圾焚燒處理率較低，特別是在內陸省份。2017 年，只有江蘇省有 70%的住宅固體廢物經過焚燒處理；6 個省(浙江，安徽，福建，山東，雲南和海南)的垃圾焚燒率達到 50%-70%，而 14 個省的垃圾焚燒率低於 30%。沿海省份的平均滲透率高於內陸省份(49%對 28%)，表明後者的發展潛力較大。中國政府的目標是到 2020 年底將全國垃圾焚燒率提高到 50%，因此我們認為未來幾年焚燒設施將繼續擴大。此外，焚燒運營商將開始進入內陸省份作進一步發展。

垃圾焚燒：2017-2020 年展望：城市地區垃圾焚燒量將以 19%的年均複合增長率增長。 2007-2017 年，城市地區焚燒處理的固體廢物總量從 2007 年的 1400 萬噸增加到 2017 年底的 9300 萬噸，年均複合增長率為 21%。我們認為，日益上升的城鎮化率，人均固體廢物產量的增加，以及政府提高城市地區垃圾焚燒率的目標，將在未來幾年推動這種廢物處理的應用。國家發展和改革委員會(NDRC)估計到 2020 年底城鎮化率將達到 60%，相當於城市地區新增了 5700 萬人口，而人均固體廢物產量在 2017-2020 年的年均複合增長率將有 0.5%的增長，因為 O2O 活動強勁。我們預計城市地區通過焚燒處理的廢物將從 2017 年的 9300 萬噸躍升至 2020 年的 1.59 億噸，這表明該期間的增幅為 70%或年均複合增長率達到 19%。

污水處理：到 2020 年底，中國的城市污水處理率預計將達到 95%。 據住房和城鄉建設部統計，截至 2017 年底，城市污水處理率達到 94%，接近 2020 年底中國設定的 95%的目標。我們認為，根據目前的進展，該目標是可以達到的。

污水處理：城市人均產生的污水在 2017-2020 年將以年均複合增長率 0.7%的速度增長。 我們認為生活水平的提高會增加人均產生的污水量。中國城市地區人均污水產量從 2007 年的 85 立方米/人/年增加到 2017 年的 91 立方米/人/年，增幅達 7%或同期年均複合增長率為 0.7%。由於人們對衛生標準的提高，我們預計 2017 - 2020 年人均產生的污水量的年均複合增長率將達到 0.7%，這將使污水治理運營商受益。

污水處理：2017-2020 年城市污水處理量的年均複合增長率將為溫和的 5%。 我們認為，城鎮化水平的提高(2017 -

2020 年城市人口年均複合增長率為 4%)和生活水平的提高將支持城市地區對污水處理的需求。我們預計 2017 - 2020 年中國城鎮的污水處理量將以 5%的年均複合增長率擴展。

污水處理：公私合營模式(PPP)：逐漸冷卻。公私合營模式(PPP)於 2016 年由中國政府引入，以吸引私人資本進入城市公用事業部門。然而，低質量項目和詐騙案例增加，使政府放緩了新的 PPP 項目的審批。在有效的監管政策和法規到位之前，PPP 短期內不會促進污水處理行業的發展。

污水處理：水環境業務將是未來增長區域，但現金回籠將是一個關注點。我們相信隨著大眾的環保意識的增強，水環境服務(包括河流，湖泊和地下水保護和修復)將成為未來增長領域；城市污水處理的滲透率現在高達 94%，其增長將轉為穩定。與城市污水處理服務不同，水環境服務的費用完全由政府承擔，有鑒於一些地方政府的財政狀況緊張，我們認為運營商的現金收取將是一個主要的關注點。

長線展望

垃圾焚燒：我們認為中國的城鎮化將持續，這個大趨勢將支持固體廢物處理的需求。城市地區焚燒滲透率低(2017 年：34%)意味著增長空間十分充足。

污水處理：我們認為污水處理運營商將進入水環境業務領域或進一步把生活污水處理業務擴展到農村地區，因為 2017 年城市地區污水處理的滲透率高達 94%。我們預計參與者將爭奪位於黃金地區的運營權，因為該地區有更穩定的現金流和更低的違約風險。

短線展望

垃圾焚燒運營商將受益於不斷增長的城鎮化率和人均固體廢物產量的增加。城市地區的固體廢物焚燒量將在 2019-20 年期間繼續增長。對於污水處理運營商而言，更多的重點將放在 BOT(建設 - 運營 - 轉移)項目而 EPC(工程，採購和施工)項目上。通過 PPP 項目籌集資金在短期而言幫助有限。

股份推薦

中國光大國際(CEI, 257 HK)是我們在環保領域的首選。我們預計，中國城市地區通過焚燒處理的固體廢物量將在 2017 - 2020 年以 19%的年均複合增長率增長。CEI 作為中國垃圾焚燒行業的市場領導者，控制著 2017 年全國的 12%產能，將受益於行業強勁的增長。

風險因素

■ 垃圾焚燒運營商:

1)產能增長低於預期；2)違約風險；3)政策風險；4)維護成本的上升；5)公眾對焚化爐建設的阻力

■ 污水處理運營商:

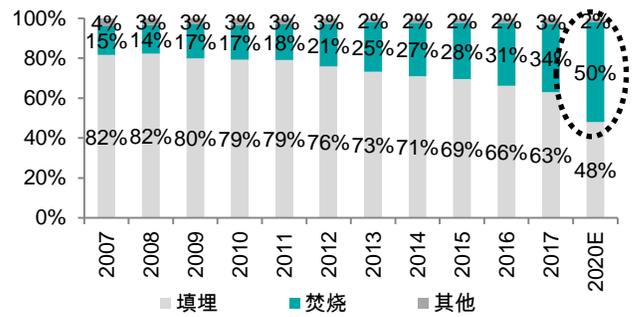
1)產能增長低於預期；2)違約風險；3)政策風險；4)高淨負債率；5)負現金流量

圖表 1: O2O 活動的增長將增加人均固體廢物產量



來源：住房和城鄉建設部、農銀國際證券預測

圖表 2: 中國將在 2020 年增加焚燒垃圾的比例



來源：發改委預測、農銀國際證券

圖表 3: 城市地區的垃圾焚燒量將在 2017 - 2020 年實現強勁增長



來源：住房和城鄉建設部、發改委、農銀國際證券預測

圖表 4: 全國污水處理量將在 2017 - 2020 年以 5% 的年均複合增長率增長



來源：住房和城鄉建設部、發改委、農銀國際證券預測

圖表 7：行業估值及首選股評估(截至 2019 年 6 月 21 日的數據)

公司	代號	評級	目標價 (港幣)	上升空 間 (%)	FY19E 市盈率(x)	FY20E 市盈率(x)	FY19E 市淨率 (x)	FY20E 市淨率(x)	FY19E 股息率 (%)	FY20E 股息率 (%)
光大國際	257	買入	8.90	20.6	8.6	7.5	1.2	1.1	3.5	4.0

來源：彭博、農銀國際證券預測

正面 中國互聯網行業 – 擇優而投 周秀成

主要數據	行業表現(相對於 MSCI 中國指數)	絕對值 (%)	相對值 (%)
2019E 市盈率均值(x)	27.6	1 個月	11.9
2019E 市淨率均值(x)	28.7	3 個月	(1.6)
2019E 股息率均值(%)	4.1	6 個月	25.0
來源: 彭博、農銀國際證券預測	來源: 彭博、農銀國際證券		

- 我們認為在短視頻的興起減少了用戶花在其他形式在線娛樂包
括在線遊戲的時間佔比
- 儘管宏觀環境轉弱，近幾個月在線銷售增長依然強勁。
- 我們繼續視阿里巴巴(BABA US)為行業首選



競爭用戶時間。根據極光(JG US)數據，每個移動用戶在 1Q19 平均安裝 52 個移動應用，比 3Q17 的 34 個大幅上升。另一方面，最近幾個季度，每位移動用戶在移動應用上花費的平均時間基本保持穩定在 4.2 小時。我們認為這意味著移動應用競爭用戶時間已經加劇。此外，用戶在移動應用上的時間可能變得更加分散，令到互聯網平台更難維持用戶粘性。

短視頻的興起影響了其他形式在線娛樂。根據 QuestMobile 數據，移動用戶花在短視頻上的時間佔比從 2017 年 6 月的 2.0% 增加到 2018 年 12 月的 8.3%。在我們看來，這會無可避免地減少用戶花在其他在線娛樂上的時間，例如即時消息，長視頻和在線遊戲等。

在線遊戲面臨各種不利因素。根據 QuestMobile 數據，移動用戶花在在在線遊戲的時間佔比從 2018 年 3 月的 10.1% 下降到 2019 年 3 月的 8.2%。此外，儘管近月政府已經恢復批准新的網絡遊戲，但批准的新手機遊戲數量在 1Q19 大幅下降 62% 至 728。我們認為目前仍然嚴格的監管環境將不可避免地擾亂遊戲開發商的新遊戲計劃，從而進一步降低在線遊戲作為一種在線娛樂形式的整體吸引力。因此，這可以進一步促使用戶花更多時間在其他新興形式的在線娛樂上，例如短視頻。

在線廣告 - 競爭加劇。騰訊的在線廣告收入同比增長從 4Q18 的 38% 放緩至 1Q19 的 25%。我們認為，這反映在線廣告業務正面臨來自抖音的競爭加劇，因為抖音在最近幾個季度大力發展其在線廣告業務。事實上，根據 Questmobile 數據，抖音的母公司字節跳動在 2018 年已經獲得了 11% 的在線廣告市場份額，接近騰訊的 13%。

網上購物 - 依然強勁。雖然宏觀環境較弱，但中國實物商品的網上銷售在 4M19 仍同比增長 22.2%，佔同期零售總額的 18.6%。如按月計算，實物商品在線銷售在 2019 年 4 月錄得 25% 的同比增長

短線展望

鑒於批准發行的新遊戲數量下降，我們預計短期內在線遊戲將面臨監管風險。另一方面，在線購物增長應保持穩健。

長線展望

在線遊戲繼續受來自其他在線娛樂如包括短視頻平台的挑戰。

股票推薦

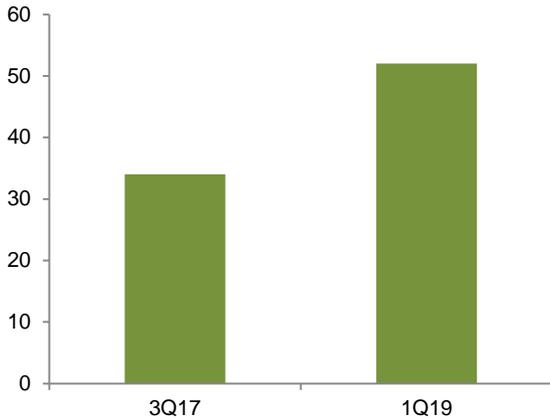
我們繼續視阿里巴巴(BABA US)為行業首選。總的來說，我們認為在線購物所受的挑戰較在線遊戲少。此外，阿里巴巴在最近幾個季度的收入增長一直高於京東(JD US)，這意味著其市場份額持續增長。

對於騰訊(700 HK)，我們仍然認為該股在短期內缺乏積極的催化劑，因為該公司在其主要業務，包括在線遊戲，在線廣告和金融科技，都經歷了的放緩。

風險因素

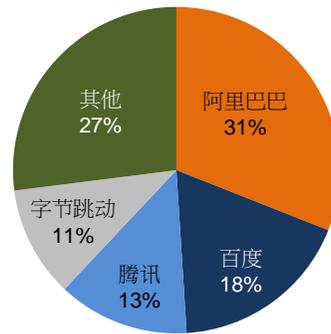
1)互聯金融/手機遊戲/網上支付的監管加強; 2)面書(FB US)和穀歌(GOOG/GOOG US);等主要外國競爭對手進入中國市場; 3)電子商務和互聯金融業務放緩; 4)手機遊戲的生命週期。

圖表 1: 移動用戶平均安裝移動應用數量



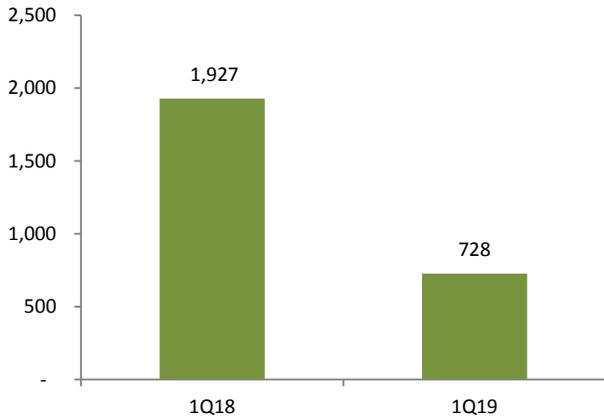
來源：極光、農銀國際證券

圖表 2: 在線廣告市場份額 2018



來源：Quesetmobile、農銀國際證券

圖表 3: 批准的新在線遊戲數量



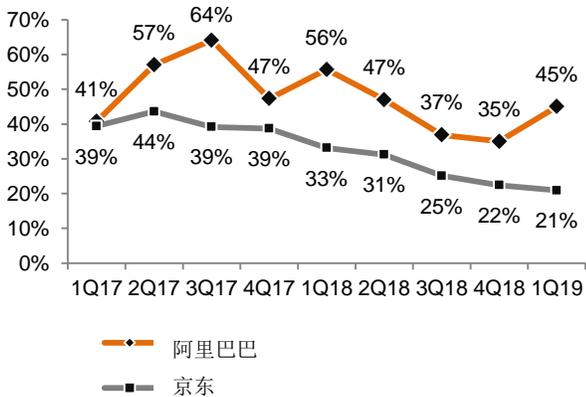
來源：Quesetmobile、農銀國際證券

圖表 4: 主要在線平台用戶時間佔比



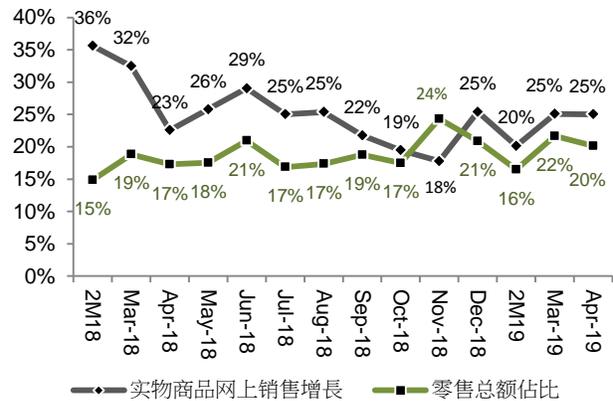
來源：Quesetmobile、農銀國際證券

圖表 5: 中國零售收入同比增長 - 阿里巴巴 vs. 京東



來源：公司、農銀國際證券

圖表 6: 實物商品在線銷售



來源：統計局、農銀國際證券

圖表 7: 行業首選 (截至 2019 年 6 月 21 日)

公司名稱	代碼	評級	目標價 (港元)	上升空間 (%)	FY18E 市盈率(x)	FY19E 市盈率(x)	FY18E 市賬率(x)	FY19E 市賬率(x)	FY18E 股息率 (%)	FY19E 股息率 (%)
阿里巴巴	BABA US	買入	183	10.2%	17.4	18.5	30.0	25.3	NA	NA

來源：彭博、農銀國際預測

正面 中國電信業 - 4G 用戶普及率正在提升 黎柏堅

主要數據	行業表現(相對於恒指)	絕對值 (%)	相對值 (%)
2019E 市盈率均值(x)	1 個月	(9.2)	(3.7)
2019E 市淨率均值(x)	3 個月	(6.7)	2.9
2019E 股息率均值(%)	6 個月	(12.7)	(14.8)
來源:彭博、農銀國際證券預測	來源:彭博、農銀國際證券		

> 2019 年 6 月工信部向中國移動(941 HK)、中國聯通(762 HK)、中國電信(728 HK)和中國廣播網絡有限公司授予 5G 運營許可。
 > 我們預計電信運營商將在 2020 年增加 5G 網絡發展的資本支出。
 > 提速降費政策將影響電信運營商的 ARPU，但也將刺激數據使用和移動用戶增長。
 > 我們的行業首選是中國移動。中國移動有較高的股息收益率，及良好的資產負債表狀況，並在中國的移動業務中佔據主導地位。



我們預測中國 4G 用戶普及率在 2019 年達 79.0%，2020 年達 85.0%。 工信部計劃 2019 年將電信運營商的移動服務資費降低 20% 及中小企業的寬帶資費降低 15%，以提高互聯網普及率並改善網絡，我們預測電信運營商的移動 ARPU 會受到數據服務費降低的影響。移動數據資費的下行壓力將刺激用戶的數據使用。2019 年 4 月用戶的平均移動數據達到 7.32GB，同比增長 110.2%。2019 年 4 月中國移動用戶達到 15.9 億，同比增長 7.3%。受電信運營商推出無限數據的刺激，2019 年 4 月中國移動互聯網用戶總數超過 13.4 億，佔移動用戶總數的 84.3%。據工信部統計，截至 2019 年 4 月 4G 用戶達到 12.1 億，佔中國移動用戶總數的 76.1%。由於低端用戶(從 2G / 3G 平台升級到 4G)，雙 SIM 卡智能手機以及較低的移動服務資費，我們預計 4G 滲透率將進一步提升並在 2020 年達到 85.0%。截至 2019 年 4 月，中國移動、中國聯通、中國電信的 4G 市場份額分別為 59.4%/19.2%/ 21.4%。

5G 網絡在 2019 年下半年推出。 2019 年 6 月工信部向中國移動、中國聯通、中國電信和中國廣播網絡有限公司授予 5G 運營許可。電信運營商正在建設一個小規模的 5G 電信網絡，用於測試和準備在 2019 年下半年推出。中國有幾個城市(如上海、蘇州、廣州)推出 5G 試點網絡。我們預計 5G 網絡的推出將提升電信塔和設備的需求。由於對網絡覆蓋的需求增加以及鐵塔共享折扣的推出，中國鐵塔的租賃率在 2019 年 3 月達到 1.56。在 5G 的推出下，我們預測 2020 年中國鐵塔的租賃率將達到 1.70。

2020 年有線寬帶用戶普及率將達到 92%。 我們預計 2019 年中國有線寬帶市場將保持穩定增長，而網絡速度和 IPTV 利用率將更高。據工信部統計，2019 年 4 月有線寬帶用戶達到 4.26 億，光纖到戶用戶達到 3.87 億，佔有線用戶總數的 90.8%。由於 IPTV、網絡遊戲和高質量視頻的需求，我們預測 2020 年中國的光纖到戶普及率將達到 92%。

全球智能手機出貨量連續 6 個季度下滑。 根據 IDC 的數據，2019 年第 1 季度全球智能手機出貨量為 3.10 億，同比下降 6.6%，這是連續第六個季度下滑。智能手機的出貨量受到更長的手機更換週期，新手機的創新功能減少和手機普及率上升的影響。我們預計由於需求疲軟和經濟環境不穩定，全球智能手機出貨量增長在 2020 年將放緩。儘管最近智能手機的出貨量呈下降趨勢，但考慮到客戶人均收入上升、消費升級和對更高端手機的偏好，預計智能手機的平均售價將會上升。

長線展望

電信運營商將在 2020 年增加資本支出以發展 5G 網絡，需要用更多基站和更廣泛的光纖網絡覆蓋。5G 電信網絡具有傳輸速度更快，低延遲的優點。雖然提速降費的推出影響了 ARPU，但電信運營商已經推出了各種增值服務如 IPTV 和視頻內容等，以改善用戶體驗並提高普及率。

短線展望

我們預計提速降費政策影響電信運營商的 ARPU，但將刺激數據使用並促進用戶增長。基於強勁的數據使用率(107.3%)和適度的移動用戶增長(6.8%)預測，我們預計 2019 年移動服務收入將出現適度增長。電信運營商正專注於一些新興業務，如雲計算、工業互聯網和智能手機應用，以提供更多增值服務。我們預計移動數據流量將隨著視頻傳輸需求的增加和智能手機瀏覽時間的延長而增長。

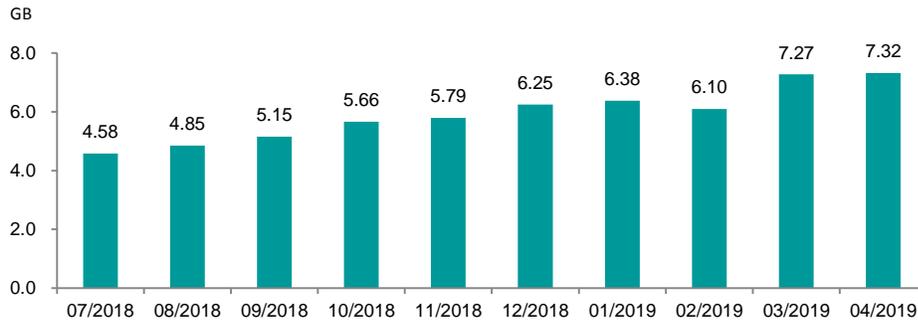
股票推薦

中國移動(941 HK)是我們的行業首選。中國移動在電信市場佔據主導地位，移動用戶市場份額最大。我們預計在數據服務資費下調的情況，中國移動將從更好的移動數據需求中受益。截至 2019 年 4 月中國移動移動業務的市場份額達 59.2%，因受益於其網絡優勢，有更廣的覆蓋面，客戶忠誠度更高。我們對公司的目標價為 90.0 港元，相當於 12.3 倍/13.3 倍 2019 年 / 2020 年市盈率。

風險因素

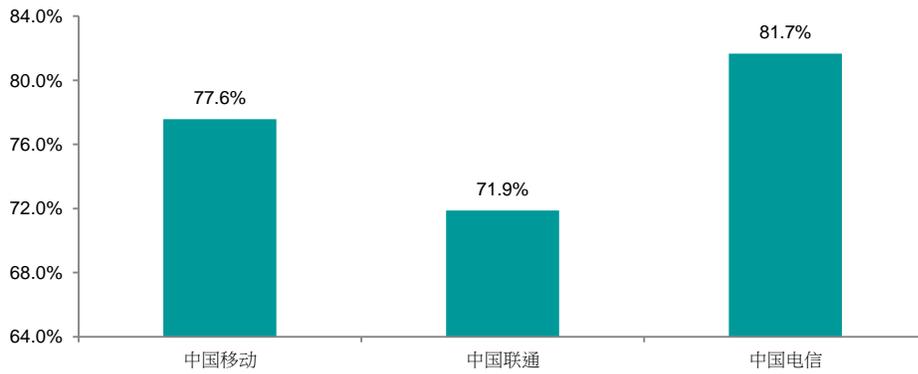
1)行業進一步推行提速降費; 2)用戶飽和; 3)市場競爭加劇可能導致價格戰; 4) 智能手機出貨量增長放緩。

圖表 1: 中國每月平均數據使用量



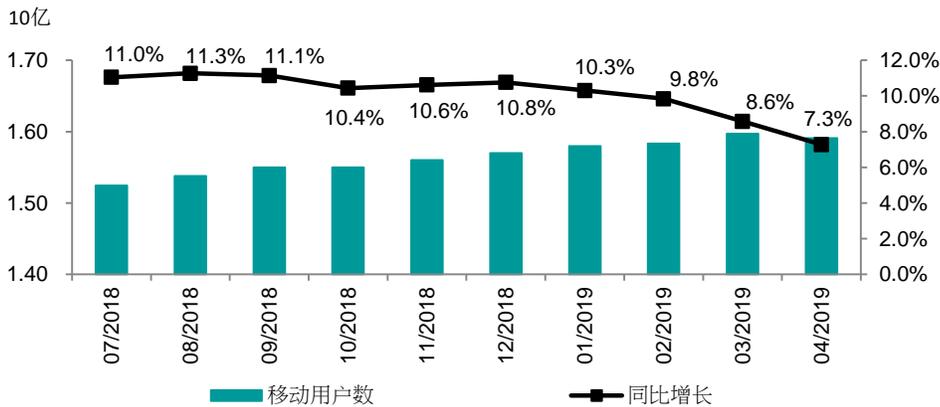
來源：工信部、農銀國際證券

圖表 2: 中國的 4G 用戶滲透率 (4/2019)



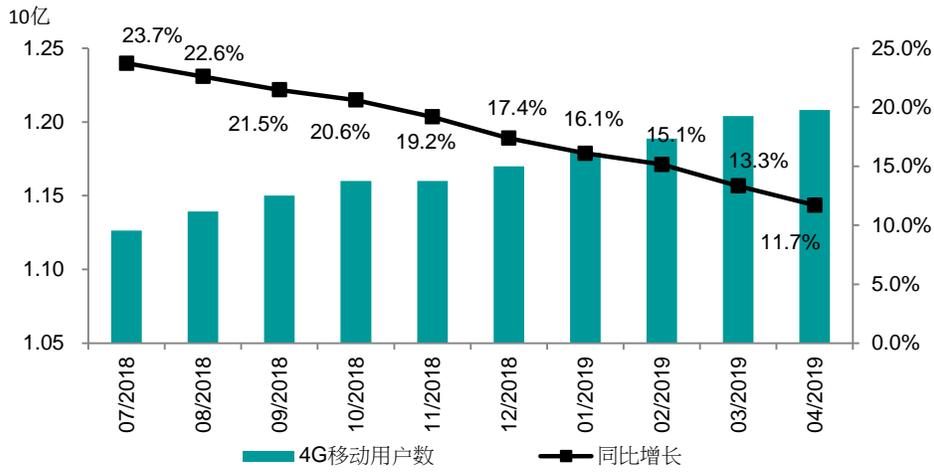
來源：工信部、農銀國際證券

圖表 3: 中國移動用戶總體和同比增長



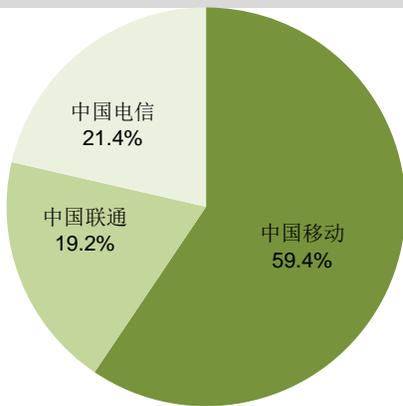
來源：工信部、農銀國際證券

圖表 4: 中國的 4G 用戶和同比增長



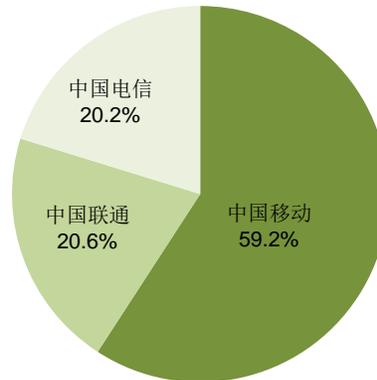
來源：工信部、農銀國際證券

圖表 5: 中國的 4G 用戶市場份額



來源：工信部、農銀國際證券

圖表 6: 中國的移動用戶滲透率



來源：工信部、農銀國際證券

圖表 7: 行業首選 (截至 2019 年 6 月 21 日)

公司名稱	代碼	評級	目標價 (港元)	上升空間 (%)	FY19E 市盈率(x)	FY20E 市盈率(x)	FY19E 市賬率(x)	FY20E 市賬率(x)	FY19E 股息率 (%)	FY20E 股息率 (%)
中國移動	941 HK	買入	90.00	26.8	10.7	10.3	1.1	1.1	4.8	4.8

來源：彭博、農銀國際預測

中性 中國教育業- 行業龍頭仍具有吸引力 潘泓興

主要數據		行業表現(相對於 恒生指數)	絕對值 (%)	相對值 (%)
2019E 市盈率均值(x)	15.12	1 個月	(0.91)	(3.86)
2019E 市淨率均值(x)	2.09	3 個月	0.20	2.26
2019E 股息率均值(%)	2.39	6 個月	16.63	6.07
來源: 彭博、農銀國際證券預測		來源: 彭博、農銀國際證券		

- 國家最近推出了多項關於推動職業教育行業發展的政策；教育行業仍面臨民促法送審稿所帶來的政策不確定性
- 教育行業上市企業的業績表現開始出現分化
- 教育行業仍具有一定能夠的吸引力，主要由於其增長較為穩定；高等教育板塊相比其他教育板塊更具有吸引力，主要由於其所面臨的政策不確定風險較小而且是最近公佈的推動職業教育行業發展政策的直接受益者
- 我們認為行業領頭羊仍具有吸引力，推薦中教控股(839 HK)和睿見教育(6068 HK)



政策聚焦教育行業。在過去幾個月內，國家在政策方面主要聚焦在職業教育行業。在今年 1 月國務院推出了“關於印發國家職業教育改革實施方案的通知”後，3 月公佈的政府工作報告再次強調大力發展職業教育行業，要求高職院校在今年擴招 100 萬人。以上的措施將會對民辦教育行業帶來更多的發展機會。然而，教育行業仍然面臨民促法送審稿所帶來的政策不確定性。

公司表現不一。在港上市的教育企業業績表現開始出現差異。積極開展並購活動的公司在擴張速度上超過同業。同時，各公司的回報率也開始出現分歧，顯示不同公司之間的盈利能力和盈利質量有所不同。

行業的領頭羊仍然具有吸引力。教育行業具有不受中美貿易糾紛影響的特性，因此在中美貿易糾紛仍未解決的情況下，該行業的吸引力也不斷上升。目前中教控股(839 HK)和睿見教育(6068 HK)是高等教育板塊和基礎教育的龍頭。它們分別擁有高等教育板塊和基礎教育板塊內最高的 2018/19 學年學生人數。

長線展望

我們認為，中國的教育行業未來增長前景可觀，國內龐大的人口基數和對高質量教育服務的需求將會支持行業發展。我們預期，行業內將會出現更多的規模企業。

短線展望

在短期內，教育行業將會面臨民促法送審稿所帶來的政策不確定性。然而，針對職業教育的相關政策將會為民辦教育企業帶來更多的發展機會。我們相信，目前高等教育板塊的吸引力高於其他教育行業板塊，主要由於高等教育所面臨的政策風險較其他板塊小，同時也是促進發展職業教育的政策的直接受益者。

股票推薦

我們認為，投資教育板塊需要考慮的因素包括：1)公司所面臨的政策風險；2)公司的業務規模；3)公司以往的業績表現。基於以上的因素，我們推薦中教控股(839 HK)以及睿見教育(6068 HK)。

風險因素

1)人口變化；2)政策風險；3)教育質量及學生退學風險；4)運營和聲譽風險；5)擴張瓶頸風險。

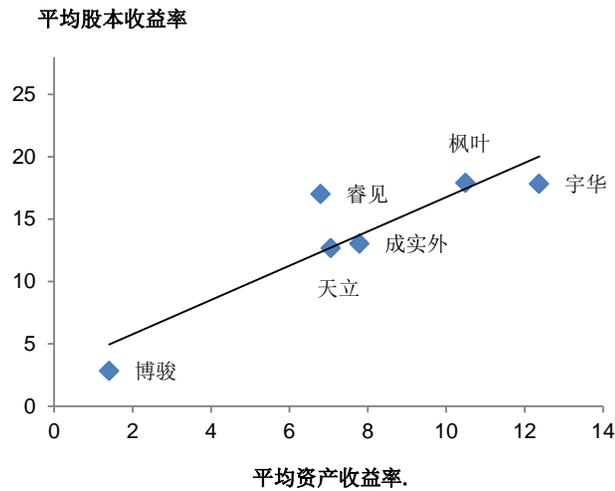
圖表 1:與教育市場有關的政策

政策	針對市場	目標及措施
國務院辦公廳關於印發完善促進消費體制機制實施方案(2018—2020年)的通知	教育行業	<ol style="list-style-type: none"> 1) 抓緊修訂民辦教育促進法實施條例 2) 開展產教融合建設試點工作，鼓勵有條件的地區探索職業學校股份制改革試點 3) 大力發展普惠性學前教育，鼓勵地方政府通過購買服務、減免租金、派駐公辦教師等方式引導和支持民辦幼兒園提供普惠性服務 4) 制定實施大力發展 3 歲以下嬰幼兒照護服務的政策措施 5) 實施好關於規範校外培訓機構發展的意見 6) 鼓勵有條件的地區引進境外優質高等教育、職業教育資源，舉辦高水平中外合作辦學機構和項目，探索建立本科以上層次中外合作辦學項目部省聯合審批機制
粵港澳大灣區發展規劃綱要	正規教育行業	<ol style="list-style-type: none"> 1) 鼓勵三地高校探索開展相互承認特定課程學分、實施更靈活的交換生安排、科研成果分享轉化等方面的合作交流 2) 引進世界知名大學和特色學院，推進世界一流大學和一流學科建設 3) 推進粵港澳職業教育在招生就業、培養培訓、師生交流、技能競賽等方面的合作，創新內地與港澳合作辦學方式，支持各類職業教育實訓基地交流合作，共建一批特色職業教育園區 4) 鼓勵粵港澳三地中小學校結為“姊妹學校”，在廣東建設港澳子弟學校或設立港澳兒童班並提供寄宿服務 5) 研究開放港澳中小學教師、幼兒教師到廣東考取教師資格並任教 6) 擴大學位供給，進一步完善跨區域就業人員隨遷子女就學政策，推動實現平等接受學前教育、義務教育和高中階段教育
中華人民共和國民辦教育促進法實施條例(修訂草案)(送審稿)	教育行業	<ol style="list-style-type: none"> 1) 為各級政府機構在制定當地民促法實施細則提供全國性指導 2) 實施集團化辦學的，不得通過兼併收購、加盟連鎖、協議控制等方式控制非營利性民辦學校
國務院辦公廳關於規範校外培訓機構發展的意見	K-12 課外輔導	<ol style="list-style-type: none"> 1) 依法依規對校外培訓機構進行審批登記、開展專項治理、強化日常監管，切實規範校外培訓秩序。校外培訓機構依法依規開展培訓業務和相關活動，自覺維護中小學生及家長合法權益。 2) 校外培訓機構必須有符合安全條件的固定場所，同一培訓時段內生均面積不低於 3 平方米 3) 從事語文、數學、英語及物理、化學、生物等學科知識培訓的教師應具有相應的教師資格 4) 收費時段與教學安排應協調一致，不得一次性收取時間跨度超過 3 個月的費用 5) 培訓內容不得超出相應的國家課程標準，培訓班次必須與招生對象所處年級相匹配，培訓進度不得超過所在縣(區)中小學同期進度
關於切實減輕中小學生課外負擔開展校外培訓機構專項治理行動的通知	K-12 課外輔導	<ol style="list-style-type: none"> 1) 通過開展排查摸底、全面整改、督促檢查，依法維護學生權益，堅決治理違背教育規律和青少年成長規律的行為，加快解決人民群眾反映強烈的中小學生過重課外負擔問題，確保中小學生健康成長全面發展 2) 全面部署和排查摸底，要於 2018 年 6 月底前完成 3) 集中整治，要於 2018 年底前完成 4) 專項督促和檢查，要於 2019 年 6 月底前完成
全力保障義務教育教師工資待遇 不斷提高教師職業吸引力	義務教育	<ol style="list-style-type: none"> 1) 強調《教師法》和《義務教育法》均就教師工資水平做出規定，要求教師平均工資水平應當不低於或高於當地公務員平均工資水平 2) 切實保證義務教育教師的平均工資水平不低於或高於當地公務員平均工資水平，讓他們享有應有的社會聲望 3) 力爭用三年時間解決義務教育階段教師工資待遇問題，凡未達到要求的地區要限期整改達標，財力較強的省份要加快進度
中共中央國務院關於學前教育深化改革規範發展的若干意見	學前教育	<ol style="list-style-type: none"> 1) 到 2020 年，全國學前三年毛入園率達到 85%，普惠性幼兒園覆蓋率(公辦園和普惠性民辦園在園幼兒佔比)達到 80% 2) 到 2020 年，基本形成以本專科為主體的幼兒園教師培養體系，本專科學前教育專業畢業生規模達到 20 萬人以上；建立幼兒園教師專業成長機制，健全培訓課程標準，分層分類培訓 150 萬名左右幼兒園園長、教師 3) 到 2035 年，全面普及學前三年教育，建成覆蓋城鄉、佈局合理的學前教育公共服務體系，形成完善的學前教育管理體制、辦園體制和政策保障體系，為幼兒提供更加充裕、更加普惠、更加優質的學前教育 4) 民辦園一律不准單獨或作為一部分資產打包上市 5) 上市公司不得通過股票市場融資投資營利性幼兒園，不得通過發行股份或支付現金等方式購買營利性幼兒園資產 6) 牢牢把握公益普惠基本方向，堅持公辦民辦並舉，加大公共財政投入，著力擴大普惠性學前教育資源供給
國家職業教育改革實施方案	職業教育	<ol style="list-style-type: none"> 1) 到 2022 年，職業院校教學條件基本達標，一大批普通本科高等學校向應用型轉變，建設 50 所高水平高等職業學校和 150 個骨幹專業(群) 2) 2020 年初步建成 300 個示範性職業教育集團(聯盟)，帶動中小企業參與 3) 支持和規範社會力量興辦職業教育培訓，鼓勵發展股份制、混合所有制等職業院校和各類職業培訓機構 4) 建立公開透明規範的民辦職業教育准入、審批制度 5) 探索民辦職業教育負面清單制度 6) 建立健全退出機制

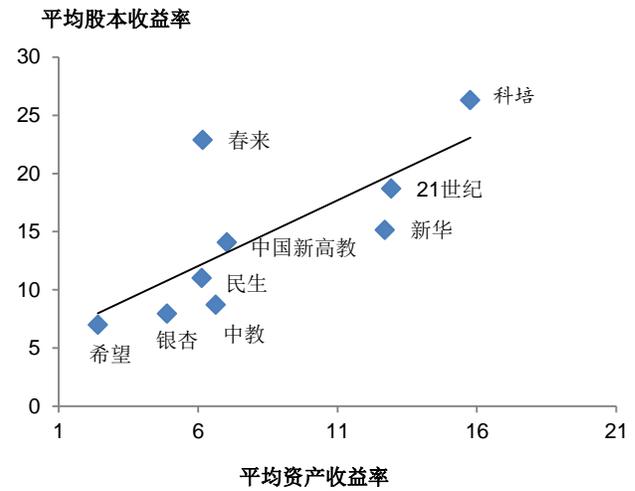
政策	針對市場	目標及措施
國務院辦公廳關於開展城鎮小區配套幼兒園治理工作的通知	學前教育	<ol style="list-style-type: none"> 1) 城鎮小區沒有規劃配套幼兒園或規劃不足，或者有完整規劃但建設不到位的，要依據國家和地方配建標準，通過補建、改建或就近新建、置換、購置等方式予以解決；已建成的小區配套幼兒園應按照規定及時移交當地教育行政部門，未移交當地教育行政部門的應限期完成移交，對已挪作他用的要採取有效措施予以收回；小區配套幼兒園移交當地教育行政部門後，應當由教育行政部門辦成公辦園或委託辦成普惠性民辦園，不得辦成營利性幼兒園 2) 各地以縣(市、區)為單位，對城鎮小區配套幼兒園情況進行全面摸底排查，針對規劃、配建、移交、使用不到位等情況，分別列出清單、建立台賬。該項工作於 2019 年 4 月底前完成 3) 對於已經建成、需要辦理移交手續的，原則上於 2019 年 6 月底前完成 4) 對於需要回收、置換、購置的，原則上於 2019 年 9 月底前完成 5) 對於需要補建、改建、新建的，原則上於 2019 年 12 月底前完成相關建設規劃，2020 年 12 月底前完成項目竣工驗收
教育部辦公廳關於全面推進現代學徒制工作的通知	職業教育	<ol style="list-style-type: none"> 1) 校企共同制訂和實施招生招工方案，規範招生錄取和企業用工程序，推進招生招工同步、先招工後招生、先招生後招工，明確學徒的企業員工和職業學校學生雙重身份，保障學徒的合法權益 2) 按照專業設置與產業需求對接、課程內容與職業標準對接、教學過程與生產過程對接的要求，校企共同研製高水平的現代學徒制專業教學標準、課程標準、實訓條件建設標準等相關標準，做好落地實施工作；在開展現代學徒制的專業率先實施“學歷證書+若干職業技能等級證書”制度試點 3) 推廣學校教師和企業師傅共同承擔教育教學任務的雙導師制度，校企分別設立兼職教師崗位和學徒指導崗位，完善雙導師選拔、培養、考核、激勵等辦法，加大學校與企業之間人員互聘共用、雙向掛職鍛煉、橫向聯合技術研發和專業建設的力度，打造專業結合的雙導師團隊 4) 充分利用生產性實習實訓基地、技能大師工作室、工程技術研究中心、協同創新中心等，發揮校企雙方的場所、設備、人員優勢，共同開發一批新型活頁式、工作手冊式教材並配套信息化資源，及時吸納新技術、新工藝、新規範和典型生產案例，形成共建共享的教學資源體系 5) 堅持德技並修、工學結合、知行合一，按照企業生產和學徒工作生活實際，實施彈性學習時間和學分制管理，育訓結合、工學交替、在崗培養，積極探索三天在企業、兩天在學校的“3+2”培養模式，著力培養學生的專業精神、職業精神和工匠精神，提升學生的職業道德、職業技能和就業創業能力
教育部辦公廳關於嚴格規範大中小學招生秩序的緊急通知	教育行業	<ol style="list-style-type: none"> 1) 為規範大中小學校的考試招生秩序提出要求 2) 進一步規範義務教育階段民辦學校招生行為。各地要將民辦義務教育學校招生納入屬地教育行政部門統一管理，與公辦學校同步招生，不得提前招生，不得通過考試或變相考試選拔生源，不得以任何形式干擾破壞招生秩序，堅決防止對生源地招生秩序造成衝擊。對報名人數超過招生計劃的民辦學校，引導學校採取電腦隨機派位方式招生。實行民辦中小學跨區域招生生源地審批辦法和黑名單制度 3) 進一步規範普通高中招生行為。所有普通高中學校(含民辦高中)要嚴格按照規定的招生範圍、招生計劃、招生時間、招生方式進行統一招生，嚴禁違規爭搶生源、“掐尖”招生、跨審批區域招生、超計劃招生 and 提前招生；規範普通高中自主招生，普通高中學校須在中考結束後，嚴格按照自主招生辦法和程序組織自主招生錄取工作，並主動公開招生的各環節和錄取結果；各地教育行政部門要加強高中學生學籍管理，嚴禁“人籍分離”，嚴禁同時或者交叉註冊普通高中學校和中等職業學校“雙重學籍” 4) 各省級高校招生委員會要切實落實在本行政區域內組織高考、治理考試環境、維護考試招生安全穩定、整肅考風考紀的主體責任，穩妥做好報名、考試組織、評卷、志願填報和錄取工作
高職擴招專項工作實施方案	職業教育	<ol style="list-style-type: none"> 1) 教育部等六部門為貫徹落實 2019 年《政府工作報告》關於高職大規模擴招 100 萬人的有關要求，全面深化職業教育改革，統籌做好計劃安排、考試組織、招生錄取、教育教學、就業服務及政策保障工作，確保穩定有序、高質量完成擴招工作任務，特制定本方案 2) 主要任務包括：擴大招生計劃、做好高職擴招的補報名工作、做好高職擴招專項考試工作、做好招生錄取工作、做好分類教育管理工作、推動教師教材教法改革、做好就業服務
國務院辦公廳關於印發職業技能提升行動方案(2019—2021 年)的通知	職業教育	<ol style="list-style-type: none"> 1) 目標任務：2019 年至 2021 年，持續開展職業技能提升行動，提高培訓針對性實效性，全面提升勞動者職業技能水平和就業創業能力。三年共開展各類補貼性職業技能培訓 5000 萬人次以上，其中 2019 年培訓 1500 萬人次以上；經過努力，到 2021 年底技能勞動者佔就業人員總量的比例達到 25%以上，高技能人才佔技能勞動者的比例達到 30%以上； 2) 職工參加企業新型學徒制培訓的，給予企業每人每年 4000 元以上的職業培訓補貼，由企業自主用於學徒培訓工作；企業、農民專業合作社和扶貧車間等各類生產經營主體吸納貧困勞動力就業並開展以工代訓，以及參保企業吸納就業困難人員、零就業家庭成員就業並開展以工代訓的，給予一定期限的職業培訓補貼，最長不超過 6 個月 3) 地方各級政府要加大資金支持和籌集整合力度，將一定比例的就業補助資金、地方人才經費和行業產業發展經費中用於職業技能培訓的資金，以及從失業保險基金結餘中拿出的 1000 億元，統籌用於職業技能提升行動 4) 落實將企業職工教育經費稅前扣除限額提高至工資薪金總額 8%的稅收政策

來源：中國政府網、教育部、農銀國際證券

圖表 2: 2018 財年上市教育公司的資產回報率和股本回報率(%) -左圖為基礎教育公司; 右圖為高等教育公司

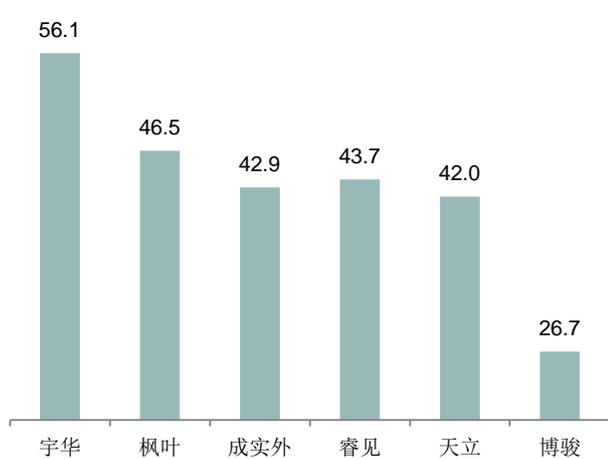


來源：公司、農銀國際證券

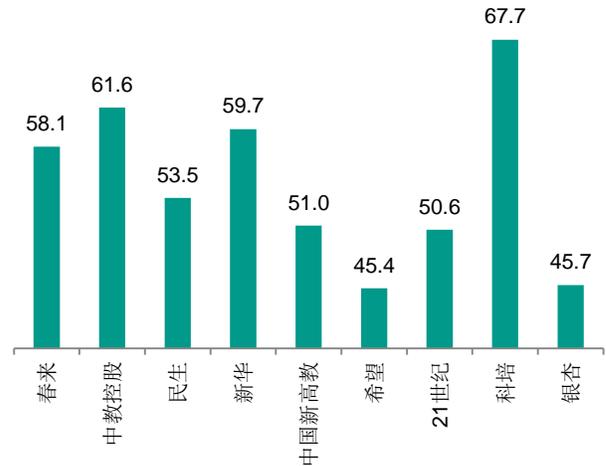


來源：公司、農銀國際證券

圖表 3: 2018 財年上市教育公司的毛利率(%) -左圖為基礎教育公司; 右圖為高等教育公司

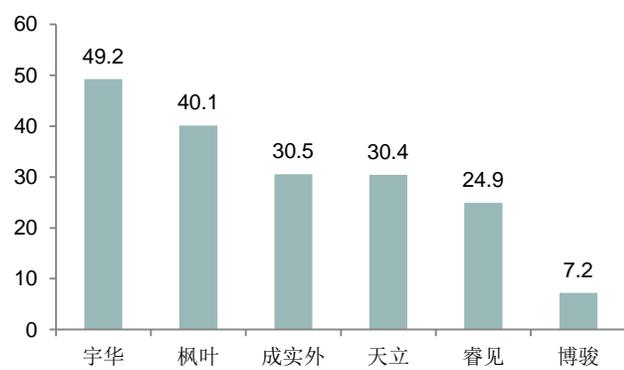


來源：公司、農銀國際證券

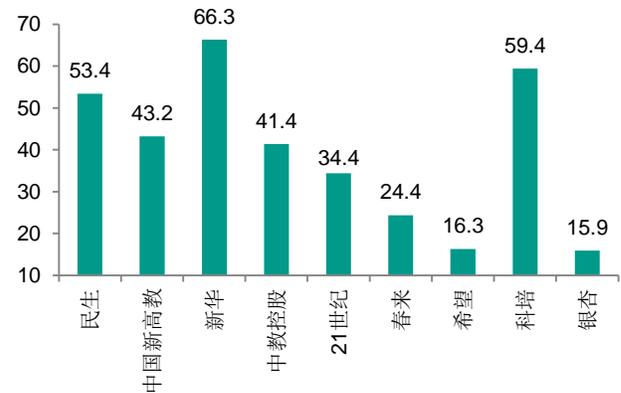


來源：公司、農銀國際證券

圖表 4: 2018 財年上市教育公司的淨利率 (%) -左圖為基礎教育公司; 右圖為高等教育公司



來源：公司、農銀國際證券



來源：公司、農銀國際證券

注: 21 世紀教育 (1598 HK); 博駿 (1758 HK); 中教控股 (839 HK); 春來 (1969 HK); 中國新高教 (2001 HK); 银杏教育 (1851 HK); 希望教育 (1765 HK); 科培教育 (1890 HK); 楓葉教育 (1317 HK); 民生教育 (1569 HK); 天立教育 (1773 HK); 成實外教育 (1565 HK); 睿見教育 (6068 HK); 宇華教育 (6169 HK)

圖表 5: 2018/19 學年上市教育公司的學生人數 - 左圖為基礎教育公司; 右圖為高等教育公司



來源：公司、農銀國際證券

注：21世紀教育(1598 HK); 博駿(1758 HK); 中教控股(839 HK); 春來(1969 HK); 中國新高教(2001 HK); 銀杏教育(1851 HK); 希望教育(1765 HK); 科培教育(1890 HK); 楓葉教育(1317 HK); 民生教育(1569 HK); 天立教育(1773 HK); 成實外教育(1565 HK); 睿見教育(6068 HK); 宇華教育(6169 HK)

圖表 6: 行業首選 (截至 2019 年 6 月 21 日)

公司名稱	代碼	評級	目標價 (港元)	上升空間 (%)	FY19E 市盈率(x)	FY20E 市盈率(x)	FY19E 市賬率(x)	FY20E 市賬率(x)	FY19E 股息率 (%)	FY20E 股息率 (%)
中教控股	839	買入	14.0	15.89	26.80	21.81	3.57	3.21	1.20	1.55
睿見教育	6068	買入	4.7	12.44	21.38	15.80	3.57	2.91	1.78	2.41

來源：彭博、農銀國際證券預測

中性 中國消費品業 – 短期挑戰無可避免 潘泓興

主要數據	行業表現(相對於恒指)	絕對值 (%)	相對值 (%)
2019E 市盈率均值(x)	17.29	1 個月	4.20
2019E 市淨率均值(x)	2.35	3 個月	(2.30)
2019E 股息率均值(%)	2.35	6 個月	16.65
			6.08

來源:彭博、農銀國際證券預測

來源:彭博、農銀國際證券

- 零售銷售增長波動性增加反映國內消費市場疲弱
- 通脹有上升跡象
- 政府已經推出了多項政策以支持國內消費；我們預期政府將會繼續推出新的政策來進一步刺激消費增長
- 基於目前的國內外經濟形勢，我們偏好消費市場內的龍頭，推薦萬洲國際(288 HK)



來源:彭博、農銀國際證券

零售銷售增長波動性加大反映消費市場疲弱。國內零售銷售同比增長在 2019 年 4 月曾一度跌至 7.2%。而在過去幾個月內，網上零售銷售的增長速度也比上年同期明顯下降。零售銷售增長波動性加大顯示國內經濟增長放緩使消費者對於消費支出持保守態度。

通脹或將會限制消費。各類基本消費品在 2019 年都出現價格飛漲的情況。根據農業部數據，截至 6 月第 2 周，豬肉批發價同比增長 27.1%(年初至今累計增長 6.4%)；商品代肉雞批發價同比增長 46.5%(年初至今累計增長 16.6%)，反映出隨著非洲豬瘟疫情持續，消費者開始增加雞肉消費導致雞價格上漲。同時，根據農業農村部數據，五大主要水果的批發均價截至 6 月第 3 周同比上漲 41.1%(年初至今累計增長 37.3%)。我們認為，農產品供應問題、中美貿易糾紛、不佳的天氣狀況都推動價格上漲。我們預計，今年的通脹壓力將會持續存在，而同時可支配收入的增長並不會有太大的改善。這將會導致今年的國內消費面臨更大的壓力。

預計將會有更多的政策推出以支持消費。政府在過去曾經推出多項政策以支持國內消費。在 2018 年，國務院公佈“國務院辦公廳關於印發完善促進消費體制機制實施方案(2018-2020)的通知”以及“國務院關於印發個人所得稅專項附加扣除暫行辦法的通知”。在今年，國務院連同發改委等 9 個部門頒佈《進一步優化供給推動消費平穩增長促進形成強大國內市場的實施方案(2019 年)》。我們預期政府將會在 2019 年繼續推出政策以支持消費市場。

長線展望

我們對中國的消費市場長期看好，主要由於中國消費市場仍將會受到中國龐大人口基數以及持續消費升級的支持。

短線展望

就近期而言，國內的消費市場面臨經濟增長下滑、通脹壓力、外部貿易環境惡化的挑戰。

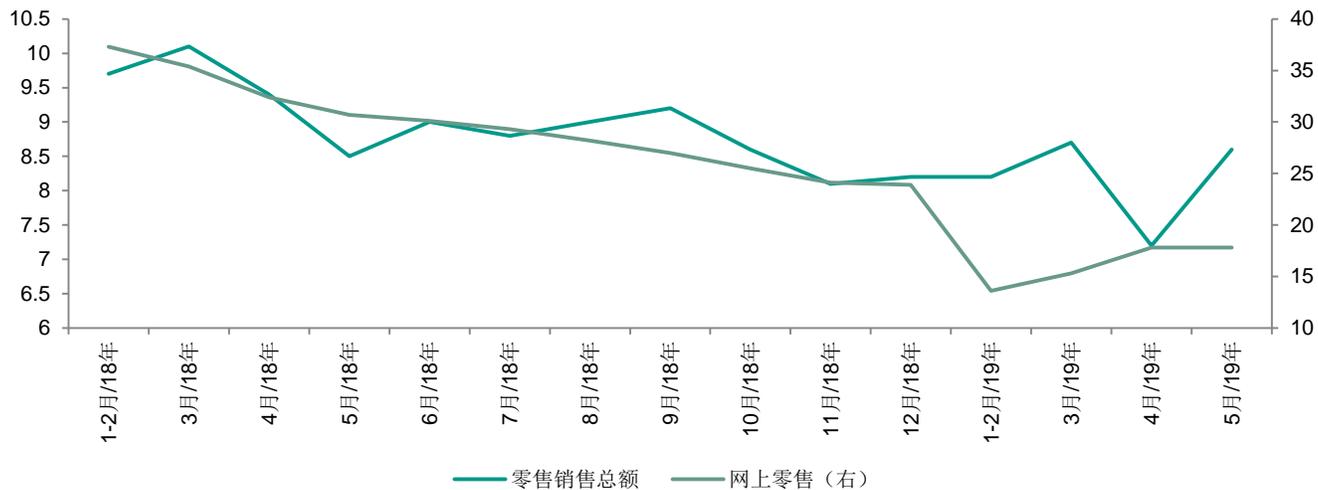
股票推薦

我們看好在國內市場消費市場具有領導地位的消費品公司。我們推薦萬洲(288 HK)。

風險因素

1)宏觀經濟風險 2)政策風險 3)產品質量風險 4)大宗商品價格風險

圖表 1: 國內零售銷售以及網上零售增長 (YoY %)



來源：國家統計局、農銀國際證券

圖表 2: 國內豬肉和白條雞批發價格 (元)

截至2019年6月第二周

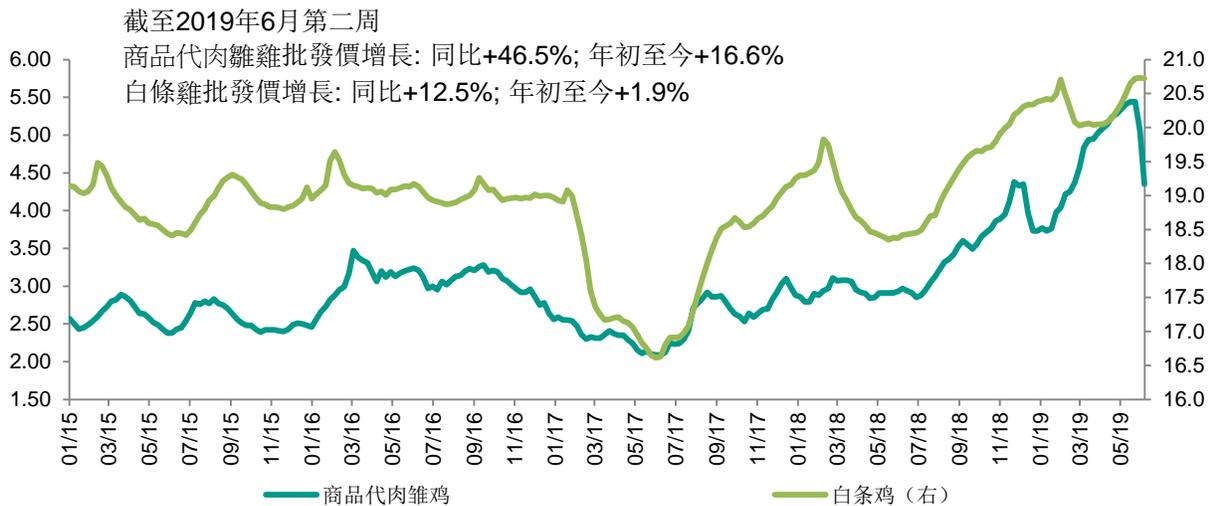
豬肉批發價增長: 同比+27.1% 年初至今+6.4%

白條雞批發價增長: 同比+12.5% YoY; 年初至今+1.9%



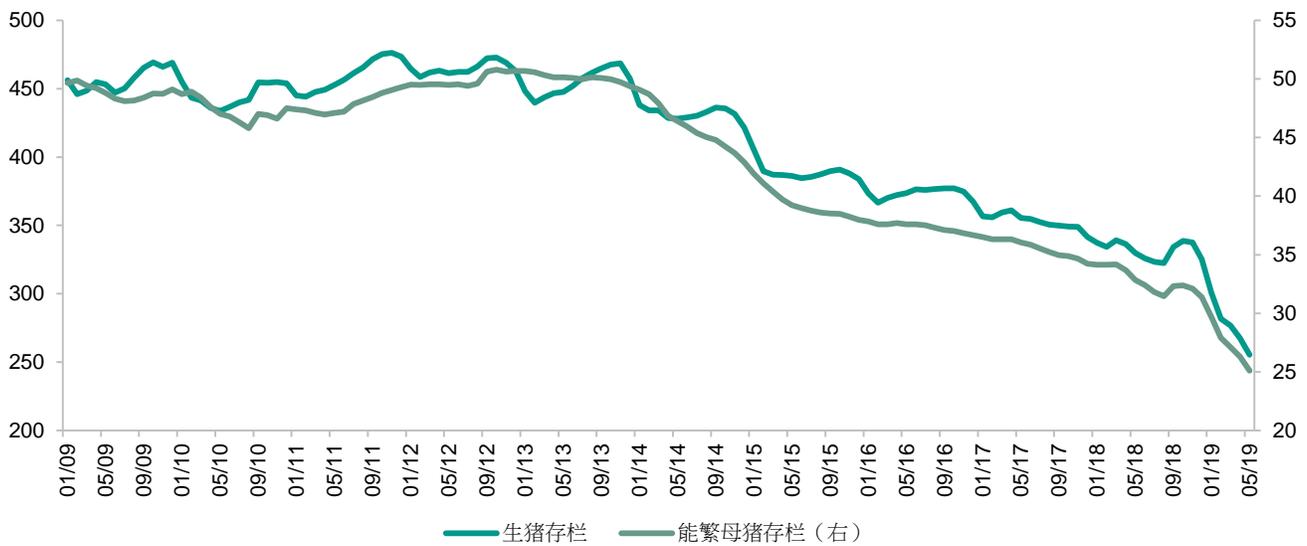
來源：農業部、農銀國際證券

圖表 3: 國內商品代肉雞及白條雞 (元)



來源: 農業部、農銀國際證券

圖表 4: 中國生豬和能繁母豬存欄數 (百萬頭)



來源: 農業部、農銀國際證券

圖表 5: 水果價格 (人民幣元/公斤)



注：價格為農村農業部檢測的 5 種水果平均價格，包括富士蘋果、巨峰葡萄、香蕉、菠蘿、西瓜
 來源：農業部、農銀國際證券

圖表 6: 行業首選 (截至 2019 年 6 月 21 日)

公司名稱	代碼	評級	目標價 (港元)	上升空間 (%)	FY19E 市盈率(x)	FY20E 市盈率(x)	FY19E 市賬率(x)	FY20E 市賬率(x)	FY19E 股息率 (%)	FY20E 股息率 (%)
萬洲國際	288	買入	9.14	13.54	11.91	10.10	2.08	1.96	3.39	3.94

來源：彭博、農銀國際證券預測

權益披露

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

權益披露

農銀國際證券有限公司及/或與其聯屬公司,曾在過去12個月內,與本報告提及的公司有投資銀行業務關係
陳宋恩持有農業銀行(1288HK)H股股份

評級的定義

評級	定義
買入	股票投資回報 \geq 市場回報(10%)
持有	市場回報(-10%) \leq 股票投資回報 $<$ 市場回報(+10%)
賣出	股票投資回報 $<$ 市場回報(-10%)

股票投資回報是未來12個月預期的股價百分比變化加上股息收益率

市場回報是5年市場平均回報率

市場回報率：自 2005 年以來的平均市場回報率(恒生指數總回報指數的複合增長率為 10%)

目標價的時間範圍：12 個月

股票評級可能與所述框架不同，原因包括但不限於：公司治理、市值、相對於相應基準指數的歷史價格波動、股票相對於股票市場的平均每日成交量、競爭力、相應行業的優勢等

免責聲明

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

版權所有 2019 年農銀國際證券有限公司

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

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

電話： (852)21478863