



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABC SECURITIES COMPANY LIMITED

2020年5月22日

農銀國際政策透視

2020年中國政府工作報告的宏觀、投資策略及行業分析



政策透視

2020年5月22日

經濟師姚少華

2020年中國政府工作報告的宏觀、投資策略及行業分析

2020年中國政府工作報告的宏觀解讀

中國實現 2019 年主要經濟預定目標

2020年5月22日中國總理李克強在第十三屆全國人民代表大會第三次會議上宣讀了本年度政府工作報告。報告對 2019 年和今年以來工作進行了回顧，並對 2020 年的經濟工作做出整體部署及若干經濟指標設定了目標。

如圖 1 所示，2019 年中國經濟增長 6.1%，順利完成 6.0%-6.5%的增長目標。有關就業的經濟指標城鎮新增就業及城鎮登記失業率亦圓滿實現目標，2019 年全年城鎮新增就業 1,352 萬人，超過 1,100 萬人以上增長目標；城鎮登記失業率為 3.62%，完成 4.5%以內的目標。2019 年全年財政支出 23.89 萬億元，超過 23 萬億元的支出目標。2019 年全年為企業和個人減稅降費達到 2.36 萬億元，亦超過 2 萬億元的目標。此外，中國經濟結構不斷優化，消費拉動經濟增長作用進一步增強。常住人口城鎮化率首次超過 60%，重大區域戰略深入實施。

圖 1：2019 年中國經濟指標—目標與實際對比

經濟指標	目標	實際
實質 GDP 增長, %	6.0-6.5	6.1
城鎮新增就業, 百萬	>11.0	13.52
城鎮登記失業率, %	<4.5	3.62
全國財政支出, 萬億元	23.0	23.89
企業和個人減稅降費, 萬億元	~2	2.36
消費物價通脹, %	~3.0	2.9
單位國內生產總值能耗下降, %	~3.0	2.6

來源: 2019 與 2020 政府工作報告、中國政府網、農銀國際證券

政策透視

本次政府工作報告未設定 2020 年經濟增長目標

由於全球疫情和經貿形勢不確定性很大，本次政府工作報告未設定 2020 年經濟增長目標（圖 2）。但本次報告特別提出“六保”是今年“六穩”工作的著力點。

“六穩”與“六保”的第一項均為就業，說明就業問題已成為當前和未來財政與貨幣政策的最重要著力點。第一季度中國 GDP 下跌 6.8%，根據經濟學中的奧肯定律，GDP 每下跌 1%，失業率大約上升 0.5%，所以就業壓力不小。保就業實質就是保中小微企業的經營，因為中小微企業貢獻了全國 80% 的就業。隨著國內疫情本土傳播基本阻斷，復工復產加快推進，前期壓抑的消費開始回補，以及中央政府財政及貨幣政策的支持，我們相信第 2 季中國經濟增速或回升轉正。隨著全球各國政府已經高度重視疫情防控並加強全球合作，全球疫情或在下半年快速消退，中國下半年外需料明顯改善，我們預期下半年中國經濟增速將延續反彈態勢。整體上我們預期 2020 年中國 GDP 增長 2.0%，雖低於 2019 年 6.1% 的增速，但在全球疫情衝擊下已是不錯的增速。

圖 2：中國 2020 年經濟增長目標

經濟指標	目標	農銀國際預測
實質 GDP 增長, %	--	2.0
城鎮新增就業, 百萬	>9.0	10.0
城鎮登記失業率, %	~5.5	5.0
城鎮調查失業率, %	~6.0	5.5
財政赤字占 GDP 比重, %	>3.6	4.0
消費物價通脹, %	~3.5	3.0

來源: 2020 政府工作報告, 農銀國際證券預測

政府工作報告表示穩健的貨幣政策要更加靈活適度。綜合運用降准降息、再貸款等手段，引導廣義貨幣供應量和社會融資規模增速明顯高於去年。強化對穩企業的金融支持，大型商業銀行普惠型小微企業貸款增速要高於 40%，綜合融資成本明顯下降。有見於經濟放緩壓力仍在，人民銀行料保持流動性合理充裕來增加對民營企業以及中小企業的信貸，報告提出大型商業銀行普惠型小微企業貸款增速比 2019 年 30% 的目標高出 10%。我們預計 2020 年新增人民幣貸款與新增社會融資規模或分別達至 19.0 萬億人民幣及 29.0 萬億人民幣。我們預期貸款利率及商業銀行 RRR 將繼續下調，2020 年年底 1 年期與 5 年期 LPR 的利率水平分別跌至 3.45% 及 4.45%。我們預期 2020 年底大型存款類金融機構的 RRR 為 12.0%，而中小型金融機構為 9.0%。2020 年底廣義貨幣供給（M2）預計增長 10.5%。

政策透視

2020 年財政預算赤字占 GDP 的比重由 2019 年的 2.8% 上調至 3.6%，財政赤字規模比 2019 年增加 1 萬億元，同時發行 1 萬億元抗疫特別國債，顯示 2020 年中央政府將採用更為積極的財政政策來穩定增長。地方政府專項債券的安排由 2019 年的 2.15 億人民幣提高至 3.75 萬億人民幣。根據上面的財政資源安排，2020 年將較 2019 年新增 3.6 萬億的財政支出資源，約占 2019 年 GDP 總量的 3.63%。此外，2020 年稅收及收費的減免規模計劃達至 2.5 萬億人民幣，大幅高於去年計劃的 2.0 萬億人民幣。

2020 年城鎮新增就業目標由 2019 年的 1100 萬人下調為 900 萬人，而城鎮登記失業率及調查失業率目標分別控制在 5.5% 左右及 6.0% 左右，比 2019 年所設定的 4.5% 及 5.5% 有所上升。我們相信就業目標的調整與新冠肺炎衝擊勞動力市場有關。4 月城鎮調查失業率 6.0%，比上年同期的調查失業率高出 1 個百分點。1-4 月城鎮新增就業人數 354 萬，比上年同期少增 105 萬人。2020 年應屆高校畢業生 874 萬，大量農民工隱性失業，就業市場壓力較大。但我們相信隨著中國經濟增長逐步回升，上述三個就業目標可以達到。

本次政府工作報告提出實施擴大內需戰略，推動經濟發展方式加快轉變。一是推動消費回升，主要通過穩就業促增收保民生，提高居民消費意願和能力。二是擴大有效投資，特別是今年擬安排地方政府專項比去年增加 1.6 萬億元，提高專項債券可用作項目資本金的比例。加強包括 5G 應用在內的新型基礎設施建設，新開工改造城鎮老舊小區 3.9 萬個，增加國家鐵路建設資本金 1,000 億元。我們預期 2020 年基建投資增速或從 2019 年的 3.8% 回升至 5% 左右。由於外需因新冠肺炎傳播面臨較大的不確定性，故經濟增長更多只能依賴內需。

消費物價通脹目標由 2019 年的 3.0% 上調至 3.5%。然而，我們相信消費物價通脹更多屬軟性指標而非硬性指標。有見於食品價格上漲，特別是豬肉價格因非洲豬瘟供應偏緊保持高位，2020 年 CPI 通脹或由 2019 年的 2.9% 略微反彈至 3.0%。我們預計豬肉價格在 2020 年上半年保持高位，下半年隨著供應恢復將有所回落，因此 CPI 或呈現前高後低的態勢。由於大宗商品價格走勢回軟以及內需疲弱，2020 年 PPI 通脹或由 2019 年的 -0.3% 進一步下跌至 -1.0%。我們相信 2020 年通脹不會成為宏觀政策的制約因素。

政策透視

研究部主管陳宋恩

支持經濟可持續發展，先要找到高效著力點

- 中美科技競爭- 我國迫切需要大量增加用於生產核心組件的硬件和軟件的研發投入
- 保糧食供應安全- 生物科學行業將引起市場關注
- 人民銀行選擇不同於發達經濟體央行的方法來穩經濟，體現應對風險的信心
- 我國家庭住戶不缺錢，但缺乏消費信心和需求，需要時間來恢復

中國的研發需要時間和金錢來追趕

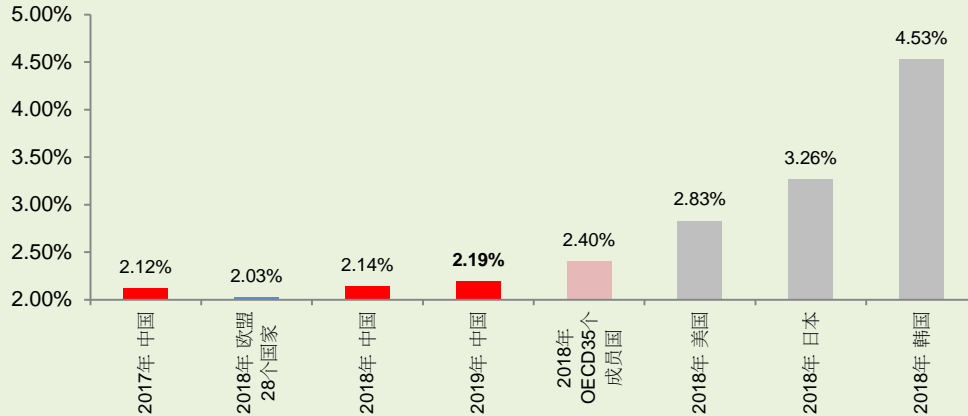
為了保持全球競爭力，中國需要在未來幾年對研發活動進行大量投資。中國研發投入強度 (R&D/GDP) 從 2018 年的 2.14% 上升到 2019 年的 2.19%。根據經合組織 (OECD) 數據，2018 年，OECD、美國、日本和韓國的研發投入強度分別為 2.40%、2.83%、3.26% 和 4.53%。我們估計如果中國按照 OECD 的水平提高研發投入強度，每年的研發費用將需增加 2,000 多億元人民幣，達到 2.4 萬億元人民幣。為了趕上美國的競爭對手，每年的研發費用需要增加 6,000 多億元人民幣，達到 2.8 萬億元人民幣。

核心組件技術研發：如半導體行業供應鏈各環節的技術、生物技術和醫藥產品技術等。
應用技術研發：如雲計算、人工智能、數據中心、5G、邊緣計算、NB-IoT 應用、自動駕駛等。

從目前的情況來看，我國科技巨頭在技術的商業應用方面表現良好，相應的本地市場領導者可能成為全球市場領導者，但在核心零部件生產技術方面表現較弱。我們認為，通過國家主導或引導集中財力和人力資源的核心組件技術研發是未來 3-5 年實現技術自主的有效途徑之一。考慮到中國競爭對手的反擊，他們將增加研發活動以捍衛其市場地位。隨後，未來 5 年中，全球科技增長很可能會高速增長。這發展前景將為中國境內外的科技股帶來良好的投資機會。

政策透視

圖 1：R&D 經費投入強度 (%)：持續投入財務和人力資源是追求贏得全球競賽的必要條件



來源：經合組織、國家統計局、農銀國際證券

圖 2：中國半導體產業的優勢與劣勢（從上游到下游）：中國大陸公司在不同細分市場中排名全球前 10

EDA（電子設計自動化）	無晶圓廠設計商	矽片生產商	芯片設備製造商	芯片鑄造	芯片封裝及測試
沒有	海思半導體	沒有	沒有	中芯國際	長電科技
	紫光展銳			華虹半導體	華天科技
					通富微電

來源：農銀國際證券

保糧食能源安全，才可保基本民生，才保基層運轉。保產業鏈供應鏈穩定，才可保市場主體，才可保企業。保企業，才可保就業，才可保收入和推動消費。

食物和燃料是維持人類生活和實體經濟必不可少的基本投入。4 月份中國食品 CPI 同比增長 14.8%，反映了食品供求極端失衡。解決食品通脹壓力不僅是供需經濟問題，而且是動植物生物科學問題。如果沒有抗擊非洲豬瘟的疫苗，豬供應中斷的風險將持續存在。農業保險只能分擔潛在經濟損失，不能消除損失風險。開發保護人類健康的疫苗與開發保護禽畜健康的疫苗一樣重要和緊迫。為了提高食物用途和非食物用途農產量和作物質量，農業產業化和基因改造是倍增因素。鑒於土地和水資源有限，發展生物科學的重要性對於確保糧食供應至關重要。健康中國不僅適用於人，也應適用於中國生態系統中的所有生物。中國動物疫苗生產企業金宇生物（600201 CH）、中牧股份（600195 CH）、天康生物（002100 CH）、瑞普生物

政策透視

(300119 CH)、普萊柯(603566 CH)將引起市場關注，為保障我國食品供應和安全生產發揮重要作用。

圖 3：中國科學家與國際巨頭競爭 SARS-CoV-2 疫苗開發 (按市值變化排名)

疫苗開發公司	貨幣	自 2019 年底		自 2019 年底		R&D (百萬美元)
		股價	股價變化 (%)	市值 (百萬美元)	市值變化 (百萬美元)	
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
康希諾生物 B	HKD	214.00	263.0	6,144	4,452	21
BioNTech SE	EUR	47.48	55.7	11,886	4,250	248
強生	USD	146.71	0.6	386,521	2,213	11,355
Inovio 製藥	USD	14.24	331.5	2,251	1,730	88
Translate Bio	USD	18.98	133.2	1,194	682	76
賽諾菲	EUR	86.99	(2.9)	119,667	(3,618)	6,591
葛蘭素史克公司	GBP	1,664.20	(6.5)	102,071	(7,041)	5,584
輝瑞製藥	USD	37.26	(4.9)	206,973	(10,665)	8,650
北京科興生物	USD	停牌				24

5月21日的數據

來源：彭博社、農銀國際證券

由於新冠肺炎造成的經濟損失巨大，因此 SARS-CoV-2 疫苗的經濟價值巨大。到目前為止，市場上還沒有疫苗。根據資本市場中的有效市場理論，今年到目前為止，SARS-CoV-2 疫苗開發公司的市值增加最大的幾家公司，這將代表市場認為它們成功推出疫苗的可能性更高。目前，英國上市的阿斯利康、美國上市的 Moderna 和香港上市的康希諾生物 B 是今年迄今為止市值增加最大的前三名。考慮到這些疫苗開發公司提出的疫苗開發理論，我們認為它們都有很高的機會開發有用的疫苗，但重要的是要成為能夠獲得大部分市場份額和財務收益的先行者。因此，先決條件是領先完成所有臨床試驗並證明其具高效，然後能夠以穩定的高質量進行批量生產和商業化。大規模生產和商業化是國際巨頭的優勢，卻是小公司的弱點。

政策透視

與大多數發達經濟體的中央銀行不同，中國人民銀行今年至今沒有採取激進的行動來擴大資產負債表，這反映了人民銀行對經濟風險的判斷是可控的

今年到目前為止，美國和歐洲的中央銀行不僅降低了利率，而且顯著擴大了資產負債表規模，以增加對經濟體的流動性供應。中國人民銀行降低 MLF 利率，導致 LPR 下降兩次，但人民銀行在首四個月收縮了資產負債表規模。與美聯儲在頭四個月將資產負債表擴大約 60% 不同，人民銀行收縮資產負債表約 3%。從這個角度來看，人民銀行仍有很多空間來擴大資產負債表緩衝外部經濟衝擊，以在必要時促進經濟增長。我們判斷人民銀行限制資產負債表擴張是等待適當的機會和時機出現才施力提振經濟。

圖 4：主要央行資產負債表規模（總資產）

	12/2019	4/2020	變化
人民銀行 (RMB 萬億)	37.113	36.035	-2.9%
美聯儲 (US\$ 萬億)	4.166	6.656	59.8%
歐洲央行 (Euro 萬億)	4.692	5.347	14.0%
日本央行 (JPY 萬億)	573.053	619.031	8.0%

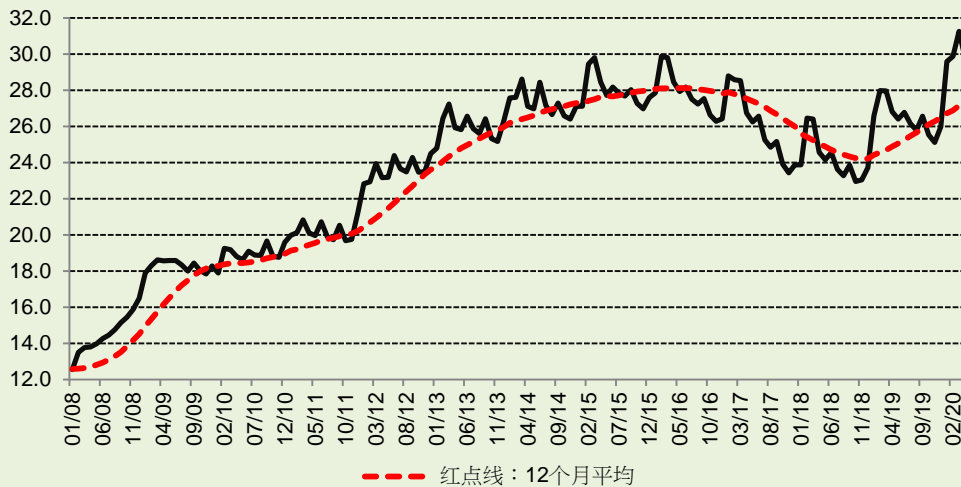
來源：人民銀行、美聯儲、歐洲央行和日本央行、農銀國際證券

私人消費部門 - 住戶手頭現金淨額增加，但消費者信心和消費需求需要時間恢復

不缺錢，不想花，中產階層在危機面前的理性回應。住戶淨存款（即住戶人民幣存款減去住戶人民幣貸款）從 2016 年到 2018 年呈下降趨勢，但從 2019 年初開始回升，今年前 4 個月淨存款進一步激增。住戶淨存款額從 2019 年 12 月末的 259,826 億元增至 2020 年 4 月末的 297,794 億元，增長 14.6% 或 37,968 億元。2019 年，住戶淨存款額增長 22,630 億元或 9.5%。從 2015 年末到 2018 年末，住戶淨存款額下降了 14% 或 38,668 億元。我們認為，在中美貿易戰和病毒危機爆發期間，這兩個黑天鵝事件讓住戶從 2019 年開始限制支出和投資，並且增加儲蓄。我們預計，當經濟前景明朗且消費者信心恢復時，家庭將增加支出或投資，但恢復消費者信心尚需時日。

政策透視

圖 5: 住戶人民幣淨存款額 (存款減去貸款) 趨勢, 萬億元



來源: 中國人民銀行、農銀國際證券

新房交付延後, 引伸消費需求被推遲。2017-19 年, 中國新住房銷售增長, 但新住房竣工下降。購買新住房後的引伸消費需求被推遲了。在 2017-19 年度, 新住房的預售面積分別同比增長 7.5%、9.8% 和 5.9%, 但在此期間, 新住房竣工面積在 2017 年和 2018 年分別同比下降 7.0% 和 8.1%, 在 2019 年同比反彈了 3%。過去幾年新房預售量的高增長, 但新房竣工量的低增長或負增長意味著許多購房者將推遲購買消費品, 直到新房交付後。今年第一季度病毒危機期間的建築活動受到不利影響, 一季度新房竣工面積同比下降 14.5%, 我們預計今年新房竣工量將下降, 將推遲家庭住戶消費需求。

全球消費者對價格更加敏感, 物有所值的消費品是吸引消費者不可或缺的元素。失業率飆升已成為大多數工業國家的普遍現象。收入下降和工作崗位缺乏保障的不利影響將會導致消費者減少支出。這些不利影響將嚴重打擊經濟高度依賴第三產業或私人消費的國家。此外, 消費者對價格的敏感度也會提高。與去年不同, 當消費者對價格變得更加敏感時, 貿易戰實施的進口關稅將推高進口價格, 因為需求彈性改變, 今年將出現需求大幅減少風險。

政策 透視

政策對行業影響:



中國銀行業 分析員歐宇恒

相關政策內容：

- 在新冠肺炎疫情的衝擊下，今年優先穩就業、穩企業、保民生，繼續強調對重大金融風險要有效防控。
- 貨幣政策要更加靈活適度。綜合運用降准降息、再貸款等手段，引導廣義貨幣供應量和社會融資規模增速上升。推動企業便利獲得貸款，推動利率持續下行。盡力幫助企業特別是中小微企業、個體工商戶渡過難關。
- 強化對穩企業的金融支持。中小微企業貸款延期還本付息政策延長至 2021 年 3 月底，對普惠型小微企業貸款應延盡延，對其他困難企業貸款協商延期。鼓勵銀行大幅增加小微企業信用貸款、首貸、無還本續貸。大型商業銀行普惠型小微企業貸款增速要高於 40%。鼓勵銀行合理讓利。為保市場主體，一定要讓中小微企業貸款可獲得性明顯提高，一定要讓綜合融資成本明顯下降。
- 推動中小銀行補充資本和完善治理，更好服務中小微企業。

行業影響：

- 總結工作報告對銀行業的政策方向有兩大重點:1)對重大金融風險的有效防控;2)靈活適度運用貨幣政策推動企業便利獲得貸款，推動利率持續下行。明顯地，政策重點受新冠肺炎疫情影響傾斜於中小微企業、個體工商戶、普惠金融等領域。銀行業的結構性調整將持續發生，中小微企業、個體工商戶及普惠金融的業務占比將逐漸提高。這些結構性調整實際上從 2019 年 4 季度及 2020 年一季度的銀行業績和行業數據均已有所體現，因此我們判斷在政策方向並無重大變動的前提下，未來行業整體情況與我們預期相乎。

政策 透視

- 有關市場對銀行業最為關注的資產質量問題，工作報告明確中小微企業貸款延期還本付息政策將由 2020 年 6 月底延長至 2021 年 3 月底，顯示政府高度重視中小微企業的穩定性及可持續性對整體民生、就業的影響。對銀行而言，政策將有效壓抑逾期貸款以及不良貸款的出現，令銀行整體不良率維持在穩定水平。儘管如此，我們認為各銀行未來將繼續以較大力度處置不良貸款及加大撥備以提高風險緩衝能力。截至 2020 年一季度末，銀行平均不良率環比上升 5 個基點至 1.91%，當中大型銀行和股份制銀行平均不良率環比穩定在 1.39%和 1.64%，城商行和農商行環比平均增加 13 及 19 個基點至 2.45% 及 4.09%，數字反映地區性銀行所面對的資產質量風險明顯較大。
- 利率方面，自去年 LPR 改革實施以來銀行業的平均貸款利率從 2019 年 9 月的 5.62% 逐步下滑至 2020 年 3 月的 5.08%。實際上除了 LPR 的下降趨勢外，銀行的貸款定價亦呈下行趨勢，當中貸款定價上浮於 LPR 的占比由 2019 年 9 月的 83.04% 下降至 2020 年 3 月的 72.83%。這次工作報告再次強調推動利率持續下行，鼓勵銀行合理讓利，讓綜合融資成本明顯下降，可以預期在利率下行週期下，銀行的淨息差將持續受壓。截至 2020 年一季度，銀行平均淨息差環比收窄 10 個基點至 2.1%，其中農商行的平均淨息差收壓最大，環比下降 37 個基點至 2.44%，其餘銀行類別環比只收窄 3 到 9 個基點，並維持在 2.00% 至 2.09% 的水平。
- 值得一提的是，這次工作報告中明確要求 2020 年國有大型商業銀行對普惠型小微企業貸款增速要高於 40%，較去年對小微企業貸款要增長 30% 以上的要求更高。反映政府判斷 2020 年受疫情影響，普惠型小微企業對資金的需求明顯增加，有必要予以協助。因此可以預期銀行貸款規模在 2020 年下半年將保持強勁，推動銀行以資產負債表增速部份抵消淨息差的下行壓力。截至 2020 年一季度，大型銀行對普惠金融的新增貸款環比增速為 15.2%，較其他銀行類別快。
- 與去年支持大型商業銀行多渠道補充資本不同，這次工作報告特別提及推動中小銀行補充資本。可見政府注意到在推動貸款增長的目標上，降准與補充銀行資本均不可缺。大型商業銀行的資本在過去幾年已提升至較高水平，而普遍的地區性銀行資本充足率則仍然偏低。

政策 透視



中國證券業 分析員周秀成

相關政策內容：

- 穩健的貨幣政策要更加靈活適度。綜合運用降准降息、再貸款等手段，引導廣義貨幣供應量和社會融資規模增速明顯高於去年 (2019 年社會融資規模存量增速為 10.7%)。
- 支持企業擴大債券融資。2020 年擬安排地方政府專項債券 3.75 萬億元，比去年增加 1.6 萬億元。
- 改革創業板並試點註冊制。

行業影響：

- 工作報告計劃引導社會融資規模增速明顯高於去年，這和政府的長遠策略提高直接融資比重，促進多層次資本市場健康發展的大方向一致。這對券商的投行業務如股本融資及債券融資業務有利。這些目標在之前的政府報告內也被提及。這些發展方向再被提及，顯示政府對資本市場的結構及發展方向沒變。
- 2020 年地方政府專項債券增加，和支持企業擴大債券融資，這應對券商的債券融資業務有利。但這會否導致替代效應，即導致其他融資業務如項目股本融資相應減少？從工作報告計劃引導社會融資規模增速明顯高於去年的大方向看，由於整體社會融資規模明顯增長，故潛在的替代效應或未必太大。
- 工作報告中提改革創業板並試點註冊制，這應參考去年設立科創版的經驗。總的來說，這應能加快企業在創業板上市的速度，但創業板和科創版的分工則有待確定。對證券行業而言，這有利於其股票融資業務。
- 整體來說，工作報告對證券行業特別是投行業務有利。

政策·
透視



中國房地產業
分析員董耀基

相關政策內容：

- “深入推進新型城鎮化。發揮中心城市和城市群綜合帶動作用，培育產業、增加就業。堅持房子是用來住的、不是用來炒的定位，因城施策，促進房地產市場平穩健康發展。完善便民設施，讓城市更宜業宜居。”
- “加大減稅降費力度。強化階段性政策，與制度性安排相結合，放水養魚，助力市場主體紓困發展。今年繼續執行下調增值稅稅率和企業養老保險費率等制度，新增減稅降費約 5,000 億元。前期出臺六月前到期的減稅降費政策，包括免征中小微企業養老、失業和工傷保險單位繳費，減免小規模納稅人增值稅，免征公共交通運輸、餐飲住宿、旅遊娛樂、文化體育等服務增值稅，減免民航發展基金、港口建設費，執行期限全部延長到今年年底。小微企業、個體工商戶所得稅繳納一律延緩到 2021 年。預計全年為企業新增減負超過 2.5 萬億元。要堅決把減稅降費政策落到企業，留得青山，贏得未來。”
- “加快落實區域發展戰略。繼續推動西部大開發、東北全面振興、中部地區崛起、東部率先發展。深入推進京津冀協同發展、粵港澳大灣區建設、長三角一體化發展。”

行業影響：

- **住房不炒定位未變。**工作報告再次強調住房不炒，因城施策，房地產政策方向沒有明顯改變。雖然經濟增速因新冠肺炎急速放慢，但限價限購等措施未見放鬆。事實上，四月份70大城市房價數據顯示房價增速正在加快。4月份70大中城市中有50城新建商品住宅價格環比上漲，3月則為38城；一線、二線和三線城市4月份的房價分別環比升0.2%、0.5%和0.6%，比三月份0.2%、0.3%和0.2%增速有所加快。在房價未有明顯回落這基礎下，限購限價等政策將難以有大幅鬆動機會。
- **減稅降費措施將有助降低物管行業人工成本。**前期出臺六月前到期的減稅降費政策，包括免征中小微企業養老、失業和工傷保險單位繳費，執行期限全部延長到今年年底，有助勞工密集型的物管行業進一步減低人工成本。是次中小微企業免征社保等措施明確獲得延續至年底，一些大型上市物管公司旗下規模較小的區域或城市分公司或能受惠。這亦可能驅使上市物管公司加快收購活動，因小型物管公司將明顯受惠退稅降費政策。按國統局分類，物管公司的營業收入在5,000萬元人民幣以下歸類為中小微企業。

政策 透視

- **西部地區物管公司將繼續受惠西部大開發政策。**工作報告指出繼續推動西部大開發，未來或將有更多利好西部地區經濟的措施。之前財政部公佈，自 2021 年 1 月 1 日至 2030 年 12 月 31 日，對設在西部地區的鼓勵類產業企業減按 15% 的稅率徵收企業所得稅。鼓勵類產業企業是指以《西部地區鼓勵類產業目錄》中規定的產業項目為主營業務，且其主營業務收入占企業收入總額 60% 以上的企業。其中物管行業為鼓勵類產業之一，過去在西部地區一直享受 15% 優惠稅率。市場一直有擔憂西部物管公司如藍光嘉寶(2606 HK)等優惠稅率能否持續，是次政策延續將釋除投資者疑慮。

政策 透視



中國環境保護業/ 替代能源業 分析員吳景荃

相關政策內容：

- 政府工作報告，其中列舉了能源和環保相關要求。
- 能源系統要求：要保障能源安全。推動煤炭清潔高效利用，發展可再生能源，完善石油、天然氣、電力產供銷體系，提升能源儲備能力。推動降低企業生產經營成本，降低工商業電價 5% 政策延長到今年年底。
- 環境保護要求：提高生態環境治理成效。突出依法、科學、精確治污。深化重點地區大氣污染治理攻堅。加強污水、垃圾處置設施建設。加快危化品生產企業搬遷改造。壯大節能環保產業。

行業影響：

- **整體電價影響**。我們認為，國家將持續降低企業生產成本，因此將會加大降低電價的力度。在 2019 年，國家發改委和能源局相繼出臺政策，推動生產成本較高的新能源（如風能，光伏等）“平價上網”，用意是淘汰落後企業，增強行業效率，降低生產成本，最終是降低整體電價水平。我們認為，全國整體電價將趨於下降，以保障下游小微工商業的生存。因此，低生產成本的水力發電運營商將是較為受益的行業，因為它的生產成本是各能源發電中最低的。
- **全國整體發電量影響**。我們認為，國家出臺擴大內需戰略，增加財政赤字，推出 1 萬億元抗疫特別國債，將有助下半年經濟活動及全國發電量的提高。根據國家統計局資料，中國 1-4 月累計發電量達 21388 億千瓦時，同比下降 5%，數據好於今年一季度的同比下降 6.8%，顯示日常生活及生產工作正回復正常。我們預計，若全國在下半年完全恢復正常生產，全年全國發電量有望錄得 2% 的同比增長，國家振興方案的落實，將有助發電量有更高的同比增長。

政策 透視

- **替代能源及可再生能源行業（水電、核電、風電、太陽能等）。**我們認為，國家在推進替代能源行業發展的力度將不會改變。政策方面，強調推動煤炭清潔高效利用，發展可再生能源。我們認為替代能源行業將會持續高速發展，特別是核電和風電。傳統火力發電會帶來空氣污染，而且煤炭屬不可再生的戰略資源，國家將會節約使用；加上煤炭運輸較煩瑣，疫情其間交通的停擺也影響了其發電量。因此可再生能源，如水電，風電，光伏等，以及替代能源如核電等都將在未來獲得長足的發展。
- **污水處理。**我們認為國家在環境治理方面的力度將持續加強。政策方面，強調提高生態環境治理成效。加強污水、垃圾處置設施建設，突顯出國家對生活污水處理的重視。根據城鄉建設部的資料，截至 2018 年年底，全國生活污水排放量達到 620 億噸，同比上升 5.6%。污水處理量達 590 億噸，同比增長達 6.3%。污水處理率達到 94.8%。隨著城鎮化的推進，大城市的人口將會進一步增加，地方政府在污水處理方面的投入也將有所增加。
- **垃圾焚燒。**和污水處理相似，我們認為國家對日常生活垃圾的處理力度也會逐步加強，以提高人民的生活衛生程度。垃圾焚燒是現在世界上較為環保和高效的固體垃圾處理方法，因為它占地面積小，而且不會像填埋一樣污染地下水和周邊環境，但早期在國內因價格較昂貴而被很多地方政府所不接納，但隨著城鎮化的提高，城市人口的急速增加，使垃圾焚燒變得更適合處理城市固體垃圾。根據城鄉建設部的資料，截至 2018 年年底，全國生活固體垃圾產生量達 2.95 億噸，同比增長 4.2%。無害化處理量達到 2.88 億噸，同比增長 5.9%，無害化處理率達 98%；而其中，通過焚燒方式處理的垃圾達到 1.12 億噸，同比增長 20.4%。焚燒方式目前只占無害化處理量的 39%，仍低於填埋處理的 58%，因此未來發展空間仍較大。

政策 透視



中國教育業 分析員潘泓興

相關政策內容：

- 資助以訓穩崗，今明兩年職業技能培訓 3500 萬人次以上，高職院校擴招 200 萬人，要使更多勞動者長技能、好就業。
- 加強鄉鎮寄宿制學校和縣城學校建設，辦好特殊教育、繼續教育，支持和規範民辦教育，幫助民辦幼兒園紓困。推進一流大學和一流學科建設。

行業影響：

- 增加今明兩年的職業技能培訓人次以及高職院校的招生規模將會為行業帶來更多的增長空間；在 2019 年，全國各類高等教育在學總規模 4,002 萬人，假設未來兩年高職院校擴招人數可以達到政府的目標，整體的學生規模增長將會達到 5%。
- 國家繼續強調支持和規範民辦教育，顯示出民辦教育對於國家教育產業發展的重要性；按照在校人數計算，在 2019 年各階段的教育中，幼兒園以及高中階段民辦的比例較高，分別達到 56.2%及 42.8%，而高等教育的民辦比例較低，僅為 6.4%。
- 基於國家在未來兩年將會大力推進職業技能培訓以及高職院校擴招，以及民辦教育在高等教育方面占比較相對低，我們認為，民辦高等教育機構在未來兩年將會有較大的發展空間。

政策 透視



中國消費品業 分析員潘泓興

相關政策內容：

- 政府 2020 年 CPI 目標為 3.5%。
- 通過穩就業促增收保民生，提高居民消費意願和能力；支持餐飲、商場、文化、旅遊、家政等生活服務業恢復發展，推動線上線下融合。
- 深化供給側結構性改革，突出民生導向，使提振消費與擴大投資有效結合、相互促進；重點支持既促消費惠民生又調結構增後勁的“兩新一重”建設，主要是：加強新型基礎設施建設，發展新一代信息網絡，拓展 5G 應用，建設充電樁，推廣新能源汽車，激發新消費需求、助力產業升級。

行業影響：

- 2020 年 CPI 目標比 2019 年的 2.9%高，顯示出 2020 年通脹壓力依然存在；儘管國內的生豬及其他食品價格基本處於下降趨勢，但海外市場的食品供應鏈因新冠肺炎疫情而受到打擊，或會導致海外糧食通脹影響國內的通脹率；我們預期，高通脹率將會降低消費者購買力，為消費市場在新冠肺炎後的復蘇帶來一定的壓力；但高通脹率將會提高部分消費品企業的定價能力。
- 在疫情期間，線上消費模式更加普及，線上線下融合較好的企業體現出較好的抗風險能力；更多的消費品企業將會探索如何融合線上及線下業務，執行能力較差的企業將會被市場淘汰。
- 政府強調要提振消費與擴大投資有效結合、互相促進，但具體措施則側重於基建，顯示出消費市場的復蘇仍具有一定的挑戰；我們認為，經濟增速放緩，以及國內外新冠肺炎疫情的不確定性，影響消費意欲，對行業內的企業增長持續帶來下行壓力。

政策 透視



中國科技/電子商貿業 分析員周秀成

相關政策內容:

- 支持電商、快遞進農村，拓展農村消費。要多措並舉擴消費，適應群眾多元化需求。改革完善跨境電商等新業態扶持政策。
- 支持餐飲、商場、文化、旅遊、家政等生活服務業恢復發展，推動線上線下融合。
- 深入推進大眾創業萬眾創新。發展創業投資，增加創業擔保貸款。深化新一輪全面創新改革試驗，新建一批雙創示範基地，堅持包容審慎監管，發展平臺經濟、共享經濟，更大激發社會創造力。
- 推動製造業升級和新興產業發展。發展工業互聯網，推進智能製造。電商網購、在線服務等新業態在抗疫中發揮了重要作用，要繼續出臺支持政策，全面推進“互聯網+”，打造數字經濟新優勢。
- 深化國際科技合作。加強知識產權保護。

行業影響：

- 總的來說，工作報告對整個新經濟行業發展有利。
- 在抗疫中在線服務等新業態得到快速發展，改變了用戶的在線行為模式，這對行業有結構性的幫助，加速從線下到線上轉移。
- 增加創業擔保貸款令更多初創企業得到資金支持以進一步發展，或在中期導致更多獨角獸企業 (估值 100 億美元以上的初創公司) 的誕生。
- 加強知識產權保護鼓勵科技企業增加科研投入。
- 支持電商、快遞進農村，拓展農村消費跨境電商等新業態扶持政策將對電商平臺有利，特別是在低線城市及農村有優勢的電商平臺。
- 推動線上線下融合對大型互聯網平臺及生活服務平臺有利。
- 創新業態模式如共享經濟往往與現有監管條例有所衝突，故支持新業態新模式發展，這應能幫助理順創新業態模式與監管兩者之間的關係。

政策 透視



中國電信業 分析員黎柏堅

相關政策內容：

- 實施擴大內需戰略，推動經濟發展方式加快轉變
- 加強新型基礎設施建設，發展新一代信息網絡，拓展 5G 應用，建設充電樁，推廣新能源汽車，激發新消費需求、助力產業升級。

行業影響：

- 三大電信運營商將加快5G網絡建設步伐，2020年電信運營商的總資本開支為3,348億元人民幣，同比增長11.7%，當中包括1,803億元人民幣的5G資本開支。國內已建成30萬5G基站，預期2020年5G基站超越60萬。2020年電信運營商將開發5G獨立網絡，以提高網絡速度和傳輸質量。隨著國內市場生產和業務活動的恢復，電信運營商的業務將在第2季度出現反彈。電信運營商將加快5G網絡的發展，計劃於2020年第3季度前達成年終5G的建網目標。
- 5G網絡將帶動信息消費快速增長，可支撐經濟發展，5G網絡的低時延、高速的特性將促進無人機、自動駕駛等領域的應用發展。5G網絡發展將推進工業、娛樂、安全、物聯網等領域的發展，推動消費升級，提高居民生活質量和效率。各企業機構正在積極引入5G技術，加速現代化、智能化、數字化發展。利用5G網絡與高清視頻、VR/AR技術融合，提高質量，並利用人工智能、大數據技術對採集到的信息進行全方位分析，提升管理水平。
- 中國移動 (941 HK)將受惠於5G用戶的增長，中國移動整體的用戶為9.5億，當中5G用戶已達3千萬，預期2020年5G用戶可達1億，5G用戶的上升有利公司發展。中國移動已建成14萬5G基站，覆蓋56個城市，2020年底5G基站規模將超過30萬。中國移動較大的用戶基數，將受惠於規模效應，對公司的利潤率有正面的影響。

政策
透視

推薦股票

公司	編碼	評級	目標價	上升空間 (%)	FY20年 預測 市盈率 (x)	FY21年 預測 市盈率 (x)	FY20年 預測 市賬率 (x)	FY21年 預測 市賬率 (x)	FY20年 預測 收益率 (%)	FY21年 預測 收益率 (%)
農業銀行	1288 HK	買入	HK\$4.9	55.9	4.7	4.5	0.5	0.5	6.7	7.0
建設銀行	939 HK	買入	HK\$8.9	42.6	5.2	5.0	0.6	0.6	5.9	6.1
雅生活	3319 HK	買入	HK\$51.4	20.1	30.4	22.0	7.4	6.3	1.6	2.3
中國奧園	3883 HK	買入	HK\$11.1	25.9	3.6	2.6	1.1	0.9	8.3	11.7
中廣核	1816 HK	買入	HK\$2.2	18.9	8.4	8.3	0.9	0.8	4.2	4.2
中國長江 電力	600900 CH	買入	RMB 20.0	17.5	16.6	13.8	2.4	2.2	3.9	4.7
萬洲國際	288 HK	買入	HK\$9.6	44.4	8.1	6.9	1.3	1.13	5.0	5.7
雙匯	000895 CH	買入	RMB44.8	12.2	24.2	19.6	5.8	5.3	2.91	3.6
中教控股	839 HK	買入	HK\$15.2	12.3	28.8	21.6	3.3	3.0	1.5	1.4
騰訊	700 HK	買入	HK\$500.0	14.8	31.9	25.5	7.2	5.8	0.3	0.4
阿里巴巴	9988 HK	買入	HK\$254.0	23.2	29.7	23.5	5.7	4.6	-	-
申萬宏源	6806 HK	買入	HK\$3.0	56.3	6.7	5.5	0.5	0.5	4.4	4.9
中國移動	941 HK	買入	HK\$82.0	40.8	9.6	9.5	0.9	0.9	5.7	5.7
中興通訊	763 HK	買入	HK\$29.0	30.6	17.7	13.7	2.8	2.4	0.0	0.0

来源：彭博、農銀國際證券預測

政策
透視

農銀國際分析員



研究部主管 - 陳宋恩
philipchan@abci.com.hk



更多研究報告



宏觀經濟 - 姚少華
yaoshaohua@abci.com.hk



中國銀行業 - 歐宇恒
johannesau@abci.com.hk



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



中國房地產業 - 董耀基
kennethtung@abci.com.hk



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



中國教育業/消費品業 - 潘泓興
paulpan@abci.com.hk



中國電信業 - 黎柏堅
rickylai@abci.com.hk



權益披露

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

權益披露

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

陳宋恩持有農業銀行(1288 HK) 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	負市場回報 (-10%) \leq 股票投資回報 $<$ 市場回報(+10%)
賣出	股票投資回報 $<$ 負市場回報(-10%)

注：股票收益率=未來 12 個月股票價格預期百分比變化+總股息收益率

市場回報率=自 2008 年以來的平均市場回報率(恒指總回報指數於 2008-19 年間的年複合增長率為 10%)

目標價的時間範圍：12 個月

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

免責聲明

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

版權所有 2020 年農銀國際證券有限公司

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

辦公地址： 香港中環幹諾道中 50 號中國農業銀行大廈 10 樓農銀國際證券有限公司
電話： (852)3666 0002