



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABC SECURITIES COMPANY LIMITED

# 2019年下半年 经济展望及 投资策略

农银国际中国/香港证券研究

## 货币宽松周期 又将来临





# 目录

2019年下半年全球经济展望	4	陈宋恩 (研究部主管) 投资策略 philipchan@abci.com.hk 852-2147 8805
2019年下半年中国经济展望	8	
2019年下半年投资策略	13	姚少华 (经济师) 经济展望 yaoshaohua@abci.com.hk 852-2147 8863
香港 IPO 市场	22	
中国银行业 - 正面	24	欧宇恒 (分析员) 中国银行业 johannesau@abci.com.hk 852-2147 8802
中国证券业 - 中性	28	
中国房地产业 - 正面	31	周秀成 (分析员) 中国证券业 / 中国互联网媒体与消费商业 stevechow@abci.com.hk 852-2147 8809
中国替代能源业 - 正面	36	
中国环保业 - 正面	39	
中国互联网媒体与消费商业 - 正面	44	董耀基 (分析员) 中国房地产业 kennethtung@abci.com.hk 852-2147 8311
中国电信业 - 正面	48	
中国教育业 - 中性	53	吴景荃 (分析员) 中国环保业 / 替代能源业 kelvinng@abci.com.hk 852-2147 8869
中国消费品业 - 中性	58	
于 2019 年 7 月 8 日发布 除另有指明外,数据截至 2019 年 6 月 21 日		潘泓兴 (分析员) 中国教育业 / 中国消费品业 paulpan@abci.com.hk 852-2147 8829
		黎柏坚 (分析员) 中国电信业 rickylai@abci.com.hk 852-2147 8895





# 全球经济展望

经济师姚少华



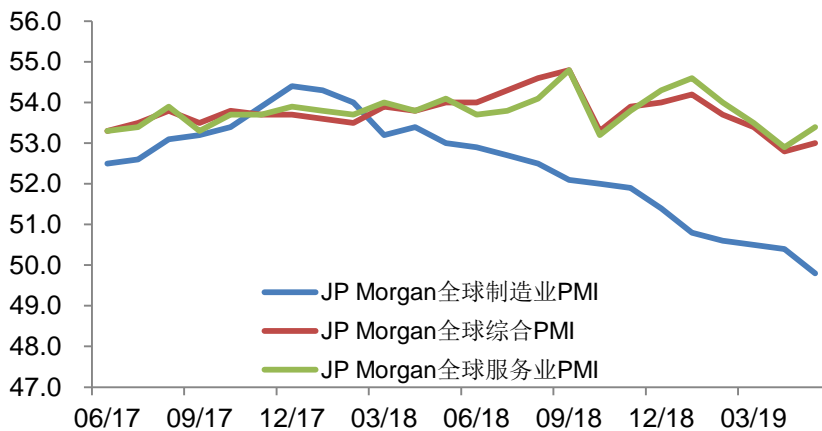
## 2019 年下半年全球经济展望

- 受累于全球贸易摩擦升温、政策的高度不确定性，以及企业与消费者信心回落，年初以来全球经济复苏放缓。虽然全球主要经济体在今年第 1 季 GDP 增长普遍超预期，但最近宏观数据显示主要经济体在第 2 季经济活动减速
- 年初至今全球通胀水平因经济增长疲弱和能源价格回落保持温和水平。由于工资增长疲弱，撇除食品及能源价格外的核心通胀整体上亦维持温和态势
- 展望未来，有见于全球贸易摩擦或升温，以及经济和政治政策的高度不确定性，我们预期今年下半年及明年全球经济增长或逐步放慢
- 我们预期 2019 年美国、中国、欧元区、日本及英国的经济分别增长 2.5%、6.2%、1.2%、0.7%及 1.2%，2020 年则分别增长 1.9%、6.0%、1.4%、0.6%及 1.2%，相比而言，上述国家在 2018 年经济分别增长 2.9%、6.6%、1.8%、0.8%及 1.4%

### 全球经济增长动力减弱

受累于全球贸易摩擦升温、政策的高度不确定性，以及企业与消费者信心回落，年初以来全球经济复苏放缓。如图 1 所示，JP Morgan 全球制造业 PMI 和服务业 PMI 指数在 2019 年前五个月略有回落，显示全球经济增长有放缓迹象。全球贸易活动亦因贸易摩擦升温转弱。WTO 公布的世界贸易展望指标在 5 月份回落至 96.3 的收缩区间，特别是分项指标出口订单指数仍处于 96.6 的较低水平，显示全球贸易正失去增长动力。全球资本市场对经济增长动能减弱已有反应，投资者减少风险资本持有比例，今年 5 月以来全球主要股票市场均有回落。

图表 1: JP Morgan 全球 PMI 指数(%)



来源: 彭博、农银国际证券

虽然全球主要经济体在今年第 1 季 GDP 增长普遍超预期，但上述增速在一定程度上被各种因素所扭曲。举例来说，今年首季美国经济按年增长 3.2%<sup>1</sup>，快过去年第 4 季 3.0%的增速(图表 2)。然而，由于担忧中美贸易摩擦升级，不少美国企业提前进口和增加库存，导致首季经济增速被夸大。日本经济增速在首季加快主要因为商品和服务进口的大幅收缩所致，而其出口和内需从去年第 4 季已开始恶化。此外，最近宏观数据显示主要经济体在第 2 季经济活动减速。

<sup>1</sup>除另有指明外，本报告列示的变动比率均为按年变化

图表 2: 全球主要经济体 GDP 增长 (%)

实质 GDP 按年增长	2018 年	4Q18	1Q19
美国	2.9	3.0	3.2
中国	6.6	6.4	6.4
欧元区	1.8	1.2	1.2
日本	0.8	0.3	0.9
英国	1.4	1.4	1.8

来源:彭博、农银国际证券

年初至今全球通胀水平因经济增长疲弱和能源价格回落保持温和水平。由于工资增长疲弱，撇除食品及能源价格外的核心通胀整体上亦维持温和态势。虽然失业率大幅改善，但大多数发达经济体的核心通胀未达到央行目标。在新兴经济体中，大多数因经济增速放缓导致核心通胀低于 2% 水平。然而，少数新兴经济体因货币贬值部分抵消了能源价格回落所引致的通胀下行压力。

由于全球通胀低迷及经济增长放缓，年初至今全球主要央行的货币政策基本维持宽松取态。美联储于今年上半年维持联邦基金目标利率在 2.25% 至 2.50% 区间不变，并开始逐步减少其资产负债表缩减规模，直至今今年 9 月完全停止缩表。在 6 月份货币政策会议上，欧洲央行推迟了加息的时点，并将利率维持在历史低点。英伦银行及日本央行继续维持其宽松货币政策立场，并保持利率水平不变，而中国人民银行的货币政策从之前的中性偏紧转为中性偏松。

#### 今年下半年及明年全球经济增长或逐步放慢

展望未来，有见于全球贸易摩擦或升温，以及经济和政治政策的高度不确定性，我们预期今年下半年及明年全球经济增长或逐步放慢。在 4 月的全球贸易预测里，WTO 预测 2019 年全球货物贸易量增速将由 2018 年的 3.0% 降至 2.6%，在 2020 年回升至 3.0%。根据世界银行 2019 年 6 月发布的《全球经济展望》预计，2019 年及 2020 年全球经济增长将由 2018 年的 3.0% 分别放慢至 2.6% 及 2.7% (图表 3)。

我们预期美国经济 2019 年及 2020 年分别增长 2.5% 及 1.9%，较 2018 年 2.9% 的增速为慢。美国近期上调中国商品关税以及中国的对应反击行为将拖累美国的内外需求。财政刺激政策的消退以及劳动力增速放缓亦将拖累经济增速。货币政策方面，随着中美贸易冲突持续导致经济前景转弱，如果美国维持对中国进口的 2500 亿美元商品 25% 的关税水平不变，我们预期美联储在今年余下时间减息 1 次，并在明年减息 2 次。然而，如果美国决定对中国余下的 3000 亿美元加征 25% 的关税，我们预期美联储将在今年余下时间减息 2 次，并在明年继续减息 3 次。另一方面，如果美国削减对中国的关税规模或税率，美联储或在今年余下时间及明年维持利率不变。

随着中美贸易摩擦升温、制造业投资与生产疲弱以及房地产市场降温，我们将中国经济 2019 年及 2020 年的增长预测从之前估计的 6.3% 及 6.1% 分别下调至 6.2% 及 6.0%。此外，有见于通胀压力较温和以及经济下行压力增加，我们预期人民银行在今年下半年及明年或再分别宣布定向下调 RRR 两次以及三次。我们预期今年下半年及明年人民银行将维持基准利率稳定，但如果中美贸易摩擦进一步升级，我们不排除人民银行将宣布降息。

受贸易疲弱及内需回落影响，我们预计欧元区 2019 年及 2020 年的经济增长或由 2018 年的 1.8% 分别减慢至 1.2% 及 1.4%。根据欧洲央行的 6 月份货币政策会议，有见于欧元区疲弱的经济增长前景，我们预期欧洲央行在 2019 年余下时间和 2020 年将维持利率不变。欧洲央行将再为商业银行提供大量的低成本资金来支持经济增长。此外，由于英国无序脱欧的可能性上升，我们预期英国经济在 2019 年和 2020 年均增长 1.2%，较 2018 年 1.4% 的增速回落。

受累于外需回落及全球贸易保护主义升温，以及企业投资增长疲弱，我们预计日本 2019 年及 2020 年的经济增长或由 2018 年的 0.8% 分别回落至 0.7% 及 0.6%。2019 年 10 月开始上调的消费税亦将拖累经济增长。有见于通胀前景仍疲弱及当前通胀水平远低于日本央行 2% 的目标，我们预期 2019 年余下时间和 2020 年日本的超宽松货币政策或维持不变。

**图表 3: 全球主要经济体 GDP 增长预测 (%)**

实质 GDP 按年增长	2018 年	2019 年预测	2020 年预测
美国	2.9	2.5	1.9
中国	6.6	6.2	6.0
欧元区	1.8	1.2	1.4
日本	0.8	0.7	0.6
英国	1.4	1.2	1.2
世界	3.0*	2.6*	2.7*

来源: 世界银行、彭博、农银国际证券预测

注释: \*代表世界银行的估计及预测





# 中国经济展望

经济师姚少华

## 2019年下半年中国经济展望

- 近期经济数据显示中国经济在今年第 2 季开始放缓，主要因为中美贸易摩擦升温、制造业活动放缓以及工业企业盈利恶化
- 有见于中美贸易摩擦升级、制造业投资与生产疲弱以及房地产市场降温，我们将中国经济 2019 年及 2020 年的增长预测从之前估计的 6.3%及 6.1%分别下调至 6.2%及 6.0%。然而，我们认为中央政府推行的宽松财政政策及中性偏松的货币政策将防止经济大幅下滑
- 货币政策方面，我们预期人民银行将继续维持中性偏松的货币政策以稳定经济增长。随着通胀压力较温和以及经济下行压力增加，我们预期人民银行在今年下半年及明年或再分别宣布定向下调 RRR 两次以及三次。我们预期今年下半年及明年人民银行将维持基准利率稳定，但如果中美贸易摩擦进一步升级，我们不排除人民银行将宣布降息
- 我们预期中央政府将采用更为积极的财政政策来稳定增长，政策措施主要集中于减税降费、加速基建投资以及出台鼓励消费的政策

### 中国经济增长动力减弱

近期经济数据显示中国经济在今年第 2 季开始放缓，主要因为中美贸易摩擦升温、制造业活动放缓以及工业企业盈利恶化。4 月份与 5 月份工业产出、固定资产投资、零售销售以及出口增速不仅低于市场预期，亦从今年第 1 季明显放缓。

受累于 PPI 低企以及出口增速疲弱，工业产出继今年第 1 季增长 6.5%<sup>2</sup>后，4 月份及 5 月份分别放缓至 5.4%及 5.0%。4 月份与 5 月份发电量分别增长 3.8%及 0.2%，而今年第 1 季增长 4.2%。涵盖 31 个行业大类的制造业 PMI 指数由 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 月份工业企业实现利润增速亦由 3 月份的 13.9%大幅放缓至-3.7%。

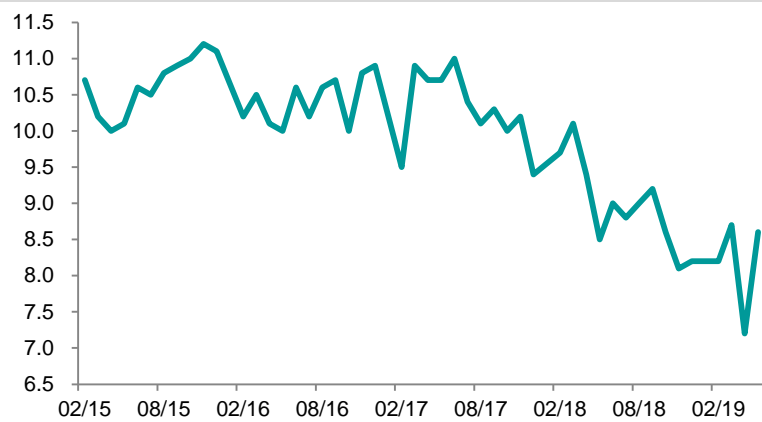
内需方面，消费支出及固定资产投资增速均显着减慢。4 月份及 5 月份零售销售增长分别为 7.2%及 8.6%，而今年第 1 季增长 8.3%，主要因为居民房贷大幅上升挤压了消费增长以及汽车购置税优惠措施退出导致汽车消费增速大幅放缓(图表 1)。由于制造业以及基建固定资产投资减慢，4 月份与 5 月份单月整体城镇固定资产投资增速由今年第 1 季的 6.3%分别回落至 5.7%与 4.4%(图表 2)。

外需方面，由于中美贸易摩擦升温，4 月份与 5 月份出口及进口增速均保持疲弱(图表 3)。以美元计价，4 月份与 5 月份出口分别增长-2.7%与 1.1%，略低于今年第 1 季的 1.4%增速。4 月份与 5 月份进口增速亦保持疲弱，分别增长 4.0%与-8.5%，而今年第 1 季增长-4.8%。

<sup>2</sup>除另有指明外，变动比率均为按年变化

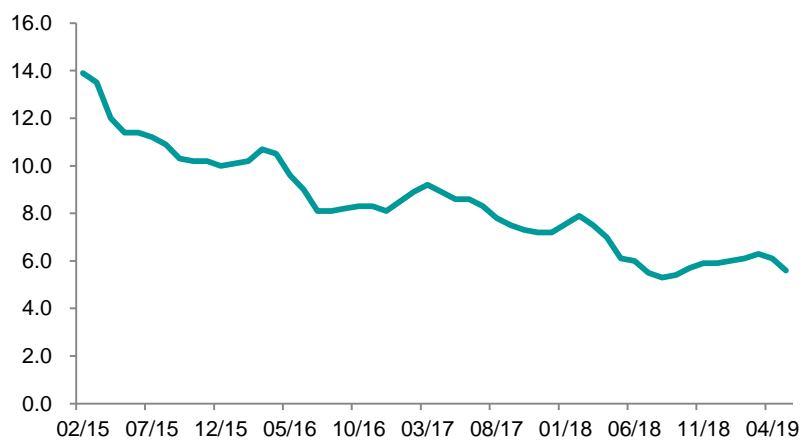


图表 1: 中国零售销售增长(%)



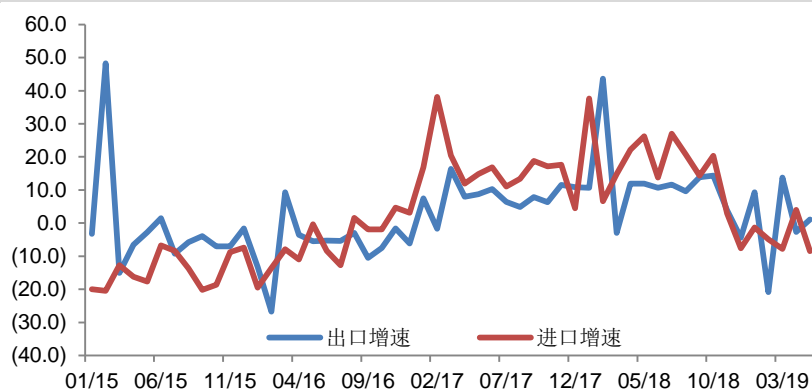
来源: 国家统计局、农银国际证券

图表 2: 中国城镇固定资产投资年初至今增长(%)



来源: 国家统计局、农银国际证券

图表 3: 中国出口及进口增长 (%)



来源: 中国海关、农银国际证券

通胀在 4 月份与 5 月份略微反弹。由于食品价格回升, 4 月份与 5 月份 CPI 由今年第 1 季的 1.8% 分别反弹至 2.5% 及 2.7%。此外, 由于某些工业品价格反弹, 4 月份与 5 月份 PPI 分别回升至 0.9% 及 0.6%, 而今年第 1 季仅上升 0.2%。

货币政策方面, 2019 年年初至今人民银行采用了中性偏松的态势, 以期稳定经济增长。2019 年 1 月及 5 月人民银行多次实施定向降准来降低实体经济融资成本, 特别是对中小企业及民营企业。尽管人民银行维持基准利率不变, 但政府国债利率等市场利率水平趋于回落。5 月份广义货币供给(M2)的增速由 2018 年 12 月份的 8.1% 反弹至 8.5%, 2019 年首 5 个月衡量实体经济从金融体系获得资金多寡的社会融资规模增量亦从去年同期的 8.584 万亿元人民币升至 10.963 万亿元人民币。

## 2H19/2020 年经济增长或略微放缓

尽管今年第 1 季 GDP 录得强劲增长, 但基于以下原因, 我们相信未来数季中国经济或略微放缓, 不确定性亦大幅上升。

首先, 近期中美贸易摩擦再度升温或拖累出口增速。美国已经对从中国进口的约 2500 亿美元产品加征 25% 的关税, 同时威胁将对剩余的 3000 亿美元的中国商品加征关税。如果上述极端的情况发生的话, 我们假定中国出口到美国的商品价格弹性为中性, 即价格弹性系数为 1, 中国大约会减少对美国 1375 亿美元的商品出口, 大约占 2018 年中国总出口额的 5.5%。此外, 2018 年中国 92% 的贸易盈余来自于美国, 短期内很难找到另一经济体来替代美国的地位。

其次, 有见于低基数效应逐步减退及大宗商品价格走势回软, 未来数季 PPI 通胀或放缓, 此将降低制造业部门的投资回报和削弱制造业的投资意欲。此外, 中美贸易摩擦持续以及全球经济放缓或拖累制造业产出以及工业企业利润增长。

第三, 在房地产调控措施升温下, 房地产投资以及销售或放缓, 这将拖累与房屋装修相关的零售销售增长。实际上, 5 月份房地产销售面积和销售金额分别下跌-5.5% 及增长 0.3%, 而 4 月份分别上升 1.2% 及 14.1%。



整体来说，有见于中美贸易摩擦升温、制造业投资与生产疲弱以及房地产市场降温，我们将中国经济 2019 年及 2020 年的增长预测从之前估计的 6.3%及 6.1%分别下调至 6.2%及 6.0%(图表 4)。然而，我们认为中央政府推行的宽松财政政策及中性偏松的货币政策将防止经济大幅下滑。

货币政策方面，我们预期人民银行将继续维持中性偏松的货币政策以稳定经济增长。随着通胀压力较温和以及经济下行压力增加，我们预期人民银行在今年下半年及明年或再分别宣布定向下调 RRR 两次以及三次。我们预期今年下半年及明年人民银行将维持基准利率稳定，但如果中美贸易摩擦进一步升级，我们不排除人民银行将宣布降息。汇率方面，由于美国或降息，我们预期 2019 年年底美元兑人民币在岸现货价或为 6.8000 左右，而 2020 年年底预计为 6.7000。

我们预期中央政府将采用更为积极的财政政策来稳定增长，政策措施主要集中于减税降费、加速基建投资以及出台鼓励消费的政策。6 月 10 日中央政府宣布允许将地方政府专项债券作为符合条件的重大基建项目的资本金。此外，6 月 6 日国家发改委出台了支持消费的实施方

图表 4：经济预测

经济指标	2018 年	2019 年预测	2020 年预测
实质 GDP 增长, %	6.6	6.2	6.0
固定资产投资增长, %	5.9	5.4	5.1
零售销售增长, %	9.0	8.2	8.0
以美元计出口增长, %	9.9	2.0	1.0
以美元计进口增长, %	15.8	3.0	2.0
工业产出增长, %	6.2	5.7	5.5
消费物价通胀, %	2.1	2.4	2.0
生产物价通胀, %	3.5	0.3	0.5
M2 增长, %	8.1	8.5	8.5
社会融资规模增量, 十亿人民币	19,260	21,000	23,000
新增人民币贷款, 十亿人民币	16,170	17,500	19,000
年底每美元兑人民币在岸现货价	6.8785	6.8000	6.7000

来源: 国家统计局、中国人民银行、农银国际证券预测



# 投资策略

陳宋恩

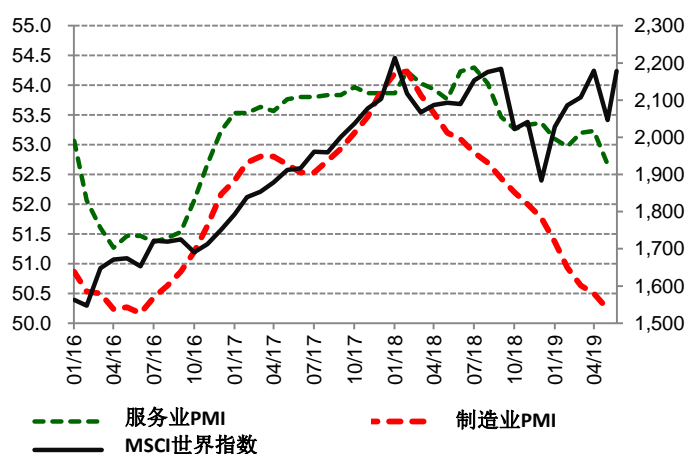


## 2019 年下半年投资策略

### 利率周期即将逆转

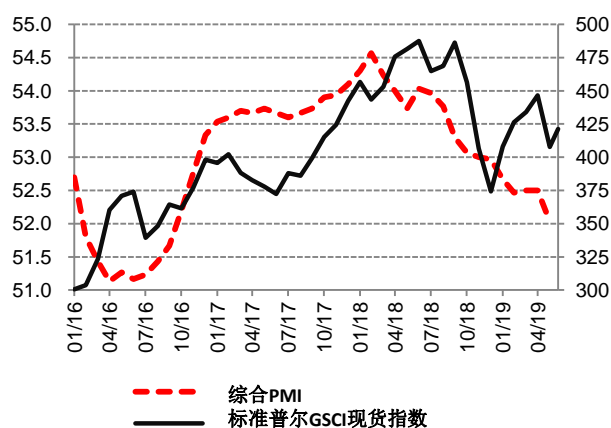
尽管全球经济基本面正在减弱，但受流动性和投机新财政或货币刺激措施的推动，股市指数在上半年有所上升。MSCI 世界指数年初至今已上涨约 15%，标准普尔 GSCI 现货指数年初至今已上涨约 13%。相比之下，全球制造业 PMI 和服务业 PMI 自 2018 年初以来持续走弱。上升的指数反映了对主要发达国家政府将实施各种财政或货币扩张措施以支持增长的看涨预期。如果预期的财政或货币刺激措施被推迟或比预期温和，那么全球股票和商品市场的修正风险将在下半年和 2020 年提升。

图表 1:全球制造业和服务业 PMI (左轴) vs. MSCI 世界指数 (右轴) - 制造业服务业 PMI 呈下降趋势，但 MSCI 世界指数呈上升趋势



备注:我们使用 PMI 的 3 个月移动平均线来表达趋势  
来源: 彭博、IHS Markit

图表 2 :全球综合 PMI (左轴) vs. 标准普尔 GSCI 现货指数(右轴) - 综合 PMI 呈下降趋势，但商品指数则没有



备注:我们使用 PMI 的 3 个月移动平均线来表达趋势  
来源: 彭博、IHS Markit

推动服务业缓解制造业放缓可能是稳定经济风险的有效方法之一。主要工业国家制造业采购经理人指数的高度统计相关性表明全球制造业供应链高度一体化。持续中美贸易冲突以及美国与欧洲和日本之间贸易摩擦不断升级的风险将对全球制造业产生不利影响。相反，全球非制造业的相关性统计较低。我们预计包括中国在内的主要经济体政府将加强服务业对经济增长的贡献，以抵消制造业方面的下行风险。2019-2020 年服务业前景比制造业更为有利。我们预计中国将持续鼓励对教育、体育休闲、医疗保健、铁路和高速公路运输等第三产业的投资。

图表 3:主要经济体的 PMI 相关性 - 制造业的相关性高, 而非制造业的相关性低

制造业 PMI	主要经济体					非制造业 PMI	主要经济体				
	美国	中国	欧元区	日本	英国		美国	中国	欧元区	日本	英国
美国	1.00	0.47	0.60	0.74	0.35	美国	1.00	0.26	0.25	0.32	0.07
中国	0.47	1.00	0.77	0.63	0.61	中国	0.26	1.00	0.52	0.32	0.27
欧元区	0.60	0.77	1.00	0.79	0.66	欧元区	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
英国	0.35	0.61	0.66	0.54	1.00	英国	0.07	0.27	0.53	0.20	1.00

备注:基于 36 个月数据的相关性, 至 2019 年 5 月

来源: 彭博、国家统计局、IHS Markit、农银国际证券

图表 4:中国的 PMI 相关性 - 制造业与非制造业之间的相关性较低

PMI	行业	统计局 PMI				非制造业	服务	建筑	财新 PMI	
		制造业	大企业	中企业	小企业				制造	服务
统计局	制造	1.00	0.88	0.70	0.59	0.57	0.49	0.37	0.73	0.09
	大企业	0.88	1.00	0.34	0.28	0.51	0.46	0.37	0.76	0.09
	中企业	0.70	0.34	1.00	0.46	0.39	0.37	0.11	0.36	0.03
	小企业	0.59	0.28	0.46	1.00	0.42	0.26	0.42	0.35	0.10
	非制造	0.57	0.51	0.39	0.42	1.00	0.86	0.49	0.42	0.16
	服务	0.49	0.46	0.37	0.26	0.86	1.00	0.09	0.38	0.13
	建筑	0.37	0.37	0.11	0.42	0.49	0.09	1.00	0.33	0.17
财新	制造	0.73	0.76	0.36	0.35	0.42	0.38	0.33	1.00	0.30
	服务	0.09	0.09	0.03	0.10	0.16	0.13	0.17	0.30	1.00

备注:根据 2014 年 1 月至 2019 年 5 月的 PMI 数据的相关性

来源: 彭博、国家统计局、IHS Markit、财新、农银国际证券

图表 5 :中国固定资产投资(同比) - 追踪资本流动方向, 以确定可能表现优异的行业

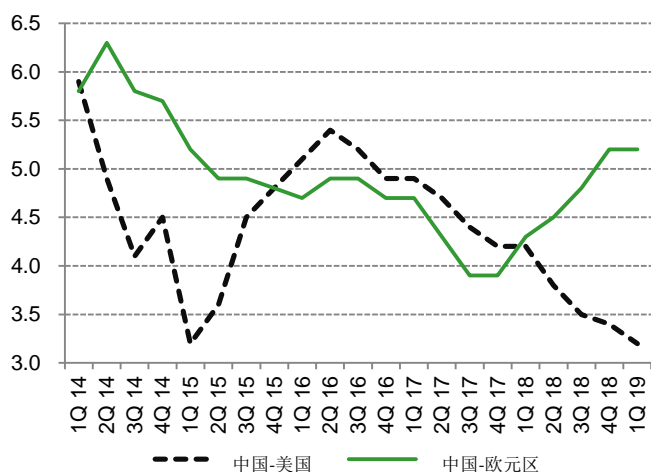
	2018	1-5 / 2019
<b>第二产业</b>	<b>6.2%</b>	<b>3.2%</b>
制药业	4.0%	8.1%
<b>第三产业</b>	<b>5.5%</b>	<b>7.1%</b>
公路运输	8.2%	6.2%
铁路运输	(5.1%)	15.1%
文化, 运动和休闲	21.2%	20.0%
教育	7.2%	15.4%
健康与社会工作	8.4%	5.2%

来源:国家统计局

中国与美国/欧元区之间的增长差距将扩大, 推动全球基金增加中国的资产配置。中美 GDP 增长差距从 2016 年第二季度的 5.4 个百分点缩小至 2019 年第一季度的 3.2 个百分点。过去 11 个季度的增长差距缩小, 削弱了中国市场对美国投资者的吸引力。由于美联储预计 2019 年第四季度 GDP 增速将放缓至 2.1%, 我们预计 2019 年第四季度中美 GDP 增长差距将回升至 4.0 个百分点以上。与此同时, 世界银行预测, 中美经济增长差距将从 2019 年的 3.7 个百分点扩大到 2020 年的 4.4 个百分点。由于欧元区经济增长疲弱, 中国与欧元区 GDP 增长差距已从 2017 年第 4 季度的 3.9 个百分点扩大至 2019 年 1 季度的 5.2 个百分点, 中国市场对欧元区投资者的吸引力增强。世界银行预测, 2019 年中欧经济增长差距将达到 5.0 个百分点, 2020 年将达到 4.7 个百分点。

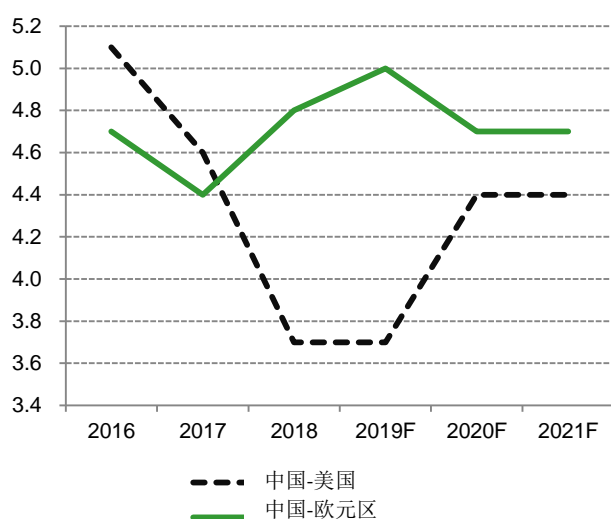


图表 6:中国相对于美国和欧元区的季度实际 GDP 增长率(百分点):中美 GDP 增长差距正在缩小,而中欧 GDP 增长差距正在扩大



来源:彭博、国家统计局

图表 7:中国相对于美国和欧元区的实际 GDP 增长率(百分点):中美 GDP 增长差距的缩小趋势在 2019 年停止,预计将在 2020 年逆转



来源:国家统计局、世界银行

**新一轮货币宽松政策即将到来。**由于经济动力减弱,预计美国和欧元区的货币政策将在下半年或 2020 年放松。自 5 月份以来,美联储放缓了资产负债表减缩的步伐,并将在 2019 年 9 月停止缩表。与此同时,欧洲央行计划从 2019 年 9 月至 2021 年 3 月推出一系列新的目标长期再融资操作(TLTRO III)。美国和欧元区的流动性供应将在 2019 年第 4 季度开始增加,并且在 2020-21 年将对资本市场产生积极影响。日本将在 2019 年 10 月将销售税从 8%提高到 10%;预计日本 2020 年将采取进一步的货币刺激政策,以减轻一些由此带来的负面影响。中国将保持其货币供应增长符合名义 GDP 增长。

图表 8:主要中央银行总资产变动情况 - 全球经济受 2018 年和 2019 年上半年主要央行缩减或放缓资产负债表增长的影响

中央银行	2017 末(同比)	2018 末(同比)	5/2019 (年初至今)
人民银行	5.6%	2.6%	(3.6%)
美联储	(0.1%)	(8.4%)	(5.7%)
欧洲央行	22.1%	4.4%	0.4%
日本央行	9.4%	5.9%	2.7%

来源:彭博、人民银行、美联储、欧洲央行、日本央行、农银国际证券

**全球利率周期的下行趋势将于 2019 年下半年开始。**我们认为通胀风险下降是利率下行周期的先决条件之一。中国、美国和欧元区的核心通胀率在 2019 年上半年下降。我们认为,2019 年通胀风险降低将为主要央行在下半年降低名义利率提供空间。6 月份,美联储表示目前的联邦基金利率与 2.5%的长期目标利率一致,这意味着利率周期已达到顶峰,并将很快进入下行周期。即将到来的欧元区 TLTRO III 将降低该地区的利率上行风险。在中国,2019 年的政府工作报告也表达了降低实际利率以支持经济增长。因此,任何内部或外部政治政策错误(如全球主要商品供应链中断、进口关税大幅增加等因素)导致 2019 年下半年或 2020 年核心通胀率急剧反弹将会大幅降低央行降低名义利率的空间。自 2014 年以来,美国非金融企业积极增加杠杆率。标准普尔 500 指数中非金融企业的净债务/ EBITDA 比率从 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。由于预计 2019 - 2020 年美国经济增长放缓将提升金融风险,因此这些企业更倾向于看到更早和更大幅度地降低贷款利率。

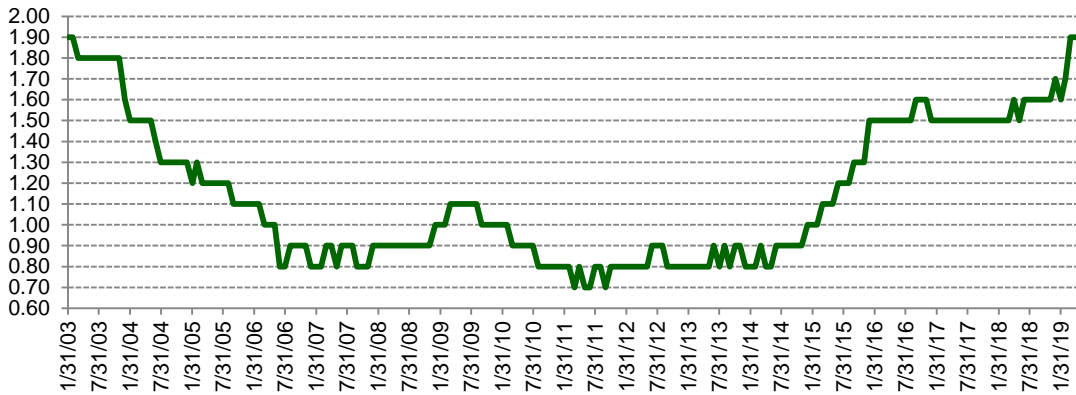
图表 9:核心通胀率(不包括燃料和食品)- 核心通胀率下降为中央银行放松货币政策提供了更有利的条件

同比%	6/2018	12/2018	5/2019
中国	1.9	1.8	1.6
美国	1.95	1.95	1.57*
欧元区	1.0	0.9	0.8

\* 2019 年 4 月的数据

来源:彭博、国家统计局、商业部经济分析局(美国)、欧洲统计局

图表 10:标准普尔 500 指数非金融公司的净债务与 EBITDA 比率(x) - 目前美国企业的财务风险高于 2007 - 08 年的金融危机,促使他们游说美国政府或监管机构降低贷款利率。预计 2019 - 20 年美国经放缓可能是另一场金融危机的催化剂



来源:彭博、标普 500 非金融指数



## 香港股市前景

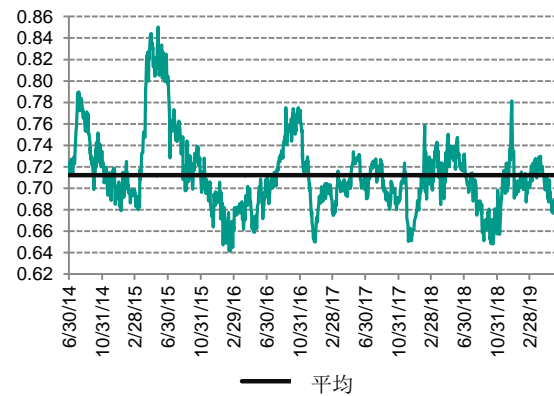
**相对估值:**如果收益率差距(恒生指数股息收益率减去香港政府债券收益率)超过 2.5 个百分点,对于追求收益率投资者应考虑积累蓝筹股。目前,收益率差距约为 1.8 个百分点,与 750 天的收益率差距均值一致。恒生指数 2019 年预测市盈率较道琼斯指数 2019 年预测市盈率折让 32%。恒生指数的估值较低是由于每股盈利增长减弱所致。市场预计 2019 年恒生每股盈利同比下降约 2%;然而,市场预计道琼斯指数的每股盈利同比增长约 3%。2019 年蓝筹股的低利润增长将鼓励投资者减少风险资产的持有量权重。

**图表 11:恒生股息收益率减去 10 年期香港政府债券收益率 (%) - 当前收益率差距不足以吸引追求收益率投资者大幅增加持有蓝筹股**



750 天的收益率差距 (yield gap) 均值: 1.817%  
来源:彭博、农银国际证券

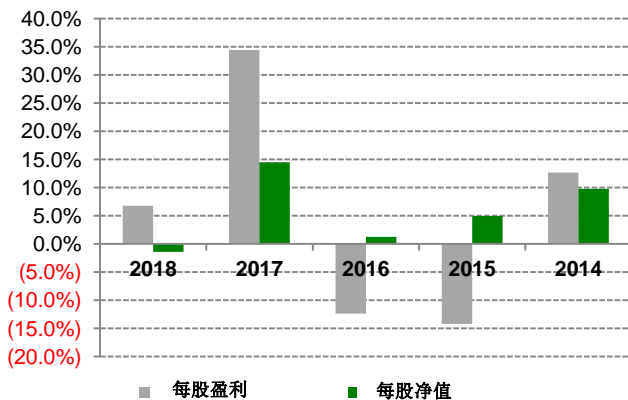
**图表 12:恒指预期市盈率 / 道指预期市盈率 - 折让越深, 香港蓝筹股对美国蓝筹股的相对估值越低**



5 年平均比率: 0.712  
来源:彭博、农银国际证券

**盈利前景:**资本市场在向下修正恒生指数、道琼斯指数和欧洲斯托克 50 指数蓝筹股的盈利前景。对 2019 年蓝筹股盈利前景的下调表明资本市场认为预期的负面因素将持续较长时间。

**图表 13:恒生每股盈利 (EPS)及每股净值 (NBV)(同比变动) - 每股盈利和每股净值的相反变化增加了价值驱动型投资者的投资风险**



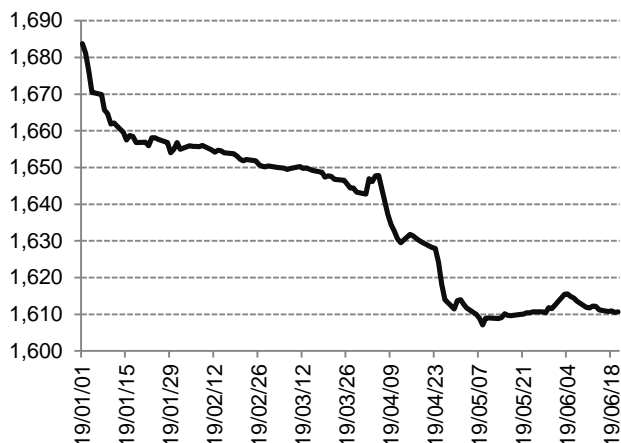
来源:彭博、农银国际证券

**图表 14:市场预测恒指 2019 年每股盈利(港元)- 市场向下修正香港蓝筹股的盈利前景**



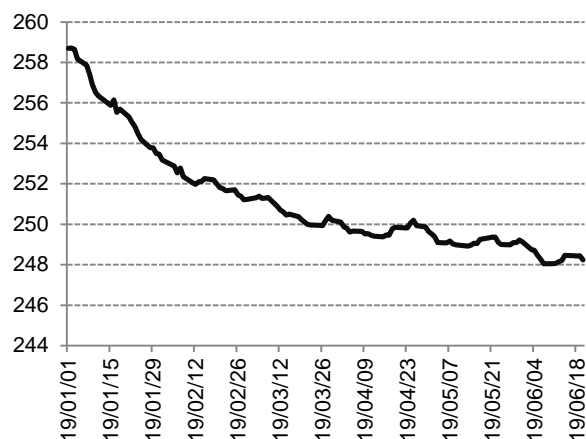
来源:彭博、农银国际证券

图表 15:市场预测美国道琼斯指数 2019 年每股盈利 (US\$)  
市场向下修正美国蓝筹股的盈利前景



来源:彭博、农银国际证券

图表 16:市场预测 Euro Stoxx 50 指数 2019 年每股盈利 (Euro)  
-市场向下修正欧元区蓝筹股的盈利前景



来源:彭博、农银国际证券

### 恒生指数 (HSI)

2019 年上半年, 恒生指数在 24,896.87-30,280.12 之间交易, 这范围符合我们的早期预测今年交易区间在 24,488-31,637 之间(请参阅 2018 年 12 月发布的 2019 年经济展望和投资策略报告)。我们假设滞胀风险(即低经济增长但高通胀)将是微乎其微的, 主要央行将能够适当调整其货币政策以缓冲下行经济风险。鉴于未来几年蓝筹股的最新盈利前景及预期平均股本回报率, 我们将恒生指数估值的高端设定为 12.0 倍 2019 年预测每股盈利及指数估值的低端为 1.0-1.05 倍 2019 年预测每股净账面值。我们将 2019 年下半年的恒指交易区间预测调整为 24,259-30,411。我们对 2020 年恒指交易区间的预测为 24,839-32,788。主要的下行风险将是政策错误和供应中断(例如贸易不和、石油危机等)导致的滞胀风险激增。相反, 主要的上行风险将是主要央行的货币扩张政策造成的流动性供过于求, 以及这些政策比预期更有效并且更早实施。

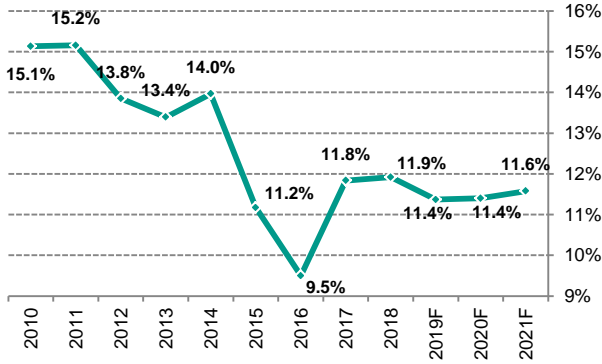
图表 17:恒生指数预测 2019 年下半年 - 2020 年

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

来源:彭博、农银国际证券预测

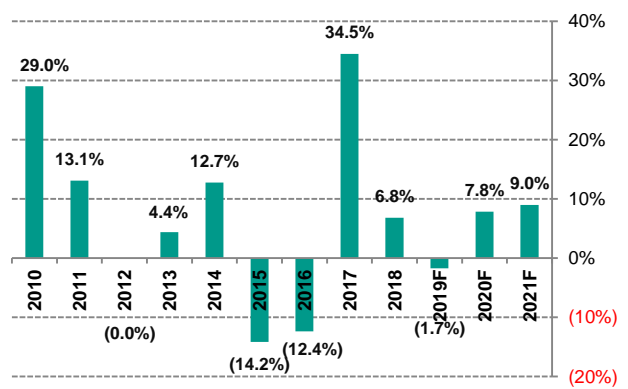
# 香港蓝筹股

图表 18:恒生指数平均权益回报率



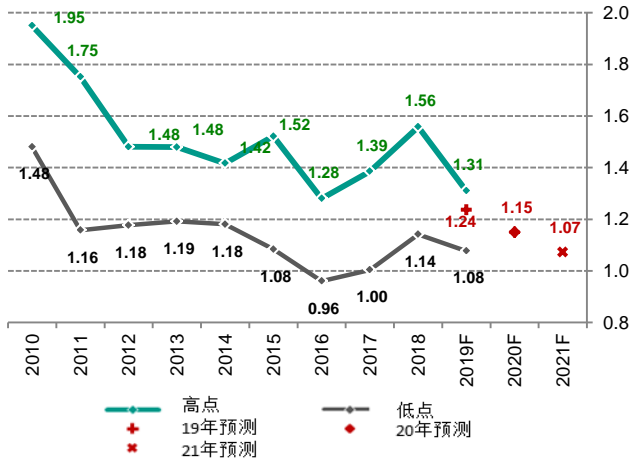
来源:彭博

图表 19:恒生指数每股收益增长



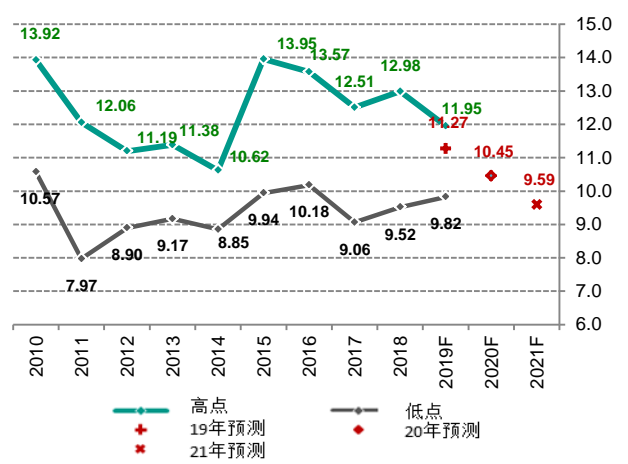
来源:彭博

图表 20:恒生指数 市净率区间(x)



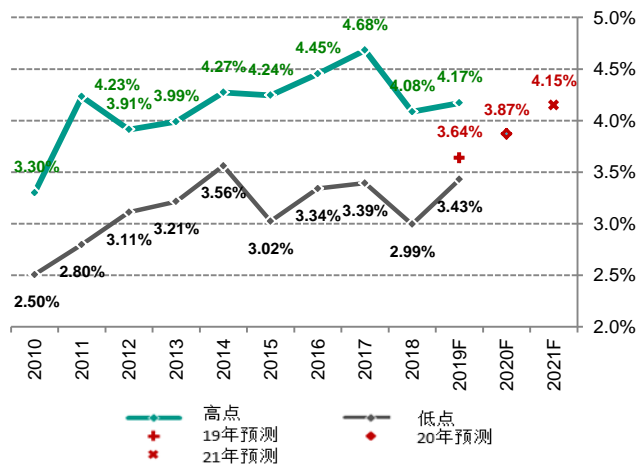
指数 28550. 来源:彭博

图表 21:恒生指数市盈率区间 (x)



指数 28550. 来源:彭博

图表 22:恒生指数 股息收益率

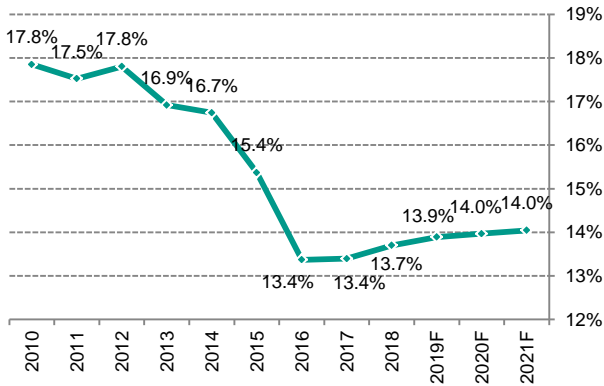


指数 28550. 来源:彭博



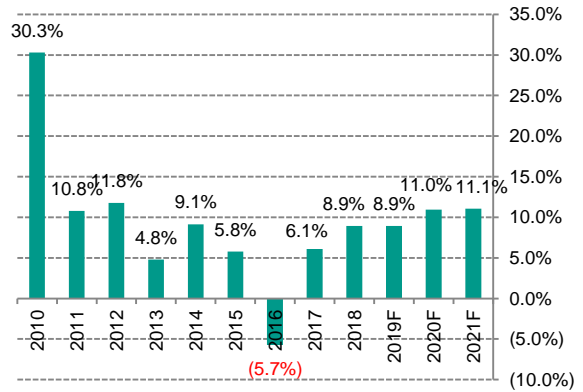
## 中国蓝筹股

图表 23: 上证指数 50 (SSE50) 平均权益回报率



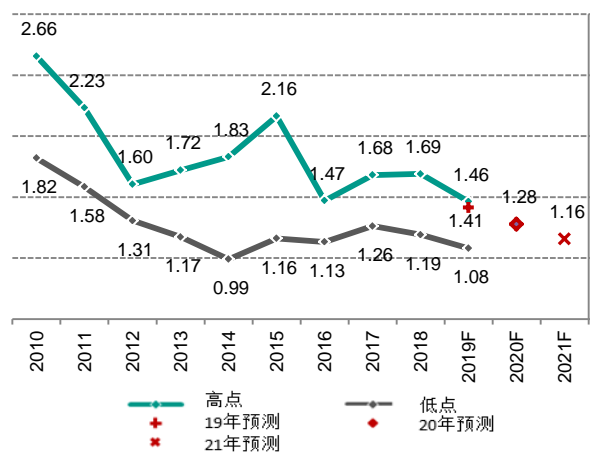
来源: 彭博

图表 24: SSE50 每股收益增长



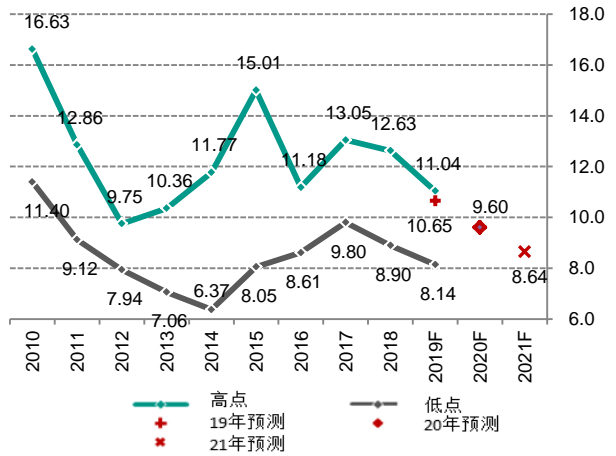
来源: 彭博

图表 25: SSE50 市净率区间(x)



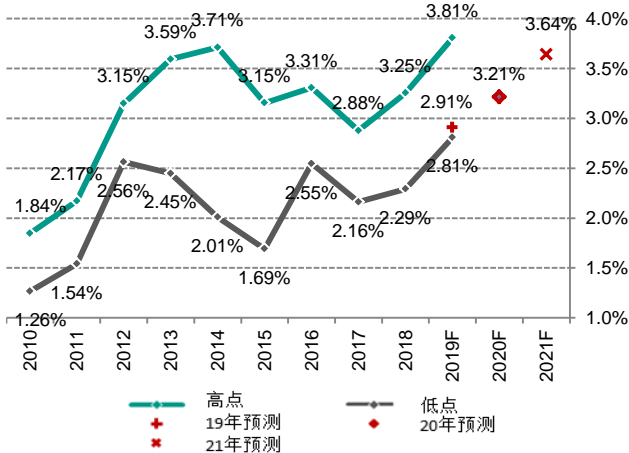
指数 2943. 来源: 彭博

图表 26: SSE50 市盈率区间(x)



指数 2943. 来源: 彭博

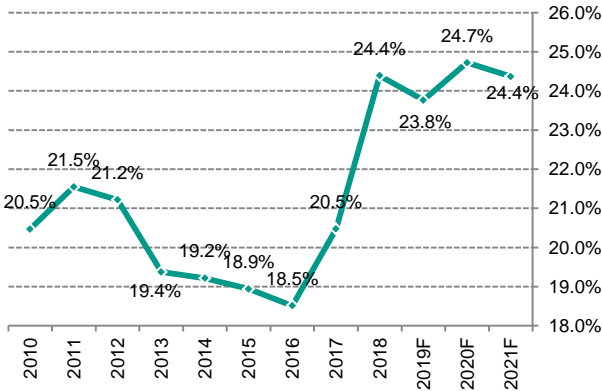
图表 27: SSE50 股息收益率



指数 2943. 来源: 彭博

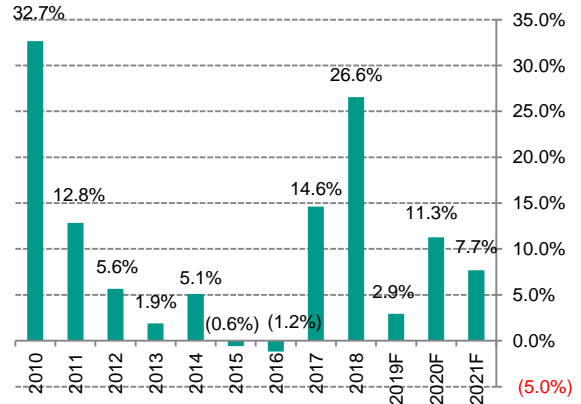
## 美国蓝筹股

图表 28: 道琼斯工业平均指数 (DJIA) 平均权益回报率



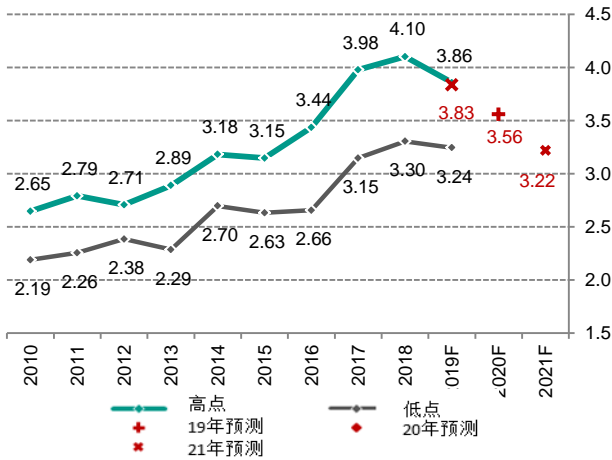
来源: 彭博

图表 29: 道琼斯工业平均指数每股收益增长



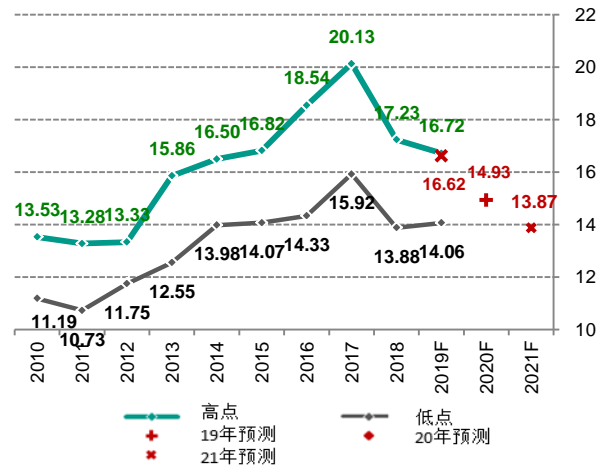
来源: 彭博

图表 30: 道琼斯工业平均指数市净率区间(x)



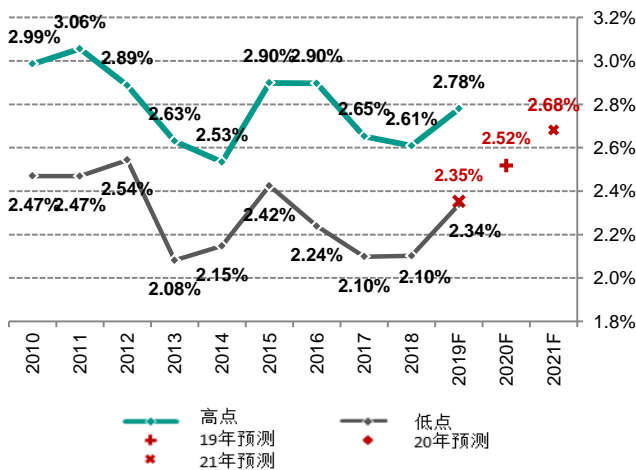
指数 26753. 来源: 彭博

图表 31: 市盈率区间(x)



指数 26753. 来源: 彭博

图表 32: 道琼斯工业平均指数股息收益率



指数 26753. 来源: 彭博

# 香港 IPO 市場展望

## 金融业重新成为领头羊

- 在 2019 年首五个月，香港 IPO 市场已募集 560 亿美元，平均交易规模为 1.1 亿美元。中国投资银行继续维持市场地位，占十大承销商中的七家
- 在行业组合方面，金融，医药，非必需消费品和能源业四大行业分别占 2019 年首五个月 IPO 总量的 40%，16%，15%和 9%
- 由于缺乏大型科技股 IPO，金融股在 IPO 市场重新占据首位，占 IPO 总量的 40%

在 2019 年首五个月，香港股票 IPO 总额为 560 亿美元，共发行了 53 个项目，平均发行规模分别为 1.1 亿美元。在承销商方面，在 5M19, 10 大承销商中有 7 家中资投资银行,反映中资投资银行在 IPO 市场上持续维持市场地位。

由于缺乏大型科技股 IPO，金融股在 IPO 市场重新占据首位，占 IPO 总量的 40%。其次是医药 (16%)，非必需消费品 (15%)及能源 (9%)。总的来说，这四大行业共占 IPO 总量的 80%。

科技股的集资额占比从 2018 年的 21%下降到 2019 年首五个月的 2%。这是由于自小米 (1810 HK) 和美团 (3690 HK)上市后并没有大型科技股/新经济股上市。尽管如此，如果阿里巴巴 (BABA US) 在香港寻求双重上市，未来几个月科技股 IPO 的集资额占比将上升。

图表 1: 2019 年首五个月香港 IPO 市场

行业	总集资额 (百万美元)	平均集资额 (百万美元)
金融	2,218	246
医疗保健	899	225
非必需消费	830	52
能源	489	163
电讯	482	96
其他	649	41

来源: 彭博、农银国际证券





# 行业展望

农银国际证券分析师

## 正面 中国银行业 – 行业基本面前景稳定，银行差异化持续提升 欧宇恒

主要数据	行业表现(相对于 MSCI 中国指数)	绝对值 (%)	相对值 (%)	
2019E 市盈率均值(x)	4.74	1 个月	2.38	0.43
2019E 市净率均值(x)	0.60	3 个月	(3.91)	4.14
2019E 股息率均值(%)	5.03	6 个月	(8.27)	(2.00)
来源:彭博、农银国际证券预测	来源:彭博、农银国际证券			

<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 银行净息差将受强劲贷款需求，流动性优化及稳定贷款收益率支持</li> <li>➢ 目标加强风险缓冲能力，可以预期行业大拨备将持续</li> <li>➢ 为支持资产负债表增长，银行将更积极发展不同类型的资本工具</li> <li>➢ 偏好大银行的防守性及稳定的股息收益率</li> </ul>	<p>MXCN=MSCI 中国指数; HSMBI=恒生中国内地银行指数 来源:彭博、农银国际证券</p>
--	--

**强劲的贷款需求与稳定的贷款收益率支持银行净息差。**政策在明确支持贷款至小微企及民企与降低社会融资成本的大方向保持不变。政策为 5 大银行(工商银行，建设银行，农业银行，中国银行和交通银行)制定了明确的目标，目标 2019 年小微企贷款余额增量不少于 30%，并将小微企的平均贷款收益率降低 1 个百分点。这将逐步增加银行的小微企贷款在贷款组合中的占比，而相对较高的小微企贷款利率亦有助银行抵御净息差上的压力。与此同时，银行系统的流动性加强有效维持贷款的增长动力，成为银行在市场利率下降的一个防御性因素。自 2019 年初至今的 2 次降准令银行体系流动性得到改善，这可由 SHIBOR 的下跌趋势中反映。此外，2019 年首 5 月的贷款增长势头保持强劲，2019 年首 5 月新增贷款总额已达到我们全年贷款目标 17.5 亿元人民币的 45.8%。我们预期在 2019 年将会再出现两次定向降准，针对释放流动性支持小微企与民企。根据中国人民银行的统计数据，2019 年 3 月的平均贷款收益率录得轻微反弹，环比上升 5 个基点至 5.69%。同时 2019 年首季度定价高于基准利率的贷款比例亦环比回升 2.62 个百分点至 68.88%。而银保监会数据亦显示，1 季度行业平均净息差环比下降 1 个基点至 2.17%，同期行业净利润同比增长反弹至 9.4%。尽管我们预计市场利率将呈温和下降，强劲的贷款需求将部份抵消银行在净息差上的压力。我们预测行业平均净息差在 2019 年及 2020 年将保持稳定。而依银行类别看，股份制银行和地区性银行在小微企和民企的客户优势可能令其净息差表现较大型银行为优。

**不良率逐步下降，风险缓冲能力提升。**由于银行积极加强不良贷款处置力度，行业平均不良率从 2018 年 3 季度的 1.87% 逐步下降至 2019 年首季度的 1.8%。按银行类别划分，大型银行的平均不良率在 2019 年首季度环比下降 9 个基点至 1.32%，在各类银行中下降幅度最多。同期股份制银行的不良率则环比持平于 1.71%。明显地城商行和农商行的 2019 年首季度平均不良率面对较大压力，截至 2019 年 3 月末，其环比不良率分别各自上升 9 个基点至 1.88% 及 4.05%。除非环球因素导致中国的经济出现未能预期的系统性影响，我们预期行业资产质量将保持稳定，行业平均不良率将在 2019 年 2 季度至 2020 年 4 季度维持在现水平或轻微下降。此外，银行主动地为了抵御潜在的经济不确定因素而积极加大风险缓冲能力，行业平均拨备率及拨备覆盖率在 2019 年 3 月底提升至 3.45% 和 192.17%，环比增加 4 个基点和 5.86 个百分点。其中大型银行和股份制银行的平均拨备率在 2019 年首季度环比增加了 7 个基点及 8 个基点，而平均拨备覆盖率则环比提高了 20.36 个百分点和 4.77 个百分点。我们预测这两个风险缓冲指标将通过银行的大额拨备政策在 2019 年 2 季度至 2020 年 4 季度稳步改善。

**资产负债表持续增长提高银行资本需求。**我们认为银行资产负债表的持续增长将是提高资本需求的主要原因。根据银保监会数据，截至 2019 年 4 月底商业银行的总资产和负债总额同比增长率为 9.2% 和 8.9%，较去年年底的同比增速 6.8% 和 6.4% 明显有所加快。行业平均 CT1 和 CAR 则因而在 2019 年首季度环比下降 8 个基点和 2 个基点，当中城商行录得最快的资产负债表增长率，其总资产和总负债截至 2019 年 4 月同比上升 12.1% 和 12.0%。同期大型银行和农商行的总资产和总负债同比增长率维持在 8.0%-8.6% 之间，而股份制银行的总资产与总负债的增长速度则最慢，分别为 6.2% 和 5.7%。鉴于 A 股和 H 股市场上银行数量在过去几年不断增加，近年银行从资本市场获取



资金的难度亦相对提高。尽管数据显示大部份银行的资本充足率基本上已达到资本规定的要求，为满足资产负债表持续增长的需求，我们可以合理地预期银行在未来将会更积极地以其他资本补充方案提升其资本充足率，当中包括但不限于优先股和永续债的发行。

### 长线展望

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

### 短线展望

虽然我们认为政策风险长远能优化行业经营环境，但政策推出的时间表与细节的可预测性偏低必然会为行业带来短期冲击。这对于政策抵御性较弱的小银行而言将更为明显。尽管如此，稳定的股息收益率有望成为追捧稳定收益投资者的短期买入原因。

### 股票推荐

由于现时银行板块估值正处于较低水平及其逐步改善的基本面,我们维持看好中国银行业。我们尤其偏好大银行较稳定的股息收益率及其业务多元化对政策风险的抵御性及高适应性。就五大银行现时平均估值较历史平均值低,**农业银行(1288 HK)**为我们行业首选，因其在行业中领先的风险缓冲能力，稳步向好的基本面及其受国策支持的三农及普惠金融竞争优势。此外，我们也喜欢**建设银行(939 HK)**一贯的审慎态度和高度的业务多元化。在股份制银行中，我们认为**招商银行(3968 HK)**以基本因素最优，尽管其增长速度较同业快，其行业中相对较高的估值限制了其股价在现水平的潜在上行空间。

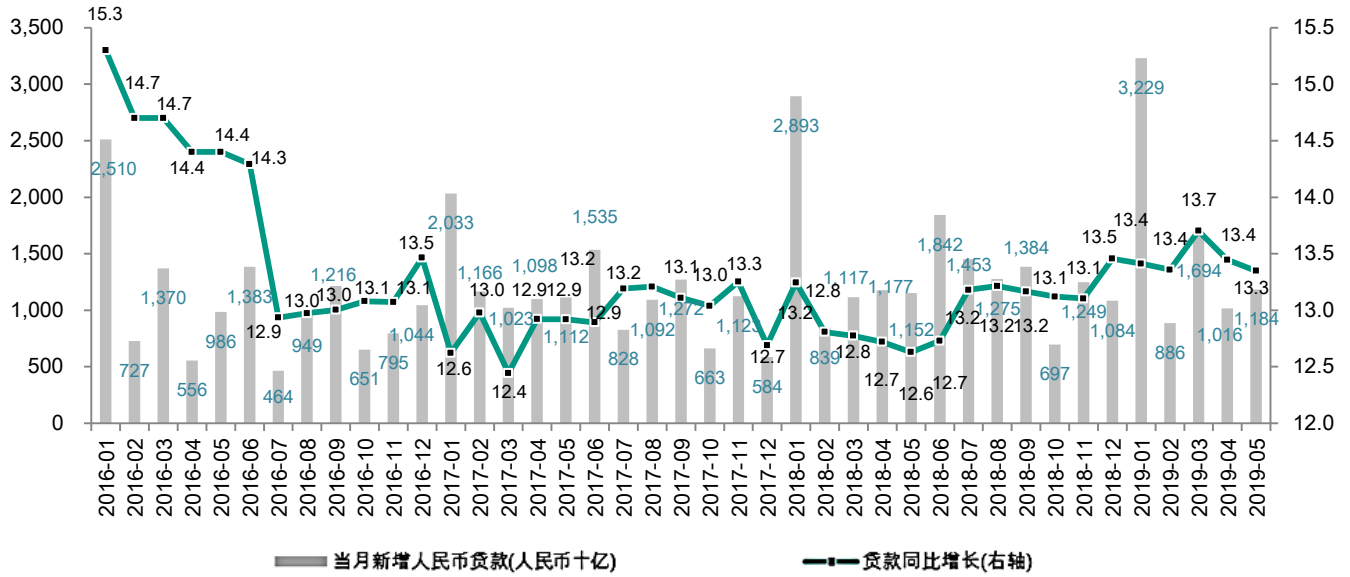
而资产负债表相对较小的地区性银行，尽管其运营灵活性相对较高，但对宏观因素与政策风险的敏感度亦较高。鉴于监管机构减慢了 A 股银行 IPO 的审批速度，增长速度较快的地区性银行或将面对较大的资本压力，因而需要探索其他资本补充方案。同时 较低的日均成交量仍然是这类股票的一个主要问题。

### 风险因素

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

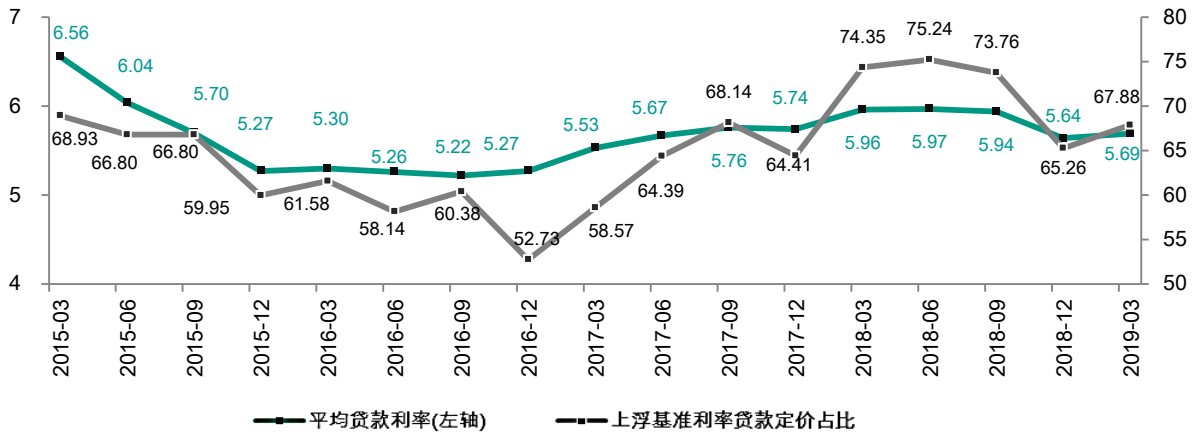


图表 1: 每月新增贷款(亿元)与同比增长(%)



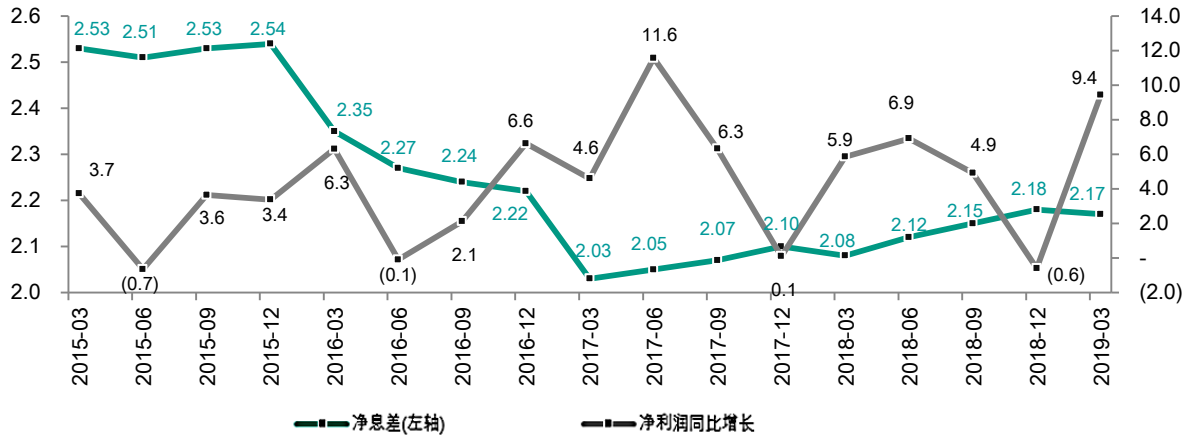
来源: 中国人民银行, 农银国际证券

图表 2: 平均贷款收益率与上浮于基准利率贷款定价的比例(%)



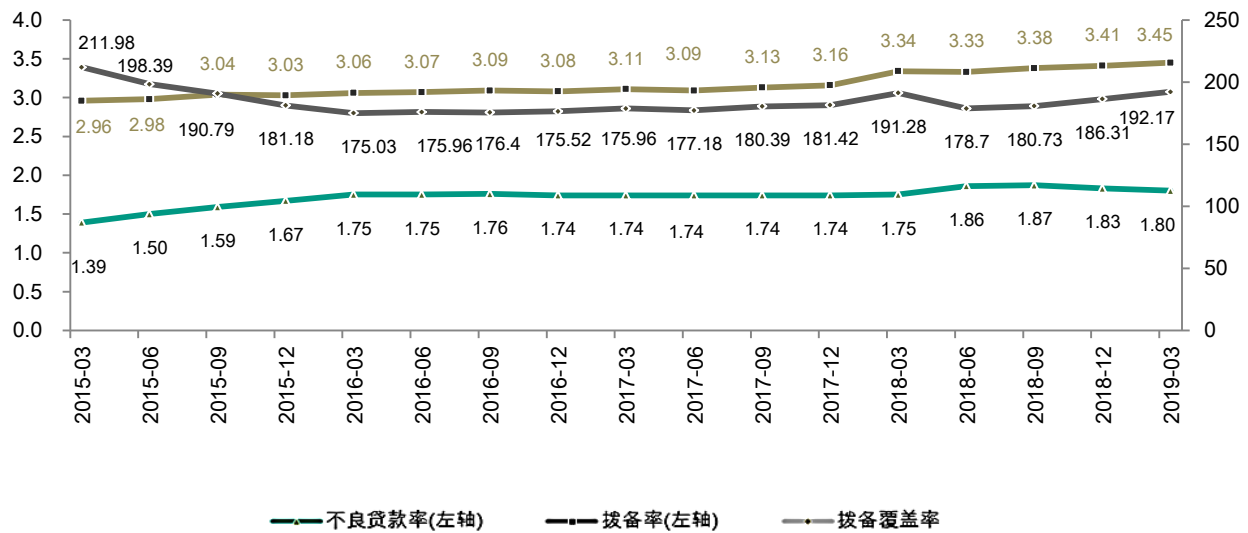
来源: 中国人民银行, 农银国际证券

图表 3: 行业平均净息差与行业净利润同比增长率(%)



来源: 中银保监、农银国际证券

图表 4: 主要资产质量指标(%)



来源: 中银保监、农银国际证券

图表 5: 行业首选 (截至 2019 年 6 月 21 日)

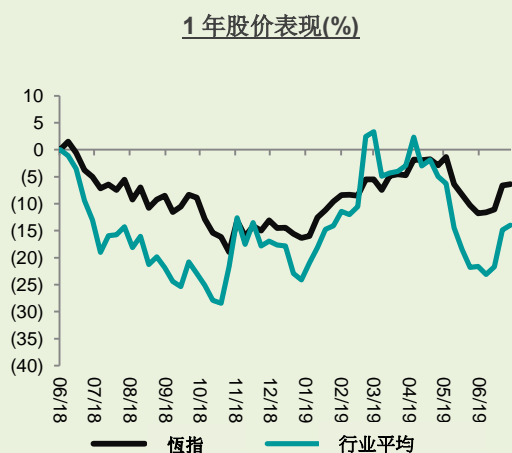
公司名称	代码	评级	目标价 (港元)	上升空间 (%)	FY19E 市盈率(x)	FY20E 市盈率(x)	FY19E 市账率(x)	FY20E 市账率(x)	FY19E 股息率 (%)	FY20E 股息率 (%)
农业银行	1288 HK	买入	5.28	60.98	4.36	3.89	0.60	0.54	6.95	7.65
建设银行	939 HK	买入	9.48	44.29	5.10	4.54	0.69	0.63	5.90	6.59

来源: 彭博、农银国际证券预测

## 中性 中国证券行业 - 稳步前进 周秀成

主要数据	行业表现(相对于恒指)	绝对值 (%)	相对值 (%)
2019E 市盈率均值(x)	10.1	1 个月	5.5 (1.9)
2019E 市净率均值(x)	0.7	3 个月	(16.9) (13.2)
2019E 股息率均值(%)	3.5	6 个月	20.8 5.6
来源:彭博、农银国际证券预测	来源:彭博、农银国际证券		

- 我们认为由于中美之间持续存在争议，市场情绪可能在短期内受到影响
- 从积极的方面来看，我们认为市场基本面总体健康，政策环境仍然支持
- 我们较喜欢**中信建投 (6066 HK)**及**申万宏源 (6806 HK)**



来源:彭博、农银国际证券

**市场环境放缓。** 总体而言，A 股日均成交量从 2018 年 12 月的 2,660 亿人民币大幅上升至 2019 年 4 月的 8,980 亿人民币。此外，两融余额从 2018 年底的 0.76 万亿人民币增加至 4 月底的 0.97 万亿人民币。话虽如此，由于中美之间持续的贸易争端，市场环境自 2019 年 5 月以来已经放缓。因此，日均成交量已于 2019 年 5 月下跌至 4,960 亿人民币，而两融余额则于 5 月底跌至 0.94 万亿人民币。我们认为，由于中美之间持续存在争议，短期内市场情绪可能继续放缓。

**市场基本面总体健康。** 话虽如此，我们认为目前的状况总体健康。例如，目前 A 股市场总市值/ M1 比率为 0.8 倍，与历史平均值 0.8 倍一致，远低于 2015 年牛市期间 1.3 倍的峰值水平。此外，两融余额目前占 A 股市值总额的 2.4%，远低于 2015 年 5% 的峰值水平，表明 A 股市场的杠杆水平仍在控制之中。

**政策支持。** 我们认为政府政策仍然有利行业长远发展。例如，上海证券交易所设立了科创板，支持上海国际金融中心和科技创新中心建设，不断完善资本市场基础制度。28 家证券公司达成意向出资超过 280 亿元设立母资管计划，作为引导资金支持各家证券公司分别设立若干子资管计划，专项用于帮助有发展前景的上市公司纾解股权质押困难。此外，政府发布支持上市公司回购股份措施，以拓宽回购资金来源、简化实施程序，鼓励上市公司实施股权激励或员工持股计划。

**估值吸引。** 目前主要的 H 股上市证券公司的平均估值为 0.8 倍 2019 年预期市净率，仍远低于 2015 年上一次牛市期间的水平(超过 2 倍)和 1.2 倍的历史平均水平。我们认为行业估值吸引。

**对行业改革的承诺。** 尽管近期行业周期性低迷，我们仍然认为政府仍致力于进行行业改革。总体而言，政府将通过发展多元化，多层次的资本市场来增加直接融资对经济的贡献。它还旨在促进产品创新，如高收益债券，混合融资等。我们认为，这些发展将有利于投资银行业务。总体而言，直接融资仅占 2018 经济总融资的 15%，大大低于美国的水平(2015 年为 50%)，这意味着增长空间充足。

**行业前景。** 总体而言，我们预计 2019 年 A 股日均成交量将同比上升约 50%。我们还预计两融余额将在 2019 年上升至约 20%。



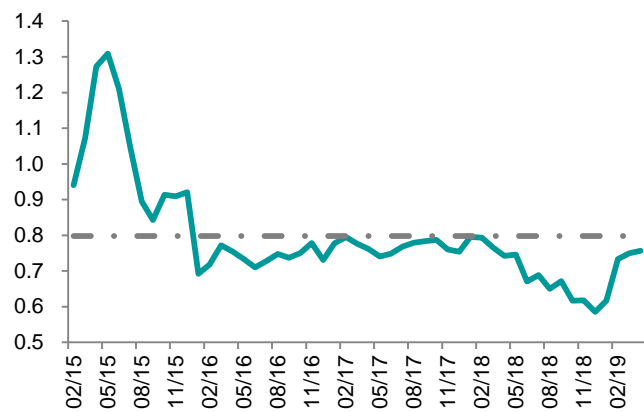
## 股票推荐

在各券商股中，我们较喜欢**中信建投 (6066 HK)**及**申万宏源 (6806 HK)**，因为它们近年来在整个市场周期中表现出强劲的 ROAE(平均股本回报率)。

## 风险因素

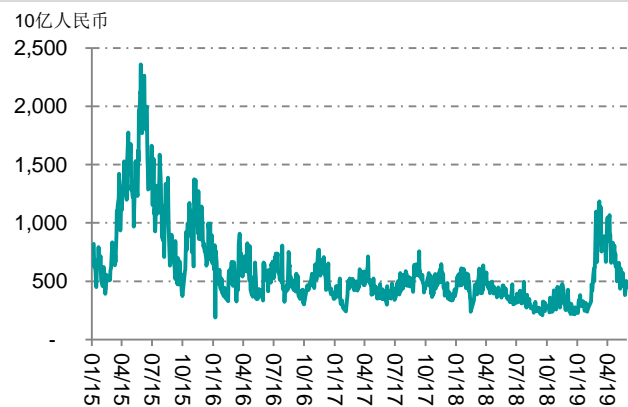
1)金融资产的**市场风险**；(2)与**债券投资和贷款业务相关的信用风险**；(3)**市场成交量波动**；(4)对**证券公司的不当行为或员工渎职行为的处罚**；(5)**直接融资的监管变化**；(6)**金融部门去杠杆化带来的溢出效应**；(6)**放宽外资所有权后加剧竞争**；(7)**加强直接融资业务中银行与证券公司之间的竞争**。

图表 1: A 股市场总市值/ M1 比率



来源：彭博、农银国际证券

图表 3: A 股日均成交量



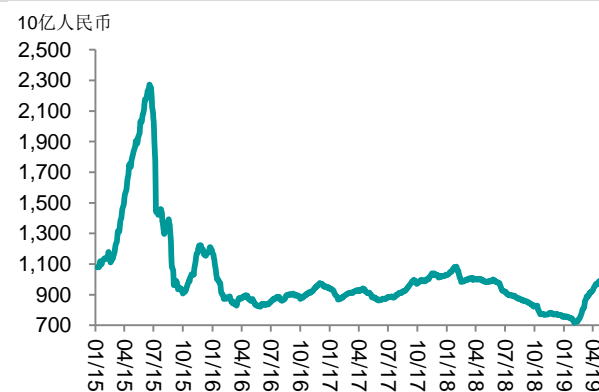
来源：彭博、农银国际证券

图表 2: 两融余额/A 股市值比率



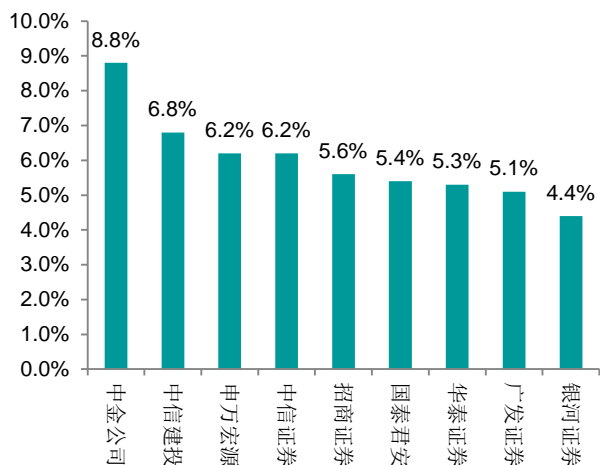
来源：彭博、农银国际证券

图表 4: 两融余额



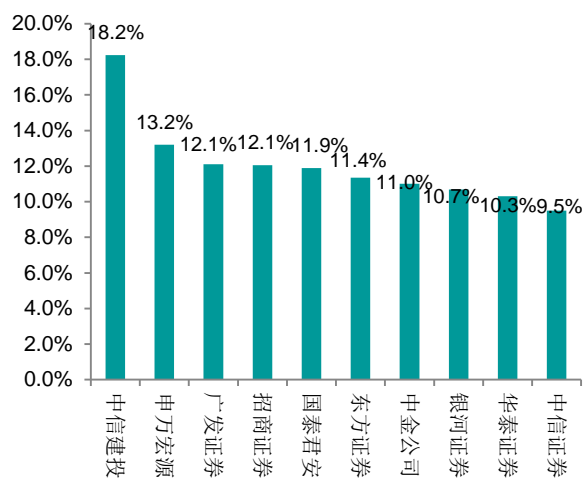
来源：彭博、农银国际证券

图表 5: 平均股本回报率(2018)



来源: 公司, 农银国际证券

图表 6: 平均股本回报率 (2014-18 平均值)



来源: 公司, 农银国际证券

图表 7: 行业首选 (截至 2019 年 6 月 21 日)

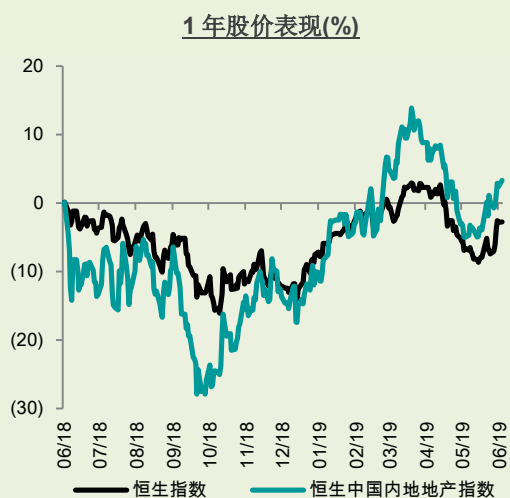
公司名称	代码	评级	目标价 (港元)	上升空间 (%)	FY18E 市盈率(x)	FY19E 市盈率(x)	FY18E 市账率(x)	FY19E 市账率(x)	FY18E 股息率 (%)	FY19E 股息率 (%)
中信建投	6066 HK	买入	7.6	30%	8.5	8.1	0.8	0.8	3.6	3.9
申万宏源	6806 HK	买入	3.65	19%	10.4	8.5	0.8	0.8	2.4	2.4

来源: 彭博、农银国际证券预测

## 正面 中国房地产业 - 现金充裕的物业管理公司较能抵御风险 董耀基

主要数据	行业表现(相对于恒指)	绝对值 (%)	相对值 (%)
2019E 市盈率均值(x)	1 个月	5.71	3.24
2019E 市净率均值(x)	3 个月	(2.98)	0.20
2019E 股息率均值(%)	6 个月	18.68	8.12
来源:彭博、农银国际证券预测	来源:彭博、农银国际证券		

- 落户政策的放宽将吸引人口流向主要的二线城市
- 汇率风险仍是开发商的主要风险之一
- 5月1日起雇主负担的基本养老保险单位缴费比例从原定的20%降至16%，因此市场对社保改革的担忧有所缓解
- 相对全国性开发商，我们更为偏爱大湾区开发商。中国奥园(3883 HK)是我们在中国开发商中的首选，因为其今年首5个月合约销售表现亮丽(同比增长35%)，而且富有旧城改造经验。雅生活(3319 HK)是我们中国物业管理公司首选，基于其快于同行的管理面积增长和有吸引力的估值



### 行业前景

#### ■ 内地开发商:

**落户政策的放宽将为主要的二线城市创造人口流动。**今年4月，国家发改委宣布放宽对第一类城市(人口1-3百万)和第二类城市(3-5百万)的落户限制。从长远来看，这将推动二线城市的房地产需求。我们预计人口将从三四线城市流向二线城市，以获得更好的就业机会，从而推高住房需求。总体而言，住宅销售势头持续复苏 - 开发商5月合约销售同比增长20%(4月:同比增长23%; 3月:同比增长21%; 2月:同比增长2%; 1月:同比增长13%)。今年首5个月，合约销售额平均同比增长11%。然而，我们注意到一些三四线城市销售占比高的开发商如碧桂园(2007 HK)和恒大地产(3333 HK)等，其销售业绩在今年首五月表现不佳，分别同比下跌13%和9%。随着棚户区项目货币化补偿收紧，这些三四线城市为主要市场的开发商的销售业绩不太可能在不久的将来大幅回升。

**汇率风险仍是开发商的主要风险之一。**鉴于中国开发商中很大一部分债务以美元计价，货币波动可能导致外汇损失。在动荡的时期，投资者可能更愿意投资具有良好财务状况、负债率低的行业。截至2018年12月，上市中国开发商的平均净负债率为约76%。地产行业负债偏高，可能无法吸引较保守的投资者。

#### ■ 物业管理公司:

**对利润率的担忧有所缓解。**从2019年1月开始，国家税务总局将取代人力资源和社会保障部，成为社会保障收集机构。此前，市场担心物业管理服务等劳动密集型行业的劳动成本将明显上升(如果他们之前没有完全遵守监管规定)。但是，国务院2019年3月公布的工作报告提供了一些缓解措施。首先，地方当局不会要求追回历史欠款；而自2019年5月1日起，企业对城镇职工基本养老保险缴费的比例将从20%降至16%，我们认为这将减轻物业管理公司劳动成本的压力。事实上，香港上市物业管理公司的平均毛利率和净利润率在2018年同比上升0.9个百分点和2.0个百分点，主要原因是1)较高定价能力和毛利率的增值服务业务收入增长较快；2)母公司新增项目，管理费率高于现有项目。随着近年来房地产价格的上涨，新开发项目的管理费有所上升。利润率较高的新项目将抵消部分现有项目的成本压力。

**竞争力较弱的内地物管公司上市可能拖累估值。**自2018年4季度以来，五家内地物管公司(包括新城悦(1755 HK)，佳兆业物业(2168 HK)，永升生活(1995 HK)，奥园健康生活(3662 HK)及滨江服务(3316 HK))已在香港完成上市；与此同时，其他三家内地物管公司已向香港交易所提交招股说明书，目前正在等待相关的上市程序。我们认为，大多数规模较大的物管公司，如碧桂园服务(6098 HK)和雅生活(3319 HK)等已经完成上市，而待上市的公司可能规模较小，竞争力较弱。我们估计，对于实力较弱的未上市物业管理公司，可能会采用重大估值折扣以吸引投资者；因此，



行业整体估值可能会下降。然而，鉴于其现金充裕的性质以及母公司支持下的增长前景，物业管理板块在市场波动的情况下被认为是一个具防御性板块。

### 股票推荐

#### ■ 内地开发商:

**大湾区开发商受益于不断上升的房地产需求。**我们偏爱大湾区开发商，因为该地区的经济增长在政府政策的支持下将超过全国平均水平。在大湾区开发商中，奥园(3883 HK)是我们的首选，因为其今年首 5 个月合约销售表现亮丽(同比增长 35%，同业平均增长 10%)以及拥有大量优质旧城改造的土地储备。

#### ■ 物业管理公司:

**雅生活(3319 HK)是我们物业管理公司的首选**，因其管理面积增长迅速，高于同行的利润率和大量的净现金余额。2018 年，受惠于高利润率的增值业务所带动，雅生活的净利润率高达 23.7%，同比上升 7.3 个百分点，为同业中最高。凭借高于同业的利润率和合约建筑面积增长，我们认为雅生活只有 14.5 倍 2019E 市盈率的估值(行业平均值：19 倍)是不合理的。

### 风险因素

#### ■ 内地开发商:

1)经济增长放缓导致销售增速降低; 2)低线城市的房地产需求因棚改收紧而减弱; 3)中美贸易争端中货币波动导致的外汇风险

#### ■ 物业管理公司:

1)物业管理子公司与母公司开发商之间的大量关联方交易; 2)过份依赖母公司获取新项目; 3)由于并购增加导致利润率下降;4)竞争力较弱的内地物管公司上市可能拖累估值

图表 1: 2019 年首 5 个月主要上市开发商合同销售表现

			5M19				2019 年			
			金额 人民币 10 亿	YoY %	面积 000 平米	YoY %	均价 RMB/平米	YoY %	目标 人民币	目标完成率 %
1	宝龙	1238 HK	22.5	86%	1,391	54%	16,187	20%	50	45.0%
2	首创置业	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	远洋	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	华润置地	1109 HK	90.4	37%	4,887	25%	18,487	9%	242	37.3%
7	中国海外	688 HK	123.5	36%	6,708	9%	18,408	25%	299	41.3%
8	中国奥园	3883 HK	38.3	35%	3,782	42%	10,132	-5%	114	33.6%
9	旭辉	884 HK	66.1	30%	3,934	20%	16,800	9%	190	34.8%
10	时代	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	龙光	3380 HK	34.4	20%	2,542	79%	13,548	-33%	85	40.5%
13	雅居乐	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	融创	1918 HK	163.4	12%	11,245	26%	14,528	-11%	550	29.7%
16	万科	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	龙湖地产	960 HK	84.2	11%	5,252	9%	16,030	1%	220	38.3%
19	绿城	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	碧桂园	2007 HK	292.2	-13%	30,995	-12%	9,426	-1%	na	na
	<b>总共</b>		<b>2,028</b>	<b>11%</b>	<b>145,027</b>	<b>5%</b>	<b>13,985</b>	<b>5%</b>	<b>3,638</b>	<b>35.2%</b>

\* 港元

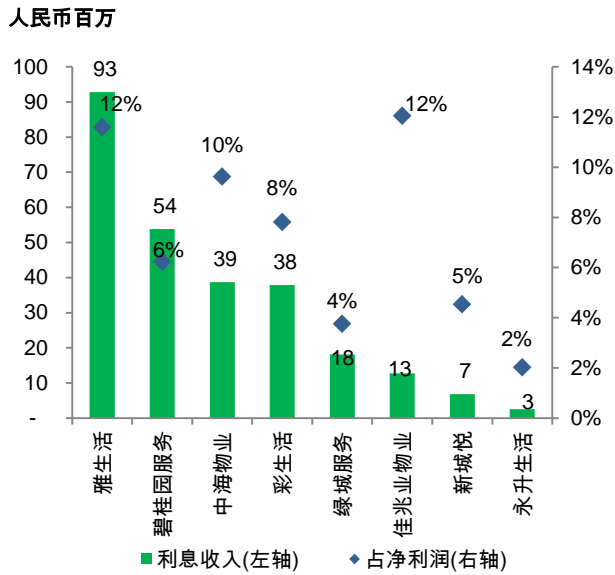
来源: 公司数据, 港交所, 农银国际证券

图表 2: 2018 年 4 季度起来港上市的内地物业管理公司

上市日期	公司	集资金额	招股价	上市后
		百万港币	HK\$	股价表现
6/11/2018	新城悦 (1755 HK)	638	2.90	178%
6/12/2018	佳兆业物业(2168 HK)	328	9.38	23%
17/12/2018	永升生活(1995 HK)	741	1.78	96%
15/3/2019	滨江服务 (3316 HK)	532	6.96	3%
18/3/2019	奥园健康生活(3662 HK)	737	3.66	24%

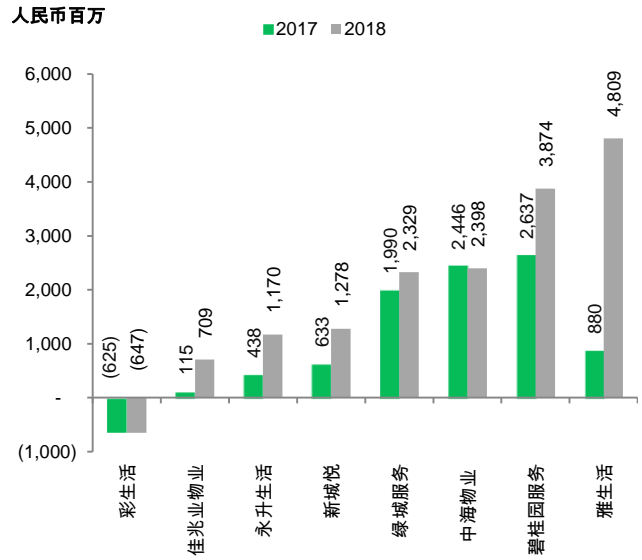
来源: 香港交易所、农银国际证券

图表 3: 利息收入占净利润比例 (2018)



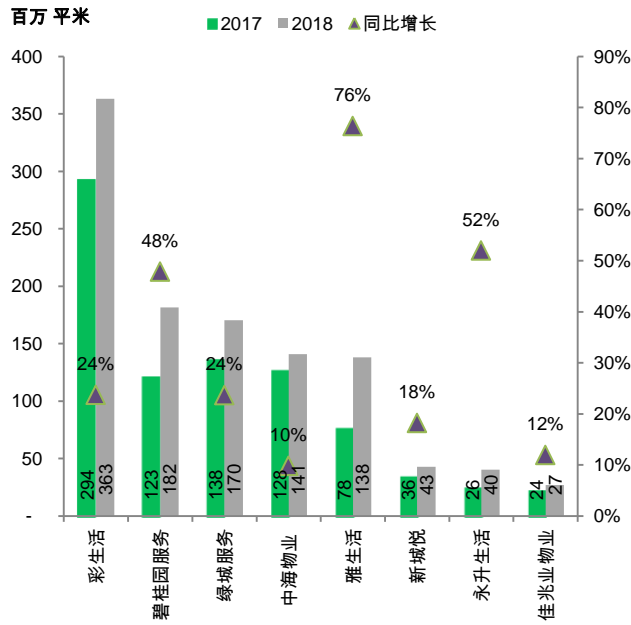
来源: 公司数据、农银国际证券

图表 4: 净现金/(净负债)水平



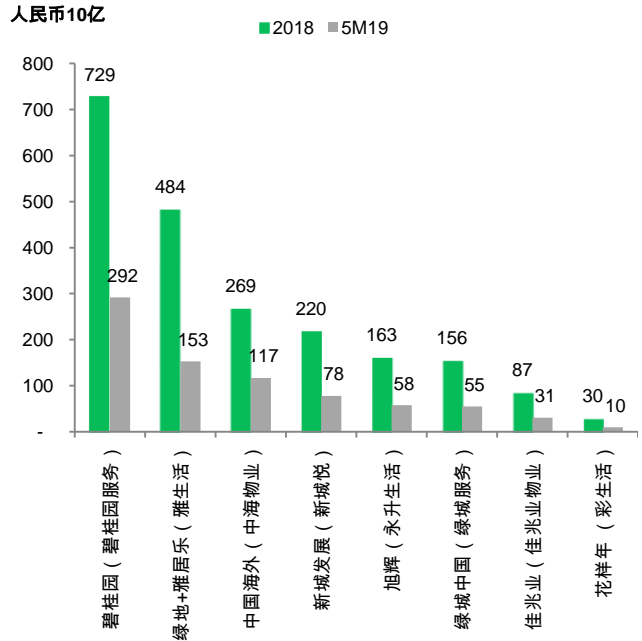
\* 中海物业数字为港币  
来源: 公司数据、农银国际证券

图表 5: 物业管理公司在管面积



来源: 公司数据、农银国际证券

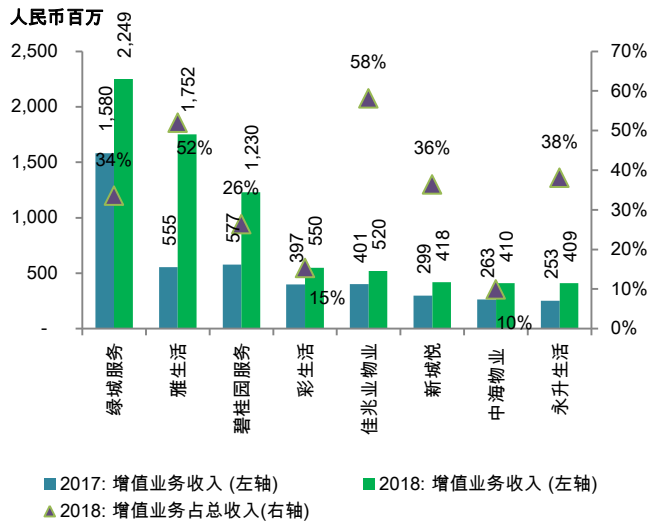
图表 6: 物业管理公司的母公司/主要股东的预售



来源: 公司数据、农银国际证券

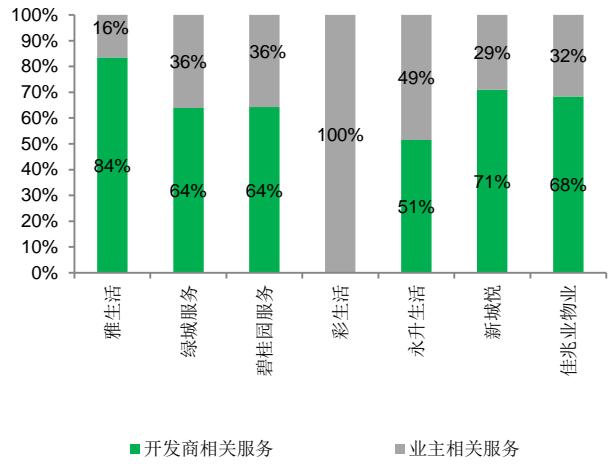


图表 7: 物业管理公司的增值服务收入



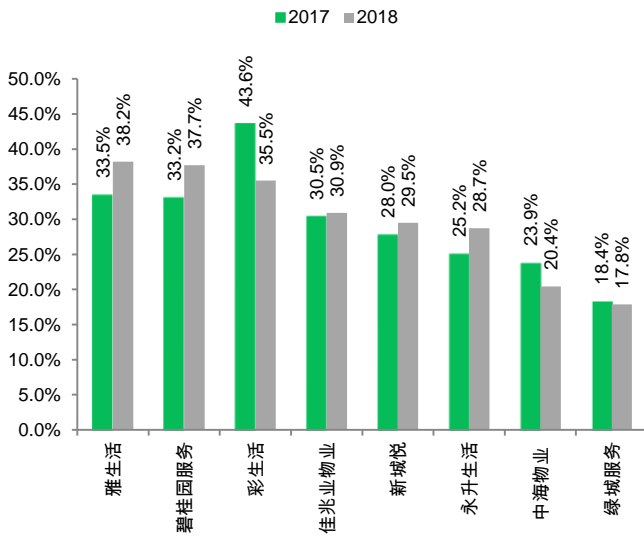
来源: 公司数据、农银国际证券

图表 8: 物业管理公司的增值服务收入分成 (2018)



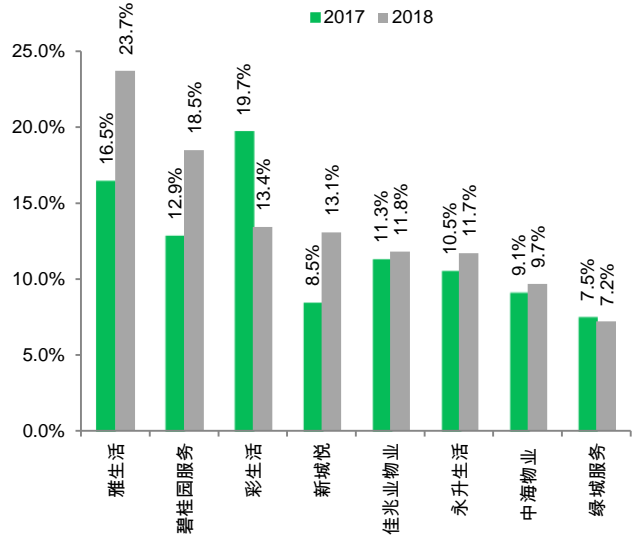
来源: 公司数据、农银国际证券

图表 9: 物业管理公司的毛利率



来源: 公司数据、农银国际证券

图表 10: 物业管理公司的净利润率



来源: 公司数据、农银国际证券

图表 11: 行业首选 (截至 2019 年 6 月 21 日)

公司名称	代码	评级	目标价 (港元)	上升空间 (%)	FY18E 市盈率(x)	FY19E 市盈率(x)	FY18E 市账率(x)	FY19E 市账率(x)	FY18E 股息率 (%)	FY19E 股息率 (%)
雅生活	3319	买入	18.6	44.4	14.5	11.1	2.6	2.2	2.6	3.4
中国奥园	3883	买入	14.1	36.1	6.3	3.9	1.7	1.4	6.5	10.3

来源: 彭博、农银国际证券预测

## 中性 中国替代能源业 – 风电将进入电价无补贴时代 吴景荃

主要数据		行业表现 (相对于恒生国 企指数)		
			绝对值 (%)	相对值 (%)
2019E 市盈率均值 (x)	7.10	1 个月	4.8	1.8
2019E 市净率均值 (x)	0.77	3 个月	(7.8)	(2.6)
2019E 股息率均值 (%)	3.05	6 个月	2.3	(5.8)
来源: 彭博, 农银国际证券预测		来源: 彭博, 农银国际证券		

- 风电将进入电价无补贴时代。运营成本低, 净负债率低, 融资成本低, 利用小时数较高以及风机位于经济较好地段的运营商将成为赢家
- 由于目前核电对全国总体发电量的贡献较低, 核电运营商将在未来几年继续保持强劲发电量增长
- 由于能源结构从火力发电转向更环保的替代能源, 中国的风电和核电发电量可能在 2018 - 2020 年以 12%/15% 的年均复合增长率增长
- 中广核电力(1816 HK)是我们核电行业的首选, 基于其在中国的领先地位和主要资产位于经济活跃的广东省地区。龙源电力(916 HK)是我们风电行业的首选, 因为其优质资产将有利于提高利用小时数和带来更强劲的现金流。

**1 年行业表现 (%)**

— 行业平均      — 国企指数

来源: 彭博, 农银国际证券

**风电: 电价进入无补贴时代。**国家能源局(NEA)于 2019 年 1 月 10 日宣布, 将鼓励建设风电和太阳能无补贴项目。能源局提出了几项关键的支持政策, 其中包括 1)减少不合理的费用; 2)发行绿色证书; 3)电网公司协助减少弃风限电; 4)鼓励在金融市场融资。我们认为这些无补贴项目的试行是最终取消替代能源电价补贴的前奏。

2019 年 5 月 21 日, 国家发展和改革委员会(NDRC)宣布, 政府将不再补贴 2018 年底前批准但未能在 2020 年底前完成的陆上风电项目; 2019 年 1 月 1 日至 2020 年底之间批准的陆上风电设施如未能在 2021 年底前完成, 也不会得到补贴。从 2021 年 1 月 1 日开始, 新批准的陆上风电项目将不予补贴。我们认为, 无补贴政策的宣布将促使风电运营商提升竞争力。

**风电: 海上风电装机将是一个新趋势。**中国的主要风电资源位于内陆地区(如内蒙古, 西北地区), 而风电的主要需求来自沿海地区(如上海, 广东等)。电网从偏远地区传输大量风能到发达地区的能力有限, 导致早期的弃风限电情况。然而, 建设海上风电装机可以帮助解决这个问题, 因为 1)海上风电与电力需求区域位置靠近将减少远距离转送的需要; 2)海上风速较陆地高, 有利于提高利用小时; 3)更大的海上风机尺寸将使单位成本更低。我们相信未来风电运营商将扩大其海上风电装机容量。

**中国风电发电量在 2018-2020 年期间将以 12% 的年均复合增长率增长。**中国的风电发电量在过去 10 年保持强劲增长, 2018 年达到 3660 亿千瓦时 - 比 2008 年的 130 亿千瓦时增长 27 倍, 2008 - 2018 年年均复合增长率达到 40%。我们认为运营商将在无补贴政策实施之前建造更多的风机(在 2020 年底之前安装的风电项目日后仍然可以享受补贴; 在此之后建好的项目, 将不会得到电价补贴), 因此风电发电量将维持升势。我们认为 2018 - 2020 年全国风电发电量将以 12% 的年均复合增长率增长。

**核电: 无补贴政策对核电工业的影响有限。**我们认为, 由于其发电的清洁性, 核电将成为未来中国的主要替代能源。核电的平均生产成本约为人民币 0.31 元/千瓦时(不含增值税), 接近火力发电的生产成本(人民币 0.30 元/千瓦时, 不含增值税)。由于核电行业原本不存在上网电价补贴, 因此无补贴项目对运营商的直接影响有限。

**核电: 在整体能源结构中的占比较低表明有充足的增长空间。**我们认为中国将继续调整能源结构, 由传统火力发电转向替代能源(如风能, 太阳能和核能)。核电在 2018 年仅占中国总发电量的 4%, 远低于发达国家的约 30%。我们认为, 从长远来看, 政府将建造更多的核电站以提升核电占比。

**中国核电：2018 - 2020 年发电量的年均复合增长率将达到 15%。**中国的全国核电发电量从 2008 年的 690 亿千瓦时跃升至 2018 年的 2940 亿千瓦时，增长了 300%，10 年间年均复合增长率达到 16%。今年首 5 个月，核电发电量同比增长 24.3%，显示持续上升的趋势。我们认为中国核电装机容量将有强劲增长，加上高利用小时数，将使发电量在 2020 年底前提升至 3910 亿千瓦时，这表明 2018 - 2020 年的年均复合增长率将达到 15%。

### 长线展望

我们认为，随着中国旨在减少空气污染和减少对燃煤电力的依赖，核电和风电行业将在未来两年内实现强劲增长。

**风电：**我们认为，当中国取消电价补贴后，风电行业的竞争将加剧。风电运营商具有以下特点将会成为赢家：1)较低的单位运营成本 2)较低的净负债比率和财务成本 3)更高的利用小时数 4)运营所在地区经济发达

**核电：**由于其高稳定性和低生产成本，核电很可能成为核心替代能源，特别是因为它只占中国总发电量的 4%，比例较低。

### 短线展望

**风电运营商：**我们认为高应收账款将是主要风险。鉴于地方政府的高负债率，对风电运营商的补贴到款期可能会延迟，这可能会影响现金流。

**核电运营商：**公众对安全问题的关注将是主要风险。任何核事故和辐射事故都将导致公众恐慌并影响核电的发展速度。

### 股份推荐

#### ■ 风电运营商：

**龙源电力(916 HK)是我们的首选。**我们认为风电行业将在未来几年继续保持强劲增长，因为风电发电量目前占中国整体发电量的比重仍然很低。随着 2020 年底开始实施的无补贴政策，我们建议投资者应选择运营商其在经济发达地区拥有资产，利用小时数较高以及有较强的现金流。中国龙源电力(916 HK)是我们的行业首选。

#### ■ 核电运营商：

**中广核电力(1816 HK)是我们的首选。**我们相信它将成为该行业蓬勃发展的主要受益者。中广核是香港交易所上市的唯一核电运营商，也是中国最大的核电运营商，控制着国家现有运营核电装机容量的约 60%。中广核约 65%的现有运营装机容量位于广东省，这是中国经济最具活力的地区之一。设施位于经济发达地区也保证了更高的利用小时数和强劲的现金流。

### 风险因素

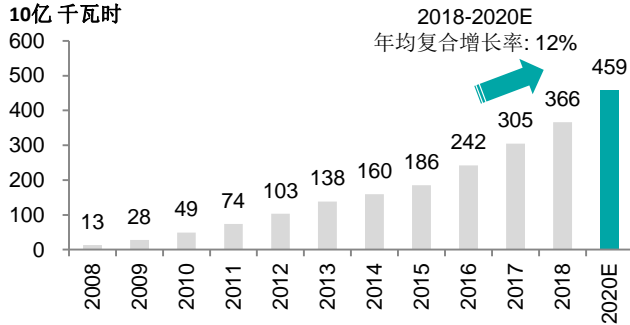
#### ■ 风电运营商：

1)弃风限电风险；2)风资源风险；3)电价风险；4)建筑风险；5)集资风险；6)政府去杠杆化的政策可能会限制风电行业增长

#### ■ 核电运营商：

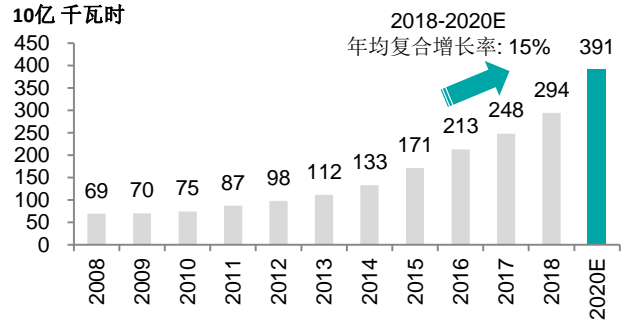
1)操作安全风险；2)建筑风险；3)燃料成本风险；4)电价风险；5)货币和利率风险；6)因并购活动而产生的集资活动

图表 1: 中国风电发电量展望



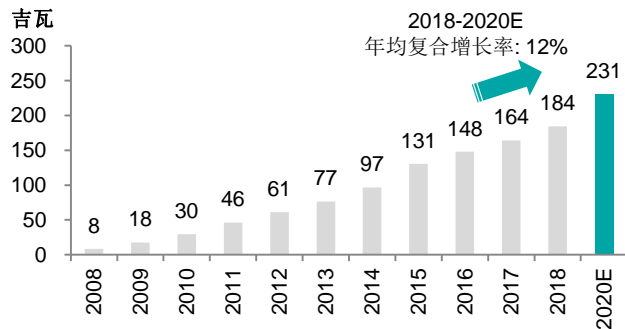
来源: 能源局、中电联、农银国际证券预测

图表 2: 中国核电发电量展望



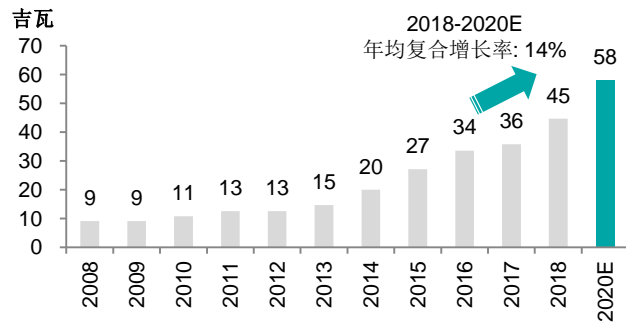
来源: 能源局、中电联、农银国际证券预测

图表 3: 中国风电装机容量展望



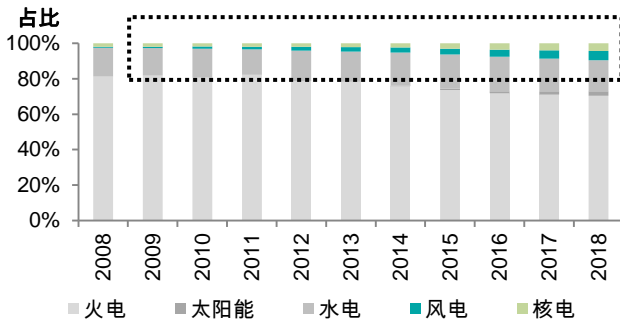
来源: 能源局、中电联、农银国际证券预测

图表 4: 中国核电装机容量展望: 未来几年将会快速增长



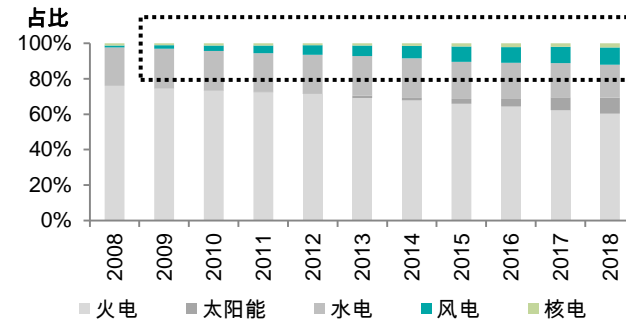
来源: 能源局、中电联、农银国际证券预测

图表 5: 风电和核电在中国能源结构的占比将会扩大(按发电量计算)



来源: 能源局、中电联、农银国际证券

图表 6: 风电和核电在中国能源结构的占比将会扩大(按装机容量计算)



来源: 能源局、中电联、农银国际证券

图表 7: 行业估值及首选股评估(截至 2019 年 6 月 21 日的数据)

公司	代号	评级	目标价 (港元)	上升空间 (%)	FY19E 市盈率(x)	FY20E 市盈率(x)	FY19E 市净率(x)	FY20E 市净率(x)	FY19E 股息率 (%)	FY20E 股息率 (%)
龙源电力	916	买入	7.50	49.4	6.8	6.2	0.7	0.6	2.9	3.3
中广核电力	1816	买入	2.50	12.1	9.2	7.9	1.1	1.0	3.6	4.2

来源: 彭博、农银国际证券预测



## 正面 中国环保业 – 焚烧运营商业务将进一步扩大 吴景荃

主要数据		行业表现 (相对于恒生国 企指数)	绝对值 (%)	相对值 (%)
2019E 市盈率均值 (x)	8.49	1 个月	3.6	0.6
2019E 市净率均值 (x)	1.33	3 个月	(3.9)	1.2
2019E 股息率均值 (%)	3.53	6 个月	4.6	(3.6)
来源: 彭博、农银国际证券预测		来源: 彭博、农银国际证券		

- 中国人均产生的固体废物将维持上升趋势因为线上线下(O2O)活动的增加
- 城市地区的低渗透率将支持垃圾焚烧行业的增长。在城市地区焚烧的垃圾在 2017 - 2020 年的年均复合增长率将达到 19%
- 由于目前的渗透率已达到 94%，全国污水处理量将在 2017 - 2020 年录得 5%的温和年均复合增长率
- 中国光大国际(257 HK)因其在不断发展的行业中的领先地位而成为我们在中国环保领域的首选

**1 年行业表现 (%)**

来源: 彭博、农银国际证券

**垃圾焚烧: 人均产生的固体废物将维持上升趋势因为 O2O 活动的增加; 预计 2017-2020 年的年均复合增长率为 0.5%。** 中国人均固体废物产量从 2003 年的 1.44 千克/天下降到 2013 年的 1.11 千克/天, 相当于期内年均复合增长率下降 2.6%。然而, 情况从那时起开始改变, 到 2017 年底这一数字反弹至 1.20 千克/天。我们认为这种增长是由线上线下(O2O)活动的增加所推动的。根据艾瑞咨询的数据, 中国的 O2O 销售额从 2013 年的 1.9 万亿元人民币增长到 2017 年的 6.3 万亿元人民币(2013-17 年均复合增长率达 35%)。我们相信生活方式的改变增加了固体废物的产量, 特别是 O2O 购物通常涉及使用大量的包装材料。由于 O2O 活动的增加, 我们预计 2017-2020 年人均固体废物产量将以 0.5%的年均复合增长率增长。

**垃圾焚烧: 全国垃圾焚烧渗透率仍然低至 34%。** 根据住房和城乡建设部(MOHURD)的数据, 中国城市地区的垃圾焚烧处理率较低, 特别是在内陆省份。2017 年, 只有江苏省有 70%的住宅固体废物经过焚烧处理; 6 个省(浙江, 安徽, 福建, 山东, 云南和海南)的垃圾焚烧率达到 50%-70%, 而 14 个省的垃圾焚烧率低于 30%。沿海省份的平均渗透率高于内陆省份(49%对 28%), 表明后者的发展潜力较大。中国政府的目标是到 2020 年底将全国垃圾焚烧率提高到 50%, 因此我们认为未来几年焚烧设施将继续扩大。此外, 焚烧运营商将开始进入内陆省份作进一步发展。

**垃圾焚烧: 2017-2020 年展望: 城市地区垃圾焚烧量将以 19%的年均复合增长率增长。** 2007-2017 年, 城市地区经焚烧处理的固体废物总量从 2007 年的 1400 万吨增加到 2017 年底的 9300 万吨, 年均复合增长率为 21%。我们认为, 日益上升的城镇化率, 人均固体废物产量的增加, 以及政府提高城市地区垃圾焚烧率的目标, 将在未来几年推动这种废物处理的应用。国家发展和改革委员会(NDRC)估计到 2020 年底城镇化率将达到 60%, 相当于城市地区新增了 5700 万人口, 而人均固体废物产量在 2017-2020 年的年均复合增长率将有 0.5%的增长, 因为 O2O 活动强劲。我们预计城市地区通过焚烧处理的废物将从 2017 年的 9300 万吨跃升至 2020 年的 1.59 亿吨, 这表明该期间的增幅为 70%或年均复合增长率达到 19%。

**污水处理: 到 2020 年底, 中国的城市污水处理率预计将达到 95%。** 据住房和城乡建设部统计, 截至 2017 年底, 城市污水处理率达到 94%, 接近 2020 年底中国设定的 95%的目标。我们认为, 根据目前的进展, 该目标是可以达到的。

**污水处理: 城市人均产生的污水在 2017-2020 年将以年均复合增长率 0.7%的速度增长。** 我们认为生活水平的提高会增加人均产生的污水量。中国城市地区人均污水产量从 2007 年的 85 立方米/人/年增加到 2017 年的 91 立方米/人/年, 增幅达 7%或同期年均复合增长率为 0.7%。由于人们对卫生标准的提高, 我们预计 2017 - 2020 年人均产生的污水量的年均复合增长率将达到 0.7%, 这将使污水治理运营商受益。

**污水处理: 2017-2020 年城市污水处理量的年均复合增长率将为温和的 5%。** 我们认为, 城镇化水平的提高(2017 -

2020 年城市人口年均复合增长率为 4%)和生活水平的提高将支持城市地区对污水处理的需求。我们预计 2017 - 2020 年中国城镇的污水处理量将以 5%的年均复合增长率扩展。

**污水处理：公私合营模式(PPP)：逐渐冷却。**公私合营模式(PPP)于 2016 年由中国政府引入，以吸引私人资本进入城市公用事业部门。然而，低质量项目和诈骗案例增加，使政府放缓了新的 PPP 项目的审批。在有效的监管政策和法规到位之前，PPP 短期内不会促进污水处理行业的发展。

**污水处理：水环境业务将是未来增长区域，但现金回笼将是一个关注点。**我们相信随着大众的环保意识的增强，水环境服务(包括河流，湖泊和地下水保护和修复)将成为未来增长领域；城市污水处理的渗透率现在高达 94%，其增长将转为稳定。与城市污水处理服务不同，水环境服务的费用完全由政府承担，有鉴于一些地方政府的财政状况紧张，我们认为运营商的现金收取将是一个主要的关注点。

### 长线展望

**垃圾焚烧：**我们认为中国的城镇化将持续，这个大趋势将支持固体废物处理的需求。城市地区焚烧渗透率低(2017 年：34%)意味着增长空间十分充足。

**污水处理：**我们认为污水处理运营商将进入水环境业务领域或进一步把生活污水处理业务扩展到农村地区，因为 2017 年城市地区污水处理的渗透率高达 94%。我们预计参与者将争夺位于黄金地区的运营权，因为该地区有更稳定的现金流和更低的违约风险。

### 短线展望

垃圾焚烧运营商将受益于不断增长的城镇化率和人均固体废物产量的增加。城市地区的固体废物焚烧量将在 2019-20 年期间继续增长。对于污水处理运营商而言，更多的重点将放在 BOT(建设 - 运营 - 转移)项目而 EPC(工程，采购和施工)项目上。通过 PPP 项目筹集资金在短期而言帮助有限。

### 股份推荐

**中国光大国际(CEI, 257 HK)是我们在环保领域的首选。**我们预计，中国城市地区通过焚烧处理的固体废物量将在 2017 - 2020 年以 19%的年均复合增长率增长。CEI 作为中国垃圾焚烧行业的市场领导者，控制着 2017 年全国的 12%产能，将受益于行业强劲的增长。

### 风险因素

#### ■ 垃圾焚烧运营商：

1)产能增长低于预期；2)违约风险；3)政策风险；4)维护成本的上升；5)公众对焚化炉建设的阻力

#### ■ 污水处理运营商：

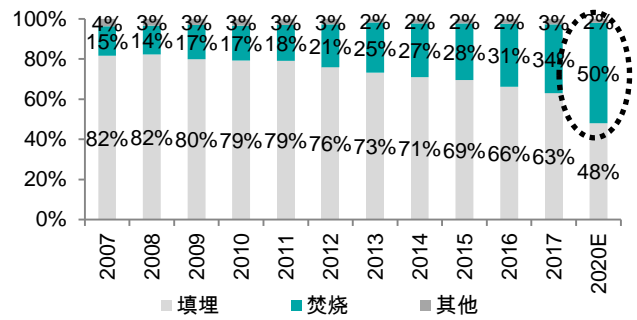
1)产能增长低于预期；2)违约风险；3)政策风险；4)高净负债率；5)负现金流量

图表 1: O2O 活动的增长将增加人均固体废物产量



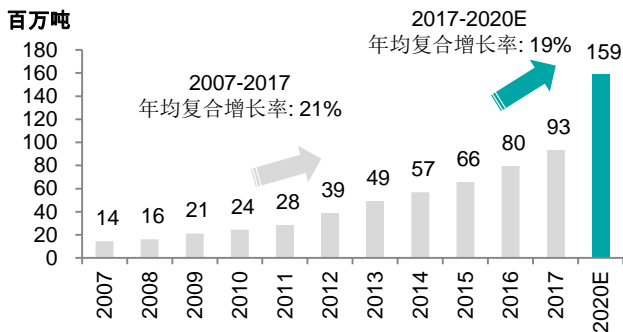
来源: 住房和城乡建设部、农银国际证券预测

图表 2: 中国将在 2020 年增加焚烧垃圾的比例



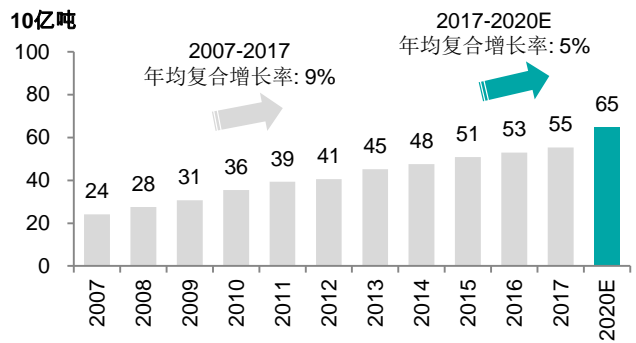
来源: 发改委预测、农银国际证券

图表 3: 城市地区的垃圾焚烧量将在 2017 - 2020 年实现强劲增长



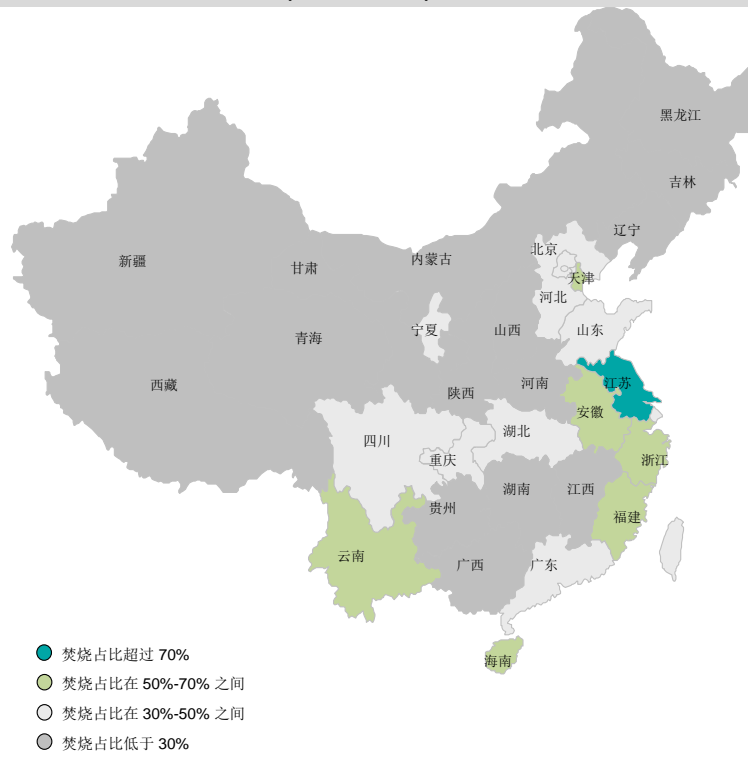
来源: 住房和城乡建设部、发改委、农银国际证券预测

图表 4: 全国污水处理量将在 2017 - 2020 年以 5% 的年均复合增长率增长



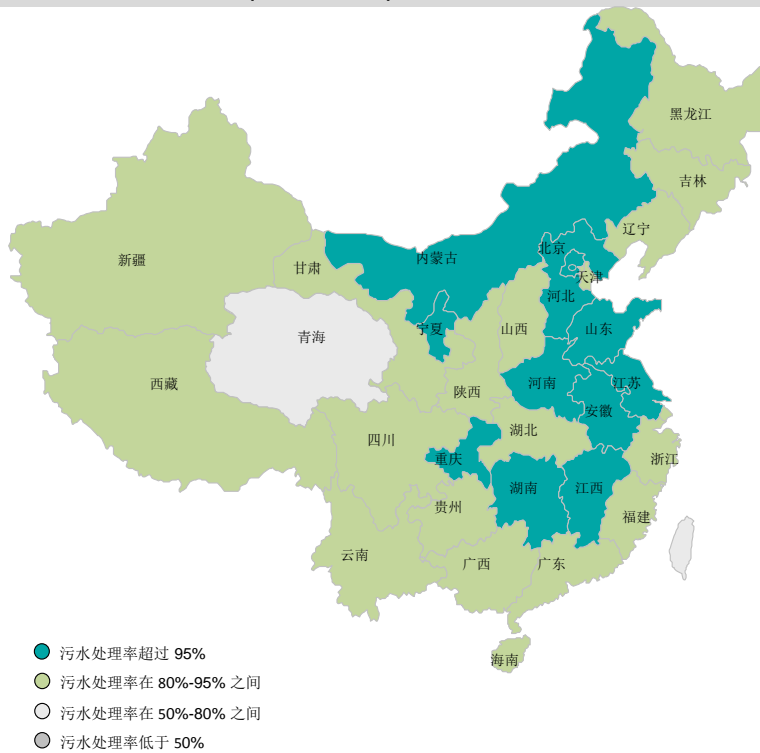
来源: 住房和城乡建设部、发改委、农银国际证券预测

图表 5: 中国垃圾焚烧渗透率仍然很低(2017 年数据)



来源: 住房和城乡建设部、农银国际证券

图表 6: 中国污水处理渗透率较高(2017 年数据)



来源: 住房和城乡建设部、农银国际证券



图表 7：行业估值及首选股评估(截至 2019 年 6 月 21 日的的数据)

公司	代号	评级	目标价 (港币)	上升空 间 (%)	FY19E 市盈率(x)	FY20E 市盈率(x)	FY19E 市净率 (x)	FY20E 市净率(x)	FY19E 股息率 (%)	FY20E 股息率 (%)
光大国际	257	买入	8.90	20.6	8.6	7.5	1.2	1.1	3.5	4.0

来源：彭博、农银国际证券预测

## 正面 中国互联网行业 - 择优而投 周秀成

主要数据	行业表现(相对于 MSCI 中国指数)	绝对值 (%)	相对值 (%)	
2019E 市盈率均值(x)	27.6	1 个月	11.9	4.1
2019E 市净率均值(x)	28.7	3 个月	(1.6)	4.5
2019E 股息率均值(%)	4.1	6 个月	25.0	10.2
来源:彭博、农银国际证券预测	来源:彭博、农银国际证券			

<ul style="list-style-type: none"> <li>我们认为在短视频的兴起减少了用户花在其他形式在线娱乐包括在线游戏的时间占比</li> <li>尽管宏观环境转弱,近几个月在线销售增长依然强劲。</li> <li>我们继续视阿里巴巴(BABA US)为行业首选</li> </ul>	<p><b>1 年股价表现(%)</b></p> <p>MXCN= MSCI 中国指数 来源:彭博、农银国际证券</p>
--	--

**竞争用户时间。**根据极光(JG US)数据,每个移动用户在 1Q19 平均安装 52 个移动应用,比 3Q17 的 34 个大幅上升。另一方面,最近几个季度,每位移动用户在移动应用上花费的平均时间基本保持稳定在 4.2 小时。我们认为这意味着移动应用竞争用户时间已经加剧。此外,用户在移动应用上的时间可能变得更加分散,令到互联网平台更难维持用户粘性。

**短视频的兴起影响了其他形式在线娱乐。**根据 QuestMobile 数据,移动用户花在短视频上的时间占比从 2017 年 6 月的 2.0%增加到 2018 年 12 月的 8.3%。在我们看来,这会无可避免地减少用户花在其他在线娱乐上的时间,例如即时消息,长视频和在线游戏等。

**在线游戏面临各种不利因素。**根据 QuestMobile 数据,移动用户花在在线游戏的时间占比从 2018 年 3 月的 10.1%下降到 2019 年 3 月的 8.2%。此外,尽管近月政府已经恢复批准新的网络游戏,但批准的新手机游戏数量在 1Q19 大幅下降 62%至 728。我们认为目前仍然严格的监管环境将不可避免地扰乱游戏开发商的新游戏计划,从而进一步降低在线游戏作为一种在线娱乐形式的整体吸引力。因此,这可以进一步促使用户花更多时间在其他新兴形式的在线娱乐上,例如短视频。

**在线广告 - 竞争加剧。**腾讯的在线广告收入同比增长从 4Q18 的 38%放缓至 1Q19 的 25%。我们认为,这反映在线广告业务正面临来自抖音的竞争加剧,因为抖音在最近几个季度大力发展其在线广告业务。事实上,根据 Questmobile 数据,抖音的母公司字节跳动在 2018 年已经获得了 11%的在线广告市场份额,接近腾讯的 13%。

**网上购物 - 依然强劲。**虽然宏观环境较弱,但中国实物商品的网上销售在 4M19 仍同比增长 22.2%,占同期零售总额的 18.6%。如按月计算,实物商品在线销售在 2019 年 4 月录得 25%的同比增长

### 短线展望

鉴于批准发行的新游戏数量下降，我们预计短期内在线游戏将面临监管风险。另一方面，在线购物增长应保持稳健。

### 长线展望

在线游戏继续受来自其他在线娱乐如包括短视频平台的挑战。

### 股票推荐

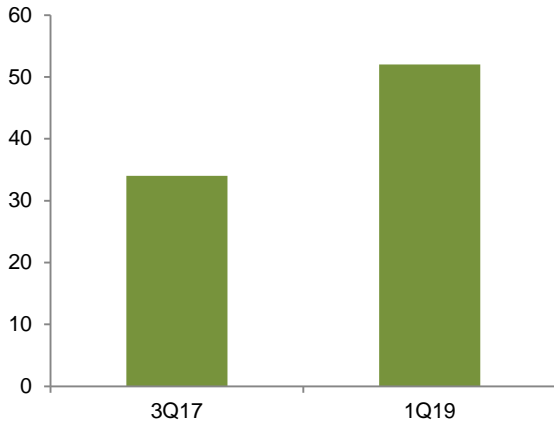
我们继续视阿里巴巴(BABA US)为行业首选。总的来说，我们认为在线购物所受的挑战较在线游戏少。此外，阿里巴巴在最近几个季度的收入增长一直高于京东(JD US)，这意味着其市场份额持续增长。

对于腾讯(700 HK)，我们仍然认为该股在短期内缺乏积极的催化剂，因为该公司在其主要业务，包括在线游戏，在线广告和金融科技，都经历了的放缓。

### 风险因素

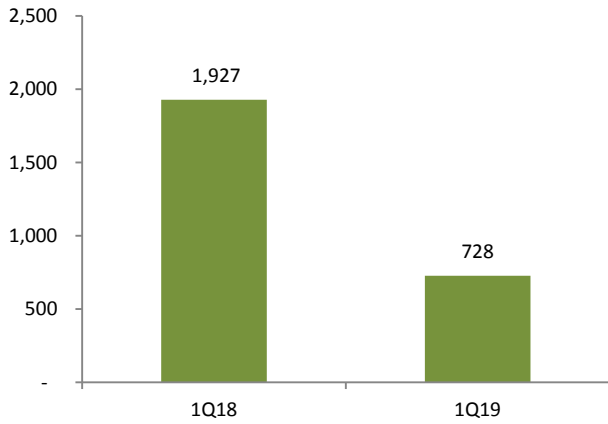
1)互联网金融/手机游戏/网上支付的监管加强; 2)面书(FB US)和谷歌(GOOGLE/GOOG US);等主要外国竞争对手进入中国市场; 3)电子商务和互联网金融业务放缓; 4)手机游戏的生命周期。

图表 1: 移动用户平均安装移动应用数量



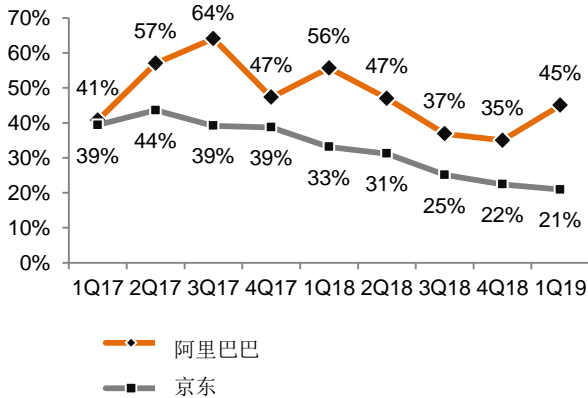
来源: 极光、农银国际证券

图表 3: 批准的新在线游戏数量



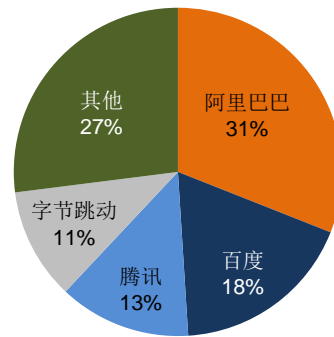
来源: Quesetmobile、农银国际证券

图表 5: 中国零售收入同比增长 - 阿里巴巴 vs. 京东



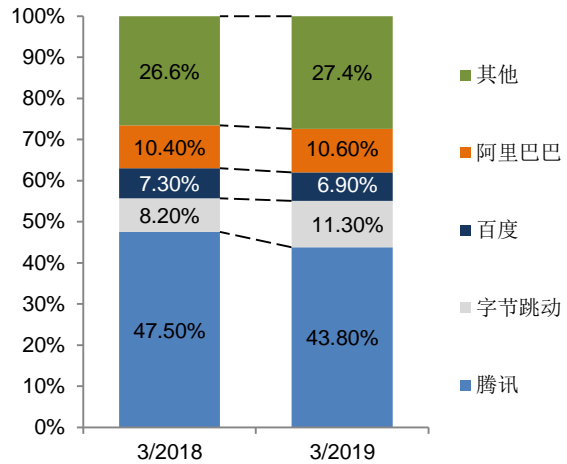
来源: 公司、农银国际证券

图表 2: 在线广告市场份额 2018



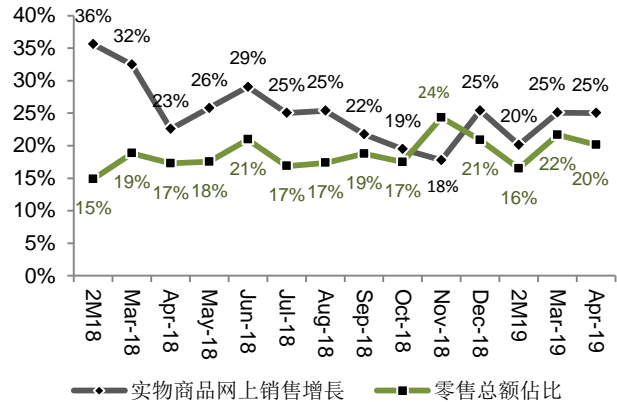
来源: Quesetmobile、农银国际证券

图表 4: 主要在线平台用户时间占比



来源: Quesetmobile、农银国际证券

图表 6: 实物商品在线销售



来源: 统计局、农银国际证券



图表 7: 行业首选 (截至 2019 年 6 月 21 日)

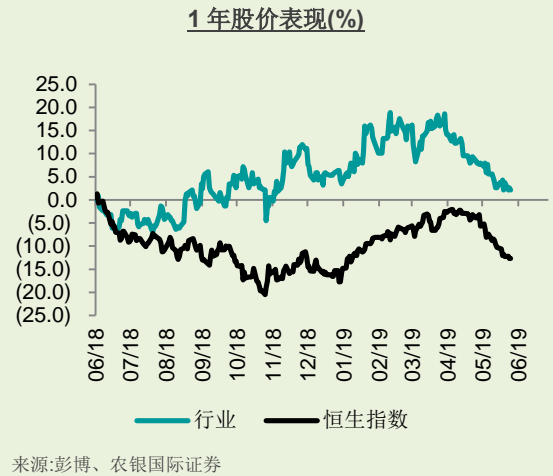
公司名称	代码	评级	目标价 (港元)	上升空间 (%)	FY18E 市盈率(x)	FY19E 市盈率(x)	FY18E 市账率(x)	FY19E 市账率(x)	FY18E 股息率 (%)	FY19E 股息率 (%)
阿里巴巴	BABA US	买入	183	10.2%	17.4	18.5	30.0	25.3	NA	NA

来源: 彭博、农银国际预测

## 正面 中国电信业 - 4G 用户普及率正在提升 黎柏坚

主要数据	行业表现(相对于恒指)	绝对值 (%)	相对值 (%)
2019E 市盈率均值(x)	1 个月	(9.2)	(3.7)
2019E 市净率均值(x)	3 个月	(6.7)	2.9
2019E 股息率均值(%)	6 个月	(12.7)	(14.8)
来源:彭博、农银国际证券预测	来源:彭博、农银国际证券		

> 2019 年 6 月工信部向中国移动(941 HK)、中国联通(762 HK)、中国电信(728 HK)和中国广播网络有限公司授予 5G 运营许可。  
 > 我们预计电信运营商将在 2020 年增加 5G 网络发展的资本支出。  
 > 提速降费政策将影响电信运营商的 ARPU, 但也将刺激数据使用和移动用户增长。  
 > 我们的行业首选是中国移动。中国移动有较高的股息收益率, 及良好的资产负债表状况, 并在中国的移动业务中占据主导地位。



**我们预测中国 4G 用户普及率在 2019 年达 79.0%，2020 年达 85.0%。**工信部计划 2019 年将电信运营商的移动服务资费降低 20%及中小企业的宽带资费降低 15%，以提高互联网普及率并改善网络，我们预测电信运营商的移动 ARPU 会受到数据服务费降低的影响。移动数据资费的下行压力将刺激用户的数据使用。2019 年 4 月用户的平均移动数据达到 7.32GB，同比增长 110.2%。2019 年 4 月中国移动用户达到 15.9 亿，同比增长 7.3%。受电信运营商推出无限数据的刺激，2019 年 4 月中国移动互联网用户总数超过 13.4 亿，占移动用户总数的 84.3%。据工信部统计，截至 2019 年 4 月 4G 用户达到 12.1 亿，占中国移动用户总数的 76.1%。由于低端用户(从 2G / 3G 平台升级到 4G)，双 SIM 卡智能手机以及较低的移动服务资费，我们预计 4G 渗透率将进一步提升并在 2020 年达到 85.0%。截至 2019 年 4 月，中国移动、中国联通、中国电信的 4G 市场份额分别为 59.4%/19.2%/ 21.4%。

**5G 网络在 2019 年下半年推出。**2019 年 6 月工信部向中国移动、中国联通、中国电信和中国广播网络有限公司授予 5G 运营许可。电信运营商正在建设一个小规模的 5G 电信网络，用于测试和准备在 2019 年下半年推出。中国有几个城市(如上海、苏州、广州)推出 5G 试点网络。我们预计 5G 网络的推出将提升电信塔和设备的需求。由于对网络覆盖的需求增加以及铁塔共享折扣的推出，中国铁塔的租赁率在 2019 年 3 月达到 1.56。在 5G 的推出下，我们预测 2020 年中国铁塔的租赁率将达到 1.70。

**2020 年有线宽带用户普及率将达到 92%。**我们预计 2019 年中国有线宽带市场将保持稳定增长，而网络速度和 IPTV 利用率将更高。据工信部统计，2019 年 4 月有线宽带用户达到 4.26 亿，光纤到户用户达到 3.87 亿，占有用户总数的 90.8%。由于 IPTV、网络游戏和高质量视频的需求，我们预测 2020 年中国的光纤到户普及率将达到 92%。

**全球智能手机出货量连续 6 个季度下滑。**根据 IDC 的数据，2019 年第 1 季度全球智能手机出货量为 3.10 亿，同比下降 6.6%，这是连续第六个季度下滑。智能手机的出货量受到更长的手机更换周期，新手机的创新功能减少和手机普及率上升的影响。我们预计由于需求疲软和经济环境不稳定，全球智能手机出货量增长在 2020 年将放缓。尽管最近智能手机的出货量呈下降趋势，但考虑到客户人均收入上升、消费升级和对更高端手机的偏好，预计智能手机的平均售价将会上升。

### 长线展望

电信运营商将在 2020 年增加资本支出以发展 5G 网络，需要用更多基站和更广泛的光纤网络覆盖。5G 电信网络具有传输速度更快，低延迟的优点。虽然提速降费的推出影响了 ARPU，但电信运营商已经推出了各种增值服务如 IPTV 和视频内容等，以改善用户体验并提高普及率。

### 短线展望

我们预计提速降费政策影响电信运营商的 ARPU，但将刺激数据使用并促进用户增长。基于强劲的数据使用率(107.3%)和适度的移动用户增长(6.8%)预测，我们预计 2019 年移动服务收入将出现适度增长。电信运营商正专注于一些新兴业务，如云计算、工业互联网和智能手机应用，以提供更多增值服务。我们预计移动数据流量将随着视频传输需求的增加和智能手机浏览时间的延长而增长。

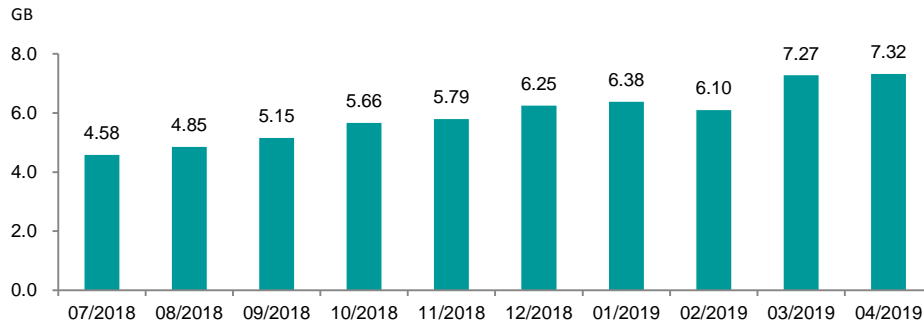
### 股票推荐

**中国移动(941 HK)是我们的行业首选。**中国移动在电信市场占据主导地位，移动用户市场份额最大。我们预计在数据服务资费下调的情况，中国移动将从更好的移动数据需求中受益。截至 2019 年 4 月中国移动移动业务的市场份额达 59.2%，因受益于其网络优势，有更广的覆盖面，客户忠诚度更高。我们对公司的目标价为 90.0 港元，相当于 12.3 倍/13.3 倍 2019 年 / 2020 年市盈率。

### 风险因素

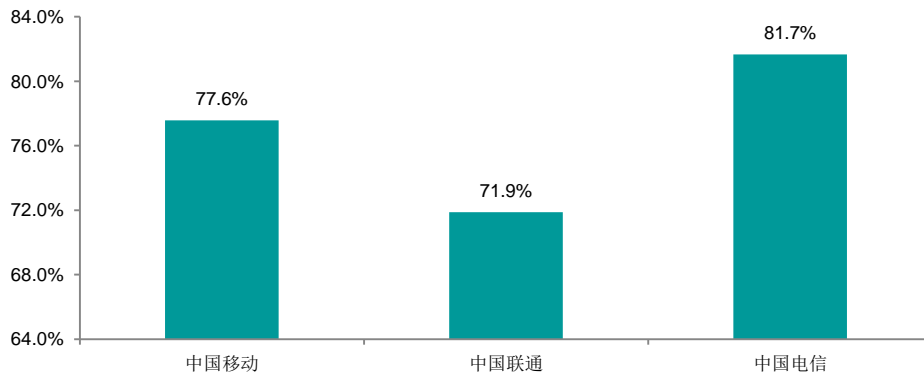
1)行业进一步推行提速降费; 2)用户饱和; 3)市场竞争加剧可能导致价格战; 4) 智能手机出货量增长放缓。

图表 1: 中国每月平均数据使用量



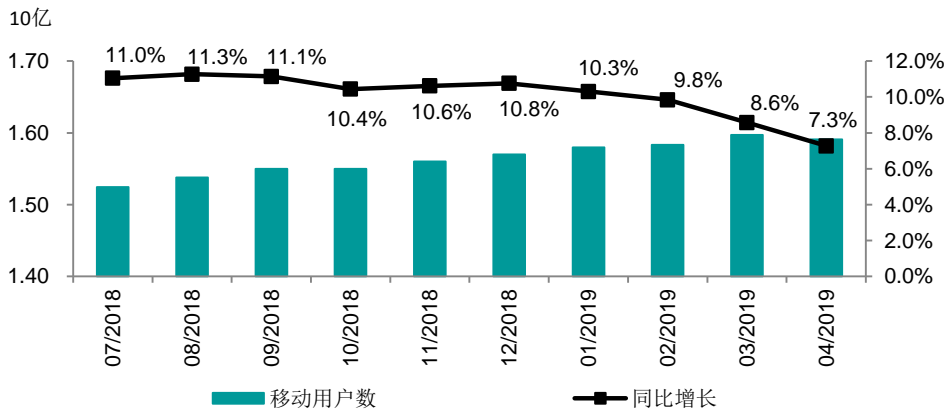
来源: 工信部、农银国际证券

图表 2: 中国的 4G 用户渗透率 (4/2019)



来源: 工信部、农银国际证券

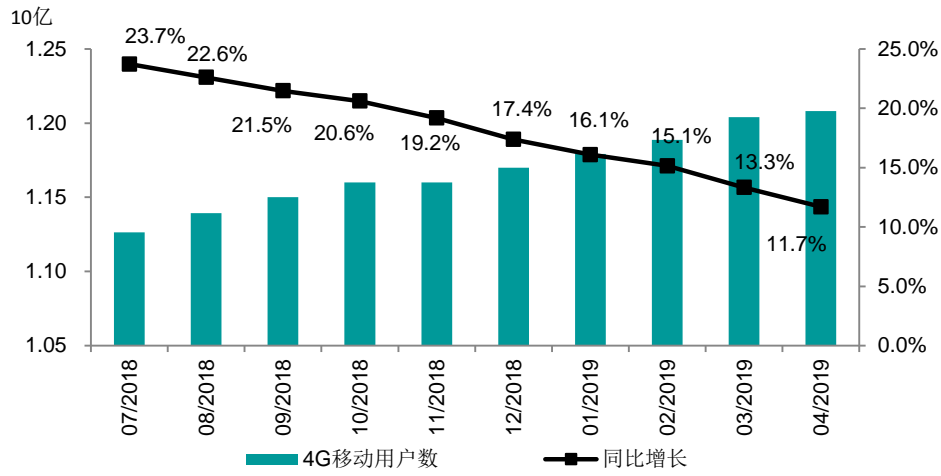
图表 3: 中国移动用户总体和同比增长



来源: 工信部、农银国际证券

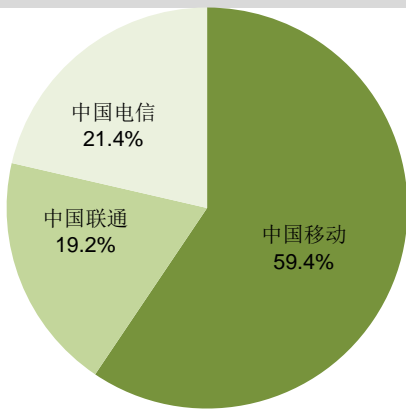


图表 4: 中国的 4G 用户和同比增长



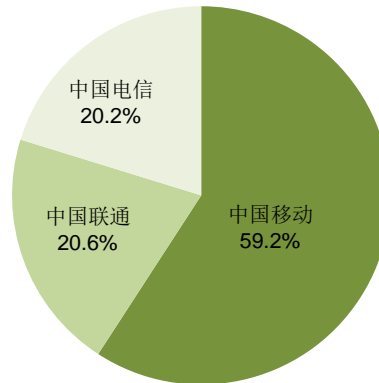
来源: 工信部、农银国际证券

图表 5: 中国的 4G 用户市场份额



来源: 工信部、农银国际证券

图表 6: 中国的移动用户渗透率



来源: 工信部、农银国际证券

图表 7: 行业首选 (截至 2019 年 6 月 21 日)

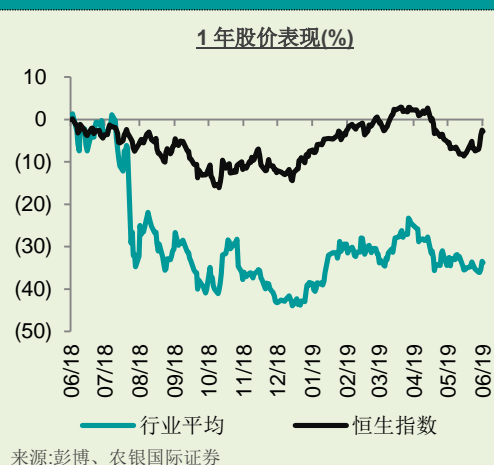
公司名称	代码	评级	目标价 (港元)	上升空间 (%)	FY19E 市盈率(x)	FY20E 市盈率(x)	FY19E 市账率(x)	FY20E 市账率(x)	FY19E 股息率 (%)	FY20E 股息率 (%)
中国移动	941 HK	买入	90.00	26.8	10.7	10.3	1.1	1.1	4.8	4.8

来源: 彭博、农银国际预测

## 中性 中国教育业- 行业龙头仍具有吸引力 潘泓兴

主要数据		行业表现(相对于恒生指数)	绝对值 (%)	相对值 (%)
2019E 市盈率均值(x)	15.12	1 个月	(0.91)	(3.86)
2019E 市净率均值(x)	2.09	3 个月	0.20	2.26
2019E 股息率均值(%)	2.39	6 个月	16.63	6.07
来源:彭博、农银国际证券预测		来源:彭博、农银国际证券		

- 国家最近推出了多项关于推动职业教育行业发展的政策；教育行业仍面临民促法送审稿所带来的政策不确定性
- 教育行业上市企业的业绩表现开始出现分化
- 教育行业仍具有一定能够的吸引力，主要由于其增长较为稳定；高等教育板块相比其他教育板块更具有吸引力，主要由于其所面临的政策不确定风险较小而且是最近公布的推动职业教育行业发展的政策的直接受益者
- 我们认为行业领头羊仍具有吸引力，推荐中教控股(839 HK)和睿见教育(6068 HK)



**政策聚焦教育行业。**在过去几个月内，国家在政策方面主要聚焦在职业教育行业。在今年 1 月国务院推出了“关于印发国家职业教育改革实施方案的通知”后，3 月公布的政府工作报告再次强调大力发展职业教育行业，要求高职院校在今年扩招 100 万人。以上的措施将会对民办教育行业带来更多的发展机会。然而，教育行业仍然面临民促法送审稿所带来的政策不确定性。

**公司表现不一。**在港上市的教育企业业绩表现开始出现差异。积极开展并购活动的公司在扩张速度上超过同业。同时，各公司的回报率也开始出现分歧，显示不同公司之间的盈利能力和盈利质量有所不同。

**行业的领头羊仍然具有吸引力。**教育行业具有不受中美贸易纠纷影响的特性，因此在中美贸易纠纷仍未解决的情况下，该行业的吸引力也不断上升。目前中教控股(839 HK)和睿见教育(6068 HK)是高等教育板块和基础教育的龙头。它们分别拥有高等教育板块和基础教育板块内最高的 2018/19 学年学生人数。

### 长线展望

我们认为，中国的教育行业未来增长前景可观，国内庞大的人口基数和对高质量教育服务的需求将会支持行业发展。我们预期，行业内将会出现更多的规模企业。

### 短线展望

在短期内，教育行业将会面临民促法送审稿所带来的政策不确定性。然而，针对职业教育的相关政策将会为民办教育企业带来更多的发展机会。我们相信，目前高等教育板块的吸引力高于其他教育行业板块，主要由于高等教育所面临的政策风险较其他板块小，同时也是促进发展职业教育的政策的直接受益者。

### 股票推荐

我们认为，投资教育板块需要考虑的因素包括：1)公司所面临的政策风险；2)公司的业务规模；3)公司以往的业绩表现。基于以上的因素，我们推荐中教控股(839 HK)以及睿见教育(6068 HK)。

### 风险因素

1)人口变化；2)政策风险；3)教育质量及学生退学风险；4)运营和声誉风险；5)扩张瓶颈风险。

图表 1:与教育市场有关的政策

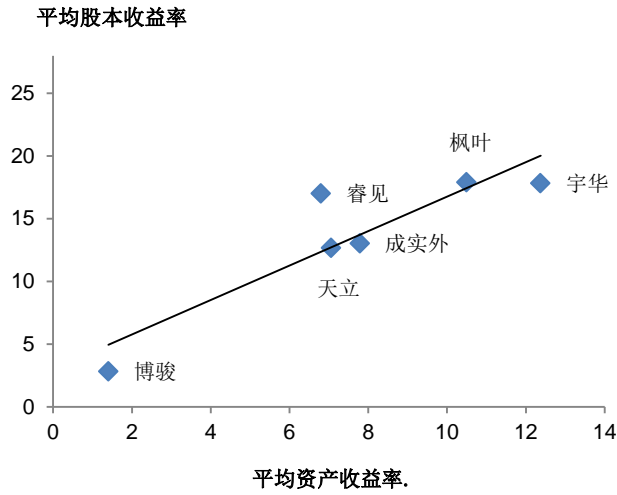
政策	针对市场	目标及措施
国务院办公厅关于印发完善促进消费体制机制实施方案(2018—2020年)的通知	教育行业	<ol style="list-style-type: none"> <li>1) 抓紧修订民办教育促进法实施条例</li> <li>2) 开展产教融合建设试点工作,鼓励有条件的地区探索职业学校股份制改革试点</li> <li>3) 大力发展普惠性学前教育,鼓励地方政府通过购买服务、减免租金、派驻公办教师等方式引导和支持民办幼儿园提供普惠性服务</li> <li>4) 制定实施大力发展3岁以下婴幼儿照护服务的政策措施</li> <li>5) 实施好关于规范校外培训机构发展的意见</li> <li>6) 鼓励有条件的地区引进境外优质高等教育、职业教育资源,举办高水平中外合作办学机构和项目,探索建立本科以上层次中外合作办学项目部省联合审批机制</li> </ol>
粤港澳大湾区发展规划纲要	正规教育行业	<ol style="list-style-type: none"> <li>1) 鼓励三地高校探索开展相互承认特定课程学分、实施更灵活的交换生安排、科研成果分享转化等方面的合作交流</li> <li>2) 引进世界知名大学和特色学院,推进世界一流大学和一流学科建设</li> <li>3) 推进粤港澳职业教育在招生就业、培养培训、师生交流、技能竞赛等方面的合作,创新内地与港澳合作办学方式,支持各类职业教育实训基地交流合作,共建一批特色职业教育园区</li> <li>4) 鼓励粤港澳三地中小学校结为“姊妹学校”,在广东建设港澳子弟学校或设立港澳儿童班并提供寄宿服务</li> <li>5) 研究开放港澳中小学教师、幼儿教师到广东考取教师资格并任教</li> <li>6) 扩大学位供给,进一步完善跨区域就业人员随迁子女就学政策,推动实现平等接受学前教育、义务教育和高中阶段教育</li> </ol>
中华人民共和国民办教育促进法实施条例(修订草案)(送审稿)	教育行业	<ol style="list-style-type: none"> <li>1) 为各级政府机构在制定当地民促法实施细则提供全国性指导</li> <li>2) 实施集团化办学的,不得通过兼并收购、加盟连锁、协议控制等方式控制非营利性民办学校</li> </ol>
国务院办公厅关于规范校外培训机构发展的意见	K-12 课外辅导	<ol style="list-style-type: none"> <li>1) 依法依规对校外培训机构进行审批登记、开展专项治理、强化日常监管,切实规范校外培训秩序。校外培训机构依法依规开展培训业务和相关活动,自觉维护中小学生及家长合法权益。</li> <li>2) 校外培训机构必须有符合安全条件的固定场所,同一培训时段内生均面积不低于3平方米</li> <li>3) 从事语文、数学、英语及物理、化学、生物等学科知识培训的教师应具有相应的教师资格</li> <li>4) 收费时段与教学安排应协调一致,不得一次性收取时间跨度超过3个月的费用</li> <li>5) 培训内容不得超出相应的国家课程标准,培训班次必须与招生对象所处年级相匹配,培训进度不得超过所在县(区)中小学同期进度</li> </ol>
关于切实减轻中小学生课外负担开展校外培训机构专项治理行动的通知	K-12 课外辅导	<ol style="list-style-type: none"> <li>1) 通过开展排查摸底、全面整改、督促检查,依法维护学生权益,坚决治理违背教育规律和青少年成长规律的行为,加快解决人民群众反映强烈的中小学生过重课外负担问题,确保中小学生健康成长全面发展</li> <li>2) 全面部署和排查摸底,要于2018年6月底前完成</li> <li>3) 集中整治,要于2018年底前完成</li> <li>4) 专项督促和检查,要于2019年6月底前完成</li> </ol>
全力保障义务教育教师工资待遇 不断提高教师职业吸引力	义务教育	<ol style="list-style-type: none"> <li>1) 强调《教师法》和《义务教育法》均就教师工资水平做出规定,要求教师平均工资水平应当不低于或高于当地公务员平均工资水平</li> <li>2) 切实保证义务教育教师的平均工资水平不低于或高于当地公务员平均工资水平,让他们享有应有的社会声望</li> <li>3) 力争用三年时间解决义务教育阶段教师工资待遇问题,凡未达到要求的地区要限期整改达标,财力较强的省份要加快进度</li> </ol>
中共中央国务院关于学前教育深化改革规范发展的若干意见	学前教育	<ol style="list-style-type: none"> <li>1) 到2020年,全国学前三年毛入园率达到85%,普惠性幼儿园覆盖率(公办园和普惠性民办园在园幼儿占比)达到80%</li> <li>2) 到2020年,基本形成以本专科为主体的幼儿园教师培养体系,本专科学前教育专业毕业生规模达到20万人以上;建立幼儿园教师专业成长机制,健全培训课程标准,分层分类培训150万名左右幼儿园园长、教师</li> <li>3) 到2035年,全面普及学前三年教育,建成覆盖城乡、布局合理的学前教育公共服务体系,形成完善的学前教育管理体制、办园体制和政策保障体系,为幼儿提供更加充裕、更加普惠、更加优质的学前教育</li> <li>4) 民办园一律不准单独或作为一部分资产打包上市</li> <li>5) 上市公司不得通过股票市场融资投资营利性幼儿园,不得通过发行股份或支付现金等方式购买营利性幼儿园资产</li> <li>6) 牢牢把握公益普惠基本方向,坚持公办民办并举,加大公共财政投入,着力扩大普惠性学前教育资源供给</li> </ol>
国家职业教育改革实施方案	职业教育	<ol style="list-style-type: none"> <li>1) 到2022年,职业院校教学条件基本达标,一大批普通本科高等学校向应用型转变,建设50所高水平高等职业学校和150个骨干专业(群)</li> <li>2) 2020年初步建成300个示范性职业教育集团(联盟),带动中小企业参与</li> <li>3) 支持和规范社会力量兴办职业教育培训,鼓励发展股份制、混合所有制等职业院校和各类职业培训机构</li> <li>4) 建立公开透明规范的民办职业教育准入、审批制度</li> <li>5) 探索民办职业教育负面清单制度</li> <li>6) 建立健全退出机制</li> </ol>

政策	针对市场	目标及措施
国务院办公厅关于开展城镇小区配套幼儿园治理工作的通知	学前教育	<ol style="list-style-type: none"> <li>1) 城镇小区没有规划配套幼儿园或规划不足，或者有完整规划但建设不到位的，要依据国家和地方配建标准，通过补建、改建或就近新建、置换、购置等方式予以解决；已建成的小区配套幼儿园应按照规定及时移交当地教育行政部门，未移交当地教育行政部门的应限期完成移交，对已挪作他用的要采取有效措施予以收回；小区配套幼儿园移交当地教育行政部门后，应当由教育行政部门办成公办园或委托办成普惠性民办园，不得办成营利性幼儿园</li> <li>2) 各地以县(市、区)为单位，对城镇小区配套幼儿园情况进行全面摸底排查，针对规划、配建、移交、使用不到位等情况，分别列出清单、建立台账。该项工作于 2019 年 4 月底前完成</li> <li>3) 对于已经建成、需要办理移交手续的，原则上于 2019 年 6 月底前完成</li> <li>4) 对于需要回收、置换、购置的，原则上于 2019 年 9 月底前完成</li> <li>5) 对于需要补建、改建、新建的，原则上于 2019 年 12 月底前完成相关建设规划，2020 年 12 月底前完成项目竣工验收</li> </ol>
教育部办公厅关于全面推进现代学徒制工作的通知	职业教育	<ol style="list-style-type: none"> <li>1) 校企共同制订和实施招生招工方案，规范招生录取和企业用工程序，推进招生招工同步、先招工后招生、先招生后招工，明确学徒的企业员工和职业学校学生双重身份，保障学徒的合法权益</li> <li>2) 按照专业设置与产业需求对接、课程内容与职业标准对接、教学过程与生产过程对接的要求，校企共同研制高水平的现代学徒制专业教学标准、课程标准、实训条件建设标准等相关标准，做好落地实施工作；在开展现代学徒制的专业率先实施“学历证书+若干职业技能等级证书”制度试点</li> <li>3) 推广学校教师和企业师傅共同承担教育教学任务的双导师制度，校企分别设立兼职教师岗位和学徒指导岗位，完善双导师选拔、培养、考核、激励等办法，加大学校与企业之间人员互聘共用、双向挂职锻炼、横向联合技术研发和专业建设的力度，打造专兼结合的双导师团队</li> <li>4) 充分利用生产性实习实训基地、技能大师工作室、工程技术研究中心、协同创新中心等，发挥校企双方的场所、设备、人员优势，共同开发一批新型活页式、工作手册式教材并配套信息化资源，及时吸纳新技术、新工艺、新规范和典型生产案例，形成共建共享的教学资源体系</li> <li>5) 坚持德技并修、工学结合、知行合一，按照企业生产和学徒工作生活实际，实施弹性学习时间和学分制管理，育训结合、工学交替、在岗培养，积极探索三天在企业、两天在学校的“3+2”培养模式，着力培养学生的专业精神、职业精神和工匠精神，提升学生的职业道德、职业技能和就业创业能力</li> </ol>
教育部办公厅关于严格规范大中小学招生秩序的紧急通知	教育行业	<ol style="list-style-type: none"> <li>1) 为规范大中小学校的考试招生秩序提出要求</li> <li>2) 进一步规范义务教育阶段民办学校招生行为。各地要将民办义务教育学校招生纳入属地教育行政部门统一管理，与公办学校同步招生，不得提前招生，不得通过考试或变相考试选拔生源，不得以任何形式干扰破坏招生秩序，坚决防止对生源地招生秩序造成冲击。对报名人数超过招生计划的民办学校，引导学校采取电脑随机派位方式招生。实行民办中小学跨区域招生生源地审批办法和黑名单制度</li> <li>3) 进一步规范普通高中招生行为。所有普通高中学校(含民办高中)要严格按照规定的招生范围、招生计划、招生时间、招生方式进行统一招生，严禁违规争抢生源、“掐尖”招生、跨审批区域招生、超计划招生和提前招生；规范普通高中自主招生，普通高中学校须在中考结束后，严格按照自主招生办法和程序组织自主招生录取工作，并主动公开招生的各环节和录取结果；各地教育行政部门要加强高中学生学籍管理，严禁“人籍分离”，严禁同时或者交叉注册普通高中学校和中等职业学校“双重学籍”</li> <li>4) 各省级高校招生委员会要切实落实在本行政区域内组织高考、治理考试环境、维护考试招生安全稳定、整肃考风考纪的主体责任，稳妥做好报名、考试组织、评卷、志愿填报和录取工作</li> </ol>
高职扩招专项工作实施方案	职业教育	<ol style="list-style-type: none"> <li>1) 教育部等六部门为贯彻落实 2019 年《政府工作报告》关于高职大规模扩招 100 万人的有关要求，全面深化职业教育改革，统筹做好计划安排、考试组织、招生录取、教育教学、就业服务及政策保障工作，确保稳定有序、高质量完成扩招工作任务，特制定本方案</li> <li>2) 主要任务包括：扩大招生计划、做好高职扩招的补报名工作、做好高职扩招专项考试工作、做好招生录取工作、做好分类教育管理工作、推动教师教材教法改革、做好就业服务</li> </ol>
国务院办公厅关于印发职业技能提升行动方案(2019—2021 年)的通知	职业教育	<ol style="list-style-type: none"> <li>1) 目标任务：2019 年至 2021 年，持续开展职业技能提升行动，提高培训针对性实效性，全面提升劳动者职业技能水平和就业创业能力。三年共开展各类补贴性职业技能培训 5000 万人次以上，其中 2019 年培训 1500 万人次以上；经过努力，到 2021 年底技能劳动者占就业人员总量的比例达到 25%以上，高技能人才占技能劳动者的比例达到 30%以上；</li> <li>2) 职工参加企业新型学徒制培训的，给予企业每人每年 4000 元以上的职业培训补贴，由企业自主用于学徒培训工作；企业、农民专业合作社和扶贫车间等各类生产经营主体吸纳贫困劳动力就业并开展以工代训，以及参保企业吸纳就业困难人员、零就业家庭成员就业并开展以工代训的，给予一定期限的职业培训补贴，最长不超过 6 个月</li> <li>3) 地方各级政府要加大资金支持和筹集整合力度，将一定比例的就业补助资金、地方人才经费和行业产业发展经费中用于职业技能培训的资金，以及从失业保险基金结余中拿出的 1000 亿元，统筹用于职业技能提升行动</li> <li>4) 落实将企业职工教育经费税前扣除限额提高至工资薪金总额 8%的税收政策</li> </ol>

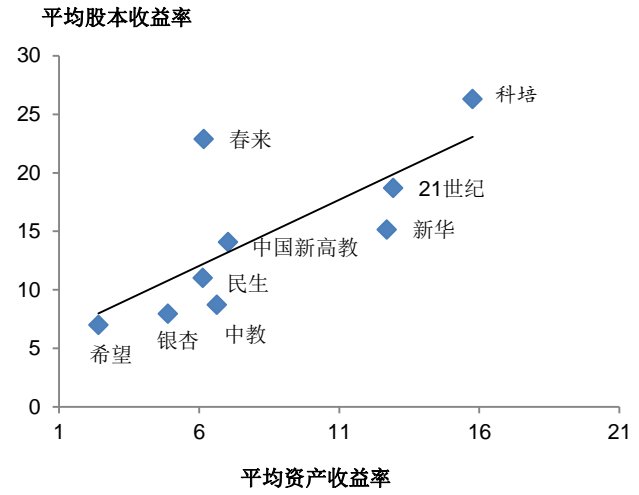
来源：中国政府网、教育部、农银国际证券



图表 2: 2018 财年上市教育公司的资产回报率和股本回报率(%) -左图为基础教育公司; 右图为高等教育公司

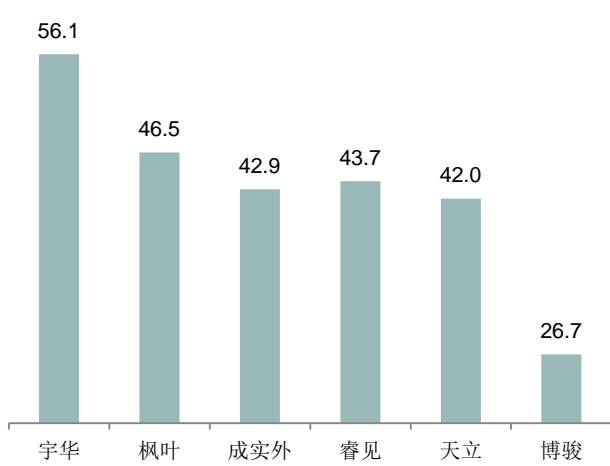


来源: 公司、农银国际证券

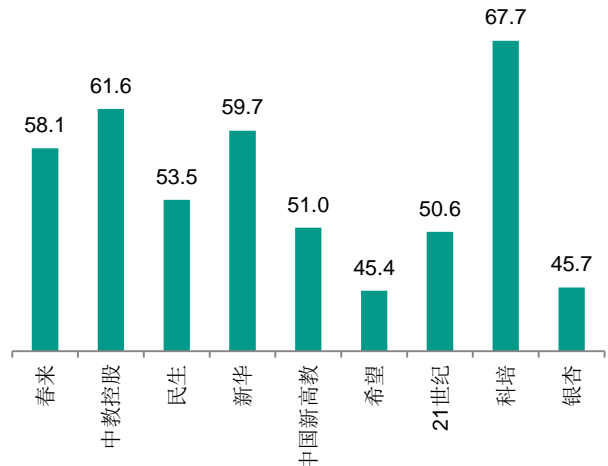


来源: 公司、农银国际证券

图表 3: 2018 财年上市教育公司的毛利率(%) -左图为基础教育公司; 右图为高等教育公司

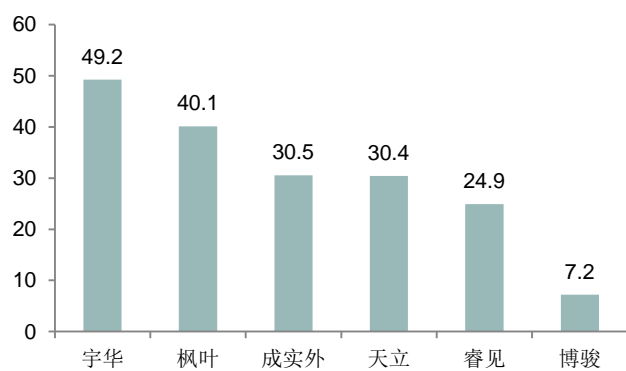


来源: 公司、农银国际证券

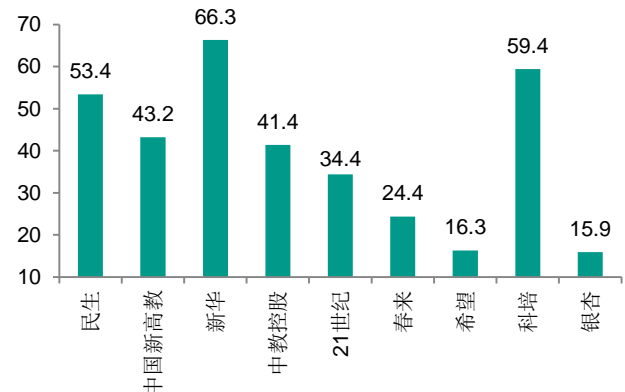


来源: 公司、农银国际证券

图表 4: 2018 财年上市教育公司的净利率(%) -左图为基础教育公司; 右图为高等教育公司



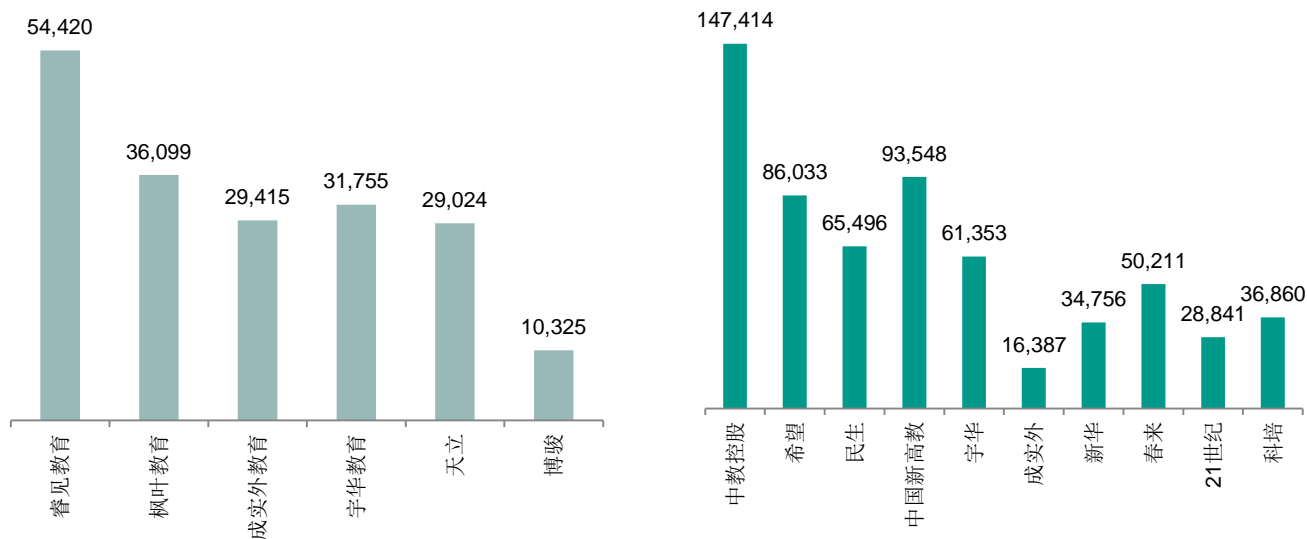
来源: 公司、农银国际证券



来源: 公司、农银国际证券

注: 21 世纪教育 (1598 HK); 博骏 (1758 HK); 中教控股(839 HK); 春来 (1969 HK); 中国新高教(2001 HK); 银杏教育(1851 HK); 希望教育(1765 HK); 科培教育(1890 HK); 枫叶教育(1317 HK); 民生教育(1569 HK); 天立教育(1773 HK); 成实外教育(1565 HK); 睿见教育(6068 HK); 宇华教育(6169 HK)

图表 5: 2018/19 学年上市教育公司的学生人数 -左图为基础教育公司; 右图为高等教育公司



来源: 公司、农银国际证券

注: 21 世纪教育 (1598 HK); 博骏 (1758 HK); 中教控股(839 HK); 春来 (1969 HK); 中国新高教(2001 HK); 银杏教育(1851 HK); 希望教育(1765 HK); 科培教育(1890 HK); 枫叶教育(1317 HK); 民生教育(1569 HK); 天立教育(1773 HK); 成实外教育(1565 HK); 睿见教育(6068 HK); 宇华教育(6169 HK)

图表 6:行业首选 (截至 2019 年 6 月 21 日)

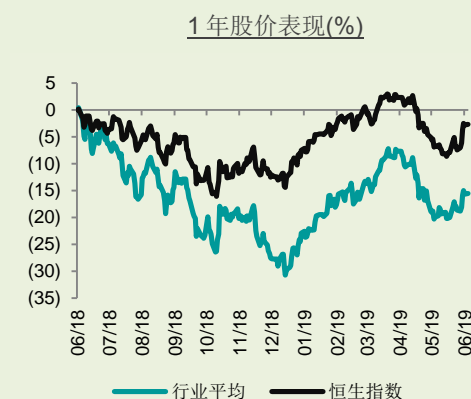
公司名称	代码	评级	目标价 (港元)	上升空间(%)	FY19E 市盈率(x)	FY20E 市盈率(x)	FY19E 市账率(x)	FY20E 市账率(x)	FY19E 股息率 (%)	FY20E 股息率 (%)
中教控股	839	买入	14.0	15.89	26.80	21.81	3.57	3.21	1.20	1.55
睿见教育	6068	买入	4.7	12.44	21.38	15.80	3.57	2.91	1.78	2.41

来源: 彭博、农银国际证券预测

## 中性 中国消费品业 – 短期挑战无可避免 潘泓兴

主要数据	行业表现(相对于恒指)	绝对值 (%)	相对值 (%)	
2019E 市盈率均值(x)	17.29	1 个月	4.20	1.24
2019E 市净率均值(x)	2.35	3 个月	(2.30)	(0.25)
2019E 股息率均值(%)	2.35	6 个月	16.65	6.08
来源:彭博、农银国际证券预测	来源:彭博、农银国际证券			

- 零售销售增长波动性增加反映国内消费市场疲弱
- 通胀有上升迹象
- 政府已经推出了多项政策以支持国内消费；我们预期政府将会继续推出新的政策来进一步刺激消费增长
- 基于目前的国内外经济形势，我们偏好消费市场内的龙头，推荐**万洲国际(288 HK)**



**零售销售增长波动性加大反映消费市场疲弱。**国内零售销售同比增长在 2019 年 4 月曾一度跌至 7.2%。而在过去几个月内，网上零售销售的增长速度也比上年同期明显下降。零售销售增长波动性加大显示国内经济增长放缓使消费者对于消费支出持保守态度。

**通胀或将会限制消费。**各类基本消费品在 2019 年都出现价格飞涨的情况。根据农业部数据，截至 6 月第 2 周，猪肉批发价同比增长 27.1%(年初至今累计增长 6.4%)；商品代肉雏鸡批发价同比增长 46.5%(年初至今累计增长 16.6%)，反映出随着非洲猪瘟疫情持续，消费者开始增加鸡肉消费导致雏鸡价格上涨。同时，根据农业农村部数据，五大主要水果的批发均价截至 6 月第 3 周同比上涨 41.1%(年初至今累计增长 37.3%)。我们认为，农产品供应问题、中美贸易纠纷、不佳的天气状况都推动价格上涨。我们预计，今年的通胀压力将会持续存在，而同时可支配收入的增长并不会会有太大的改善。这将会导致今年的国内消费面临更大的压力。

**预计将会有更多的政策推出以支持消费。**政府在过去曾经推出多项政策以支持国内消费。在 2018 年，国务院公布“国务院办公厅关于印发完善促进消费体制机制实施方案(2018-2020)的通知”以及“国务院关于印发个人所得税专项附加扣除暂行办法的通知”。在今年，国务院连同发改委等 9 个部门颁布《进一步优化供给推动消费平稳增长促进形成强大国内市场的实施方案(2019 年)》。我们预期政府将会在 2019 年继续推出政策以支持消费市场。

### 长线展望

我们对中国的消费市场长期看好，主要由于中国消费市场仍将会受到中国庞大人口基数以及持续消费升级的支持。

### 短线展望

就近期而言，国内的消费市场面临经济增长下滑、通胀压力、外部贸易环境恶化的挑战。

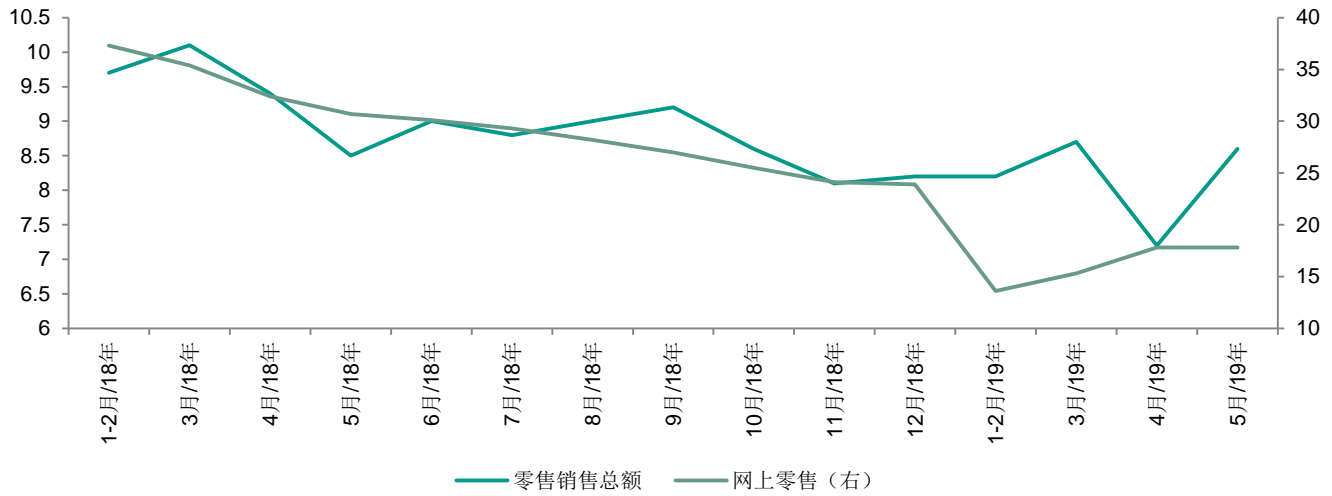
### 股票推荐

我们看好在国内市场消费市场具有领导地位的消费品公司。我们推荐**万洲(288 HK)**。

### 风险因素

1)宏观经济风险、2)政策风险、3)产品质量风险 4)大宗商品价格风险

图表 1: 国内零售销售以及网上零售增长 (YoY %)



来源: 国家统计局、农银国际证券

图表 2: 国内猪肉和白条鸡批发价格 (元)

截至2019年6月第二周

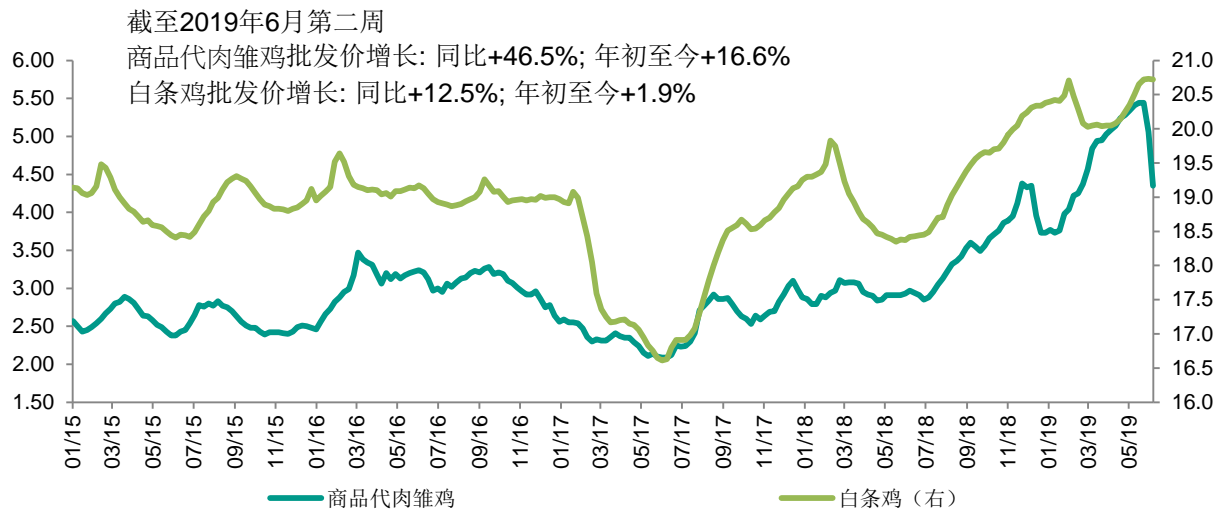
猪肉批发价增长: 同比+27.1% 年初至今+6.4%

白条鸡批发价增长: 同比+12.5% YoY; 年初至今+1.9%



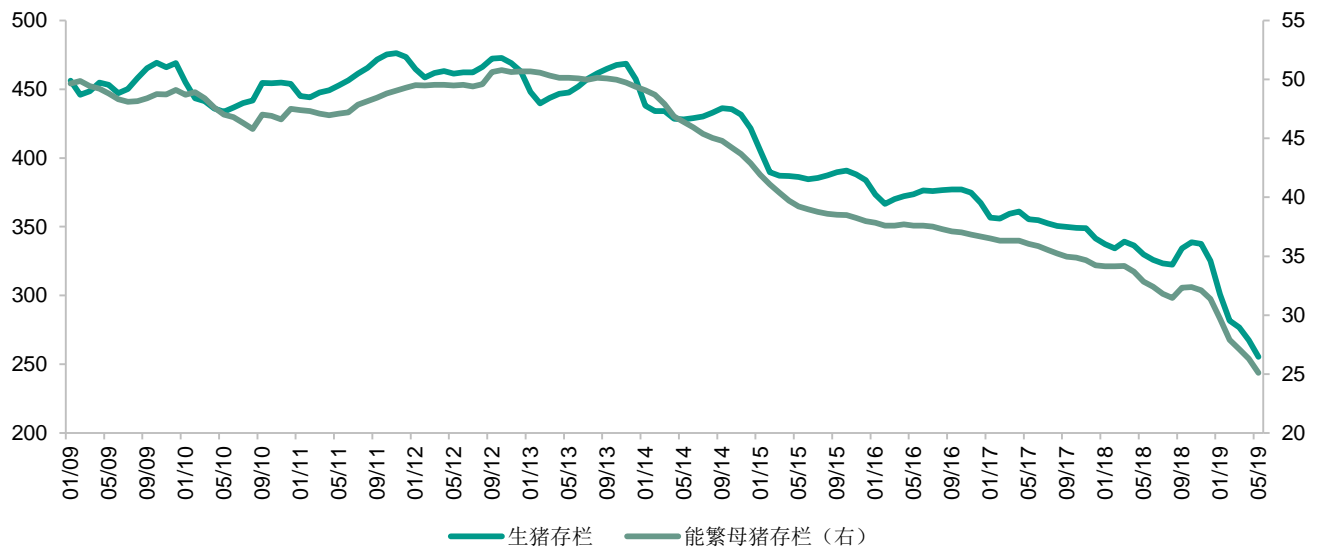
来源: 农业部、农银国际证券

图表 3: 国内商品代肉雏鸡及白条鸡 (元)



来源: 农业部、农银国际证券

图表 4: 中国生猪和能繁母猪存栏数 (百万头)



来源: 农业部、农银国际证券



图表 5: 水果价格 (人民币元/公斤)



注: 价格为农业农村部检测的 5 种水果平均价格, 包括富士苹果、巨峰葡萄、香蕉、菠萝、西瓜  
来源: 农业部、农银国际证券

图表 6: 行业首选 (截至 2019 年 6 月 21 日)

公司名称	代码	评级	目标价 (港元)	上升空间 (%)	FY19E 市盈率(x)	FY20E 市盈率(x)	FY19E 市账率(x)	FY20E 市账率(x)	FY19E 股息率 (%)	FY20E 股息率 (%)
万洲国际	288	买入	9.14	13.54	11.91	10.10	2.08	1.96	3.39	3.94

来源: 彭博、农银国际证券预测

## 权益披露

分析员陈宋恩、姚少华、欧宇恒、周秀成、董耀基、吴景荃、潘泓兴、黎柏坚作为本研究报告全部或部分撰写人，谨此证明有关就研究报告中提及的所有公司及/或该公司所发行的证券所做出的观点，均属分析员之个人意见。分析员亦在此证明，就研究报告内所做出的推荐或个人观点，分析员并无直接或间接地收取任何补偿。此外，分析员及分析员之关联人士并没有持有研究报告内所推介股份的任何权益，并且没有担任研究报告内曾提及的上市法团的高级工作人员。

### 权益披露

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

### 评级的定义

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

股票投资回报是未来12个月预期的股价百分比变化加上股息收益率

市场回报是5年市场平均回报率

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

目标价的时间范围：12个月

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

---

### 免责声明

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

版权所有 2019 年农银国际证券有限公司

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

---

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

电话：(852)21478863