

2019年3月5日

农银国际政策透视

2019年中国政府工作报告的宏观及行业分析



政策透视

2019年3月5日

2019年中国政府工作报告的宏观及行业分析

2019年中国政府工作报告的宏观解读

2019年3月5日中国总理李克强在第十三届全国人民代表大会第二次会议上宣读了本年度政府工作报告。报告对2018年的经济工作进行了回顾，并对2019年的经济工作做出整体部署及若干经济指标设定了目标。

如图1所示，2018年中国经济增长6.6%，顺利完成6.5%左右的增长目标。另一个重要的经济指标城镇新增就业亦圆满实现目标，去年全年新增就业1,361万人。2018年全年财政支出22万亿元，超过21万亿元的增长目标。2018年全年为企业和个人减税降费约1.3万亿元，亦超过1.1万亿元的增长目标。此外，中国经济结构不断优化，消费拉动经济增长作用进一步增强，服务业对经济增长贡献率接近60%。

图1：2018年中国经济指标—目标 VS 实际

经济指标	目标	实际
实质 GDP 增长, %	6.5 左右	6.6
城镇新增就业, 百万	11.0 以上	13.6
城镇调查失业率, %	5.5 以内	5.0 左右
全国财政支出, 万亿元	21.0	22.0
企业和个人减税降费, 万亿元	1.1 以上	1.3 左右
消费物价通胀, %	3.0 左右	2.1
单位国内生产总值能耗下降, %	3.0 以上	3.1

来源: 2018 与 2019 政府工作报告、农银国际证券

政策透视

2019 年 GDP 增长目标调低至 6%-6.5%

中国政府将 2019 年经济增长目标由 2018 年的 6.5% 左右下调至 6.0%-6.5%，说明当前中央当局更注重增长的质量而非增长的速度，更强调经济增长的底线（图 2）。有见于全球经济放缓、中美贸易摩擦持续、国内消费增速疲弱、以及房地产调控措施仍偏紧，我们相信 2019 年中国经济增长或略微放缓。然而，我们认为中央政府推行的宽松财政政策及中性偏松的货币政策将防止经济大幅下滑。我们预期 2019 年中国经济增长或由 2018 年的 6.6% 放缓至 6.3%，意味今年的增长目标可以达到。

图 2：中国 2019 年经济增长目标

经济指标	目标	农银国际预测
实质 GDP 增长, %	6.0-6.5	6.3%
城镇新增就业, 百万	11.0 以上	13.0
城镇登记失业率, %	4.5 以内	4.0
城镇调查失业率, %	5.5 左右	5.0
财政赤字占 GDP 比重, %	2.8	4.0
消费物价通胀, %	3.0 左右	2.0

来源：2019 政府工作报告、农银国际证券估计

消费物价通胀目标仍为 3.0%，与 2018 年相同。然而，我们相信消费物价通胀更多属于软性指标而非硬性指标。有见于国际油价回落及房地产价格升幅放缓，2019 年 CPI 通胀或由 2018 年的 2.1% 略微回落 2.0%。由于大宗商品价格走势回软以及内需疲弱，2019 年 PPI 通胀或由 2018 年的 3.5% 下跌至 1.5%。我们相信 2019 年通胀不会成为宏观政策的制约因素。

政府工作报告表示 2019 年将继续实施稳健的货币政策，有效缓解实体经济特别是民营和小微企业融资难融资贵问题。加大对中小银行定向降准力度，释放的资金全部用于民营和小微企业贷款，国有大型商业银行小微企业贷款要增长 30% 以上。我们预计 2019 年新增人民币贷款与新增社会融资规模或分别达至 17.0 万亿人民币及 20.0 万亿人民币，2019 年底广义货币供给（M2）预计增长 8.5%。民营和小微企业融资紧张状况料明显改善，综合融资成本或明显降低。

政策透视

2019 年财政预算赤字占 GDP 的比重由 2018 年的 2.6% 上调至 2.8%，显示今年中央政府将采用更为积极的财政政策来稳定增长。2019 年税收及收费的减免规模计划达至 2.0 万亿人民币，大幅高于去年计划的 1.1 万亿人民币。地方专项债券的安排由 2018 年的 1.35 亿人民币提高至 2.15 万亿人民币。由于财政支出较财政收入的增长为高，我们预期 2019 年政府会再录得小幅财政赤字，约占 GDP 的 4.0%。

2019 年城镇新增就业目标维持在 1,100 万人以上不变，而城镇登记失业率及调查失业率目标分别控制在 4.5% 以内及 5.5% 左右。我们相信上述三个目标可以实现，因为 2018 年城镇新增就业人数实际达到 1,361 万人，而城镇登记失业率及调查失业率仅为 3.8% 及 4.9%。此外，劳动力市场仍然偏紧缺，2018 年第 4 季全国劳动力供求比仍保持在 1.27 的高位。

为顺利实现上述经济目标，报告呼吁坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持深化市场化改革、扩大高水平开放，加快建设现代化经济体系，继续打好三大攻坚战，着力激发微观主体活力。李克强总理在报告里继续强调了环境保护的重要性，计划 2019 年将单位 GDP 能耗下降 3% 左右。

政策透视

比较 2018 年和 2019 年政府工作报告中的财政政策和货币政策

2018 政府工作报告	2019 政府工作报告	我们的观点
<p>财政政策</p> <ul style="list-style-type: none"> 积极的财政政策取向不变，要聚力增效 赤字率拟按 2.6% 安排，比去年预算低 0.4 个百分点；财政赤字 2.38 万亿元，其中中央财政赤字 1.55 万亿元，地方财政赤字 8,300 亿元。 全国财政支出 21 万亿元，支出规模进一步加大。中央对地方一般性转移支付增长 10.9%，增强地方特别是中西部地区财力 	<p>财政政策</p> <ul style="list-style-type: none"> 积极的财政政策要加力提效 赤字率拟按 2.8% 安排，比去年预算高 0.2 个百分点；财政赤字 2.76 万亿元，其中中央财政赤字 1.83 万亿元，地方财政赤字 9,300 亿元 财政支出超过 23 万亿元，增长 6.5%。中央对地方均衡性转移支付增长 10.9%。 	<ul style="list-style-type: none"> 2019 年中央政府和地方政府的预算赤字分别增长了 18% 和 12%，释放出信号中央政府允许更积极地放松财政政策 2019 年赤字预算中使用的隐含名义 GDP 值为 98.57 万亿元人民币 (=2.76 万亿元/2.8%)，代表名义 GDP 值在 2019 年增长 9.49%。2018 年，名义 GDP 值增长 9.7% 至 90.03 元人民币。2017 年，名义 GDP 值增长 10.4%。名义 GDP 增长正在放缓，这表明实体经济中的企业将在 2019 很可能会有较低的收入增长
<p>货币政策</p> <ul style="list-style-type: none"> 稳健的货币政策保持中性 保持广义货币 M2、信贷和社会融资规模合理增长，维护流动性合理稳定，提高直接融资特别是股权融资比重 疏通货币政策传导渠道，用好差别化准备金、差异化信贷等政策，引导资金更多投向小微企业、“三农”和贫困地区，更好服务实体经济 	<p>货币政策</p> <ul style="list-style-type: none"> 稳健的货币政策要松紧适度 广义货币 M2 和社会融资规模增速要与国内生产总值名义增速相匹配，以更好满足经济运行保持在合理区间的需要 不搞“大水漫灌”，又要灵活运用多种货币政策工具，疏通货币政策传导渠道，保持流动性合理充裕，有效缓解实体经济特别是民营和小微企业融资难融资贵问题，防范化解金融风险 深化利率市场化改革，降低实际利率水平。 完善汇率形成机制，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。 	<ul style="list-style-type: none"> 报告强调公开市场操作的具体目标 如果经济增长预期较低，货币供应和社会融资规模增速应按比例降低，实体经济也应该感到信贷供应紧张 报告强调降低实际利率水平。我们认为降低实际利率（如较低的名义利率或容忍更高的通货膨胀率）是刺激投资和消费方法之一，市场将对名义利率下调有所预期 2019 年没有强调增加股权融资的直接融资比重

(后续)

政策透视

2018 政府工作报告	2019 政府工作报告	我们的观点
<p>经济目标</p> <ul style="list-style-type: none"> • 国内生产总值增长 6.5%左右 • 居民消费价格涨幅 3%左右 • 城镇新增就业 1,100 万人以上 • 城镇调查失业率 5.5%以内，城镇登记失业率 4.5%以内 • 居民收入增长和经济增长基本同步 • 进出口稳中向好，国际收支基本平衡 • 单位国内生产总值能耗下降 3%以上，主要污染物排放量继续下降 • 供给侧结构性改革取得实质性进展，宏观杠杆率保持基本稳定，各类风险有序有效防控 	<p>经济目标</p> <ul style="list-style-type: none"> • 国内生产总值增长 6%—6.5% • 居民消费价格涨幅 3%左右 • 城镇新增就业 1100 万人以上 • 城镇调查失业率 5.5%左右，城镇登记失业率 4.5%以内 • 农村贫困人口减少 1,000 万以上，居民收入增长与经济增长基本同步 • 国际收支基本平衡，进出口稳中提质 • 生态环境进一步改善，单位国内生产总值能耗下降 3%左右，主要污染物排放量继续下降 • 宏观杠杆率基本稳定，金融财政风险有效防控 	<ul style="list-style-type: none"> • 虽然 2019 年的经济增长预期较低，但新增就业岗位，失业率目标保持不变。简单地说，在今年每个百分点的经济增长要求创造更多就业机会 • 能源效率进一步提高，意味着能源消费增长低于经济增长 • 强调稳定的宏观杠杆以遏制金融财政风险有效防控风险。如果 2019 年预算名义 GDP 增长率约为 9.5%，M2 和社会融资规模增速不应高于名义 GDP 增长率 • 因经济增长预期较低，家庭实际收入增长预期较低，消费增长将受低收入增长拖累 • 报告强调国际收支趋平衡，意味着货物及服务贸易顺或逆差对经济增长影响下降

来源：2018 年、2019 年政府工作报告、农银国际证券

政策透视

可能影响股市的主要观点

2019 政府工作报告亮点	我们的观点
<ul style="list-style-type: none"> 深化增值税改革，将制造业等行业现行 16% 的税率降至 13%，将交通运输业、建筑业等行业现行 10% 的税率降至 9% 	<ul style="list-style-type: none"> 如果其他成本项目保持不变，降增值税率，直接提升制造业、交通运输业和建筑业的税前利润。对这三个行业的公司来说是个好消息
<ul style="list-style-type: none"> 完成铁路投资 8,000 亿元、公路水运投资 1.8 万亿元，再开工一批重大水利工程，加快川藏铁路规划建设，加大城际交通、物流、市政、灾害防治、民用和通用航空等基础设施投资力度，加强新一代信息基础设施建设创新项目融资方式，适当降低基础设施等项目资本金比例，用好开发性金融工具，吸引更多民间资本参与重点领域项目建设 落实民间投资支持政策，有序推进政府和社会资本合作 政府要带头讲诚信守契约，决不能“新官不理旧账”，对拖欠企业的款项年底前要清偿一半以上，决不允许增加新的拖欠 	<ul style="list-style-type: none"> 这对基础设施项目的建筑公司来说是个好消息 应收账款逾期风险降低，现金流将有所改善 允许增加一些基础设施项目的杠杆率将提高投资回报
<ul style="list-style-type: none"> 拟安排地方政府专项债券 2.15 万亿元，比去年增加 8,000 亿元，为重点项目建设提供资金支持，也为更好防范化解地方政府债务风险创造条件 	<ul style="list-style-type: none"> 意味着今年更多的政府合同工作。公共项目承包商的好消息 政府债券承销商的好消息 我们担心政府专项债券的大幅增加可能会挤占公司债券的发行量
<ul style="list-style-type: none"> 中央财政要开源节流，增加特定国有金融机构和央企上缴利润，一般性支出压减 5% 以上、“三公”经费再压减 3% 左右，长期沉淀资金一律收回。地方政府也要主动挖潜，大力优化支出结构，多渠道盘活各类资金和资产 	<ul style="list-style-type: none"> 因此，资本市场投资者将期望国有金融机构和央企在 2019 年增加派息率。这对于强调股息收益的长期价值投资者来说是个好消息

来源：2019 年政府工作报告、农银国际证券

政策 透视

政策对行业影响:



中国银行业

相关内容:

- 在保持流动性合理充裕的前提下，再次强调不搞「大水漫灌」，目标有效缓解实体经济特别是民营和小微企业融资难融资贵问题，防范化解金融风险。
- 在缓解企业融资难融资贵的问题上，明确需改革完善货币信贷投放机制，适时运用存款准备金率、利率等数量和价格手段，引导金融机构扩大信贷投放、降低贷款成本，精准有效支持实体经济，不能让资金空转或脱实向虚。
- 实际措施包括加大对中小银行定向降准力度，释放的资金全部用于民营和小微企业贷款。支持大型商业银行多渠道补充资本，增强信贷投放能力，鼓励增加制造业中长期贷款和信用贷款。
- 以服务实体经济为导向，改革优化金融体系结构，发展民营银行和社区银行。加强金融风险监测预警和化解处置。财政金融体系总体稳健，可运用的政策工具多，有能力守住不发生系统性风险的底线。
- 中央财政要开源节流，增加特定国有金融机构和央企上缴利润，一般性支出压减 5%以上、“三公”经费再压减 3%左右，长期沉淀资金一律收回。

行业影响:

- 政策方向主要仍围绕三大范畴: 1) 保持流动性合理充裕，不搞大水漫灌; 2) 有效支持实体经济，解决民营和小微企业融资难融资贵问题; 3) 加强金融风险管控，守住不发生系统性风险的底线。由于政策方向并无大变动，可以预期大部份银行只需对其现有业务模式作出适度微调，因此是次工作报告对行业整体来说影响属中性。
- 明显地，监管机构关注到部份银行在支持实体经济的课题上存在着资金空转或脱实向虚的问题，未能有效针对痛点有效提供援助。相信接下来监管将会在实际操作上将推出更多措施与考核要求，引导金融机构针对性扩大信贷投放至有真实需要的实体经济上。

政策 透视

- 工作报告显示政府同时亦有在银行操作上作出全面考量，因而特别提及会加大对中小银行定向降准力度，并支持大型商业银行多渠道补充资本。明显地，流动性与资本要求一直是银行贷款快速增长的最大障碍，银行在平衡信贷投放与满足流动性与资本标准上一直处于两难。实际上今年以来，上市银行通过发行可转债、二级资本债、优先股、永续债、金融债和定向增发等方式补充资本总额已超过 5,500 亿元，预计下半年补充资本的规模将进一步扩大。
- 值得一提的是，这次工作报告中对银行的考核指标毫不含糊，例如明确要求今年国有大型商业银行小微企业贷款要增长 30%以上。清理规范银行及中介服务收费。完善金融机构内部考核机制，激励加强普惠金融服务，切实使中小微企业融资紧张状况有明显改善，综合融资成本必须有明显降低等。可以预期在未来几个季度，这些目标将由监管机构引导至执行层面。
- 增加特定国有金融机构利润上缴暗示国有银行将提高派息比率，同时支出压减将为银行盈利能力带来正面刺激。两方面均有助银行业的估值重估，亦乎合我们对银行业的“正面”看法。

股份影响：

- 一如过往，我们认为大型银行在政策风险上的抵御性明显占优，因其业务多元化及风险相对分散。在大型银行中，贵为行业龙头的工商银行(1398 HK)及建设银行(939 HK)优势将更为明显。相反地区性银行由于其业务只集中在特定区域，客户质量及议价能力均较大型银行差，所面对的营运风险及政策风险明显较大。



中国证券业

相关内容:

- 改革完善金融支持机制，设立科创板并试点注册制，鼓励发行双创金融债券，支持发展创业投资。
- 改革完善资本市场基础制度，促进多层次资本市场健康稳定发展，提高直接融资特别是股权融资比重。
- 落实金融等行业改革开放举措，完善债券市场开放政策。加快与国际通行经贸规则对接，提高政策透明度和执行一致性，营造内外资企业一视同仁、公平竞争的公正市场环境。
- 有效发挥地方政府债券作用。今年拟安排地方政府专项债券 2.15 万亿元，比去年增加 8000 亿元，为重点项目建设提供资金支持
- 增加特定国有金融机构和央企上缴利润，一般性支出压减 5% 以上。

行业影响:

- 工作报告中提及中国设立科创板并试点注册制以吸引高新技术公司上市，这和最近大湾区规划中强调香港要发展成为大湾区高新技术产业融资中心似有重复之处。香港及上海在高新技术产业融资的分工/合作仍需有待进一步解析。
- 工作报告计划提高直接融资比重，促进多层次资本市场健康发展，这对券商的投行业务如股本融资及债券融资业务有利。这些目标在之前的政府报告内也被提及。这些发展方向再被提及，显示政府对资本市场的结构及发展方向没变。
- 今年地方政府专项债券增加，这应对券商的债券融资业务有利。但这会否导致替代效应，即导致其他融资业务如项目股本融资相应减少则有待观察。
- 另一方面，政府计划营造内外资企业一视同仁、公平竞争的公正市场环境或导致与外资券商的竞争增加。

政策 透视

- 增加特定国有金融机构上缴利润及一般性支出压减5%以上应能令部份券商提高股东回报。

股份影响:

- 将对整个行业板块有利，尤其如投行业务及债券融资业务较高之券商如**中信建投(6066 HK)**、**中金(3908 HK)**等。这些券商应能受惠于提高直接融资比重及地方政府专项债券增加。
- **华兴资本(1911 HK)**也是受惠股份之一，因公司专注新经济公司的投行及投资业务，应能受惠于中国设立科创板并试点注册制以吸引高新技术公司上市。



相关内容:

- “深入推进新型城镇化。坚持以中心城市引领城市群发展。抓好农业转移人口落户，推动城镇基本公共服务覆盖常住人口。更好解决群众住房问题，落实城市主体责任，改革完善住房市场体系和保障体系，促进房地产市场平稳健康发展。继续推进保障性住房建设和城镇棚户区改造，保障困难群体基本居住需求。”
- “深化增值税改革，将制造业等行业现行 16%的税率降至 13%，将交通运输业、建筑业等行业现行 10%的税率降至 9%，确保主要行业税负明显降低”
- “明显降低企业社保缴费负担。下调城镇职工基本养老保险单位缴费比例，各地可降至 16%。”

行业影响:

- **因城施策定位不变，三四线城市或有适当放松。**工作报告将住房政策重点放在落实城市主体责任，和继续推进保障性住房建设和城镇棚户区改造，并未有强调住房不炒，我们认为意味各城市可按实际需要微调限购限价政策。特别是一些三四线城市布局的开发商，一二月份合约销售出现明显下跌，适当放松调控政策对稳定三四线城市经济有重要作用。而推进保障性住房供应未来将成为另一调控房价手段。
- **增值税下调对开发商利润率有正面影响。**工作报告提出将房地产业之前 10%增值税税率，下调至 9%，对行业毛利率有正面作用。上市开发商 2018 年上半年平均毛利率大概为 33.6%，我们估计下调 1%增值税税率将有望提升毛利率约 0.4 个百分点。
- **社保养老保险缴费比例调低，舒缓物业管理公司成本压力。**物业管理行业是劳动密集型产业，最近几年持续面临人力成本上升的压力。市场一直忧虑 2019 年正式实施的社保征收机构改革，社保费划转税务部门统一征收后，在税务部门增强力度征管下，一些中小型物业管理公司将来要整改未有依法缴费行为，人工成本有可能录得大幅上升。工作报告提出养老保险缴费比例从各省普遍 19-20%水平，调低至 16%水平，物业管理劳工成本压力有望减少。

政策 透视

股份影响:

- **因城施策下大湾区应看高一线。**工作报告内重申落实城市主体责任，这意味城市实施住房政策自由度将更大。虽然三四线城市或有适当放松，但住房需求因棚改货币化收紧而变弱的趋势似乎难以短期内扭转。我们认为大湾区有详细政策支持，能刺激高端科研人才流入，交通亦越来越便利，大湾区开发商，如**时代中国(1233 HK)**、**龙光地产(3380 HK)**和**中国奥园(3883 HK)**等可看高一线。
- **保障性住房市场化物业管理或成为行业新亮点。**除了社养老保险缴费比例调低对物业管理公司利润率有正面影响外，工作报告内提及推进保障性住房建设，或成为物业管理行业新亮点。近日，武汉率先将部分公租房交予市场管理，与专业物业管理公司签订**590**套公租房的运营管理服务合同。虽然公租房等保障房管理费收入可能因住户收入偏少而较低，但物业管理公司亦可以为政府提供一些如租金追缴、清退违规租户等额外服务，成为另一增值业务收入来源。一些拥有丰富管理政府物业经验的物管公司，或国有企业背景房地产开发公司设有物业管理子公司，如**中海物业(2669 HK)**等，能受惠这保障房市场化趋势。



中国环境保护业/ 替代能源业

相关内容:

- 空气环境要求：报告提出，持续推进污染防治。1)今年二氧化硫、氮氧化物排放量要下降3%，重点地区细颗粒物(PM2.5)浓度继续下降。2)持续开展京津冀及周边、长三角、汾渭平原大气污染防治攻坚，加强工业、燃煤、机动车三大污染源治理。
- 水土环境保护要求：报告提出，1)强化水、土壤污染防治，今年化学需氧量、氨氮排放量要下降2%。2)加快治理黑臭水体，推进重点流域和近岸海域综合整治。3)加强生态系统保护修复。
- 能源系统要求：报告提出，1)推进煤炭清洁化利用，加快解决风、光、水电消纳问题。
- 城镇环保要求：报告提出，1)加强固体废弃物和城市垃圾分类处置。2)加大城市污水管网和处理设施建设力度。推广绿色建筑。
- 企业产业要求：报告提出，1)企业作为污染防治主体，必须依法履行环保责任。2)壮大绿色环保产业。加快火电、钢铁行业超低排放改造，实施重污染行业达标排放改造。3)加快发展绿色金融。

行业影响:

- **水环境治理**。报告明确提出，要强化水、土壤污染防治，加快治理黑臭水体，推进河流和近岸海域整治。我们认为对水环境治理项目是极大的鼓励。近二十年来中国城市飞速发展使周边环境污染加剧，而且河流和近海域的治理缺乏政府支持，使发展缓慢。我们认为未来地方政府可能会明确部分河流整治项目，加大投资力度，使水环境治理行业受益更多。
- **城市污水治理**。报告提出要继续加大城市污水管网和处理设施建设力度。我们认为现在中国城市的快速发展，国家对新城市的高要求，鼓励城镇化等政策，都将会加大城市的污水处理压力，升级现有市政污水处理能力变得尤其重要。中央政府提出的要求无疑对城市污水运营商带来更大的机遇。

政策 透视

- **垃圾焚烧。**报告提出要加强固体废弃物和城市垃圾分类处置。与城市污水处理相似，城市人口的急速增长，网购的流行，还有现在垃圾填埋处理对地下水和土壤污染，都促使政府加大对垃圾焚烧的推行。垃圾焚烧是现在世界上较为环保和高效的固体垃圾处理方法，因为它占地面积小，而且加大处理量只需另设工厂而不用开发堆填区，对现代寸金尺土的城市而言相当适合。我们认为政府仍然会大力推广垃圾焚烧处理，应会有助垃圾焚烧运营商的快速发展。
- **大气治理：**替代能源行业的推广(风电、核电、水力、太阳能等)的机遇。报告提出要降低二氧化硫、氮氧化物排放量，加快解决风、光、水电消纳问题。这表明国家对推动使用清洁能源的决心。传统火力发电对空气污染严重，进一步清洁化对整体而言帮助有限，国家急需新的洁净能源。我们认为替代能源行业将会持续高速发展，特别是核电和风电。核电的产出率高而且稳定，而且生产过程中无污染物排出，是现今发达国家的主要能源来源。风电无需消耗发电原料，利用小时数较太阳能更高，而且推进海上风电的话更能节约用地，进一步增加利用小时数。
- **对环保企业的支援。**报告提出，各类企业作为污染防治主体，必须依法履行环保责任，表明了过去对污染企业的优待可能会成为历史，未来可能会对污染企业加大征费来减轻地方政府的负担，以促进环保企业的发展。报告还提出要壮大绿色环保产业和加快发展绿色金融，表明了中央政府希望从各方面对环保企业提供支援。

股份影响：

- **光大国际(257 HK)**在垃圾焚烧上应受益最多。国家持续推广垃圾焚烧，将会使更多快速发展的城市选择此方法解决城市固体垃圾堆积的问题。光大国际是国内垃圾焚烧的龙头企业，而且起步较早，在技术和经验有深厚的积累，加上国企的背景，应该会受到最多的关注和受益。
- **北控水务(371 HK)**在水环境治理和城市污水治理方面将受益最多。北控水务是中国运营规模最大的污水处理企业。而且公司在较早期已在参与水环境治理项目，在这方面经验丰富。公司还在葡萄牙有供水项目，证明其管理得到欧洲认可。公司的国企背景和较高的筹集资金能力将使其在项目收购和运营上更有效益。

政策 透视

- **龙源电力(916 HK)**应该是风电行业的最大受益者。龙源是国内乃至世界上数一数二的风电运营龙头企业，管理的风机遍及全国，还涉猎到加拿大和南非。而且龙源正积极开发海上风电项目，其在江苏省的海上风电项目发展迅速。国家在推动清洁替代能源的积极举措无疑令龙源成为最大的受益者。
- **中广核电力(1816 HK)**应该是核电行业的最大受益者。中广核占据中国超过 50%的核电发电量，近 60%的装机容量，是国内核电建造和运营的领军企业。而且公司在核电站运营方面经验丰富，运营广东大亚湾核电站有超过 30 年经验。国家对空气污染治理的决心无疑会加快核电项目的发展以取代传统的高污染的火力发电，中广核无疑将是最大的受益者。

政策 透视



中国教育业

相关内容:

- 多渠道扩大学前教育供给，无论是公办还是民办幼儿园，只要符合安全标准、收费合理、家长放心，政府都要支持。
- 加快发展现代职业教育，既有利于缓解当前就业压力，也是解决高技能人才短缺的战略之举；改革完善高职院校考试招生办法，鼓励更多应届高中毕业生和退役军人、下岗职工、农民工等报考，今年大规模扩招 100 万人。
- 推进城乡义务教育一体化发展，加快改善乡村学校办学条件，抓紧解决城镇学校“大班额”问题，保障进城务工人员随迁子女教育，发展“互联网+教育”，促进优质资源共享。
- 持续抓好义务教育教师工资待遇落实。

行业影响:

- 我们认为政府将会保持对学前教育的政策方向，并在近期将会推出关于非城镇地区学前教育行业的发展政策；我们预期学前教育板块的公司将会持续受压，但是在港上市的教育企业中并没有专注于学前教育的企业，因此港股投资者无需过于担忧。
- 目前在港上市高等教育企业中，职业教育所占比重并不是很高，因此国家在政策上的支持将会使职业教育成为这些企业新的增长动力；我们预期在港上市的高等教育企业将会加快在职业教育板块的收购和学科建设。
- 国家对于推动义务教育一体化发展的政策将会为基础教育企业提供向低线城市渗透的机会。
- 国家对于提升义务教育教师工资待遇的政策将会持续影响基础教育板块，部分工资待遇水平不达标的上市企业将会受到影响。

政策 透视

股份影响:

- 基础教育板块中，我们仍然看好**睿见教育(6068 HK)**，目前国家对于基础教育的政策方向仍有利于该公司的发展；同时，该公司成功通过自建和收购两个方式进行扩张，展现出较强的扩张能力。
- 高等教育板块中，我们看好**中教控股(839HK)**，主要由于该公司在上市后进行了多项收购，为其未来的增长打下了基础；同时，其学生规模在香港高等教育板块中排名第一，为其未来的扩张提供一定优势。



中国消费品业

相关内容:

- 落实好新修订的个人所得税法，使符合减税政策的约 8,000 万纳税人应享尽享。
- 发展消费新业态新模式，促进线上线下消费融合发展；健全农村流通网络，支持电商和快递发展。
- 要顺应消费需求的新变化，多渠道增加优质产品和服务供给，加快破除民间资本进入的堵点。

行业影响:

- 政府在减税方面的举措将会释放出一定的消费力，提高人们的消费意欲，为零售销售增长提供一定的支持。
- 线下消费与线上消费的融合加快将会促进消费行业新业态的发展。
- 在消费行业的某些领域政府或将会为民间资本进入提供机会，降低准入成本。

股份影响:

- 在零售环境压力较大的环境下，必需消费品股份如**安踏(2020 HK)**、**蒙牛(2319 HK)**、**万州国际(288 HK)**、**伊利(600887 HK)**等的抗压能力较强，将会受惠于国家在推动消费增长方面的措施，并且可以受惠于在零售业新业态发展中所带来的机会。



中国科技/电子商贸业

相关内容:

- 促进新兴产业加快发展。深化大数据、人工智能等研发应用，培育新一代信息技术、高端装备、生物医药、新能源汽车、新材料等新兴产业集群，壮大数字经济。
- 坚持包容审慎监管，支持新业态新模式发展，促进平台经济、共享经济健康成长。加快在各行业各领域推进“互联网+”。
- 打造工业互联网平台，拓展“智能+”，为制造业转型升级赋能。
- 鼓励更多社会主体创新创业，拓展经济社会发展空间，加强全方位服务，发挥双创示范基地带动作用。
- 改革完善跨境电商等新业态扶持政策。

行业影响:

- 总的来说，工作报告对整个新经济行业发展有利。特别是创新业态模式如共享经济往往与现有监管条例有所冲突，而工作报告坚持包容审慎监管，支持新业态新模式发展，这应能帮助理顺创新业态模式与监管两者之间之关系。
- 在地区合作方面，不同地区/城市都正成立其各自的创新产业发展计划，例如粤港澳大湾区创新产业、北京、上海科技创新中心、长三角 G60 科创走廊等。这些计划的分工/合作在工作报告并没有提及，故仍需观察。
- 跨境电商等新业态扶持政策将对电商平台有利，但需观察会否因更多消费者购买外国商品而对国内商品有负面影响。

政策 透视

股份影响:

- 跨境电商等新业态扶持政策将对大型电商平台如**阿里巴巴 (BABA US)** 有利。
- 上市规则去年的修改为大湾区新经济公司以及生物科技公司开拓了新的融资渠道，而支持新经济的政策应对未来来香港上市的初创企业有利。
- 部分新经济的先行者如**小米(1810 HK)** 及**美团(3690 HK)**正享受先行者的优势。资本市场现时给了较高的估值，而在工作报告内支持新经济的政策下这趋势或将在短期内持续。但长远来看，更多初创企业来香港上市将令新经济类股份的供应增加。如假设二级市场投资者对新经济类股份的总需求不变，这或对现时已上市的新经济类股份的估值产生压力。



中国电信业

相关内容:

- 持续推动网络提速降费。开展城市千兆宽带入户示范，改造提升远程教育、远程医疗网络，推动移动网络基站扩容升级，让用户切实感受到网速更快更稳定。今年中小企业宽带平均资费再降低 15%，移动网络流量平均资费再降低 20%以上，在全国实行“携号转网”，规范套餐设置，使降费实实在在、消费者明明白白。

行业影响:

- 推进网络提速降费，不仅可以降低用户和企业使用网络的门槛，也能促进相关产业的进一步发展，为数字中国建设作贡献，推动发展“互联网+”。三大运营商已为提速投入 1.2 万亿，这对于制造业尤其是光纤制造厂商和设备制造厂商的促进作用明显。提速降费可推动移动数据流量消费的使用量，为经济增长不断注入新动能，催生了一大批的新产业、新模式、新业态、助力大众创业、万众创新蓬勃兴起和数字经济的发展，移动支付、共享出行、人工智能、在线娱乐等领域的创新为生活提供了极大的方便。中小企业宽带平均资费的下降有利中小企业的经营和降低营费用。携号转网对于用户是一个好消息，增加用户转换运营商的灵活度。
- 运营商全面部署 100G 及以上大容量传输网络，实现城域网、骨干网与高速宽带接入网同步扩容，加速向全光网络演进，建设千兆光纤城市，支持高带宽业务普及应用。运营商以构建高速、移动、安全、泛在的信息通信基础设施为目标，快布局新一代移动 5G 通信网络。在 5G 网络方面，2018 年至 2020 年，电信、移动、联通三大运营商将累计投入 55 亿元，新建 5G 基站超过 2 万个。
- 5G 将渗透到未来社会的各个领域，以用户为中心构建全方位的信息生态系统。可推动互联网、云计算、大数据、人工智能与制造业深度融合，提升制造业数字化、网络化、智能化水平。5G 将加速智能驾驶、智慧医疗、智能工业制造等新技术新应用的落地，促进物联网规模应用。

政策 透视

- 移动互联网将为用户提供增强现实、虚拟现实、超高清(3D)视频、移动云等更加身临其境的极致业务体验。而物联网把人与人的通信延伸到物与物、人与物的智能互联，未来几年，移动医疗、车联网、智能家居、工业控制、环境监测等都将推动物联网应用爆发式增长，数以千亿的设备将接入网络，实现真正的“万物互联”，为移动通信带来生机。

股份影响:

- 提速降费有利运营商新增用户和数据的使用,中国移动(941 HK)拥有国内最高的移动和固网市占率,将可受惠于规模效益。中国移动亦获得了 2.6GHz 和 4.9GHz 的双 5G 频谱,用于 5G 电信网络的发展,我们预计中国移动将在 5G 网络发展中获得优势。中国移动的用户增长强劲,有良好的财务状况,可支持公司发展 5G 网络。

政策
透视

农银国际分析员



研究部主管 - 陈宋恩
philipchan@abci.com.hk



更多研究报告



宏观经济 - 姚少华
yaoshaohua@abci.com.hk



中国银行业 - 欧宇恒
johannesau@abci.com.hk



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



中国房地产业 - 董耀基
kennethtung@abci.com.hk



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



中国教育业/消费品业 - 潘泓兴
paulpan@abci.com.hk



中国电信业 - 黎柏坚
rickyilai@abci.com.hk



权益披露

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

权益披露

农银国际证券有限公司及/或与其附属公司，曾在过去 12 个月内，与本报告提及的公司有投资银行业务关系。

评级的定义

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

注：股票收益率=未来 12 个月股票价格预期百分比变化+总股息收益率

市场回报率=自 2005 年以来的平均市场回报率(恒指总回报指数于 2005-17 年间的年复合增长率为 10%)

目标价的时间范围：12 个月

股票评级可能与所述框架有所偏离，原因包括但不限于：公司治理、市值、相对于相应基准指数的历史价格波动率、相对于股票市值的平均每日成交量、公司于相应行业的竞争优势等。

免责声明

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

版权所有 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)3666 0002