



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED

2019 年

經濟展望及投資策略

農銀國際中國/香港證券研究

洞若觀火，由表及裡





農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED

目錄

2019 年全球經濟展望	3	陳宋恩 (研究部主管) 投資策略
2019 年中國經濟展望	8	philipchan@abci.com.hk 852-2147 8805
2019 年投資戰略	14	姚少華 (經濟師) 經濟展望
香港 IPO 市場	31	yaoshaohua@abci.com.hk 852-2147 8863
中國銀行業 - 正面	34	歐宇恒 (分析員) 中國銀行業
中國證券業 - 中性	38	johannesau@abci.com.hk 852-2147 8802
中國房地產業 - 正面	42	周秀成 (分析員) 中國證券業 / 中國互聯網媒體與消費商務業
中國替代能源業 - 正面	47	stevechow@abci.com.hk 852-2147 8809
中國替代能源環保業 - 正面	51	董耀基 (分析員) 中國房地產業
中國互聯網媒體與消費商務業 - 正面	56	kennethtung@abci.com.hk 852-2147 8311
中國電信業 - 正面	59	吳景荃 (分析員) 中國環保業 / 替代能源業
中國教育業 - 中性	63	kelvinng@abci.com.hk 852-2147 8869
於 2018 年 12 月 11 日發佈 除另有指明外,數據截至 2018 年 11 月 30 日		潘泓興 (分析員) 中國教育業 paulpan@abci.com.hk 852-2147 8829
		黎柏堅 (分析員) 中國電信業 rickylai@abci.com.hk 852-2147 8895



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED



全球經濟展望

經濟師姚少華

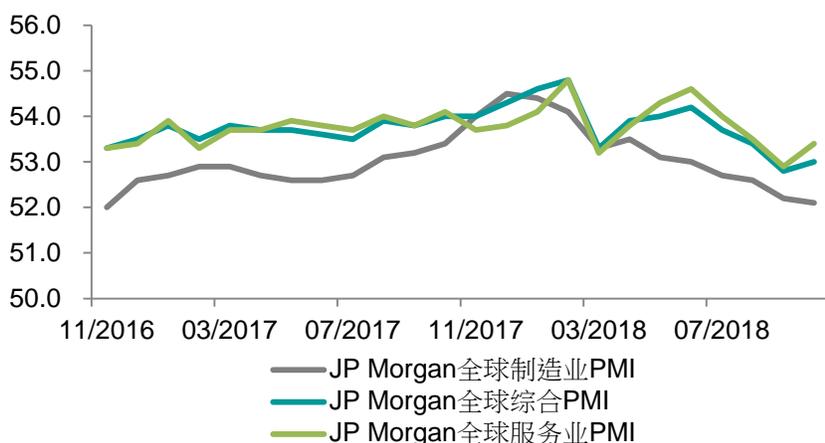
2019 年全球經濟展望

- 受累於全球主要央行收緊貨幣政策及貿易摩擦升溫，2018 年年初以來全球經濟復蘇有放緩跡象，全球主要經濟體中僅美國的經濟增速出現加快的趨勢
- 2018 年年初至今全球通脹水平因能源價格反彈而有所上升。然而，由於工資增長疲弱，撇除食品及能源價格外的核心通脹整體上維持溫和態勢
- 展望未來，有見於全球貿易摩擦或升溫，新興市場國家資本大量外流，以及經濟和政治政策的高度不確定性，我們預期 2019 年全球經濟增長或放緩
- 我們預期 2018 年美國、中國、歐元區、日本及英國的經濟分別增長 2.9%、6.6%、2.0%、0.9%及 1.3%，2019 年則分別增長 2.4%、6.3%、1.7%、0.8%及 1.3%，相比而言，上述國家在 2017 年經濟分別增長 2.2%、6.9%、2.4%、1.7%及 1.7%

全球經濟增長動力減弱

受累於全球主要央行收緊貨幣政策及貿易摩擦升溫，2018 年年初以來全球經濟復蘇步伐有所停滯。如圖 1 所示，JP Morgan 全球製造業 PMI 和服務業 PMI 指數在 10M18 明顯回落，顯示全球經濟增長放緩。全球資本市場對經濟增長動能減弱已有反應，投資者減少風險資本持有比例，年初至今全球主要股票市場除美國外均有回落。

圖 1: JP Morgan 全球 PMI 指數(%)



來源: 彭博、農銀國際證券

*此報告中，季度或以 1Q/2Q/3Q/4Q 代表。如 3Q18，即代表 2018 年第 3 季度
 半年度或以 1H/2H 代表。如 1H18，即代表 2018 年上半年，2H18 即代表 2018 年下半年
 累計月份或以 M 代表。如 9M18，即代表 2018 年首 9 個月

全球貿易活動亦有放緩的跡象，主要因為全球製造業增速回落。WTO 公佈的世界貿易展望指標在 2018 年 8 月份回落至 100.3，僅略高於 100 的分界線。特別是分項指標出口訂單指數大幅下跌至 97.2 的收縮水平，顯示 2019 年全球貿易或失去增長動力。

2018 年年初至今全球主要經濟體經濟增速呈現出分化的走勢，僅美國的經濟增速出現加快的趨勢。受益於川普政府減稅等財政刺激政策支持，9M18 美國經濟按年增長 2.8%¹，快過 2017 年全年 2.2% 的增速(圖 2)。同期歐元區、英國以及日本的經濟分別增長 2.1%、1.3% 及 0.9%，而 2017 年全年則分別增長 2.4%、1.7% 及 1.7%。近期的數據顯示中國的經濟在 9M18 增長 6.7%，較 2017 年全年 6.9% 的增速放慢。

圖 2: 全球主要經濟體 GDP 增長 (%)

實質 GDP 按年增長	2016	2017	9M18
美國	1.6	2.2	2.8
中國	6.7	6.9	6.7
歐元區	1.9	2.4	2.1
日本	1.0	1.7	0.9
英國	1.8	1.7	1.3

來源: 彭博、農銀國際證券

2018 年年初至今全球通脹水平因能源價格反彈而有所上升，特別是在 OPEC 聯合減產以及中東地緣政治風險不斷上升等諸多因素推動下。儘管 10 月初國際油價明顯回落，但 9M18 總體呈上漲態勢。主要發達國家的通脹水平總體顯示上升趨勢，特別是美國及歐元區。美國 CPI 按年增速從 1 月的 2.1% 上漲至 10 月的 2.5%，同期歐元區 CPI 從 1.3% 上漲至 2.2%。中國 CPI 亦從 1 月的 1.5% 升至 10 月的 2.5%。然而，由於工資增長疲弱，撇除食品及能源價格外的核心 CPI 通脹整體上維持溫和態勢。即使失業率已實質改善，但除美國外的主要發達國家的核心 CPI 均未達到中央銀行的目標水平。

由於全球主要經濟體經濟增速出現分化，全球主要央行的貨幣政策亦出現分化。有見於美國經濟增速加快及通脹升溫，美聯儲於 10M18 加息 3 次，並預期 12 月再加息 1 次及 2019 年加息 3 次。英倫銀行在其 8 月份議息會議上將其政策利率從 0.50% 提高到 0.75%。歐洲央行及日本央行繼續維持其寬鬆貨幣政策立場，而中國人民銀行的貨幣政策從之前的中性偏緊轉為中性偏松。此外，由於全球流動性收緊、美元指數飆升以及國際資本回流美國引發某些新興市場國家發生金融動盪。2018 年 4 月以來阿根廷、土耳其、巴西、印尼等國貨幣匯率出現大幅貶值。上述國家央行被迫大幅加息來穩定本國貨幣及阻止資本外流。

¹除另有指明外，此章節中的變動比率均為按年變化



2019 年全球經濟增速或放緩

展望未來，有見於全球貿易摩擦或升溫，新興市場國家資本大量外流，以及經濟和政治政策的高度不確定性，我們預期 2019 年全球經濟增長或放緩，特別是美國及某些新興市場及發展中國家的央行正在緊縮貨幣政策。考慮到全球貿易糾紛升溫及某些重要市場信貸條件緊縮，WTO 預測 2018 年及 2019 年全球貨物貿易量增速將由 2017 年的 4.7% 分別降至 3.9% 及 3.7%。根據國際貨幣基金組織 2018 年 10 月發表的最新《世界經濟展望》，2018 年及 2019 年全球經濟預計均增長 3.7%，比 4 月發表的《世界經濟展望》下調 0.2 個百分點(圖 3)。由於我們預期全球主要經濟體在 2019 年經濟增速放緩，我們相信 IMF 或在下一期《世界經濟展望》進一步下調 2019 年全球經濟增長預測。經濟合作與發展組織在 11 月發表的《經濟展望》裡將 2019 年全球經濟增長預測從 5 月預計的 3.7% 下調至 3.5%。

有見於美國財政刺激效果減退，中美貿易糾紛升溫以及金融條件收緊，我們預期 2019 年美國經濟由 2018 年我們估計的 2.9% 回落至 2.4%。隨著 2019 年美國民主黨掌控眾議院，川普政府第 2 階段減稅及加快基建投資等財政刺激政策料將面臨挑戰。貨幣政策方面，我們預期美聯儲在 2019 年加息兩次，加息頻率較美聯儲官員預期的 3 次為低，主要因為美國國債的長短息差已顯著收窄，同時通脹在國際油價回落、房地產價格放緩以及經濟增長放慢下保持溫和水平。如果美聯儲頻繁加息，美國長短期國債利率或出現倒掛，美國經濟勢必陷入衰退。此外，我們預計美聯儲將在 2018 年及 2019 年分別縮減資產負債表 4200 億美元及 6000 億美元。

隨著中美貿易摩擦增多、房地產限制措施難於放鬆以及消費增長疲弱，中國經濟料維持放緩態勢。我們維持中國經濟 2018 年及 2019 年分別增長 6.6% 及 6.3% 的預測不變。中國將維持中性偏松的貨幣政策及積極的財政政策來支持經濟增長。我們預期 2018 年及 2019 年人民銀行將維持基準利率穩定，但有見於通脹壓力較溫和以及經濟下行壓力增加，人民銀行在 2018 年 12 月及 2019 年或再分別宣佈定向下調 RRR 一次以及 3 次。

受歐美貿易摩擦、外需回落以及內部政局不穩等因素影響，我們預計 2019 年歐元區的經濟增速或由 2018 年估計的 2.0% 減慢至 1.7%。歐元區內部政治風險仍高企，包括與英國或無法達成脫歐協議，意大利政府的民粹主義升溫以及德國領導力的削弱。根據歐洲央行的 10 月份貨幣政策會議，我們預期歐洲央行將於 2018 年 12 月底結束 QE。有見於歐元區疲弱的經濟增長前景，我們預期歐洲央行在 2018 年餘下時間和 1H19 將維持利率不變，2H19 加息一次。此外，我們預期英國經濟在 2018 年和 2019 年均增長 1.3%，較 2017 年 1.7% 的增速回落。

受累於外需回落及全球貿易保護主義升溫，以及企業投資增長疲弱，我們預計 2018 年及 2019 年日本經濟增速或由 2017 年的 1.7% 分別回落至 0.9% 及 0.8%。2019 年 10 月開始上調的消費稅亦將拖累經濟增長。有見於通脹前景仍疲弱及當前通脹水平遠低於日本央行 2% 的目標，我們預期 2018 年和 2019 年日本的超寬鬆貨幣政策或維持不變。



圖 3: 全球主要經濟體 GDP 增長預測 (%)

實質 GDP 按年增長	2017	2018E	2019E
美國	2.2	2.9	2.4
中國	6.9	6.6	6.3
歐元區	2.4	2.0	1.7
日本	1.7	0.9	0.8
英國	1.7	1.3	1.3
世界(國際貨幣基金組織)	3.7*	3.7*	3.7*
世界(經濟合作與發展組織)	3.6 [#]	3.7 [#]	3.5 [#]

來源: 國際貨幣基金組織、經濟合作與發展組織、彭博、農銀國際證券估計

注釋: *代表國際貨幣基金組織的估計及預測

#代表經濟合作與發展組織的估計及預測



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED



中國經濟展望

經濟師姚少華

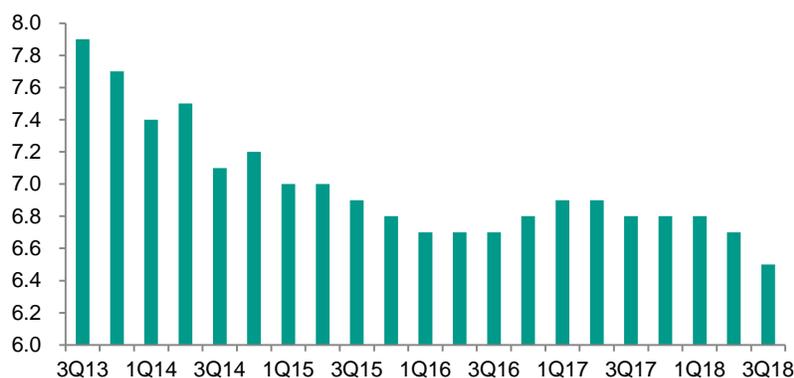
2019 年中國經濟展望

- 受累於內需較疲弱、金融監管收緊以及中美貿易摩擦升級，2018 年年初以來中國經濟增長略微放緩。官方數據顯示位列世界第 2 大經濟體的中國 9M18 經濟增長 6.7%，較 2017 年同期 6.9% 的增速回落
- 展望未來，有見於中美貿易摩擦仍持續、消費增速疲弱、房地產調控措施仍偏緊以及信用違約上升，我們相信 2019 年中國經濟增長或略微放緩。然而，我們認為中央政府推行的寬鬆財政政策及中性偏松的貨幣政策將防止經濟大幅下滑。我們預期 2019 年中國 GDP 增長 6.3%，略低於 2018 年 6.6% 的預估增速
- 貨幣政策方面，我們預期人民銀行在 2019 年將繼續維持中性偏松的貨幣政策以穩定經濟增長。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。有見於經濟增長放緩以及通脹壓力較溫和，我們預期 2019 年人民銀行將繼續定向下調 RRR 3 次共計 2 個百分點
- 我們預期 2019 年中央政府將採用更為積極的財政政策來穩定增長，政策措施主要集中于減稅降費、為民營經濟提供資金支持以及加速基建投資方面。我們預期 2019 年政府會再錄得小幅財政赤字，約佔國內生產總值 3.5%

中國經濟增長 10M18 放緩

受累於內需較疲弱、金融監管收緊以及中美貿易摩擦升級，2018 年年初以來中國經濟增長略微放緩。官方數據顯示位列世界第 2 大經濟體的中國 9M18 經濟增長 6.7%，較 2017 年同期 6.9% 的增速回落 (圖 1)。國內生產總值各個組成部分的分析顯示，消費開支仍是 9M18 經濟增長的主要推動力，為整體經濟增長貢獻 5.2 個百分點，投資僅貢獻 2.1 個百分點。相反，貨物及服務淨出口則拖累整體經濟增長減少 0.6 個百分點。

圖 1: 中國 GDP 增長 (%)

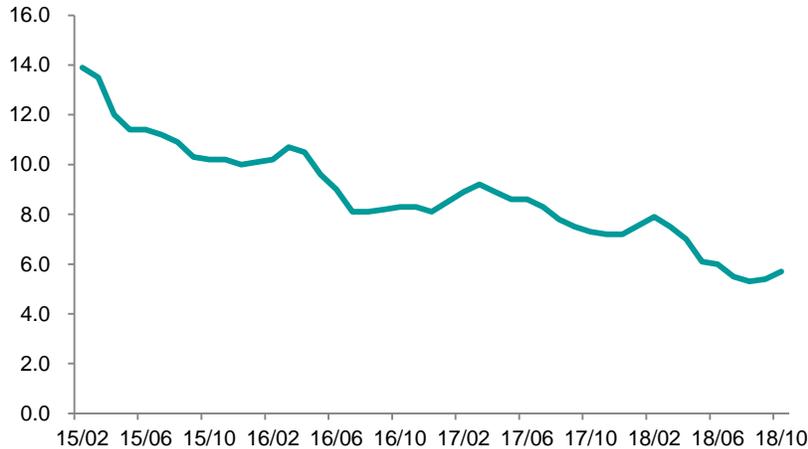


來源: 國家統計局、農銀國際證券



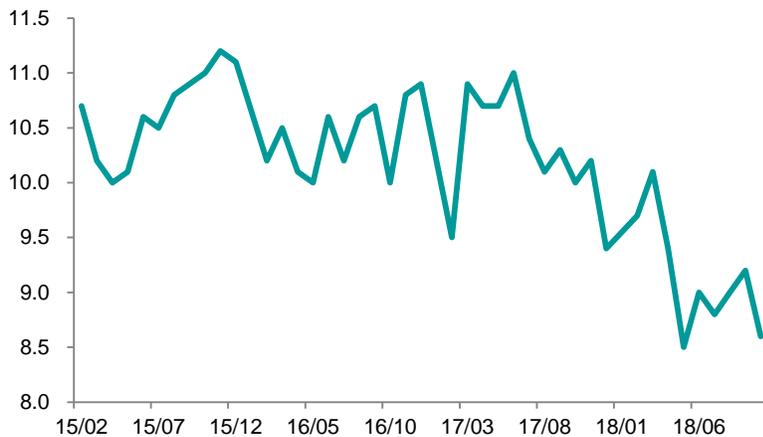
2017 年相比，10M18 內需表現較疲弱，投資及社會消費品零售銷售增速均放緩。城鎮固定資產投資繼 2017 年增長 7.2% 後，10M18 回落至 5.7%，主要因為財政支出放緩導致基建投資增速大幅下挫(圖 2)。同期社會消費品零售銷售亦由 10.2% 放緩至 9.2%，主要因為居民房貸大幅上升擠壓了消費增長以及汽車購置稅優惠措施退出導致汽車消費增速大幅放緩(圖 3)。從供給側看，內地實質工業產出增長由 2017 年的 6.6% 回落至 10M18 的 6.4%。

圖 2: 中國城鎮固定資產投資年初至今增長 (%)



來源: 國家統計局、農銀國際證券

圖 3: 中國零售銷售增長 (%)

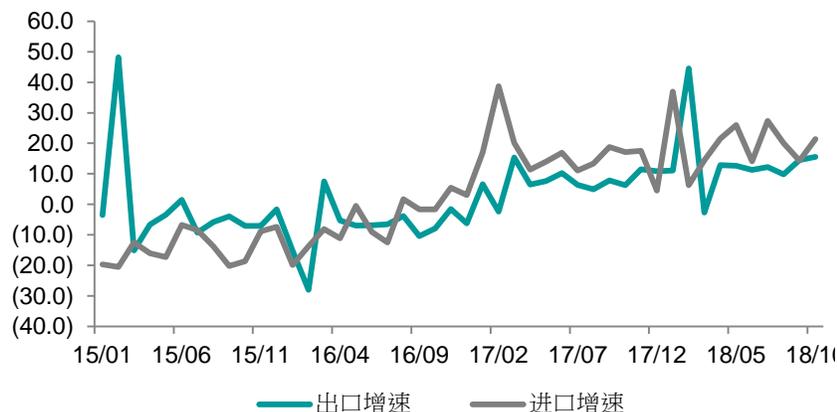


來源: 國家統計局、農銀國際證券



外需方面，10M18 出口與進口均顯著反彈。儘管中美自 3 月以來貿易摩擦升溫，但隨著人民幣貶值以及出口搶跑效應，以美元計價 10M18 出口增長 12.6%，高於 2017 年 7.9% 的出口增幅(圖 4)。同期進口急增 20.3%，亦高於 2017 年 15.9% 的進口增幅。由於進口大幅回升，10M18 貿易盈餘由 2017 年同期的 3,348 億美元收窄至 2,542 億美元。

圖 4: 中國出口及進口增長 (%)



來源: 國家統計局、農銀國際證券

10M18 通脹出現偏離。由於食品價格反彈，10M18 CPI 通脹由去年的 1.6% 回升至 2.1%。然而，同期 PPI 通脹則由 2017 年的 6.3% 大幅回落至 3.9%，主要因為內需較疲弱以及較高的基數效應。

貨幣政策方面，2018 年年初至今人民銀行採用了中性偏鬆的態勢，以期穩定經濟增長。10M18 人民銀行實施了 4 次定向降准來降低實體經濟融資成本，我們預計 12 月仍有機會再次實施定向降准。儘管人民銀行維持基準利率不變，但政府國債利率以及銀行間 7 天回購利率等市場利率水平均趨於回落。另一方面，人民銀行與銀保監會加強了金融監管，特別在影子銀行方面。2018 年 10 月廣義貨幣供給(M2)的增速由 2017 年同期的 8.8% 回落至 8.0%，10M18 新增社會融資規模亦從 2017 年同期的 16.8 萬億人民幣下跌至 14.6 萬億人民幣。

2019 年中國經濟增速或放緩

展望未來，有見於中美貿易摩擦仍持續、消費增速疲弱、房地產調控措施仍偏緊以及信用違約上升，我們相信 2019 年中國經濟增長或略微放緩。然而，我們認為中央政府推行的寬鬆財政政策及中性偏鬆的貨幣政策將防止經濟大幅下滑。

內需方面，隨著地方政府專項債券加快發行和財政支出進度加速，基建投資有望在 2019 年低位回升。房地產調控政策仍將從嚴，同時土地流拍事件自 7 月來增多，以及房地產銷售自 9M18 來大幅放緩，房地產投資在 2019 年或小幅回落。製造業投資在減稅降費及融資成本降低下料保持平穩。我們預計 2019 年整體固定資產投資或由 2018 年估計的 5.8% 回落至 5.5%。儘管個稅改革措施的實施將提振消費開支的增長，但由於居民可支配收入增長放緩，2019 年社會消費品零售銷售的增長料維持疲弱態勢。我們預計 2019 年零售銷售增速或由 2018 年估計的 9.2% 回落至 9.0%。外需方面，雖然中美兩國領導人在 G20 會議期間承諾在 90 天內停止相互加征新的關稅，並就貿易摩擦舉行雙邊談判，但中美貿易的糾紛為中國 2019 年的貿易增速帶來很大的不確定性。我們預計 2019 年中國出口及進口的增速或由 2018 年

估計的 12.0%及 20.0%分別回落至 7.0%及 12.0%。綜合以上因素，我們預期 2019 年中國 GDP 增長 6.3%，略低於 2018 年 6.6%的預估增速(圖 5)。

有見於國際油價回落及房地產價格升幅放緩，CPI 通脹或由 2018 年預計的 2.2%回落至 2019 年的 2.0%。由於大宗商品價格走勢回軟以及內需疲弱，PPI 通脹或由 2018 年預計的 3.5%下跌至 2019 年的 2.5%。我們相信 2019 年通脹不會成為宏觀政策的制約因素。

貨幣政策方面，我們預期人民銀行在 2019 年將繼續維持中性偏松的貨幣政策以穩定經濟增長。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。我們預計 2019 年新增人民幣貸款與新增社會融資規模或分別增長 9.7%及 11.1%達至 17.0 萬億人民幣及 20.0 萬億人民幣。另外，儘管我們預期人民銀行在 2019 年將維持基準利率不變，但貨幣當局或下調公開市場操作及短期流動性調節工具、常備借貸便利等貨幣工具的利率水平。有見於經濟增長放緩以及通脹壓力較溫和，我們預期 2019 年人民銀行將繼續定向下調 RRR 3 次。我們預計 2019 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 10.0%。2019 年底廣義貨幣供給(M2)預計增長 8.5%。匯率方面，由於美國或繼續加息，我們預期 2019 年年底美元兌人民幣在岸現貨價或為 7.0000 左右，而 2018 年年底預計為 6.9000。

我們預期 2019 年中央政府將採用更為積極的財政政策來穩定增長，政策措施主要集中于減稅降費、為民營經濟提供資金支持以及加速基建投資方面。前段時間財政部已出臺了個人所得稅改革措施，我們預計 2019 年財政當局或出臺企業所得稅以及增值稅的下調措施。國務院常務會議亦出臺了保障基建投資正常融資要求的政策文件。由於財政支出較財政收入的增長為高，我們預期 2019 年政府會再錄得小幅財政赤字，約佔國內生產總值 3.5%。

圖 5: 經濟預測

經濟指標	2017	2018 預測	2019 預測
實質 GDP 增長, %	6.9	6.6	6.3
固定資產投資增長, %	7.2	5.8	5.5
零售銷售增長, %	10.2	9.2	9.0
以美元計出口增長, %	7.9	12.0	7.0
以美元計進口增長, %	15.9	20.0	12.0
工業產出增長, %	6.6	6.5	6.2
消費物價通脹, %	1.6	2.2	2.0
生產物價通脹, %	6.3	3.5	2.5
M2 增長, %	8.2	8.5	8.5
社會融資規模, 10 億人民幣	22,397	18,000	20,000
新增人民幣貸款, 10 億人民幣	13,523	15,500	17,000
年底每美元兌人民幣在岸現貨價	6.5068	6.9000	7.0000

來源: 國家統計局、中國人民銀行、農銀國際證券預測



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED

貨幣政策方面，我們預期人民銀行在 2019 年將繼續維持中性偏松的貨幣政策以穩定經濟增長。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。我們預計 2019 年新增人民幣貸款與新增社會融資規模或分別增長 9.7%及 11.1%達至 17.0 萬億人民幣及 20.0 萬億人民幣。另外，儘管我們預期人民銀行在 2019 年將維持基準利率不變，但貨幣當局或下調公開市場操作及短期流動性調節工具、常備借貸便利等貨幣工具的利率水平。有見於經濟增長放緩以及通脹壓力較溫和，我們預期 2019 年人民銀行將繼續定向下調 RRR 3 次。我們預計 2019 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 10.0%。2019 年底廣義貨幣供給(M2)預計增長 8.5%。匯率方面，由於美國或繼續加息，我們預期 2019 年年底美元兌人民幣在岸現貨價或為 7.0000 左右，而 2018 年年底預計為 6.9000。

我們預期 2019 年中央政府將採用更為積極的財政政策來穩定增長，政策措施主要集中于減稅降費、為民營經濟提供資金支持以及加速基建投資方面。前段時間財政部已出臺了個人所得稅改革措施，我們預計 2019 年財政當局或出臺企業所得稅以及增值稅的下調措施。國務院常務會議亦出臺了保障基建投資正常融資要求的政策文件。由於財政支出較財政收入的增長為高，我們預期 2019 年政府會再錄得小幅財政赤字，約佔國內生產總值 3.5%。



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED



投資策略

研究部主管陳宋恩

2019 年投資策略

動盪的環境中識別主流趨勢

展望未來，我們預計中美多維度對抗，北約 - 俄羅斯對抗，英國退歐，一些歐元區和新興國家的金融不穩定可能導致 2019 - 2020 年的潛在動盪外部因素。儘管如此，中國仍將繼續推行區域發展戰略，如“一帶一路”，“粵港澳大灣區發展”，“長江經濟帶發展”，“京津冀發展”等。為穩定和維持經濟增長，中國將繼續實施供給側結構性改革，增加有效供給，提高資源配置效率，鄉村振興，縮小城鄉收入差距，這不但可加強社會穩定，還為未來消費增長提供廣大基礎。從長遠來看，實現“中國 2025”產業戰略提升中國的全球競爭力，是不變大方向。我們已經確定了一些構成我們投資意見基礎的主要趨勢。

- 主要央行正在放緩資產增長，風險資產價格被壓低
- 美國實際利率已上漲，將抑制消費和投資
- 中國將降低實際利率，促進消費和投資
- 新的中美關係將支持市場多元化作為投資主題
- 投資回報前景：夏普比率 (Sharpe) 下降
- 人口趨勢和 IT 趨勢將決定投資週期
- 2019 年恒生指數交易範圍：23,000-31,700

央行正在限制或扭轉資產負債表的增長

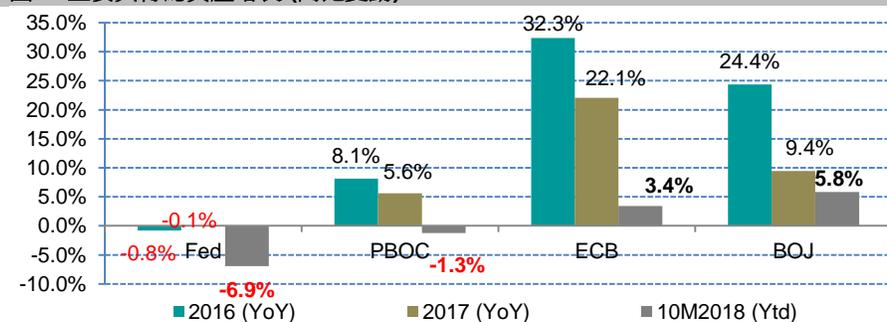
於 10M18（2018 年首 10 個月），美聯儲將其資產負債表收縮約 7%；中國人民銀行，歐洲央行和日本央行也在今年抑制了資產負債表的增長。繼 2016 年同比增長 8.1% 和 2017 年同比增長 5.6% 後，中國人民銀行的資產負債表在 10M18 縮減 1.3%。歐洲央行的資產負債表增長從 2017 年的 22% 放緩至 10M18 的 3.4%。日本央行的資產負債表增長從 2017 年的 9.4% 放緩至 10M18 的 5.8%。我們預計 2019-2020 年，全球 4 大央行的縮表趨勢將持續。

採取寬鬆的財政政策來緩解央行收緊資產負債表的不利影響。因此，隨著政府債務供應增加，流動性供應增長趨於收縮或放緩，無風險利率趨勢將向上走。

隨著主要央行繼續削減資產負債表，無風險利率趨勢將向上走，全球資產價格的下調壓力將加大。

由於擠出效應，行業整合將成為未來幾年的必然趨勢。

圖 1: 主要央行總資產增長 (同比變動)



10M18 (Ytd): 自 2017 年末至 2018 年 10 月末的變化

資料來源：美聯儲、中國人民銀行、歐洲央行、日本央行、彭博、農銀國際證券



美國的正實際利率的漣漪效應將在 2019 -20 年間蔓延

美聯儲在 2018 年形成了一個日益積極的實際利率環境。在 10M18，3 次加息之後，美聯邦基金利率已經超過核心個人消費支出價格增長指數 (Core PCE)，這意味著實際利率正在上升到正數區域，是自 2008 年初以來的首次。正實際利率環境已經形成。實際利率可能在 2019 年進一步上升，因為市場預期美聯儲將在 2018 年 12 月再次加息，並在 2019 年一次或兩次加息。

2018-19 年美國的實際利率進一步走高，將在 2019-20 年期間抑制消費和投資增長。它的漣漪效應不利影響將在 2019-20 年對其他出口到美國的國家產生影響。

漣漪效應將擴散到中國，墨西哥和德國，因為它們是美國的主要貿易夥伴。

圖 2: 美國聯邦基金利率 (Fed Funds Rate)與核心個人消費支出價格通脹 (Core PCE)

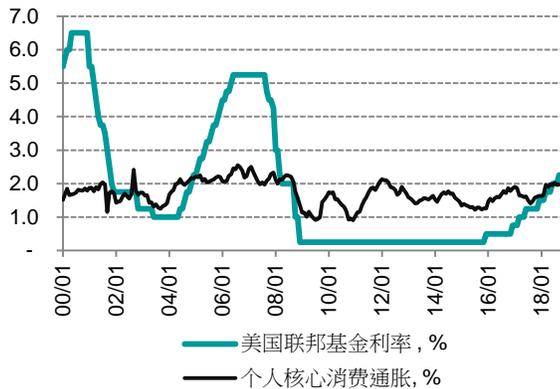


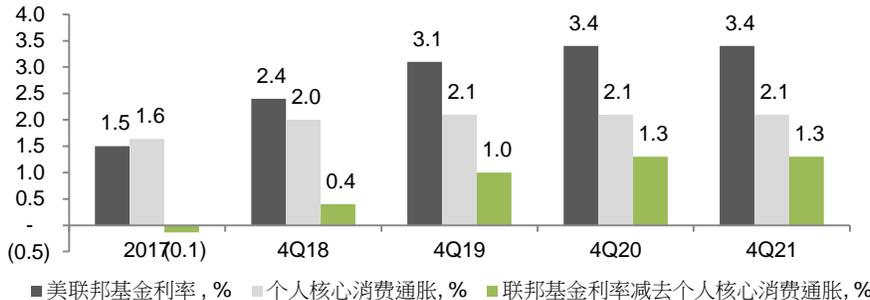
圖 3: 聯邦基金利率減去核心 PCE(%)：正實際利率環境正在形成並逐步升級



資料來源：美聯儲、Bureau of Economic Analysis、彭博、農銀國際證券

資料來源：美聯儲、Bureau of Economic Analysis、彭博、農銀國際證券

圖 4: 美聯儲預計聯邦基金利率與核心 PCE 之間的差距將在 2019-2020 年進一步擴大



注：季度預測摘自美聯儲 2018 年 9 月發佈的預測
資料來源：美聯儲、農銀國際證券

中國需要維持低實際利率環境以刺激消費和投資

為了穩定經濟增長，促進經濟增長的結構性轉變，中國需要在 2019-20 年間保持負實際利率環境，以刺激消費和投資。我們預測中國的監管機構經常使用反週期措施來平滑經濟波動。

在過去 20 年的 3 次主要經濟危機中(2003 年的 SARS、2008 年的美國次貸危機和 2010 年的歐洲主權債務危機)，中國的實際貸款利率或存款利率降至負值。由於目前實際貸款利率仍然很高，我們認為降低實際貸款利率以支持 2019 年投資和消費增長的選擇是可行的。

圖 5: 中國名義和實際 1 年期基準貸款利率(%)



來源: 中國人民銀行、國家統計局、農銀國際證券

圖 6: 中國名義和實際 1 年期基準存款利率(%)



來源: 中國人民銀行、國家統計局、農銀國際證券

新中美關係對投資的啟示

中美對抗的升級將顯著降低中長期經濟週期同步化程度。低貝塔(β)或負 β 投資多樣化變得必要。隨著經濟週期的不同步，市場多元化投資策略變得越來越有意義。從長遠來看，全球投資者將有更低的相關性多元化選擇。

近年來，人民幣匯率已變得更加市場化，政府也增加了促進資本流動的渠道。隨後，中國對利率週期獲得了更多的控制，不需要嚴格遵循美國的利率週期。

自 2016 以來，中國和美國的房地產週期已失去同步。中美利率週期差異的不斷擴大，也導致人民幣匯率波動性加大。中美收益率差距的下降是 2018 年人民幣對美元貶值的主要原因之一。海外投資者抓住機遇在中國積累人民幣資產。我們估計，於 11M18，離岸投資者或機構通過北行滬深港股通淨買入 2270 億元人民幣 A 股；於 10M18，離岸投資者或機構淨買入 530 億元人民幣在岸債券。

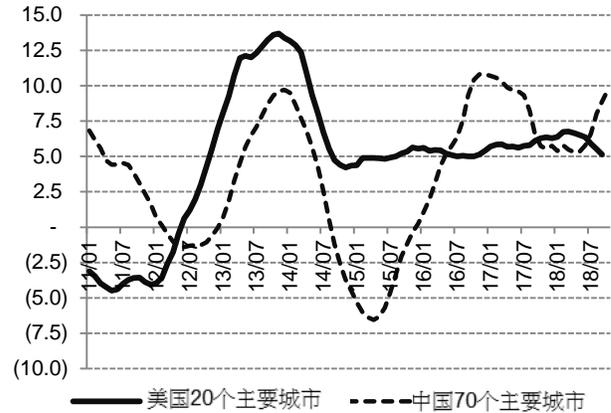


圖 7: 中國-美國 10 年國債收益率差距(百分點)



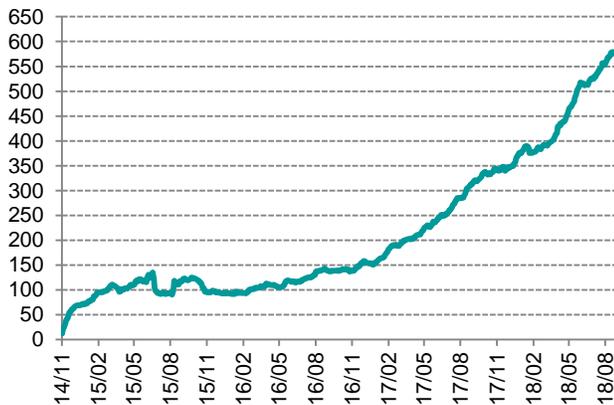
來源: 彭博、農銀國際證券

圖 8: 中國及美國房價變動(%)



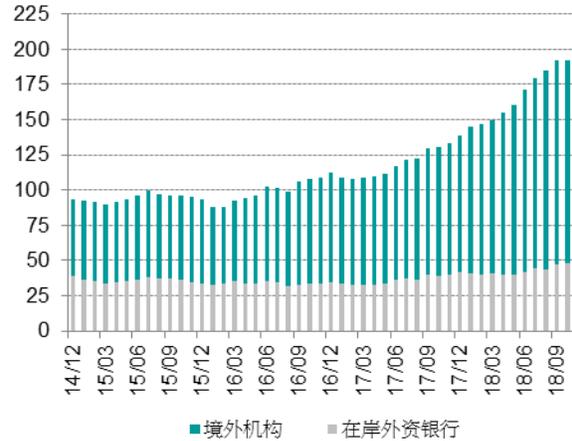
來源: S&P/Case-Shiller、國家統計局、彭博、農銀國際證券

圖 9: 滬深港股通北行累計淨買入 A 股 (10 億元人民幣)



來源: 香港交易所、彭博、農銀國際證券

圖 10: 在岸債券持有量(10 億元人民幣)



來源: 國家外匯管理局、農銀國際證券



投資回報前景：夏普比率(Sharpe ratio)下降

由於無風險資產回報率上升和預期價格波動風險增加，夏普比率將下降。

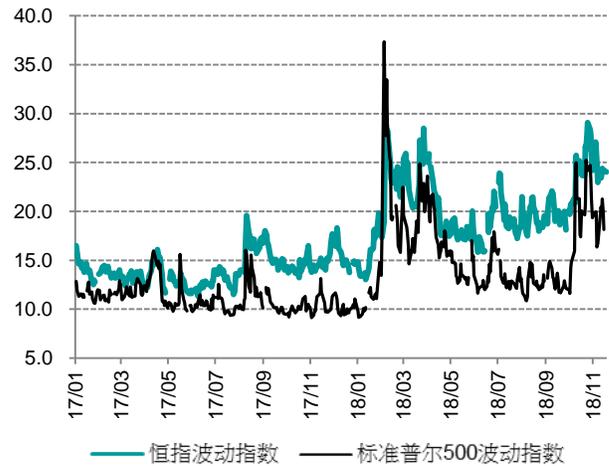
中美關係緊張加劇了系統性風險。波動性指數的上升表明投資者必須承擔更高的市場風險。同時，美國國債收益率的增長表明，投資帶來的額外投資回報(高於無風險利率的回報)可能會減少。風險回報在風險方面偏重。投資者應該考慮在他們的投資組合中增加現金比例相對較高的基金。

圖 11: 10 年期政府債券收益率(%) 趨向上升



資料來源：彭博、農銀國際證券

圖 12: 恒生指數或標準普爾 500 指數的波動指數呈上升趨勢



資料來源：香港交易所、彭博、農銀國際證券



上升趨勢週期中的產業

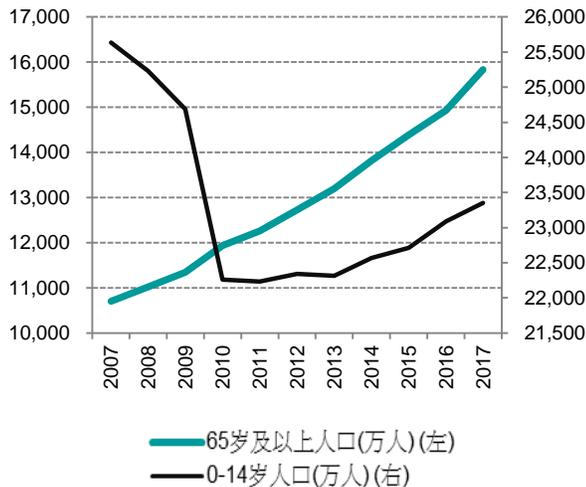
2019—2020 推動上循環產業和原因:

(1) 物聯網服務-雲計算和人工智能服務

- 阿里巴巴(BABA US)：雲計算部門是阿里巴巴增長最快的業務之一。在 2018 公司財務年度、1Q19 和 2Q19，該部門營業收入同比增長 101%、93%和 90%，至 134 億元、47 億元和 57 億元人民幣。EBITDA 損失率從 2018 公司財務年度的 6%、1QFY19 的 10%，下降到 2QFY19 的 4%。
- 騰訊(700 HK)：雲服務收入在 9M18 增長了一倍，超過 60 億元人民幣。它計劃將其專有技術集成到基於雲的解決方案中。醫療保健和交通是雲計算、人工智能和大數據分析能力應用的兩大生態系統。
- 微軟(MSFT US)：其智能雲業務部分分別佔 2018 財年總營業收入和總營業利潤的 32.5%和 32.9%，它的年複合增長率分別為 10.3%和 8.1%。
- 我們相信，2020 年 5G 電信服務的商業化將加速物聯網服務的應用，從而提高對雲計算和人工智能的需求。

(2) 提高生活水準服務：中國人口結構的變化將繼續推動醫療、教育、旅遊、環境保護和清潔能源的需求。

圖 13: 老年人和兒童的人口增長形成上升趨勢



來源: 國家統計局、農銀國際證券

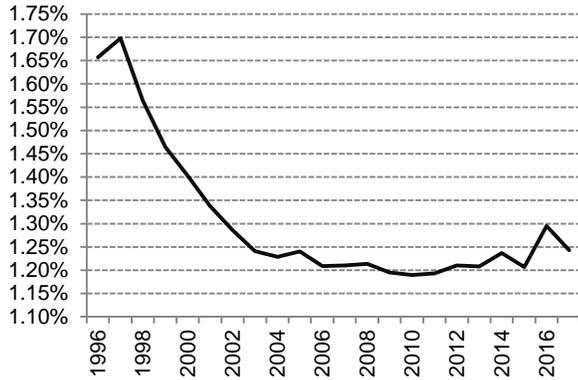
圖 14: 2016 年度新生兒將於 2019—20 歲入學 (單位: 萬人)



來源: 國家統計局預測、農銀國際證券



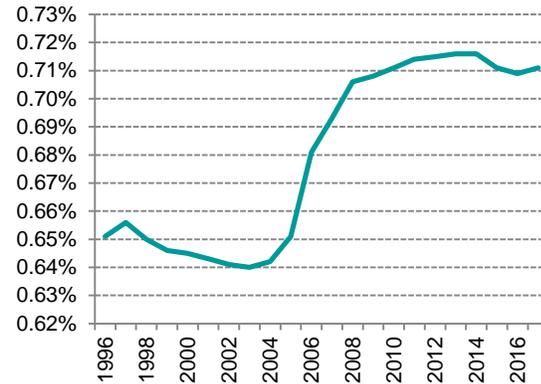
圖表 15: 近年來出生率回升帶動教育資源需求



出生率：新生兒/平均人口

來源：國家統計局、農銀國際證券

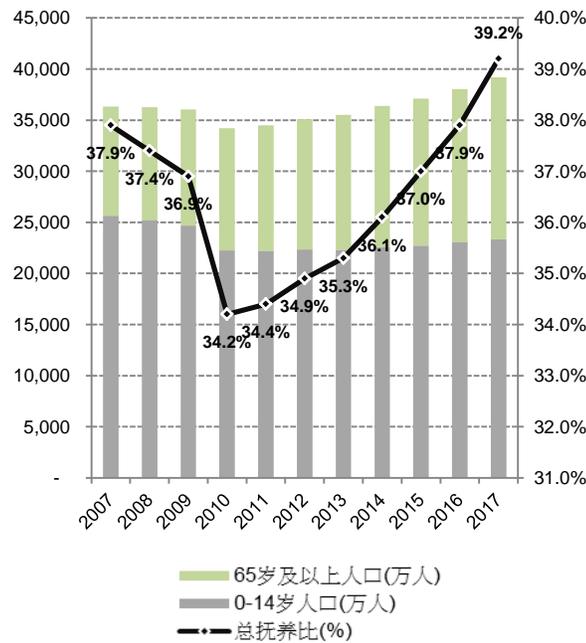
圖表 16: 死亡率劇增引發環保問題關注



死亡率：死亡人數/平均人口數

來源：國家統計局、農銀國際證券

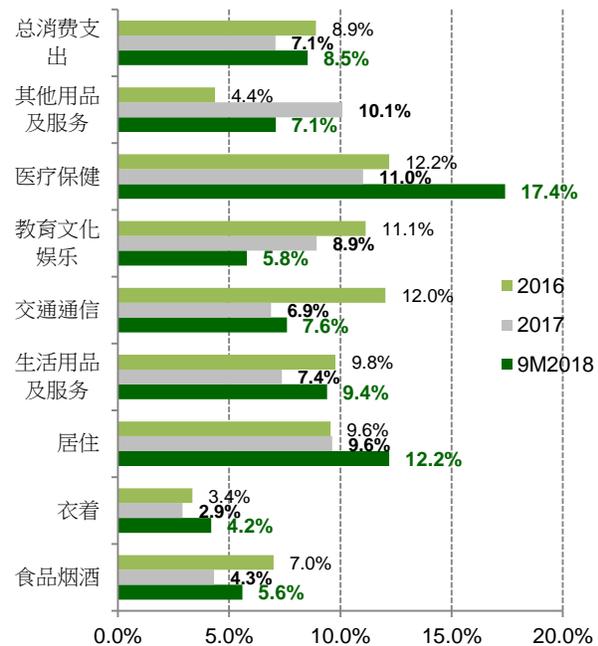
圖 17: 撫養比的提高將改變未來幾年的消費和儲蓄行為



撫養比：(年齡少於 15 歲及大於 64 歲人口)/ 15~64 歲人口

來源：國家統計局、農銀國際證券

圖 18: 增加人均醫療和居住生活支出將抑制其他類別的消費增長 (%同比)

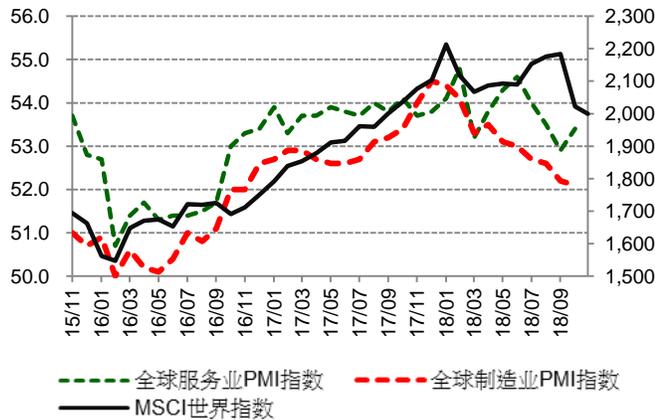


來源：國家統計局、農銀國際證券

MSCI 世界指數一直在減弱。財政刺激暫時提振了盈利增長，但利潤增長強勁的勢頭在 2019 年不太可能持續

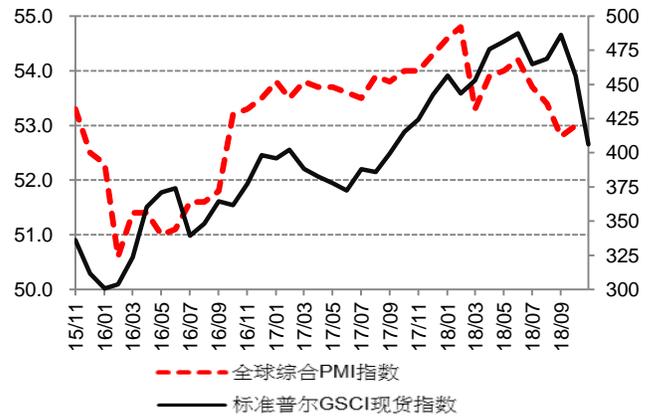
2018 年全球主要股票市場指數因同期經濟活動動力減弱，企業利潤增長預期放緩而走弱。PMI 數據顯示，全球製造業和服務業增長放緩，抑制了股市，並引發了 2018 年大宗商品指數的拋售。

圖 19: JPM 全球服務和製造業 PMI 指數(左)與 MSCI 世界指數(右)——2018 年初以來全球經濟活動擴張放緩



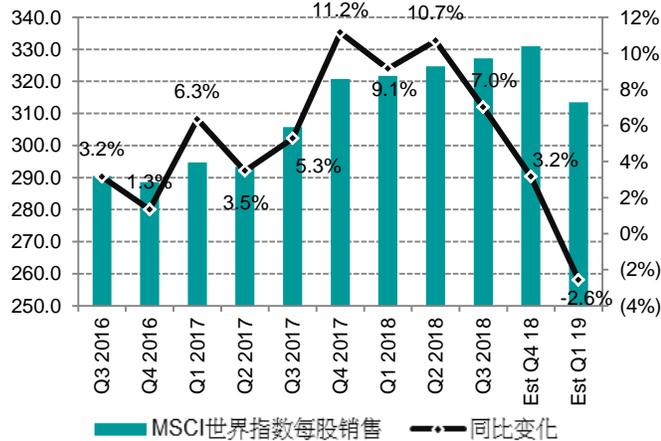
來源: Markit、彭博、農銀國際證券

圖 20: JPM 全球綜合 PMI 指數(左)與標準普爾 GSCI 現貨指數(右)——大宗商品市場的投資需求在 2018 年中已開始出現收縮



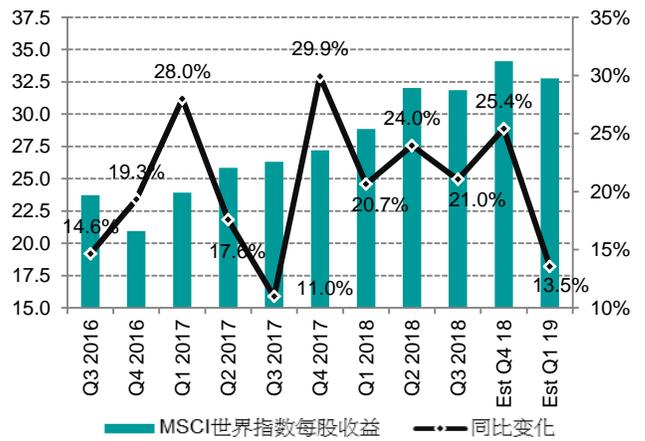
來源: Markit、彭博、農銀國際證券

圖 21: MSCI 世界指數每股銷售(美元)- 收入增長正在減弱



來源: 彭博、農銀國際證券

圖 22: MSCI 世界指數 EPS (US\$) – 政府財政刺激短期內促進利潤增長，但效果正在減弱



來源: 彭博、農銀國際證券

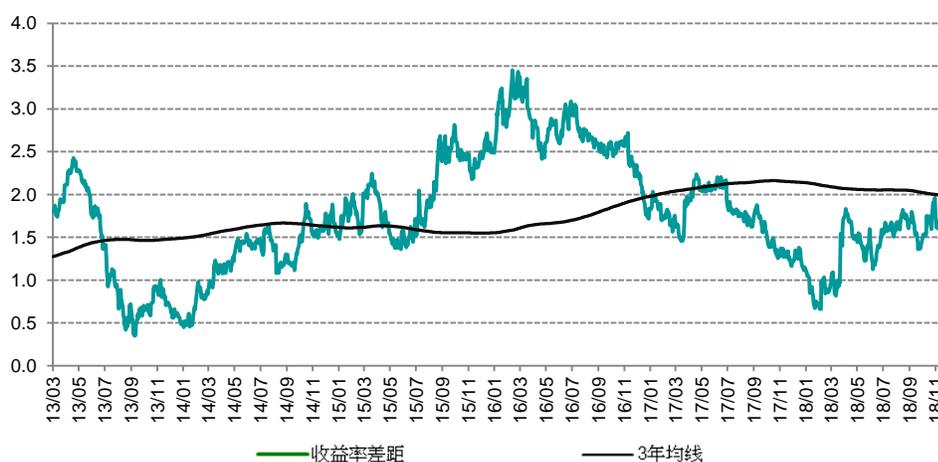
香港股票市場

- 降低成長性股票或風險資產的權重；增加價值性股票和現金頭寸的權重
- 調整投資回報預期
- 剝離低回報資產，降低杠杆率，優化投資回報
- 分散投資市場，把握中美經濟週期的差異
- 準備應對流動性緊縮，因為主要央行將限制資產負債表的增長

除非收益率差(恒生指數股息收益率減去香港特別行政區政府債收益率)超過 **2%點**，否則香港的藍籌股仍不具吸引力

香港公債收益率的提高，推高了持有藍籌股的價值投資者的機會成本。恒生指數股息收益率與香港 10 年期政府債收益率之間的 3 年平均收益率差距約為 **2%**(標準偏差為 0.6 ppt)。如果收益率差距擴大到超過 2%，價值投資者應該考慮積累藍籌股。

圖 23: 收益率差：恒指股息收益率減去 10 年港元政府債收益率



当收益率差增加到超过 2% 时，追求收益率投资者或价值投资者应该考虑累积蓝筹股。

当收益率差降至 2% 以下时，追求收益率投资者应考虑减持蓝筹股。

恒生指數：26682

來源: 彭博、農銀國際證券

恒生指數交易區間

考慮到盈利能力、增長勢頭、派息和歷史市場估值，我們對香港恒生指數未來幾年的交易範圍的預測如下：

- 2018 年交易區間預測：24,540-33,484，相當於 10.31x-14.06x 的 2018 年預測市盈率，1.13x-1.54x 的 2018 年預測市淨率，或 4.07%-2.98% 的 FY18E 股息收益率
- 2019 年交易區間預測：24,488-31,637，相當於 9.29x-12.00x 的 2019 年預測市盈率，1.05x-1.36x 的 2019 年預測市淨率，或 4.39%-3.39% 的 2019 年預測股息收益率
- 2020 年交易區間預測：25,169-34,779，相當於 8.68x-12.00x 的 2020 年預測市盈率，1.00x-1.38x 的 2020 年預測市淨率，或 4.60%-3.33% 的 2020 年預測股息收益率

圖 23: 恒生指數市場估值

	2014-18	2018E*	2017	2016	2015	2014
恒生指數						
高		33,484.08	30,199.69	24,364.00	28,588.52	25,362.98
低		24,540.63	21,883.82	18,278.80	20,368.12	21,137.61
指數每股盈利同比變動	平均 3.9%	(1.6%)	34.8%	(12.4%)	(14.2%)	12.7%
指數每股淨值同比變動	平均 6.0%	(0.4%)	14.5%	1.3%	5.0%	9.82%
指數 ROAE	平均 11.5%	10.96%	11.86%	9.50%	11.17%	13.97%
股息比率	平均 41.9%	41.95%	42.35%	45.32%	42.19%	37.82%
市盈率(x)						
高	14.06	14.06	12.48	13.57	13.95	10.62
低	8.85	10.31	9.04	10.18	9.94	8.85
市淨率(x)						
高	1.54	1.54	1.39	1.28	1.52	1.42
低	0.96	1.13	1.00	0.96	1.08	1.18
股息率						
高	2.98%	2.98%	3.39%	3.34%	3.02%	3.56%
低	4.68%	4.07%	4.68%	4.45%	4.24%	4.27%

*2018 年數據截至 11 月 28 日

ROAE=平均權益回報率

來源: 彭博、農銀國際證券

圖 24: 2019-20 年的恒生指數預測

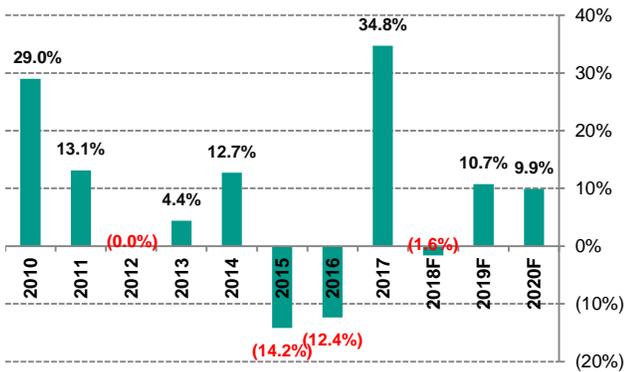
時期: 2019 年	高	低	年末
指數	31,637	24,488	30,319
市盈率(x)	12.00	9.29	11.50
市淨率(x)	1.36	1.05	1.30
股息率	3.39%	4.39%	3.54%
時期: 2020 年	高	低	年末
指數	34,779	25,169	31,880
市盈率(x)	12.00	8.68	11.00
市淨率(x)	1.38	1.00	1.27
股息率	3.33%	4.60%	3.63%

來源: 彭博、農銀國際證券



香港藍籌股

圖 25: 恒生指數 EPS (同比變動)



來源: 彭博、農銀國際證券

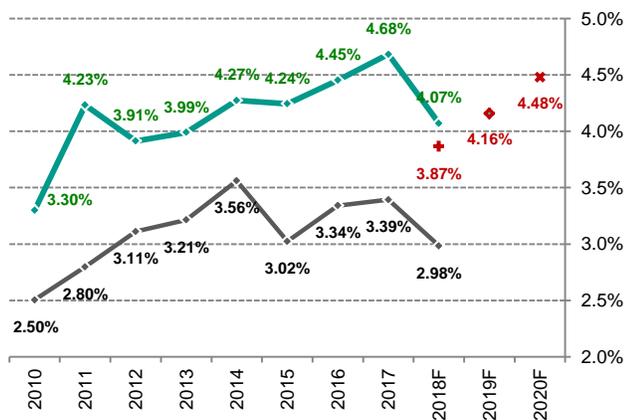
圖 27: 恒生指數市盈率(x): 過去年度的高/低點和當前指數預測估值



恒生指數(11/28/2018): 26682.56

來源: 彭博、農銀國際證券

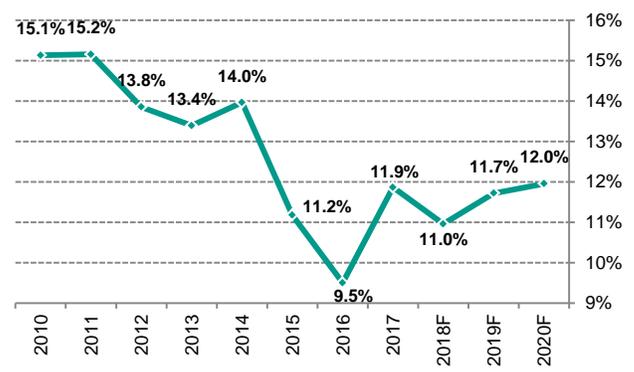
圖 29: 恒生指數股息率(%): 過去年度的高/低點和當前指數預測估值



Index (11/28/2018): 26,682.56

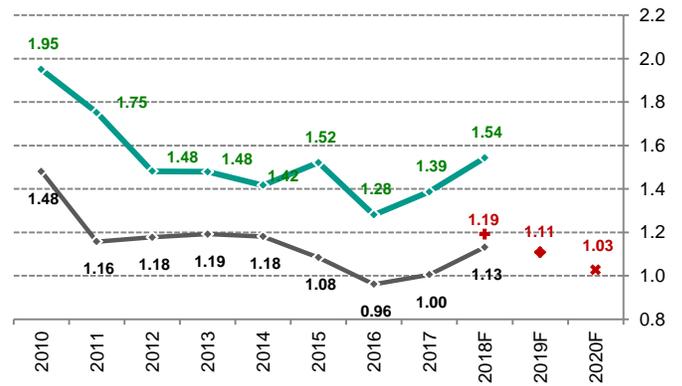
來源: 彭博、農銀國際證券

圖 26: 恒生指數平均權益回報率(ROAE)



來源: 彭博、農銀國際證券

圖 28: 恒生指數市淨率(x): 過去年度的高/低點和當前指數預測估值



恒生指數(11/28/2018): 26682.56

來源: 彭博、農銀國際證券

2019 年展望

存在利潤下調的風險；每股收益增長可能比目前預期的要慢

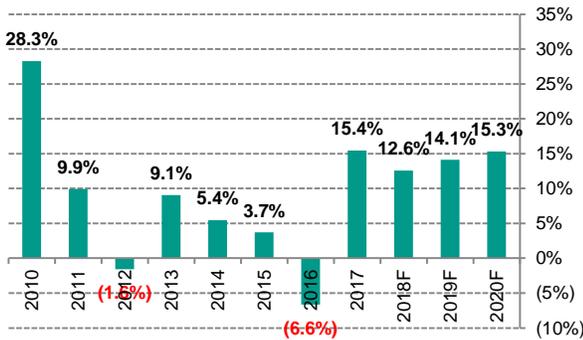
市場估值區間將降低

估計恒生指數交易區間 24,500-31,600 (湊整到百位), 相當於 9.29x-12.00x 的 2019 年預測市盈率, 1.05x-1.36x 的 2019 年預測市淨率



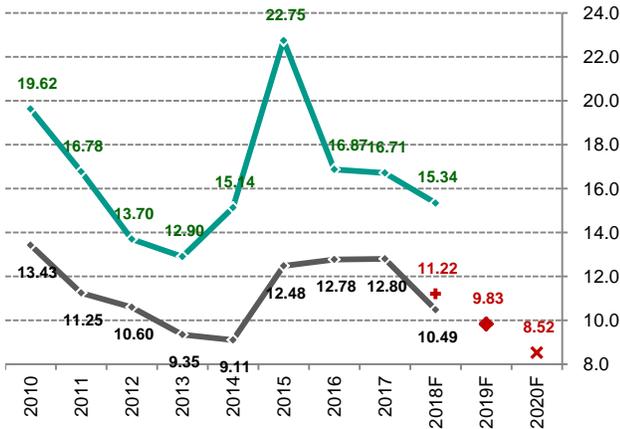
中國藍籌股

圖 30: 滬深 300 指數 EPS (同比變動)



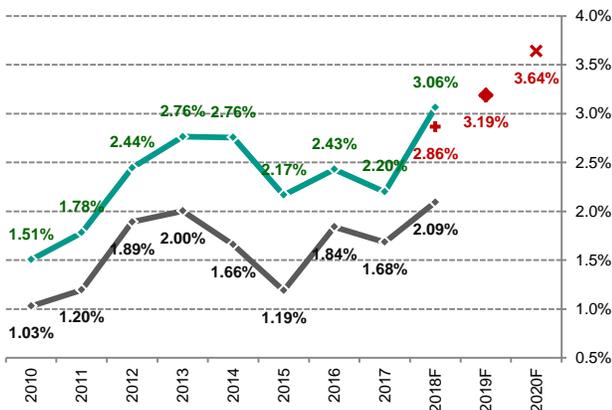
來源: 彭博、農銀國際證券

圖 32: 滬深 300 指數市盈率(x): 過去年度的高/低點和當前指數預測估值



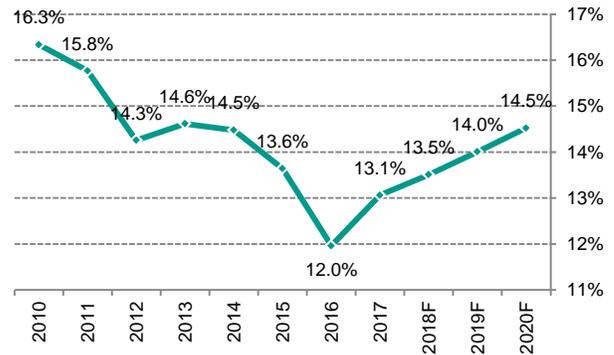
指數(11/28/2018): 3218.41
來源: 彭博、農銀國際證券

圖 34: 滬深 300 指數股息率(%) : 過去年度的高/低點和當前指數預測估值



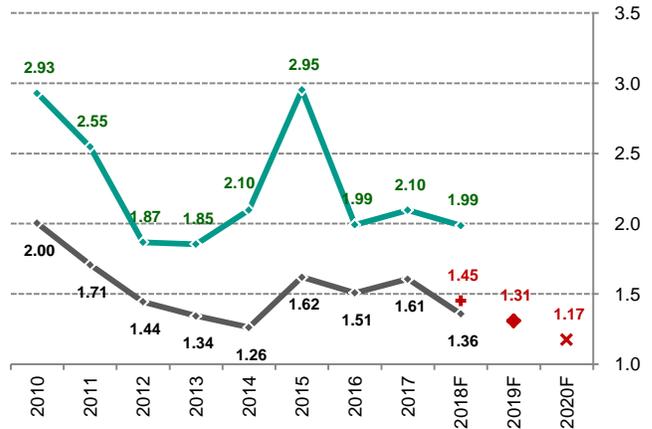
指數(11/28/2018): 3218.41
來源: 彭博、農銀國際證券

圖 31: 滬深 300 指數 ROAE



來源: 彭博、農銀國際證券

圖 33: 滬深 300 指數市淨率(x): 過去年度的高/低點和當前指數預測估值



指數(11/28/2018): 3218.41
來源: 彭博、農銀國際證券

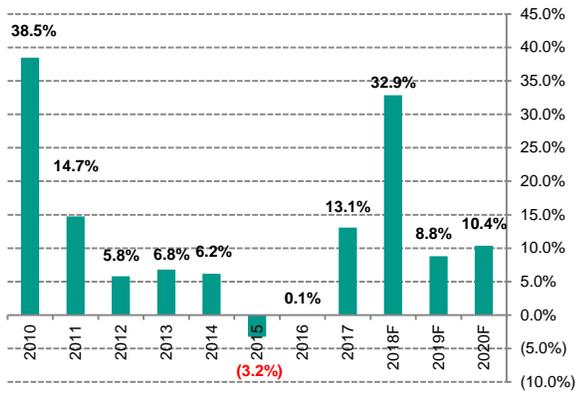
2019 年展望

- 存在利潤下調的風險；每股收益增長可能比目前預期的要慢
- 市場估值區間將降低
- 滬深 300 指數交易區間 3,100-4,260 (湊整到 10 位), 相當於 9.4x-13.0x 的 2019 年預測市盈率, 1.26x-1.73x 的 2019 年預測市淨率



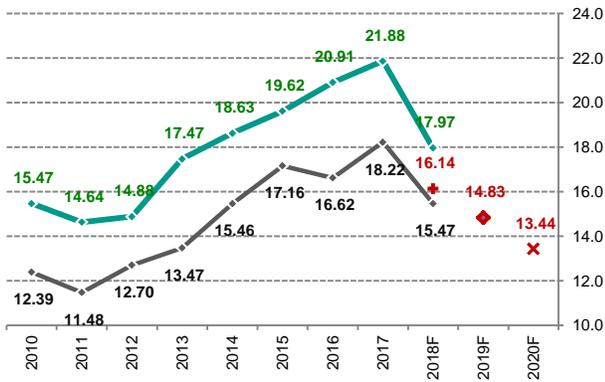
美國藍籌股

圖 35: 標準普爾 500 指數 EPS (同比變動)



來源: 彭博、農銀國際證券

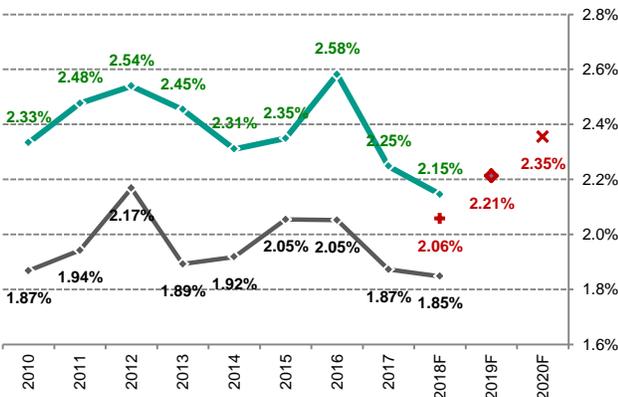
圖 37: 標準普爾 500 指數市盈率(x): 過去年度的高/低點和當前指數預測估值



指數 (11/28/2018): 2641.89

來源: 彭博、農銀國際證券

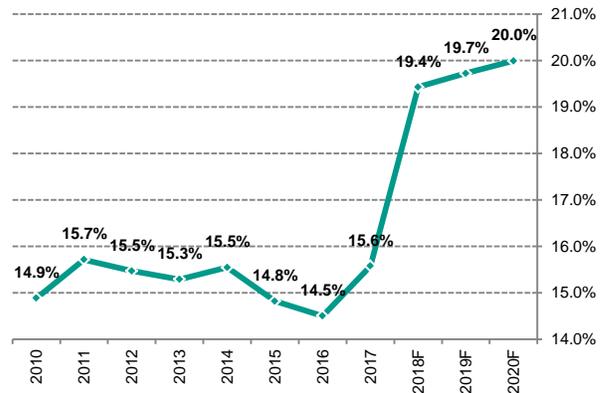
圖 39: 標準普爾 500 指數股息率(%): 過去年度的高/低點和當前指數預測估值



指數 (11/28/2018): 2,641.89

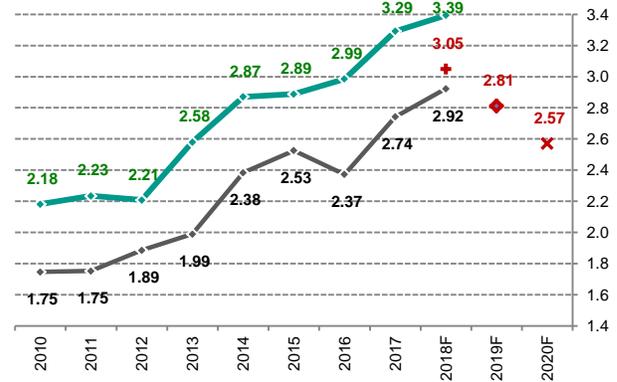
來源: 彭博、農銀國際證券

圖 36: 標準普爾 500 指數 ROAE



來源: 彭博、農銀國際證券

圖 38: 標準普爾 500 指數市淨率(x): 過去年度的高/低點和當前指數預測估值



指數 (11/28/2018): 2641.89

來源: 彭博、農銀國際證券

2019 年展望

- 財政刺激有助於提高 ROAE，但其對 EPS 增長的影響正在減弱
- EPS 增長勢頭減弱，市盈率估值區間呈下降趨勢
- 標準普爾 500 指數交易區間 2,400-3,200 (湊整到 10 位), 相當於 13.5x-18.0x 的 2019 年預測市盈率, 2.56x-3.40x 的 2019 年預測市淨率



圖 41: 恒生指數成分股市場估值

代碼	股票名稱	2020E	2020E	2020E	2020E	2020E	2019E	2019E	2019E	2019E	2019E	2018E	2018E	2018E	2018E	
		股價 (HK\$)	市盈率 (x)	PEG* (x)	市淨率 (x)	股息率 (%)	ROAE (%)	市盈率 (x)	PEG* (x)	市淨率 (x)	股息率 (%)	ROAE (%)	市盈率 (x)	市淨率 (x)	股息率 (%)	ROAE (%)
2	中電控股	88.05	16.58	(4.16)	1.72	3.11	10.6	17.18	(4.31)	1.81	3.00	10.8	15.29	1.89	3.38	12.9
3	香港中華煤氣	15.92	25.35	4.75	3.43	2.35	13.7	26.80	5.02	3.54	2.22	13.5	28.13	3.69	2.12	14.6
6	電能實業	52.55	13.96	11.73	1.30	5.14	9.4	14.30	12.02	1.33	5.02	9.4	14.30	1.35	5.02	8.8
836	華潤電力	14.96	7.22	0.33	0.80	12.50	11.6	8.57	0.39	0.87	10.52	10.4	10.70	0.92	8.43	8.8
1038	長江基建集團	59.00	12.05	2.37	1.23	4.85	10.4	12.59	2.48	1.28	4.65	10.4	13.31	1.33	4.39	10.4
1113	長實集團	56.75	7.96	2.96	0.59	2.65	7.6	7.99	2.98	0.62	2.64	7.9	8.39	0.65	2.51	8.2
101	恒隆地產	15.58	15.50	(6.00)	0.50	2.67	3.2	15.55	(6.02)	0.50	2.66	3.2	14.71	0.51	2.82	3.5
12	恒基地產	40.00	11.30	1.10	0.57	1.99	5.0	10.97	1.07	0.57	2.05	5.3	13.75	0.58	1.63	4.3
16	新鴻基地產	113.00	8.77	1.33	0.54	3.24	6.3	9.32	1.42	0.56	3.05	6.1	9.96	0.58	2.85	6.2
17	新世界發展	10.68	9.89	1.33	0.48	5.81	4.9	11.52	1.55	0.48	4.99	4.3	11.41	0.50	5.04	4.6
1997	九龍倉置業	49.60	14.56	4.09	0.69	1.15	4.8	14.85	4.17	0.70	1.13	4.7	15.61	0.71	1.07	4.6
823	領展房產基金	77.00	23.68	2.29	0.89	1.22	3.8	26.03	2.52	0.89	1.11	3.5	28.83	0.91	1.00	3.2
83	信和置業	13.90	7.99	0.17	0.58	5.58	7.5	16.83	0.35	0.62	2.65	3.7	17.53	0.63	2.54	3.7
2007	碧桂園	9.67	3.56	0.16	0.96	9.14	29.7	4.12	0.19	1.18	7.89	32.0	5.29	1.49	6.15	31.8
688	中國海外發展	26.90	5.33	0.33	0.78	4.04	15.5	6.13	0.37	0.88	3.51	15.2	7.22	0.99	2.98	14.5
1109	華潤置地	29.60	6.15	0.40	1.04	4.74	17.9	7.01	0.46	1.17	4.15	17.6	8.19	1.31	3.56	15.7
1398	工商銀行	5.69	5.05	0.62	0.65	6.03	13.5	5.47	0.67	0.72	5.57	13.7	5.91	0.79	5.16	14.0
939	建設銀行	6.71	4.83	0.56	0.65	6.27	14.0	5.26	0.61	0.71	5.76	14.2	5.70	0.78	5.32	14.5
3328	交通銀行	6.01	4.84	0.65	0.51	6.49	10.9	5.24	0.71	0.55	5.99	10.9	5.58	0.59	5.62	11.1
3988	中國銀行	3.44	4.34	0.57	0.49	7.24	11.9	4.69	0.62	0.54	6.70	11.9	5.03	0.59	6.25	12.1
11	恒生銀行	183.20	12.86	1.63	1.98	5.08	15.8	13.77	1.75	2.10	4.74	15.7	14.96	2.23	4.36	15.5
2388	中銀香港	30.85	8.71	1.10	1.08	5.09	12.9	9.49	1.20	1.17	4.67	12.7	10.14	1.25	4.37	12.8
5	滙豐控股	66.30	10.66	1.77	0.96	9.96	9.2	11.32	1.88	1.01	9.39	9.0	11.99	1.03	8.86	8.5
2318	中國平安	77.50	8.79	0.48	1.59	3.42	19.7	10.13	0.55	1.90	2.97	20.3	12.30	2.24	2.44	19.6
2628	中國人壽	17.32	9.45	0.42	1.09	3.74	12.0	10.81	0.48	1.18	3.27	11.4	14.15	1.29	2.50	9.3
1299	友邦保險	64.80	13.60	0.61	1.89	1.84	14.6	15.77	0.71	2.09	1.59	13.9	20.33	2.30	1.23	11.5
388	香港交易所	235.80	24.98	2.17	6.83	3.59	27.8	28.37	2.47	7.07	3.16	25.5	31.05	7.40	2.88	24.5

(下一頁繼續)



代碼	股票名稱	2020E	2020E	2020E	2020E	2020E	2019E	2019E	2019E	2019E	2019E	2018E	2018E	2018E	2018E	
		股價 (HK\$)	市盈率 (x)	PEG* (x)	市淨率 (x)	股息率 (%)	ROAE (%)	市盈率 (x)	PEG* (x)	市淨率 (x)	股息率 (%)	ROAE (%)	市盈率 (x)	市淨率 (x)	股息率 (%)	ROAE (%)
762	中國聯通	8.97	13.11	0.28	0.69	5.67	5.4	17.95	0.39	0.72	4.14	4.1	28.14	0.74	2.64	2.7
941	中國移動	76.15	11.37	4.91	1.15	4.30	10.4	11.82	5.11	1.22	4.14	10.7	11.91	1.31	4.11	11.3
700	騰訊控股	321.00	22.04	0.92	4.99	0.42	25.3	28.28	1.18	6.30	0.33	24.9	33.89	7.95	0.28	26.7
2018	瑞聲科技	54.60	10.24	0.65	2.17	3.81	22.7	11.93	0.76	2.50	3.27	22.5	13.73	2.89	2.84	22.6
2382	舜宇光學科技	74.00	12.55	0.35	4.01	1.97	36.5	16.25	0.46	5.34	1.52	37.7	23.02	7.18	1.08	35.6
386	中國石化	6.72	9.11	58.89	0.90	12.98	10.1	9.14	59.07	0.93	12.94	10.4	9.14	0.96	12.94	10.7
857	中國石油	5.55	12.01	1.81	0.68	3.89	5.7	12.04	1.81	0.70	3.88	5.9	13.65	0.72	3.42	5.4
883	中國海洋石油	13.32	8.58	2.80	1.11	8.75	13.4	8.13	2.65	1.18	9.23	15.1	9.11	1.28	8.24	14.5
1088	中國神華	17.58	6.92	(4.93)	0.80	5.47	11.9	6.96	(4.96)	0.85	5.44	12.7	6.73	0.92	5.63	14.3
1093	石藥集團	16.16	17.17	0.64	3.95	1.92	25.1	21.58		4.75	1.53	23.9	27.62	5.65	1.19	22.0
1177	中國生物製藥	6.95	18.33	0.99	3.54	1.22	21.1	21.72	1.17	4.25	1.03	21.5	25.76	5.16	0.87	21.8
66	港鐵公司	40.85	18.88	1.87	1.36	2.10	7.3	21.41	2.12	1.40	1.85	6.6	22.89	1.43	1.73	6.4
175	吉利汽車	15.08	6.20	0.31	1.62	3.26	29.1	7.27	0.37	2.03	2.79	31.6	8.88	2.63	2.28	33.6
1928	金沙中國	36.90	15.05	1.49	7.94	8.50	54.0	16.81	1.66	8.30	7.61	49.6	18.24	8.36	7.01	46.0
27	銀河娛樂	51.90	13.83	1.35	2.59	-	20.1	15.76	1.54	2.98	-	20.3	16.81	3.45	-	22.1
151	中國旺旺	5.92	16.10	2.02	3.25	0.42	21.3	17.75	2.22	3.64	0.38	21.6	18.77	4.05	0.36	22.6
2319	蒙牛乳業	24.80	17.78	0.72	2.65	1.28	15.8	21.63	0.87	2.99	1.05	14.7	27.68	3.37	0.82	12.9
288	萬洲國際	6.34	9.22	0.94	1.25	4.79	14.1	10.02	1.02	1.37	4.41	14.2	11.12	1.48	3.97	13.8
1044	恒安國際	64.35	14.80	1.87	3.29	4.51	23.1	15.91	2.01	3.56	4.19	23.3	17.24	3.87	3.87	21.4
2313	申洲國際	98.60	19.41	0.99	4.22	2.37	23.3	23.06	1.18	4.90	1.99	22.7	27.76	5.63	1.66	20.1
1	長和	80.65	6.88	0.78	0.59	4.55	8.8	7.39	0.83	0.62	4.24	8.7	8.15	0.66	3.84	8.5
19	太古股份	84.00	12.26	0.46	0.47	0.99	3.9	14.02	0.53	0.48	0.86	3.4	19.65	0.49	0.62	2.5
267	中信股份	12.70	6.20	0.69	0.56	3.85	9.4	6.84	0.76	0.60	3.49	9.1	7.36	0.64	3.24	9.0

12/05/2018 股價

匯率 RMB 0.8783/HK\$1.00; HK\$ 7.8109/US\$ 1.00

PEG = 市盈率 / 2018-20 年期間每股收益的複合年均增長率

ROAE: 平均權益回報率

來源: 彭博、農銀國際證券



圖 42: 恒生中國企業指數成份股市場估值

代碼	股票名稱	2020E	2020E	2020E	2020E	2020E	2019E	2019E	2019E	2019E	2019E	2018E	2018E	2018E	2018E	
		股價 (HK\$)	市盈率 (x)	PEG*	市淨率 (x)	股息率 (%)	ROAE (%)	市盈率 (x)	PEG*	市淨率 (x)	股息率 (%)	ROAE (%)	市盈率 (x)	市淨率 (x)	股息率 (%)	ROAE (%)
1398	工商銀行	5.69	5.05	0.62	0.71	6.03	14.9	5.47	0.67	0.79	5.57	15.3	5.91	0.89	5.16	14.9
939	建設銀行	6.71	4.83	0.56	0.73	6.27	15.9	5.26	0.61	0.82	5.76	16.4	5.70	0.92	5.32	15.6
1288	農業銀行	3.57	4.39	0.51	0.64	7.01	15.4	4.86	0.57	0.72	6.32	15.5	5.17	0.80	5.95	15.1
3988	中國銀行	3.44	4.34	0.57	0.52	7.24	12.4	4.69	0.62	0.57	6.70	12.6	5.03	0.62	6.25	12.5
3328	交通銀行	6.01	4.84	0.65	0.58	6.49	12.4	5.24	0.71	0.63	5.99	12.5	5.58	0.69	5.62	11.9
1658	郵儲銀行	4.62	4.67	0.35	0.69	5.33	15.6	5.33	0.40	0.78	4.68	15.5	6.01	0.88	4.15	14.4
3968	招商銀行	33.60	7.27	0.55	1.32	4.16	19.4	8.17	0.62	1.52	3.70	20.0	9.31	1.76	3.25	18.4
998	中信銀行	4.97	4.13	0.47	0.51	7.26	12.8	4.57	0.52	0.56	6.56	12.7	4.89	0.61	6.14	12.2
1988	民生銀行	5.84	3.75	0.94	0.50	4.15	14.2	4.02	1.01	0.57	3.87	15.0	4.05	0.65	3.84	15.2
2628	中國人壽	17.32	9.45	0.42	1.07	3.74	11.8	10.81	0.48	1.16	3.27	11.2	14.15	1.26	2.50	9.2
2318	中國平安	77.50	8.79	0.48	2.00	3.42	24.8	10.13	0.55	2.40	2.97	26.0	12.30	2.92	2.44	22.5
1339	中國人保	3.37	5.97	0.48	0.75	1.74	13.3	6.59	0.53	0.85	1.57	13.6	7.53	0.96	1.38	12.4
2601	中國太保	28.25	8.76	0.40	1.32	5.63	15.8	10.16	0.46	1.45	4.86	14.9	13.06	1.59	3.78	12.3
1336	新華保險	34.95	8.50	0.60	1.18	3.54	14.6	9.58	0.68	1.31	3.14	14.4	11.06	1.46	2.72	13.4
2328	人民財產保險	8.18	5.97	0.52	0.97	4.24	17.3	6.69	0.58	1.11	3.78	17.7	7.42	1.27	3.41	16.6
6060	眾安在線	33.50	60.79	-	2.68	-	4.5	(72.65)	-	2.80	-	(3.8)	(38.11)	2.70	-	(6.8)
6030	中信證券	15.02	10.99	0.77	0.99	3.87	9.3	12.77	0.89	1.05	3.33	8.5	14.37	1.11	2.96	7.6
6837	海通證券	9.05	9.47	0.46	0.75	3.24	8.2	11.12	0.54	0.80	2.76	7.4	13.80	0.84	2.22	5.9
6886	華泰證券	13.66	10.17	0.59	0.88	1.97	9.0	11.99	0.70	0.95	1.67	8.2	13.95	1.03	1.43	7.2
1776	廣發證券	12.06	9.46	0.54	0.91	3.74	10.0	10.92	0.62	0.97	3.24	9.2	13.06	1.04	2.71	7.6
1359	中國信達	2.14	3.44	0.41	0.48	9.18	14.7	3.60	0.43	0.53	8.76	15.6	4.04	0.60	7.81	14.3
2799	中國華融	1.63	3.26	0.12	0.42	9.25	13.5	3.76	0.14	0.46	8.03	13.0	5.28	0.51	5.71	8.9
267	中信股份	12.70	6.20	0.69	0.69	3.85	11.7	6.84	0.76	0.76	3.49	11.6	7.36	0.83	3.24	11.2
1088	中國神華	17.58	6.92	(4.93)	0.78	5.47	11.7	6.96	(4.96)	0.84	5.44	12.6	6.73	0.91	5.63	14.2
857	中國石油	5.55	12.01	1.81	0.68	3.89	5.7	12.04	1.81	0.70	3.88	5.9	13.65	0.73	3.42	5.4
386	中國石化	6.72	9.11	58.89	0.95	7.14	10.7	9.14	59.07	0.99	7.11	10.7	9.14	0.97	7.11	10.7
883	中國海洋石油	13.32	8.58	2.80	1.14	8.75	13.5	8.13	2.65	1.17	9.23	14.8	9.11	1.23	8.24	14.2

(下一頁繼續)



代碼	股票名稱	2020E	2020E	2020E	2020E	2020E	2019E	2019E	2019E	2019E	2019E	2018E	2018E	2018E	2018E	
		股價 (HK\$)	市盈率 (x)	PEG*	市淨率 (x)	股息率 (%)	ROAE (%)	市盈率 (x)	PEG*	市淨率 (x)	股息率 (%)	ROAE (%)	市盈率 (x)	市淨率 (x)	股息率 (%)	ROAE (%)
384	中國燃氣	28.35	11.64	0.67	3.40	2.53	32.8	13.71	0.79	4.35	2.14	36.0	16.01	5.70	1.84	38.7
902	華能國際	5.07	9.20	0.19	0.79	9.88	8.8	12.17	0.25	0.82	7.47	6.8	20.33	0.84	4.47	4.4
1816	中廣核電力	1.94	7.61	0.76	0.96	4.28	13.1	8.39	0.84	1.05	3.88	13.1	9.21	1.15	3.53	12.6
270	粵海投資	14.56	16.89	2.63	2.64	3.26	16.3	17.82	2.77	2.86	3.09	16.7	19.13	3.10	2.88	15.5
390	中國中鐵	7.20	6.12	0.38	0.84	2.63	14.6	6.99	0.44	0.95	2.30	14.5	8.22	1.08	1.95	12.7
1800	中國交建	7.75	4.36	0.37	0.54	4.28	13.1	4.91	0.41	0.60	3.80	12.9	5.46	0.67	3.42	11.7
1766	中國中車	7.32	11.18	0.67	1.42	3.53	13.2	12.83	0.77	1.55	3.08	12.6	15.24	1.68	2.59	10.5
1211	比亞迪	57.35	26.94	1.06	3.12	0.37	12.2	31.21	1.23	3.49	0.32	11.8	42.33	3.89	0.24	7.5
489	東風集團	7.33	3.76	4.24	0.46	5.70	12.9	3.81	4.29	0.51	5.63	14.1	3.83	0.57	5.60	14.1
2238	廣汽集團	7.94	4.71	0.48	0.94	6.70	21.5	5.13	0.53	1.10	6.15	23.2	5.67	1.30	5.56	20.2
2333	長城汽車	5.06	6.84	0.99	0.83	4.52	12.6	7.47	1.09	0.90	4.14	12.6	7.81	0.99	3.96	11.5
2202	萬科	27.40	5.72	0.37	1.41	6.20	27.0	6.37	0.41	1.70	5.56	29.5	7.63	2.09	4.64	26.8
1109	華潤置地	29.60	6.15	0.40	1.15	4.74	20.1	7.01	0.46	1.34	4.15	20.5	8.19	1.56	3.56	18.8
914	海螺水泥	39.95	6.68	(4.91)	1.44	5.98	23.0	6.71	(4.93)	1.65	5.96	26.5	6.50	1.93	6.15	30.8
1099	國藥控股	38.00	12.68	0.96	2.06	2.35	17.3	14.29	1.08	2.34	2.09	17.4	16.24	2.66	1.84	16.3
1093	石藥集團	16.16	17.17	0.64	5.42	1.92	35.7	21.58	0.80	7.06	1.53	37.2	27.62	9.32	1.19	31.0
700	騰訊控股	321.00	22.04	0.92	6.75	0.42	35.7	28.28	1.18	9.44	0.33	39.4	33.89	13.63	0.28	34.9
941	中國移動	76.15	11.37	4.91	1.23	4.30	11.2	11.82	5.11	1.31	4.14	11.4	11.91	1.39	4.11	11.7
728	中國電信	4.05	12.06	1.40	0.83	3.32	7.0	13.27	1.54	0.87	3.01	6.7	14.23	0.91	2.81	6.3
788	中國鐵塔	1.19	23.23	0.32	0.98	1.29	4.3	36.04	0.49	1.02	0.83	2.9	69.68	1.05	0.43	1.5
753	中國國航	8.00	9.00	0.27	1.16	2.38	13.6	11.17	0.33	1.29	1.91	12.2	16.01	1.43	1.34	8.1
2313	申洲國際	98.60	19.41	0.99	5.14	2.37	28.9	23.06	1.18	6.14	1.99	29.0	27.76	7.35	1.66	25.1
1044	恒安國際	64.35	14.80	1.87	3.44	4.51	24.3	15.91	2.01	3.77	4.19	24.8	17.24	4.15	3.87	24.3

12/05/2018 股價

匯率 RMB 0.8783/HK\$1.00; HK\$ 7.8109/US\$ 1.00

PEG = 市盈率 / 2018-20 年期間每股收益的複合年均增長率

ROAE: 平均權益回報率

來源: 彭博、農銀國際證券

香港 IPO 市場展望

行業更加多元化

- 11M18，香港 IPO 市場已募集 335 億美元，平均交易規模為 1.8 億美元。中國投資銀行繼續維持市場地位，佔 10 大承銷商中的 7 家
- 香港 IPO 市場在行業組合方面變得更加多元化。工業，科技，非必需消費品和金融業 4 大行業分別佔 11M18 IPO 集資額的 25%，24%，20% 和 18%
- 科技股集資額佔比由 2017 年的 4% 上升至 11M18 的 24%

在 11M18，香港股票 IPO 總額為 335 億美元，已比 2017 年全年的 165 億美元大幅增加。11M18 共發行了 183 個項目，平均發行規模分別為 1.8 億美元。在承銷商方面，在 11M18，10 大承銷商中有 7 家中資投資銀行，反映中資投資銀行在 IPO 市場上持續維持市場地位。

與前幾年金融股主導 IPO 市場的趨勢相反，香港 IPO 市場在 11M18 的行業組合變得更加多元化。例如，前 4 大行業是工業，科技，非必需消費品和金融業，分別佔 11M18 IPO 集資額的 25%、24%、20% 和 18%。

特別是，科技股的集資額佔比從 2017 年的 4% 增加到 11M18 的 24%。我們認為，這部分是受惠於同股不同權股票的引入。總體而言，科技股 IPO 的平均規模為 4.3 億美元，遠高於非科技股的 1.6 億美元。

展望未來，我們預計未來 1 - 2 年內科技將成為香港 IPO 市場的主要貢獻者，而技術/新經濟股應繼續從目前的水平上升。

展望未來，我們預期科技/新經濟股將維持高速增長，尤其更多科技/新經濟初創企業在經過數年的成長後達到港交所的上市要求。

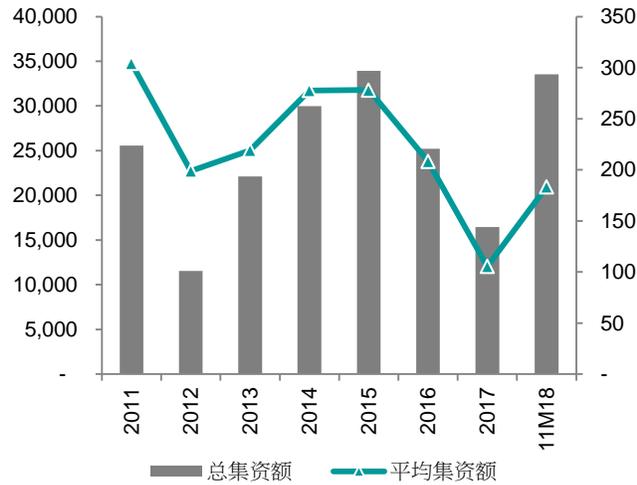
圖 1: 11M18 香港 IPO 市場

行業	總集資額 (百萬美元)	平均集資額 (百萬美元)
工業	8,479	202
科技	8,171	430
非必需消費	7,029	126
金融	6,203	230
醫療保健	2,275	253
材料	1,175	147
其他	1,206	55

來源: 彭博、農銀國際證券

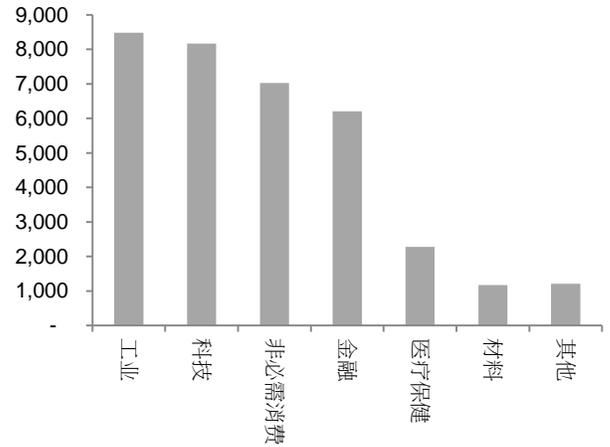


圖 2: 香港 IPO 市場 (百萬美元)



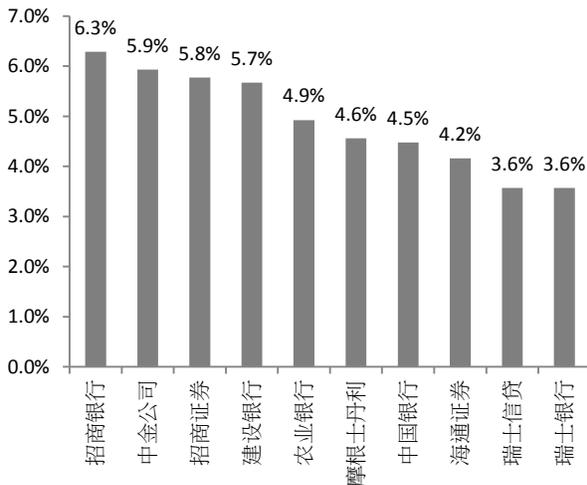
來源: 彭博、農銀國際證券

圖 3: 香港 IPO 集資額行業分佈 (11M18, 百萬美元)



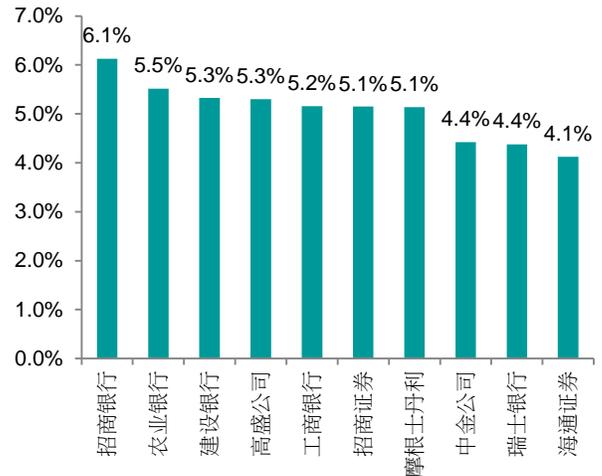
來源: 彭博、農銀國際證券

圖 4: 主要承銷商市場份額 (2017)



來源: 彭博、農銀國際證券

圖 5: 主要承銷商市場份額 (11M18)



來源: 彭博、農銀國際證券



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED



行業展望

農銀證券分析師



正面

中國銀行業 – 行業基本面穩步向好，差異化越趨明顯

歐宇恒

主要數據		行業表現(相對於 MSCI 中國指數)	絕對值 (%)	相對值 (%)
2019 年市盈率均值(x)	4.62	1 個月	2.08	1.30
2019 年市淨率均值(x)	0.57	3 個月	(0.02)	8.04
2019 年股息率均值 (%)	5.44	6 個月	(14.98)	7.46
來源:彭博、農銀國際證券預測		來源:彭博、農銀國際證券		

1 年股價表現(%)	
HSMBI	~25%
MXCN	~15%

MXCN=MSCI 中國指數；HSMBI=恒生中國內地銀行指數
來源: 彭博、農銀國際證券

行業體現高適應性，差異化越趨明顯。中國銀行業在過去多番體現對政策及經營環境變化的高度適應性。自去年 19 大以來，相關機構不斷重申支持實體經濟，三農，普惠金融及民營企業的政策方向。與此同時，監管機構在不同場合亦一再強調對避免金融系統性風險的高度重視。我們因此判斷，儘管未來出台的政策在針對性及成效上將更為明顯，其對行業造成的衝擊將會是可控的。在過去的幾個季度中，我們注意到不同銀行種類(大型銀行，股份制銀行和地區性銀行)之間的差異化越來越大。其中，大型銀行對政策和宏觀風險的抵禦能力明顯較強，基本面在 9M18 穩步改善，在 3Q18 淨手續費收入增長更見反彈信號。各股份制銀行之間的特色變得更明顯，在總體基本面改善的情況下，財務數據反映個別銀行的優缺點。地區性銀行的基本面則最受政策風險影響，增長速度較快的地區性銀行意味著其資本將面對更大需求，同時個別銀行的地理位置很大程度影響其業績。

強勁貸款需求及流動性改善保持淨息差穩定。在政策強調降低社會融資成本的前提下，我們預計 2018 年將再有一次定向降准，而在 2019 年則會出現 3 次定向降准。這將進一步從供應方強化銀行系統的流動性，卻同時提高投資者對中國經濟風險的憂慮。傳統銀行貸款將繼續在 2019 至 2020 年成為社會融資規模的核心部分，尤其在我們預期政策方向將繼續收緊其他融資渠道下。據中國人民銀行數據，10M18 新增貸款總額為 13.84 萬億元，預期 2018 年總新增貸款有望達到 15.5 萬億元，其中貸款增長勢頭在 2H18 明顯加快。另一方面，平均貸款利率在 3Q18 環比下降 3 個基點至 5.94%，這意味著在降低社會融資成本的政策方向下，實際效果已經開始浮現，可以預期未來幾個季度平均貸款利率將繼續溫和下降。我們的基本情景假設預期基準利率在 2018 - 19 年保持不變。同樣地，3Q18 貸款定價高於基準利率佔比環比下降 1.48 個百分點至 73.76%。儘管市場利率正在逐步下降，我們預期強勁的貸款需求及充裕的流動性環境將有助銀行抵銷淨息差上的壓力。據中銀保監數據，行業平均淨息差從 2Q18 的 2.12% 上升至 3Q18 的 2.15%，推動行業淨利潤同比增長 4.9%。我們預期行業平均淨息差將在 4Q18 至 4Q19 間按季保持環比持平或輕微擴闊 1 至 5 個基點。

風險緩衝能力成為更重要的資產質量指標。隨著銀行積極處理不良貸款，行業平均不良貸款率在 1Q16 至 3Q18 穩定在 1.74%-1.87% 的水平。按銀行分類，大型銀行，股份制銀行及農村商業銀行的不良貸款率在 3Q18 環比保持穩定，而城市商業銀行則出現較大壓力，其不良貸款率在 3Q18 環比上升 10 個基點。除非環球因素導致中國的經濟出現未能預期的系統性影響，否則我們可以大膽預測行業平均不良率在 3Q18 後將繼續保持穩定。由於銀行對不良貸款的處置手段影響了不良率的客觀性，單看不良率已經不能反映實際的資產質量情況，取而代之我們認為投資者應更重視銀行的風險緩衝能力指標，包括撥備率和撥備覆蓋率，因其可以真實反映個別銀行對未來不確定性的抵禦能力。截至 2018 年 9 月底，行業平均撥備率和撥備覆蓋率逐步提高至 3.38% 和 180.73%。注意到大部份銀行明顯在過去幾個季度間積極提升風險緩衝能力，作為應對潛在風險的預先準備。特別是對於大型銀行和股份制銀行而言，其平均撥備率在

3Q18 環比增長 2 個基點和 11 個基點，而平均撥備覆蓋率則環比分別上升 2.47 個百分點和 11.68 個百分點。我們預期這兩項指標將在 2H18 至 2019 年繼續加強。

長線展望

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

短線展望

雖然我們認為政策風險長遠能優化行業經營環境，但對於政策推出的時間表與細節的可預測性偏低必然會為行業帶來短期衝擊。這對於政策抵禦性較弱的地區性銀行而言更為明顯。注意到投資者近期的風險偏好有下降趨勢，對政策風險亦變得更加敏感。另一方面，穩定的股息收益率有望成為追捧穩定收益投資者的短期買入原因。根據我們早前在 2018 年 9 月 20 日的一份行業報告中分析，大型銀行 2019 年股息收益率接近 7% 將是一個極具防守性的買入點。

股票推薦

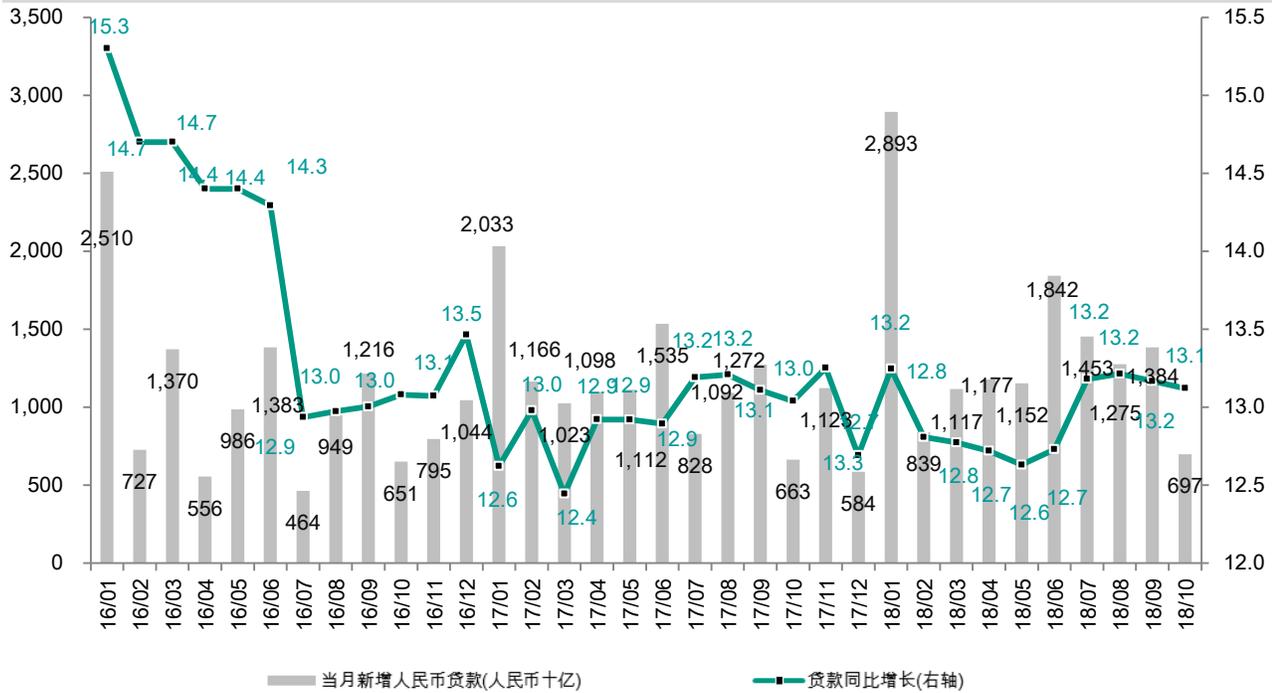
基於現時銀行板塊估值正處於較低水平及其逐步改善的基本面，我們維持看好中國銀行業。我們尤其偏好大銀行較穩定的股息收益率及其業務多元化對政策風險的抵禦性及高適應性。其中**農業銀行(1288 HK)**是我們的行業首選，因其在行業中領先的風險緩衝能力，穩步向好的基本面及其受國策支持的三農競爭優勢。此外，我們也喜歡**建設銀行(939 HK)**一貫的審慎態度和高度的業務多元化。而鑒於離岸業務有較大貢獻，在境內與境內外利差進一步擴大時，**中國銀行(3988 HK)**將成為 H 股銀行中的主要得益者。在股份制銀行中，我們認為**招商銀行(3968 HK)**以基本因素看最為優質，儘管其估值在行業中相對較高且與大銀行相比所受的政策壓力略大。

而資產負債表相對較小的地區性銀行，其高度的運營靈活性亦往往放大了宏觀因素與政策風險的影響。鑒於監管機構減慢了 A 股銀行 IPO 的審批速度，增長速度較快的地區性銀行或將面對較大的資本壓力，因而需要探索其他資本補充方案。但其較低的日均成交量仍然是這類股票的一個主要問題。

風險因素

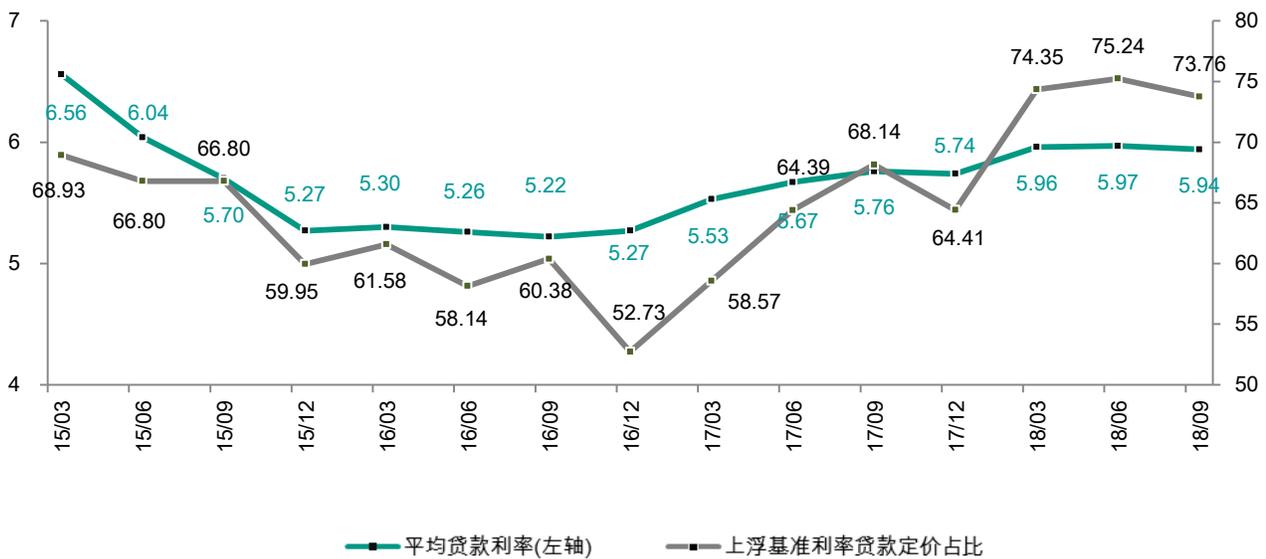
1) 在強監管和政策主導的環境下發生政策方向出現急劇變化; 2) 來自非銀行金融機構的競爭加劇; 3) 特定區域的資產質量快速嚴重惡化; 4) 貸款需求急劇下降; 5) 對新業務和個別快速增長業務的政策風險提高

圖 1: 每月新增貸款(10 億元)與同比增長(%)

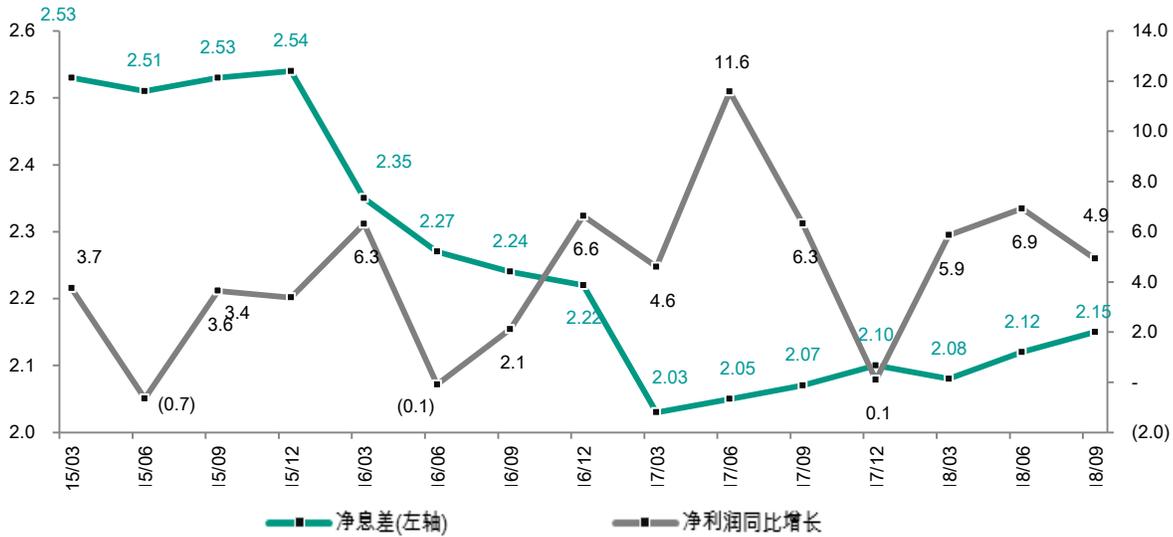


來源：中國人民銀行、農銀國際證券

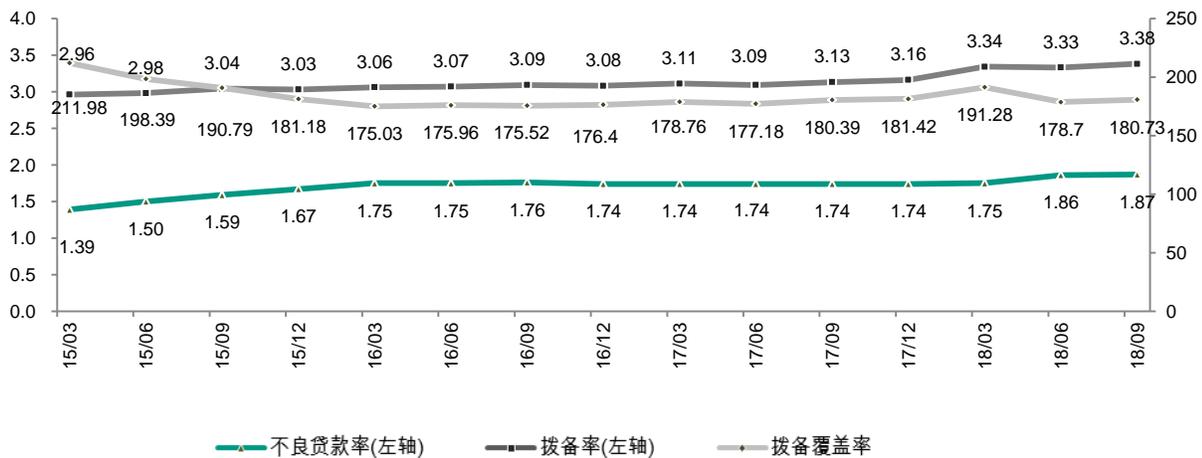
圖 2: 平均貸款收益率與上浮於基準利率貸款定價的比例(%)



來源：中國人民銀行、農銀國際證券

圖 3: 行業平均淨息差與行業淨利潤同比增長率(%)


來源：中銀保監、農銀國際證券

圖 4: 主要資產質量指標(%)


來源：中銀保監、農銀國際證券

圖表 5: 行業首選 (截至 2018 年 11 月 30 日)

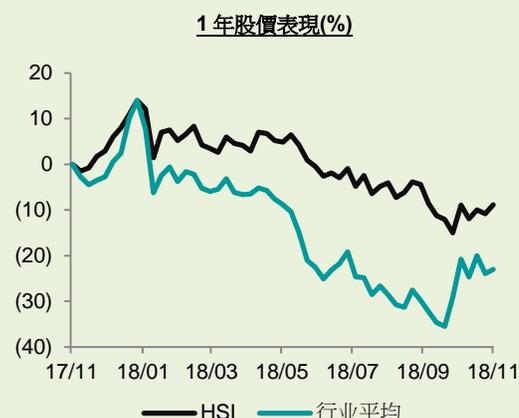
公司名称	代码	评级	目标价 (港元)	上升空间 (%)	FY18E 市盈率(x)	FY19E 市盈率(x)	FY18E 市账率(x)	FY19E 市账率(x)	FY18E 股息率 (%)	FY19E 股息率 (%)
农业银行	1288 HK	买入	5.28	49.15	5.13	4.67	0.71	0.64	5.85	6.49
建设银行	939 HK	买入	9.48	42.13	5.53	5.13	0.77	0.70	5.52	5.86

來源：彭博、農銀國際證券預測

中性 中國證券業 - 困難重重 周秀成

主要數據	行業表現(相對於恒指)	絕對值 (%)	相對值 (%)
2019 年市盈率均值(x)	11.6	1 個月	3.8
2019 年市淨率均值(x)	0.8	3 個月	5.8
2019 年股息率均值 (%)	2.9	6 個月	(17.3)
			(4.2)
來源: 彭博、農銀國際證券預測	來源: 彭博、農銀國際證券		

- 我們認為在 A 股下跌，成交量和兩融餘額均衡下滑的情況下，短期行業前景仍然困難
- 從積極的方面來看，這種充滿挑戰的經營環境可能促使政府在不久的將來實施更多的政策支持
- 由於低迷的商業環境可能阻礙股東的回報，我們對行業持中性立場



HSI=恒生指數

來源: 彭博、農銀國際證券

行業經營環境困難。 在 10M18, A 股日均成交量為人民幣 3,830 億，同比下跌 17%。兩融餘額從 2017 年底的 1.02 萬億下降至 2018 年 10 月末的 0.77 萬億。此外，滬深 300 指數在恒指 10M18 下跌 23%，而 2017 年則上升 22%。我們認為，這種疲弱的商業環境應該會影響券商近期的盈利前景。

投資銀行受影響較小。 從積極的方面來看，直接融資(公司債券和非金融企業的股權融資，不包括地方政府特殊債券)在 9M18 佔經濟總融資的 12%，高於 2017 年的 6%，表明其在最近幾個月逐步復蘇。這一改善主要得益於公司債券淨融資從 2017 年的低基數回升。

政策支持。 我們認為，目前充滿挑戰的經營環境可能促使政府實施額外的行業支持措施。例如，政府最近宣佈決定在將在上海證券交易所設立科創板並試點註冊制，支持上海國際金融中心和科技創新中心建設，不斷完善資本市場基礎制度。中國證券業協會最近公佈，11 家證券公司達成意向出資超過 210 億元設立母資管計劃，作為引導資金支持各家證券公司分別設立若干子資管計劃，吸引銀行、保險、國有企業和政府平臺等資金投資，形成 1,000 億元總規模的資管計劃，專項用於幫助有發展前景的上市公司紓解股權質押困難。此外，政府發佈支持上市公司回購股份措施，以拓寬回購資金來源、簡化實施程序，鼓勵上市公司實施股權激勵或員工持股計劃。

對行業改革的承諾。 儘管近期行業週期性低迷，我們仍然認為政府仍致力於進行行業改革。總體而言，政府將通過發展多元化，多層次的資本市場來增加直接融資對經濟的貢獻。它還旨在促進產品創新，如高收益債券，混合融資等。我們認為，這些發展將有利於投資銀行業務。總體而言，直接融資僅佔 9M18 經濟總融資的 12%，大大低於美國的水平(2015 年為 50%)，這意味著增長空間充足。

行業前景。 總體而言，我們預計 2018 年剩餘時間 A 股日均成交量將穩定在 3000 億元左右，這意味著 2018 年 A 股日均成交量全年同比下降約 20%。2019 年，我們保守估計同比增長 5%。我們還預計兩融餘額將在 2018 年剩餘時間內保持在約人民幣 7,700 億的水平，然後在 2019 年整體上小幅上升至約人民幣 8,100 億。

股票推薦

我們維持對行業的中性立場。在各券商股中，中信建投仍是我們的首選，因為它近年來在整個市場週期中表現出強勁的 ROAE(平均權益回報率)。



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

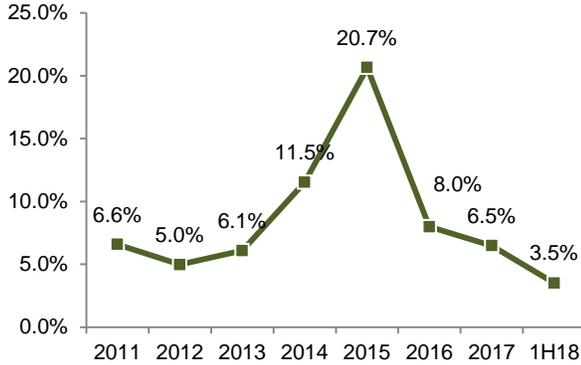
ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED

風險因素

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

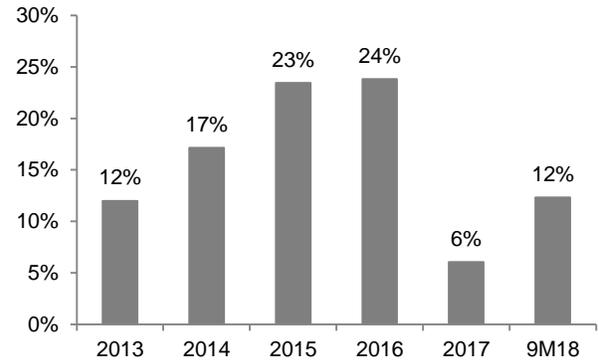


圖 1:行業平均權益回報率



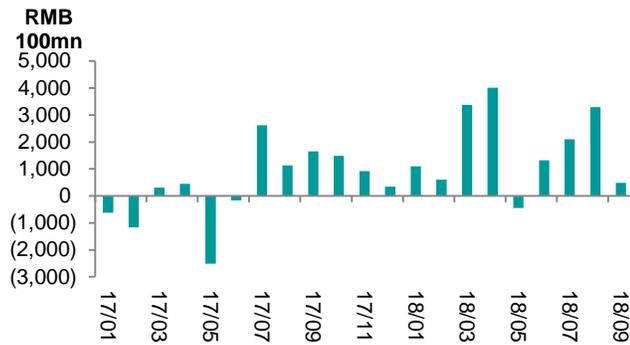
來源：中國證券業協會，農銀國際證券

圖 2:直接融資佔總融資的百分比



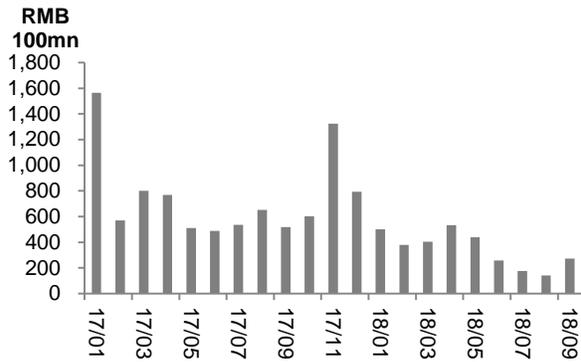
來源：中國人民銀行，農銀國際證券

圖 3:企業債券淨融資量



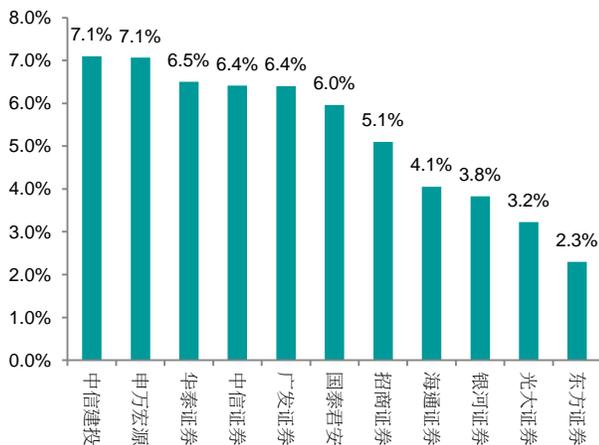
來源：中國人民銀行、農銀國際證券

圖 4:非金融企業境內股票融資



來源：中國人民銀行、農銀國際證券

圖表 5: 年度化 ROAE (9M18)



來源：公司、農銀國際證券

圖表 6: ROAE (2017)



來源：公司、農銀國際證券



圖表 7: 行業首選 (截至 2018 年 11 月 30 日)

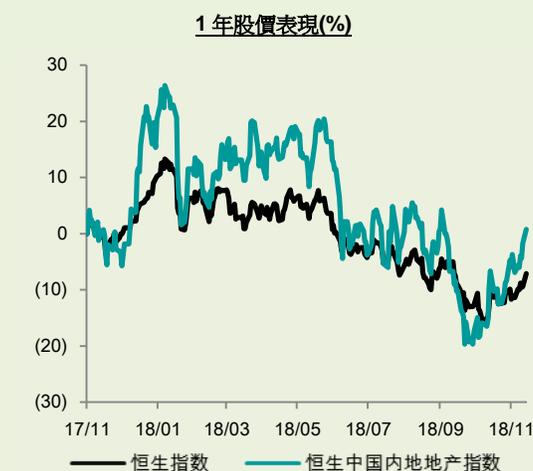
公司名稱	代碼	評級	目標價 (港元)	上升空間 (%)	FY18E 市 盈率(x)	FY19E 市盈率(x)	FY18E 市賬率(x)	FY19E 市賬率(x)	FY18E 股息率 (%)	FY19E 股息率 (%)
中信建投	6066 HK	買入	7.6	55%	9.8	8.4	0.7	0.7	3.8	2.8

來源：彭博、農銀國際證券預測

正面 中國房地產業 – 物業管理公司將有較好表現 董耀基

主要數據	行業表現(相對於恒生數指)	絕對值 (%)	相對值 (%)
2019 年市盈率均值(x)	4.96	1 個月	17.30
2019 年市淨率均值(x)	0.89	3 個月	(6.82)
2019 年股息率均值 (%)	8.21	6 個月	(0.55)
來源:彭博、農銀國際證券預測		來源:彭博、農銀國際證券	

- ▶ 上市開發商的 10M18 合約銷售額維持穩定增長，同比增長 31%，但我們對發債融資成本上升持謹慎態度
- ▶ 我們認為調控政策不太可能在 2019 年放鬆。一二線城市的房價將保持平穩，而 3/4 級城市可能會下降約 5%
- ▶ 利率上升對物業管理板塊有利，因為其龐大的淨現金餘額將產生可觀的利息收入
- ▶ 國企開發商中國海外發展(688 HK)和金茂(817 HK)是我們在中國開發商中的首選，因為其融資成本低於同業。雅生活(3319 HK)是我們在物業管理領域的首選，因為其在管面積增長率和利潤率明顯高於同業



行業前景

■ 內地開發商:

融資成本的上升趨勢仍在繼續。中國人民銀行於 10 月 7 日宣佈將大多數商業銀行的存款準備金率下調 1 個百分點; 儘管如此, 我們認為降准所釋放的資金不會轉移到房地產行業。隨著限購和限貸等調控措施的持續生效, 銀行在向開發商提供貸款和批准個人房貸時依然謹慎。根據 **rong360** 的最新數據, 2018 年 8 月首套房貸的平均利率為 5.69%, 相當於 1.161 倍的基準利率, 環比上漲 5 個基點或同比上漲 57 個基點。根據我們對在香港上市的 20 家主要開發商的統計數據, 平均借貸成本從 2017 年的 6.1% 上升至 1H18 的 6.5%。2018 年的存款準備金率下調對扭轉房地產利率上升趨勢的影響有限。我們預計 2019 年將會有更多的存款準備金率下調, 但對房地產行業的影響將十分輕微。

債券收益率變得極具吸引力, 可能導致股票市場資金轉移。隨著近期發行的美元債券票面利率明顯增加, 再融資擔憂正在提升。10 至 11 月期間, 中國恒大(3333 HK)發行 18 億美元離岸優先票據, 票面利率高達 11.0-13.75%; 一些中小型股開發商, 如合景泰富(1813 HK)和雅居樂(3383 HK), 也以 9.5-9.85% 的票面利率發行離岸美元債券, 這反映了高負債開發商對離岸債務再融資的壓力。由於債券收益率變得有吸引力, 鑒於目前股市的波動, 股票投資者可能轉向債券投資。特別是碧桂園(2007 HK), 恒大和融創(1918 HK)等大型開發商的債券收益率已達 8.0-11.1%, 與時代(1233)、奧園(3883 HK)和雅居樂等中小型企業的債券收益率相距不遠。對於謹慎的投資者而言, 較大的開發商發行的債券可能是比股票更好的投資選擇。

儘管經濟放緩, 但政策不太可能放鬆。最近房貸利息扣稅可能會給房地產行業帶來一些緩解, 但這並不是政策放鬆的標誌。根據國家統計局的房地產價格數據, 10 月份 70 個城市中有 65 個城市新房價格環比增加。價格上漲意味著限購和限價等調控措施不太可能被取消。根據我們的估計, 調控措施持續加上經濟放緩將使 2019 年新房銷售同比下降 5%。一線/二線城市的房地產價格將保持平穩, 而 3/4 線城市的房價可能會下降約 5%。通過增加市場份額, 香港上市開發商的合約銷售額將在 2019 年持平。

■ 物業管理公司:

對非業主增值業務感到擔憂。 物業管理公司的增值業務的利潤率高於傳統的物業管理業務。市場偏好針對業主(居民)的增值業務多於非業主(主要為開發商)增值業務。雅生活 1H18 來自非業主增值業務(例如房地產代理, 銷售協助服務和交付前的房屋檢查等)的收入佔總收入 41%, 其市盈率為 11.8 倍 2019 年預測市盈率, 遠低於綠城服務(2869 HK)的 17.3 倍 2019E 市盈率(非業主增值業務佔 1H18 收入: 13.7%)。我們認為針對開發商的非業主增值業務風險較大, 因為: 1)業務與房地產預售表現高度相關, 由於對利率環境和調控措施敏感, 因此使業務具有高度週期性; 2)關聯方交易金額可能會增加, 因為大多數此類服務是提供給母公司開發商的。可是我們認為, 市場亦忽視了非業主增值服務的好處, 其中包括 1)與第 3 方開發商建立更好合作關係, 有可能帶來第三方管理面積的增加; 2)從管理項目中獲得大量潛在購房者, 帶來地產代理業務相關收入。

社保改革帶來了更多的並購機會。 由於管理公司通常難以提高管理費率, 因此勞動力成本上升是投資者的另一大擔憂。將於 2019 年 1 月 1 日生效的社保改革規定, 徵收資金的權力將合併到稅務部門, 以填補漏報漏洞。許多中小型物業管理公司根據最低工資而非實際工資支付社會保障金, 這表明勞動力成本會隨著支付規則的加強執行而提升。成本上升可能會給小型企業帶來壓力, 這為資本實力強和合規性較高的上市物業管理公司提供了收購機會。

在沒有計算並購的情況下, 通過母公司開發商或第三方的新項目, 我們估計上市物業管理公司 2019E 平均管理面積增長將同比上升 30%。

股票推薦

■ 內地開發商:

國有企業開發商更安全。 鑒於該行業的利率上升和再融資風險正在加大, 我們認為國有企業股價將有較好表現, 因其債券和銀行借貸利率低於私人開發商。我們的內地開發商首選是中國海外(688 HK)和金茂(817 HK)。

■ 物業管理公司:

雅生活(3319 HK)是我們物業管理公司的首選。 我們偏愛雅生活, 因其管理面積增長迅速, 高於同行的利潤率和大量的淨現金餘額。于 1H18, 受惠于高利潤率的增值業務所帶動, 雅生活的淨利潤率高達 23.6%, 同比上升 7.4 個百分點, 為同業中最高。隨著利潤率的提高和合約總建築面積的增加, 我們預計 2019 年雅生活的淨利潤同比增長率最高, 為 150%, 而基同業同比增幅估計約為 30%-81%。

風險因素

■ 內地開發商:

1) 債券發行的融資成本上升; 2)政策進一步收緊政策; 3)中美貿易戰導致的貨幣波動及外匯風險

■ 物業管理公司:

1)物業管理子公司與母公司開發商之間的大量關聯方交易; 2)新項目過份依賴股東; 3)由於並購增加導致的潛在利潤率下降

圖 1: 10M18 主要上市開發商合同銷售表現

		10M18				2018			
		金額 人民幣 10 億	同比 %	面積 000 平米	同比 %	均價 人民幣/平米	同比 %	目標 人民幣	目標完成率 %
1	金茂	102.7	146%	3,574	103%	28,723	21%	120	85.5%
2	中國奧園	67.5	125%	6,419	117%	10,521	3%	73	92.5%
3	世茂	136.0	73%	8,279	77%	16,431	-2%	140	97.2%
4	龍光	59.9	72%	3,343	68%	17,912	2%	70	85.5%
5	合景泰富	53.1	67%	3,096	67%	17,161	0%	65	81.7%
6	華潤置地	175.7	56%	9,822	34%	17,887	17%	183	96.0%
7	時代	47.7	51%	2,866	39%	16,632	8%	55	86.7%
8	融創	371.3	49%	24,241	69%	15,317	-12%	450	82.5%
9	遠洋	82.3	48%	3,830	32%	21,485	12%	100	82.3%
10	富力	95.7	45%	7,331	43%	13,048	1%	130	73.6%
11	保利	334.8	41%	22,357	31%	14,974	7%	na	na
12	越秀	43.9	37%	2,069	12%	21,217	22%	55	79.8%
13	首創置業	48.1	27%	1,928	1%	24,927	26%	75	64.1%
14	碧桂園	611.6	26%	65,071	22%	9,398	3%	na	na
15	中國海外	250.9	25%	13,617	10%	18,426	14%	290	86.5%
16	禹洲	40.2	24%	2,611	38%	15,384	-10%	60	67.0%
17	雅居樂	78.5	23%	6,054	14%	12,969	8%	110	71.4%
18	恒大	501.9	19%	47,618	12%	10,539	6%	550	91.2%
19	龍湖地產	164.1	17%	10,131	11%	16,200	5%	200	82.1%
20	萬科	485.6	12%	32,435	11%	14,972	1%	na	na
21	綠城	71.6	-13%	2,930	-14%	24,437	2%	110	65.1%
22	深控	7.0	-34%	371	-27%	18,857	-9%	20	35.0%

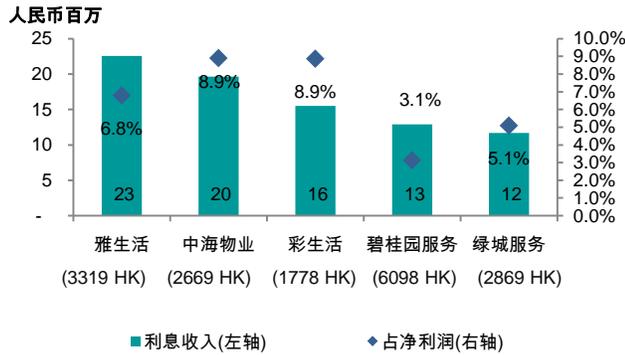
* 港元

來源: 公司數據、港交所、農銀國際證券

圖 2: 近期內地開發商美金債發行

月份	公司	金額 百萬美元	到期日	票據利率
2018 年 10 月	恒大 (3333 HK)	1,800	2020-2023	11-13.75%
2018 年 11 月	合景泰富(1813 HK)	400	2020	9.85%
2018 年 11 月	雅居樂(3383 HK)	400	2020	9.50%
2018 年 11 月	時代(1233 HK)	300	2020	10.95%

來源: 彭博、農銀國際證券

圖 3: 利息收入佔淨利潤比例 (1H18)


來源: 公司數據、農銀國際證券

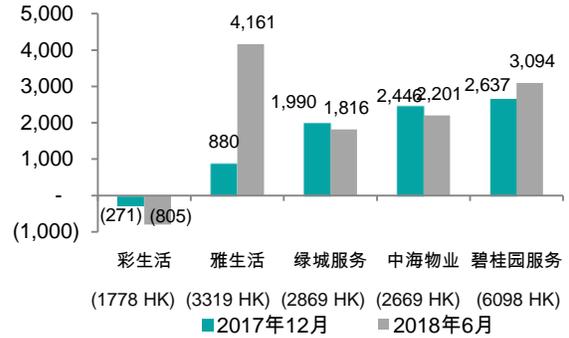
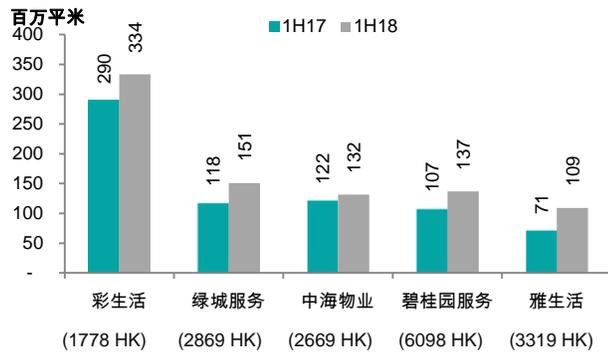
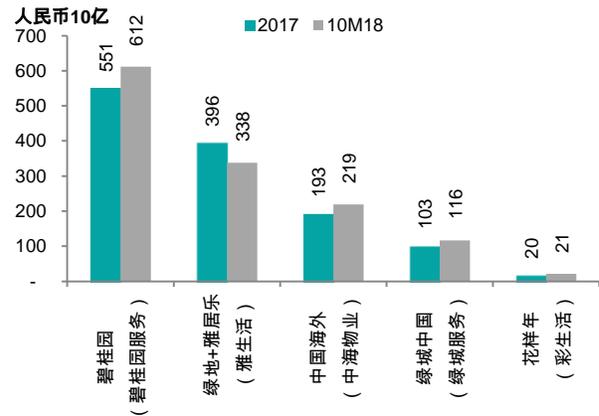
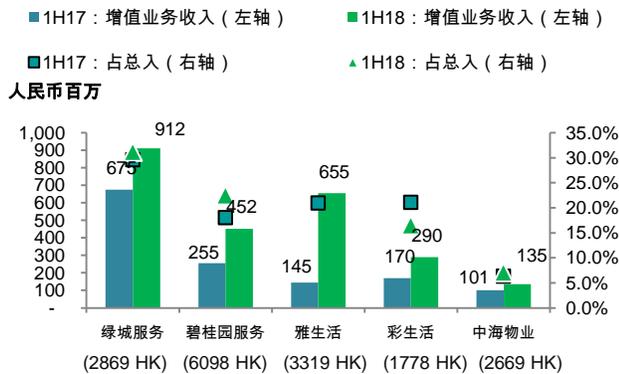
圖 4: 淨現金/(淨負債)水平 (人民幣百萬)

 * 中海物業數字為港幣
 來源: 公司數據、農銀國際證券

圖 5: 物業管理公司在管面積


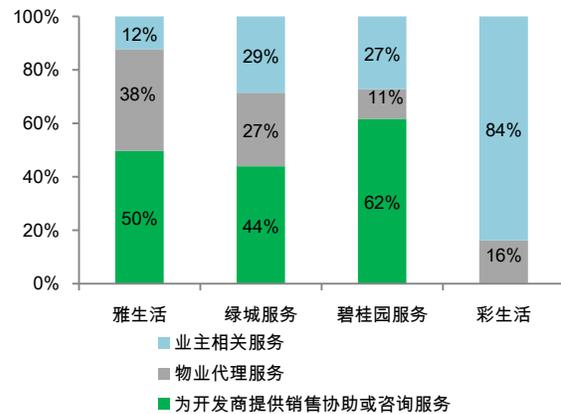
來源: 公司數據 農銀國際證券

圖 6: 物業管理公司的母公司/主要股東的預售


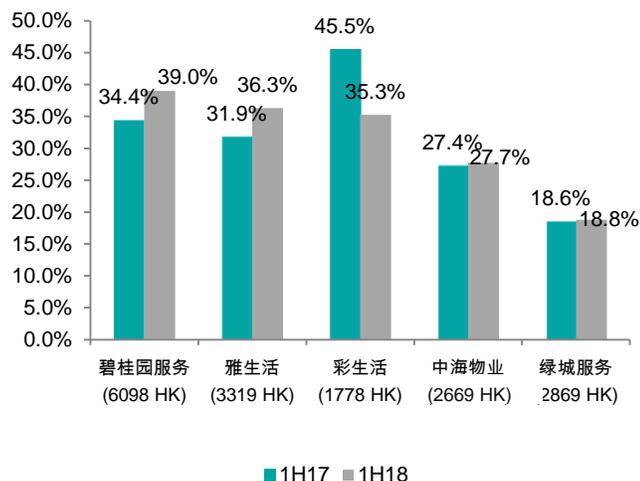
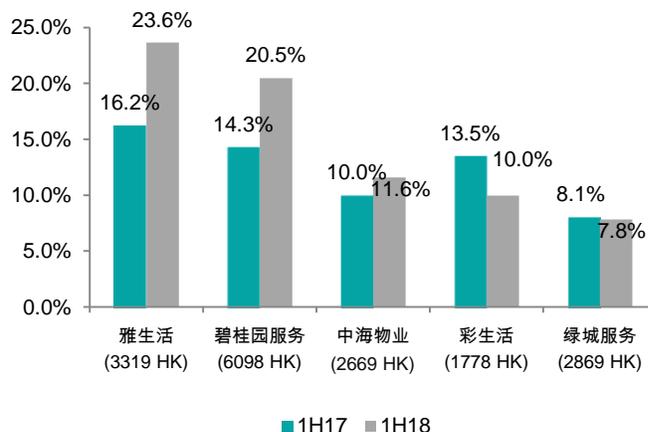
來源: 公司數據、農銀國際證券

圖 7: 物業管理公司的增值服務收入


來源: 公司數據、農銀國際證券

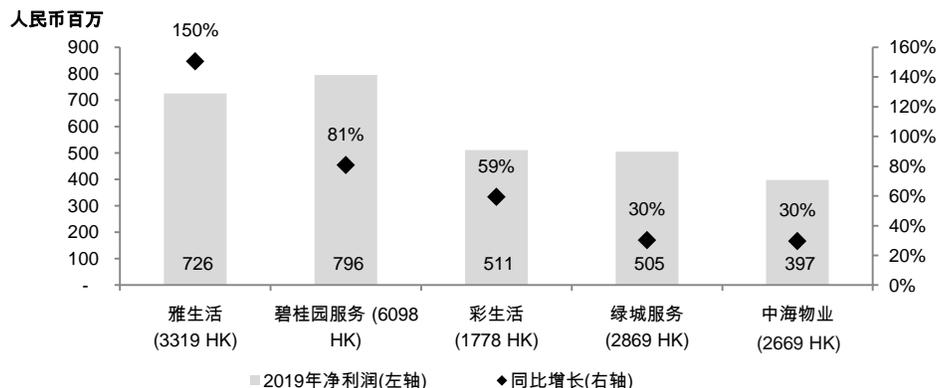
圖 8: 物業管理公司的增值服務收入分成


來源: 公司數據、農銀國際證券

圖 9: 物業管理公司的毛利率

圖 10: 物業管理公司的淨利潤率


來源: 公司數據、農銀國際證券

來源: 公司數據、農銀國際證券

圖 11: 上市物業管理公司 2019E 淨利潤及同比增長


*農銀國際證券預測: 雅生活; 彭博: 碧桂園服務、彩生活、綠城服務、中海物業

來源: 彭博、農銀國際證券預測

圖 12: 行業首選 (截至 2018 年 11 月 30 日)

公司名稱	代碼	評級	目標價 (港元)	上升空間 (%)	FY18E 市盈率(x)	FY19E 市盈率(x)	FY18E 市賬率(x)	FY19E 市賬率(x)	FY18E 股息率 (%)	FY19E 股息率 (%)
雅生活	3319	買入	18.60	81.3	17.4	11.8	2.26	1.98	1.64	2.42
中國海外	688	買入	34.90	27.8	9.6	7.8	1.04	0.94	2.82	3.48
金茂	817	買入	6.40	70.7	9.1	6.8	1.13	1.03	4.42	5.88

來源: 彭博、農銀國際證券預測

正面
中國替代能源行業 – 風電運營商將受益於強勁的現金流
吳景荃

主要數據	行業表現 (相對於國企指數)	絕對值 (%)	相對值 (%)
2019 年市盈率均值(x)	5.87	1 個月	8.37
2019 年市淨率均值(x)	0.66	3 個月	(6.77)
2019 年股息率均值 (%)	4.49	6 個月	(22.33)
來源: 彭博、農銀國際證券預測		來源: 彭博、農銀國際證券	

1 年股價表現(%)	
行業平均	國企指數



來源: 彭博、農銀國際證券

- 隨著國家能源結構從火力發電轉向更環保的替代能源，中國的風電和核電發電量可能在 2017 - 2020 年以 11%/14% 的年均複合增長率增長
- **龍源電力(916 HK)** 是我們風電行業的首選，因為其優質資產有利於提高利用小時和產生更強的現金流。**中廣核電力(1816 HK)** 是我們核電行業的首選，基於其在中國核電行業的領先地位和主要資產位於經濟活躍的廣東省地區

全國核電和風電發電量在 10M18 同比增長 15%/23%。根據中國電力企業聯合會(CEC)的數據，2018 年 10 月份中國全國核電和風電發電量同比增長 25.1% 及 8.5%，而 10M18 數據分別同比增長 15.0% 和 23.1%。鑒於全國整體發電量在 10 月份同比增長僅 4.8%，10M18 數據同比增長 7.2%，核電和風電發電量強勁增長表明中國政府推動替代能源的努力有相當的成效。

中國的風電發電量可能在 2017 - 2020 年達到 11% 的年均複合增長率。中國政府很可能會繼續培育風電產業，並使其成為未來的重要能源。根據中國電力企業聯合會的數據，中國 2018 年 1-10 月累計風電發電量同比增長 23.1%，是所有能源增長率最高的(第 2 位是核電，同比增長 15.0%)。我們認為這一趨勢將持續下去，因為政府已於 2016 年 12 月公佈“十三五可再生能源計劃”，並表示目標在 2020 年風電發電量達 4,200 億千瓦時，這暗示將從 2017 年的 3,060 億千瓦時增長 37%，或者是 2017 - 2020 年的複合年增長率為 11%。我們相信這應該為風電運營商提供進一步發展的好機會。

中國的核電發電量應保持強勁增長，並可能在 2017 - 2020 年期間實現 14% 的年均複合增長率。根據中國電力企業聯合會和國家能源局(NEA)的數據，在過去 10 年(2007-2017)，中國全國核電發電量增長了 300%，從 2007 年的 620 億千瓦時增加到 2017 年的 2,480 億千瓦時，期內年均複合增長率高達 15%。此外，10M18 全國核電發電量同比增長 15.0%，表明中國對核電的強勁需求依然存在。儘管沒有具體的核電發電量目標，但我們認為中國核電裝機容量將有強勁增長，加上利用小時數的提升，將使核電發電量在 2020 年底達到 3,660 億千瓦時，預示 2017 - 2020 年的年均複合增長率為 14%。

中國風電運營商將轉變為現金牛的公用事業股。中國的大多數風電運營商正在進行去杠杆化，這使得他們在未來幾年內的資本開支計劃變得更謹慎。受益於較少的資本支出，風電運營商可能會在未來幾年內錄得強勁的自由現金流。針對當前股票市場的波動，投資者正在尋求能夠提供穩定現金股息以及未來盈利預測確定性較高的現金牛。我們認為，擁有優質資產和較高利用小時數的風電運營商在當前形勢下應該受益最多。



長期展望

我們認為，隨著中國政府旨在減少空氣污染並減少對傳統燃煤發電的依賴，核電和風電將在未來 3 年內實現強勁增長。核電由於其高穩定性和低發電成本，中國政府的目標是將這種能源提升為全國的主要替代能源，而且其發電量在 2017 年佔總體發電量只有 4.0%，而其他發達國家則佔總能源結構的 30% 左右，因此發展空間較大。風電發電量也應該像核電一樣有較快增長，因為 2017 年風電發電量僅佔整體能源結構的 4.3%，仍有上升的空間。

對於替代能源行業的挑戰，我們認為核電的挑戰應該來自 1)。潛在的疲弱電力需求可能會阻礙發展 2)。日常運營中的安全問題或災害情況。對於風電，我們認為挑戰應主要集中於潛在的疲弱的電力需求。

短期展望

風電運營商：我們認為高應收賬款應該是關鍵的憂慮。由於目前中國地方政府的資金短缺和高負債率，政府可能難以向風電運營商支付補貼，這可能對風電運營商的現金流造成影響。

核電運營商：公眾對發電安全性問題的關注應該是核電的主要風險。2011 年日本的福島核電事故仍舊會引起公眾對核電使用安全水平的關注。任何核電運行事故都將會阻礙核電運營商的未來發展。

股價催化劑：在當前波動的股票市場裡，我們認為投資者現在喜歡具有高盈利可見度以及有強勁現金流的公用事業股票，因此，風電運營商應該在短期內受益最多。對核電運營商而言，鑒於中國政府尚未公佈新的核電站建設計劃，這使得裝機容量增長的可見度變得不明確，任何新核電站批准的公告都應該成為核電運營商的股價催化劑。

股票推薦

■ 風電運營商：

龍源電力(916 HK)是我們風電運營商的首選。我們認為，由於基數較低(2017 年風電容量/產出僅佔全國能源的 9%/ 4%)，整個風電行業應該會繼續經歷強勁的裝機容量增長。然而，由於去杠杆化和降低風電價格的下調，我們認為一些較為進取型的風電運營商可能會受到影響，因為他們的自由現金流不足可能導致破產，我們建議投資者應關注具有優質資產的運營商，它們應該會有更高的利用率和更強勁的現金流，如中國龍源電力(916 HK)。我們認為從長遠來看，風電運營商可能會成為公用事業股票，因為現金流量有所改善，應該有助他們價值重估。

■ 核電運營商：

中廣核電力(1816 HK)是我們核電運營商的首選。中廣核電力(CGN)是香港股票市場裡上市的唯一核電運營商，而且按照裝機容量規模計算，是中國最大的核電運營商。我們認為公司應成為中國政府近期批准的任何新核電站建設的主要受益者，因為它控制著 60% 左右的中國現有核電裝機容量。此外，中廣核現有運營能力的 60% 以上位於廣東省，這是中國經濟最具活力的地區，表明中廣核的利用小時數應高於其他同業，而且現金流更好。

風險因素

■ 風電運營商：

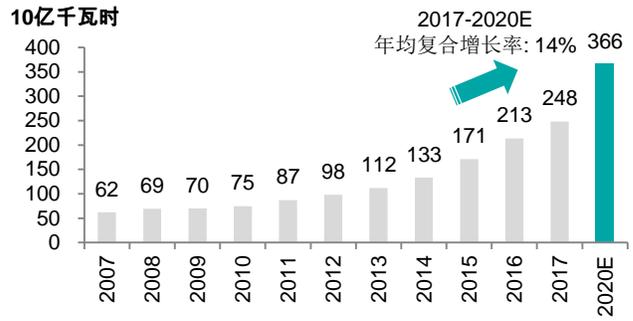
1)棄風限電風險；2)風資源風險；3)電價下調風險；4)建造風險；5)融資風險 6)政府對去杠杆化的政策可能會限制未來的增長。

■ 核電運營商：

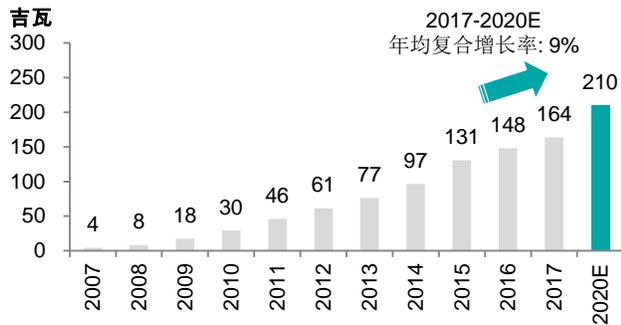
1)操作安全風險；2)建造風險；3)燃料成本風險；4)電價下調風險；5)貨幣和利率風險；6)為未來並購融資的籌款活動。

圖表 1: 中國風電發電量的展望

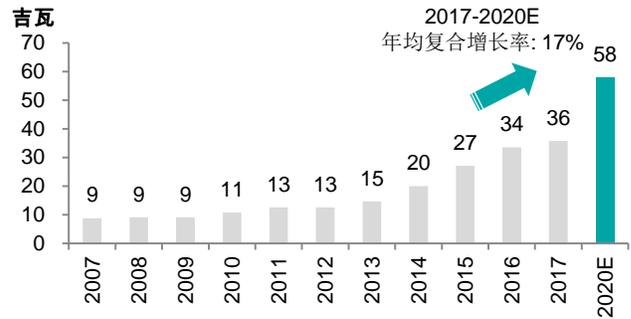

來源：發改委、農銀國際證券預測

圖表 2: 中國核電發電量的展望


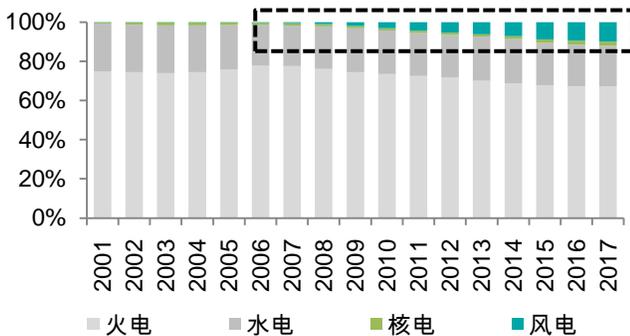
來源：能源局、農銀國際證券預測

圖表 3: 中國風電裝機容量展望


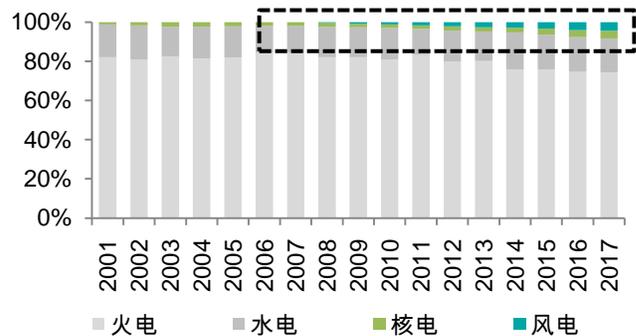
來源：能源局、農銀國際證券預測

圖表 4: 中國核電裝機容量的展望：未來幾年應會錄得強勁的增長


來源：能源局、農銀國際證券預測

圖表 5: 風電和核電的裝機容量在中國的能源結構的佔比仍有很大的上升空間


來源：能源局、農銀國際證券

圖表 6: 中國的風電和核電的發電量仍維持強勁的上升趨勢


來源：能源局、農銀國際證券



圖表 7: 行業首選 (截至 2018 年 11 月 30 日)

公司名稱	代碼	評級	目標價 (港元)	上升空間 (%)	FY18E 市盈率(x)	FY19E 市盈率(x)	FY18E 市賬率(x)	FY19E 市賬率(x)	FY18E 股息率 (%)	FY19E 股息率 (%)
龍源電力	916 HK	買入	8.40	36.59	9.55	8.23	0.90	0.83	2.09	2.43
中廣核電力	1816 HK	買入	2.70	39.18	8.70	7.69	1.11	1.01	3.47	3.92

來源：彭博、農銀國際證券預測

正面 中國環保業 - 專注於市場贏家 吳景荃

主要數據		行業表現 (相對於 國企指數)	
		絕對值 (%)	相對值 (%)
2019 年市盈率均值(x)	8.29	1 個月	7.91 3.14
2019 年市淨率均值(x)	1.26	3 個月	(3.35) (1.01)
2019 年股息率均值 (%)	3.34	6 個月	(15.03) (3.39)
來源:彭博、農銀國際證券預測		來源:彭博、農銀國際證券	

- 增加線上線下(O2O)活動將提高人均固體廢物產量並刺激對焚燒服務的需求
- 城市地區相對較低的滲透率將支持垃圾焚燒行業的增長。2016 - 2020 年, 城市地區焚燒垃圾量的年均複合增長率將達到 18%
- 全國污水處理量在 2016 - 2020 年將有 5% 的年均複合增長率
- 北控水務(371 HK)是中國污水處理行業的首選, 因其在中國擁有最大的運營能力, 而且盈利能力比同行更高



來源:彭博、農銀國際證券

增加 O2O 活動應提高人均產生的固體廢物量並刺激對垃圾焚燒服務的需求。 中國人均城市生活垃圾產量從 2003 年到 2013 年保持下降趨勢, 2003 年為 1.44 千克/天, 2013 年為 1.11 千克/天, 相當於期內年均複合增長率下降 2.6%。然而, 情況在 2013 年之後發生了變化, 從 2013 年底的 1.11 千克/天升至 2016 年底的 1.17 千克/天, 相當於期內年均複合增長率達 1.8%。我們認為人均固體垃圾的增加應該與全國範圍內線上線下(O2O)活動的增加有關。根據艾瑞諮詢的數據, 中國的 O2O 銷售額從 2013 年的 1.9 萬億元人民幣增長至 2016 年的 4.7 萬億元人民幣, 表明 2013 - 2016 年的複合年均複合增長率為 35%, 這是對固體垃圾產生的主要推動力。我們預計, 在全國範圍內 O2O 業務強勁增長的情況下, 人均固體垃圾產量將保持上升趨勢, 2016 - 2020 年該數據應實現 0.3% 的年均複合增長率增長。

相對較低的滲透率應為垃圾焚燒服務提供商的業務增長留出空間。 根據住房和城鄉建設部(MOHURD)的數據, 中國的垃圾焚燒處理率很低, 特別是在內陸省份。2016 年, 只有江蘇省通過焚燒處理的住宅固體垃圾達到 70% 以上; 僅有 5 個省(浙江, 安徽, 福建, 雲南和海南)的垃圾焚燒率達到 50%-70%; 15 個省的焚燒率低於 30%。鑒於中國政府的目標是到 2020 年底將全國焚燒率提高到 50%, 我們認為未來幾年垃圾焚燒設施應繼續保持強勁增長。此外, 焚燒運營商應該會開始進入內陸省份做進一步發展。

城市地區垃圾焚燒量在 2016 - 2020 年期間有望實現 18% 的複合年增長率。 隨著城鎮化率的上升, 人均固體垃圾產量的增長以及政府增加城市地區固體垃圾焚燒比例的目標, 我們認為城市地區垃圾焚燒處理量應保持穩健增長。根據住房和城鄉建設部的數據及發展及改革委員會的預測, 在 2016 - 2020 年期間, 隨著城市人口年均複合增長率達到 3.8%, 人均固體垃圾年均複合增長率增加 0.3%, 而固體垃圾焚燒佔總處理量的比例預計會由 2016 年底的 31% 上升到 2020 年底的 50%, 我們預計城市地區經焚燒處理的固體垃圾應該從 2016 年的 8,000 萬噸增加到 2020 年的 1.55 億噸, 這預示將有 94% 的上漲, 或者是在這 4 年內錄得強勁的 18% 年均複合增長率。我們相信這應該為焚化運營商的發展提供充足的空間。



城鎮化的推進仍然是污水處理行業的主要推動力，但滲透率較高。我們認為，城鎮化率的提高應該繼續推高城市人口增長，因此刺激對污水處理服務的需求。根據國家發展和改革委員會(NDRC)的估計，到2020年中國的城鎮化率將達到60%，高於2016年底的57%。國務院估計，到2020年底，全國總人口將至少達到14.5億，這意味著未來幾年將有7700萬人遷移到城市地區。我們相信這一大趨勢將繼續推動對污水處理服務的需求。然而，城市污水處理設施的高滲透率或令污水處理運營商通過並購實現增長。根據住房和城鄉建設部的數據，截至2016年底，城市污水處理率達到92%，接近2020年底中國政府95%的目標。我們相信污水處理運營商將通過加大並購和提高運營管理質量以獲得市場份額

全國污水處理量應在2016 - 2020年錄得5%的年均複合增長率。隨著城鎮化率和人均廢水產量的增加，待處理的城市污水量將在未來幾年內增長。根據住房和城鄉建設部和國家發改委的數據，假設到2020年年底城鎮化率為60%，廢水處理率為95%，人均產生的廢水在2016 - 2020年期間將以每年0.9%的速度增長(人均產生的廢水量在2006 - 2016年錄得每年0.7%的增長率)，廢水處理總量將達到650億噸，比2016年底(530億噸)廢水處理量增加23%，或2016 - 2020年的年均複合增長率為5%。

城市污水處理的高滲透率表明我們應該選擇贏家。根據住房和城鄉建設部的統計，只有2個省(青海，海南)的廢水處理率低於80%。23個省的城市污水處理率為80%-95%，6個省超過95%。城市地區的高滲透率意味著運營商會選擇通過收購或進入農村地區進行擴張。我們認為擁有大型運營能力和高盈利能力的市場領導者將具有優勢。

長期展望

我們認為中國的城市化是一個大趨勢，可能有助於提升中國對垃圾焚燒和污水處理服務的需求。對於垃圾焚燒行業，鑒於城市地區的滲透率(通過焚燒處理的固體垃圾佔總處理量)現在相對較低(2016年約為31%)，我們認為城市地區人口和土地價格的上漲應該有助於該行業繼續保持穩健增長，未來幾年應能維持中雙位數的增幅。對於污水處理行業，由於滲透率較高(2016年約為92%)，未來幾年的未來增長率應保持在個位數左右。

短期展望

垃圾焚燒運營商將受益於城鎮化率的提高和人均固體廢物的增加，城市地區的固體廢物焚燒量將在明年保持強勁增長。

對於污水處理運營商而言，更多的重點將放在建設 - 運營 - 轉移(BOT)項目而非工程，採購和建設(EPC)項目上，因為BOT具有更高的利潤率和更強的現金流。通過公私合作夥伴關係(PPP)商業模式籌集資金在短期內不太可能增加。

股票推薦

■ 污水處理運營商：

北控水務(BEW, 371 HK)是我們污水處理行業的首選。北控水務是中國最大的污水處理運營商(2017年運營能力為1170萬噸/日);此外，它在2017年同業中的ROAE(平均權益回報率)最高(北控水務為20%，同行平均值為11%)。而且北控水務作為國有企業的背景將有利於公司取得項目。

風險因素

■ 垃圾焚燒運營商：

1)產能增長低於預期; 2)違約風險; 3)政策風險; 4)維護成本激增; 5)公眾抵抗焚燒爐建設

■ 污水處理運營商：

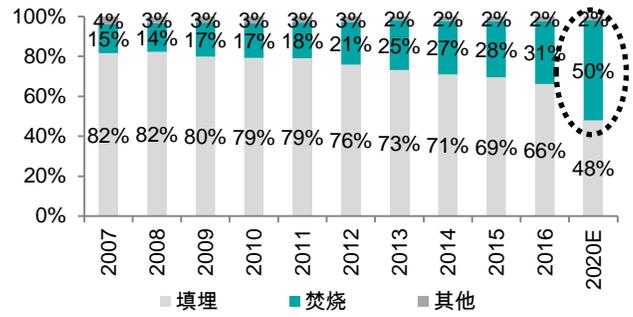
1)產能增長低於預期; 2)違約風險; 3)政策風險; 4)淨負債率高; 5)負現金流量。

圖 1: 線上線下(O2O)活動的增加將刺激人均產生的固體廢物量



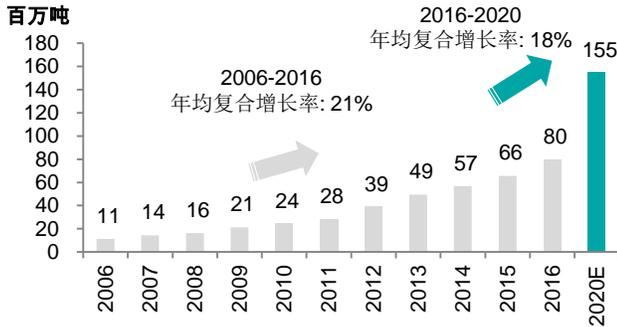
來源: 住房和城鄉建設部、農銀國際證券預測

圖 2: 中國將在 2020 年增加垃圾焚燒的比例



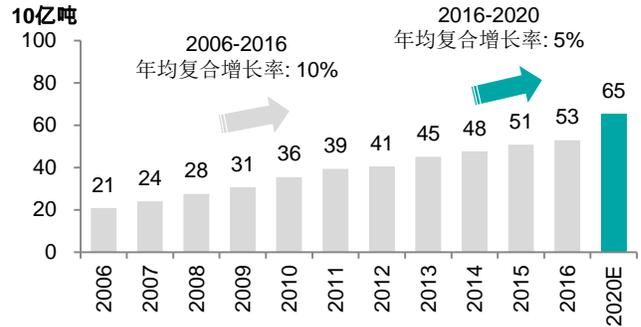
來源: 發改委、農銀國際證券

圖 3: 城市地區的垃圾焚燒量將在 2016 - 2020 年實現強勁增長



來源: 住房和城鄉建設部、發改委、農銀國際證券預測

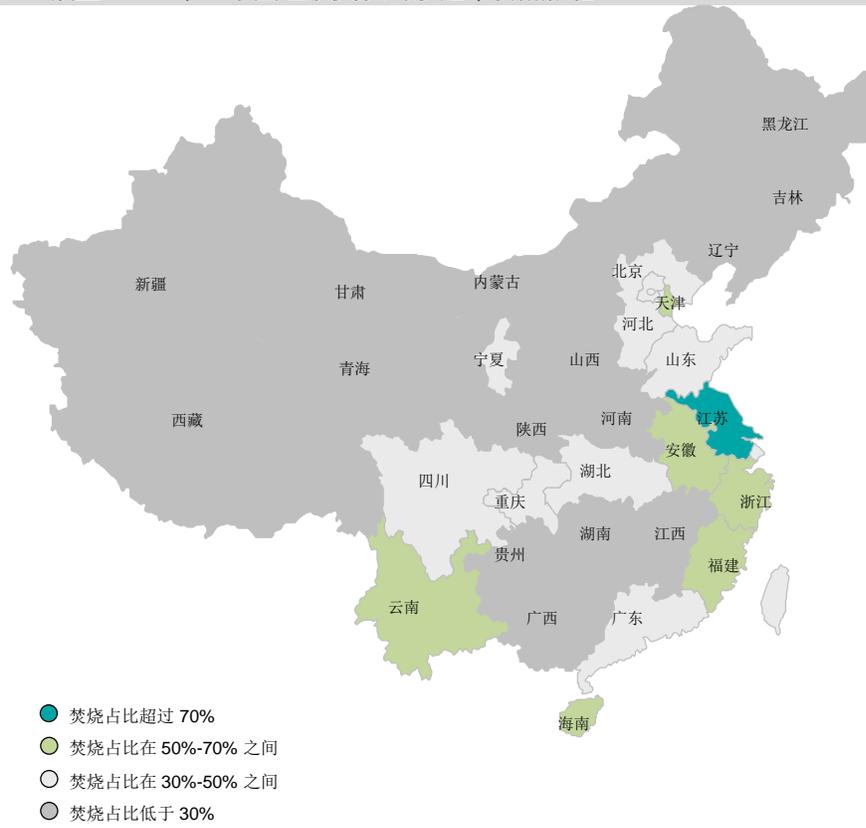
圖 4: 2016 - 2020 年全國污水處理量將以 5% 的年均複合增長率增長



來源: 住房和城鄉建設部、發改委、農銀國際證券預測



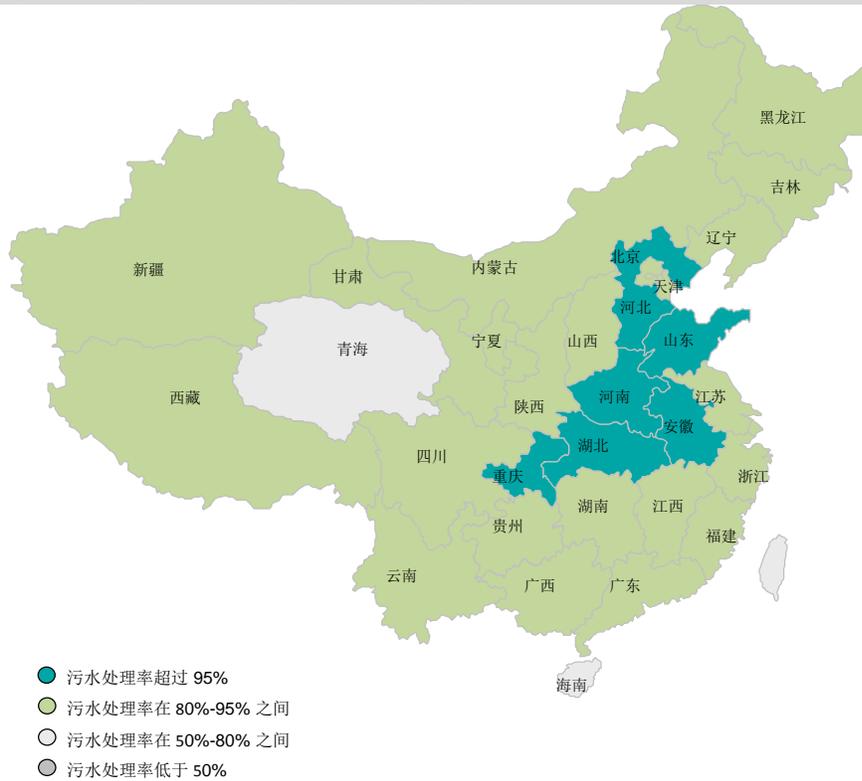
圖表 5: 截至 2016 年，中國垃圾焚燒的滲透率仍然很低



來源：住房和城鄉建設部、農銀國際證券



圖 6: 截至 2016 年，中國的污水處理滲透率相對較高



來源：住房和城鄉建設部，農銀國際證券

圖表 7: 行業首選 (截至 2018 年 11 月 30 日)

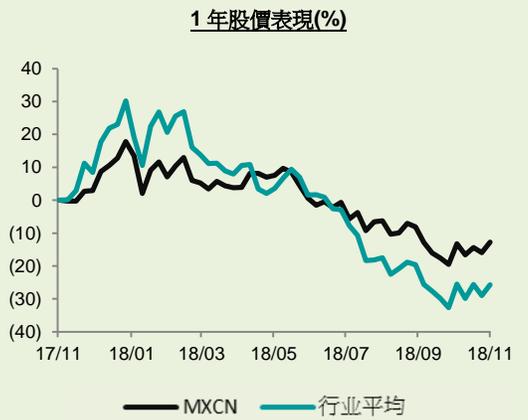
公司名稱	代碼	評級	目標價 (港元)	上升空間 (%)	FY18E 市盈率(x)	FY19E 市盈率(x)	FY18E 市賬率(x)	FY19E 市賬率(x)	FY18E 股息率 (%)	FY19E 股息率 (%)
北控水務	371 HK	持有	5.00	10.37	8.97	8.19	1.62	1.45	3.34	3.67

來源：彭博、農銀國際證券預測

正面 中國互聯網行業 – 擇優而投 周秀成

主要數據		行業表現(相對於 MSCI 中國指數)	絕對值 (%)	相對值 (%)
2019 年市盈率均值(x)	23.4	1 個月	1.5	0.8
2019 年市淨率均值(x)	3.7	3 個月	(7.5)	(6.1)
2019 年股息率均值 (%)	0.7	6 個月	(25.5)	(18.9)
來源:彭博、農銀國際證券預測		來源:彭博、農銀國際證券		

1 年股價表現(%)	
MXCN	行業平均



MXCN=MSCI 中國指數
來源:彭博、農銀國際證券

- 我們認為在短視頻的興起減少了用戶花在其他形式在線娛樂包括在線遊戲的時間佔比
- 在線銷售增長勢頭有所放緩，但阿里巴巴所受的影響低於京東 我們繼續視阿里巴巴為行業首選

競爭用戶時間。根據極光，每個移動用戶在 3Q18 平均安裝 50 個移動應用，比 3Q17 的 34 個大幅上升。我們認為這意味著移動應用競爭用戶時間已經加劇。此外，用戶在移動應用上的時間可能變得更加分散，令到互聯網平臺更難維持用戶粘性。

短視頻的興起影響了其他形式在線娛樂。根據 QuestMobile，移動用戶花在短視頻上的時間佔比從 2017 年 6 月的 2.0% 增加到 2018 年 9 月的 8.8%。另一方面，用戶在其他在線娛樂如新聞、長視頻、即時戰略遊戲等的時間佔比則相應下降

在線遊戲面臨各種不利因素。根據工信部，互聯網遊戲的增長勢頭自 4 月以來已經減弱，收入增長從 1Q18 的 33.2% (同比) 下降到 2018 年 9 月的負值。我們認為，目前的弱勢勢頭將持續到 2019 年。我們認為目前嚴格的監管環境將不可避免地擾亂遊戲開發商的新遊戲計劃，從而進一步降低在線遊戲作為一種在線娛樂形式的整體吸引力。因此，這可以進一步促使用戶花更多時間在其他新興形式的在線娛樂上，例如短視頻。

網上購物 - 好壞參半。根據國家統計局，中國實物商品的網上銷售在 10M18 同比增長 25.5%，佔同期零售總額的 17.5%。但是，實物商品在線銷售增長勢頭自 3Q18 以來有所放緩，反映出宏觀環境疲弱。儘管宏觀環境疲弱，但在財務表現方面，阿里巴巴所受的影響仍低於京東。例如，阿里巴巴在最近幾個季度的收入增長一直高於京東，這意味著其市場份額持續增長。

股票推薦

我們繼續視阿里巴巴為行業首選。總的來說，我們認為在線購物所受的挑戰較在線遊戲少。此外，儘管宏觀環境疲弱，阿里巴巴所受的影響低於京東。雖然阿里巴巴的近期利潤率可能會受到新零售業務影響，但我們認為目前估值部份反映了這種擔憂。

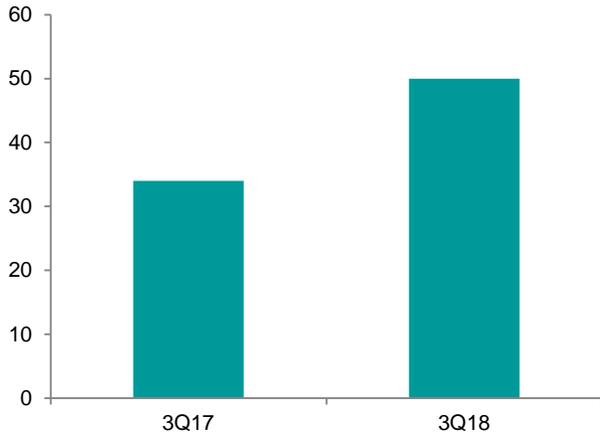
對於騰訊，我們認為由於在線遊戲的持續監管以及短視頻平臺的挑戰，可能會減少用戶在線遊戲所花費的時間，因此短期內缺乏積極的催化劑。



風險因素

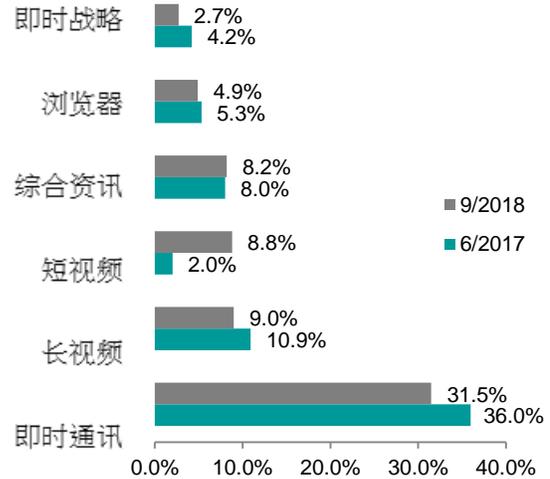
- 1) 互聯網金融/手機遊戲/網上支付的監管加強;
- 2) 面書和穀歌等主要外國競爭對手進入中國市場;
- 3) 電子商務和互聯網金融業務放緩;
- 4) 手機遊戲的生命週期。

圖 1: 移動用戶平均安裝移動應用數量



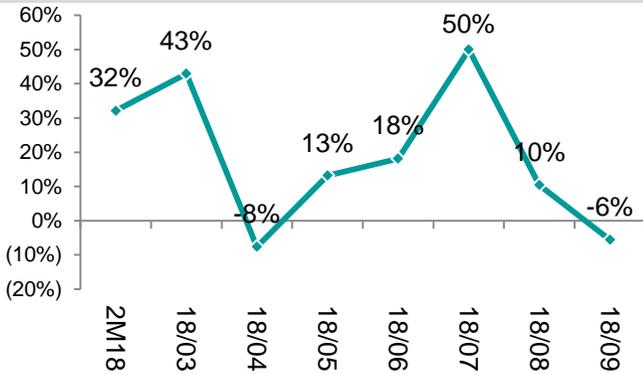
來源：極光，農銀國際證券

圖 2: 移動用戶移動應用時間佔比



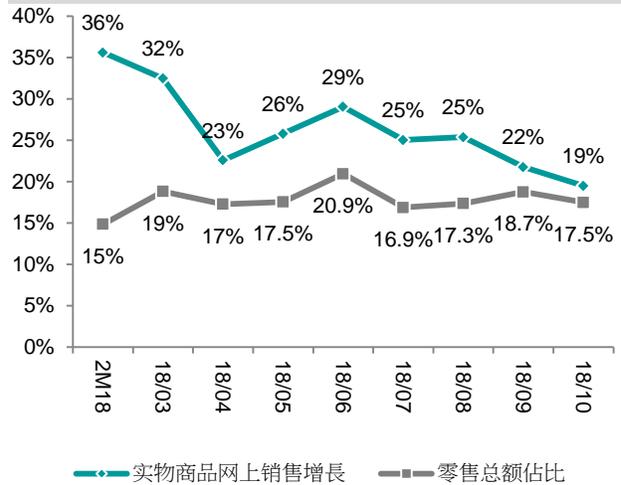
來源：Quesetmobile，農銀國際證券

圖表 3: 互聯網遊戲收入增長



來源：工信部，農銀國際證券

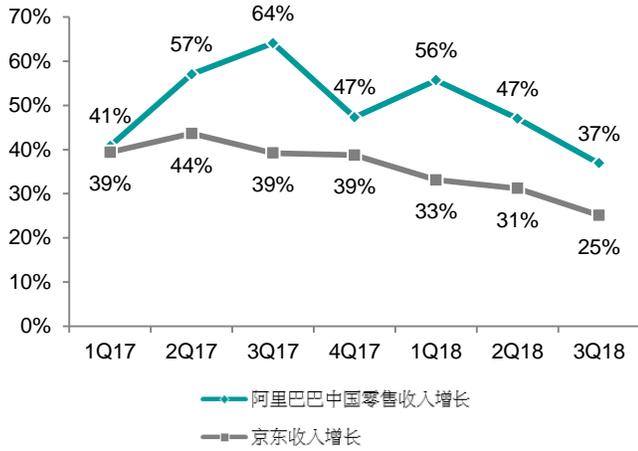
圖表 4: 中國實物商品網上銷售



來源：國家統計局，農銀國際證券

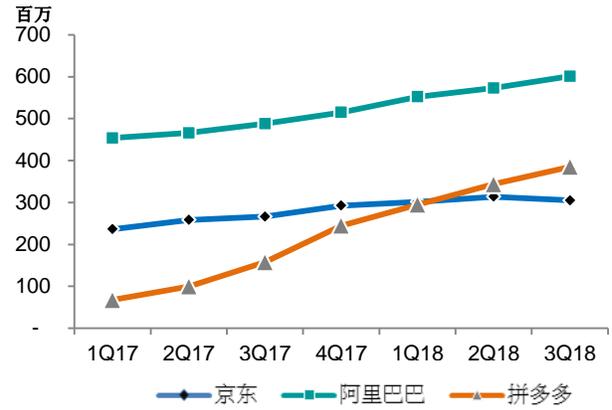


圖表 5: 收入增長 - 阿里巴巴及京東



來源：工信部，農銀國際證券

圖表 6: 年度用戶比較



來源：國家統計局，農銀國際證券

圖表 7: 行業首選 (截至 2018 年 11 月 30 日)

公司名稱	代碼	評級	目標價 (港元)	上升空間 (%)	FY18E 市盈率(x)	FY19E 市盈率(x)	FY18E 市賬率(x)	FY19E 市賬率(x)	FY18E 股息率 (%)	FY19E 股息率 (%)
阿里巴巴	BABA US	買入	183	14	31.6	24.5	6.1	5.0	-	-

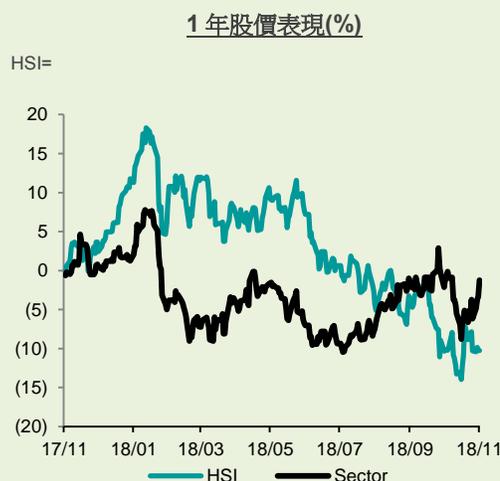
來源：彭博、農銀國際證券預測

正面 中國電信業 - 5G 網絡的新增長動力

黎柏堅

主要數據	行業表現(相對於 恒生指數)	絕對值 (%)	相對值 (%)
2019 年市盈率均值(x)	14.9	1 個月	(7.0)
2019 年市淨率均值(x)	1.1	3 個月	3.6
2019 年股息率均值 (%)	1.8	6 個月	(1.7)
			12.4
來源:彭博、農銀國際證券預測	來源:彭博、農銀國際證券		

- 我們預計 2019 年中國有線寬帶市場將保持穩定增長，因網絡速度和 IPTV 利用率將更高
- 4G 電信網絡覆蓋範圍的擴大將推動對電信塔的需求。此外，電信運營商需要更密集的基站網絡來支持 5G 網絡的發展
- 我們的行業首選是中國移動(941 HK)，因公司有較高的股息收益率及良好的資產負債表狀況。隨著有線業務的快速增長，將有利集團在電信行業的發展



中國 4G 用戶普及率在 2019 年將達 78.5% 及 2020 年將達 82.0%。根據工信部的數據，由於數據服務和增值服務需求的增加，電信運營商的移動業務在 10M18 佔電信總收入的 70.4%。2018 年 10 月中國移動用戶達到 15.5 億，同比增長 10.7%。受電信運營商推出無限數據包的影響，2018 年 10 月中國移動互聯網用戶總數突破 13 億，佔移動用戶總數的 83.8%。據工信部統計，截至 2018 年 10 月，4G 用戶達到 11.6 億，佔中國移動用戶總數的 74.8%。2017 年中國聯通通過與互聯網公司合作，發行了數量最多的數據卡。雖然數據卡的推廣促進了公司用戶的增長，但影響了移動 ARPU。2018 年 10 月每位用戶的平均移動數據達到 5.66GB，同比增長 151%。由於低端用戶(從 2G / 3G 平台到 4G)的遷移，雙 SIM 卡智能手機的推出以及較低的移動服務資費，我們預計 4G 普及率將進一步提升。

根據工信部的數據，到 2020 年 4G 網絡覆蓋率將達到 98%。10M18 中國的電信總收入同比增長 2.7%。整體電信數據用量同比增長 139.8%。截至 2018 年 10 月傳輸速度達到 100M 以上的有線寬帶用戶佔總用戶數達到 60%。中國移動在 2018 年 10 月超越中國電信成為國內最大的有線寬帶服務供應商，因中國移動推出相對較低的服務費，中國移動在有線寬帶市場取得了強勁增長。

2018 年 10 月中國移動、中國聯通和中國電信的市場份額分別為 61.0%/ 18.8%/ 20.2%。我們預計 2019 年中國有線寬帶市場將保持穩定增長，網絡速度和 IPTV 的利用率將上升。截至 2018 年 10 月，中國移動(941 HK)、中國聯通(762 HK)和中國電信(728 HK)的 4G 普及率分別為 75.9%/ 69.0% / 79.4%。中國電信擁有最高的 4G 用戶普及率，因公司把 800MHz 頻率應用在 4G 網絡上以加強網絡覆蓋。根據工信部的統計，2018 年 10 月有線寬帶用戶達到 4.0 億，而光纖到戶用戶數達到 3.59 億，佔有線用戶總數的 89.8%。由於 4K 電視、網絡遊戲和高清視頻內容的需求，截至 2018 年 10 月，中國的 IPTV 用戶達到了 1.51 億。

長線展望

我們預計 2019 年電信運營商對 5G 網絡發展的資本支出將上升，因需要建設更多的基站和廣泛的光纖網絡覆蓋。由於更好的傳輸速度和低延遲率，預計 5G 網絡的商業發佈將推動數據使用量。數據使用量的增加將有助於減輕手機數據資費下降的影響。電信運營商正在降低手機補貼等的運營費用，提高利潤率，以緩解移動服務資費下降的影響。電信運營商已經推出了各種增值服務、IPTV 和視頻內容，以改善用戶體驗並提高利用率。我們 2019 年預計中國的有線寬帶市場將以溫和的步伐增長。



4G 電信網絡覆蓋範圍的擴大將推動對電信塔的需求。此外，由於 5G 頻譜遠高於 4G 網絡，電信運營商將需要更密集的基站網絡來支持 5G 網絡的發展。因此，我們預計中國鐵塔(788 HK)的租賃比率將從 2017 年的 1.44 上升至 2020 年的 1.52。

短線展望

電信運營商在 2018 年 7 月取消了國內數據漫遊資費，並計劃在 2018 年全年將手機服務資費降低 30%，影響了電信運營商的 ARPU。服務資費的下降將可推動移動數據的使用量和用戶的增長。預計中國雙卡智能手機的普及將推動移動用戶的增長。基於強勁的數據使用率和適度的移動用戶增長(3.4%)，我們預計 2019 年移動服務收入將出現適度增長，但部分收益將被移動服務資費降低所抵消。

預期國內到 2020 年 4G 網絡將覆蓋 98%的人口，電信鐵塔的需求將在短期內上升，電信運營商將提升資本開支。鐵塔收費率的下降可鼓勵電信運營商擴大 4G 網絡的覆蓋範圍，從而促進國內 4G 用戶的增長。

股票推薦

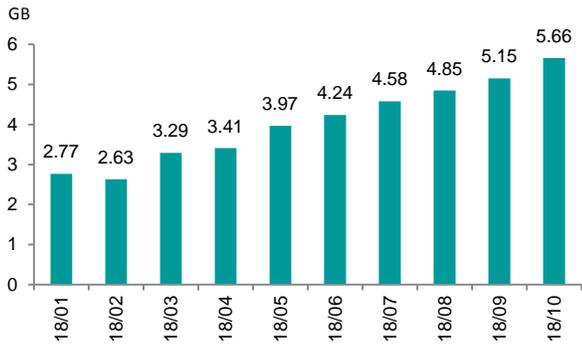
中國移動(941 HK)是我們的行業首選，基於其在移動業務中的主導地位，有線網絡的快速增長。截至 2018 年 10 月，中國移動的移動業務市場份額達 61.0%，這得益於其網絡優勢、覆蓋更廣、更高的客戶忠誠度。我們預測移動數據的使用將維持 2018 年的強勁增長(同比增長 150%)。數據流量的增長將有助於抵消部分移動數據服務資費下降帶來的負面影響。中國移動在 10M18 顯示強勁的有線寬帶用戶增長，中國移動更超越中國電信成為中國最大的有線寬帶服務提供商。由於更好的網絡覆蓋和有效的服務套餐，我們預計 2019 年中國移動的用戶增長和數據收入將有所改善。公司的目標價為 83.0 港元，相當於 12.3 倍/ 12.0 倍 2019 / 2020 的預測中國移動市盈率。

風險因素

1)行業進一步推行提速降費; 2)用戶飽和; 3)市場競爭加劇可能導致價格戰



圖 1: 中國每月平均數據使用量



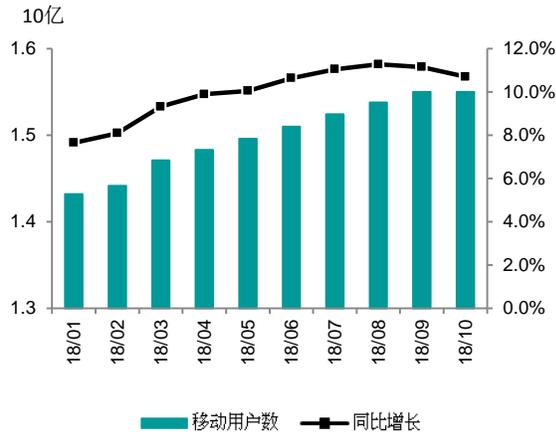
來源：工信部、農銀國際證券

圖 2: 中國的移動基站



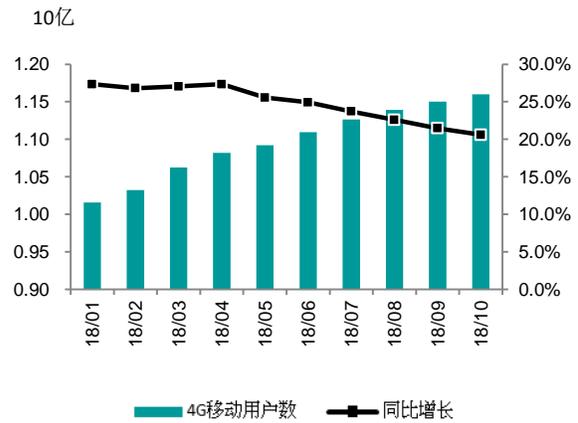
來源：工信部、農銀國際證券

圖 3: 中國移動用戶總體和同比增長



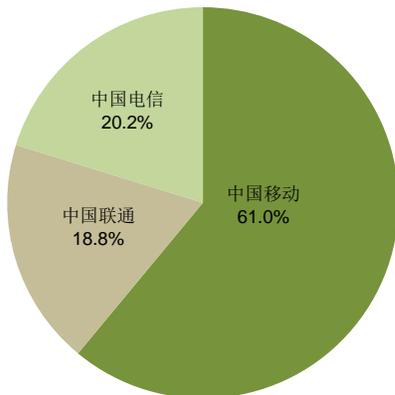
來源：工信部、農銀國際證券

圖 4: 中國的 4G 用戶和同比增長



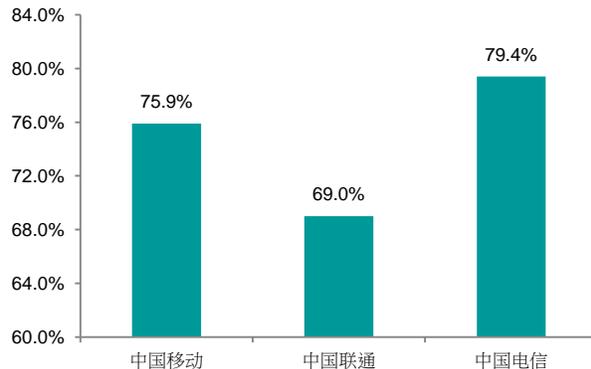
來源：工信部、農銀國際證券

圖表 5: 中國的 4G 用戶市場份額



來源：公司、農銀國際證券

圖 6: 中國的 4G 用戶滲透率



來源：公司、農銀國際證券



圖表 5: 行業首選 (截至 2018 年 11 月 30 日)

公司名稱	代碼	評級	目標價 (港元)	上升空 間(%)	FY18E 市盈率(x)	FY19E 市盈率(x)	FY18E 市賬率(x)	FY19E 市賬率(x)	FY18E 股息率 (%)	FY19E 股息率 (%)
中國移動	941	買入	83.00	6.9	12.1	12.0	1.3	1.3	4.0	4.1
中國鐵塔	788	買入	1.35	2.7	69.4	35.8	1.0	0.9	2.9	3.1

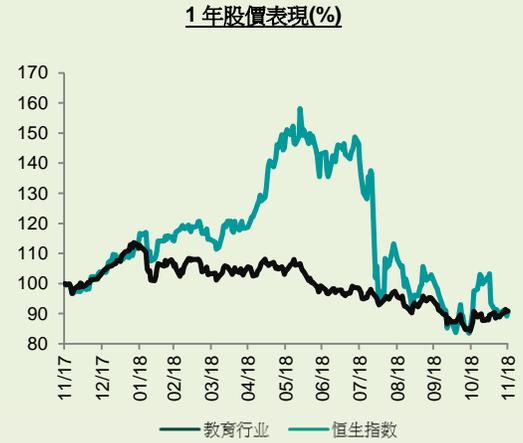
来源: 彭博、农银国际证券预测



中性
中国教育业 – 政策風險為主要顧慮
潘泓興

主要數據		行業表現(相對 於恒生指數)	絕對值 (%)	相對值 (%)
2019 年市盈率均值(x)	12.49	1 個月	3.37	(2.75)
2019 年市淨率均值(x)	1.91	3 個月	(16.10)	(11.14)
2019 年股息率均值(%)	2.58	6 個月	(38.67)	(25.67)
來源:彭博、農銀國際證券預測		來源:彭博、農銀國際證券		

- 政府對於教育行業的監管在未來將會更加嚴格；政府對於教育行業的政策立場已經有所改變
- 我們預期新政策將會使教育行業的運營成本上升
- 正規教育板塊的擴張模式將會有所改變
- 我們預期未來高等教育板塊將會是政策的新焦點



來源: 彭博、農銀國際證券

新政策對各個教育行業細分板塊影響不一。最近政府針對教育行業連續出臺多項政策，教育行業的市場狀況因此急轉直下。關於學前教育的政策主要針對學費高企以及學前教育資源不足問題，而針對K-12課外輔導的政策則是為了整頓行業亂象和為學生減負。然而，國家也在最近提出了要改革國家職業教育行業。我們認為，這些新政策會為中國的教育行業帶來長遠的正面作用，而行業龍頭將會在新的政策環境下突圍而出。

政府對於教育行業的政策立場將會有所改變。我們相信，最近一連串的政策顯示出政府希望通過減少居民在教育方面的負擔，從而提高居民在其他方面的消費意願和能力。如此的政策立場改變主要反映在，最近的政府在教育行業方面的政策主要針對行業過度競爭、過度逐利行為、供需不平衡3大問題。我們認為，新政策所帶來的短期陣痛將主要影響學前教育以及義務教育階段的正規教育和非正規教育機構。

教育行業將面臨更高的運營成本。教育部在最近提出了要“全力保障義務教育教師工資待遇”，強調“教師平均工資水平應當不低於或高於當地公務員平均工資水平”，並“力爭用3年時間解決義務教育階段教師工資待遇問題”。此外，針對K-12課外培訓機構的政策要求從事部分科目培訓的教師要獲取相關的教師資格。我們認為這將會減少合資格的K-12課外培訓教師數量並提高K-12課外輔導機構的教師獲取成本；而未來新的政策或將會把類似的的要求應用到學前教育或者其他類型的課外輔導機構上。而針對K-12課外輔導的新政策也有規定“同一培訓時段內生均面積不低於3平方米”，這將會增加相關培訓機構的租賃成本。

行業擴張模式將會改變。最新公佈的民促法送審稿提出了一個新的規定——“實施集團化辦學的，不得通過兼併收購、加盟連鎖、協議控制等方式控制非營利性民辦學校”。而關於學前教育的新政策也有類似的規定，並提出“上市公司不得通過股票市場融資投資營利性幼兒園，不得通過發行股份或支付現金等方式購買營利性幼兒園資產”。我們認為：1) 由於義務教育階段的學校只可以申請成為非盈利性學校，假設民促法關於並購的新規定被納入終稿，K-12階段民辦正規教育機構未來或將需要依靠自建學校來進行擴張，而義務教育階段的機構將會受到最大的影響；2) 民辦學前教育機構的並購融資方式將受到限制；3) 儘管高等教育機構可以選擇成為非盈利或營利性學校，但假如民促法的新規定落地，民辦高等教育機構以並購為主的擴張模式也會受到一定的限制。



未來的政策將聚焦高等教育。在國務院公佈的“國務院辦公廳關於印發完善促進消費體制機制實施方案(2018—2020年)的通知”(“通知”)中，教育行業成為了一個促進消費的重點行業，而且學前教育、職業教育、高等教育是“通知”中強調發展的3大教育板塊。在“通知”公佈之後，只有高等教育的相關政策仍未出臺。我們因此預期，按照“通知”的思路，在高等教育板塊相關的新政策將會圍繞“引進境外優質高等教育、職業教育資源”、“舉辦高水平中外合作辦學機構和項目”、“探索建立本科以上層次中外合作辦學項目部省聯合審批機制”3大方面推出更多的具體措施。而這些新政策的推出將會加劇高等教育板塊的市場競爭。

長期展望

隨著政府對於行業(特別是早中期教育板塊)的監管加強，相關企業的運營成本將會提高，行業也可能會因此出現新一輪的整合。我們不排除未來的政策法規將會針對目前教育機構的業務架構(如關聯方交易、結構性合同、VIE架構等)。

我們認為，隨著個人收入水平的提高以及學業方面競爭的加劇，對於高質量教育服務的需求將會持續上升。儘管國家已經針對學前教育和職業教育兩大板塊推出政策以增加教育服務的供應，我們認為優質教育資源在未來仍會較為短缺，而吸引優秀教育人才的能力以及較長的運營歷史將會使行業內的領頭羊保持較強的競爭優勢。

短期展望

目前“民促法送審稿”仍未最終定稿，這將會是高等教育和基礎教育板塊在短期內最大的政策風險。我們預期，短期內會有更多關於教育行業的政策出臺，同時針對高等教育板塊的政策出臺幾率將較大。投資者應當考慮不同教育企業的業務構成以及運營歷史，並避開具有較大政策風險的教育行業子板塊。

行業推介

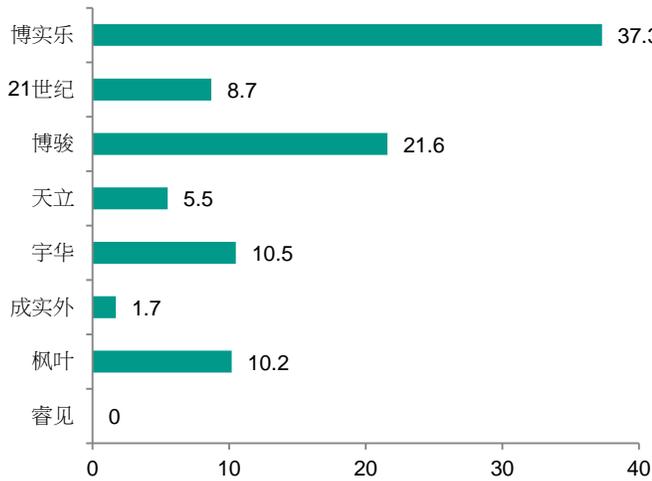
我們對教育行業保持**中性**評級，主要由於整體行業的政策風險較大。我們認為，在正規教育板塊中，中小學運營商將會面臨較大的壓力，因政策仍具有不確定性。而關於K-12課外輔導機構的政策已經出臺，目前的風險只是在於相關機構的合規執行能力。而職業培訓行業所面臨的風險相對較小。

風險因素

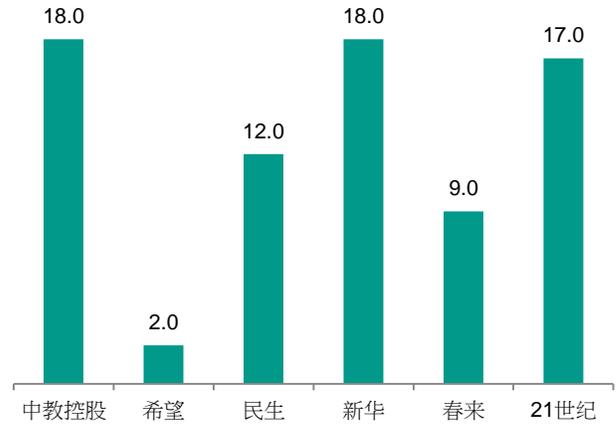
1)法規/政策風險；2)增長風險；3)成本風險；4)運營風險；5)無法招募/挽留優質教師團隊的風險；6)教育質量和學生退學風險；7)並購/投資風險。



圖 1：學前教育學生人數/總學生人數比例(%)



圖表 2：2016/17 學年職業教育佔整體學生人數比例(%)

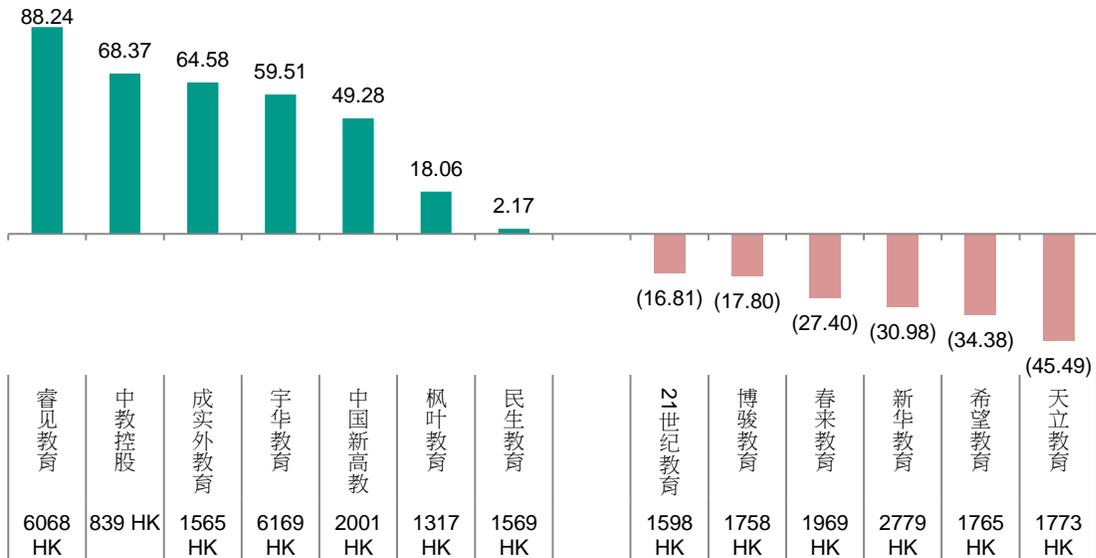


注：楓葉教育數據為 2016/17 學年數據，其他均為 2017/18 學年數據

來源：公司數據、農銀國際證券

來源：公司數據、農銀國際證券

圖表 3：自 IPO 以來股價表現(%)



來源：彭博、農銀國際證券



圖 4: 最近推出的教育行業相關的法規/政策

法規/政策	目標行業	政策目標/部分細節
《國務院辦公廳關於印發完善促進消費體制機制實施方案(2018—2020年)的通知》 國辦發〔2018〕93號	整體教育行業	<ol style="list-style-type: none"> 1) 抓緊修訂民辦教育促進法實施條例 2) 開展產教融合建設試點工作，鼓勵有條件的地區探索職業學校股份制改革試點 3) 大力發展普惠性學前教育，鼓勵地方政府通過購買服務、減免租金、派駐公辦教師等方式引導和支持民辦幼兒園提供普惠性服務 4) 制定實施大力發展3歲以下嬰幼兒照護服務的政策措施 5) 實施好關於規範校外培訓機構發展的意見 6) 鼓勵有條件的地區引進境外優質高等教育、職業教育資源，舉辦高水平中外合作辦學機構和項目，探索建立本科以上層次中外合作辦學項目部省聯合審批機制
《中華人民共和國民辦教育促進法實施條例(修訂草案)(送審稿)》	整體教育行業	<ol style="list-style-type: none"> 1) 為各省級政府部門在基於其地方情況推出地方性民促法實施意見提供全國性指引 2) 其中新增的一項政策：實施集團化辦學的，不得通過兼併收購、加盟連鎖、協議控制等方式控制非營利性民辦學校。
《國務院辦公廳關於規範校外培訓機構發展的意見》 國辦發〔2018〕80號	K-12 課外輔導行業	<ol style="list-style-type: none"> 1) 為規管中小學課外輔導行業提出指導性意見，其中包括培訓機構的運營標準、開設課外培訓中心的資質和審核、日常運營的細則、政府監管的規劃 2) 校外培訓機構必須有符合安全條件的固定場所，同一培訓時段內生均面積不低於3平方米，確保不擁擠、易疏散；必須符合國家關於消防、環保、衛生、食品經營等管理規定要求 3) 從事語文、數學、英語及物理、化學、生物等學科知識培訓的教師應具有相應的教師資格 4) 收費時段與教學安排應協調一致，不得一次性收取時間跨度超過3個月的費用 5) 培訓內容不得超出相應的國家課程標準，培訓班次必須與招生對象所處年級相匹配，培訓進度不得超過所在縣(區)中小學同期進度
《教育部辦公廳等4部門關於切實減輕中小學生課外負擔開展校外培訓機構專項治理行動的通知》 教基廳〔2018〕3號	K-12 課外輔導行業	<ol style="list-style-type: none"> 1) 通過開展排查摸底、全面整改、督促檢查，依法維護學生權益，降低中小學生課外培訓負擔，重整學校正常教育教學秩序，降低家庭經濟負擔 2) 第1階段，全面部署和排查摸底，要於2018年6月底前完成 3) 第2階段，集中整改，要於2018年底完成 4) 第3階段，專項督促和檢查，要於2019年6月底前完成
《全力保障義務教育教師工資待遇 不斷提高教師職業吸引力》	義務教育階段學校	<ol style="list-style-type: none"> 1) 重申《教師法》和《義務教育法》均就教師工資水平做出規定，要求教師平均工資水平應當不低於或高於當地公務員平均工資水平 2) 切實保證義務教育教師的平均工資水平不低於或高於當地公務員平均工資水平 3) 力爭用3年時間解決義務教育階段教師工資待遇問題
《中共中央國務院關於學前教育深化改革規範發展的若干意見》	學前教育階段學校	<ol style="list-style-type: none"> 1) 到2020年，全國學前3年毛入園率達到85%，普惠性幼兒園覆蓋率(公辦園和普惠性民辦園在園幼兒佔比)達到80% 2) 到2020年，基本形成以本專科為主體的幼兒園教師培養體系，本專科學前教育專業畢業生規模達到20萬人以上；建立幼兒園教師專業成長機制，健全培訓課程標準，分層分類培訓150萬名左右幼兒園園長、教師；建立普通高等學校學前教育專業質量認證和保障體系，幼兒園教師隊伍綜合素質和科學保教能力得到整體提升，幼兒園教師社會地位、待遇保障進一步提高，職業吸引力明顯增強。 3) 到2035年，全面普及學前3年教育，建成覆蓋城鄉、佈局合理的學前教育公共服務體系，形成完善的學前教育管理體制、辦園體制和政策保障體系，為幼兒提供更加充裕、更加普惠、更加優質的學前教育 4) 民辦園一律不准單獨或作為一部分資產打包上市 5) 上市公司不得通過股票市場融資投資營利性幼兒園，不得通過發行股份或支付現金等方式購買營利性幼兒園資產 6) 社會資本不得通過兼併收購、受託經營、加盟連鎖、利用可變利益實體、協議控制等方式控制國有資產或集體資產舉辦的幼兒園、非營利性幼兒園



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED

法規/政策	目標行業	政策目標/部分細節
《國家職業教育改革實施方案》	職業教育階段學校	<ol style="list-style-type: none">1) 要把職業教育擺在更加突出的位置2) 對接科技發展趨勢和市場需求，完善職業教育和培訓體系，優化學校、專業佈局，深化辦學體制改革和育人機制改革3) 鼓勵和支持社會各界特別是企業積極支持職業教育，著力培養高素質勞動者和技術技能人才

來源：中國政府網、公司、農銀國際證券



權益披露

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

權益披露

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

評級的定義

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

股票投資回報是未來12個月預期的股價百分比變化加上股息收益率
市場回報是5年市場平均回報率

市場回報率：自 2005 年以來的平均市場回報率(恒生指數總回報指數 2005-17 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不同，原因包括但不限於：公司治理、市值、相對於相應基準指數的歷史價格波動、股票相對於股票市場的平均每日成交量、競爭力、相應行業的優勢等

免責聲明

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

版權所有 2017 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)21478863