

风物长宜放眼量，开启高质量发展新征程 ——2018中国“两会”特别策略报告

三月中下旬，中国“两会”相继闭幕。与往年相比，今年的人大历时久、议程多，涉及到宪法修正、国务院机构改革、国家机构领导人换届等“重头戏”。总的说来，这些变化和改革体现出集中力量，统筹管理，着眼于长期发展，关注民生的趋势，为推进中国经济高质量发展提供了制度上的根本保证。

在本期的市场策略报告中，我们从宏观、行业和港股策略等角度，综合梳理“两会”政策。我们关注短期的“两会行情”，更关注会议期间确立的长远规划和顶层设计方案。所谓风物长宜放眼量，这些规划和方案将深刻影响到未来的政策制定和各行业的发展走向，让我们一同跟踪。

❖ 目录

两会与宏观经济	2
一、 全年目标：增速预期 6.5%左右，呼应“高质量发展”总体思路	2
二、 防风险、降杠杆为首要任务	3
三、 政府机构改革：从管行业到管“功能”，服务长期发展战略	4
四、 金融监管改革：防风险的必然要求	5
五、 货币政策：支持实体，强调“差异化”	6
六、 财政政策：积极取向不变，“开前门”支持基建	7
七、 贸易政策：积极扩大进口，树立开放共赢新形象	8
八、 对外开放：拓展范围和层次，推进金融开放	11
房地产行业相关政策解读	13
科技及互联网行业相关政策解读	15
教育行业相关政策解读	20
能源及环保相关政策解读	23
医药行业相关政策解读	26
设备及机械行业相关政策解读	28
银行及证券行业相关政策解读	29
消费行业相关政策解读	34
保险行业相关政策解读	38

招银国际研究部

丁文捷，博士（宏观）

电话：(852) 3900 0856/

(86) 755 2367 5591

邮件：dingwenjie@cmbi.com.hk

成亚曼，博士（宏观）

电话：(852) 3900 0868

邮件：angelacheng@cmbi.com.hk

文千森，CFA（房地产行业）

电话：(852) 3900 0853

邮件：samsonman@cmbi.com.hk

黄程宇（房地产行业）

电话：(852) 3761 8773

邮件：huangchengyu@cmbi.com.hk

伍力恒（科技及互联网行业）

电话：(852) 3900 0881

邮件：alexng@cmbi.com.hk

黄群（互联网及教育行业）

电话：(852) 3900 0889

邮件：sophiehuang@cmbi.com.hk

萧小川（新能源及环保行业）

电话：(852) 3900 0849

邮件：robinxiao@cmbi.com.hk

吴永泰，CFA（医药行业）

电话：(852) 3761 8780

邮件：cyrusng@cmbi.com.hk

冯键嵘，CFA（机械及设备）

电话：(852) 3900 0826

邮件：waynefung@cmbi.com.hk

隋晓萌（银行及证券行业）

电话：(852) 3761 8775

邮件：suixiaomeng@cmbi.com.hk

胡永匡（消费行业）

电话：(852) 3761 8776

邮件：walterwoo@cmbi.com.hk

徐涵博（保险行业）

电话：(852) 3761 8725

邮件：xuhanbo@cmbi.com.hk

两会与宏观经济

一、全年目标：增速预期 6.5%左右，呼应“高质量发展”总体思路

全年 GDP 增速预期 6.5%左右。与去年保持一致，但删去“在实际工作中争取更好结果”的表述。我们整理地方政府工作报告发现，有超过 2/3 的省、自治区和直辖市在今年调低了经济增速，调整的幅度大多为 0.5 个百分点左右。这一表述的调整，充分体现中国经济由高速增长阶段转向“高质量发展”阶段的总体思路。在通胀、收入增长和新增就业方面，今年的政府工作报告维持了去年的预期目标，即居民消费价格涨幅 3%左右、居民收入增长和经济增长基本同步、城镇新增就业 1100 万人以上。去年中国经济实现了 6.9% 的实际增速，我们预计今年 GDP 实际增速略微放缓至 6.7%，主要由于去杠杆、金融监管加强、投资增速疲软、中美贸易争端等负面因素影响的升级。

首次将调查失业率列入目标。往年政府工作报告只包括了城镇登记失业率（2015 年起预期目标均为 4.5% 以内），今年的就业指标有所变化，新增了城镇调查失业率，预期控制在 5.5% 以内。调查失业率指标在数据来源、失业人口定义等方面均与登记失业率不同，在统计范围上不仅包括户籍意义上的本地人，而且涵盖农民工等城镇非户籍人口。所以通常认为调查失业率能够更全面更准确地反映城镇劳动力的真实就业状况。2018 年将调查失业率与登记失业率指标并行使用，主要是便于日后逐渐过渡到以调查失业率为主要指标的衡量体系。

图 1：主要经济指标的预期目标比较

	2018	2017	CMBI 点评
增速	国内生产总值增长 6.5% 左右；	国内生产总值增长 6.5% 左右，在实际工作中争取更好结果；	删去“在实际工作中争取更好结果”，体现由高速增长向“高质量发展”的转变。
通胀	居民消费价格涨幅 3% 左右；	居民消费价格涨幅 3% 左右；	与去年表述一致。
就业	城镇新增就业 1100 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	城镇新增就业 1100 万人以上，城镇登记失业率 4.5% 以内；	首次增加调查失业率目标，更综合和准确地反映劳动力真实就业状况
进出口	进出口稳中向好，国际收支基本平衡	进出口回稳向好，国际收支基本平衡	目标与去年保持一致。“回稳向好”改为“稳中向好”，反映进出口状况的改善。
收入	居民收入增长和经济增长基本同步	居民收入 and 经济增长基本同步	与去年表述一致。
能耗	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	单位国内生产总值能耗下降 3.4% 以上，主要污染物排放量继续下降	由于基数效应目标放缓。
其他	宏观杠杆率 保持基本稳定，各类风险有序有效防控。	N/A	均为今年新增内容。首提宏观杠杆率预期目标，体现降杠杆、防风险决心

资料来源：政府工作报告、招银国际研究

图 2：历年增速目标比较

Year	GDP	CPI	城镇登记失业率	城镇调查失业率	城镇新增就业	居民收入增速	单位 GDP 能耗
2013	7.5% 左右	3.5% 左右	4.6% 以内	N/A	900 万以上	与经济发展同步	N/A
2014	7.5% 左右	3.5% 左右	4.6% 以内	N/A	1000 万以上	与经济发展同步	N/A
2015	7% 左右	3% 左右	4.5% 以内	N/A	1000 万以上	与经济发展同步	下降 3.1% 以上
2016	6.5%-7%	3% 左右	4.5% 以内	N/A	1000 万以上	与经济发展基本同步	下降 3.4% 以上
2017	6.5% 左右	3% 左右	4.5% 以内	N/A	1100 万以上	与经济发展基本同步	下降 3.4% 以上
2018	6.5% 左右	3% 左右	4.5% 以内	5.5% 以内	1100 万以上	与经济发展基本同步	下降 3.0% 以上

资料来源：政府工作报告、招银国际研究

丁文捷，博士
(宏观)

电话：(852) 3900 0856/
(86) 755 2367 5591

邮件：dingwenjie@cmbi.com.hk

成亚曼，博士
(宏观)

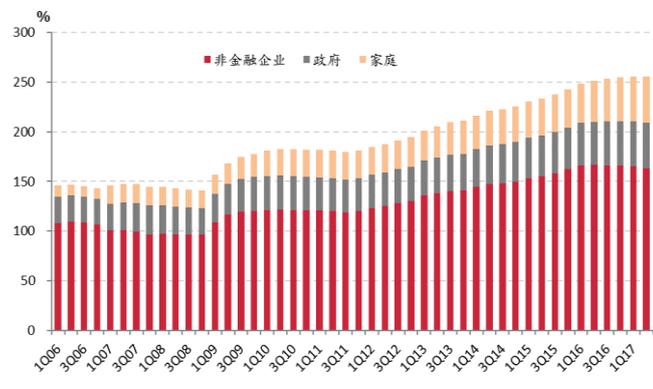
电话：(852) 3900 0868

邮件：angelacheng@cmbi.com.hk

二、防风险、降杠杆为首要任务

首提宏观杠杆率目标。今年的政府工作报告在阐述 2018 年经济工作的主要目标时，首次引入“宏观杠杆率保持基本稳定”的提法；防风险、降杠杆是 2018 年“三大攻坚战”的首要任务，其重要性可见一斑。央行此前透露的官方统计表明，2016 年末中国的宏观杠杆率为 247%，其中企业部门杠杆率为 165%，“高于国际警戒线”；但 2017 年随着去杠杆工作积极稳妥地推进，宏观杠杆率“涨幅明显收窄、总体趋于稳定”。国际清算银行截至 2017 年二季度末的数据也显示出类似的趋势：2017 年中国宏观杠杆率增速开始放缓，尤其是企业杠杆率已经开始下滑；截至 2017 年二季度末，宏观杠杆率为 255.9%，基本持平于 2016 年末的 255.1%。2018 年，将通过推动兼并重组、市场化债转股等方式，进一步降低企业杠杆率，其中中国企降杠杆为重中之重。同时进一步规范地方政府举债融资，防范化解地方政府隐性债务风险。

图 3：宏观杠杆率走势趋向平稳



资料来源：BIS、招银国际研究

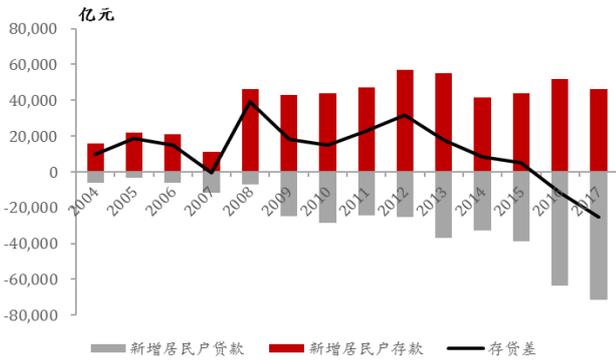
图 4：杠杆率增速下降，企业杠杆出现下降



资料来源：BIS、招银国际研究

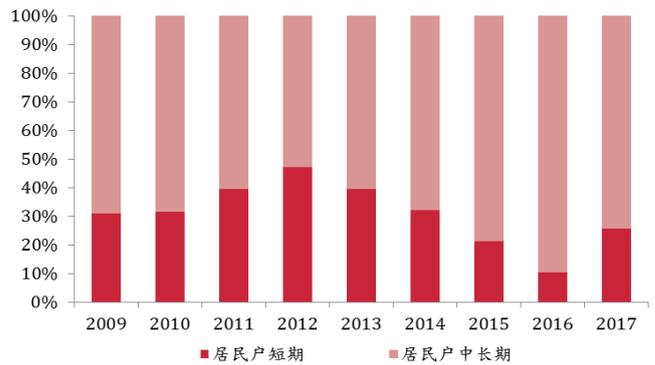
再次警示居民杠杆率攀升存在风险。企业和政府的杠杆率要降低，居民家庭的杠杆率也需要降低。两会期间，银监会主席郭树清在接受采访时提到，迅速攀升的居民杠杆率也是风险的重要来源之一，需要降低。居民借贷增速超过存款增速，将使得中国失去过去“高储蓄”的优势；更重要的是，由于金融欺诈、非法集资等乱象仍然存在、大众金融知识和风险识别意识有限，在居民加杠杆的过程中，会引发新的风险，威胁到居民利益和社会稳定。观察近几年的信贷数据我们发现，居民户的新增存款与贷款差自 2013 年以来迅速收窄，最近两年新增贷款均超出了新增存款的规模。2017 年新增居民贷款 7.13 万亿元，而新增存款仅为 4.6 万亿元，存贷差扩大至负 2.53 万亿元。2017 年的新增贷款中有 5.3 万亿元是以个人住房按揭贷款为主的中长期贷款，占比 74.3%，较 2016 年降低 15.4 个百分点，为自 2013 年以来首次占比下降（受到住房限购、信贷收缩的影响）；而居民户新增短期贷款 1.83 万亿元，同比大幅增长 182%。居民部门迅速加杠杆的现象已经得到了监管的关注。今年的房地产信贷政策将更为审慎，居民短期贷款尤其是互联网消费贷仍将是监管重点关注对象。

图5：居民户新增贷款规模连续两年超过新增存款



资料来源：中国人民银行、万得、招银国际研究

图6：2017年居民短期贷款占比回升



资料来源：中国人民银行、万得、招银国际研究

三、政府机构改革：从管行业到管“功能”，服务长期发展战略

从管行业到管“功能”。此次机构改革以整合相似职能为总体思路，根据实际业务需要重新规划部门分工，从之前的各部门分管行业为主，到改革后合并跨部门同质功能，目的在于提升行政质量和效率，并根据发展目标的调整与时俱进对部门进行增减，涉及范围广、力度大。改革后国务院部委由25增至26个，其中组建了自然资源部、生态环境部、农业农村部、文化和旅游部、国家卫生健康委员会、应急管理部、退役军人事务部等7个新部委，重组了科学技术部和司法部，优化了水利部和审计署的职责，并将原监察部并入新组建的国家监察委员会，作为监察体制重大改革调整的一部分。

图7：国务院机构改革前后对比及主要调整



资料来源：人民日报、国务院、招银国际研究

集中统筹，服务长期发展战略。此次机构改革多处呼应了“美丽中国”、“健康中国”、“乡村振兴”等主要发展战略，根据新要求配合新机构、新职能：

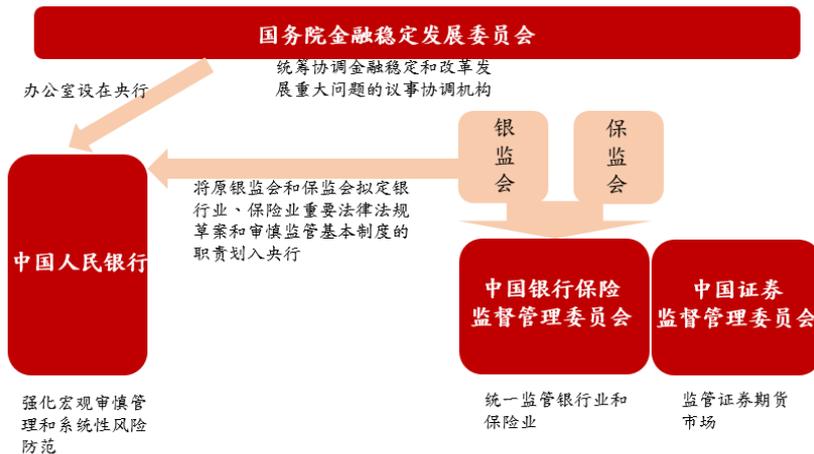
- ❖ **“美丽中国”**：新出台的自然资源和生态环境管理体制方案，拟分别组建自然资源部统一管理国有自然资源，生态环境部负责自然生态监管。**组建自然资源部**，不再保留国土资源部，将此前发改委的组织编制主体功能区规划职责、住建部的城乡规划管理职责以及水利部、农业部、国家林业局的相关职责，和国家海洋局、国家测绘地理信息局的职责并入。**组建生态环境部**，不再保留环境保护部，整合并入此前发改委、国土资源部、水利部、农业部、国家海洋局、国家南水北调工程建设委员会办公室的相关职责。有助于理顺生态环境监管体制，避免部门间责任推诿。
- ❖ **“健康中国”**：将国家卫生和计划生育委员会、国务院深化医药卫生体制改革领导小组办公室、全国老龄工作委员会办公室的职责，工业和信息化部的牵头《烟草控制框架公约》履约工作职责，国家安全生产监督管理总局的职业安全健康监督管理职责整合，**组建国家卫生健康委员会**，主要职责包括拟订国民健康政策，协调推进深化医药卫生体制改革，组织制定国家基本药物制度，监督管理公共卫生、医疗服务、卫生应急，负责计划生育管理和服务工作，拟订应对人口老龄化、医养结合政策措施等。此次调整针对健康医疗卫生领域的新趋势、新理念和新问题，重新规划设置了关键环节、职能和权限，将有助于深化医疗卫生领域改革，提高公共服务水平。
- ❖ **“乡村振兴”**：将农业部的职责以及发改委等部门有关农业投资项目职责整合，**组建农业农村部**，主要职责是统筹研究和组织实施“三农”工作战略、规划和政策，监督管理种植业、畜牧业、渔业、农垦、农业机械化、农产品质量安全，负责农业投资管理等。改革将有助于促进支农投资整合，破解“三农”难题。

四、金融监管改革：防风险的必然要求

合并银监会和保监会，强化央行角色。国务院机构改革方案将原银监会和保监会职责整合，组建国务院直属的**中国银行保险监督管理委员会**，其主要职责将是依照法律法规统一监督管理银行业和保险业，维护银行业和保险业合法、稳健运行，防范和化解金融风险，保护金融消费者合法权益，维护金融稳定。此外，将银监会和保监会拟订银行业、保险业重要法律法规草案和审慎监管基本制度的职责划入央行。此次机构改革顺应了银行业与保险业功能交叉和合作深化的趋势，将发展规划、金融调控功能整合到央行，将市场层面的监管职能明确到新成立的银保监会，旨在整合监管资源、填补监管空白、减少监管套利，是防范金融风险的最新举措。

招银国际首席经济学家丁安华认为，总体来看，此次金融监管体制改革，一方面吸收了国际金融监管理论和实践最新进展的精华；另一方面充分考虑了我国金融行业的动态发展和金融监管的现有弊端。将最具系统重要性的金融子行业统一监管，能更有效地实施‘穿透式’监管，弥补监管漏洞，可以从根本上解决银监会和保监会“监管竞争”的问题，从而更好地防范系统性风险。更详尽的分析请参见我们3月16日的研究报告[《金融监管改革剑指何方》](#)。

图8：金融监管改革后将形成“一委一行两会”架构



资料来源：国务院、招银国际研究

加强金融监管薄弱环节。规范金融控股行为，强化整体资本监管和统筹协调，增加股权架构透明度，惩治虚假出资、关联交易等行为；着重关注四个方面存在的突出问题：（1）**影子银行**，逐步纳入商业银行资产负债表；（2）**资产管理行业**；（3）**互联网金融**，规范无牌信贷和支付；（4）**金融控股公司**，打击关联交易。同时增加股权架构透明度，惩治虚假出资、关联交易等行为，有助于整治金融乱象，促进规范发展。

五、货币政策：支持实体，强调“差异化”

省去 M2 和社融的增速目标，更注重存量结构。今年的政府工作报告重申货币政策保持稳健中性，但省略了 M2 和社会融资规模的定量目标（2017 年两者的目标增速均为“12% 左右”），转而表述为“保持广义货币 M2、信贷和社会融资规模合理增长”。在 M2 增速进入个位数的新常态下，略去对于广义货币供给的定量目标无疑是合理之举。一方面，随着金融市场创新，M2 和经济走势的相关性渐为模糊，单纯 M2 的增速并不能精确衡量货币政策的松紧，全球大部分国家都已经开始淡化 M2 指标的预测意义。另一方面，略去定量目标也体现货币当局希望引导市场的关注点从广义货币的数量变化转向对价格以及存量货币结构的关注，从存量中挖掘潜力和增量。我们预计 2018 年 M2 和社会融资规模存量的增速将基本持平于 2017 年的实际增速。

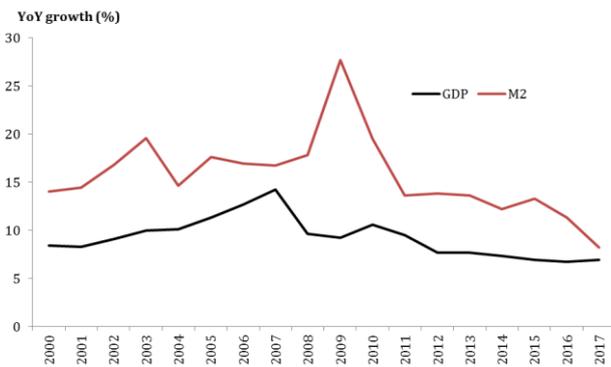
强调“差异化”政策，服务实体经济。政府工作报告对货币政策的表述强调，“用好差别化准备金、差异化信贷等政策，引导资金更多投向小微企业、‘三农’和贫困地区，更好服务实体经济”。实际上，近期推出实施的金融政策已经体现出差异化监管的思路，如 2017 年 10 月对普惠金融实施定向降准（2018 年 1 月实行），以及两会期间银监会按照“同质同类、一行一策”的原则调整银行贷款损失准备监管要求，以督促商业银行加大不良处置力度。人民银行的记者会上还透露，今年将继续实行差异化住房信贷政策，进行差别定价，满足新市民购买需求。个别房地产企业的财务风险，监管会密切关注。

图9：政府工作报告中货币政策相关表述的梳理比较

	2018	2017	CMBI 点评
总基调	稳健的货币政策保持中性，要松紧适度	货币政策要保持稳健中性	重申稳健中性、松紧适度
货币供给	管好货币供给总闸门，保持广义货币M2、信贷和社会融资规模 合理增长	广义和社会融资规模余额预期增长均为12%左右	首次省去M2、TSP定量增速目标
流动性	维护流动性合理稳定	维护流动性基本稳定	“基本稳定”改为“合理稳定”
直接融资	提高直接融资特别是股权融资比重	N/A	2017年仅在涉及稳妥去杠杆的具体做法时谈到“加大股权融资力度”；可见2018年提高直接融资的重要性得到提升
利率和汇率	N/A	合理引导市场利率水平；坚持汇率市场化改革方向，保持人民币在全球货币体系中的稳定地位。	2018年在涉及加快金融体制改革的具体做法时提到“深化利率市场化改革，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定”
支持实体	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	疏通传导机制，促进金融资源更多流向实体经济，特别是支持“三农”和小微企业	2018年 新提法 ：“ 差异化 ”、“ 贫困地区 ”

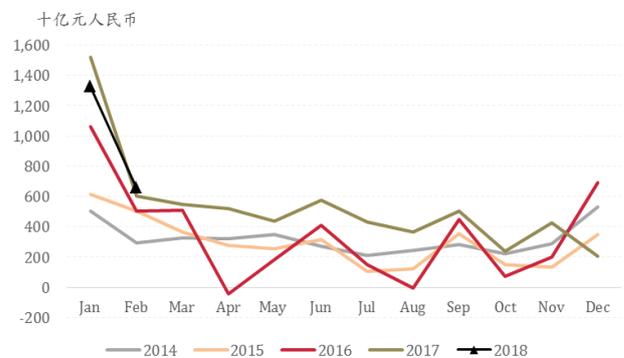
资料来源：政府工作报告、招银国际研究

图10：M2与GDP增速的相关性逐渐弱化



资料来源：万得、招银国际研究

图11：企业中长期贷款平稳增长



资料来源：中国人民银行、万得、招银国际研究

六、财政政策：积极取向不变，“开前门”支持基建

赤字率降低，但积极的财政政策取向不变，更注重效益。预算赤字规模 23,800 亿元，与去年持平。赤字率 2.6%，为自 2013 年以来首次下调，前两年预算赤字率均为 3%。赤字率下调主要反映出经济稳中向好，财政状况得到改善。但是需要指出的是，赤字率只是判断财政政策的一个方面。尽管赤字率调低了，今年实施积极的财政政策仍然保持了较强的力度，主要体现在：1) 财政支出规模仍在扩大，预算支出规模近 21 万亿元，比去年增 7.6%，高于今年预算收入 6.1% 的增幅，支出强度不言而喻；2) 今年减税降费力度继续加大，规模预计在 1 万亿元以上，用财政收入的减法换取企业效益的加法，支持实体经济发展；3) 顺应高质量发展的要求，财政支出将更注重“聚力增效”，今年全面实施绩效管理，压减无效和低效支出。

预计减税 8000 多亿元，降费 3000 亿元。减税的主体既包括企业，也包括个人。今年新提出实施个人所得税改革，将包括提高起征点、增加专项扣除等内容。企业方面，将继续完善增值税改革，重点降低制造业、交通运输等行业税率。对中小微企业的支持也将继续加大，如再次扩大享受减半征收企业所得税优惠政策的小微企业范围，将创业投资和天使投资有关税收优惠政策扩大到全国等等。以上措施预计全年减税 8000 多亿元。再加上清理政府基金、行政事业型收费和经营事务性收费，预计全年减费 3000 多亿元。

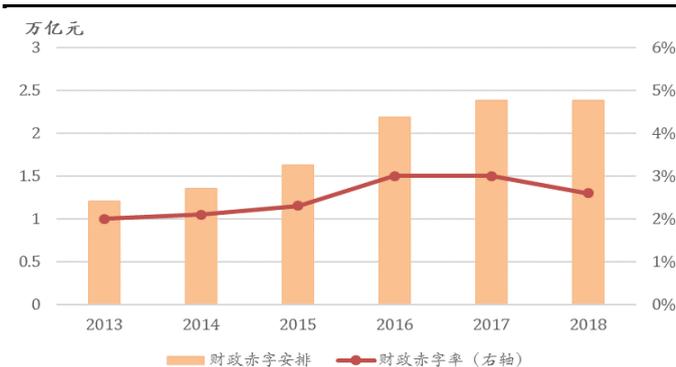
专项债规模扩容，基建投资增速料维持平稳。市场普遍担心由于地方政府债务清理和规范，对地方政府财力和基建投资起到负面影响。但从今年的预算报告中看到，中央在“堵后门”（即惩治违法违规举债）的同时，也打开了举债的“前门”，合理增加政府负债规模，确定分地区地方政府债务限额。今年拟安排地方专项债券 1.35 万亿元，比去年增加了 5500 亿元；并且在 2017 年试点发行土储、收费公路、轨交等专项债券的基础上，2018 年将进一步丰富地方政府专项债券的品种，支持地方在建项目平稳建设。中央预算内的基建投资资金也比去年增加 300 亿元。

图 12：政府工作报告中财政政策相关表述梳理

	2018年	CMBI 点评
总基调	2018年积极的财政政策取向不变，要聚力增效	财政政策总基调，2017年的表述为“财政政策要更加积极有效”
赤字安排	赤字率拟按2.6%安排 财政赤字2.38万亿元	是2013年以来首次赤字率下调，2016和2017年均为3.0%，与经济稳中向好相适应 安排赤字与去年持平，均为2.38万亿元
预算收支	预算财政收入18.32万亿元，同比增6.1%；预算财政支出20.98万亿元，同比增7.6%	财政支出增速高于收入增速，强度不言而喻
专项债	安排地方专项债券1.35万亿元	比去年多增加5500亿元；在积极防范地方政府债务风险的同时，适度增加专项债券规模，支持基建等项目平稳进行
减税降费	预计全年减税超过8000亿元（包括企业和个人）；再加上减费部分，将减轻税费负担1万亿元以上	在2017年基础上叠加新举措减税降费，例如个人所得税改革。

资料来源：政府工作报告、招银国际研究

图 13：财政赤字率下调至 2.6%



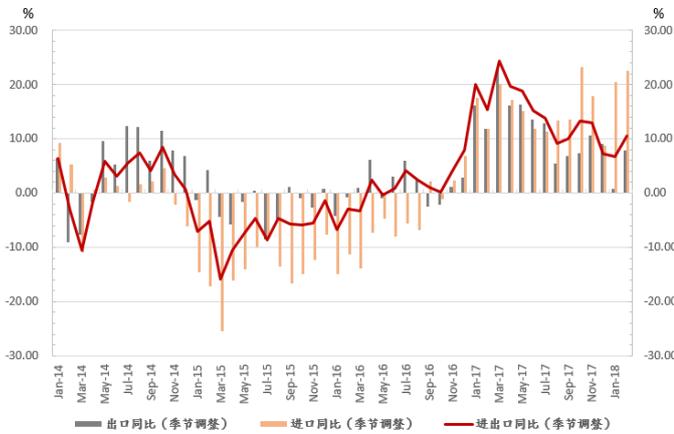
资料来源：政府工作报告、招银国际研究

七、贸易政策：积极扩大进口，树立开放共赢新形象

提升外贸竞争优势，带动中国制造和服务走出去。2017 年全年进出口增长 14.2%，今年的政府工作报告中对进出口的表述也由“逐步回稳”调整为“回稳向好”。商务部部长提出外贸发展要重点推进“五个优化”，即优化国际市场布局、国内区域布局、外贸经济主体、商品结构和贸易方式。而加快贸易升级与创新，提升外贸竞争优势，在不断变化的贸易环境中显得尤为重要。政府释放积极政策信号给高技术、高品质、高附加值产品和装备制造产品，将鼓励和支持“中国品牌”、“中国品质”走出去，努力改变出口产品质量较低、高科技含量较低、附加值较低的“三低”特征，是外贸由高速增长向“高质量发展”的积极转变。

升级货物贸易之外，服务贸易也是主要的政策关注点，从去年两会提出“推进服务贸易创新发展试点”，到 2017 年 10 月时服务出口已经首次超过服务进口增速，达到 10.9%。今年两会继续强调要大力发展服务贸易，改革服务贸易发展机制，有助于弥补贸易短板，促进服务贸易和货物贸易协调发展。

图 14：2017 年进出口实现回稳向好



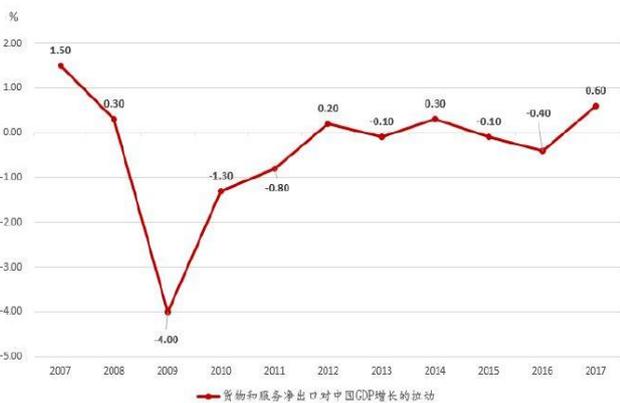
资料来源：CEIC、招银国际研究

图 15：建设经贸强国的六项任务、八大行动和五个优化



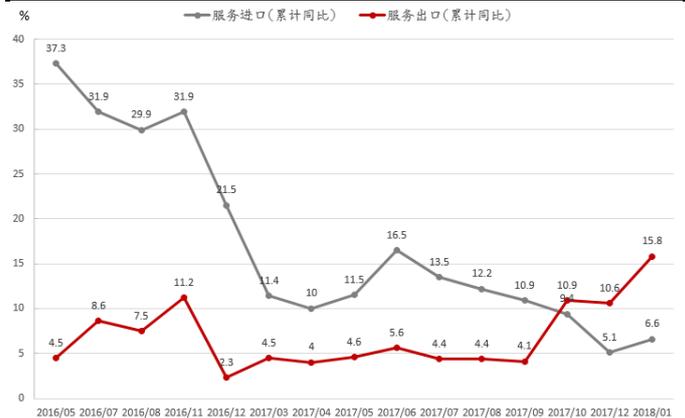
资料来源：商务部、招银国际研究

图 16：速度向质量转变，净出口对 GDP 拉动效应有所减弱



资料来源：CEIC、招银国际研究

图 17：服务贸易（尤其是服务出口）迅速增长



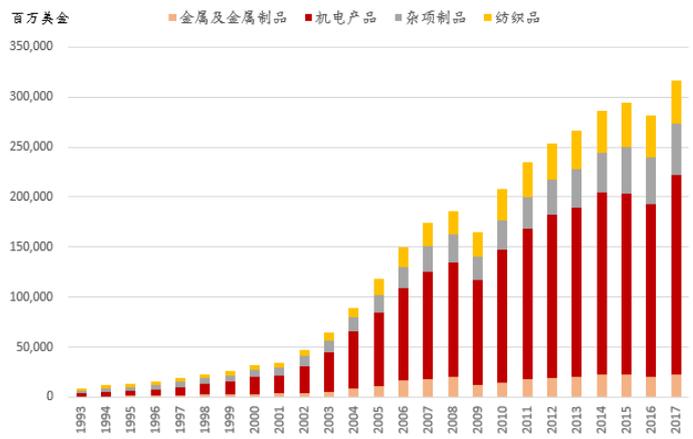
资料来源：CEIC、招银国际研究

应对复杂贸易环境，坚持平等协商和扩大进口。2017 年开始中国面对的国际贸易环境愈加复杂，贸易保护主义抬头，多边贸易体制受到挑战。今年政府工作报告为此加入了新的表述：“中国主张通过平等协商解决贸易争端，反对贸易保护主义，坚决捍卫自身合法权益”。特朗普针对中国等主要贸易对象的态度强硬，近日又宣布针对铝和钢铁加收保护性关税。对此商务部部长表示：“贸易战没有赢家，只会给中美两国和世界经济带来灾难。中国不希望打贸易战，也不会主动发起贸易战，但是我们能够应对任何挑战，坚决捍卫国家和人民的利益”。再次强调中方立场是平等协商对话，原则是维护自由贸易，而底线是捍卫国家利益。

我们预计特朗普会进一步扩大对华产品征收关税的范围，4 月还将公布有关知识产权的 301 调查结论，金属制品、化工、木制品、农产品、机械、电动汽车、电子和科技等行业都需要密切留意贸易环境对出口的影响。中国在积极研究应对措施和对话途径，尽可能将损失降低，并长远布局提升自身贸易质量，优化进出口产业结构。

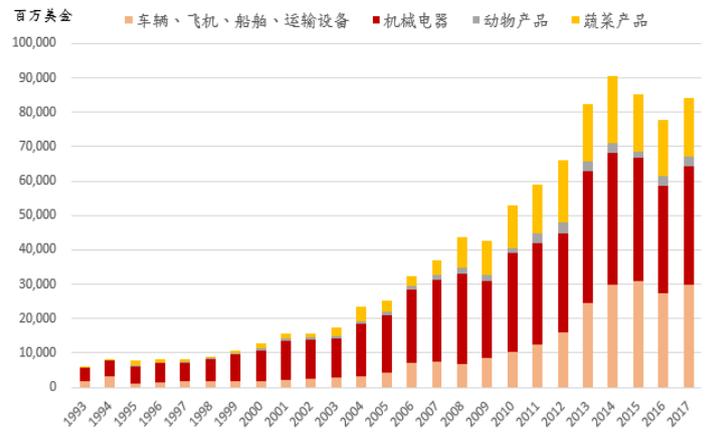
同时，中国与贸易保护主义相反而行，政府报告提出中国会积极扩大进口，进一步提升对外开放的水平，下调汽车、部分日用消费品等进口关税，旨在成为多边贸易体制积极的参与者、建设者与贡献者。

图 18：中国对美国出口产品结构



资料来源：CEIC、招银国际研究

图 19：中国从美国进口产品结构



资料来源：CEIC、招银国际研究

开放互利新平台：外拓自贸区，内建自贸港，力推进口博览会。自贸区战略是政策重点，目前为止中国已同澳大利亚、韩国等24个国家或地区签署了16个自由贸易协定，今年政府工作报告在去年“推进亚太自贸区建设”的基础上新加入了“加快东亚经济共同体建设”的表述，有望开启自贸区建设丰收年。目前有11个自贸区在谈判，11个正在研究，特别是包括了中、日、韩、澳、新、印及东盟十国在内共16方在内的《区域全面经济伙伴关系协定》（RCEP），若在今年取得实质进展将加快地区一体化进程、降低贸易壁垒、便利市场准入，成为区域内最为重要的贸易协定。

同时，在国内积极探索建设自由贸易港，这是扩大开放程度的实际举措。政府工作报告将自贸港定位为“改革开放新高地”，目前已有沪、浙、津、川等十多个省市竞逐自由贸易港，高水平开放程度、货物资金人员自由进出等政策优惠正是吸引力所在。

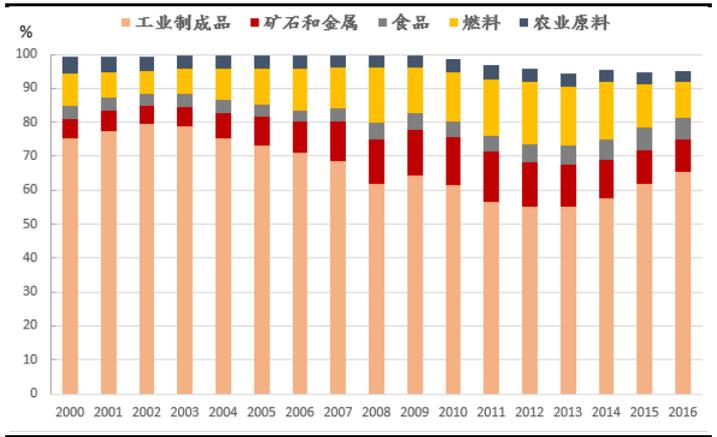
今年的政府工作报告和商务部、外交部等多个部门都多次力推**上海国际进口博览会**，可见对这次博览会的高度重视。首届将于今年11月在上海举办，是今年中国四项主场外交之一；今后每年办一次的，将成为积极主动推进开放合作的机制化平台，符合“积极扩大进口”的贸易方针。

图 20：年内有望完成 RCEP 谈判



资料来源：招银国际研究

图 21：中国主要进口产品

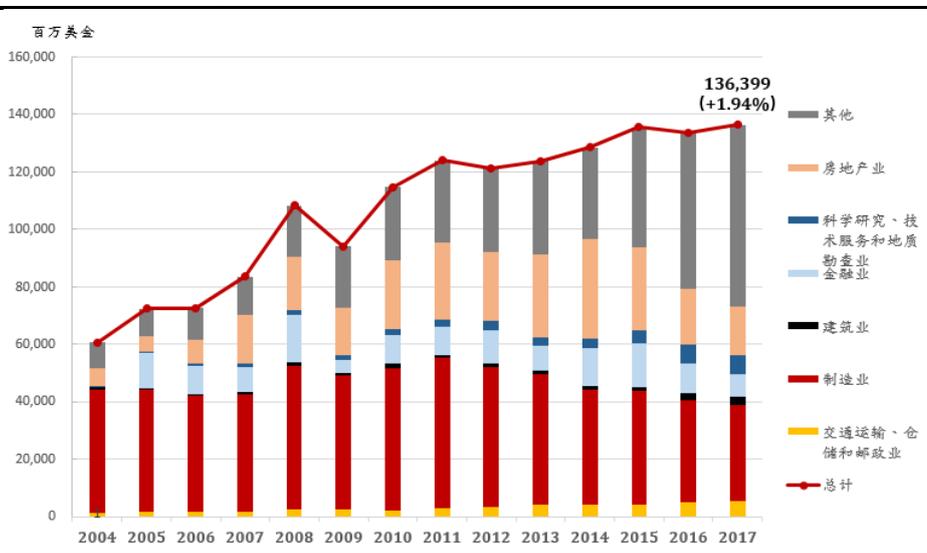


资料来源：CEIC、招银国际研究

八、对外开放：拓展范围和层次，推进金融开放

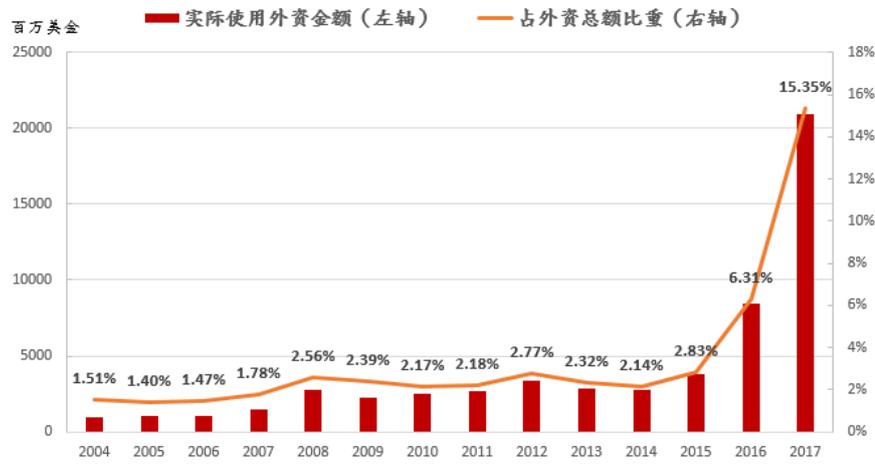
促进外商投资稳定增长。2017 年实际使用外资达到 1364 亿美元，依然主要集中于制造业、房地产和金融业等领域，其中信息传输、计算机服务和软件业增长尤为显著，实际使用外资近 210 亿美金，占到外商投资总额的 15.35%，显示出该领域加大开放的力度。政府报告强调会进一步拓展开放范围和层次，完善开放结构布局和体制机制，加强与国际通行经贸规则对接，改善营商环境。全面放开一般制造业，扩大电信、医疗、教育、养老、新能源汽车等领域开放。简化外资企业设立程序，商务备案与工商登记“一口办理”。

图 22：实际使用外商直接投资及主要投资行业



资料来源：CEIC、招银国际研究

图 23：信息传输、计算机服务和软件业实际使用外资迅猛增长



资料来源：CEIC、招银国际研究

金融开放升级，放宽外资持股比例上限。从2017年11月开始政府计划逐步有序开放银行卡清算等市场，放开外资保险经纪公司经营范围限制。今年两会再次强调会继续放宽或取消银行、证券、基金管理、期货、金融资产管理公司等外资股比限制，统一中外资银行市场准入标准。实施境外投资者境内利润再投资递延纳税。开放新政将丰富国内市场的金融产品和服务。

图 24：逐步放宽或取消金融业外资股比限制

金融机构	开放新政
银行 金融资产管理公司	取消外资单一持股不超过20%、合计持股不超过25%的持股比例限制，实施内外一致的银行业股权投资比例规则
基金管理 证券 期货	单个或多个外国投资者直接或间接投资证券、基金管理、期货公司的投资比例限制放宽至51%，上述措施实施三年后，投资比例不受限制
保险	三年后将单个或多个外国投资者投资设立经营人身保险业务的保险公司的投资比例放宽至51%，五年后投资比例不受限制

资料来源：招银国际研究

房地产行业相关政策解读

房产税时代即将到来

目前调控手段已经足够，房产税长远在于建立长效机制及优化税收结构

2017年，国家提出“房子是用来住的，不是炒的”的定位，同时也提出“加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度。”通过住房结构（租售并举）、土地供给（盘活存量土地、农村集体所有地改革等）、税收（房产税）和金融（资产证券化、信贷政策）建立房地产市场调控长效机制。可见，房产税是建立房地产市场调控长效机制的一个环节。

除了积极建立房地产市场调控长效机制外，目前政府主要直接手段包括：因城施策下的限购、限价、限贷、限售（四限），以及房贷利率，按揭成数等信贷调控措施。从效果上看，这些调控手段的结合使用取得了明显效果。尤其在房价首先上涨的一线城市，调控力度之强前所未有，有效抑制了房价快速上涨的态势。

我们认为，首先房产税难以在短期内推出，目前还在起草阶段。立法后的实施也是地方政府结合实际情况具体实施（充分授权），并且全面实施也将有一个循序渐进的过程（分布推进）。地方政府没有理由让其推出的房产税对当地房价造成大幅下跌，这会造成土地出让金收入减少，当地银行坏账增加。其次，房产税的意义更多在于优化地方税收结构，以及作为长效机制的其中一个环节，其直接用于市场调控可能并不实际。另外，目前直接调控手段已经足够有效，并且目前交易环节的税费（个税、增值税、契税）对短期炒作也有一定抑制。财政部长在记者会也提到若开征房产税，将合并整合相关的一些税种，还将合理降低房地产在建设交易环节的一些税费负担等。从上海和重庆两个试点看，房产税有较大免税面积，且主要针对高端住宅。房产税不会对拥有一套或总面积不多的人群造成太大影响，刚需不会被削减。

房产税的推出将提高炒房成本，抑制炒房现象出现。对目前拥有多套住宅的人群，尤其是炒房者而言，房产税将促使其出售多余房产，二手房供应可能将在房产税实施前短期增加。一二线城市或人口净流入的城市购房刚需较强，能够较快消化增加的供给。而三四线城市或人口净流出的城市，尽管由于过去一年的购房热潮及棚改持续推进，需求有所下降，但考虑到三四线房价比一二线明显要低，且估计将有一定的免税面积，每套房征收的房产税可能没有想象中。综上所述，我们认为全国房价仍然能够保持相对稳定。更详尽的分析请参见我们3月20日的研究报告 [《房产税 - 优化地方税收结构，但可能并非主要调控手段》](#)

新一轮棚改启动

棚改持续进步，对三四线城市仍有拉动作用

从2015年开始，我国实施了棚改三年计划，从2015-2017年完成棚户区改造1800万套。2017年5月国务院常务会议已经决定，2018年-2020年将改造各类棚户区1500万套，并要求在商品住房库存量大、市场房源充足的市县，进一步提高货币化安置比例。棚改货币化安置比例的提升，客观上帮助了三四线城市楼市去库存。我国2015年棚改货币化安置的比例为29.9%，2016年这一比例上升到了48.5%。2016年棚改货币化帮助地方消化了2.5亿平方米的楼市库存。2018年，棚改计划开工580万套。我们认为，棚改货币化安置未来仍将继续，但部分棚改进入后半程的地区可能会降低货币化安置比例。而未棚改或棚改刚启动的地区货币化安置比例按原有计划进行，货币化安置比例估计在50%左右，去库存的节奏不变，房价有机会出现上涨。

文干森, CFA
(房地产行业)
电话: (852) 3900 0853
邮件: samsonman@cmbi.com.hk

黄程宇
(房地产行业)
电话: (852) 3761 8773
邮件: huangchengyu@cmbi.com.hk

加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度

建立租购并举的住房制度，租赁市场蓝海逐步形成

2017 年，国家提出“加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度”，鼓励租赁住房的发展。同年，一系列租房新政轮番登场，全国超 50 个地方出台各类鼓励住房租赁的政策。随着住房租赁被确立为我国住房体系的重要组成部分，住房租赁市场正在快速发展。金融机构和互联网企业参与住房租赁市场建设的力度越来越大，围绕住房租赁的金融创新和金融产品不断出现，市场“蓝海”逐步形成。

目前，互联网企业主要通过轻资产模式经营长租公寓，而房企则主要以重资产模式经营。对于房企重资产经营，由于长租公寓前期需要投入较高的前期成本，利润需要大约 3-5 年左右时间才开始释放，因此资金周转较传统开发销售模式有明显劣势。住建部也表示支持房地产企业进行创新租赁住房资产证券化实践，积极盘活存量房屋用于租赁，增加租赁住房有效供给。同时，积极推动住房租赁企业拓宽直接融资渠道，支持企业利用创新型金融工具发展住房租赁业务，推进住房租赁市场发展。今年 2 月 5 日，碧桂园获准发行百亿级长租公寓 REITs 产品，这也是首个百亿级的长租公寓 REITs 产品。碧桂园在去年就提出了在 2020 年供应 100 万套长租公寓的目标。

除金融端外，各地政府也加大了租赁住房的供给，多地已经出现了纯租赁用地的出让，或要求房企开发销售要保留一定比例的面积用于房屋租赁。此外，国土资源部、住房城乡建设部去年确定北上广等 13 个城市开展利用集体建设用地建设租赁住房试点，合法利用一、二线城市的农村土地，让集体建设用地进入租赁住房市场，促进集体土地优化配置和节约集约利用，缓解城市供地压力，盘活农村资产。我们相信，租赁住房市场的发展将持续受到住房政策、供给端、银行资金和资产证券化的支持。

科技及互联网行业相关政策解读

聚焦新兴产业與科技创新，关注互联网+、大数据、人工智能、集成电路、5G

我们认为本次政府工作报告更加注重高质量、高效率和更可持续的发展，延续了自去年十九大以及年底中央经济工作会议的基本精神。

其中对于科技与新兴产业领域，报告重点提到在2018年，**1) 做大做强新兴产业**，实施大数据发展行动，加强新一代人工智能研发应用，在医疗、养老、教育、文化、体育等多领域推进“互联网+”。**2) 发展智能产业**，拓展智能生活。运用新技术、新业态、新模式，大力改造提升传统产业。**3) 加快制造强国建设**，推动集成电路、第五代移动通信、飞机发动机、新能源汽车、新材料等产业发展，发展工业互联网平台，创建“中国制造2025”示范区。

从2018年工作报告来看，科技与新兴产业对于国家整体产业升级具有重要战略意义，我们相信2018年科技创新相关政策将成为政府的重点发力点之一，建议关注人工智能、大数据、云计算、物联网、5G、集成电路等领域的投资机会。

图 25: 历年两会政府工作报告科技与互联网内容比较

关键词	核心工作内容	首次出现
2014	<p>互联网金融 促进互联网金融健康发展，完善金融监管协调机制，密切监测跨境资本流动，守住不发生系统性和区域性金融风险的底线。</p> <p>“宽带中国”战略 要促进信息消费，实施“宽带中国”战略，加快发展4G，推进城市千兆光纤工程和宽带乡村工程，大幅提高互联网网速，在全国推行“三网融合”。</p> <p>电商 鼓励电子商务创新发展。维护网络安全。</p> <p>集成电路 设立新兴产业创业创新平台，在新一代移动通信、集成电路、大数据、先进制造、新能源、新材料等方面赶超先进，引领未来产业发展。</p>	首提“互联网金融”
2015	<p>“三网”融合 全面推进“三网”融合，加快建设光纤网络，大幅提升宽带网络速率，发展物流快递，把以互联网为载体、线上线下互动的新兴消费搞得红红火火。</p> <p>中国制造2025 要实施“中国制造2025”，坚持创新驱动、智能转型、强化基础、绿色发展，加快从制造大国转向制造强国。促进工业化和信息化深度融合，开发利用网络化、数字化、智能化等技术，着力在一些关键领域抢占先机、取得突破。</p> <p>新兴产业 要实施高端装备、信息网络、集成电路、新能源、新材料、生物医药、航空发动机、燃气轮机等重大专项，把一批新兴产业培育成主导产业。</p> <p>“互联网+” 制定“互联网+”行动计划，推动移动互联网、云计算、大数据、物联网等与现代制造业结合，促进电子商务、工业互联网和互联网金融健康发展，引导互联网企业拓展国际市场。</p> <p>网络安全 深化平安中国建设，健全立体化社会治安防控体系，依法惩治暴恐、黄赌毒、邪教、走私等违法犯罪行为，发展和规范网络空间，确保国家安全和公共安全。</p>	首提“互联网+”
2016	<p>大众创业 持续推动大众创业、万众创新。促进大数据、云计算、物联网广泛应用。发挥大众创业、万众创新和“互联网+”集智汇力的乘数效应。</p> <p>互联网金融 规范发展互联网金融，大力发展普惠金融和绿色金融。</p> <p>“互联网+政务服务” 大力推行“互联网+政务服务”，实现部门间数据共享，让居民和企业少跑腿、好办事、不添堵。</p> <p>智能家居、O2O等 壮大网络信息、智能家居、个性时尚等新兴消费。鼓励线上线下互动，推动实体商业创新转型。</p> <p>网络文化 促进传统媒体与新兴媒体融合发展。培育健康网络文化。</p>	强调互联网金融规范
2017	<p>人工智能 首次写入人工智能</p> <p>互联网金融 当前系统性风险总体可控，但对不良资产、债券违约、影子银行、互联网金融等累积风险要高度警惕。</p> <p>电商 促进电商、快递进社区进农村，推动实体店销售和网购融合发展。</p> <p>在线教育 扩大数字家庭、在线教育等信息消费。</p> <p>移动通信 全面实施战略性新兴产业发展规划，加快新材料、新能源、人工智能、集成电路、生物制药、第五代移动通信等技术研发和转化，做大做强产业集群。今年网络提速降费要迈出更大步伐，年内全部取消手机国内长途和漫游费，大幅降低中小企业互联网专线接入资费，降低国际长途电话费，推动“互联网+”深入发展，促进数字经济加快发展，让企业广泛受益、群众普遍受惠。</p> <p>中国制造2025 加快大数据、云计算、物联网应用，以新技术新业态新模式，推动传统产业生产、管理和营销模式变革。把发展智能制造作为主攻方向，推进国家智能制造示范区、制造业创新中心建设，深入实施工业强基、重大装备专项工程，大力发展先进制造业，推动中国制造向中高端迈进。</p>	首提人工智能、数字经济。
2018	<p>人工智能 发展壮大新动能。做大做强新兴产业集群，实施大数据发展行动，加强新一代人工智能研发应用在医疗、养老、教育、文化、体育等多领域推进“互联网+”。深入推进“互联网+政务服务”，使更多事项在网上办理，必须到现场办的也要力争做到“只进一扇门”、“最多跑一次”。发展“互联网+农业”，多渠道增加农民收入，促进农村一二三产业融合发展。加强全方位公共就业服务，大规模开展职业技能培训，运用“互联网+”发展新就业形态。</p> <p>互联网+ 加大提速降费政策力度，实现高速宽带城乡全覆盖。</p> <p>带宽 加快制造强国建设。推动集成电路、第五代移动通信、飞机发动机、新能源汽车、新材料等产业发展。</p> <p>集成电路、5G 发展工业互联网平台，创建“中国制造2025”示范区。</p> <p>工业互联网 建好新型智库。加强互联网内容建设。深入实施文化惠民工程，培育新型文化业态。</p>	聚焦新兴产业與科技创新，关注互联网+、大数据、人工智能、集成电路、5G

资料来源：彭博

伍力恒

(科技及互联网行业)

电话: (852) 3900 0881

邮件: alexng@cmbi.com.hk

黄群

(互联网及教育行业)

电话: (852) 3900 0889

邮件: sophiehuang@cmbi.com.hk

图 26: 相关板块估值比较

股票代码	货币	股价	CMBI评级	目标价	涨幅空间	市值 (百万美元)	EPS			PE			
							FY0E	FY1E	FY2E	FY0E	FY1E	FY2E	
人工智能 & 大数据													
腾讯	770 HK	HKD	465.2	买入	491.8	6%	563,662	6.8	9.0	11.8	54.8	41.7	32.0
阿里巴巴	BABA US	USD	200.3	买入	237.8	19%	512,948	32.8	42.3	55.0	38.7	30.0	23.0
百度	BIDU US	USD	262.4	买入	289.0	10%	91,354	60.2	73.0	92.5	27.6	22.8	18.0
平均											40.4	31.5	24.3
互联网+ / 互联网服务实体经济													
京东	JD US	USD	45.0	NR	NR	NR	64,233	4.9	7.6	11.0	58.0	37.6	26.0
58同城	WUBA US	USD	83.9	NR	NR	NR	12,336	2.4	3.5	4.3	34.5	23.8	19.5
平均											46.2	30.7	22.7
云计算													
腾讯	700 HK	HKD	465.2	买入	491.8	6%	563,662	6.8	9.0	11.8	54.8	41.7	32.0
阿里巴巴	BABA US	USD	200.3	买入	237.8	19%	512,948	32.8	42.3	55.0	38.7	30.0	23.0
联想	992 HK	HKD	4.1	NR	NR	NR	6,314	0.0	0.1	0.1	58.4	9.2	8.0
金山软件	3888 HK	HKD	29.4	NR	NR	NR	5,143	1.1	1.2	1.6	21.2	20.3	15.1
平均											43.3	25.3	19.5
5G与互联网													
ZTE	763 HK	HKD	28.0	NR	NR	NR	20,073	1.2	1.4	2.0	18.6	16.0	11.4
FIT	6088 HK	HKD	4.6	NR	NR	NR	3,960	0.0	0.0	0.1	19.0	15.1	11.5
长飞光纤	6869 HK	HKD	41.2	NR	NR	NR	3,585	2.4	2.7	3.0	14.1	12.4	10.9
平均											17.2	14.5	11.3
集成电路													
SMIC	SMIC HK	HKD	11.0	NR	NR	NR	6,893	0.0	0.0	0.1	82.4	48.3	21.9
华虹半导体	1347 HK	HKD	17.2	NR	NR	NR	2,280	0.1	0.2	0.2	15.2	13.4	11.2
平均											48.8	30.8	16.6
互联网内容													
腾讯	700 HK	HKD	465.2	买入	491.8	6%	563,662	6.8	9.0	11.8	54.8	41.7	32.0
百度	BIDU US	USD	262.4	买入	289.0	10%	91,354	60.2	73.0	92.5	27.6	22.8	18.0
网易	NTES US	USD	326.9	NR	NR	NR	42,554	101.0	117.9	122.6	20.5	17.6	16.9
微博	WB US	USD	133.0	NR	NR	NR	29,085	2.8	4.1	5.6	47.6	32.5	23.6
陌陌	MOMO US	USD	37.2	买入	50.70	36%	7,334	2.2	2.8	3.3	16.6	13.3	11.3
YY	YY US	USD	117.7	买入	176.00	50%	7,433	51.7	64.0	76.2	14.4	11.6	9.8
阅文	772 HK	HKD	82.5	NR	NR	NR	9,532	0.5	1.0	1.5	132.4	68.0	43.9
金山软件	3888 HK	HKD	29.4	NR	NR	NR	5,143	1.1	1.2	1.6	21.2	20.3	15.1
美图	1357 HK	HKD	10.0	买入	15.00	50%	5,453	-0.1	0.2	0.4	NA	41.4	21.8
IGG	799 HK	HKD	12.0	持有	12.40	4%	2,038	0.2	0.2	0.2	9.3	8.3	8.5
平均											38.3	27.8	20.1

资料来源：彭博

图 27: 核心受益标的

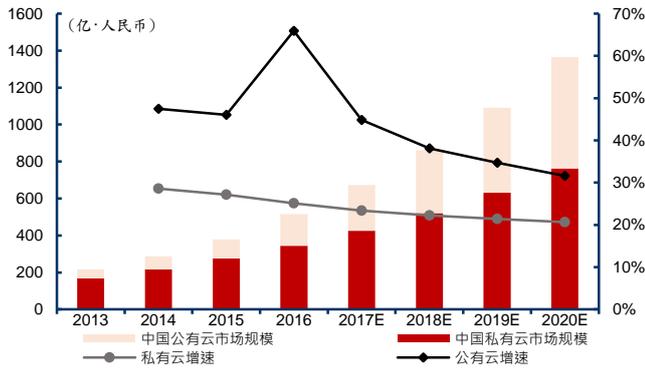
受益板块	核心受益标的
人工智能 & 大数据	阿里巴巴 (BABA US), 腾讯 (700 HK), 百度 (BIDU US)
互联网+ / 互联网服务实体经济	腾讯 (700 HK), 阿里巴巴 (BABA US), 京东 (JD US), 58同城 (WUBA US)
云计算	阿里巴巴 (BABA US), 腾讯 (700 HK), 联想 (992 HK), 金山软件 (3888 HK)
5G与物联网	ZTE (763), FIT (6088), 长飞光纤 (6869)
集成电路	SMIC (981), 华虹半导体 (1347 HK)
互联网内容	阅文集团 (772 HK), 腾讯 (700 HK), 百度 (BIDU US), 网易 (NTES US)

资料来源：招银国际研究

❖ “发展壮大新动能。做大做强新兴产业集群，实施大数据发展行动，加强新一代人工智能研发应用”

招银国际点评：充分体现政策对于高新产业的支持，助于推动新技术的普及与革新（如：人工智能、云计算、大数据）。结合此前十九大多次提及的“数字中国”、“数字经济”、“科技”等关键词，我们认为云计算、人工智能等新技术将充分享受政策春风。1) 大数据：算法优化下广告的精准推送、金融科技智能风控等，基于数据驱动商业的货币化变现将加速显现；2) 云计算：看好以阿里云、腾讯云为代表的云计算全行业渗透；云计算付费客户拓展的同时逐渐向 SaaS 衍生；3) 人工智能：AI+应用多场景渗透；语音/图像识别、智能家居为中短期变现，智能驾驶为长期产业机会。反应至公司层面，由于科技巨头掌握海量数据源、对新技术前瞻研发布局，我们认为将主要利好 BAT。

图 28: 中国云计算行业规模



资料来源：中国信息通讯研究院、招银国际研究

图 29: 百度智能驾驶 L4 小巴士



资料来源：公司、招银国际研究

❖ “在医疗、养老、教育、文化、体育等多领域推进‘互联网+’”

招银国际点评：强调产业信息化建设，助于推动互联网与实体经济的深度融合。

“互联网+”自 2015 年被国务院总理李克强率先提出后，不仅推动了互联网在各个细分领域的渗透，通过数字化运营提升产业效率（例如：微信挂号、支付宝缴纳水电费等），同时也促进了各类新业态/功能的崛起，包括在线教育、电商、共享经济等等。在本次两会报告中，再次重申了“互联网+”的推进，主要体现在：

- 1) **互联网+政务。**“深入推进‘互联网+政务服务’，使更多事项在网上办理，必须到现场办的也要力争做到‘只进一扇门’、‘最多跑一次’。”推动政府事务的高效管理，优化营商环境，为人民群众添便利。利于软件服务公司、云服务等信息产业发展，包括阿里巴巴(BABA US, 买入)、腾讯(700 HK, 买入)、中软国际(354 HK, 未评级)、金蝶国际(268 HK, 未评级)。
- 2) **互联网+农业。**“发展‘互联网+农业’，多渠道增加农民收入，促进农村一二三产业融合发展。”我们认为该项融合将助于加速涉农电商下沉、农业互联网保险的推出。例如，阿里巴巴、京东、苏宁自 2014 年起纷纷大力发展“涉农扶贫”项目，分别从渠道下行、产品上行入手，通过优化物流、采购等基础设施、普及互联网金融多方面渗透至基层。近期，阿里巴巴推出“兴农扶贫”专区等。借助电商天然入口导流及较低的边际成本，成效显著。电商模式下的农产品出口有着天然的优势，政策的大力支持及互联网巨头的投入，将有助于逐渐突破目前中国“农产品上行”面临的物流成本高、宽带覆盖偏低、产品竞争力偏弱等痛点。利好标的：阿里巴巴、京东(JD US, 未评级)、众安保险。
- 3) **互联网+就业。**“加强全方位公共就业服务，大规模开展职业技能培训，运用“互联网+”发展新就业形态。”利好在线教育、网上招聘等细分领域发展，如 58 同城(WUBA US, 未评级)。
- 4) **互联网+医疗。**“创新食品药品监管方式，注重用互联网、大数据等提升监管效能，加快实现全程留痕、信息可追溯。”

❖ “加大提速降费政策力度，实现高速宽带城乡全覆盖”

招银国际点评：报告明确提出运营商“加大网络提速降费力度，明显降低家庭宽带、企业宽带和专线使用费，取消流量漫游费，移动网络流量资费年内至少降低30%，让群众和企业切实受益”。从2012年起国家已提出提速降费战略，包括2013年“宽带中国”战略加快宽带建设，2016年《“十三五”国家信息化规划》强调基础设施建设，以及2017年发布“信息消费”指导意见深入推进提速降费，而此次工作报告再次强调提速降费，显示政策支持力度明显提升。我们相信短期内对运营商的收入产生一定影响，但长远而言，随着近年智能终端日益普及和数据流量高速增长，流量平均资费下降对运营商整体收入和行业格局影响有限。另外，数据流量持续爆发增长以及政策力度提升利好通信基建行业发展，通信网络将成为各产业转型升级的关键，并为培育工业互联网、大数据、人工智能、物联网等新兴产业提供支撑性作用。

❖ “加快制造强国建设。推动集成电路、第五代移动通信、飞机发动机、新能源汽车、新材料等产业发展”

招银国际点评：5G作为下一代信息技术的发展方向和战略制高点，对于信息产业具有非常重要的意义，也是物联网、车联网、工业互联网、人工智能等产业的关键支撑。政府历来高度重视5G的发展，从2012年开始发展5G，2016年初启动5G关键技术研发试验，2017年进行外场技术测试。按照原先规划，2018年进行大规模试验组网，2019年开启预商用，2020年将进行正式商用。此次工作报告再次对5G关键作用做出指引，我们相信国家对5G产业给予充分的政策扶持和资源支撑，未来两年将持续大规模投入，利好整体电信设备行业，建议关注中兴通讯（763 HK，未评级）和昂纳科技（877 HK，未评级）等。

另外，集成电路是电子信息产业的核心，应用领域广泛，同时也对维护国家信息安全具有战略意义，尽管中国是世界最大的半导体消费国，目前国产芯片的自给率尚不足三成。国务院在2015年发布的《中国制造2025》提出，2020年中国芯片自给率要达到40%，2025年要达到50%。为了扶持国产芯片的发展，国家大力支持集成电路产业，如设立了规模近1400亿元人民币的国家集成电路产业投资基金，以及多个地方政府的地方性产业投资基金等，我们相信行业龙头如中芯国际（981 HK，未评级）和华虹半导体（1347 HK，未评级）将会受益。

❖ “发展工业互联网平台，创建‘中国制造2025’示范区”

招银国际点评：随着新一代信息通信技术与先进制造业不断发展融合，工业互联网正在成为新工业革命的关键支撑和深化“互联网+先进制造业”的重要基石。近年来，国家政策不断加速推动工业制造改革进程，从“中国制造2025”开始，一直到2017年年底国务院颁发的《指导意见》，明确提出国家工业互联网创新发展能力、技术产业体系以及融合应用等要达到国际先进水平，特别在十九大之后，智能制造更是成为国家战略焦点。我们认为工业互联网代表着新的生产力方向，将推动传统行业改造升级和培育新动能，不断催生新模式、新业态和新产业，建议关注物联网和工业互联网产业链的传感器与芯片供应商，如舜宇光学（2382 HK，未评级）和中芯国际（981 HK，未评级）等公司。

❖ **建好新型智库。加强互联网内容建设。深入实施文化惠民工程，培育新型文化业态**

招银国际点评：聚焦“互联网+文化”，一方面发挥互联网作为文化传播的优良载体作用（例如 AR/VR 展示历史文物等），同时助于推动网络文化精品化、图书数字化、内容版权化建设。该政策引导下，我们认为利好内容付费板块，如：阅文集团(772 HK, 未评级)，腾讯（腾讯视频、腾讯音乐），百度（爱奇艺），阿里巴巴（优酷土豆）。

此外，我们认为内容建设层面，政策春风和监管肃清将并行。在互联网蓬勃发展之际，我们关注到近期监管步调显著加快，呈现出“广覆盖、高频次、深渗透”的监管特色。1) 广覆盖：游戏告别宽松监管时代，多部门强力监管“双 11”、OTA 平台“搭售”整改等，充分体现出监管盲区的缩小及监管穿透性；2) 高频次：直播行业在经历野蛮生长后于 2017 年进入监管肃严期。广电局、网信办、文化部纷纷针对直播行为下发系列文件，对平台运营、主播行为、用户互动的监控要求不断提高，监管内容愈加细化。3) 深渗透：体现在对即时通讯、视频流媒体等内容监管的健康导向性；同时，游戏也迎来防沉迷新规、逃杀类游戏表态等监管升级。

政策导向下，我们认为，部分内容/文娱行业短期或进入冷静期，但长期反而助于行业的良性发展及大平台的精细化运营。展望未来，我们预计互联网将进入规范化高质化发展时代，政策春风、技术创新和内容监管将并行。

教育行业相关政策解读

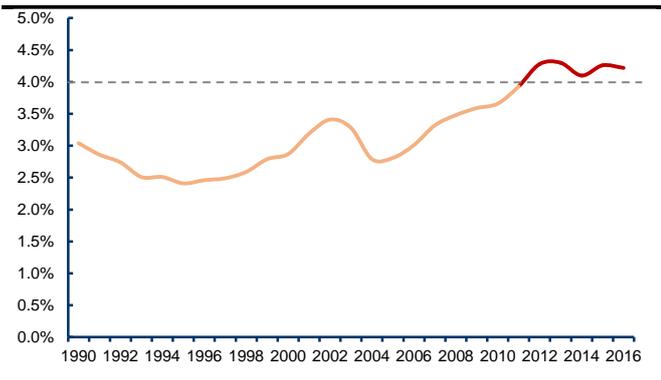
坚持教育优先发展，稳健投入持续

“坚持教育优先发展，财政性教育经费占国内生产总值比例持续超过4%。”

招银国际点评：纵观近20年中国教育行业发展趋势，财政性教育经费占比稳步上升，至2012年后该比例稳定在4%以上。此次两会再次强调教育优先发展，充分体现政府对于教育强国的重视、教育经费的持续投入。而对比西方发达国家教育开支比重，该比例长期仍有提升空间。

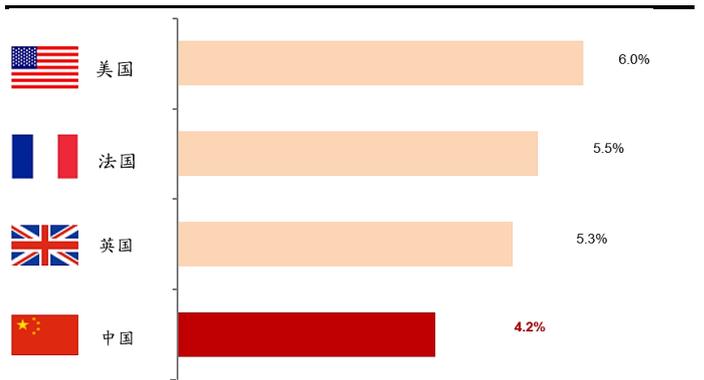
黄群
(互联网及教育行业)
电话: (852) 3900 0889
邮件: sophiehuang@cmbi.com.hk

图 30: 财政教育经费占比连续5年超过4%



资料来源：教育部、招银国际研究

图 31: 中国教育经费/GDP 比重较发达国家仍有提升空间



资料来源：Frost & Sullivan Report、招银国际研究

公平与质量并行

“改善农村义务教育薄弱学校办学条件，提高乡村教师待遇，营养改善计划惠及3600多万农村学生。启动世界一流大学和一流学科建设。重点高校专项招收农村和贫困地区学生人数由1万人增加到10万人。加大对各类学校家庭困难学生资助力度，4.3亿人次受益。劳动年龄人口平均受教育年限提高到10.5年。”

招银国际点评：与以往政府工作报告不同的是，2018年报告重点强调了教育的“公平性”，聚焦缩小教育差距、提升特殊群体教育化程度。配合乡村振兴战略，教育“公平化”工作将主要从三方面落实：**1) 教育投入倾斜**：推动城乡义务教育一体化发展，教育投入继续向困难地区和薄弱环节倾斜；同时继续实施农村和贫困地区专项招生计划。**2) 教师层面**：提高乡村教师待遇。此前教育部于2018年1月印发《教育部教师工作司2018年工作要点》，已明确表示要“推动乡村教师生活补助提标扩面”、实施“援藏援疆万名教师支教计划”；而人大代表张淑琴也为此发声，建议“给乡村教师在职称待遇上适当政策倾斜”，以提升乡村教师留存率及吸引高质量教师流入。**3) 学生层面**：分别从营养改善、贫困学生资助力度、受教育年限等方面提出定性及定量的严格目标。系列指标再次体现教育惠民、精准发力的核心思想。面临“城市挤”和“农村弱”问题，教育部长表示城市学位数量将继续增加、农村地区“提质稳源”，同时按照各省市县政府设定消除大班额的规划。我们认为该政策推动下，将有助于义务教育的均衡发展，而民办教育作为公办教育的补充，或为民办K19阶段区域扩张提供新思路。

“启动世界一流大学和一流学科建设”

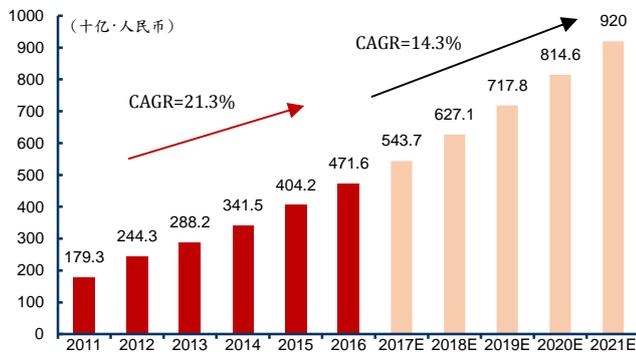
招银国际点评：教育质量优化依旧为主旋律。“双一流”自2015年首次开始实施，2017年公布“双一流”建设高校及建设学科，旨在打通中国高校在全球的上升通道，增强核心竞争力。双一流建设虽为非均衡发展战略工程，但在高等教育总投入里面，其占比约2%，不影响分部教育的发展。我们认为该规划将长期促进教育行业的“高质量发展”，对提升中国高等教育吸引力及整体发展水平、改善高等教育毛入学率等起到“排头兵”作用。

阶段教育：加强学前监管、聚焦 K12 “减负”、支持高/职普及

学前：“要多渠道增加学前教育资源供给，运用互联网等信息化手段，加强对儿童托育全过程监管，一定要让家长放心安心。”

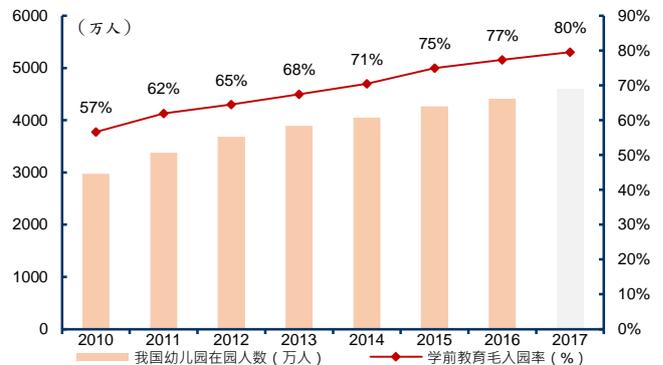
招银国际点评：此前幼教行业负面事件后，幼教已成社会关注、监管规范的重点领域。此次两会再次强调了儿童托管的安全性问题，有助于推动学前教育机构规范化、品质化、信息化运营。一方面，幼教资源稀缺、供给不足；另一方面，大部分幼教机构因量化考核机制匮乏面临办学质量层次不齐、教师资质低、管理难、小学化等问题，导致“供”不应“需”。而此次政策表态，意味着后期幼教财政投入或将加大（北京市此前已计划加大幼教补贴力度），推动普惠性幼儿园数量占比的提升（2020年目标80%），毛入园率的提高（2020年目标85%）。结合教育部长的发言，学前教育法或将逐步推出，“持牌监管+质量监管”将使学前教育更为规范化；其次，我们认为“两教一保”模式下，教师及保育员需求将显现；而幼儿园游戏化推动下，也对学生/儿童减负带来实效。

图 32: 中国学前教育市场规模



资料来源：Frost & Sullivan Report、招银国际研究

图 33: 中国学前教育毛入学率



资料来源：教育部、招银国际研究

K12：“切实降低农村学生辍学率，抓紧消除城镇‘大班额’，着力解决中小学生学习负担重问题。” 推进普及高中阶段教育。”

招银国际点评：一方面，鼓励高中阶段教育的普及，利好 K12 学校学生升学、高中部招生及稳健性经营。另外，两会聚焦中小学生学习“减负”问题，所谓“减负”，主要针对违背教学规律和学生身心发展规律，超出教学大纲、额外增加的学业负担。教育部长陈宝生阐述，将其分为五方面减负：学校减负、校外减负、考试评价减负、老师教学减负、家长和社会减负。重点强调通过两个关键举措进行减负：1) 砍断教师和培训机构在教学方面的联系纽带；2) 综合治理、建立健康教学秩序。

结合此前四部委联合印发的《关于切实减轻中小学生学习负担校外培训机构专项治理行动的通知》及北京、上海、成都等地的整合，我们认为此次“减负”整治力度之大为历年首次，“自上而下”的监管肃严及空前决心将对 K12 线下培训的长期发展产生深远影响。行业层面来看，短期 K12 课后培训机构或迎来行业洗牌，部分“两证”（《营业执照》、《办学许可证》）缺失、私下授课的中小型机构将面临关停，教师及学生或将进一步向持证大平台集中，提升行业集中度。其次，应试教育弱化下，全面素质/兴趣教育或进一步发展。公司层面，目前港股/中概股 K12 线下培训机构主要为**好未来（TAL US, 未评级）**及**新东方（EDU US, 未评级）**，短期或面临部分业务整治（奥数、超纲教学、超时课程、杯赛停办）、招生节奏波动风险，但长期将受益于大平台“同步辅导”业务的健康发展以及“刚需”不减。

职教：“支持社会力量举办职业教育。”

招银国际点评：结合教育部长讲话，职业教育的发展将聚焦“产教融合、校企合作”，并已从三方面逐渐落实：1) 落实规划，出台了《制造业人才发展规划指南》，任务按部门分解；2) 搭建平台：包括职业教育活动周、产教融合对话、全国职业技能大赛等；3) 狠抓质量：组建职教产业集团、搭建实训基地、进行现代学徒制试点。我们认为系列举措将有助于衔接职业教育教学与就业的需求，同时支持社会力量的表态，将促进民间资本进入职业教育，预计职业教育板块将长期受益，重点受益标的包括：**中教控股（839 HK, 未评级）**、**新高教（2001 HK, 未评级）**、**民生教育（1569 HK, 未评级）**、**宇华教育（6169 HK, 未评级）**。

特色规划：“支持中西部建设有特色、高水平大学。发展民族教育、特殊教育、继续教育和网络教育。”

招银国际点评：结合教育部长讲话，对中西部目前已实施中西部高等教育振兴计划、中西部高校能力建设工程、部省合建中西部高校方案。我们认为后期中西部高校的建设将受益于政策春风、教育质量的改善及需求的提升。近期港股市场部分标的在收购地区选择上明显侧重中西部地区，其优势将体现在：竞争小、供不应求（内生需求高）、政策扶持、价格合理，主要受益标的为**中教控股**、**新高教**。

此外，有关继续教育和网络教育，由于该类课程招生名额不受学位名额限制（学费受限），我们预计各大高校将持续引入学生增量。

能源及环保相关政策解读

生态文明建设是 2018 年两会对十九大精神的延伸和具体落实，对于新能源和环保行业影响深远。从政府机构改革角度，我们看到自然资源资产管理和自然生态监管机构的确立，集合生态规划、污染控制和碳减排职责。我们认为新能源和环保类企业，将持续受惠于国家生态文明建设的长期规划，并在机构改革和政策执行细节明晰过程中释放发展动能。

在 2018 年政府工作建议中，依然体现了国家对于能源结构调整的思路。继续实施去产能，压减煤炭消费，降低碳强度。我们预料煤电行业仍处于较大压力局面，有利于煤电去产能措施的继续推进。煤电产能压减，将有助于释放新能源发电空间，预计限电率将在 2017 年基础上进一步改善。对于精准扶贫，我们认为政策层面将继续向光伏运营商倾斜，具备品牌和资金实力的运营商将能够持续获得现金流较好的光伏扶贫项目。对于大气污染治理，政府目标从电力行业拓展至钢铁企业，也将有助于烟气治理企业获取新领域的烟气处理项目订单。

投资推荐

我们认为：

新能源电力运营商龙源电力（916 HK，买入）、协鑫新能源（451 HK，买入）将分别作为风电光伏上市运营的行业龙头，受惠于较好的发电量增长。

精准扶贫方面，协鑫新能源（451 HK，买入）凭规模和品牌优势将能够持续获得扶贫项目。

在大气治理方面，新上市企业博奇环保（2733 HK，未评级）有望通过排放政策进一步收紧增加在非电领域的项目订单。

北控水务（371 HK，未评级）、光大国际（257 HK，未评级）将凭借其在水务环保和垃圾发电领域的龙头地位，在生态文明建设推进落实的过程持续获得项目订单，同时还有望在固废、土壤处理等方面开发新的业务。

政府工作报告中 2018 年能源相关工作建议

我们梳理了李克强总理在政府工作报告中就 2018 年政府工作的建议，其中与能源环保行业相关的计划及方向及点评罗列如下。

- ❖ “继续破除无效供给。坚持用市场化法治化手段，严格执行环保、质量、安全等法规标准，化解过剩产能、淘汰落后产能。今年再压减钢铁产能 3000 万吨左右，退出煤炭产能 1.5 亿吨左右，淘汰关停不达标的 30 万千瓦以下煤电机组。”

招银国际点评：根据中电联数据，2017 年火电利用小时数 4,209 小时，虽同比提高 23 小时，但仍然处于历史低位。加速淘汰落后小煤电机组将有利于火电行业利用小时恢复，增加大型机组利用率。能源局 2018 年全年规划煤炭产量 37 亿吨，较 2017 煤炭消费量 34.5 亿吨高 7.2%。结合用电量及能源需求增长情况，预料煤炭供应处于较紧局面，煤炭价格处于较高位运行。火电企业仍将面临压力。

萧小川
(新能源及环保行业)
电话: (852) 3900 0849
邮件: robinxiao@cmbi.com.hk

❖ “电网环节收费和输配电价格，一般工商业电价平均降低10%。”

招银国际点评：继电改开放售电侧及电力市场化交易后，2018年改革的方向转向输配电端，进一步降低工商业用电成本。预计具体的政策方向将会针对电网，对于发电企业影响为中性，但也不排除电网输配电费用减免将让渡一部分空间给予火电，以缓解高煤价之下的经营形势。

❖ “健全生态文明体制。改革完善生态环境管理制度，加强自然生态空间用途管制，推行生态环境损害赔偿制度，完善生态补偿机制，以更加有效的制度保护生态环境。”

招银国际点评：将环保管理更进一步推进到生态层面，对于工程项目的评估将从过往的环评制度角度推进至生态环境影响评估，并长期持续。2017年受地方政府环评及环境政策收紧影响，风电投资录得第二年下滑。预料较为严格的环境评估制度在2018年将固化，并增加生态评估影响因子，预料未来能源及环保类项目的项目开发过程将需要更为严谨，项目开发周期有可能受要求提升而拉长。项目开发的成本是否会受影响还有待观察。

❖ “加大精准脱贫力度。今年再减少农村贫困人口1000万以上，完成易地扶贫搬迁280万人。深入推进产业、教育、健康、生态扶贫，补齐基础设施和公共服务短板，激发脱贫内生动力。强化对深度贫困地区支持，中央财政新增扶贫投入及有关转移支付向深度贫困地区倾斜。”

招银国际点评：分布式项目是能源行业参与精准扶贫的重要形式。2016-17年光伏企业通过投资兴建光伏扶贫项目，并协助地方对贫困户建卡并按年度发放售电收入扶贫补助，体现了分布式项目精准扶贫的良好效果。各省也在2017年将大部分的地面电站建设指标划分为扶贫项目，预料2018年村级扶贫项目将会是光伏扶贫项目的主要拓展方向。我们预料规模较大，企业品牌良好并具备资金渠道优势的新能源运营商将继续主导光伏扶贫项目的开发。同时，由于获得中央财政及政策支持，预料扶贫项目的电价收入现金流将优于普通地面电站项目，在项目贷款方面也将获得较好的资金支持。

❖ “推进污染防治取得更大成效。巩固蓝天保卫战成果，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。推动钢铁等行业超低排放改造。提高污染排放标准，实行限期达标。开展柴油货车超标排放专项治理。深入推进水、土壤污染防治，今年化学需氧量、氨氮排放量要下降2%。实施重点流域和海域综合治理，全面整治黑臭水体。加大污水处理设施建设力度，完善收费政策。”

招银国际点评：烟气治理的范围日渐扩大，从电力行业逐步拓展至钢铁等行业，从自备电延伸至高耗能企业生产过程中的污染物排放。此外在水、土污染防治、流域、海域黑臭水治理等方面继续推进和完善污染物控制和收费政策。预料水、固废、烟气、土壤治理企业将有望受惠于政策进一步明晰化，工程项目业务量将继续获得较好发展。

政府机构改革：组建自然资源部及生态环境部

国务院3月13日向全国人大就国务院改革方案说明中，我们认为新组建的自然资源部及生态环境部将对能源和环保行业产生深远影响。

- ❖ **组建自然资源部：**“不再保留国土资源部、国家海洋局、国家测绘地理信息局。整合国土资源部职责，国家发改委主体功能区编制职责，住建部城乡规划管理职责，水利部水资源调查和确权登记管理职责，农业部草原资源调查和确权登记管理职责，国家林业局森林、湿地等资源调查和确权登记职责，国家海洋局职责，国家测绘地理信息局职责。”

招银国际点评：我们关注发改委主体功能区域编制职责被划入自然资源部。未来在能源及耗能项目的布局 and 开发，将更加强调资源环境的承载能力，促使各项资源协调发展。

- ❖ **组建生态环境部：**“不再保留环境保护部。整合环保部职责，发改委应对气候变化和减排职责，国土部监督防止地下水污染职责，水利部编制水功能区划、排污口设置管理、流域水环境保护、农业部监督指导农业面源污染治理职责、海洋局海洋环境保护职责、南水北调环境保护职责。”

招银国际点评：环保部过往职能更偏重于以量化标准为手段，对污染物行使事中监督管理、事后控制惩罚。此次进一步将生态纳入，将使环境管理从要素管理转向生态管理，从单一污染物要素约束上升为系统化调控。纳入多个部门的职责有利于提升污染治理效率，统一协调发展。结合自然资源部的建立，我们预料未来能源项目、高能耗项目、环保项目的开发从立项之初开始将会受到更为严谨的环境影响评价，并进一步拓展至生态影响评价。

此外，我们也关注发改委应对气候变化减排职责被纳入生态环境部。气候变化减排职责涉及碳强度及碳排放等有关政策及措施，结合环保部2018年开始执行的排污许可管理办法，我们预料新组建的生态环境部将对污染物排放以及碳减排的初始指标核定和交易采取近似思路，并有望通过价格杠杆来服务于生态文明建设。

吴永泰，CFA
(医药行业)
电话: (852) 3761 8780
邮件: cyrusng@cmbi.com.hk

医药行业相关政策解读

- ❖ 李克强总理在《政府工作报告》中多次提及医药产业领域，包括三医联动、公立医院综合改革、药械审批制度改革、药品监管体制改革等。

推进分级诊疗

推进分级诊疗，把病人从大医院导向小医院，提升医疗系统效率；推进“小病不出村，大病不出县”

，完善基层卫生服务让贫困户也能看病无忧。

- ❖ “加强全科医生队伍建设，推进分级诊疗。继续提高基本公共卫生服务经费人均财政补助标准。”

招银国际观点：病人将从三级医院流向二级和一级医院，基层医疗将发挥更大作用。对药企来说，重点市场将由大医院流向基层医院，利于有着自身强大的销售队伍的业务拓展。

- ❖ “支持社会力量增加医疗、养老、教育、文化、体育等服务供给。”

招银国际观点：民间资本将成为积极推动基层医疗发展的重要动力，引入民间资本亦将有助于提升医院的营运效率，助力医院扩容整合。

推进医保系统改革

- ❖ “深化公立医院综合改革，协调推进医疗价格、人事薪酬、药品流通、医保支付改革，提高医疗卫生服务质量，下大力气解决群众看病就医难题。”

招银国际观点：由于人口老化，医保结余开始出现压力，医保系统的改革必定继续在医改的核心部份。控药占比、按病种收费等的政策定必继续推行，控费将会继续。以往过度给药的情况将会消失。具有实质疗效，性价比高，高价原研药的替代品将会受惠，相反，辅助用药将备受打击。

- ❖ “提高基本医保和大病保险保障水平，居民基本医保人均财政补助标准再增加 40 元，一半用于大病保险。”

招银国际观点：对大病医保投入的增加，引入市场机制确保大病医保报销比例不低于 50%，将重大利好大病用药如抗癌药的市场扩容。

国务院机构改革方案

提升议价能力 - 国家医疗保障局

- ❖ “将人力资源和社会保障部的城镇职工和城镇居民基本医疗保险，生育保险职责，国家卫生和计划生育委员会的新型农村合作医疗职责，国家发展和改革委员会的药品和医疗服务价格管理职责，民政部的医疗救助职责整合，组建国家医疗保障局，作为国务院直属机构。其主要职责是，拟订医疗保险、生育保险、医疗救助等医疗保障制度的政策、规划、标准并组织实施，监督管理相关医疗保障基金，完善国家异地就医管理和费用结算平台，组织制定和调整药品、医疗服务价格和收费标准，制定药品和医用耗材的招标采购政策并监督实施，监督管理纳入医保范围内的医疗机构相关服务行为和医疗费用等。同时，为提高医保资金的征管效率，将基本医疗保险费、生育保险费交由税务部门统一征收。”

招银国际观点：医保局除了本身医疗保险付款的职能外，还加了原发改委药品招标的职责，定价付款集于一身，提升医保局跟药企的议价能力。可以预见药企以价换量的情况将继续出现，虽然不利于药企的利润率表现，但长远量的增长将更有利于药企的发展。

继续推动医改 - 国家卫生健康委员会

- ❖ “方案提出，将国家卫生和计划生育委员会、国务院深化医药卫生体制改革领导小组办公室、全国老龄工作委员会办公室的职责，工业和信息化部的牵头《烟草控制框架公约》履约工作职责，国家安全生产监督管理总局的职业安全健康监督管理职责整合，组建国家卫生健康委员会，作为国务院组成部门。其主要职责是，拟订国民健康政策，协调推进深化医药卫生体制改革，组织制定国家基本药物制度，监督管理公共卫生、医疗服务、卫生应急，负责计划生育管理和服务工作，拟订应对人口老龄化、医养结合政策措施等。保留全国老龄工作委员会，日常工作由国家卫生健康委员会承担。民政部代管的全国老龄协会改由国家卫生健康委员会代管。国家中医药管理局由国家卫生健康委员会管理。不再保留国家卫生和计划生育委员会。不再设立国务院深化医药卫生体制改革领导小组办公室。”

招银国际观点：预料卫生健康委员会将会继续研究深化医改重大方针及政策的单位。协调医改的组织由国务院组成机构调整为部委下属机构，我们认为三医联动中的医药及医疗改革已取得重要的进展，而医保改革亦已由独立的医保局带动，显示医改已进入到一个较为成熟的阶段。

精简架构，提升效率 - 国家药品监督管理局

- ❖ “方案提出，将国家工商行政管理总局的职责，国家质量监督检验检疫总局的职责，国家食品药品监督管理总局的职责，国家发展和改革委员会的价格监督检查与反垄断执法职责，商务部的经营者集中反垄断执法以及国务院反垄断委员会办公室等职责整合，组建国家市场监督管理总局，作为国务院直属机构。其主要职责是，负责市场综合监督管理，统一登记市场主体并建立信息公示和共享机制，组织市场监管综合执法工作，承担反垄断统一执法，规范和维护市场秩序，组织实施质量强国战略，负责工业产品质量安全、食品安全、特种设备安全监管，统一管理计量标准、检验检测、认证认可工作等。考虑到药品监管的特殊性，单独组建国家药品监督管理局，由国家市场监督管理总局管理。市场监管实行分级管理，药品监管机构只设到省一级，药品经营销售等行为的监管，由市县市场监管部门统一承担。”

招银国际观点：过去几年，药监在提升药品质量（一致性评价，临床数据核查等），加快药品审批等方向都取得突破性进展，药品监管机构只设到省一级，可精简架构，提升效率。相信药监局将保持过去几年政策的发展方向，无疑将继续利好一众有突出研发能力及在研产品的企业，在港上市的公司如石药(1093 HK，买入)，中国生物制药(1177 HK，未评级)，三生制药(1530 HK，买入)等具有领先研发能力及强在研产品的药企将会受惠。

但国务院总理李克强在十三届全国人大一次会议闭幕后答记者问时表示，中国将继续降低进口商品关税力争抗癌药零税率，预料将为本土企业带来竞争。

设备及机械行业相关政策解读

淘汰黄标车

- ❖ “加强散煤治理，推进重点行业节能减排，71%的煤电机组实现超低排放。优化能源结构，煤炭消费比重下降8.1个百分点，清洁能源消费比重提高6.3个百分点。提高燃油品质，淘汰黄标车和老旧车2000多万辆。”
- ❖ **招银国际观点：**黄标车包括排放标准达不到国一的汽油车和国三的柴油车。据我们了解，现时国内路上的国三重卡约为200万辆，约占整体重卡保有量的1/3，我们相信加快淘汰黄标车和老旧车对发动机及重卡行业有利，有助提升置换需求并减低今年重卡销售下跌的幅度，生产商如**潍柴动力（2338 HK，买入）**和**重汽（香港）（3808 HK，买入）**将受惠。此外，我们相信加快换车也有助加快轮胎及午轮胎钢帘丝的销售，对国内最大的子午轮胎钢帘丝生产商**兴达国际（1899 HK，买入）**有利。

高端制造

- ❖ “加快制造强国建设。推动集成电路、第五代移动通信、飞机发动机、新能源汽车、新材料等产业发展，实施重大短板装备专项工程，发展工业互联网平台，创建‘中国制造2025’示范区。大幅压减工业生产许可证，强化产品质量监管。全面开展质量提升行动，推进与国际先进水平对标达标，弘扬工匠精神，来一场中国制造的**品质革命**。”
- ❖ **招银国际观点：**我们相信制造业升级将拉动高端数控机床的需求，由于技术瓶颈，现时国内仍然非常依赖进口的高端数控机床。根据国统局及中国海关的数据，2017年中国进口的机床数量同比增长23%，而国内的产量则同比下跌18%，显示市场对高端机床的需求强劲。我们相信这个分化的趋势将会持续，主要由于中国消费及制造业正逐渐从以往追求价格优势提升至追求质量优势，例如汽车及电子产品行业。我们相信对主攻高端市场的**津上机床（中国）（1651 HK，买入）**有利。此外，我们相信高质注塑机的需求也将会提升，有利积极推行工厂的数字化与自动化改造的**海天国际（1882 HK，未评级）**。

一带一路

- ❖ “推进‘一带一路’国际合作。坚持共商共建共享，落实‘一带一路’国际合作高峰论坛成果。推动国际大通道建设，深化沿线大通关合作。扩大国际产能合作，带动中国**制造和中国服务**走出去。优化对外投资结构。”
- ❖ 此外，根据商务部，2017年，中国与“一带一路”相关国家进出口总额1.1万亿美元，增长14.8%，高于全国外贸总体增速3.4个百分点，相关国家和地区贸易便利化水平不断提高。对“一带一路”沿线国家直接投资额144亿美元，涉及农业、制造业、基础设施等诸多领域。一批铁路、公路、港口等基础设施相继建成，一批能源、资源合作项目顺利推进，一批制造业项目竣工投产。中国在“一带一路”相关国家已经建设了75个境外经贸合作区，累计投资270多亿美元。和24个国家或地区签署了16个自由贸易协定。对“一带一路”沿线国家完成营业额855亿美元，增长12.6%，占对外承包工程业务完成营业额比重为50.7%。
- ❖ **招银国际观点：**我们相信工程机械及设备制造商将继续受惠于中国持续推进的一带一路倡议，例如**中联重科（1157 HK，未评级）**现时已在中亚、印巴以及泰国等地设立工业区或生产基地。**三一国际（631 HK，未评级）**的煤机及港口机械早已进占全球市场，当中包括一带一路沿线地区。**重汽（香港）（3808 HK，买入）**也在加大非洲及东南亚等地区的销售，并且希望进一步提升出口比例。此外，**兴达国际（1899 HK，买入）**现时在泰国兴建生产线，有助进一步开拓东南亚市场。

冯键嵘，CFA
 （机械及设备）
 电话：(852) 3900 0826
 邮件：waynefung@cmbi.com.hk

银行及证券行业相关政策解读

稳步降杠杆，激活优化存量

积极推进市场化债转股

- ❖ 2018年政府工作报告将“防风险、控杠杆”列为三大攻坚战之首，并提到，要“加快市场化法治化债转股和企业兼并重组。”
- ❖ 3月12日，中国银监会副主席王兆星被问及市场化债转股问题时表示，各部门目前正在完善相关配套设施，相信下一步市场化债转股进程会进一步加快，并希望债转股实施机构尽可能多元化，资本和资金来源也要尽可能多元化，并提到只要符合条件，即使是非银行机构，也可参与到市场化债转股的进程中。

招银国际点评：市场化债转股自2016年10月启动以来，取得一定进展，五大国有银行已分别成立专门的资产管理公司，运营债转股相关业务。有报告指签约项目金额已超万亿元人民币，但实际落地比例不足两成。今年初，发改委联合多部委发布《关于市场化银行债权转股权实施中有关具体政策问题的通知》，被市场视为市场化债转股“松绑”的信号，包括对“股债结合”方式的认可、拓宽资金来源（如私募股权基金）和实施对象范围（各种所有制企业）、增加纳入债转股的债券类型（非银行债权）、允许转股形式创新（如发行股权类融资工具、转优先股）等。

鉴于国家对于降低宏观杠杆率的决心，我们预期市场化债转股将会加速。目前债转股的主体为央企和国企，相信已成立资管公司的五大国有银行仍将在这其中扮演最重要的角色。不过，由于本轮市场化债转股的实施方式仍不够明确，且个案性质较强，因此其对实施主体的影响仍有待观察。

降低拨备覆盖率监管标准

- ❖ 银监会在两会前夕下发《关于调整商业银行贷款损失准备监管要求的通知》，按照“同质同类、一行一策”的原则，依据各家银行在贷款分类准确性、处置不良贷款主动性及资本充足性方面的表现，可将拨备覆盖率调整至120%~150%，拨贷比调整至1.5%~2.5%。银监会指出，此举旨在督促商业银行加大不良处置力度，真实反映资产质量，为服务供给侧改革、支持实体经济发展腾出更多信贷额度。

招银国际点评：我们认为，银监会本次调降拨备覆盖率采取了对商业银行进行分类和精细化管理的方式，体现了监管政策强调“差异化、差别化”的趋势。原则上，在三个参考标准方面表现更优的银行将获得更大的监管标准下调空间，在目前中性偏紧的货币政策下，能够通过加大核销和处置腾出更多信贷额度，这也符合监管引导资金服务实体经济的方向。

监管标准的适度下调并不意味着监管放松，同时我们也不认为有望获得下调资格的银行将大幅降低其拨备覆盖率，原因在于1)目前优质银行处于资产质量渐趋稳定、盈利回升通道，拨备覆盖率逐步提升，符合拨备“以丰补歉”的逆周期特性，2) IFRS 9的实施将拨备的计提标准由“已发生”改为“预期”，对于H股上市而言，将增加银行对拨备的计提，3)从《通知》中就实际拨备覆盖率低于150%的银行在处置因此多增的利润上的限制，也间接体现了监管的态度，即降低标准的是希望加大核销而非减少计提并借此做高利润。

我们根据银监会给出的量化衡量标准，并结合H股上市银行2017年中期及三季报（部分银行未披露）数据进行测算，结果显示，政策最主要的受害者是国有大行及龙头股份行。我们认为这一政策的信号意义大于实质影响，主要是不良确认准确、处置力度较大而资产质量压力减小的银行无需额外维持较高的覆盖拨备率。

隋晓萌

(银行及证券行业)

电话: (852) 3761 8775

邮件: suixiaomeng@cmbi.com.hk

图 34：拨备覆盖率标准可下调测算

	拨备覆盖率可下调至		
	120%	130%	140%
公司名称	中国银行 (3988 HK)	工商银行 (1398 HK)	建设银行 (939 HK)
	招商银行 (3968 HK)	农业银行 (1288 HK)	交通银行 (3328 HK)
			邮储银行 (1658 HK)
			中信银行 (998 HK)
			光大银行 (6818 HK)
			徽商银行 (3698 HK)
			天津银行 (1578 HK)

资料来源：中国银监会、各银行定期报告、招银国际证券

推广普惠金融

- ❖ 2018 年政府工作报告中多次提及普惠金融的推广，“改革完善金融服务体系，支持金融机构扩展普惠金融业务，规范发展地方性中小金融机构，着力解决小微企业融资难、融资贵问题。”“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。”
- ❖ 3 月 19 日，银监会网站公布，为配合国家的乡村振兴战略、打好脱贫攻坚战，以及聚焦小微金融服务薄弱环节、推动其高质量发展，已在近期印发《关于做好 2018 年三农和扶贫金融服务工作的通知》和《关于 2018 年推动银行业小微企业金融服务高质量发展的通知》，对这两类业务的发展把目标进行了进一步明确和细化，其中要点包括：

三农和扶贫：1) 在涉农贷款余额持续增长基础上，力争普惠性农户经营性贷款和普惠型涉农小微企业贷款增速总体不低于各项贷款平均增速，2) 扶贫小额信贷和精准产业扶贫贷款总体高于各项贷款平均增速；3) 对符合条件、建档立卡贫困户的小额贷款需求能贷尽贷；4) 涉农、精准扶贫贷款不良率高出自身各项贷款不良率年度目标 2 个百分点及以内的，可不作为银行内部考核评价的扣分因素等。

小微：在维持现有“三个不低于”基础上，重点针对单户授信 1000 万元人民币及以下的小微贷款提出“两增两控”新目标，“两增”即该类贷款同比增速不低于各项贷款同比增速、贷款户数不低于上年同期；“两控”即合理控制其资产质量和综合成本。

招银国际点评：去年，在国务院推动下，国有大型商业银行已完成了普惠金融事业部的建立；9 月底，央行公布了基于普惠金融业务的定向降准政策。国家从政策层面以“差异化、差别化”方式调节流动性、引导信贷投向的趋势愈发明显。普惠金融涉及的商业银行范围较广，既包括政策执行排头兵的国有大行，也包括服务当地经济的城商行、农商行等，这其中可关注涉农业务较强的大型银行如**农业银行 (1288 HK, 未评级)**和**邮储银行 (1658 HK, 未评级)**，优质农商行**重庆农商行 (3618 HK, 未评级)**，及以服务小微企业为特色的**民生银行 (1988 HK, 未评级)**。尽管普惠金融在收益方面或对银行业绩并不具有正面提振作用，但政府对普惠金融推广力度的加大，不排除后续仍有差异化政策出台，鼓励和支持普惠金融业务领先的银行。

金融业对外开放

- ❖ 2018 年政府工作报告中提到，要“推动形成全面开放新格局”，其中包括“放宽或取消银行、证券、基金管理、期货、金融资产管理公司等外资股比限制，统一中外资银行市场准入标准。”

- ❖ 3月9日，央行行长周小川在“金融改革与发展”记者会上表示，过去几年的“沪港通”、“深港通”、“债券通”等都是金融市场上的对外开放，“意味着中国在货币可兑换方面逐渐迈出坚实稳定的步伐。预计这种开放的趋势还会继续加大。”央行副行长易纲强调了对外开放中严控风险的重要性，“放宽或取消外资一些股比限制。实际上这是体现了内外资一视同仁，这并不意味着放松监管。”
- ❖ 自去年全国金融工作会议后，我国金融行业对外开放的方向和政策逐步明确和细化。相关内容写入十九大报告，国务院也印发文件，要求明确部分行业的对外开放时间表和路线图。在去年11月美国总统特朗普访华时，中方做出了一系列针对金融领域对外开放的承诺，而此次将具体开放形式写入政府报告，意味着相关举措最快在年内有望落地。

证券业对外开放

- ❖ 就在政府工作报告发布数日后，证券行业即有所动作。在3月9日的例会上，证监会公布，将对《外资参股证券公司设立规则》进行修订，拟更名为《外商投资证券公司管理办法（征求意见稿）》（下称“征求意见稿”），并向社会公开征求意见，在得到反馈后将尽快修改并发布实施。

此次征求意见稿的修订主要涉及以下几个方面：

1. **放开外商持股比例上限：**包括参与度可由“参股”上升至“控股”、放宽单一境外投资者及全部境外投资者持有上市证券公司股份的比例上限；
2. **放宽业务准入范围：**从过去的三项业务逐步放宽至其他业务范畴；
3. **完善对境外股东的要求条件：**增加要求境外股东必须为金融机构，且具有国际声誉、拥有位于国际前列的经营业绩以及高水平的信用状况等；
4. **新增对于实际控制人变更对外资持股情况影响的政策。**

图 35：中国证监会对外商投资证券公司相关办法的修订

#	更改	《外商投资证券公司管理办法（征求意见稿）》	《外资参股证券公司设立规则》
1	允许外资控股合资证券公司	合资证券公司的境内股东条件与其他证券公司的股东条件一致；外资“由参转控”，更改《办法》名称	境外股东持股比例或者在外资参股证券公司中拥有的权益比例，累计（直接持有和间接控制）不得超过49%；至少有1名境内股东的持股比例或在外资参股证券公司中拥有的权益比例不低于49%。
2	逐步放开合资证券公司业务范围	允许新设合资证券公司根据自身情况，依法有序申请证券业务，初始业务范围需与控股股东、第一大股东的证券业务经验相匹配。	可经营业务范围：股票（人民币普通股、外资股）和债券（政府债、公司债）的承销与保荐；外资股的经纪；债券（政府债券、公司债券）的经纪和自营；证监会批准的其他业务。
3	统一外资持有上市和非上市两类证券公司股权的比例	将全部境外投资者持有上市内资证券公司股份的比例调整为“不超过我国证券业对外开放所作的承诺”。	全部境外投资者持有（直接持有和间接控制）上市内资证券公司股份的比例不得超过25%。
4	放宽单个境外投资者持有上市证券公司股份的比例限制	通过证券交易所的证券交易或者协议收购方式，单个境外投资者持有或通过协议、其他安排与他人共同持有上市证券公司已发行的股份比例不得超过30%。	单个境外投资者持有（直接持有和间接控制）上市内资证券公司股份的比例不得超过20%。
5	完善境外股东条件	境外股东须为金融机构，且具有良好的国际声誉和经营业绩，近3年业务规模、收入、利润居于国际前列，近3年长期信用均保持在高水平。	所在国家或者地区具有完善的证券法律和监管制度，已与中国证监会或者中国证监会认可的机构签定证券监管合作谅解备忘录，并保持着有效的监管合作关系；所在国家或者地区合法成立，至少有1名是具有合法的金融业务经营资格的机构；境外股东自参股之日起3年内不得转让所持有的外资参股证券公司股权；持续经营5年以上，近3年未受到所在国家或者地区监管机构或者行政、司法机关的重大处罚；近3年各项财务指标符合所在国家或者地区法律的规定和监管机构的要求；具有完善的内部控制制度；具有良好的声誉和经营业绩；中国证监会规定的其他审慎性条件。
6	明确境内股东的实际控制人身份变更导致内资证券公司性质变更相关政策		

资料来源：中国证监会、招银国际证券

招銀国际点评：若方案最终落实，我们认为，已以非控股股东身份参股中国证券公司的外资金金融机构，将最有可能透过增加持股比例而率先控股境内证券公司。根据公开信息，现时国内共有 6 家中外（不含港澳台）合资的证券公司，包括：瑞银证券（24.99%）、高盛高华证券（33.3%）、东方花旗证券（33.3%）、摩根士丹利华鑫证券（49.0%）、中德证券（33.3%）和瑞信方正证券（33.3%）（括号中为外资持股比例）。而摩根士丹利及瑞银在去年 11 月财政部公布将放开控股权予外资后，都曾表示有意增加其在中国境内证券公司的持股比例。而对于尚未参股、希望借助此次开放契机进入我国市场的外资金金融机构而言，从难易程度和经济性上考虑，中小型的境内证券公司更有可能成为他们的标的。

就业务范畴而言，此前，外资参股的境内证券公司可经营的业务范围有限，特别是在我国证券行业最主要的收入来源——经纪业务方面受到限制较大。因此，大部分合资证券公司最主要的业务为投行业务，且整体规模较小，盈利能力和竞争力较弱。但在业务范围放宽之后，我们认为这一情况将得到改善。合资券商的收入将更趋多元化，特别是在外资金金融机构具有先进经验和优势的机构类业务、高净值客户业务等方面，将有机会会有更大作为。

此次征求意见稿中完善了对外资股东的条件，要求其在国际上具有一定水平的声誉、经验、业绩与信用，这对于为我国证券行业引入高质量的境外参与者、引进国际先进经验及营运模式、促进市场良性竞争、提升行业整体竞争力和国际化水平等方面，都将起到积极的作用。外资控股境内券商的诞生，一定程度上将影响市场的竞争格局，不过，业务的培育与发展需要时间，同时外资金金融机构对我国股票市场特别是经纪业务也需要更深入的理解，而我国优秀、成熟的大型券商已经建立起了较高的业务壁垒，预计外资持股比例的增加，短期内不会对境内行业龙头造成重大冲击。

对外开放包含两层含义，除本次征求意见稿涉及的“引进来”外，还有“走出去”的一面。去年 11 月在中美领导人会晤期间，中方特别提出要求美方推动**中金公司（3908 HK，买入）**独立在美申请相关金融业务牌照的进程，意味着中金或将在未来我国证券业对外开放进程中持续发挥先头作用。

银行业对外开放

在财政部去年 11 月公布要“取消中资银行和金融资产管理公司外资单一持股不超过 20%、合计持股不超过 25%的限制，实施内外一致的银行业股权投资比例规则”后，银监会曾表示，此次政策调整的核心是在银行业股权投资比例管理方面实施国民待遇。未来的对外开放政策方向主要有三：1) 放宽外国银行商业存在形式，2) 扩大外资银行业务经营空间，包括取消外资银行人民币业务等待期，支持外国银行分行从事政府债券相关业务、放宽外国银行分行从事人民币零售存款要求等，以及 3) 调整外国银行分行营运资金管理要求和监管考核方式。

今年 2 月，银监会修订了《外资银行行政许可事项实施办法》，为外资法人银行开展对银行业金融机构股权投资提供法律依据、简化行政许可程序、统一中外资银行市场准入标准等。本次两会期间并未专门针对银行业对外开放提出新的政策，但会议再度确认了对外开放的必要性，而银行业的开放从去年下半年开始进入加速期，相信今年内将有更多细节出台落实。

外资对中资银行的股权投资主体主要为外资银行，近几年整体的持股规模呈缩小态势。对于外资银行来说，本轮对外开放是一个重新进入中国银行业的机遇。从过往投资案例来看，股权投资对象以优质城商行居多，未来相信这样的趋势也将持续；对于大型商业银行来讲，由于其自身体量庞大，相信不易受到外资带来的冲击。

高质量发展多层次资本市场，提高股权融资占比

- ❖ 2018年政府工作报告中总结过去五年工作时提到，“积极稳妥去杠杆，控制债务规模，增加股权融资”，而对于未来发展，亦多次提及发展多层次资本市场、提升直接融资占比的重要性，“深化多层次资本市场改革，推动债券、期货市场发展。”“提高直接融资特别是股权融资比重。”

招银国际点评：去年的全国金融工作会议、十九大报告及本次的政府工作报告中都屡次提到要大力发展多层次资本市场，特别是直接融资；而本次又着重提到要提升股权融资的占比。目前A股IPO恢复常态化，但过会率大幅下降，显示监管部门对于首发上市公司的要求趋严。而再融资市场在新规实施之后，也逐渐优化结构、趋于规范。在这种背景下，我们认为拥有优质客户资源、业务合规性高、投行业务实力强且经验丰富的行业龙头证券公司，如**中信证券（6030 HK，买入）、广发证券（1776 HK，持有）、中信建投（6066 HK，买入）、中金公司（3908 HK，买入）**等将迎来更好的发展契机。

消费行业相关政策解读

中国经济由高速增长转向高质量发展，消费和服务业贡献增加

中国经济由高速增长转向高质量发展，消费和服务业的贡献在增加。在 2018 年的政府工作报告中，李克强总理回顾了过去五年的成果，消费行业的贡献率由 2012 年的 54.9% 提高到 2017 年的 58.8%，服务业比重亦从 45.3% 上升到 51.6%，成为经济增长主动力。而且即使经济发展重点已由高速增长转移至高质量增长的情况下，我国居民收入仍然年均增长 7.4%，超过经济增速，社会消费品零售总额年均增长 11.3%，网上零售额更达年均增长 30% 以上，可见经济增长已实现由主要依靠投资、出口拉动转向以靠消费、投资、出口协同拉动。

我们认为未来一年积极扩大消费是仍然是一个重点发展的主题

去年十九大时中央政府提出了改善民生和促进消费的主要理念，包括：

- 1) 解决人民日益增长的美好生活需要和发展不平衡不充分之间的矛盾，全面推进精准扶贫，缩小城乡区域发展，收入分配和居民生活水平差距；
- 2) 令人民生活更为宽裕，中等收入群体比例明显提高，全面建成小康社会；
- 3) 加大民生投入，解决群众在就业、教育、医疗、居住、养老、文化内容、体育服务供给等方方面面的问题；
- 4) 消费升级、产业升级，深化供给侧结构性改革。建设现代化经济体系，加快发展先进制造业，推动互联网、大数据、人工智能和实体经济深度融合，在中高端消费、创新引领、现代供应链等领域培育新增长点、形成新动能。

而今年 3 月为贯彻十九大的理念，在两会中提到许多实际施政建议，包括：

1) 提高就业质量和人民收入水平，缩小收入分配差距

1.1 提高人民收入水平

两会当中提到措施包括 1) 合理调整社会最低工资标准，2) 完善机关事业单位工资和津补贴制度，向艰苦地区，特殊岗位倾斜，3) 继续提高退休人员基本养老金，和城乡居民基础养老金。我们认为中高收入人士的收入增长更容易受惠于社会创新事业的发展，所以为了保障及改善其他人民的发展不平衡不充分的矛盾，以缩小居民生活水平差距，政策主要都是偏向于扶植低下阶层的。

1.2 改革个人所得税

重点措施包括提高个人所得税起征点，这是相当重要的议题，以往已有七年没有提高这个水平，现在这个时间点也是非常合适的，因为社会零售销售增速在同期也一直下滑，在 2018 年应有望加速。城镇和农村人均收入在 2016 年时比 2011 年共增长了 43%/56%，但起征点却只停留在 3500 元，如今假若能把标准提上 8,000 至 10,000 元人民币，可有效减低低收入人士的负担，增加他们实际收入超过 20-30%，可以大大改善生活水平。

胡永匡
(消费行业)
电话: (852) 3761 8776
邮件: walterwoo@cmbi.com.hk

1.3 改善就业

对比 2017 年的政府工作报告，其实新增了一个新的指标，就是“城镇调查失业率 5.5% 要在以内”，以往只有“城镇登记失业率 4.5%以内”，我们认为这个更符合实际情况的要求，更有效改善实际就业。

1.4 精准脱贫，改善民生

对于扶贫，两会中亦指出，今年要在减少农村贫困人口 1000 万人以上，完成易地扶贫搬迁 280 万人。同样地，为了解决居民生活和收入，缩小城乡区域发展的差距，绝对需要加大脱贫的力度和精准度。

2) 坚持实施区域协调发展和新型城镇化战略，着力推动平衡发展

2.1 扎实推进区域发展政策，实施重点城市群规划

其中一个推动平衡发展的办法，就是推动城市群的发展，近年所出台的 1) 京津冀协同发展、2) 长江经济带发展、3) 粤港澳大湾区发展计划，都是希望从以往单一城市规划，转移至城市群的规划，希望疏导一部份城市的容纳压力，以及再制定西部大开发新的指导意见和推动中部地区崛起，把各地比较优势和潜力充分发挥出来，去缩小城乡区域发展差距。

2.2 促进大中小城市和小城镇协调发展

推动平衡发展的另一个重点政策，就是在绝大多数城市放宽落户制度，解决户口问题，居住证全面实施，以及城镇基本公共服务向常住人口覆盖，我们认为，可有效将人才，工人，劳动力引流至更需要发展的地区，令城乡区域发展协调性显著增强。

2.3 提高新型城镇化质量

在会中提到，今年再进城落户 1,300 万人，加快农业转移人口市民化；优先发展公共交通；健全菜市场、停车场等便民服务措施；有序推进“城中村”、老旧小区改造，完善配套设施，鼓励有条件的加装电梯。这些设施我们认为，都可帮助更多城市的城镇化，带来更便捷的体验，并最终拉动消费。

3) 推进消费升级，发展消费新业态、新模式

3.1 运用新技术、新业态、新模式，大力改造提升传统产业。

在会中亦提到，国家要发展壮大新动能，做大做强新兴产业集群，实施大数据发展行动，加强新一代人工智能研发应用、在多领域推进“互联网+”、发展智能产业、拓展智能生活、推动网购和快递健康发展等等。我们认为国家其实是很欢迎科技发展，及应用，例如大数据、人工智能、在线线下互联互通、智能化等等，各种各样的新技术，去推动，改造及提升传统产业，带来更多的经济增长。

3.2 推动全域旅游和合理化消费品价格

会中亦有提到需要创建全域旅游示范区，降低重点国有景区门票价格。自从 2017 年工作报告首次写入“全域旅游”之后，是标志着国家的旅游需求从“景点旅游”过度至“全域旅游”，代表从景点、景区、饭店、宾馆，发展至个人自助游、自驾游为主的现代旅游模式。另外，其实在全国各地，很多不同的国有旅游景点的平均门票价格都略为偏高，合理降价，可令更多人民享受旅游的乐趣，间接拉动旅游需求和消费。

3.3 加强维护消费者权益

在这方面亦提到，创新食品和药品的监管方式，注重用互联网、大数据等提升监管效能，加快实现全程留痕、信息可追溯，让问题产品无处藏身、不法制售者难逃法网，让消费者买得放心、食得安全。对各类侵害消费者权益的行为，要依法惩处、绝不姑息。国家在2017年初，亦推出了“十三五”市场监管规划的通知，把维护消费者权益放在市场监管的核心位置，并强调要推动全国范围内展开放心消费创建活动，以提高消费环境安全度，经营者诚信度和消费者满意度，我们认为，这措施在中长线可帮助国产品牌建立更好的名声和口碑，在未来去抢占更多市场份额。

3.4 进一步减轻企业税负

在减轻企业负担方面，就有提到改革完善增值税，按照三档并两档方向调整税率水平，重点降低制造业、交通运输等行业税率。我们认为降低制造业的税务负担，可令他们有更多资本去提升制造和产品质量，间接提升消费者的权益。

4) 供给则结构优化，为消费者提供更多选择，支持社会力量，增加医疗、养老、文化、教育、体育服务等供给

4.1 为消费者提供更多选择

积极扩大进口，办好首届中国国际进口博览会，下调汽车、部分日用消费品等进口关税。要以更大力度的市场开放，促进产业升级和贸易平衡发展，为消费者提供更多选择。继续放松外国企业产品进入中国的条件，可有效带来竞争，提升国内品牌和企业的素质，令广大消费者有更多选择及更好的服务，同时，亦可吸引海外消费回流，推动国内消费增长，最终带动经济增长。

4.2 增加各类服务设施的供给

会中亦有提到，要做好北京冬奥委会、冬残奥委会等筹办工作，多渠道增加全民健身场所和设施。并且深入推进教育、文化、体育等改革，充分释放社会领域巨大发展潜力。我们认为，把资源引导投资至适合的行业，形成供给侧结构优化，配合和推动需求扩大，将可带来良性的循环，投入更多的资源去提升教育素质，增加文化内容和产出，建设体育设施和活动等等都可对消费起正面的作用，长远带来更大的需求。

在这个框架之下，我们比较看好会受惠的主题是

1) 二三四线或以下城市覆盖率较高的公司

中下阶层收入者受惠于政策（如个人所得税起征点提高）支持，未来增长应可加速，消费力亦会有所提升，另外配合小城市发展受惠政策引流（如放宽落户制度），我们相信三四线城市的消费增长会颇大的利好。二三四线或以下城市覆盖率较高的受惠目标有：**安踏体育（2020 HK，买入）、李宁（2331 HK）、特步（1368 HK）、都市丽人（2298 HK，买入）、利郎（1234 HK）。**

2) 高端的国内品牌和高素质的海外品牌

人民收入有所提升后，对生活水平的要求应会有所提高，在日常生活中，会追求更多品牌产品，而高端的国产品牌，如有推出性价比相当不俗、形象良好的产品将非常适合愿意额外付出少量金钱以换取更高素质的产品消费者，有望抢占更多市场份额。另外随着中国积极扩大进口，进一步令海外消费回流，拥有海外品牌的国内公司而受惠的目标的有：**呷哺呷哺（520 HK）、颐海国际（1579 HK）、合兴（47 HK）、敏华控股（1999 HK）、合生元（1112 HK）、好孩子国际（1086 HK，买入）、安踏体育（2020 HK，买入）、I.T（999 HK）、Prada（1913 HK，买入）。**

3) 旅游相关的公司

随着中国的中产阶级崛起，小康社会的建成，人民对旅游的需求亦有所提升，三四线城市的人民对国内旅游的需求更高，而且每年平均的旅行次数仍然处于国际偏低水平，未来有潜力追赶。主要受惠目标：**锦江酒店（2006 HK）**。

4) 电商销售占比较高和发展快速的公司

国务院在 2017 年中出台的《进一步扩大和升级信息消费持续释放内在潜力指导意见》，足以证明国家对科技发展带动的消费需求和经济增长非常欢迎，所以电商网购占比较高的公司应可有更好的发展，受惠目标有：**荣威国际（3358 HK，买入）、安踏体育（2020 HK，买入）、李宁（331 HK）、特步（1368 HK）、Giordano（709 HK）**。

图 36：近年来消费行业的主要政策

Date	Department	Title	Index	Key messages
14-Sep-2017	国务院	《关于完善进出口商品质量安全风险预警和快速反应监管体系切实保护消费者权益的意见》	国发 2017 43号	进一步建立健全进出口商品质量安全监管制度，切实维护消费者权益和国门安全，预防和保护社会公众免受质量安全风险伤害，为民生保障与经济发展提供高质量供给
13-Aug-2017	国务院	《关于进一步扩大和升级信息消费持续释放内需潜力的指导意见》	国发 2017 40号	优化信息消费环境，进一步加大网络提速降费力度，积极拓展信息消费新产品、新业态、新模式，扩大信息消费覆盖面，加强和改进监管，完善网络安全保障体系，打造信息消费升级版，不断释放人民群众日益增长的消费需求，促进经济社会持续健康发展
14-Feb-2017	国务院	《关于“十三五”国家食品安全规划和“十三五”国家药品安全规划的通知》	国发 2017 12号	尊重食品安全客观规律，坚持源头治理、标本兼治，确保人民群众“舌尖上的安全”，全面建立严密高效，切实提高食品安全监管水平和能力，增强食品安全监管的统一性与专业性。
12-Jan-2017	国务院	《关于“十三五”市场监管规划的通知》	国发 2017 6号	维护消费者权益放在市场监管的核心位置，并强调要推动在全国范围内开展放心消费创建活动，提高消费环境安全度、经营者诚信度和消费者满意度。
30-Dec-2016	国务院	《国家人口发展规划（2016—2030年）》	国发 2016 87号	以促进人口均衡发展为主线，坚持计划生育基本国策，鼓励按政策生育，充分发挥全面两孩政策效应，综合施策，创造有利于发展的人口总量势能、结构红利和素质资本叠加优势，促进人口与经济社会、资源环境协调可持续发展。
7-Dec-2016	国务院	《关于“十三五”旅游业发展规划的通知》	国发 2016 70号	“十三五”期间我国旅游业发展要实现四大目标。一是旅游经济稳步增长。二是综合效益显著提升。三是人民群众更加满意。四是国际影响力大幅提升。
23-Nov-2016	国务院	《“十三五”脱贫攻坚规划》	国发 2016 64号	坚持精准扶贫、精准脱贫基本方略，与区域整体开发有机结合，充分发挥政府、市场和社会协同作用，充分调动贫困地区干部群众的内生动力，大力推进实施一批脱贫攻坚工程，加快破解贫困地区区域发展瓶颈制约，不断增强贫困地区和贫困人口自我发展能力，确保与全国同步进入全面小康社会
10-Oct-2016	国务院	《关于激发重点群体活力带动城乡居民增收的实施意见》	国发 2016 56号	提高城乡居民收入是全面建成小康社会的重要内容，体现社会主义本质的必然要求。为营造激励奋进向上的公平环境，拓宽就业渠道，促进各类社会群体依靠自身努力和智慧，创造社会财富，共享发展红利，必须进一步深化收入分配制度改革，强化收入分配政策激励导向
1-Jun-2016	国务院	《关于全民健身计划（2016—2020年）的通知》	国发 2016 37号	以增强人民体质、提高健康水平为根本目标，以满足人民群众日益增长的多元化体育健身需求为出发点和落脚点，统筹建设全民健身公共服务体系和产业链、生态圈，提升全民健身现代治理能力
19-Nov-2015	国务院	《关于积极发挥新消费引领作用加快培育形成新供给新动力的指导意见》	国发 2015 66号	以传统消费提质升级、新兴消费蓬勃兴起为主要内容的新消费，及其催生的相关产业发展、科技创新、基础设施建设和公共服务等领域的新投资新供给，蕴藏着巨大发展潜力和空间。为更好发挥新消费引领作用，加快培育形成经济发展新供给新动力
2-Oct-2014	国务院	《关于加快发展体育产业促进体育消费的若干意见》	国发 2014 46号	部署积极扩大体育产品和服务供给，推动体育产业成为经济转型升级的重要力量，促进群众体育与竞技体育全面发展，加快体育强国建设，不断满足人民群众日益增长的体育需求

资料来源：国务院、招银国际研究

保险行业相关政策解读

政策支持利好行业发展

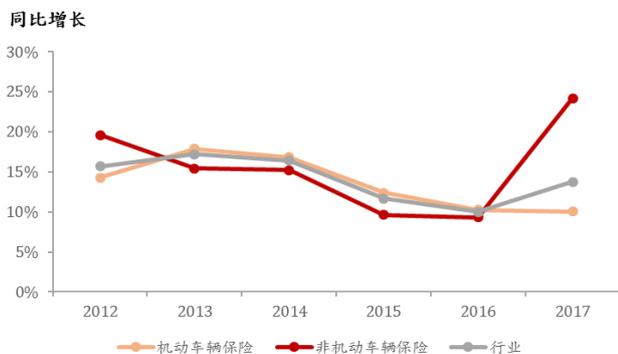
3月5日，李克强总理在第十三届全国人民代表大会第一次会议上作政府工作报告。在对2018年政府工作的建议中，数次提到保险行业：

- ❖ “拓展保险市场的风险保障功能”；“巩固外贸稳中向好势头。扩大出口信用保险覆盖面”。

招银国际点评：利好财产险行业。拓展保险市场的风险保障功能，有望催生出一系列新产品，如为“一带一路”沿线重大项目、技术装备创新等提供风险保障，为行业带来新的增长点。且财产险行业与宏观经济相关性较强，若外贸稳中向好，则出口信用保险、工程险等非车业务增速料将提升。

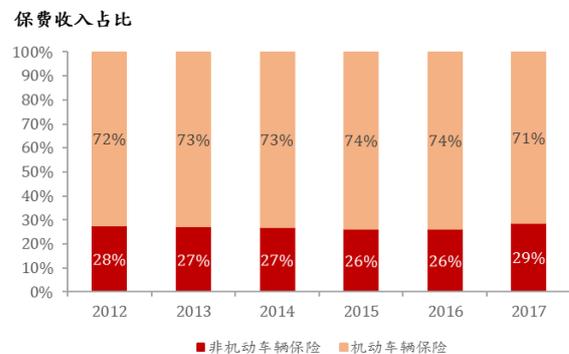
徐涵博
(保险行业)
电话: (852) 3761 8725
邮件: xuhanbo@cmbi.com.hk

图 37：财产险公司非车险业务增速随宏观经济复苏而回升



资料来源：万得、中国保监会、招银国际

图 38：财产险公司非车险业务保费收入占比提升



资料来源：万得、中国保监会、招银国际

- ❖ “促进外商投资稳定增长。放开外资保险经纪公司经营范围限制”

招银国际点评：与中资保险经纪相比，外资保险经纪在再保险经纪、大型商业保险经纪、国际运输保险经纪等方面具有较为丰富的经验，但目前不得从事个人客户和中小企业客户保险经纪。放开限制、引入竞争，不仅有利于经纪公司提升服务，而且有利于保险公司降低成本。特别是放开外资从事个人客户保险经纪，保险公司一方面可以拓宽销售渠道、降低自建队伍成本；另一方面，引进外资经营经验，将增加保险经纪人市场竞争、降低渠道费用。

- ❖ “实施健康中国战略。创新食品药品监管方式，注重互联网、大数据等提升监管效能，加快实现全程留痕、信息可追溯”

招银国际点评：领跑科技保险的公司如众安在线（6060 HK，持有）及中国平安（2318 HK，未评级）最受惠。例如众安在线（6060 HK，持有）旗下众安科技的“步步鸡”，利用区块链不可篡改的特点，实时记录鸡只运动量，确保“步步鸡”的绿色生态养殖。又如中国平安（2318 HK，未评级）输出科技赋能医疗健康生态圈，旗下平安好医生利用“互联网+人工智能”，实现跨地域医疗资源即时共享、缓解线下医院问诊压力，应对中国医疗痛点。

个税递延型养老保险政策基本成型

3月8日，财政部办公厅主任、新闻发言人欧文汉表示，对个人税收递延型商业养老保险试点涉及的相关政策和技术问题，目前已基本形成政策建议。

- ❖ “基本思路是实施递延纳税政策支持，即由个人自愿建立个人养老账户，对在规定额度内进入该账户的收入，以及在账户中投资运营的收益暂不征税，其应缴个人所得税可延期至将来领取养老金时再征收。”

招银国际点评：个税递延型养老保险政策落地，有望将商业养老保险发展带入快车道，上市寿险公司将受惠。

《保险公司股权管理办法》出台

3月7日，中国保监会公布《保险公司股权管理办法》，自2018年4月10日起施行。修订后的《办法》进一步严格股东准入：

- ❖ 对股权实施分类监管，根据股东持股比例和对保险公司经营管理的影响，将保险公司股东划分为控制类（持有保险公司股权1/3以上）、战略类（15%以上，但不足1/3）、财务II类（5%以上，但不足15%）和财务I类（不足5%）四个类型，并采取不同的监管标准；
- ❖ 明确了各类资本持股比例上限（单一股东持股比例不得超过保险公司注册资本的1/3）、投资入股保险公司数量，以及各类股东持股的锁定期。（注：《办法》原则上不会对现有保险公司的股权结构进行追溯调整。）

招银国际点评：一方面，自2017年起，保险牌照发放已基本处于停滞状态；另一方面，两次《征求意见稿》已起到“预防针”作用，有意布局保险行业的互联网公司纷纷绕道，申请保险中介或保险代理牌照。因此，我们预计《办法》出台后，不会对保险行业造成剧烈扰动。相反，随着股权管理监管细则明确成文，相信牌照发放会逐步恢复。长远而言，严监管利好行业健康稳定发展。

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道三号冠君大厦 45 & 46 楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。