



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED

农银国际中国/香港证券研究

2015年下半年经济展望与投资策略

全球经济复苏势头将逐步增强



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

### 权益披露

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

### 评级的定义

评级	定义
买入	股票投资回报 $\geq$ 市场回报
持有	市场回报 - 6% $\leq$ 股票投资回报 $<$ 市场回报
卖出	股票投资回报 $<$ 市场回报 - 6%

股票投资回报是未来 12 个月预期的股价百分比变化加上股息收益率

市场回报是 2010-2014 年市场平均回报率

目标价时间区间 12 个月

### 股价风险的定义

评级	定义
很高	$2.6 \leq 180$ 天波动率/ $180$ 天基准指数波动率
高	$1.5 \leq 180$ 天波动率/ $180$ 天基准指数波动率 $< 2.6$
中等	$1.0 \leq 180$ 天波动率/ $180$ 天基准指数波动率 $< 1.5$
低	$180$ 天波动率/ $180$ 天基准指数波动率 $< 1.0$

我们用股票价格波动率相对基准指数波动率来衡量股票价格风险；基准指数指恒生指数。

波动率是由每日价格和历史日价格变化对数的标准偏差计算所得。180 天的价格波动率等于最近的 180 个交易日收盘价的相对价格变化的年化标准差。

### 免责声明

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

版权所有 2015 年农银国际证券有限公司

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

办公地址：香港中环，红棉路 8 号，东昌大厦 13 楼，农银国际证券有限公司

电话：(852) 2868 2183



## 目录

2015 年下半年全球经济前景 .....	4
全球经济预测 .....	4
美国：为加息做准备 .....	5
欧元区：希腊债务问题继续困扰当地经济 .....	8
日本：保持经济增长势头 .....	10
新兴亚洲国家：增长空间有限 .....	12
2015 年下半年中国经济展望 .....	15
中国经济：经济继续调整以适应“新常态” .....	15
2015 年下半年中国经济政策展望 .....	16
货币政策：大力推动宽松政策以刺激经济 .....	16
财政政策：以刺激措施增加国内需求 .....	18
人民币走势：预期汇率走势持续波动，但下跌趋势将会停止 .....	19
2015 年下半年经济主题 .....	21
1. “新丝路”战略构想及加大基础设施投资将推动固定资产投资增长反弹 .....	21
2. 中国制定制造业转型升级战略计划 .....	21
3. 消费增长由服务消费和互联网消费带动 .....	22
4. 温和的通胀压力为货币宽松政策的实施提供空间 .....	22
5. 对外贸易增长仍不不不稳定 .....	22
2015 年下半年香港经济展望 .....	24
2015 年下半年投资策略 .....	26
2015 年下半年投资主题 .....	26
1. 信贷宽松和开放资本市场将有利金融业 .....	26
2. 深港通：跨境投资进一步自由化 .....	26
3. 《中国制造 2025》制造业转型升级战略计划利好智能制造业 .....	26
4. “新丝路”战略计划增加基建需求 .....	27
5. 加强环境保护有利于可再生能源和污水处理行业 .....	27
6. 内地房地产市场在 2015 年下半年将会回复增长动力 .....	28
7. “互联网+”发展战略促进互联网相关行业的发展 .....	28
A 股 - 2015 年下半年投资策略 .....	29
中国港两地股指走势及选股 .....	30

### 撰写人

林樵基，研究部联席主管  
潘泓兴，分析员  
发布日期: 2015 年 6 月 26 日

[bannylam@abci.com.hk](mailto:bannylam@abci.com.hk)  
[paulpan@abci.com.hk](mailto:paulpan@abci.com.hk)  
数据截至 2015 年 6 月 26 日)

## 2015 年下半年全球经济前景

### 下半年全球经济增长：复苏势头将逐步增强

上半年全球经济增长仍然缺乏动力，外部不稳定因素和国内经济挑战减速复苏步伐。美国已率先向市场表示将会随着经济改善而提高短期标准利率，令市场预期加息周期将在 2015 年下半年开始启动；日本一季度经济增长速度比预期中快，显示量化宽松政策开始振兴疲软的经济活动；尽管欧元区通过量化宽松政策继续购买债券，希腊债务问题、希腊/英国脱欧问题及欧元区国家疲软的经济增长仍危及整个地区的复苏步伐；亚洲新兴国家继续利用信贷宽松和财政扩张政策来刺激经济增长。踏入 2015 年下半年，我们预计全球经济复苏步伐有望逐步加快。

作为全球第二大经济体，中国上半年仍然面对疲弱的经济势头。我们认为，政府将会在下半年推出更多宽松的经济政策以缓解经济下行压力。受到疲弱的消费和服务出口增长减速影响，香港下半年的经济增长预计将持续放缓。

#### 全球经济预测

同比增长 (%)	2012	2013	2014	2015F	2016F
美国	2.3	2.2	2.4	<b>2.8</b>	<b>3.0</b>
欧元区	(0.8)	(0.5)	0.9	<b>1.3</b>	<b>1.5</b>
德国	0.6	0.2	1.6	<b>1.7</b>	<b>1.9</b>
法国	0.3	0.3	0.4	<b>1.0</b>	<b>1.2</b>
意大利	(2.8)	(1.7)	(0.4)	<b>0.2</b>	<b>0.8</b>
西班牙	(2.1)	(1.2)	1.4	<b>1.8</b>	<b>2.0</b>
荷兰	(1.6)	(0.7)	0.9	<b>1.4</b>	<b>1.5</b>
希腊	(6.6)	(3.9)	(0.8)	<b>(0.8)</b>	<b>(1.2)</b>
葡萄牙	(4.0)	(1.6)	(0.9)	<b>1.4</b>	<b>1.5</b>
爱尔兰	(0.3)	0.2	4.8	<b>3.6</b>	<b>3.8</b>
英国	0.7	1.7	2.6	<b>2.6</b>	<b>2.4</b>
日本	1.8	1.6	(0.1)	<b>1.8</b>	<b>2.2</b>
中国大陆	7.7	7.7	7.4	<b>7.0</b>	<b>7.0</b>
香港	1.7	3.1	2.5	<b>2.3</b>	<b>2.5</b>
新加坡	3.4	4.4	2.9	<b>2.9</b>	<b>3.1</b>
韩国	2.3	3.0	3.3	<b>3.4</b>	<b>3.5</b>
俄罗斯	3.4	1.3	0.6	<b>(4.2)</b>	<b>(2.2)</b>
印度	5.1	6.9	7.2	<b>7.7</b>	<b>7.8</b>
巴西	1.8	2.7	0.1	<b>(1.2)</b>	<b>0.5</b>

来源：国际货币基金组织、农银国际证券预测



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED

## 美国：为加息做准备

美国经济在今年一季度以 0.2% 的年化环比率收缩。冬季恶劣的天气状况、不断下跌的油价，以及美元升值是一季度经济下滑的主要原因。此外，工业产值增长、产能利用率和制造业 PMI 的下降都显示，美国的工业部门的增速确实有所下降。

尽管如此，美国经济仍在某程度上呈现出改善的趋势。就业市场在过去几个月继续向好，失业率持续下降。劳动力参与率显示更多的劳动力重新进入就业市场，而职位空缺数量也正在增加。虽然通胀率仍受制于油价的下降，但是核心通胀率（除食物和能源外）仍在今年上半年保持适度的增长。同时，零售销售增长显示消费正在强劲复苏。

我们相信，在今年下半年，美国的经济复苏将会面临几大挑战。首先，美元的升值将会对经济产生负面作用，其将会使美国出口商品变得相对昂贵，并增加美国企业在海外业务收入所产生的汇兑损失。我们相信美元将会在下半年继续升值，但是升值的幅度将会有所放缓。

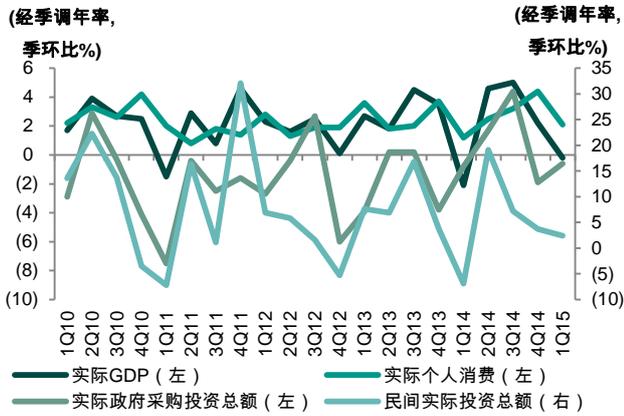
其次，美国的经济复苏仍未显示经济增长的势头可以足以支持内生性的经济扩张。新增职位空缺主要是来自于兼职工作岗位的增加，同时薪水增长出现停滞。更重要的是，通胀率仍远低于美联储的目标值，而较低的油价水平只会在近期拖累通胀率的上升。

再次，美联储的加息举动也将会对美国经济的复苏造成一定的影响。虽然市场对于美联储在今年内加息的预期正不断升温，但是各经济部门复苏步伐的不一致，加大了加息时间的不确定性。如果美联储在美国经济仍未完全充分准备好的情况下加息，美国经济的复苏进程或将会受到打击。

尽管美联储的量宽政策向经济注入了大量的流动性，并推动美国股市的上涨，但是此次美股的牛市与基本面背离。美国的上市公司更多地将资金投入股份回购以及并购活动，而不是资本性支出，导致了美国股市的估值被人为推高。一旦美联储开始加息，美国股市将会出现价值重估，并在短期内回调。随着海外资金在美联储加息后回流到美国，以及欧元区的希腊问题或希腊/英国脱欧问题仍未能解决，美国国债收益率将会继续下降。由于市场早已预期美联储将会加息，所以我们认为，在美联储首次宣布加息时市场将不会过分反应并将会在短期内完成调整。我们预期，美联储将会在三季度宣布加息。因此，加息对于本年经济的影响将会降至最小。我们预测，美国经济在 2015 年的同比增速将会达到 2.8%。

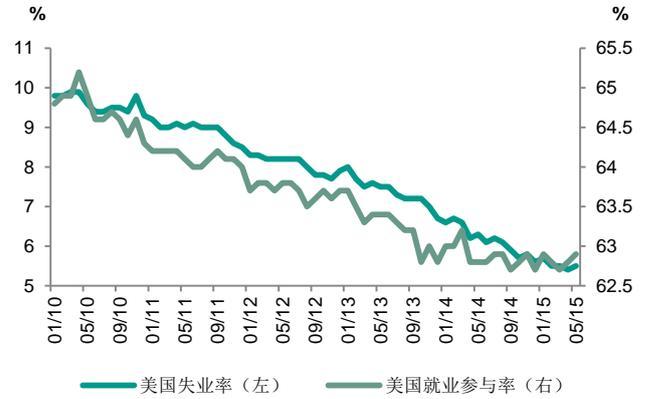


图表 1: 美国 GDP 在 15 年一季度下滑



来源: 彭博、农银国际证券

图表 2: 美国就业市场持续改善



来源: 彭博、农银国际证券

图表 3: 美国工业产值增长自 2015 年开始下降



来源: 彭博、农银国际证券

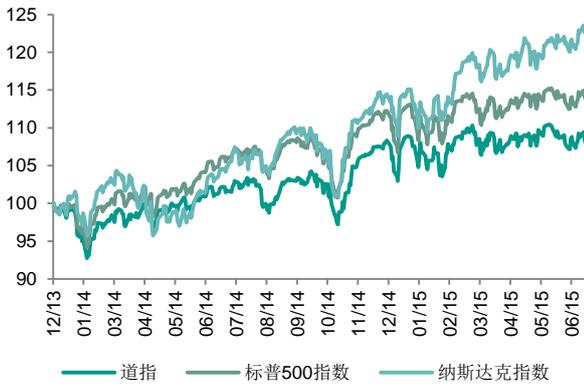
图表 4: 美国 PMI 指数走势出现分歧



来源: 彭博、农银国际证券



图表 5: 美国股票指数自 2014 年开始持续上涨



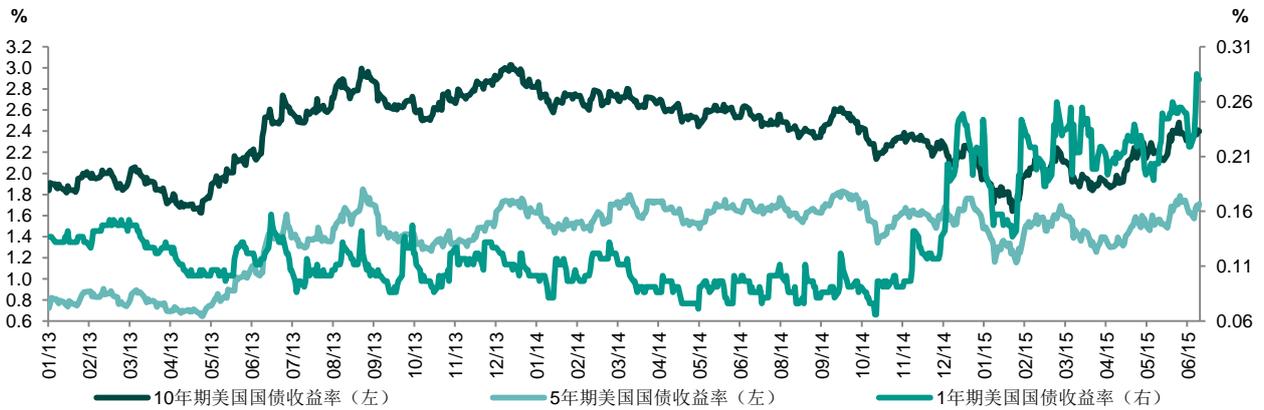
注: 基线为 2013 年 12 月 31 日  
来源: 彭博、农银国际证券

图表 6: 美国流动性利差和违约利差显示市场情绪仍保持稳定



来源: 彭博、农银国际证券

图表 7: 美国国债收益率



来源: 彭博、农银国际证券



### 欧元区：希腊债务问题继续困扰当地经济

欧元区在今年上半年的经济改善反映出欧洲央行量宽政策的成效。该地区的 GDP 增长速度自 2014 年三季度以来持续上升，其中法国、意大利和西班牙更显示出持续上升的态势。零售销售增长在欧元区的四大核心成员国（德国、法国、意大利、西班牙）也有所复苏，其中意大利的零售销售更在今年二月首次出现增长。同时，尽管油价已有大幅度的下跌，但是欧元区的 CPI 通胀率在 5 月重回正区间，暗示欧元区或能摆脱通缩的风险。

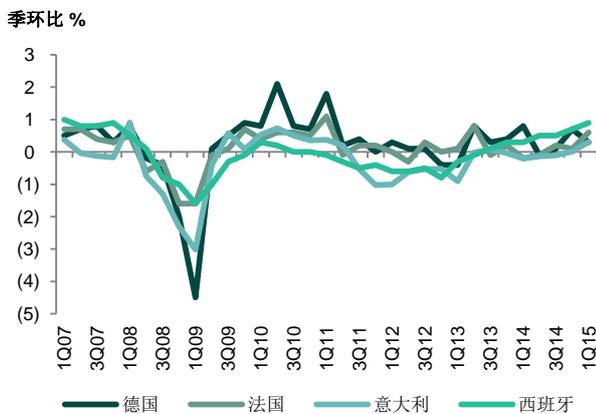
尽管如此，我们仍需留意欧元区各种经济基本面的问题。欧元区的失业率仍处于高位，只有德国可以将失业率维持在 10% 以下。而各个核心成员国的工业产值增长并不均衡。缓慢的复苏进程也拖延了欧元区各国的财政整固进程。只有德国在过去的一年内成功降低债务占 GDP 的比重。

希腊的债务危机在过去的几个月内不断升级。由于在养老金改革、税收改革和国企私有化上面争持不下，希腊与其债权人之间的谈判一拖再拖。最近有种种迹象显示希腊与其债权人可以达成共识，但是我们认为希腊有可能会继续延长谈判的过程以延迟债务偿还时间以及达到获得更有利的救助方案。如果这一可能性成为事实，整个欧元区将会承受负面的连锁效应。

除了希腊的债务问题，欧元区还正面临着希腊或英国脱欧的问题。希腊脱欧将会由希腊与债权人无法达成协议并且债务违约的情况触发；而英国脱欧将由明年的公投决定。无论是哪国脱欧，都将会对欧元区的经济带来极大的损害。但是我们认为，希腊脱欧发生的可能性并不大。希腊谈判进程显示希腊与债权人双方或将会达成协议；而欧元区的有关机构也将会尽力避免希腊脱欧，以免其成为英国脱欧的前车之鉴。

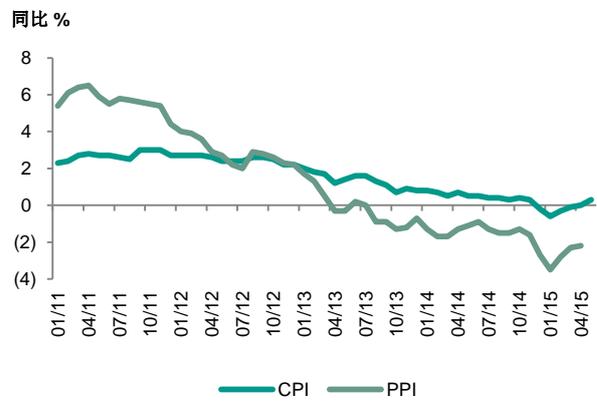
尽管刺激地区经济增长和发展新的经济增长动能仍是欧元区各国的重点，但是希腊债务问题，以及或将发生的希腊/英国脱欧事件都将会成为整个欧元区经济前进的阻碍。我们相信，在短期内，希腊债务问题的解决将会对该地区的股票指数有推动作用。考虑到以上的挑战，我们预期欧元区经济的增长将会受到限制，且其成员国的经济增长速度将会出现差异。我们预期欧元区的经济在 2015 年将同比增长 1.3%。而德国、法国、意大利和西班牙将会同比增长 1.7%、1.0%、0.2%、1.8%。

图表 8: 欧元区 GDP 增长速度加快



来源：彭博、农银国际证券

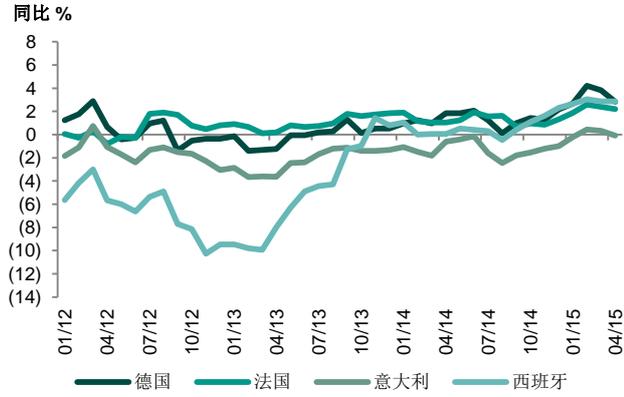
图表 9: 欧元区通胀率正在回升



来源：彭博、农银国际证券

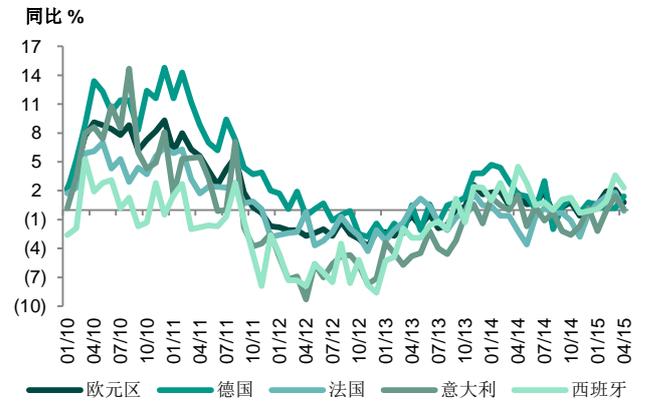


图表 10: 欧元区主要成员国 3 月移动平均零售销售增长



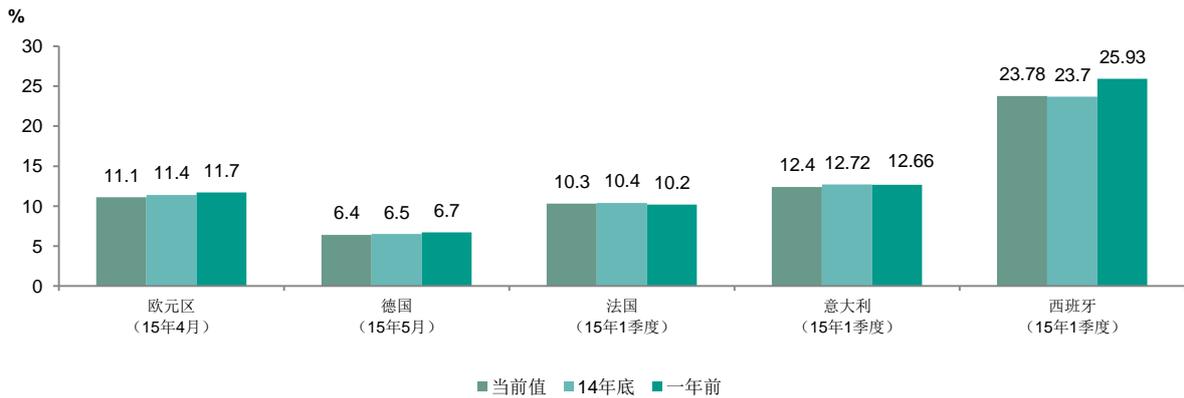
来源: 彭博、农银国际证券

图表 11: 欧元区主要成员国工业产值增长



来源: 彭博、农银国际证券

图表 12: 欧元区失业率仍然高企



来源: 彭博、农银国际证券



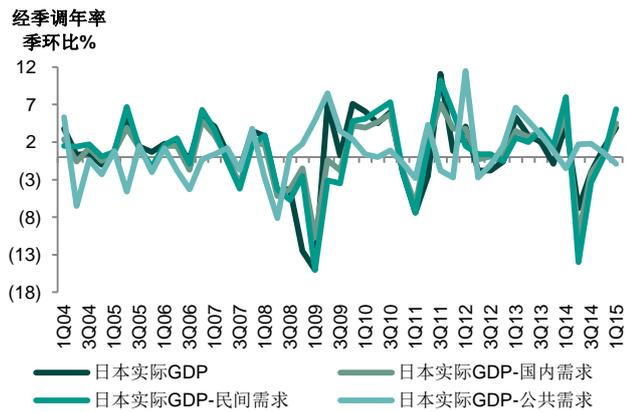
### 日本：保持经济增长势头

在今年的上半年，日本经济持续改善。就在今年一季度，日本录得 3.9%的年化 GDP 环比增长率，比上年四季度的 1.2%大幅提升。资本投资也在不断升高，并在一季度同比增长 7.3%。尽管如此，安倍经济学的“第三根箭”进展缓慢，薪酬增长和就业状况只有轻微的改善。国内消费也出现增长滞后的现象，零售销售仅出现季节性复苏，而且家庭支出在四月同比下降 1.3%。此外，尽管日元贬值对出口有正面影响，但是同时也削弱了国内对进口的需求。

日本央行此前推出的额外刺激性措施帮助日本经济脱离长期的衰退。但是，通胀率，作为安倍经济学的重要指标，在四月出现了大幅的下降。CPI 和核心 CPI（除食品和能源外）的同比增长率分别从 2.3%和 2.1%下降到 0.5%和 0.4%，显示出较低的国内需求和疲弱的国内零售销售增长是导致国内物价水平下降的主要原因。这也说明安倍经济学必须要全面实行结构性改革才可以达到其预期的效果。

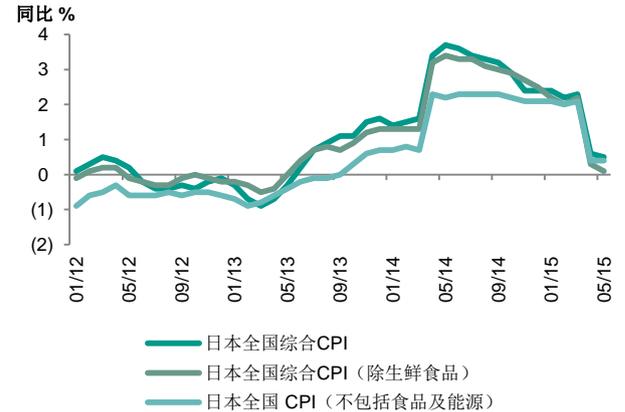
在今年下半年，日本能否维持目前的经济增长势头对于日后解决通缩压力和消费增长不振的问题至关重要。最近的一轮薪酬上调对于经济的提振作用仍需要一定的时间来验证。我们相信日本政府需要推出更多的政策和实行更多的措施来促进经济增长。此外，我们预期日元将会进入调整期，同时日本央行将会采取更多的措施以提高国民的购买力。我们预期日本经济在 2015 年将同比增长 1.8%。

图表 13: 日本 GDP 增长



来源：彭博、农银国际证券

图表 14: 日本通胀率大幅下滑



来源：彭博、农银国际证券



图表 15: 日本零售销售增长随着家庭收入增长而上升



来源: 彭博、农银国际证券

图表 16: 上年 10 月推出的额外刺激措施推动日本股指不断上涨



来源: 彭博、农银国际证券



### 新兴亚洲国家：增长空间有限

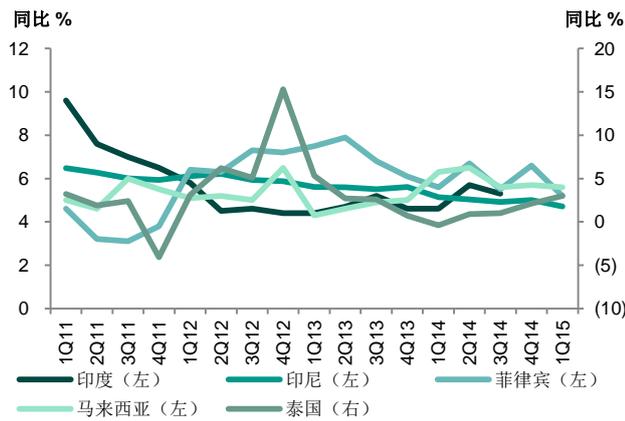
上半年全球经济环境限制了新兴亚洲国家的发展。中国从这些国家的进口从 2014 年开始一直下降。大宗商品的需求下降也对于大宗商品的出口国，如印尼和马来西亚，产生一定的压力。同时，欧元区和美国的经济复苏仍未能使这些国家得益。

新兴亚洲国家的经济数据在今年上半年的改善有限。经常帐占 GDP 的比例仍相对较低，其中印度和印尼仍录得经常帐赤字。东盟主要国家的国际储备也正在下降，关于美联储即将加息的预期使更多的资金流出新兴亚洲地区——这也反映在该地区股指的逐渐下降以及货币的贬值加速上。此外，亚洲其他地区股票市场正处于牛市阶段，因此资金也从亚洲新兴地区转向这些亚洲国家的股票市场。我们相信，如果美联储宣布要进行加息，亚洲新兴地区将会面临更大的波动性。然而，由于市场已经预期美联储即将加息并为此做好准备，我们相信亚洲新兴市场反应的激烈程度将会略小于 2013 年 6 月的反应。

尽管如此，两大外部因素将会继续支持新兴亚洲国家的经济。首先，较低的石油价格将会降低石油进口国的财政负担，并为其实行财政整固措施提供空间。其次，强势的美元为这些国家提供较为有利的对外贸易条件。

我们认为，美联储退出量宽政策的过程以及全球经济缓慢的复苏进程将会对新兴亚洲地区的经济有负面影响。同时，这些新兴经济体的结构性问题将会继续拖累经济法发展。该地区的货币和股票市场将会在今年下半年出现更大的波动性，而且表现或将会逊于发达国家市场。因此，我们预期新兴亚洲国家的经济增长空间在今年下半年有限。我们预计，印度和东盟在今年的经济增长将分别达到 7.7%和 5.0%。

图表 17: 新兴亚洲国家 GDP 增长



来源：彭博、农银国际证券

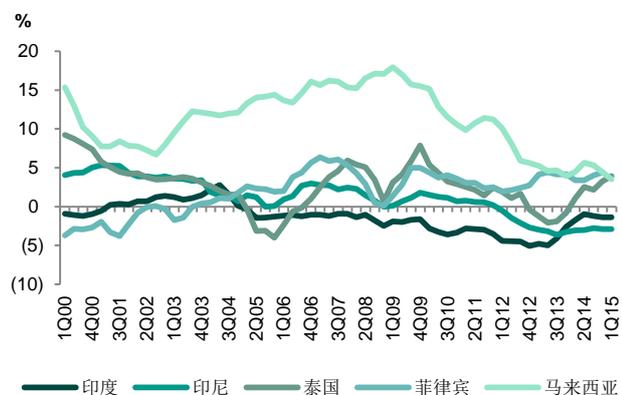
图表 18: 新兴亚洲国家出口增长



来源：彭博、农银国际证券

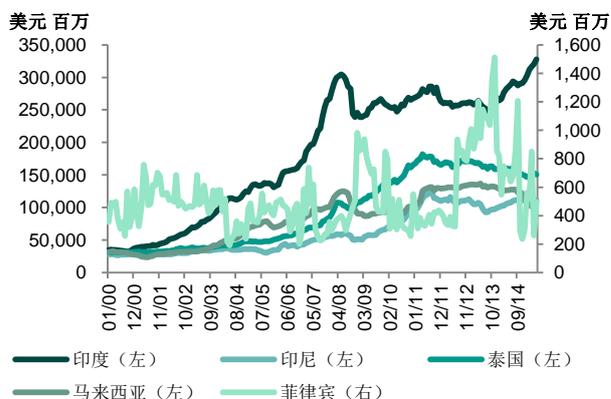


图表 19: 新兴亚洲国家经常帐占 GDP 比重



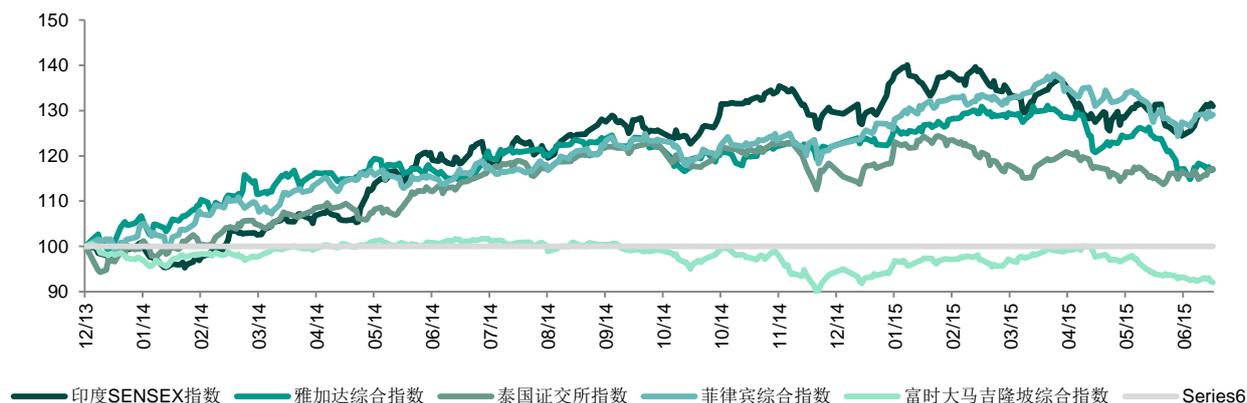
来源: 彭博、农银国际证券

图表 20: 新兴亚洲国家国际储备



来源: 彭博、农银国际证券

图表 21: 新兴亚洲国家股指

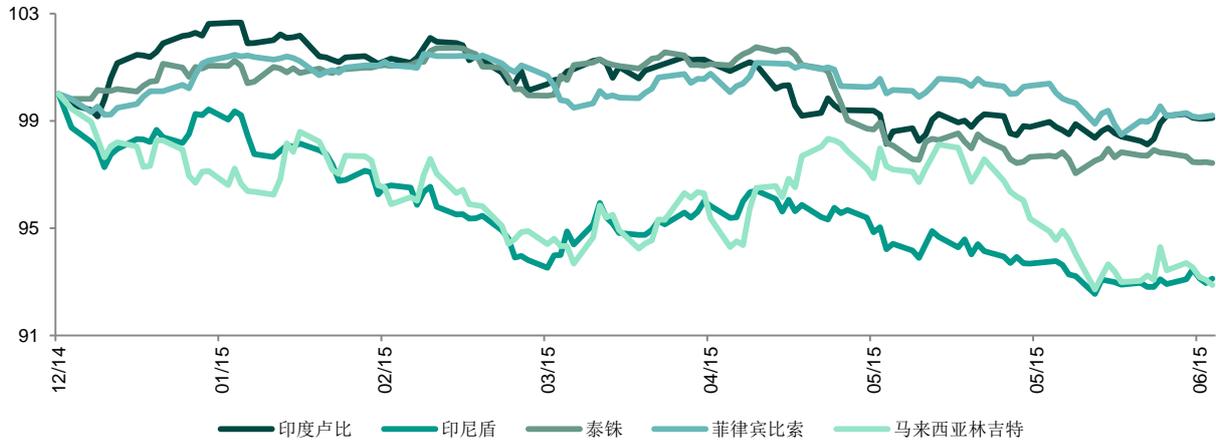


注: 基线为 2013 年 12 月 31 日

来源: 彭博、农银国际证券



图表 22: 新兴亚洲国家货币汇率走势



注: 基线为 2014 年 12 月 31 日

来源: 彭博、农银国际证券

## 2015 年下半年中国经济展望

### 中国经济：经济继续调整以适应“新常态”

2015 年上半年全球整体市场波动，主要受到中国经济放缓、股票市场造好及不平衡全球经济复苏所影响。中国一季度的 GDP 同比增长率放缓到 7.0%，是六年来最慢的季度增速。本地需求受到物业市场呆滞影响而依然疲弱，且不利的也扩展到相关行业。在上半需求疲软下，中国决策者提升货币宽松政策的力度，包括下调 50 个基点基准利率及降低 150 个基点存款准备金率。中国增长放缓亦震动全球经济，大宗商品价格暴跌，并进一步拖慢全球经济复苏步伐。虽然大部份一季度经济指标反映经济增速放缓，但四月份和五月份的经济数据显示轻度改善，预示整体宏观经济状况正趋于稳定。

展望 2015 年下半年，经济刺激措施的滞后影响将开始渗透到实体经济，将加速私人消费、投资和出口的增长。预示中国经济实现一个更加平衡的增速，反映下半年中国经济将呈现平稳适度增长。我们相信，中国经济上半年经济会见底，同比增长约 7.0%。随着投资者信心复苏，中国经济将于下半年将同比增长 7.1%。我们预计下半年通胀率约 2.1%，而 2015 年全年的通胀率将为 1.7%。我们重申，GDP 增速已于 2015 年上半年见低，GDP 会于下半年稳步回升。因此，我们预测 2015 年及 2016 年 GDP 将同比增长为 7.0%。

图表 23: 中国经济数据预测

(同比%，除非另有说明)	2013	2014	1Q15	2Q15F	2H15F	2015F	2016F
实际 GDP	7.7	7.4	7.0	7.0	7.1	7.0	7.0
固定资产投资 (累计同比%)	19.6	15.7	13.5	11.0	12.0	12.0	12.5
零售销售	13.1	12.0	10.2	10.8	11.2	11.0	12.0
出口	7.9	6.1	(15.0)	(2.5)	3.6	2.3	5.0
进口	7.3	0.4	(12.7)	(16.5)	(4.4)	(10.5)	2.5
贸易余额 (美元/十亿)	259.8	382.5	3.1	152.1	367.6	643.4	719.4
CPI	2.6	2.0	1.2	1.3	2.1	1.7	2.6
PPI	(1.9)	(1.9)	(4.6)	(4.5)	(4.0)	(4.3)	(2.2)
M2	13.6	12.2	11.6	12.0	12.3	12.3	12.5
人民币汇率 (美元/人民币)	6.0543	6.2040	6.1996	6.2055	6.2040	6.2040	6.1730

来源：彭博、国家统计局、农银国际证券预测



## 2015 年下半年中国经济政策展望

在中国步入经济“新常态”之际，总理李克强将 2015 年的 GDP 同比增长目标从 2014 年的 7.4% 下调到 7.0%，这也是过去 11 年以来的最低的 GDP 增长目标。以上的举措显示中国政府将会通过提高经济增长的质量来重振经济增长势头，并确保经济增长将会惠及社会、提高国内需求和改善人民的生活水平。在 2015 年上半年，市场聚焦在如何应对“新常态”下经济增长放缓带来的下行风险及中国未来经济发展方向。人大会议结束后，李克强总理也表示，中国经济进入“新常态”，今年经济预期增长 7%，而实际上实现这个目标仍具有一定的困难。总体来讲，经济增长势头放缓，将促使政府加大经济支持力度。面对不断加大的下行压力，中国政府已经采取了注入流动性、税费减免、为实业发展提供支持、增加基建投资和建立自由贸易区等措施来加快经济的复苏。而中国政府政策在 2015 年下半年将会比上半年更加宽松，从而稳定经济的增长势头。我们认为，为了扩大社会整体需求，更多宏观调控措施将会在今年下半年出台。

图表 24：中国 GDP 增长继续放缓



来源：国家统计局、彭博、农银国际证券

### 货币政策：大力推动宽松政策以刺激经济

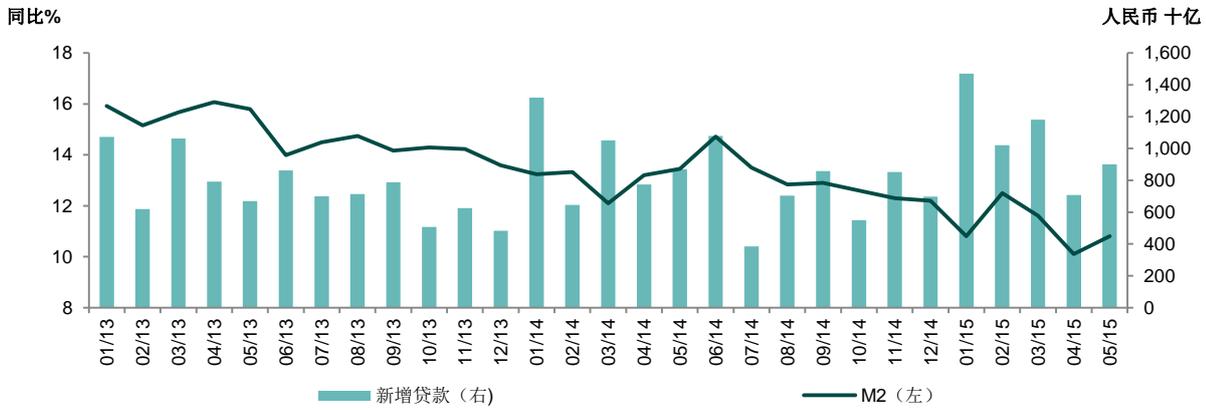
今年上半年，中国人民银行（央行）将存款准备金率降低 150 基点，并将基准利率下调 50 个基点。此次降准和降息将会带来超过人民币 1.8 万亿元的新增借贷，加快经济活动增长，减少经济下行风险。我们认为，4 月份降准和 5 月份降息的宽松货币政策将加快借贷发展的势头、降低市场的风险、改善市场情绪及刺激经济活动。

中国在 2015 年下半年所面临的挑战是保持健康的信贷增长，加快经济结构调整，同时将 GDP 增长率维持在 7%。随着通胀保持在低水平，央行有更多的空间实行信贷宽松政策以稳定经济。我们预期，央行将在下半年进行两次降息（每次 25 个基点）和两次存款准备金率（每次 50 个基点）下调。自 5 月 1 日推出存款保险后，利率市场化改革将加快。我们预计，存款利率将在下半年全面浮动。此外，央行将保持货币供应和社会融资规模合理增长，同时优化融资和信贷结构。

流动性管理将继续是 2015 年下半年货币政策的重点。考虑到美国加息周期将在下半年开始启动，我们认为国际资本将继续流出中国市场，令央行管理流动性的需求增大。因此，央行将继续通过货币政策工具，包括回购操作、抵押补充贷款、短期流动性操作、中期借贷便利及常备借贷操作来满足资金需求及管理银行体系流动性的临时性波动。

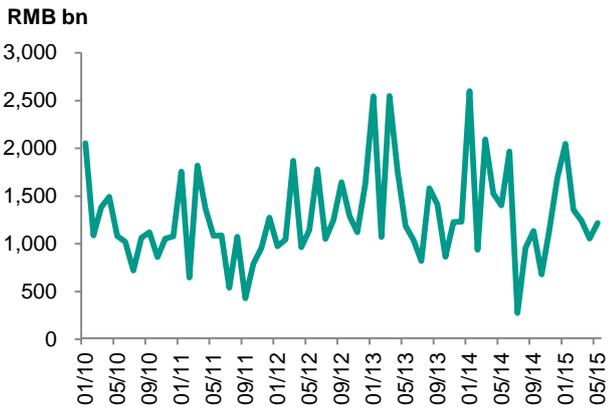


图表 25: 新增人民币贷款和 M2 增长保持稳定

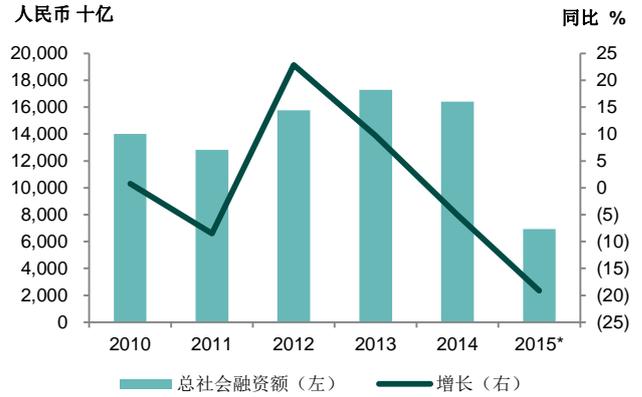


来源: 中国人民银行、彭博、农银国际证券

图表 26: 总社会融资额



图表 27: 年度总社会融资额及同比增长



\* 1-5 月累计值

来源: 中国人民银行、彭博、农银国际证券

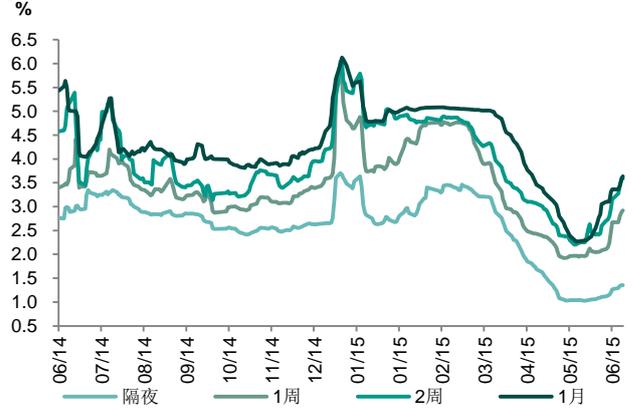


图表 28: 中国回购基准利率



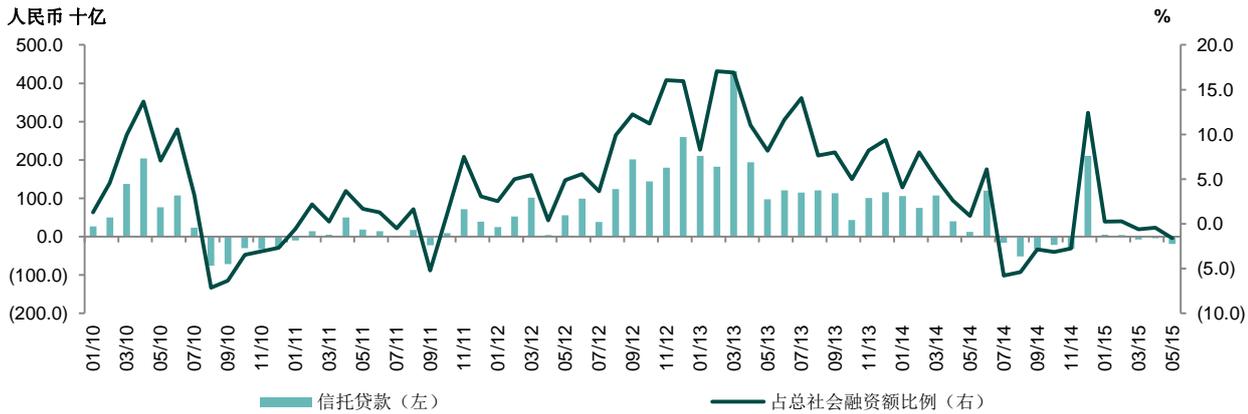
来源: 彭博、农银国际证券

图表 29: 上海银行间拆放利率



来源: shibor.org、农银国际证券

图表 30: 信托贷款比例逐渐下滑



来源: 中国人民银行、彭博、农银国际证券

财政政策: 以刺激措施增加国内需求

2015 年下半年的财政政策将以积极的刺激措施支持经济复苏。经济增长疲软的影响令企业和家庭收紧开支, 减少国内需求。促进消费的财政刺激措施是中国应对国内需求萎缩的方法之一。在 2014 年全国财政赤字占 GDP 的比例低于 2%。相比美国的 10% 和欧元区 6%, 中国扩大财政支出空间依然充裕, 加上 2015 年政府目标的财政赤字占 GDP 比例为 2.3% (或 1620 亿元人民币), 我们相信通过增加财政支出, 政府可令国内需求回升。我们认为, 纳税人和企业、保障性住房, 中小企业融资、民生相关的服务和环保项目将会获得更多的财政支持。

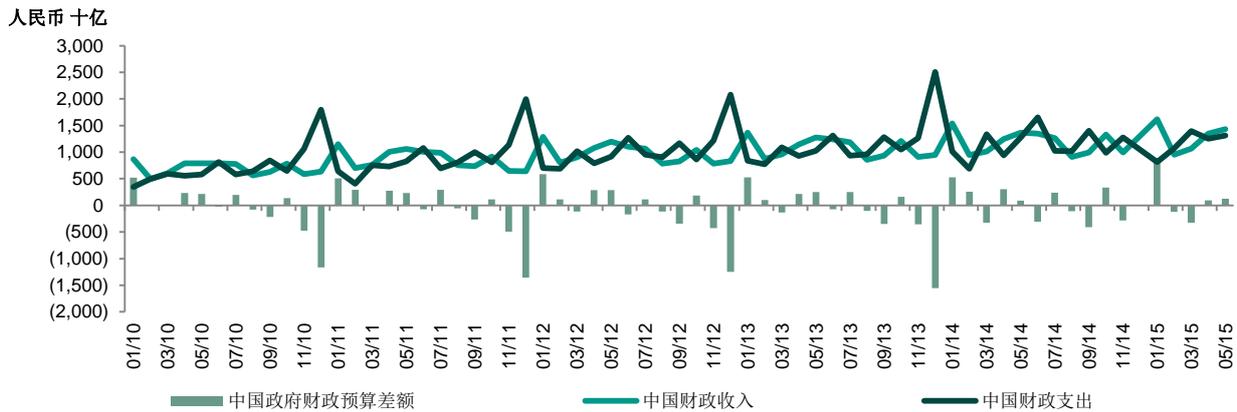
基础设施建设的财政支出是维护中国在 2015 年整体增长的动力之一。因制造业和房地产整体增长放缓之际, 中央政府将会继续采用扩张性的财政政策来加大固定资产投资。这一举措符合国家改善中国产业架构的中期目标。我们认为, 中央政府将会支持在高速公路、铁路、电网升级、中西部地区资源开发、农业改革等方面的基础设施建设。政府同时也会密切关注保障房的建设。



深化税制改革是其中一项重大财政措施，以减轻企业的企业财务负担。提升税收效率及降低税率将推动中国服务和消费行业的增长。营改增税制改革将扩展到大部份行业，从而减轻了企业的税务负担。我们预期，中央政府也将降低消费税，进一步刺激购买力和国内消费。

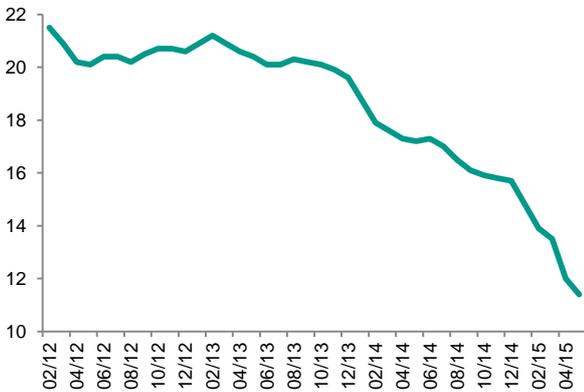
中央财政政策另一重点放在未来的投资。为了刺激经济增长，中国政府推出了两个基建和投资项目重大项目，包括“一带一路（新丝路）”战略构想及设立“自贸区”。我们相信“一带一路”将鼓励更多服务出口，并通过扩大海外需求吸收国内产能，而自贸区的发展有助于创造投资机会给本地及国外投资者，带动经济发展。中央政府亦会重点发展技术领域，以增加就业，加快资金流动，并在提高创造力，加快经济转型。

图表 31: 中国财政状况健康，可有效抵御经济增速下滑

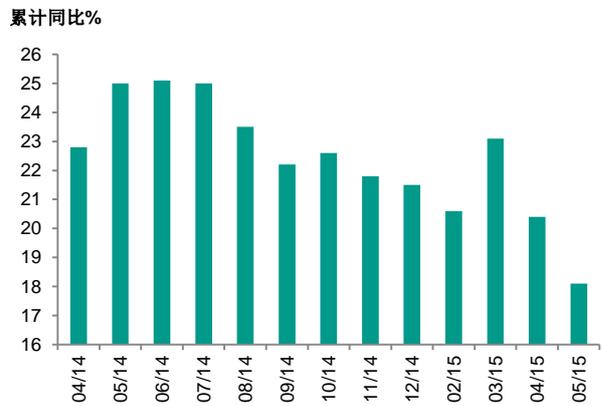


来源: 财政部、彭博、农银国际证券

图表 32: 中国固定资产投资增长放缓



图表 33: 基建 FAI 投资保持高速增长



人民币走势: 预期汇率走势持续波动, 但下跌趋势将会停止

2014 年人民币在经历了 2.4% 的贬值后, 人民币在 2015 年上半年小幅微跌 0.09%, 主要是受到中国疲软经济增长和美国加息预期的影响。对于下半年, 支持人民币汇价的因素包括人民币纳入 IMF 的特别提款权 (SDR) 货币篮子、宏观刺激措施带动经济增长动力回升以及进一步通过开放资本账户放宽外汇管制。然而, 由于美国开展加息周期的不确定性和主要经济体持续推出信贷松动措施, 人民币汇价将面对更大的波动性。整体而言, 我们相信中国将加强人民币的双向浮动弹性, 进一步推动货币国际化。我们认为, 人民币不会在 2015 年大幅贬值。展望今年下半年, 我们预期人民币汇率将会从目前的水平 (1 美元=6.2093 人民币) 0.5% 轻微波动, 并在年末达到 1 美元兑 6.1783-6.2403 人民币的水平。



图表 34: 人民币汇率在 2015 年开始渐趋平稳



来源: 彭博、农银国际证券



## 2015 年下半年经济主题

对于中国来说，迈向经济“新常态”是 2015 年的主要经济主题，其主要特点包括经济增速放缓、经济结构调整和深化体制改革。一季度经济增长已进一步放缓至 7.0%。在中国共产党政治局在四月底举行的会议上，国家主席习近平强调，中国正面对经济下行风险，需要更多的宽松措施和结构性改革刺激经济增长。因此，货币宽松政策将继续沿用“常规”措施，如降低存款准备金率及下调基准利率，协助抵消通缩压力。尽管财政支出增加将提高基础设施的投资，但是其中有更多的支持处将针对社会基础设施（养老、医疗、教育）。整体而言，中国仍面对外部需求的波动和国内放缓的经济活动。过去几个月的经济数据反映经济增长停滞不前，同时，制造业和服务业并没有因为宏观经济刺激政策的实施而复苏。我们认为，中国将会推出更多的支持性政策来帮助经济重回增长轨道。我们预计，政府在下半年将会推出更多的经济刺激措施以促进中国经济复苏。

### 1. “新丝路”战略构想及加大基础设施投资将推动固定资产投资增长反弹

在下半年，投资增长仍是维持持续经济增长的主要动力。固定资产投资增速放缓已受到市场关注，而 1-5 月增速放缓到 11.4% (1-4 月为 12.0%)，显示投资增长继续下滑，主要是受到房地产投资持续放缓的影响。房地产行业低迷，首五个月全国固定资产投资累计同比增长只达 5.1% (首四个月同比增长：6.0%)，表明行业仍处在调整阶段。然而，首五个月基础设施投资同比增长 18.1%。因此我们相信，政府近期推出的一系列基础设施项目，应有助减少固定资产投资增速严重下滑的可能性，并使其成为今年主要的经济增长点。另外，“新丝绸之路经济带（新丝路）”和“21 世纪海上丝绸之路”的战略构想是通过主要的基建和投资项目提升中国和世界经济合作关系。在铁路、公路、能源和信息技术方面的基建项目，以及工业园区的建设将会在未来几年加快进行。“新丝路”将加强东西方国家以及经济带沿线国家之间的经济联动。我们预计 2015 年固定资产投资同比增长将达到 12.0%。

### 2. 中国制定制造业转型升级战略计划

中国公布了《中国制造 2025》，全面部署和推进制造业自动化、环保创新、轨道交通设备、工程机械和智能工厂。制造业的升级转型对于中国成为现代化制造业强国至关重要。这可以帮助中国制造业往产业链上游升级，并将经济增长保持在可持续发展的水平。在《中国制造 2025》中，国家重点提及十个行业，并将会在未来的 10 年内提升这些行业的效率，从而推动制造业的转型升级。

图表 35: “中国制造 2025”十大重点发展行业

1	农机装备
2	先进轨道交通装备
3	高档数控机床和机器人
4	新材料
5	海洋工程装备及高技术船舶
6	航空航天装备
7	电力装备
8	节能与新能源汽车
9	信息技术产业
10	生物医药及高性能医疗器械

来源：国务院、农银国际证券

图表 36: 九大主要任务

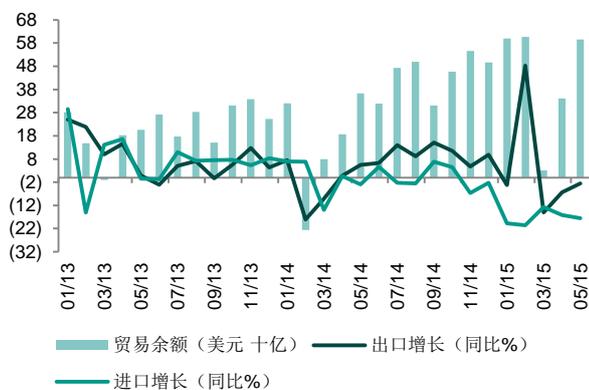
1	提高国家制造业创新能力
2	推进信息化与工业化深度融合
3	强化工业基础能力
4	加强质量品牌建设
5	全面推行绿色制造
6	大力推动重点领域突破发展
7	深入推进制造业结构调整
8	积极发展服务型制造和生产性服务业
9	提高制造业国际化发展水平

来源：国务院、农银国际证券





图表 38: 出口增长才出现复苏迹象



来源: 彭博、农银国际证券

图表 39: 像主要贸易伙伴的出口自今年 3 月开始下降



来源: 彭博、农银国际证券



## 2015 年下半年香港经济展望

今年一季度香港的 GDP 同比增长 2.1%，而失业率维持在 3.3% 的低位。今年头 4 个月的通胀率回落到 4%，显示价格上涨压力有所缓解。私人消费支出的同比增长在一季度放缓至 3.5%，低于 2014 年四季度的 4.1% 和第三季度的 4.7%。中国经济增长放缓、人民币汇价疲软和限制自由行的政策降低了访港游客，特别是内地游客，的数量，因此导致香港的私人消费对 GDP 增长贡献有所下降。自 2015 年年初至今，整体零售销售总额增长的降幅有所扩大，所以我们预计香港的零售业在今年下半年只会轻微增长。

在基建项目的推动下，投资在今年第 1 季度的同比增长率达到 7.3%。我们预期投资在下半年将继续保持目前强劲的增长势头。中国疲弱的贸易状况以及仍在复苏的全球经济使香港商品和服务的出口在今年一季度仅录得 0.2% 的同比增长。随着中国以及其他发达经济体重回复苏轨道，香港对外贸易在今年下半年将会出现明显的反弹。

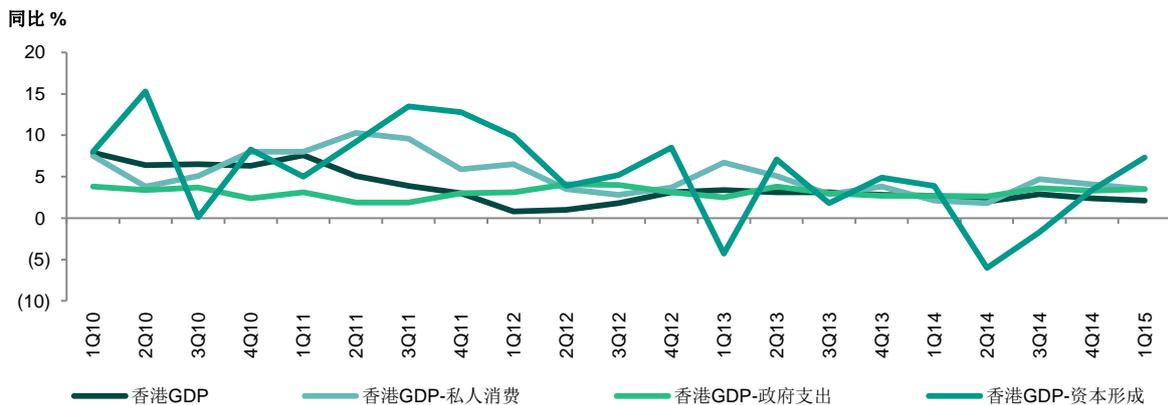
在房地产市场方面，美国下半年可能加息和市场供应增加将遏制香港过热的楼市。我们预计，香港房地产市场在下半年增长持平。深港通的开通和推出中港基金互认安排将支持股市在下半年造好，并通过财富效应刺激消费。总体来说，我们预期香港经济在今年下半年将会呈现更加均衡的增长，而 2015 年 GDP 的同比增长率将达到 2.3%。

图表 40: 香港经济数据预测

(同比%，除非另有说明)	2012	2013	2014	1Q15	2015F	2016F
实际 GDP	1.7	3.1	2.5	2.1	2.3	2.5
消费	4.1	4.6	3.2	3.5	3.3	3.3
投资	6.8	2.6	-0.2	7.3	5.5	5.0
政府支出	3.6	3.0	3.0	3.5	3.5	3.5
出口	1.9	6.2	0.8	0.2	0.8	2.0
进口	2.9	6.6	1.0	0.5	1.4	2.7
失业率 (%)	3.3	3.4	3.3	3.3	3.4	3.4
CPI	4.1	4.4	4.4	4.4	3.8	3.5

来源：香港统计署、彭博、农银国际证券预测

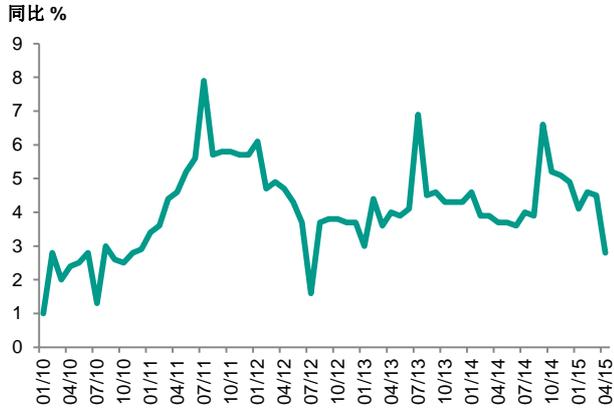
图表 41：香港 GDP 增长维持在 2% 水平



来源：香港统计署、彭博、农银国际证券

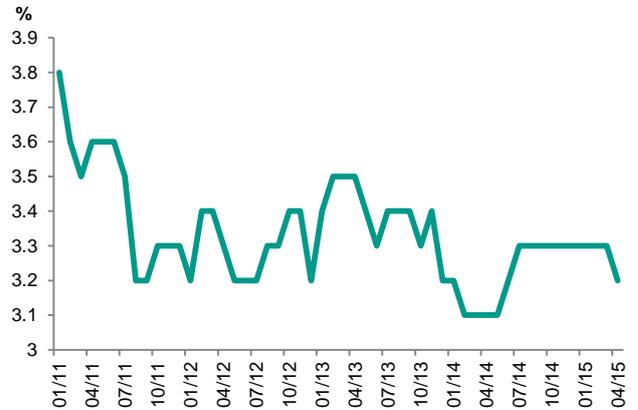


图表 42: 香港通胀率有所下降



来源: 香港统计署、彭博、农银国际证券

图表 43: 香港失业率仍较低



来源: 香港统计署、彭博、农银国际证券

图表 44: 香港零售销售增长疲弱



来源: 香港统计署、彭博、农银国际证券



## 2015 年下半年投资策略

在今年上半年，中国人民银行多次实施了降息和降准措施，以促进经济增长势头。央行通过这些措施释放了过万亿流动性，反映出政府正努力促进经济增长。这些新增的流动性在流入实体经济前，已经先流入资本市场。受到如此大量的流动性的推动，在今年上半年，中国和香港股票市场分别上涨了 29.6% 和 13.0%，香港和内地的平均日交易量分别同比上升 97.5% 和 540.5%。鉴于今年上半年经济并未出现明显改善，我们相信，政府将会采取更进一步的货币宽松措施以及财政刺激措施来促进下半年经济的增长。

随着中国经济上半年触底，市场乐观预测中国经济将在今年下半年复苏。随着中国继续放宽货币政策，并让更多的流动性进入股票市场，投资者正在加大对中国和香港市场的投资以寻求更高的回报。另外，中港基金互认安排及即将开通的深港通为股市提供增长动力。恒生指数和恒生国企指数目前的价格水平相当于 12.82 倍和 9.31 倍的 2015 年预测市盈率，但是目前的估值水平并未反映中国经济复苏势头及资本市场改革所带来的增长动力。市场对于经济下滑风险和企业盈利能力倒退的过分担忧，是导致股票风险溢价上升的主要原因。随着在今年下半年经济持续复苏，这些忧虑将会逐渐消退。投资者亦应当在适当的时机趁低吸纳香港及内地股票。我们认为，如果企业的盈利表现比市场预期的要好，那恒生指数和恒生国企指数在 2015 年末将会分别达到 26,046-30,214 和 12,648-19,394 的水平，相当于 12.5-14.5 倍和 9.0-13.8 倍的 2015 年预测市盈率或 1.35-1.56 倍和 1.19-1.82 倍的 2015 年预测市账率。

我们把恒生指数及恒生国企指数年终目标分别订为 29,172（14 倍预测市盈率或 1.51 倍预测市账率）和 16,864（或 12.0 倍预测市盈率或 1.58 倍预测市账率）。针对内地股市，充裕的流动性和资本市场进一步开放将继续推动中国股市在下半年继续上涨。我们预期，上证综合指数、深圳成份指数和沪深 300 指数在 2015 年年终目标分别为 5,723（23 倍预测市盈率或 2.74 倍预测市账率），19,656（41 倍预测市盈率或 5.52 倍预测市账率），及 5,713（21 倍预测市盈率或 2.98 倍预测市账率）。

### 2015 年下半年投资主题

#### 1. 信贷宽松和开放资本市场将有利金融业

今年上半年多次降息和降准鼓励商业银行和金融机构拨出更多的资金支持实体经济。低贷存比率的银行将可以借助央行释放信贷的政策，在下半年增加贷款。我们认为**建设银行（939 HK）**和**工商银行（1398 HK）**都将会受惠。自 2014 年 11 月以来，人民银行已将利息下调 90 个基点，财务公司和金融租赁公司将受惠于减息带来的新增贷款。中国政府希望通过此次的减息来提高消费金融在经济中的地位，并最终将中国的经济发展模式从出口导向型转向消费主导型的目的。我们相信可以从降息和经济结构调整中获益的公司有**中国金融投资管理（605 HK）**和**远东宏信（3360 HK）**。

信贷宽松政策向股市释放充足的流动性，引发了中港两地股市在上半年上升。我们预期中国将在下半年推出更多货币宽松政策，令股市持续升势。另外，“中港基金互认安排”将吸引更多的共同基金投资于中国和香港股市市场。保险公司在金融改革过程中也会受惠。我们认为拥有大型股票投资组合的保险公司，如**中国人寿（2628 HK）**、**中国人保集团（1339 HK）**和**平安保险（2318 HK）**将受惠于股市的上涨。券商和资产管理公司的盈利水平也将受惠于更为活跃的市场交易和资本市场活动。我们认为，**中信证券（6030 HK）**、**中国银河证券（6881 HK）**、**信达（1359 HK）**和**惠理集团（806 HK）**等券商和资产管理公司将受惠。

#### 2. 深港通：跨境投资进一步自由化

我们认为，中国已经做好在下半年推出深港通的准备。这将会加快中国开放其资本市场、促进金融市场改革并且促进在港的离岸人民币利用率。更重要的是，这将为两地市场的投资者带来更多的投资机会，巩固香港作为投资中国重要平台的地位。我们相信一下的几类股票都将受惠于沪港通计划：（1）在 A 股和 H 股市场均有上市，但估值差异较大的股票，将会成为投资者套利交易的目标，该类股票包括**山东墨龙（568 HK）**和**中兴通讯（763 HK）**；（2）国内投资者此前并不能投资的公司和行业，如博彩业、电商业，以及在港上市的一些综合性或国际公司，相关的公司有**友邦保险（1299 HK）**、**长和（1 HK）**和**银河娱乐（27 HK）**；（3）券商股，尤其是那些在香港和深圳已经有业务的券商公司，也会受惠于深港通带来的业务量增加，相关的公司有**中国银河证券（6881 HK）**、**中信证券（6030 HK）**、**海通证券（6873 HK）**。在港经营的国内券商，如**中国光大控股（165 HK）**、**国泰君安国际（1788 HK）**、**海通国际（665 HK）**和**申万宏源（218 HK）**也将会得益于不断增加的业务机会；（4）**港交所（388 HK）** 凭借其所提供的多项投资服务和产品，将可以更好地抓住沪港通以及人民币国际化所带来的机会。

#### 3. 《中国制造 2025》制造业转型升级战略计划利好智能制造业



新的制造业 10 年计划希望通过革新制造业生产过程，彻底改革中国目前劳动力集中的生产模式，并在 2025 年成为制造强国。该计划同时提出，要强化科研并鼓励新兴产业的技术发展。总体来讲，本次计划主要集中在提升创新能力、整合信息化和产业化、促进绿色生产和提高制造业国际化水平。我们认为企业拥有创新技术和远见将受益于该计划。我们的选股包括**比亚迪股份(1211 HK)**、**中国中车(1766 HK)**、**联想集团(992 HK)**、**神州数码(861 HK)**、**东方电气(1072 HK)**、**金风科技(2208 HK)**、**南车时代电气(3898 HK)**及**中兴通讯(763 HK)**。

#### 4. “新丝路” 战略计划增加基建需求

中国所倡导的共建、共享、共赢的亚洲经济和安全之路对于亚洲的长期发展至关重要。在促进亚、欧、非的经济合作方案中，其中一条就是建立“新丝绸之路经济带(新丝路)”和“21 世纪海上丝绸之路”的战略构想。“新丝绸之路经济带(新丝路)”和“21 世纪海上丝绸之路”的战略构想是通过主要的基建和投资项目加强中国和世界各地的经济合作关系。在铁路、公路、能源和信息技术方面的基建项目，以及工业园区的建设将会在未来几年加快进行。“新丝路”将加强东西方国家以及经济带沿线国家之间的经济联动。而在广州和福建新成立的自贸区，以及上海自贸区也将会成为中国深化与亚太地区经济合作的重要平台。

“新丝路”的战略构想将会带来更多的基建和铁路投资，相应行业的企业将会受惠。其中的部分企业包括**中国交通建设(1800 HK)**、**中国机械工程(1829 HK)**、**中国铁建(1186 HK)**、及**中国中铁(390 HK)**。

#### 5. 加强环境保护有利于可再生能源和污水处理行业

由于中国空气污染恶化，中央政府正在投入更多的资源，以发展可再生能源。随着减排成为政府的首要任务，中国的目标是提高其整体能源消耗内非化石能源的比重。根据中国国家能源局的数据，截至 2014 年，中国能源 70% 以上来自化石燃料。对于发电领域，近 65% 来自煤炭。燃煤发电产生最多空气污染物（如二氧化碳、二氧化硫等）。我们相信，中国的能源结构应继续从传统能源（如化石燃料），转移到可再生能源（如风能、太阳能、水能等）。

基于加大对电网建设投资和预期更多的宽松政策出台，我们认为风电，太阳能发电和核电行业的前景乐观。根据第 13 个五年规划的能源草案，中国政府计划风电装机容量在 2020 年年底达到 200GW，比 2014 年年底的 96GW 增长 109%。风电装机容量迅速增长有助于减少燃煤发电在总能源结构中的比重。我们的选股包括**龙源电力(916 HK)**和**华能新能源(958 HK)**，因为它们拥有稳定的产能增长以及相对较低的容量成本和净负债比率。此外，中国亦将在 13 个五年计划期间推动太阳能发电，相信利好太阳能发电工程、采购和施工的企业。他们可以受益于不继增加的太阳能电站建设订单，而因它们不参与电厂运行，并能保持相对较低的净负债比率。**兴业太阳能(750 HK)**是我们在太阳能发电板块的首选股。核电板块方面，**中广核电力(1816 HK)**是我们的首选股，因为它是全球领先的核电公司，并拥有核电站管理丰富经验。

环境保护将为水务、污水处理和垃圾处理创造商业机会。中国政府不断加快城镇化，危害城市污水处理系统的效率。国家发展和改革委员会(NDRC)认为，中国城镇化率将会从 2013 年年底的 54% 上升到 2020 年年底的 60%。与此同时，中国政府计划将城市污水处理率从 2010 年年底的 77% 提高到 2015 年年底的 85%。如要达到这目标，污水处理能力需求将会有所增加。根据水利部的资料，截至 2011 年年底，中国有 36% 的河流和 41% 的湖泊受到严重污染，且不适用于饮用或农业用途。此外，中国有近 20% 的水库和 77% 的地下水受到污染。总体而言，这些数据表明中国有超过 40% 的地表水体受到污染。随着生活水平的不断提高，政府亟需解决污染问题，实行水资源的修复。中国全国水价一直在上涨，我们认为这主要是由于人均消费量不断增加。根据国家发改委，中国全国的水价从 2001 年年底每吨 1.6 元上涨至 2013 年年底每吨 4.05，涨幅达 153% 或 8% 的年增长率。我们相信水价将保持上升趋势，而水处理营运商受惠于上升的利润率。我们建议投资者选择在一线城市营运和有国企背景的污水处理和焚烧营运商。污水处理营运商当中，我们看好**北控水务(371 HK)**，由于该公司主要在富裕地区如广东、浙江、江苏等营运，意味着更强的现金流和较低的违约风险。垃圾焚烧营运商当中，我们看好**光大国际(257 HK)**，因为该公司是国有企业，而大部分资产位于沿海富裕地区如苏州、济南、宜兴市等。



**農銀國際**

ABC INTERNATIONAL

ABC SECURITIES COMPANY LIMITED

---

## 6. 内地房地产市场在 2015 下半年将会回复增长动力

中国上半年房地产行业的业绩在 1H15 仍然疲弱。中国的住宅房地产行业销售在今年首五个月同比下降 5.1%。房地产销售，特别是一线城市的房地产销售，比市场预期的要好（今年五月一线城市新房价格相比去年底价格已经上涨了 4.2%）。该行业的估值仍然相对吸引。目前该行业的 15 年预测市盈率为 6.7 倍，而 15 年预测收益率为 4.5%。我们相信负面因素已经反映在目前的估值中，市场情绪将会在下半年有所改善。专注于一线城市以及拥有商业或高级物业项目的小型开发商将会得益于此次房地产市场复苏。我们的首选是高级房地产开发商**融创中国（1918 HK）**，以及全面的广东省房地产开发专家**龙光地产（3380 HK）**。

## 7. “互联网+”发展战略促进互联网相关行业的发展

中国将通过“互联网+”战略，整合互联网技术与制造业和商业活动，推动经济增长。“互联网+”集成移动互联网、云计算，大数据和现代制造业物联网，结合电子商务、工业互联网产业和互联网金融，培育新的产业和企业的发展。该计划的目的是促进创新发展，与《中国制造 2025》战略计划并行，将中国从一个“大工业国”提升到“强大的工业国”。我们的选股包括**腾讯（700 HK）**，**阿里健康（241 HK）**、**中国支付通（8325 HK）**、**金山软件（3888 HK）**、**金蝶国际（268 HK）**和**海尔（1169 HK）**。



## A 股 - 2015 年下半年投资策略

后市看涨；看好消费行业、军工行业和《中国制造 2025》战略计划的相关行业

中国 A 股市场上半年做好，上证综指同比涨幅超过 105.7%。在今年 5 月 28 日，日均成交金额达 2.36 万亿元人民币，创历史新高。信贷宽松政策使更多流动性渗入资本市场，是股市上涨的主要驱动因素。充裕的流动性和中国资本市场向外国投资者进一步开放将令中国股市在下半年继续上涨，我们预期上证综指、深成指和沪深 300 指数在 2015 年年终目标水平分别为 5,723 (23 倍预测市盈率或 2.74 倍预测市账率)，19,656 (41 倍预测市盈率或 5.52 倍预测市账率)，及 5,713 (21 倍预测市盈率或 2.98 倍预测市账率)。

持续上涨的股票指数反映了宽松经济政策支持中国的股票市场的高估值。我们的投资主题和理念仍然是采取严格方法选择行业，以强劲盈利增长和良好行业前景作为基础选择股票。随着中国致力于改革经济增长模式，投资机会将出现在不同的行业。展望下半年，我们认为股市财富效将会带动消费板块的股份；军费开支激增和新增的合同将会提振军工板块；而制造业转型升级战略计划利好智能制造业。我们的选股如下：

**消费板块：**伊利股份（600887 CH）、贵州茅台（600519 CH）、永辉超市（601933 CH）

**军工板块：**中航电子（600372.CH）、中国重工（601989.SH）、中国卫星（600118.CH）、北方导航（600435.CH）

**制造业转型升级战略计划相关股份：**长园集团（600525 CH）、上海机电（600835 CH）、东软集团（600718.CH）



中国港两地股指走势及选股

中港两地主要股指

地区	股指	年初至今变动 (%)	15年预测 市盈率 (倍)	15年预测 市帐率 (倍)	股息收益率 (%)
香港	恒生指数	12.96	12.82	1.38	3.10
香港	恒生国企指数	9.21	9.31	1.23	3.26
中国	沪深 300 指数	22.71	16.35	2.29	1.69
上海	上证综指	29.62	16.91	2.02	1.75
深圳	深成指	30.72	29.98	3.94	0.87

来源：彭博、农银国际证券

H 股股份推荐

投资主题	公司	年初至今股价变动 (%)	15年预测 市盈率 (倍)	15年预测 市帐率 (倍)	股息收益率 (%)	
信贷宽松和开放资本市场将有利金融业	<b>银行和金融机构</b>					
		建设银行 (939 HK)	11.30	6.07	1.01	5.46
		工行银行 (1398 HK)	16.61	6.64	1.10	5.01
		中国金融投资管理 (605 HK)	52.73	7.00	1.00	2.38
		远东宏信 (3360 HK)	(6.54)	6.77	1.01	4.03
		<b>保险公司</b>				
		中国人寿 (2628 HK)	9.03	16.80	2.31	1.93
		中国人保集团 (1339 HK)	34.16	10.87	1.47	0.23
		平安保险 (2318 HK)	34.77	14.28	2.17	0.98
		<b>券商和资产管理公司</b>				
		中信证券 (6030 HK)	(0.68)	15.80	2.16	1.66
		中国银河证券 (6881 HK)	4.83	10.60	1.57	2.48
		信达 (1359 HK)	16.14	8.23	1.23	3.27
		惠理集团 (806 HK)	111.94	14.08	5.32	3.11
	深港通：跨境投资进一步自由化	<b>具有较大 A-H 差价的公司</b>				
		山东墨龙 (568 HK)	51.15	N/A	N/A	N/A
		中兴通讯 (763 HK)	42.87	18.33	2.16	1.37
		<b>综合企业、国际性企业和赌业企业</b>				
		友邦保险 (1299 HK)	20.05	20.88	2.39	1.09
		长和 (1 HK)	52.16	14.07	0.98	2.43
		银河娱乐 (27 HK)	(24.19)	17.99	3.26	1.70
		<b>中资券商</b>				
		中国光大控股 (165 HK)	46.60	11.35	1.29	2.92
		中国银河证券(6881 HK)	4.83	10.60	1.57	2.48
		中信证券 (6030 HK)	(0.68)	15.80	2.16	1.66
		国泰君安国际 (1788 HK),	163.39	16.04	4.39	1.99
		海通证券 (6837 HK)	9.89	14.32	2.04	2.00
		海通国际 (665 HK)	131.78	14.68	2.01	2.78
		申万宏源 (218 HK)	(10.55)	N/A	N/A	N/A
	<b>股票交易所</b>					
	港交所 (388 HK)	65.52	36.35	14.42	2.44	

来源：彭博、农银国际证券



H 股股份推荐 (续)

投资主题	公司	年初至今股价变动 (%)	15 年预测市盈率 (倍)	15 年预测市帐率 (倍)	股息收益率 (%)
《中国制造 2025》制造业转型升级战略计划利好智能制造业	比亚迪股份 (1211 HK)	56.51	47.92	3.05	0.11
	中国中车 (1766 HK)	11.11	19.32	2.64	1.43
	神州数码 (861 HK)	53.55	13.17	1.24	2.13
	东方电气 (1072 HK)	7.01	20.61	1.22	0.80
	联想集团 (992 HK)	7.25	13.07	3.19	2.41
	金风科技 (2208 HK)	38.47	15.43	2.21	3.36
	南车时代电气 (3898 HK)	28.18	20.35	4.10	1.22
“新丝路” 战略计划增加基建需求	中兴通讯 (763 HK)	42.87	18.33	2.16	1.37
	中国交通建设 (1800 HK)	25.62	9.98	1.18	2.25
	中国机械工程 (1829 HK)	37.88	11.67	1.86	3.28
	中国铁建 (1186 HK)	23.28	9.83	1.17	1.59
加强环境保护有利于可再生能源和污水处理行业	中国中铁 (390 HK)	30.72	12.21	1.30	1.32
	北控水务 (371 HK)	25.31	25.80	3.25	1.38
	中广核电力 (1816 HK)	21.66	23.29	2.60	1.40
	光大国际 (257 HK)	18.89	25.94	3.42	0.96
	兴业太阳能 (750 HK)	(6.35)	7.26	1.43	1.33
内地房地产市场在 2015 年下半年将会回复增长动力	华能新能源 (958 HK)	27.49	14.73	1.41	1.29
	龙源电力 (916 HK)	7.31	15.41	1.54	1.25
	龙光地产 (3380 HK)	40.25	5.89	1.05	4.80
“互联网+” 发展战略促进互联网相关行业的发展	融创中国 (1918 HK)	11.03	5.32	1.12	3.26
	阿里健康 (241 HK)	70.33	N/A	N/A	N/A
	中国支付通 (8325 HK)	175.44	N/A	N/A	N/A
	海尔 (1169 HK)	13.76	15.97	3.16	0.65
	腾讯 (700 HK)	42.13	37.83	11.02	0.28
	金山软件 (3888 HK)	76.30	34.74	4.12	0.49
金蝶国际 (268 HK)	116.88	40.95	4.75	0.37	

来源: 彭博、农银国际证券



A 股股份推荐

行业	公司	年初至今股价变动 (%)	15 年预测 市盈率 (倍)	15 年预测 市帐率 (倍)	股息收益率 (%)
消费	伊利 (600887 SH)	23.09	20.02	5.34	1.93
	贵州茅台 (600519 SH)	27.86	16.35	4.31	2.04
	永辉超市 (601933 SH)	36.62	39.53	4.68	1.29
军工	中航电子 (600372 SH)	32.54	84.76	11.09	0.19
	中国重工 (601989 SH)	72.31	105.10	4.83	0.25
	中国卫星 (600118 SH)	102.53	161.12	14.67	0.17
	北方导航 (600435 SH)	87.54	N/A	N/A	N/A
“中国制造 2025” 相关	长园集团 (600525 SH)	86.07	38.66	5.98	0.70
	东软集团 (600718 SH)	43.01	55.15	5.78	0.57
	上海机电 (600835 SH)	77.93	25.06	4.54	1.83

来源：彭博、农银国际证券



**農銀國際**

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED