

# 下半年展望：瞄准调整良机 “稳”中求胜

农银国际证券研究部

研究员：陈宜飏 (Mark Chen)

2012年7月24日



## Disclaimer

**The Presentation is prepared by Research Department of ABCI Securities Company Limited (“the Company”) and is being presented solely for the purpose of general reference. All such information should not be used or relied on without professional advice. The presentation is a brief summary in nature and does not purport to be a complete description of the market, and is prepared for information purpose only.**

**Certain information in this Presentation is derived from various official and non-official sources, and the Company, its affiliates and advisers have not conducted any independent verification on such information. The information and data contained herein are not a substitute for the recipient’s independent verification, evaluation and analysis of the information. Neither the Company nor any of its affiliates and advisers shall have any liability for any misstatement or omission of fact, or any opinion expressed in this Presentation. The Company, its affiliates and advisers specifically disclaim all responsibilities and liabilities whatsoever arising from the use of or reliance upon any information and data, whether financial or others, contained in this Presentation.**

# 下半年展望：瞄准调整良机 “稳”中求胜

- 一、对2012年下半年中国经济的走势预测
- 二、对2012年下半年港股市场的展望
- 三、需要密切留意的潜在风险

## 下半年经济预测与市场展望——报告要点

- **对于国内外大环境的判断：**
  - 中国经济增长放缓，暂时未有见底迹象；
  - 政府力图“稳增长”，或会续推多项利好政策，预计中国不会硬着陆；
  - 但不预期U型反弹，除非中国修订经济目标及M2；L型已是乐观预测；
  - 欧美出现“黑天鹅”机会仍存，但概率下降，有助风险资产偏好上扬。
- **对于大盘走势的判断：**
  - 港股或已提前反映未来3~6个月情况，中资股估值偏低，潜在回报巨大；
  - H股指数第三季或低见8,840点，较报告生成日（7月17日）收盘下跌5.7%；
  - 到年底前或升至12,600点，潜在升幅34.3%
- **对于个股的观点：**
  - “选股优于选市”，盈利与资产状况良好的民企值得关注。

# 下半年展望：瞄准调整良机 “稳”中求胜

- 一、对2012年下半年中国经济的走势预测
- 二、对2012年下半年港股市场的展望
- 三、需要密切留意的潜在风险

# 下半年中国经济走势预测

## 中国经济整体判断

### (一) 经济走势预测：

软着陆，但U型机率小，L型是乐观情形

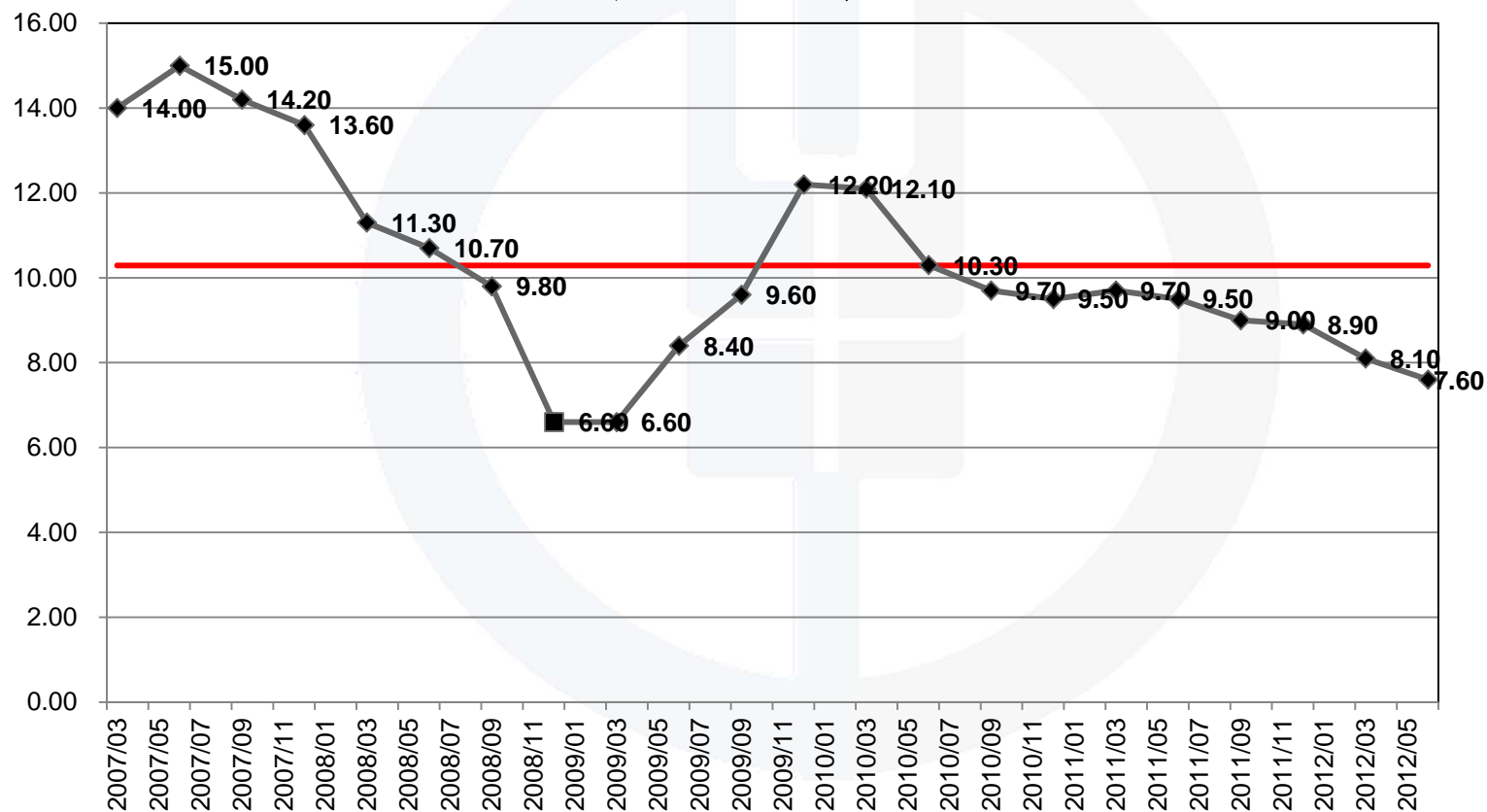
### (二) 政策预测： 措施重在维“稳”而非促“增”

- 1、提升居民实际购买力，促进内需
- 2、“稳增长”需要宽松货币政策，但以预调微调为主
- 3、基建投资适度增长，但防止过热

# 下半年中国经济走势预测

- 第2季增7.6%，上半年增7.8%，高于7.5%目标；过去22季均值10.29%；
- 2008.11的4万亿，令GDP急剧反弹；缺少四万亿，反弹能否再现？

图：2007年首季迄今中国GDP季度增长率

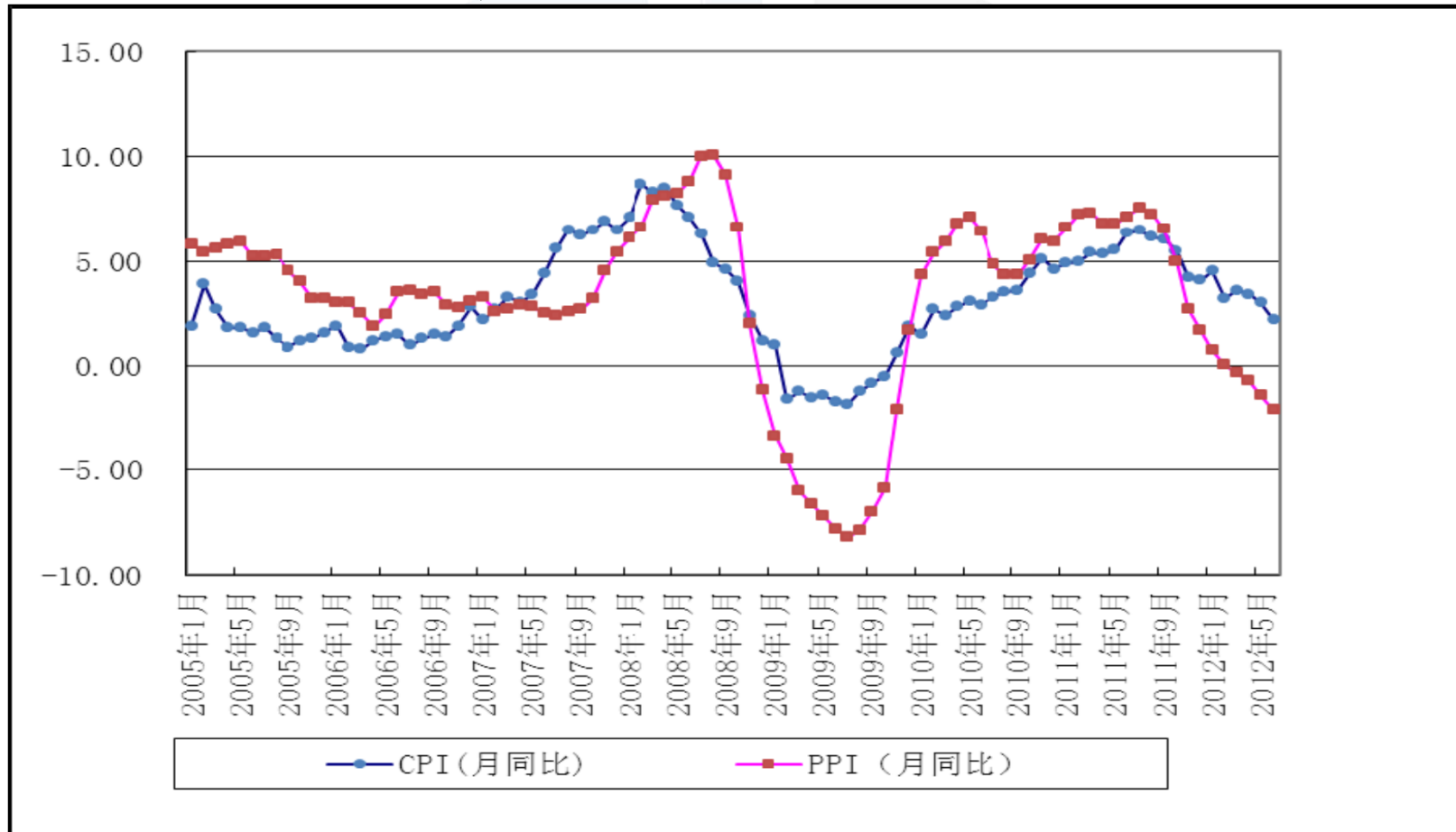


资料来源：WIND资讯，农银国际证券

# 下半年中国经济走势预测

- 6月CPI为2.2%，连跌4月；PPI下跌2.1%，连跌12个月

图：中国CPI与PPI双双加速下行



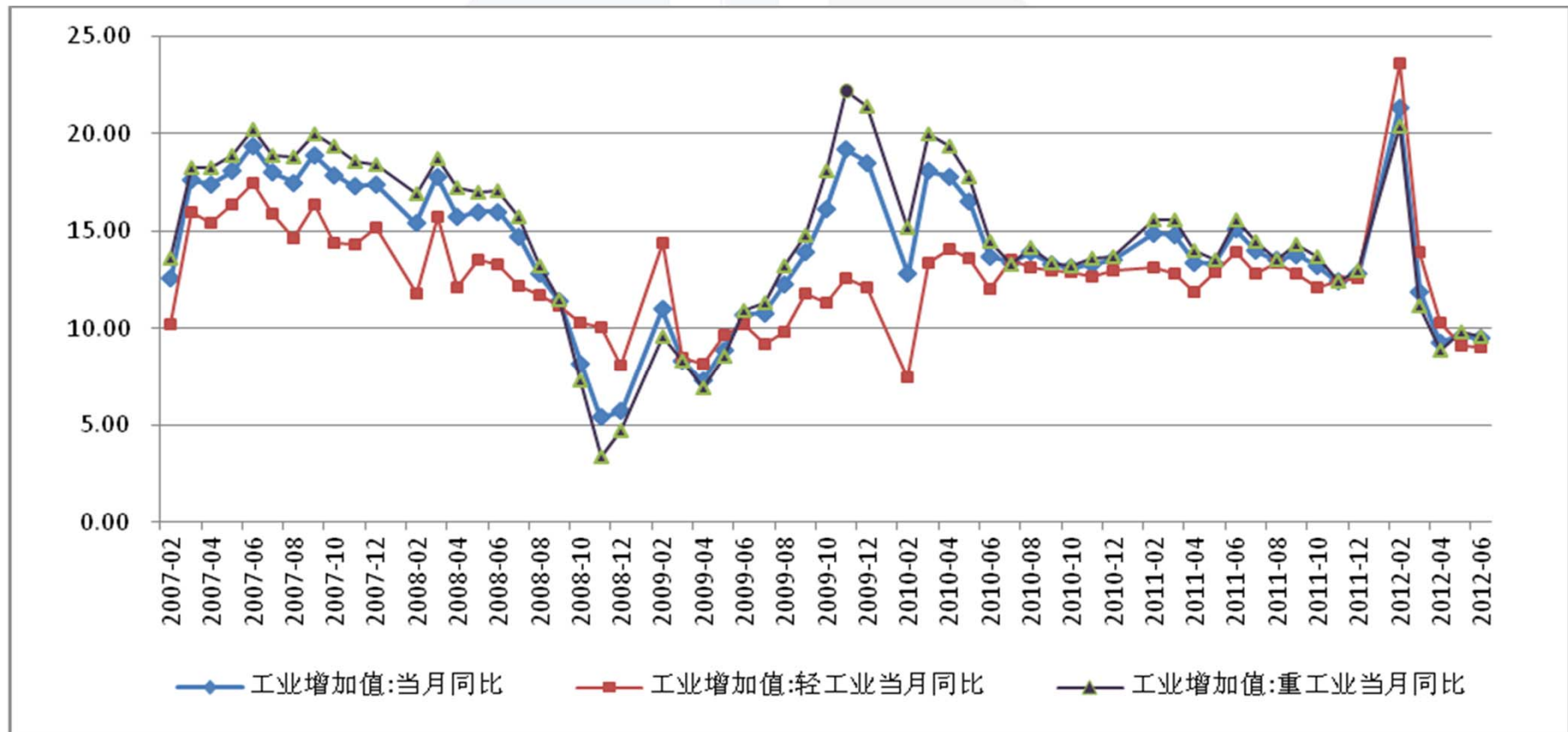
资料来源：WIND资讯，农银国际证券



# 下半年中国经济走势预测

- 工业增加值持续回落，2009.06以来首度跌至10%以下；
- 预示中国经济仍未完全扭转下滑趋势。

图：中国工业增加值同比增速（%）走势情况

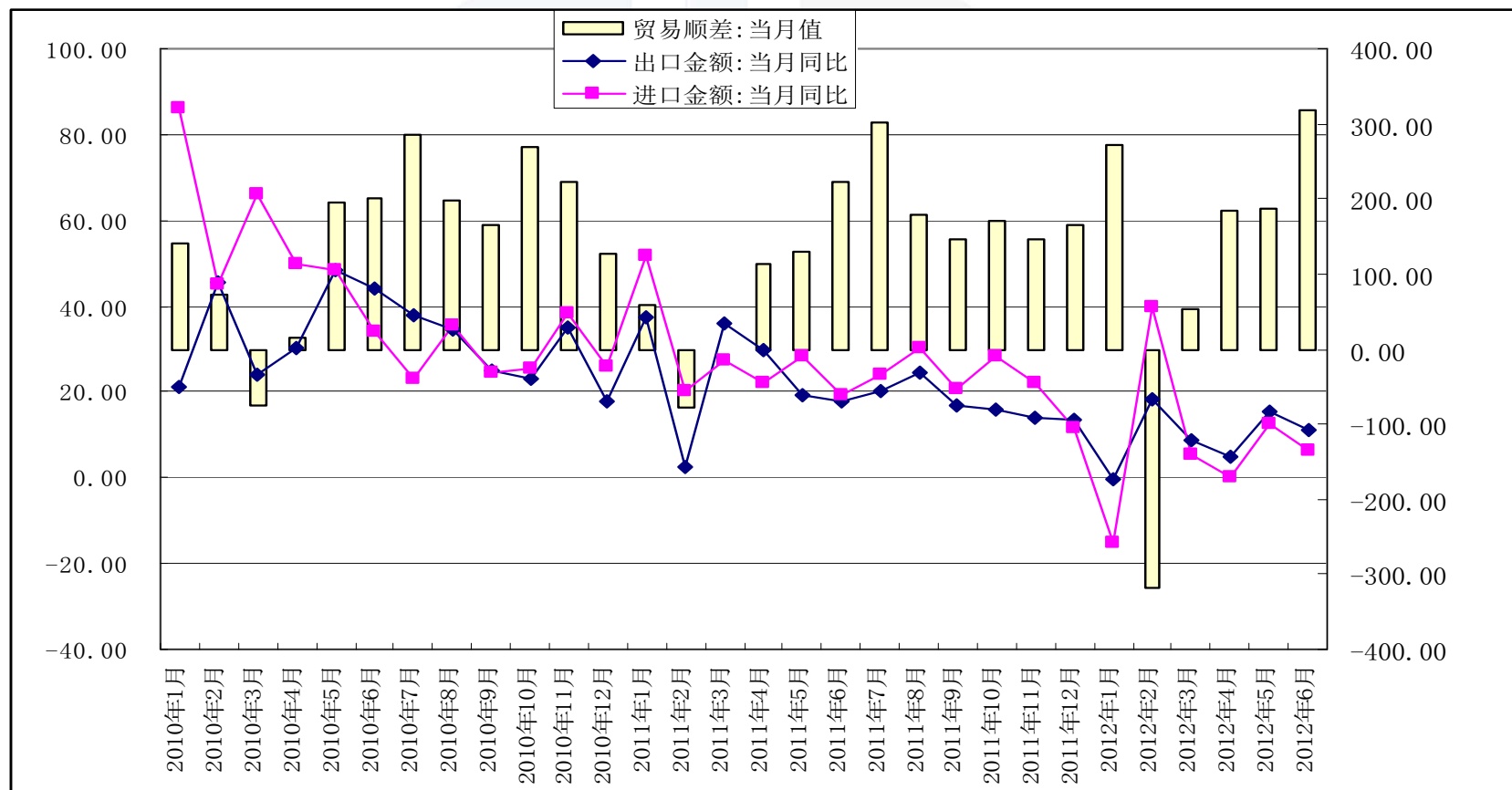


资料来源：WIND资讯，农银国际证券

# 下半年中国经济走势预测

- 三驾马车之一：中国外贸盈余增长，但进出口金额均下行。

图：2010年以来中国进出口月度值同比增速（%）及顺差（美元，右轴）

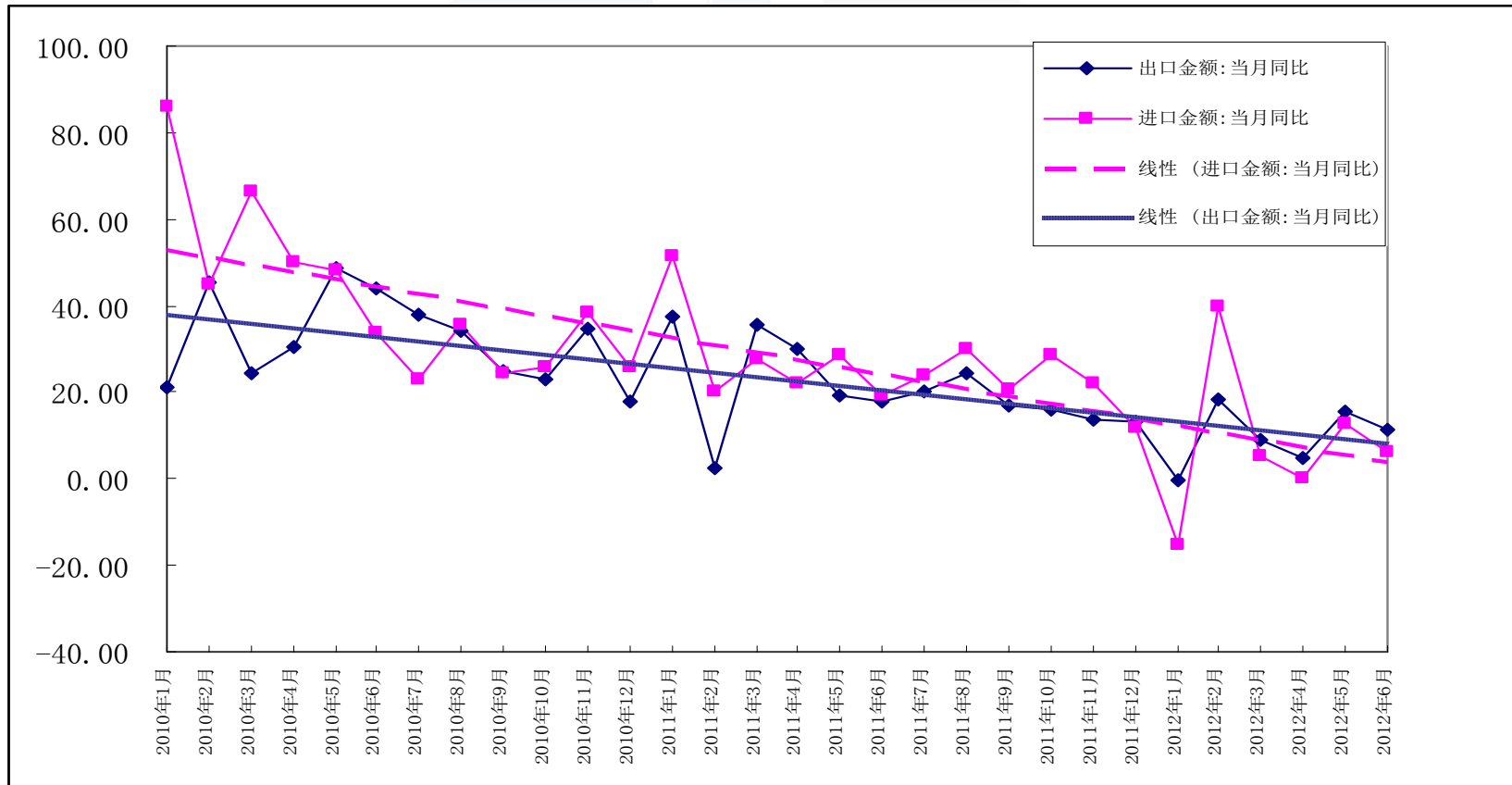


资料来源：WIND资讯，农银国际证券

# 下半年中国经济走势预测

- 不论是出口还是进口，近年来均出现下行趋势。

图：2010年以来的中国进出口月度值同比增速（%）及趋势

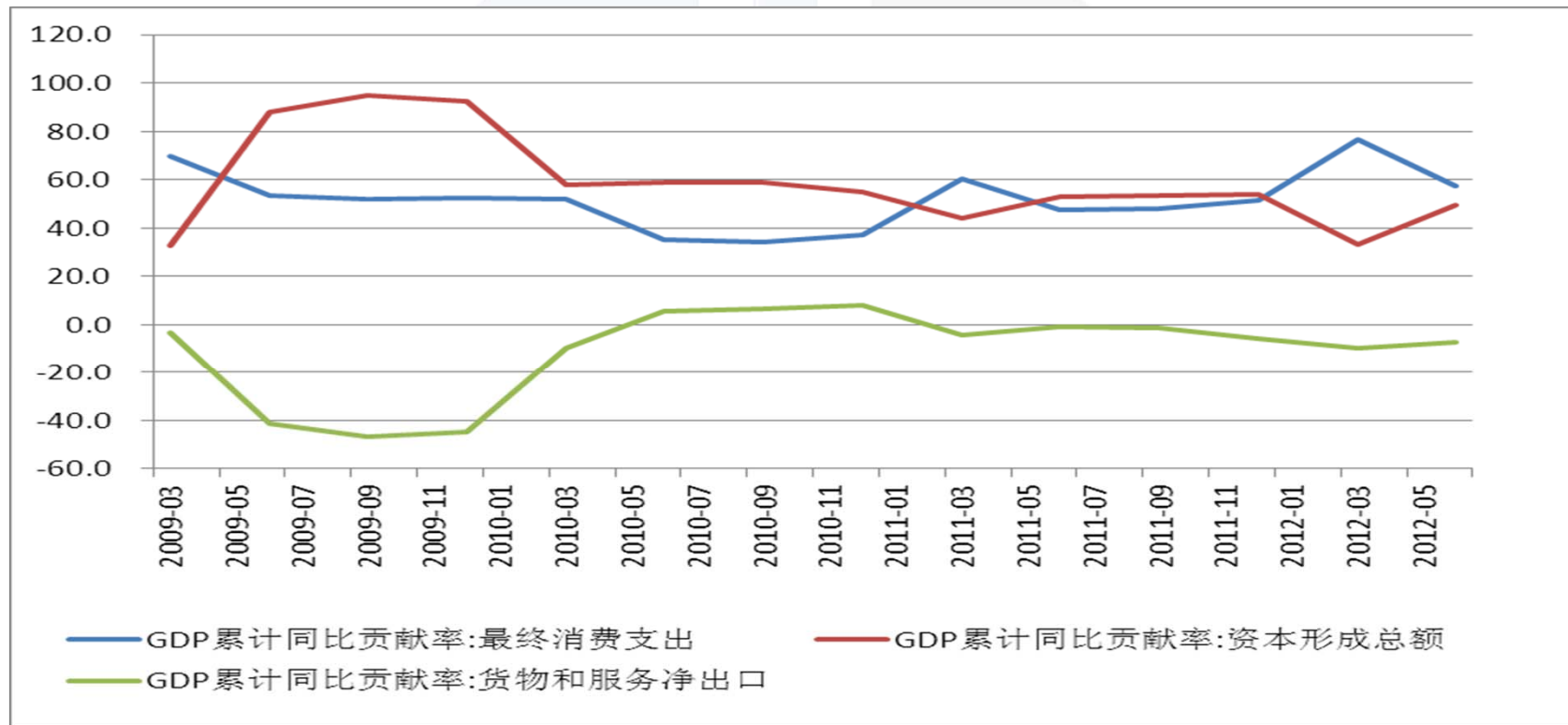


资料来源：WIND资讯，农银国际证券

# 下半年中国经济走势预测

- 三驾马车中：消费对GDP的贡献比率下跌；
- 中国的经济转型需要进一步努力

图：消费、净出口及资本形成总额对GDP累计同比增长的贡献率



资料来源：国家统计局，农银国际证券

# 下半年中国经济走势预测

综合上述，当前的信号显示：

## 1、中国上半年经济下行趋势明显，值得关注。

CPI与PPI双跌，中国通缩风险正在累积。鉴于从去年第四季度至今年上半年的货币宽松政策具有滞后性，经济在第三季度能够止跌已属不易，要在第四季度出现较大强度反弹，则需要在此近期内便推出有强有力的财政政策支持措施。

## 2、另一方面，尽管经济疲弱，但增长仍高于全年7.5%的目标。

鉴于上半年提出的政策措施效果仍待观查，因此除非经济形势在第3季出现明显恶化，政府未必会急于推出新刺激方案。

## 3、要在第四季度出现较高的经济增长（U型），政府需要更多的刺激。

除非政府向上修订年初的经济指标（如M2等），否则不会在近期推行强有力的政策刺激方案，预计下半年政策更多以微调为主。

# 下半年中国经济走势预测

中国需要怎么做？政策预测？

- 1、宏观形势
- 2、企业情况
- 3、如果上述政策实施，哪些行业及企业将会受惠？

## 下半年中国经济走势预测

- 中国政府的政策预测：维“稳”还是促“增”？

### 2012年中国经济的“约束”条件

- 1、经济增长目标7.5%；
  - 2、通胀率4%；
  - 3、M2供应量增14%；
  - 4、固定资产投资增长16%；
  - 5、外贸增长10%。
- 若政府认真对待上述约束，容忍较低的增长率，则上半年的经济形势仍处政府预期。下半年不会希望经济急剧反弹，因此“维稳”重于“促增”，更多是防止硬着陆。

# 下半年中国经济走势预测

中国对消费、贸易与投资将会采取什么样的态度？

判断一：消费对GDP的贡献比率下跌——需要进一步提升；

判断二：贸易盈余高增长，但是政府对于贸易增长可能会有顾虑：

- 1) 近年贸易金额总趋势在下行；人民币升值带来的压力短期内不易消化；
- 2) 欧洲复苏乏力，外需不足；
- 3) 过高贸易盈余易引发贸易摩擦及外汇储备管理问题；



# 下半年中国经济走势预测

中国对消费、贸易与投资将会采取什么样的态度？

判断三：除非有“硬着陆”风险，政府未必会大规模增加投资。

- 1) 上半年FAI名义增长20.4%，扣除物价因素实增18%；已超过16%的目标；
- 2) 四万亿和地方融资平台的前车之鉴；
- 3) 通胀下行，但仍有可能反弹（特别是在石油与粮食价格上扬情况下）。

# 下半年中国经济走势预测

中国政府在下半年可能采取的政策措施的重点：

## 1、提升居民实际购买力，促进内需

- 继“家电下乡”/高效照明/节能汽车补贴后，又对节能空调等五大产品补贴。
- 预计下半年会有减税措施、鼓励消费以及对内需产品进一步减进口税等。

受惠行业：

1)、消费类股；

2)、行业龙头随着中国进一步淘汰低增值产业（以增加外贸盈利），行业整合会继续进行，对龙头企业有利。

## 2、“稳增长”需要宽松货币环境，但以预调微调为主，地产仍属严控行业

- 两次降息，已经告别偏紧的货币政策；
- 货币供应增长对经济影响有时滞效应，且通胀下行，令货币供应值得关注；
- 上半年M2增长为13.6%，如果全年14%的目标不变，下半年不应急剧增加。

受惠行业：对利率变化敏感的企业；以及规模较大，具备议息能力的企业。

# 下半年中国经济走势预测

中国政府在下半年可能采取的政策措施的重点：

## 3、基建投资适度增长，但政府会防止投资过热

- 铁路投资倒退36.9%，道路运输零增长，下半年有望松绑但不会“大跃进”；
- 房屋新开工面积倒跌7.1%，但中央对基建及地产调控力度依然较大，未可期待过高。

# 下半年展望：瞄准调整良机 “稳”中求胜

- 一、对2012年下半年中国经济的走势预测
- 二、对2012年下半年港股市场的展望
- 三、需要密切留意的潜在风险

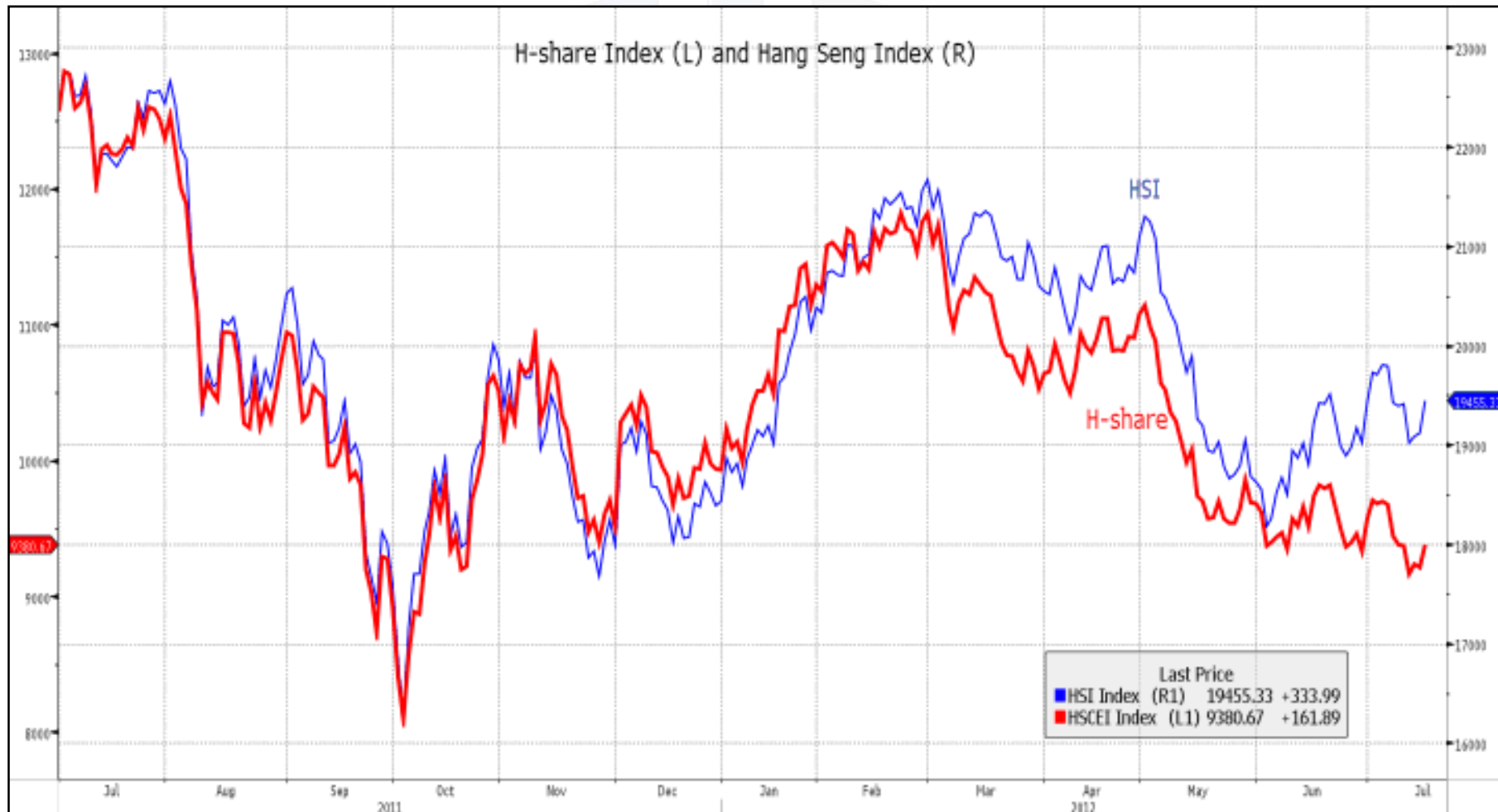
# 下半年港股市场展望

## 二、对香港市场预测

- (一)、欧洲再突发恶性危机的概率下降，有助风险偏好上扬
- (二)、各国进一步放松银根，全球流动性将为港股注入活力
- (三)、中国经济L型增长，可关注富成本效益及规模型企业
- (四)、港股估值偏低，潜在回报上升

# 下半年港股市场展望

- 恒指与H股指数今年2月以来一直下行；
- 5月之后恒指与H股差异化走势更明显，H股估值更低

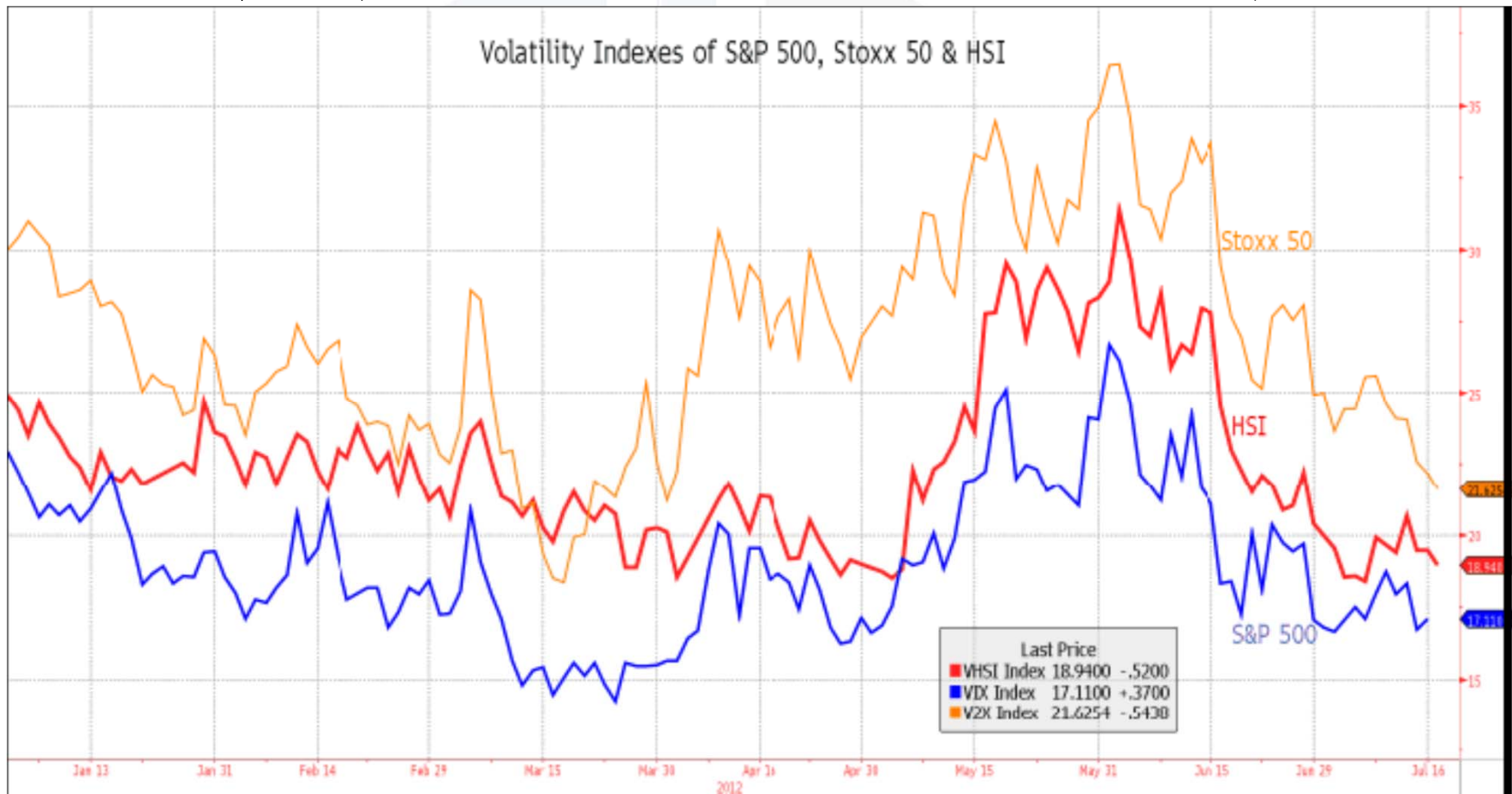


资料来源：彭博

# 下半年港股市场展望

- 5月以来，欧美港三地市场系统性风险均在下降

图：标普、道琼欧盟STOXX50指数及恒指波幅指数变动情况



资料来源：彭博

## 下半年港股市场展望

- 欧洲再突发恶性危机的概率下降，有助风险偏好上扬

- 6月底的欧洲峰会上，基本对确立“最终贷款人”安排达成共识；

- 欧洲在年底前建立银行业统一监管机制，对银行资本重组，

- 建立单一银行业监管机制。

这些举措将有助于切断银行与主权债务之间的恶性循环；欧美出现“黑天鹅”机会仍存，但概率下降，有助风险资产偏好上扬。

- 但是对财政联盟还没有明确时间表，有关内容将在10月讨论。



## 下半年港股市场展望

- 各国政府进一步放松银根，全球流动性将为港股注入活力
  - 美国：维持低息至2014年底；不排除继续QE；
  - 英国：再次QE措施；
  - 欧元区：两次长期再融资操作（LTRO）注资近万亿欧元；多次降息；  
ESM购债；
  - 巴西：截止7月中，已经连续8次降息；
  - 韩国：三年来首次降息；
  - 日本：扩大金融资产购买规模
  - 澳大利亚：不排除再降息

## 下半年港股市场展望

- 自去年底以来，港币兑美元一直处于高位，未见海外资金流出迹象。

图：港币兑美元走势图



资料来源：彭博

# 下半年港股市场展望

全球各个市场估值表(截止2012年6月30日)

	2011P/E	2012P/E	2011P/B	2012P/B	2011息率	2012息率
恒生指数	9.64	10.31	1.38	1.3	3.66%	3.81%
H股指数	8.21	7.67	1.31	1.22	3.85%	4.06%
上证指数	11.98	9.8	1.67	1.47	2.36%	2.74%
沪深300指数	12.33	10.75	1.84	1.66	1.79%	2.09%
台湾加权指数	21.63	15.17	1.62	1.62	4.59%	3.41%
MSCI中国指数	9.4	8.99	1.55	1.42	3.33%	3.55%
道琼斯工业平均指数	12.9	12.2	2.68	2.48	2.63%	2.73%
标准普尔500指数	13.66	12.97	2.14	2.02	2.11%	2.23%
纳斯达克综合指数	16.23	15.56	3.06	2.52	1.11%	1.14%

资料来源：彭博

# 下半年港股市场展望

表：全球各个市场估值表(截止2012年6月30日)—续

	2011P/E	2012P/E	2011P/B	2012P/B	2011息率	2012息率
恒生指数	9.64	10.31	1.38	1.3	3.66%	3.81%
H股指数	8.21	7.67	1.31	1.22	3.85%	4.06%
法国40指数	10.45	9.56	1.03	0.98	4.44%	4.73%
德国DAX 30指数	13.8	9.72	1.21	1.18	4.08%	4.19%
英国富时100指数	10.99	10.21	1.62	1.5	4.05%	4.25%
西班牙35指数	11.84	10.24	0.87	0.88	5.70%	7.99%
巴西圣保罗交易所指数	11.61	10.05	1.11	1.11	4.70%	4.02%
孟买 SENSEX 30 指数	14.88	13.71	2.58	2.3	1.58%	1.79%
日经225指数	21.47	13.69	1.19	1.09	2.17%	2.31%
韩国KOSPI指数	22.42	10	1.03	1.15	1.28%	1.43%
新加坡海峡时报指数	9.8	13.73	1.36	1.34	3.67%	3.25%
雅加达综合指数	20.47	14.26	2.71	2.81	2.34%	2.29%
吉隆坡综合指数	15.66	14.85	2.3	2.16	3.55%	3.55%
泰国证交所指数	15.32	12.57	2.12	2.05	3.58%	3.70%
菲律宾综合指数	18.36	16.42	2.66	2.41	2.61%	2.44%

## 下半年港股市场展望

### 港股市场预测：

- 截止2012年6月29日：恒指P/E=10.31x，H股P/E=7.67x，
- H股指数近10年以来的历史最低值=7.5倍
- 以恒指9~11倍市盈率计，下半年对应恒指区间17,290~21,130点，  
相对6月29日（19,441.46点）升幅-11.1%~8.6%，  
对应本报告日期回报约为-11.1%~8.6%；
- 若以7~10倍市盈率计算，H股对应区间为8,840~12,600点，  
相对6月29日（9574.84点）回报为-7.7%~31.5%，  
对应本报告期收盘价回报约为-5.7%~34.3%

## 下半年港股市场展望

- 我们的预测是否过于乐观?
  - 1、恒指过去5年平均P/E=13.7倍  
恒指过去10年平均P/E=14.3倍  
而我们的预测区间为9~11倍（为13.7的80%）
  - 2、H股指数过去5年平均P/E=13.6倍  
H股指数过去10年平均P/E=13.8倍  
而我们的预测区间为7~10倍（为13.6倍的73.5%）
  - 3、鉴于H股的盈利现状，是否还有动力上升?
    - 1) 的确有风险，货币刺激政策效果可能滞后，我们预测第三季度仍然下行；
    - 2) 但是中国进入货币宽松区间，因此我们认为H股估值区间可以较恒指更宽。
- 如何选择公司？

## 下半年港股市场展望

### 选股不选市，为什么？怎么选？

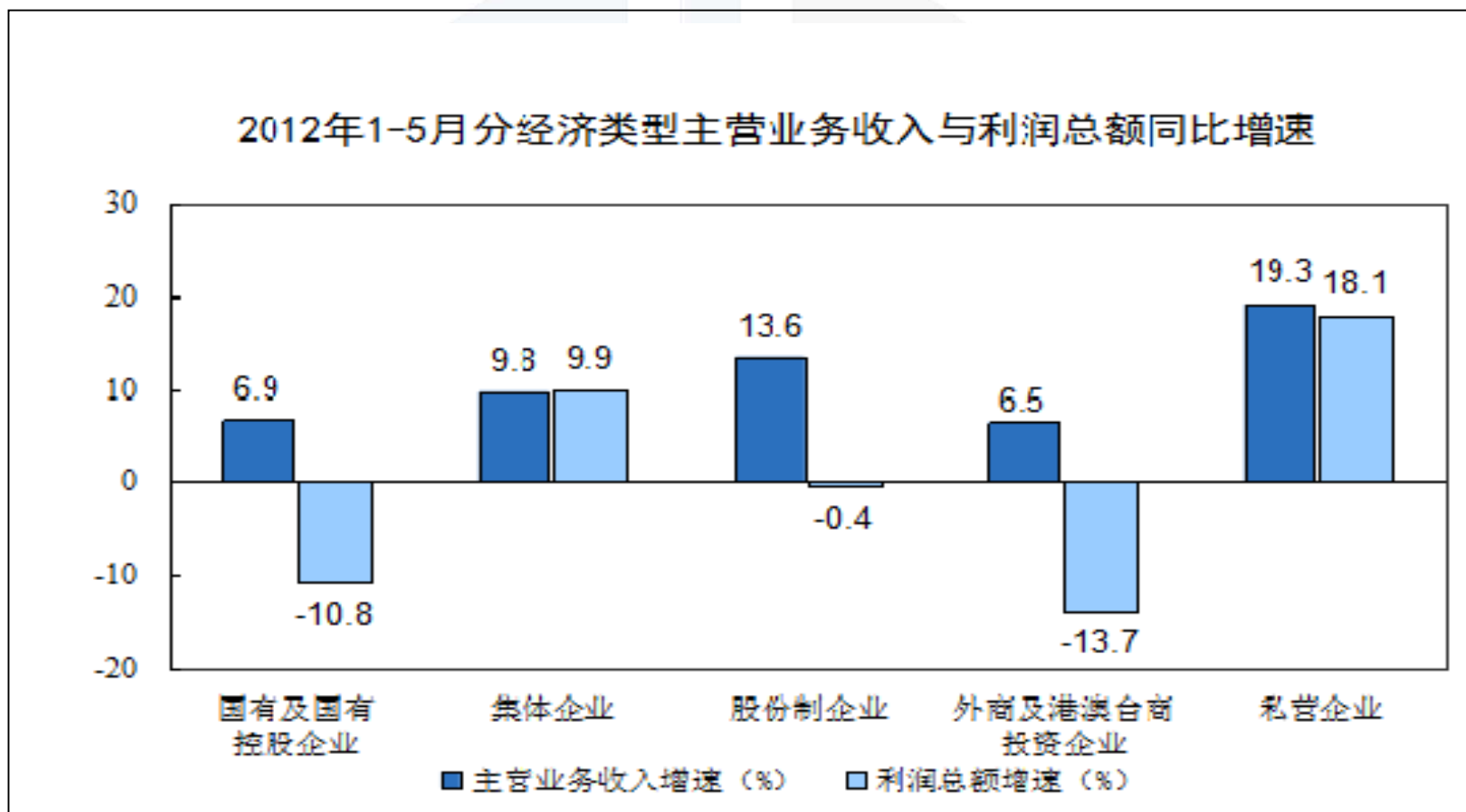
- 1、L型的增长，意味中国企业的平均盈利水平只是平稳增长，不会有报复性反弹；
- 2、受惠于物价下行、宽松货币、积极财政政策、有削减成本效率的企业有优势；
- 3、有规模经济效应，行业领先、具定价权的企业盈利将超越行业平均水平。
- 4、民企盈利能力更强（见后图），我们认为，符合条件2、3的民企应为首选。

——港H股指数大部分为国企，也有小部分民营企业

——仍然有大量的优秀民企未纳入指数，值得挖掘

## 下半年港股市场展望

- 不同类型的企业盈利增长不同；
- 私营企业表现远超过国企，尤其是规模与公司管治较佳的私营企业值得关注。



资料来源: 国家统计局



# 下半年展望：瞄准调整良机 “稳”中求胜

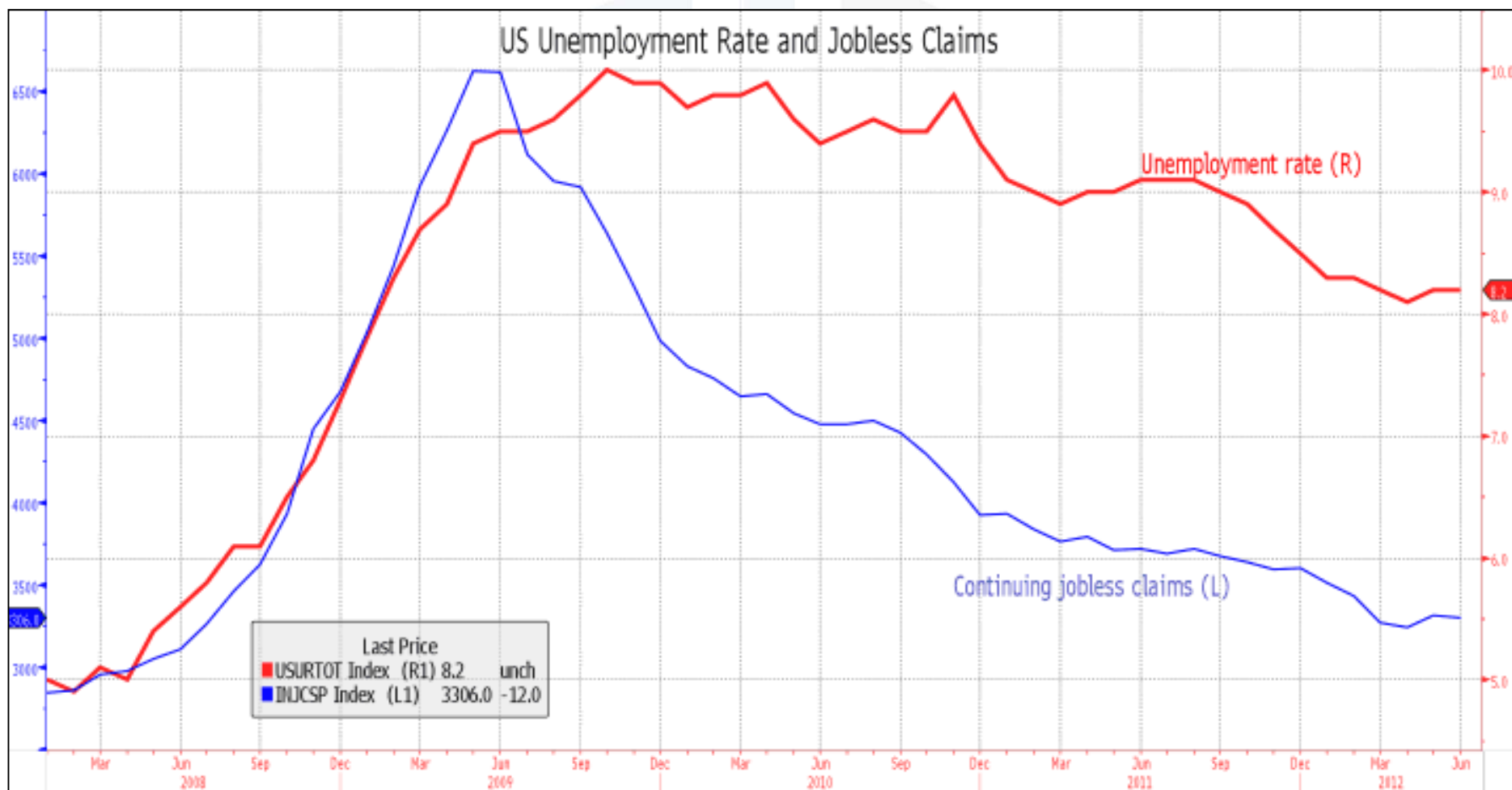
- 一、对2012年下半年中国经济的走势预测
- 二、对2012年下半年港股市场的展望
- 三、需要密切留意的潜在风险

## 下半年市场风险

- 欧洲经济结构性问题需长时间解决，欧债危机势将出现反复，无可避免为股市带来振动。
- 欧美内需放缓，拖累中国出口以及亚太区经济增长
- 中国货币政策存在滞后效应，或令企业盈利先挫后扬

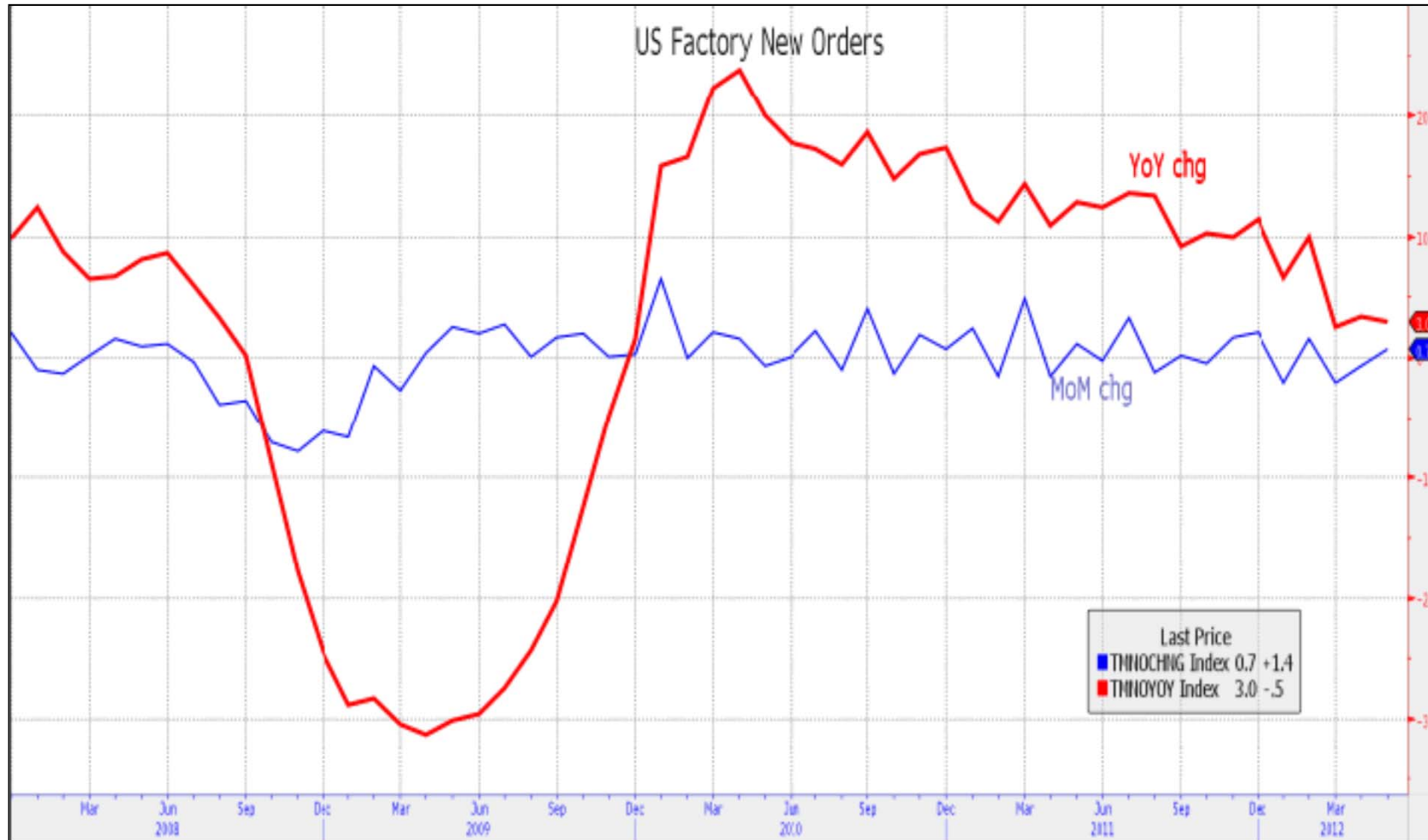
## 下半年市场风险——欧美经济

- 美国失业率仍然处于高位；续领失业救济人数未有明显好转；
- 预计美联储不会轻言放弃QE3。



## 下半年市场风险——欧美经济

- 美国：工厂新增订半单情况未见明显回升；
- 经济复苏乏力，不断出现反复。



资料来源：彭博

# 下半年市场风险——欧美经济

- 美国零售业增长同比与环比均出现下跌；

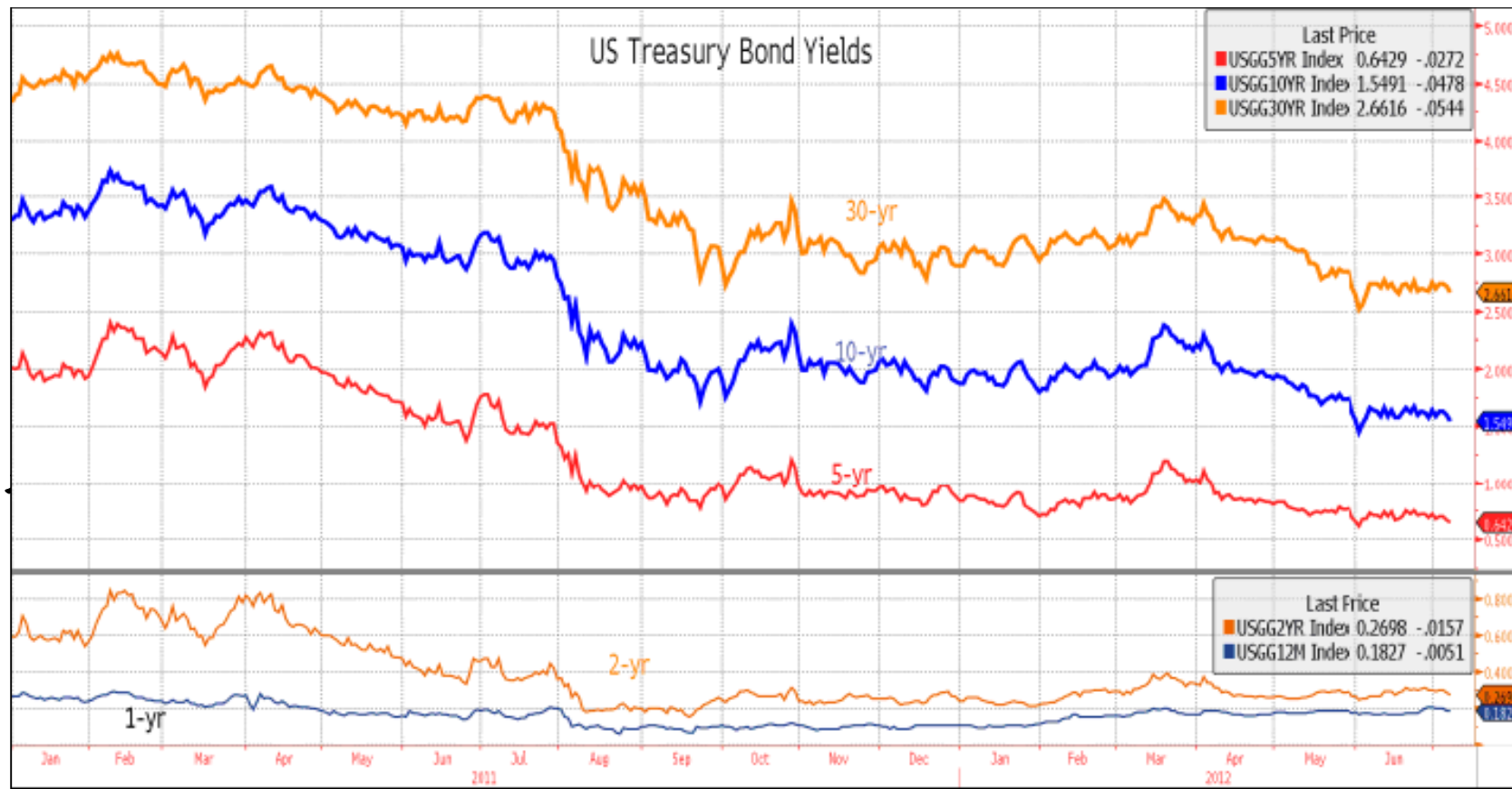


资料来源：彭博

# 下半年市场风险——风险偏好

- 美国：投资者对于风险资产的偏好下降，债务市场受捧；

图：美国国债（30年、10年及5年期）收益率走势情况

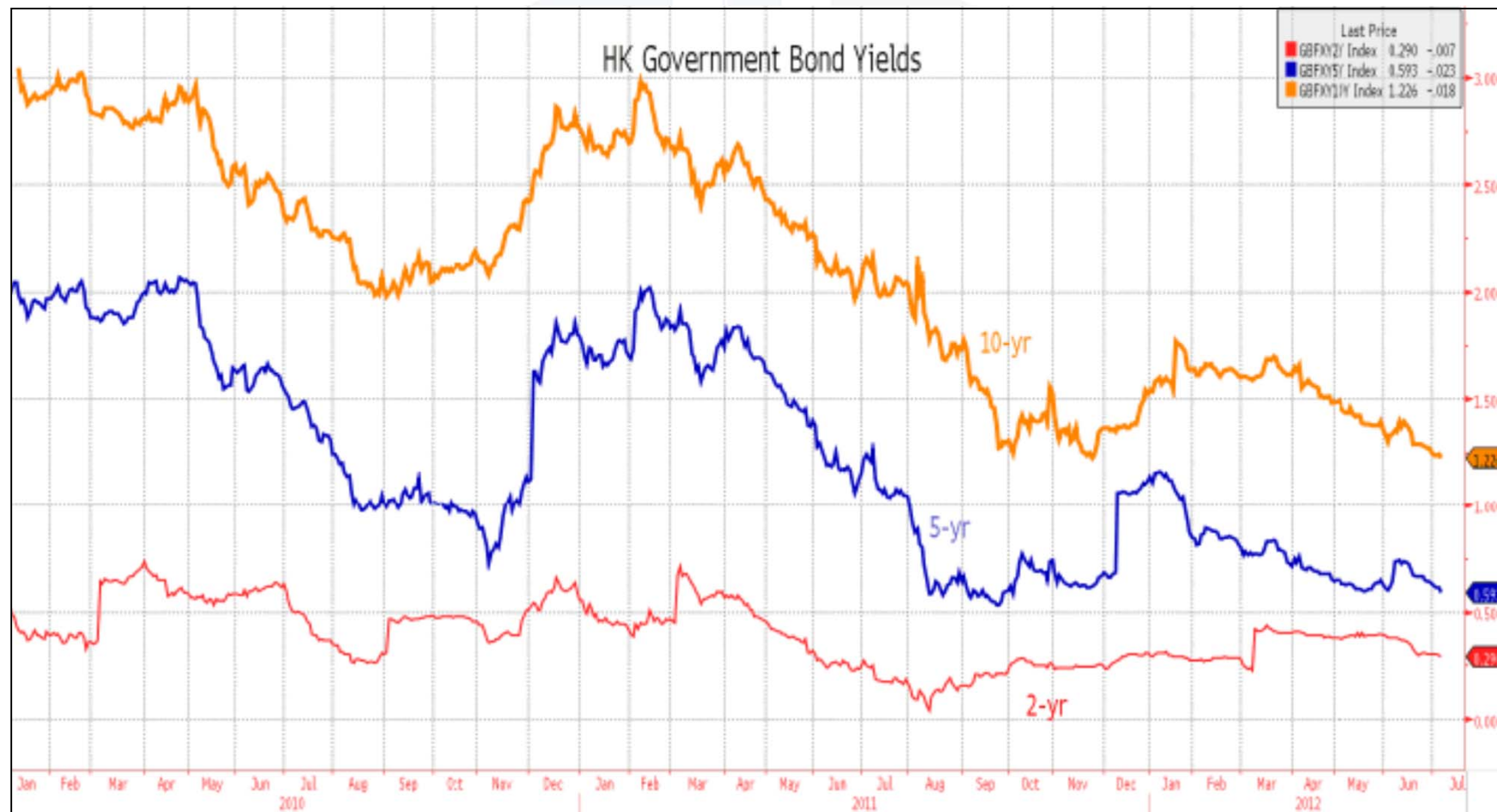


资料来源：彭博

## 下半年市场风险——风险偏好

- 香港：类似美国，投资者对于低风险资产的偏好上升，债务市场受捧；

图：香港政府债券（10年、5年及2年期）收益率走势情况

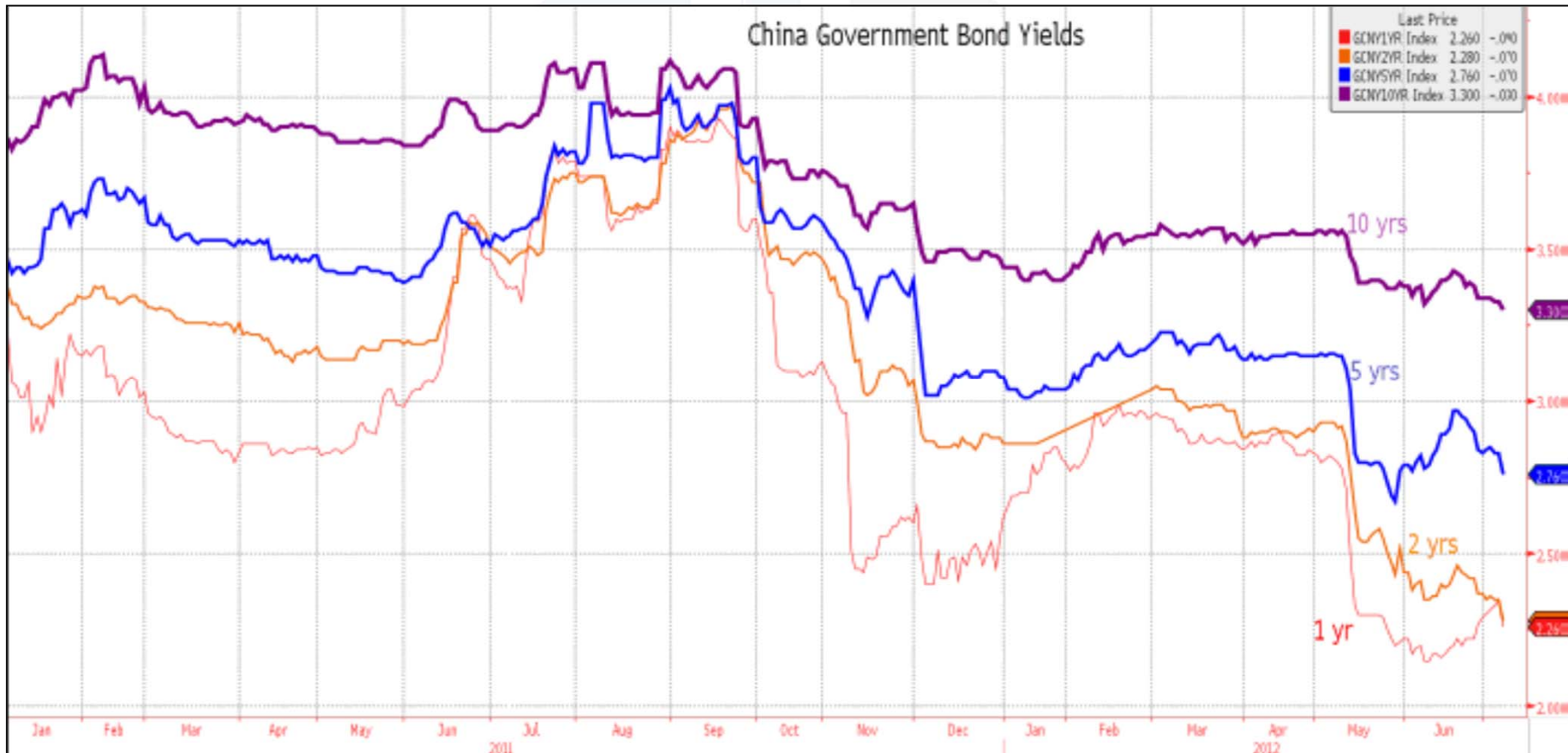


资料来源：彭博

## 下半年市场风险——风险偏好

- 中国：各期债券收益率均下行，投资者对风险资产偏好下降

图：中国政府债券（10年、5年、2年及1年期）收益率



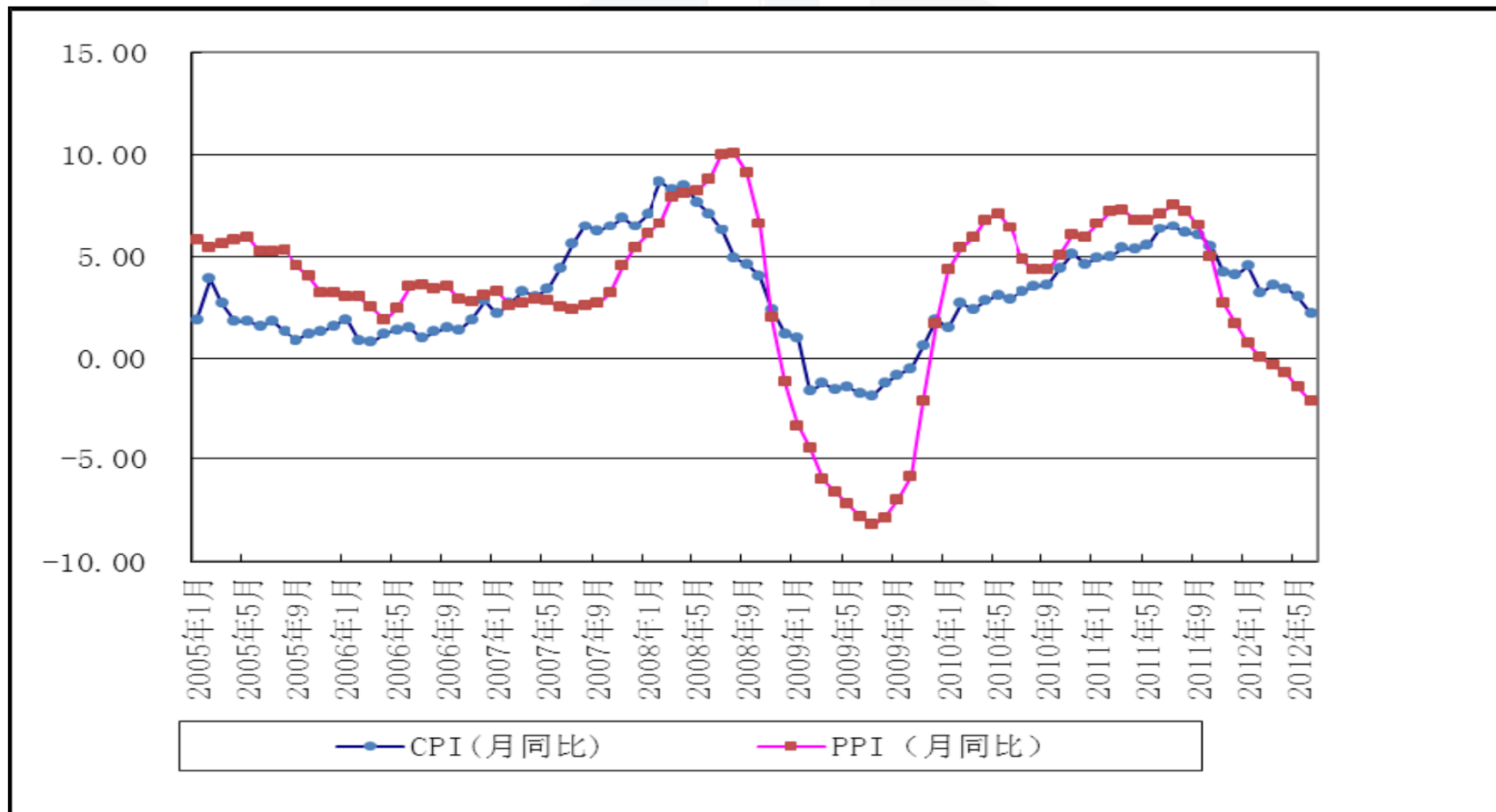
资料来源：彭博



# 下半年市场风险——中国硬着陆？

- 中国有陷入通缩的风险；

图：中国CPI与PPI指数走势图

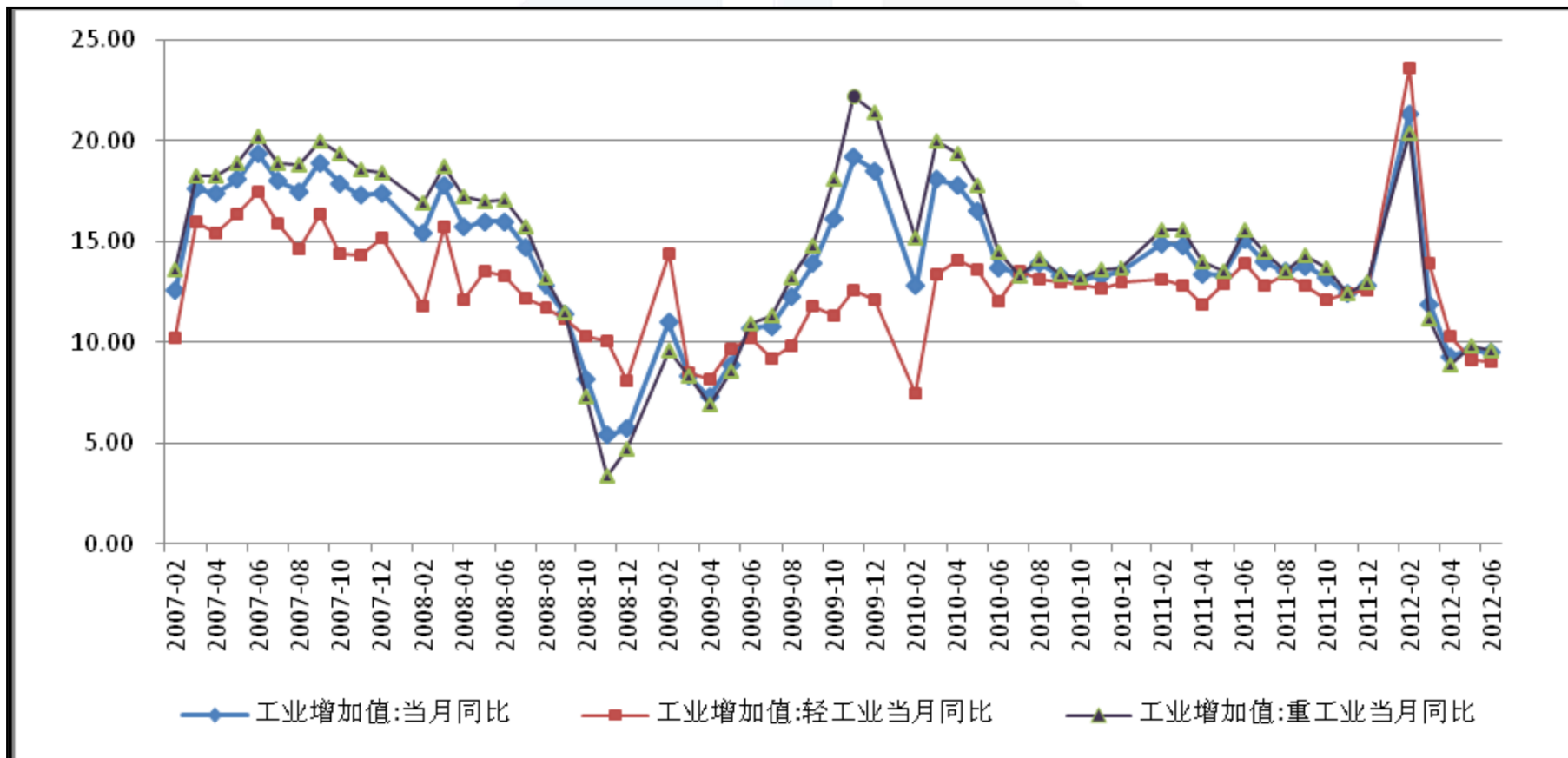


资料来源：Wind资讯，农银国际证券

## 下半年市场风险——中国硬着陆？

- 中国：工业增加值急剧放缓，未见经济起色迹象；
- 中国：策效应滞后可能令中国经济继续下行。

图：中国工业增加值同比增速（%）走势情况

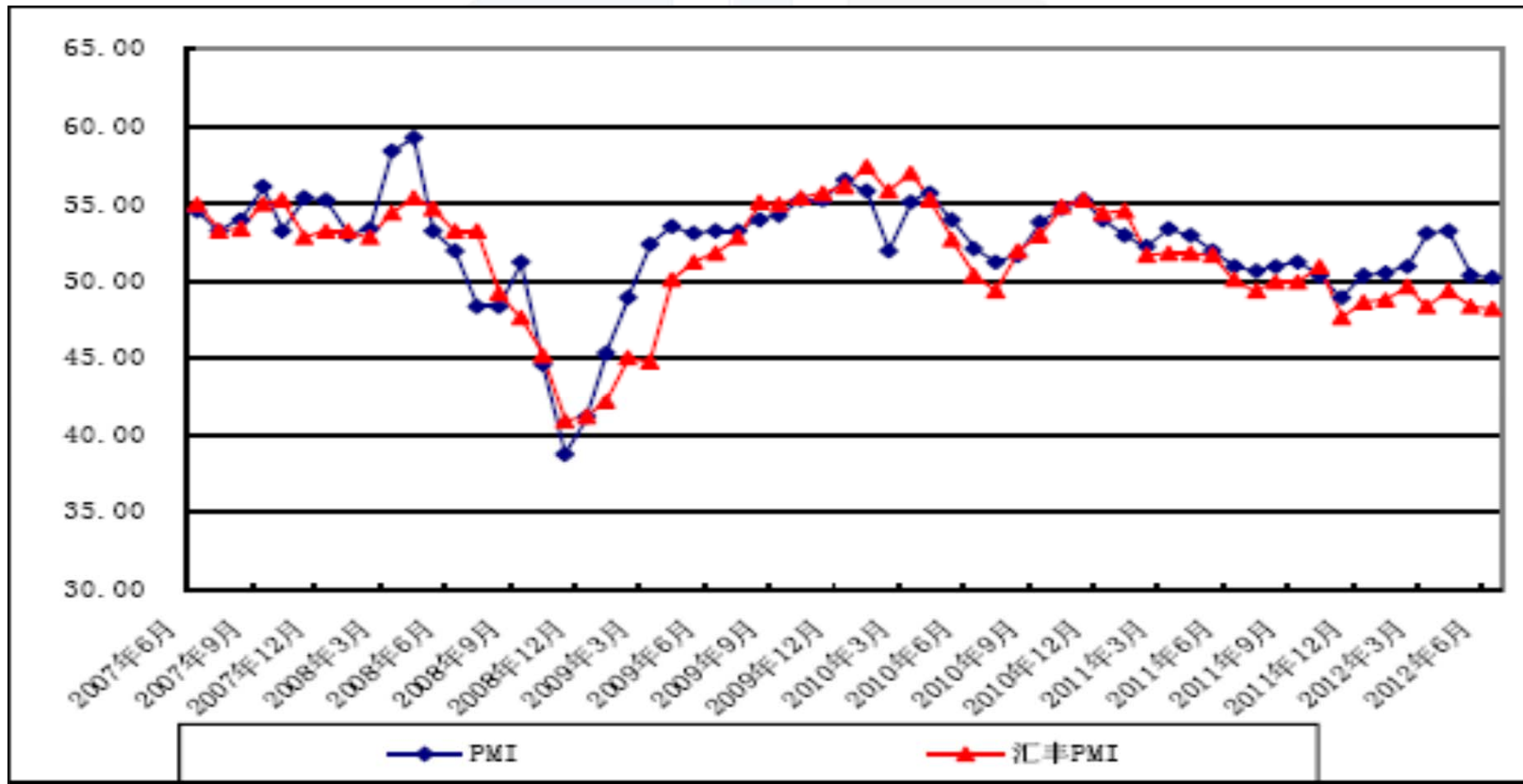


资料来源：Wind资讯，农银国际证券

## 下半年市场风险——中国硬着陆？

- 中国：采购经理指数跌至荣枯线（以下）。
- 汇丰：7月PMI达49.5创5个月高位但仍低于50；新订单与产出增但仍需观察。

图：中国PMI指数与汇丰PMI指数走势情况



资料来源：Wind资讯，农银国际证券

## 下半年市场风险——中国硬着陆？

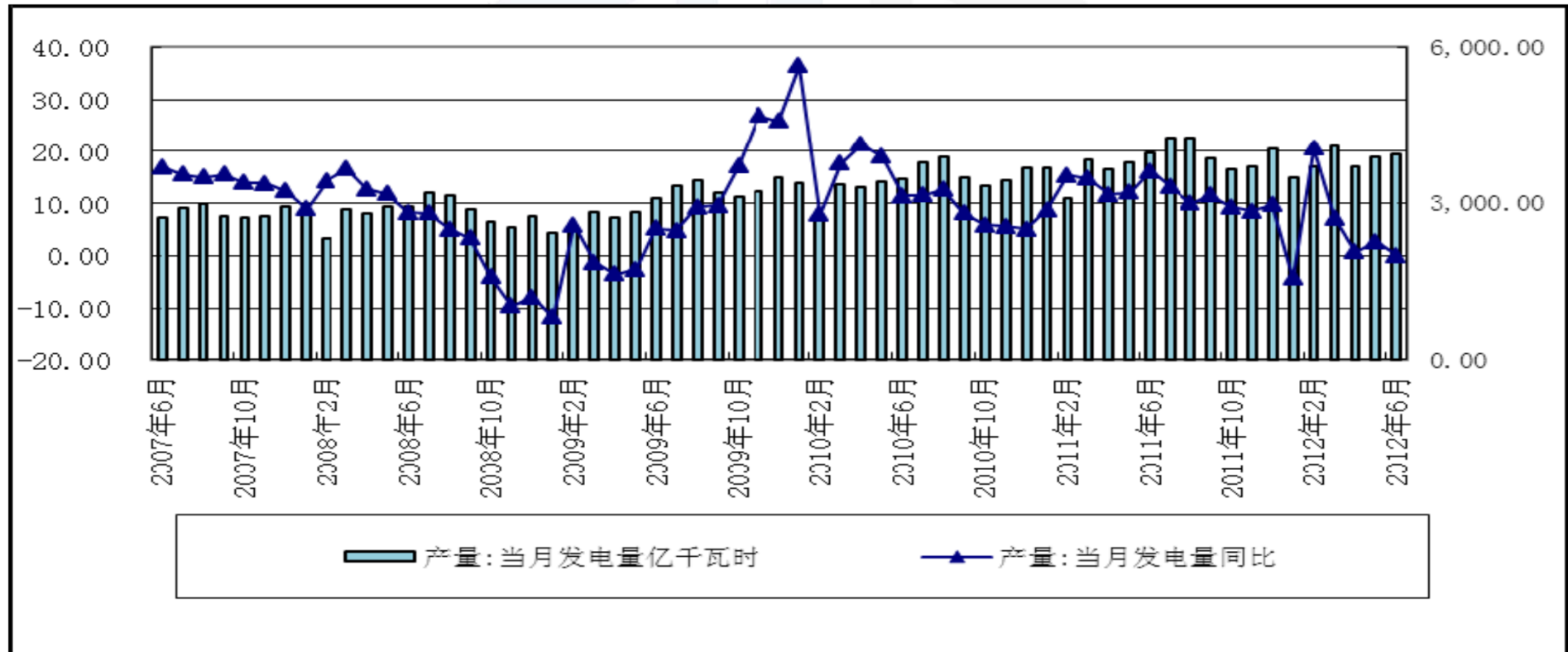
我们同时需要关注中国经济下行的其他信号：

- 中国发电量与用电量是否出现增长？
- 中国是否会出现外资流出的风险？
- 铁路与公路运输的投资是否会有所恢复？

## 下半年市场风险——中国硬着陆？

- 2011上半年发电量同增13.5%，GDP增9.6%；去年全年发电量增12%；GDP增9.2%；
- 今年上半年发电量同比增长3.7%，GDP增7.8%；类似的情况在2009年5月也出现——说明1) 经济结构转型；2) 重工业衰退严重（从工业增加值倒退可以体现）。

图：中国当月发电量及月度同比情况

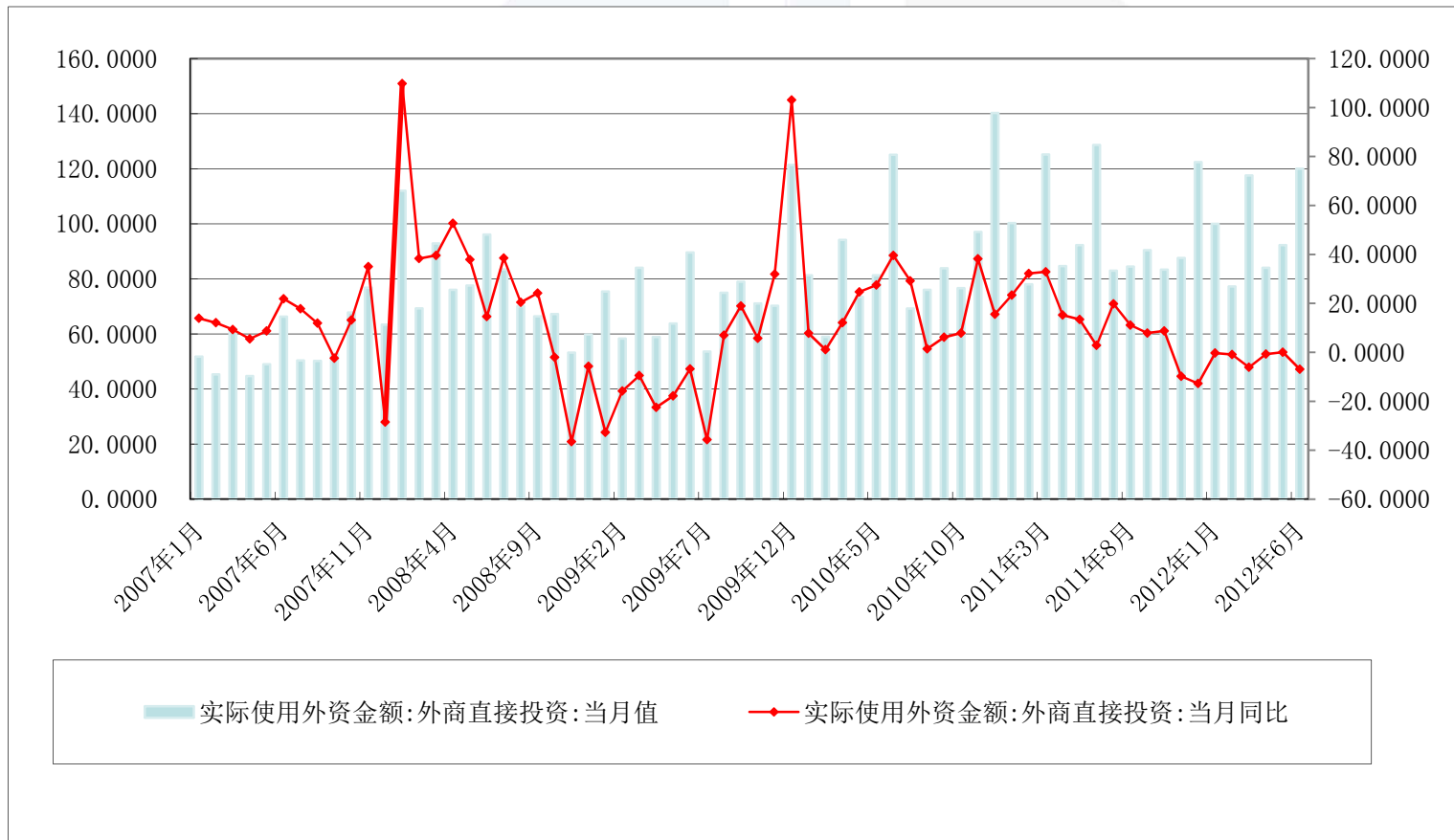


资料来源：国家统计局，农银国际证券

# 下半年市场风险——中国硬着陆？

- 中国：2011年上半年以来实际利用外资情况处于下降趋势；
- 是否反应人民币的贬值预期？值得考虑。

图：中国实际使用外资月度增长率（%，右轴）及金额（美元，左轴）

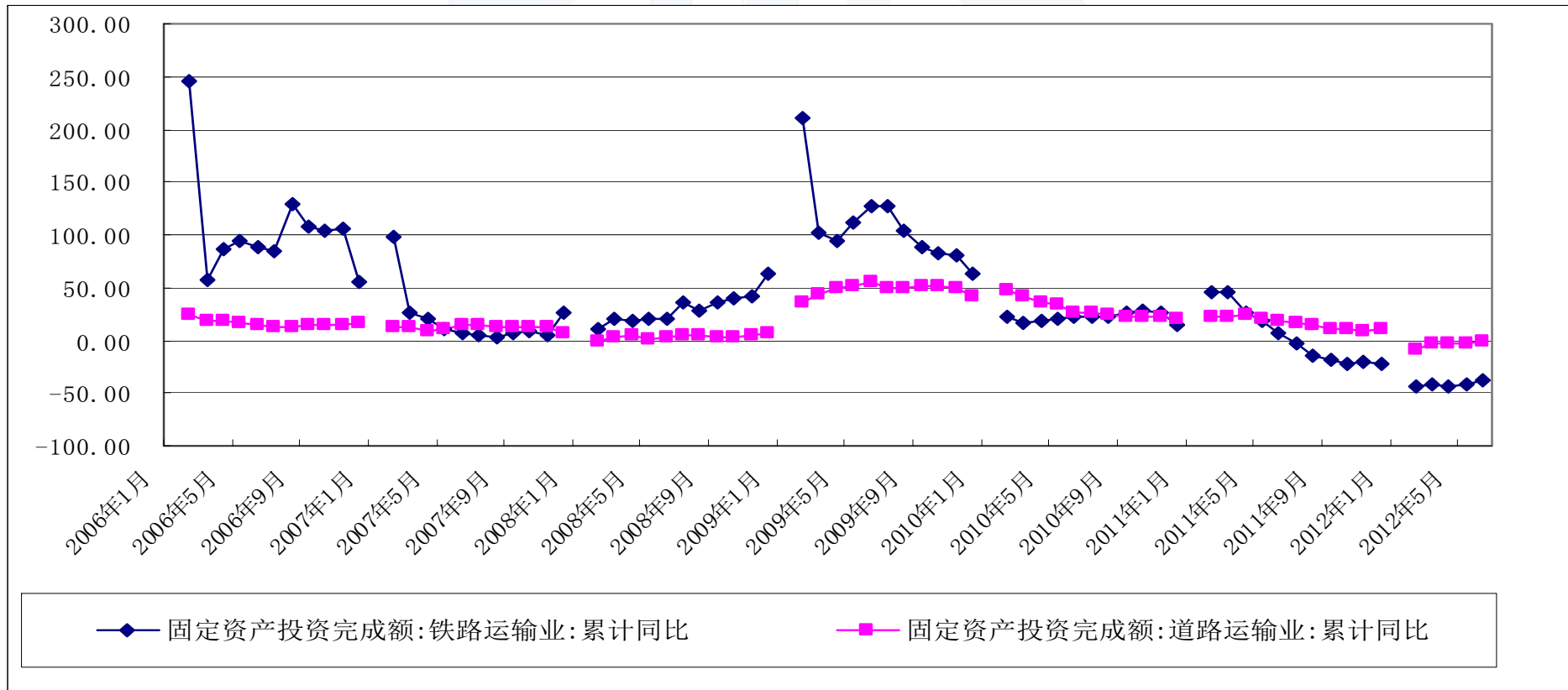


资料来源：Wind资讯，农银国际证券

# 下半年市场风险——中国硬着陆?

- 铁路建设处于负增长；下半年会回升，但全年仍可能是负增长。
- 道路建设处于零增长。
- 下半年要增基建，资金从哪里来？

图：中国铁路及公路运输固定资产投资累计同比增长情况



资料来源：Wind资讯，农银国际证券





## 權益披露

分析员陈宜飏作为本研究报告全部或部分的主要撰写人，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作的观点，均属分析员之个人意见。分析员亦在此证明，就研究报告内所作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及相关权益，并且没有担任研究报告内曾提及的上市法团的高级人员。

## 免责声明

该报告只为客户使用，并只在此情况下或许分发。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2012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) 28682183