



# 下半年展望：瞄准调整良机 “稳”中求胜

## 2012 年重要经济数据

同比增长

### 本年 1 至 6 月数据：

中国固定资产投资	20.4%
中国社会消费品零售总额	14.4%
中国出口总值	9.2%
中国进口总值	6.7%
全国规模以上工业企业实现利润*	-2.4%
—国有及国有控股企业实现利润*	-10.8%
—私营企业实现利润*	18.1%
规模以上工业增加值	10.5%
CPI (6 月)	2.2%
PPI (6 月)	-2.1%

### 上半年 GDP 数据：

中国 (Q1, Q2)	8.1%, 7.6%
美国 Q1	2.0%
英国 Q1	-0.2%
德国 Q1	1.2%
法国 Q1	-0.9%
欧元区 Q1	0.0%

\*1-5 月份数据

资料来源：国家统计局，彭博

截止日期	2012.07.2	指数			变动		
		2012.07.2	3M	6M	YTD	3M	6M
沪深 300 指数	2,414.2	-5.0%	-1.9%	2.9%			
上证综指	2,161.2	-7.4%	-6.0%	-1.7%			
恒生指数	19,455.3	-5.4%	-0.9%	5.6%			
H 股指数	9,380.7	-13.1%	-14.4%	-5.6%			
恒生红筹指数	3,803.1	-5.8%	-1.4%	3.2%			
台湾加权指数	7,127.0	-6.1%	-1.3%	0.8%			

日期：2012 年 7 月 17 日

农银国际证券研究部

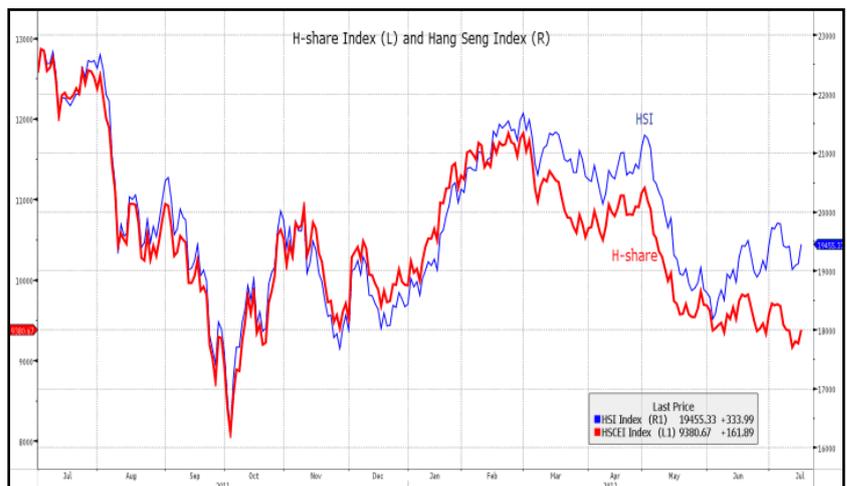
## 市场展望：

- 中国经济增长放缓，政府在“稳增长”与避免“硬着陆”的考虑下，或会续推多项利好政策。预计中国不会有硬着陆风险，但不会出现 U 型反弹，L 型走势已是乐观的估计；
- 下半年宜“选股优于选市”，建议关注盈利与资产状况良好的民营企业；
- 港股或已提前反映未来 3~6 个月经济情况，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，较本报告日收盘下跌 5.7%；到年底前或升至 12,600 点，潜在升幅 34.3%

## 市场潜在风险：

- 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震动
- 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，令企业盈利先挫后扬

恒生指数及国企指数两年走势图



资料来源：彭博



## 下半年展望：瞄准调整良机 “稳”中求胜

一、2012 年下半年港股市场展望.....	4
(一)、港股估值偏低，潜在回报上升.....	4
(二)、欧洲再突发恶性危机的概率下降，有助风险偏好上扬.....	5
(三)、各国政府进一步放松银根，全球流动性将为港股注入活力..	5
(四)、中国经济将呈 L 型增长，可关注富成本效益及规模型企业..	6
二、中国经济有望软着陆，呈现 L 型发展.....	7
(一)、U 型增长机率较小，L 型已是乐观情形.....	7
(二)、中国下半年措施重在维“稳”而非促“增”.....	7
1、提升居民收入，促进内需.....	7
2、“稳增长”需要宽松货币政策，但以预调微调为主.....	8
3、基建投资适度增长，但防止过热.....	9
三、下半年的潜在风险.....	10
(一)、欧美市场表现不佳，对港股造成冲击.....	10
1、欧债危机不断恶化，令市场系统性风险上升.....	10
2、美国多项经济指标出现倒退，显示经济复苏缓慢且乏力.....	11
3、投资者对于风险资产的偏好下降，债券受捧.....	14
(二)、政策效应滞后可能令中国经济继续下行.....	16
1、外需削弱令 GDP 增长过度放缓.....	16
2、CPI 与 PPI 双降，并加速下滑，显示稳增长难度.....	18
3、工业增加值增长减缓，规模企业盈利水平倒退.....	19
4、制造业 PMI 加速下滑，短期内总需求未见明显改善.....	20
四、下半年的行业选择与个股.....	22
(一)、金融业发展分析.....	22
从控制通货膨胀转变到稳定经济增长.....	22
近期发展 - 利率趋势.....	22
息差进一步收窄.....	23
资产质量的担忧获得舒缓.....	23
存贷增速或有放缓趋势.....	24
投资展望.....	25
(二)、房地产业发展分析.....	26
宽松货币政策预期下，基本面稳步回升.....	26
刚性需求持续、稳定释放.....	26
房价将触底，开发商重夺定价权.....	26
去库存逐步近尾声，第三季度行业投资有望提速.....	27
估值修复，地产股跑赢大盘.....	27
(三)、钢铁业发展分析.....	28
一吨钢铁利润不及一公斤猪肉的时代到来了.....	28
未来有利因素.....	28



---

未来不利因素.....	28
三季度不宜乐观.....	28
投资展望.....	28
(四)、铁路基建业发展分析.....	29
投资展望.....	29
(五)、中国的工程机械制造业发展分析.....	30
工程项目放缓情况改善.....	30
工程机械销售跌幅收窄.....	31
工程机械制造商的盈利警告.....	31
借贷利率下调，违约风险降.....	31
行业估值.....	32
(六)、新能源业发展分析 - 光伏和风能.....	33
光伏行业近况.....	33
投资展望.....	33
风电行业近况.....	34
投资展望.....	34



## 下半年展望：瞄准调整良机 抓住个股机遇

### 一、2012 年下半年港股市场展望

通过对当前中国宏观经济形势的分析，并结合国际市场的预测，我们对于下半年股票市场基本判断如下：

- 1、H 股估值处于低位，上升概率与幅度均更高，可作为长线选择；
- 2、欧洲再突发危机恶化的概率下降，有助风险偏好上扬；
- 3、各国政府进一步放松银根，全球流动性将为港股注入活力
- 4、中国经济将呈 L 型增长，可关注富有成本效益及规模型企业

#### (一)、港股估值偏低，潜在回报上升

恒生指数及 H 股指数在上半年出现差异化走势，恒指上半年上升 5.4%，H 股指数则下跌 3.7%，反映投资者担忧中国“硬着陆”，对中资股提出更高风险溢价。我们认为，港股现有估值考虑了未来三至六个月中国的经济下行风险，下半年估值回升概率上升，指数升幅可观。

表：全球主要股票市场今年上半年（截止 6 月 30 日）估值对比

	2011 P/E	2012 P/E	2011 P/E	2012 P/E	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%
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%
俄罗斯 RTS 指数(美元)	4.89	5.23	0.84	0.71	3.42%	3.85%
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%

资料来源：彭博，农银国际证券



截止上半年（2012年6月30日），恒生指数的P/E值约10.31倍，H股指数的P/E仅为7.67倍，处于全球各大股票市场低端（如上图），上述值接近H股指数近10年以来的历史最低值（7.5倍）。另一方面，H股指数的股息率（4.06%）显著高于除欧元区外几乎所有市场。

我们认为，港股被低估的情况不可能长期维持，在中国经济趋于稳定的情况下，港股估值将会回升。以恒指9~11倍市盈率计，下半年对应区间为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股指数对应区间为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%

上述低端估值主要考虑到中国货币政策存在滞后效应，令企业盈利可能先挫后扬，第三季度市场短暂下行。我们赋予H股指数更大波动区间，主要是考虑中国已进入货币宽松政策的区间，因此H股上行空间可能更大。

考虑到恒指过去5、10年期的历史平均P/E值分别为13.7及14.3倍；而过去5、10年期的H股指数历史平均P/E值分别为13.6及13.8倍，我们的预测估值并不属于过度乐观。

## （二）、欧洲再突发恶性危机的概率下降，有助风险偏好上扬

欧债危机产生的根本原因：1、是欧元区各国只重视政治联盟，缺乏有约束力的联盟或是一体化监管体系；2、欧元区缺少类似美联储这样的“最终贷款人”，可以真正履行央行的职能。

但在6月底的欧洲峰会上，在最终贷款人方面取得进展。欧洲各国已经确立，将会在年底前建立银行业统一监管机制，同时将直接对银行进行资本重组，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。我们认为，最终贷款人的出现，至少可以通过增强市场流动性，降低欧洲主权债务危机成为冲击全球股票市场“黑天鹅”的概率。

对于财政联盟，欧洲各国还没有明确时间表，但各国同意就形成真正的“经济与货币联盟”制订包括具体措施和期限在内的议程，有关内容将在10月出炉。我们预计届时有关讨论会引发市场波动，但由于解决最后贷款人问题，有关波动仍属可控范围。

## （三）、各国政府进一步放松银根，全球流动性将为港股注入活力

作为国际金融中心，香港受到全球流动性的影响。大部分发达国家及发展中国家经济放缓，并开始进一步的放松银根过程，这有利于港股表现。

在美国，经济增长持续反复，复苏乏力，联储局在6月宣布将低息政策维持至2014年年底，延续“扭曲操作”至今年年底，并且不排除进行QE3的可能。我们预计，随着美国选举的开始，如果美国经济形势继续出现反复迹象，不排除下半年伯南克会采取QE3措施帮奥巴马“助选”。

在欧洲，两次长期再融资操作（LTRO）已经为市场注入上万亿欧元流动



性；在 6 月底的欧洲峰会上，确立了以 ESM 购买西班牙债券的方案，共同为欧洲印钞打开了最后一道关卡。德国由于自身经济放缓，预计对“共同债务”的态度将不如以往强硬，令欧洲版的 QE 措施得以实施。

此外，截止 7 月中，巴西已经连续八次降息；韩国央行也意外推出近三年来的首次降息行动；日本央行维持低息，但再次扩大了金融资产的购买规模；而澳大利亚的高失业率或将促进进一步的降息举动。我们认为，随着全球流动性进一步宽裕，香港资本市场将从全球的货币宽松措施中受益。

#### **(四)、中国经济将呈 L 型增长，可关注富成本效益及规模型企业**

除了受国际资金影响外，港股主要公司业务与中国经济发展相关，因此与中国经济增长关系密切。基于对中国经济上半年的形势分析，我们认为中国经济全年将呈现 L 型走势（关于中国经济分析详见 P7）。这意味着：

- 1、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、部分受惠于物价下行、宽松货币政策、积极财政政策、以及在削减成本方面富有效率的企业，将会在盈利增长方面取得优势；**
- 3、具备规模经济效应，在行业中处领先地位，具定价权的企业盈利将超越行业平均水平。**

上述三点显示，下半年“选股优于选市”。我们的分析表明，经营稳健、具有一定行业领导地位的民营企业 and 那些富有管理效率的国企行业龙头更有可能在利润增长、市场开拓等方面胜出，可以作为投资者首选。

选择民企业的原因还包括：

- 1) 民企已经占据中国经济的重要部分。**城镇私营企业就业人员平均工资增长近两年远超 GDP 增长，促进民营经济是中国提升居民可支配收入，向消费型社会转型的必要。
- 2) 中国逐渐落实有利于民企发展的政策。**从行业准入到融资方面，中国政府都正继续为民营企业营造有利条件。
- 3) 民营企业具备竞争优势。**上半年的国家统计局数据显示，今年 1—5 月份，全国规模以上工业企业实现利润同比下降 2.4%。其中，民营企业实现盈利增长 (18.1%)，远超外资企业 (-13.7%)、国有及国有控股企业 (-10.8%)，也超过集体企业 (9.9%)。该数据显示，在上半年经济增长放缓的情况下，私营企业仍然保持了较好的盈利增长。尽管这不代表所有私企会有同样的表现，但是投资者仍然有必要关注那些优秀的私营企业。



## 二、中国经济有望软着陆，呈现 L 型发展

2012 年经济发展目标与部分约束条件如下：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%。考虑上述目标及上半年实际情况，我们对中国经济判断如下：

### （一）、U 型增长机率较小，L 型已是乐观情形

中国 GDP 首季增长从去年第四季 8.9% 明显减缓至 8.1%，7 月 13 日披露的 2012 年第二季 GDP 再下行至 7.6%，创三年新低，令上半年经济增长降至 7.8%，是 2009 年 9 月以来首次低于 8% 的季度表现；且 CPI 和 PPI 加速下滑，令央行有两次降息空间。但我们并不认为下半年会见到“U 型”反弹。如果经济能在第三、四季度保持平稳，停止下滑，已是较乐观的局面。主要原因如下：

**1、中国上半年经济下行趋势明显。**CPI 与 PPI 的加速度放缓显示通缩的风险正在累积。由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，则需要在此后推出有强有力的政策支持措施。

**2、上半年经济增长已高于年初提出的全年经济增长 7.5% 的目标。**而上半年提出的稳增长的政策措施效果仍待观察，因此除非经济形势在第三季出现明显恶化，政府未必会急于推出新刺激方案。

**3、“U 型”反弹意味着中国经济至少需要在第四季度出现较高的经济增长。**我们认为，除非政府向上修订年初的经济指标（如 M2 指标等），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。

### （二）、中国下半年措施重在维“稳”而非促“增”

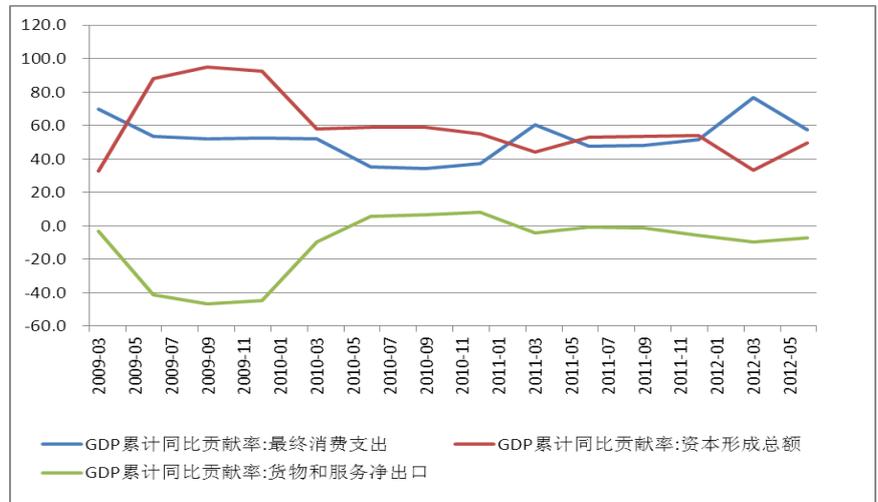
中国政府需要避免经济下行加剧，同时要防止过度刺激令通胀再回升。因此，宏调的主要目标在于“稳”而非“促”增长。预计未来的政策方向是：

#### 1、提升居民收入，促进内需

从上半年的经济数据来看，中国消费对 GDP 的贡献处于下降之中，贸易顺差与投资的比重却有所抬头（如图），这不符合政府预期。



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



数据来源：国家统计局，农银国际证券

从投资来看，扣除物价因素，上半年固定投资增长 18% (名义增长 20.4%)，已超过 16% 的目标，除非经济有硬着陆风险，否则政府大规模加大固定投资的概率较小。从防止通胀考虑，固定资产投资也将保持于适度水平，下半年可能会进行结构性调整。

在贸易方面，上半年进出口总额增长 8%，低于全年 10% 的目标，但是贸易顺差达 689 亿美元，同比劲升 56.4%。这主要是进口增长放缓至 6.7%，远低于 9.2% 的出口增长。若单从稳定经济增长角度而言，高出低进的局面对经济增长有利，只是中国政府需要考虑：1、这种局面是否会引发贸易伙伴的不满；2、过多外贸盈余会否加大外汇储备占款，影响货币供应变量；3、是否有利于中国向内需型的经济体转型。

我们认为，要做到稳增长及促进内需，中国或需要进一步提升居民收入水平及其实质购买力。目前中国在继“家电下乡”和高效照明产品、节能汽车实施财政补贴之后，又安排资金对符合节能标准的空调、平板电视、电冰箱、洗衣机和热水器五大类产品实行补贴。而且降低了部分进口商品关税。预计下半年会继续采取减税、鼓励消费以及对部分内需产品实施进口减税等措施。

**受惠行业：**1、消费类股；2、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”需要宽松货币政策，但以预调微调为主

6月8日及7月12日，央行两次降息，意味中国正式结束了偏紧的货币政策，同时也意味着中国启动利率市场化的进程（有关两次降息的分析，请详见金融业发展分析部分）。

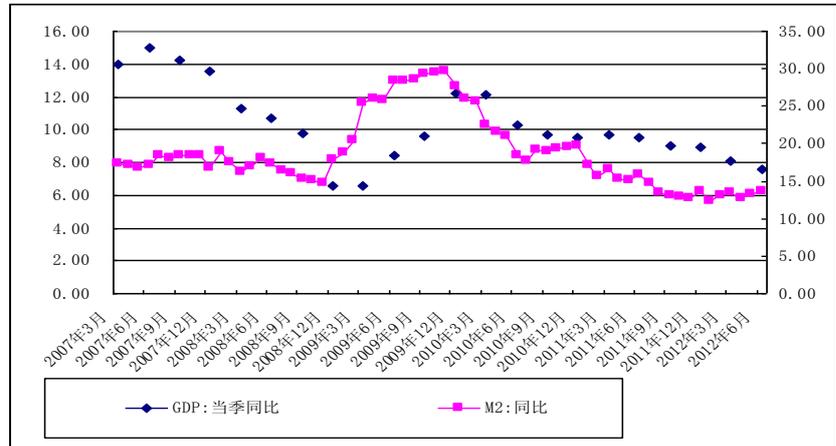
今年上半年的 M2 增长为 13.6%，我们认为，如果 M2 全年 14% 的增长目标不变，下半年货币量不会急剧增加。此外，货币供应量增长对经济影响具有时滞效应（如图），且在通胀率下行时，名义货币供应量的增长增加实际货币供应量增长速度。有鉴于此，再考虑到上半年利用外资情况倒退，



外资有外流倾向，我们认为央行或还会调降存款准备金比率 (RRR)，但是主要将以预调微调为主，频率与幅度不大。

**受惠个股：**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。

图：GDP 季度增长率及 M2 同比增长率



资料来源: Wind 资讯, 农银国际证券

### 3、基建投资适度增长，但防止过热

上半年固定资产投资项目中，值得关注的是铁路运输业投资出现负增长 36.9%，而道路运输业则为零增长；此外，在房地产开发项目中，房屋新开工面积出现 7.1% 的负增长，这些均显示中央政府对于基建及地产的调控力度依然较大。

金融海啸之后推出 4 万亿刺激方案所带来的诸多副作用，已经令中国政府认识到过于依赖国有部门进行重大投资带来的风险；此外，房地产价格尽管已经有所回落，但是距市场预期仍然较远。

我们认为，下半年中央政府将采取更为稳妥、谨慎的态度推进基础设施的建设，并同时仍然严格控制房地产的发展。一个可能的方向是更多让民间资本参与基建项目，一方面有助于提升项目的效率，另一方面，也将给相关民营企业带来盈利机会。按照国务院的要求，各领域引导民间投资的实施细则已在 6 月底前制定完成，包括铁道部、银监会、能源局、卫生部、教育部等部位均出台鼓励民间资本的实施细则。这些领域的开放，无疑也会为相应的市场板块带来新气象。



### 三、下半年的潜在风险

我们预计下半年市场的波动可能会有所扩大，主要可能的原因如下：

- 1、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扰动；
- 2、欧美内需放缓，拖累中国出口以至亚太区经济增长；
- 3、中国货币政策存在滞后效应，令企业盈利先挫后扬。

#### (一)、欧美市场表现不佳，对港股造成冲击

##### 1、欧债危机不断恶化，令市场系统性风险上升

在主权债务危机蔓延的同时，欧元区上半年经济增长出现严重滑坡。首季仅德国增长 1.2%，希腊（政府债务占 GDP 165.3%）倒退 6.5%，意大利（债务占 GDP 120%）倒退 1.4%，西班牙（债务占 GDP 68.5%）则倒退 0.4%。

表：欧元区部分国家经济、债务及国债情况

国家	Q1 2012 GDP	政府债务 / GDP	赤字预算 /GDP	CPI	5 年债券 收益率	2 年债券 收益率
希腊	-6.5%	165.3%	-9.1%	1.4%	-	-
意大利	-1.4%	120.1%	-3.9%	3.3%	5.361%	3.79%
爱尔兰	0.7%	108.2%	-13.1%	1.8%	5.161%	4.51%
葡萄牙	-2.2%	107.8%	-4.2%	2.7%	9.397%	6.96%
法国	0.3%	85.8%	-5.2%	2.0%	1.011%	0.18%
英国	-0.2%	85.7%	-8.3%	2.8%	0.607%	0.19%
德国	1.2%	81.2%	-1.0%	1.7%	0.339%	-0.01%
西班牙	-0.4%	68.5%	-8.5%	1.9%	6.092%	4.83%

资料来源：彭博，农银国际证券

欧洲央行通过长期再融资操作（LTRO）向市场注入大量流动性，令区内利率明显下降，但该区失业率仍由 2011 年 12 月的 10.7% 增加至 2012 年 5 月的 11.1%，反映有关货币和财政政策未能解决欧元区两大结构性症结：持续高失业率和政府财政赤字预算。此外，国际信用评级机构降低财困国家和当地银行的信用评级，加剧了这一矛盾。最新的欧元区制造业和服务业 PMI 数据表明，欧元区经济衰退的风险仍然非常高。

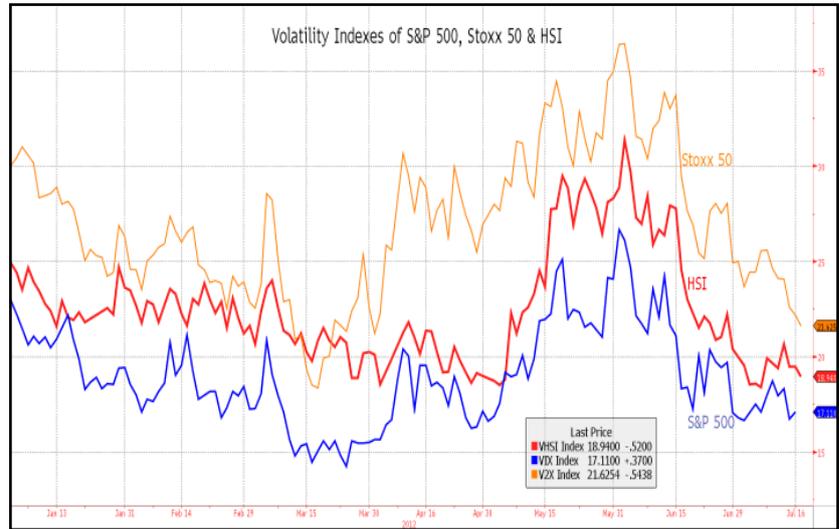
进入下半年，我们预计在近期内市场波幅将会较 5 月份有所收窄，但不排除欧元区出现异常情况，可能令市场风险再次出现上扬。6 月 29 日的欧盟峰会虽然基本解决了最后贷款人问题，但在共同财政的解决方案上仍然未有共识。投资者将关注今年 10 月欧元区各国就联合财政问题的讨论。

#### 对港股影响：

- 1、欧盟市场占中国今年上半年总出口值的 17.09%，欧盟经济衰退将直接影响中国企业的盈利表现以及中国下半年的经济增长；
- 2、欧元区市场的波动，将会扩大市场风险；并可能传递至香港市场。



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

## 2、美国多项经济指标出现倒退，显示经济复苏缓慢且乏力

美国今年第一季度 GDP 增长 2%，但第二季度制造与服务业 PMI 持续下行，预示经济增长受挫。我们预计美国第二季及全年经济均不容乐观。

美国失业率自 2010 年 12 月的 9.4% 下落到约 8% 水平后居高不下，至今年 6 月仍高达 8.2%，续领失业救济金人数也在 5-6 月间出现反弹。同期工厂新增订单与零售销售增长表现乏力，显示经济复苏趋缓。

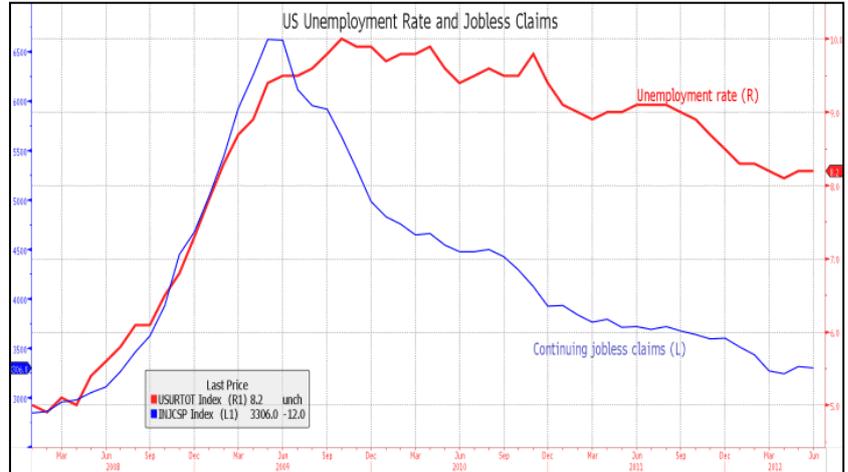
此外，今年是美国大选年，预计政治因素的掺入，令财政刺激方案将会受到抑制，美国总体经济风险或会增加，而美联储能做的只能是保持低利率（甚至维持负实际利率）支持经济增长，该局 6 月宣布维持低息环境至 2014 年底，并维持“扭曲操作”至今年底。我们认为美国长债收益率已处于低位，“扭曲操作”对实体经济影响有限，虽不排除美国在经济出现倒退时实施 QE3，但效果仍有待检测。

### 对港股影响：

- 1、 美国市场占中国今年上半年总出口值的 17.3%，美国代替欧盟成为中国最大的出口市场，其经济复苏将直接影响中国下半年的经济增长；
- 2、 进出美国市场的资金将会直接影响到港股市场。

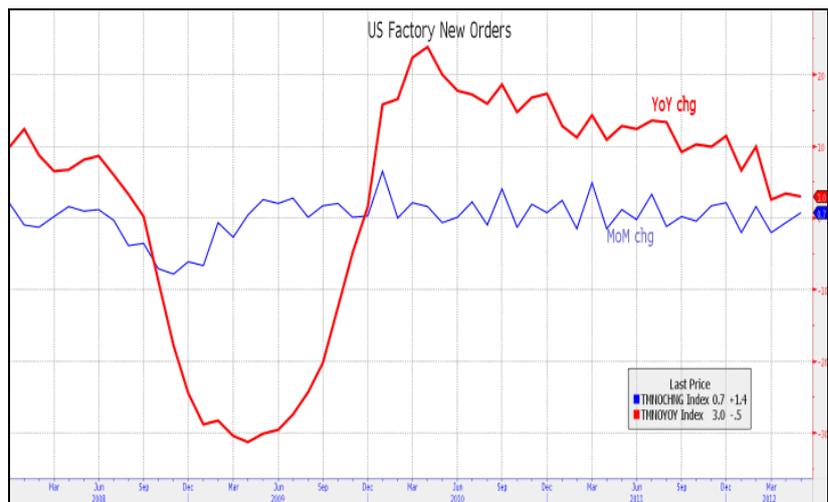


图：美国失业率及续领失业救济情况



资料来源：彭博

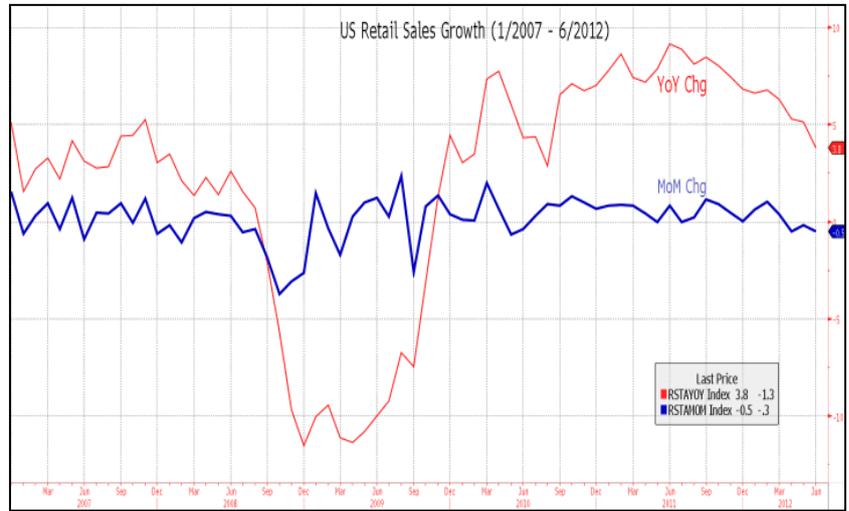
图：美国工厂新订单增长情况



资料来源：彭博

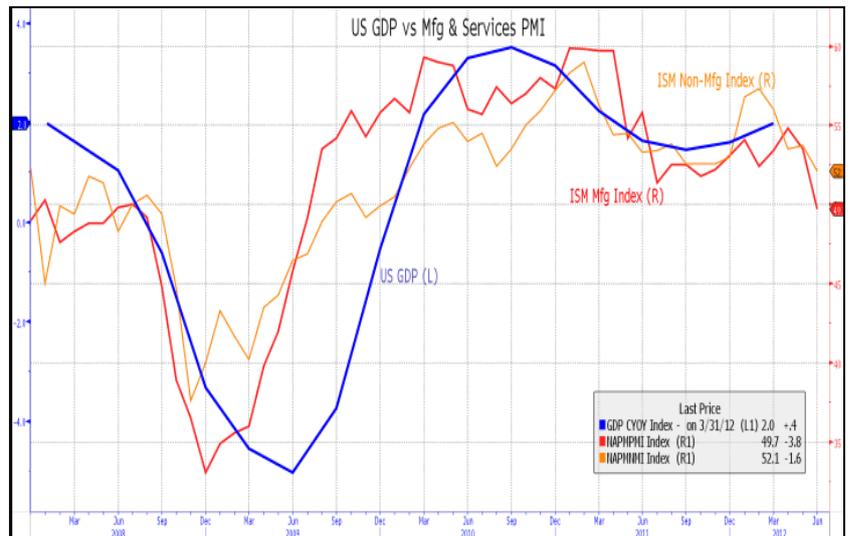


图：美国零售业销售增长情况



资料来源：彭博

图：美国国内生产总值、制造业和服务业 PMI 增长情况



资料来源：彭博

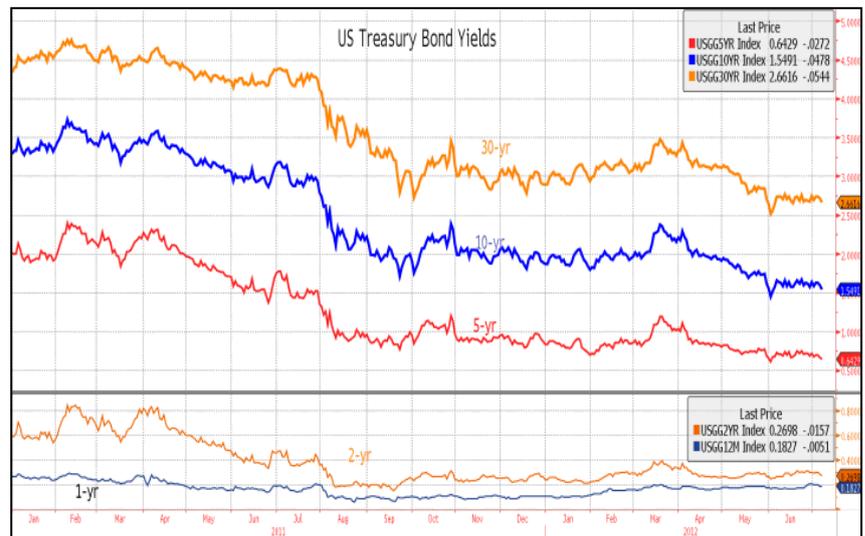


### 3、投资者对于风险资产的偏好下降，债券受捧

由下图可见，今年以来资金不断涌入美债市场，令美债收益率下行。香港和中国内地也出现类似情况，反映机构投资者对风险资产偏好下跌，债券获得青睐，而股票市场估值下行。

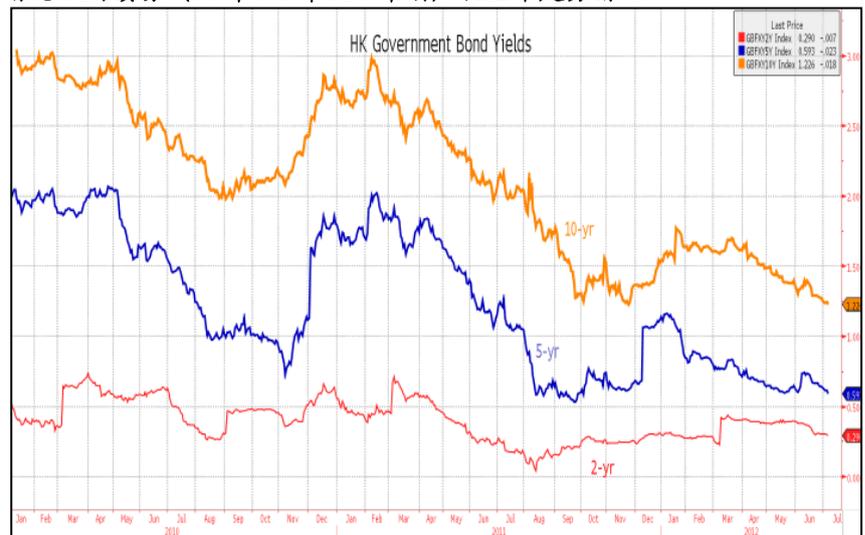
下半年如果欧美经济复苏受阻，债市仍可能受捧。不过，未来资金从债券市场流出将成为推动股市的主要力量。触发资金离开债券市场进入股市的催化剂是真正的经济和企业盈利的持续复苏。

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

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



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

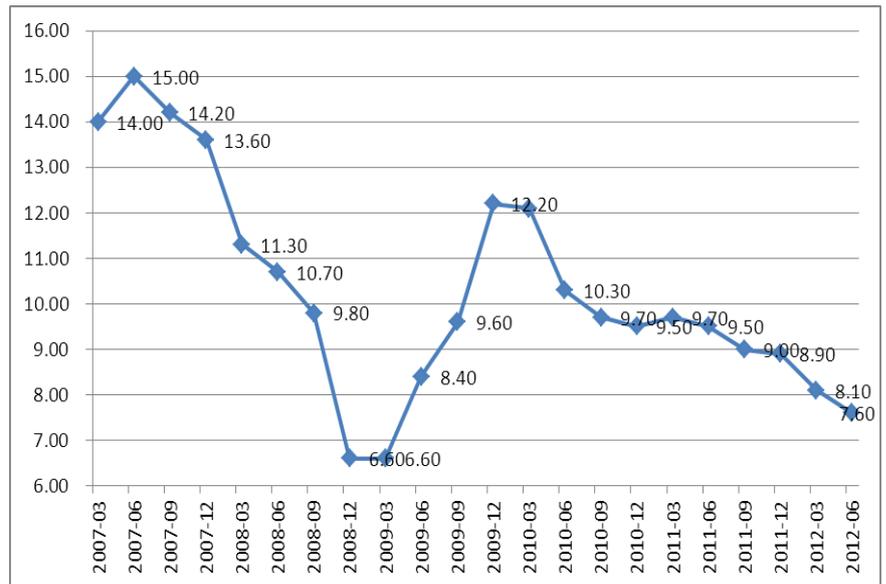


(二)、政策效应滞后可能令中国经济继续下行

1、外需削弱令 GDP 增长过度放缓

上半年中国宏观经济增长出现疲态。上半年经济增长率骤降至 7.8%，这也是 2009 年 9 月以来首次低于 8% 的季度表现，令人担忧重回类似 2008 年的衰退周期。总体上，我们认为，当前的 GDP 增幅基本与国务院所制订的全年经济增长 7.5% 的目标相符。但一些具体经济指标显示，中国经济仍然面临众多不确定因素，甚至有恶化倾向，令第三季度经济未必会见底反弹。

图：2007 年首季迄今中国 GDP 季度增长率



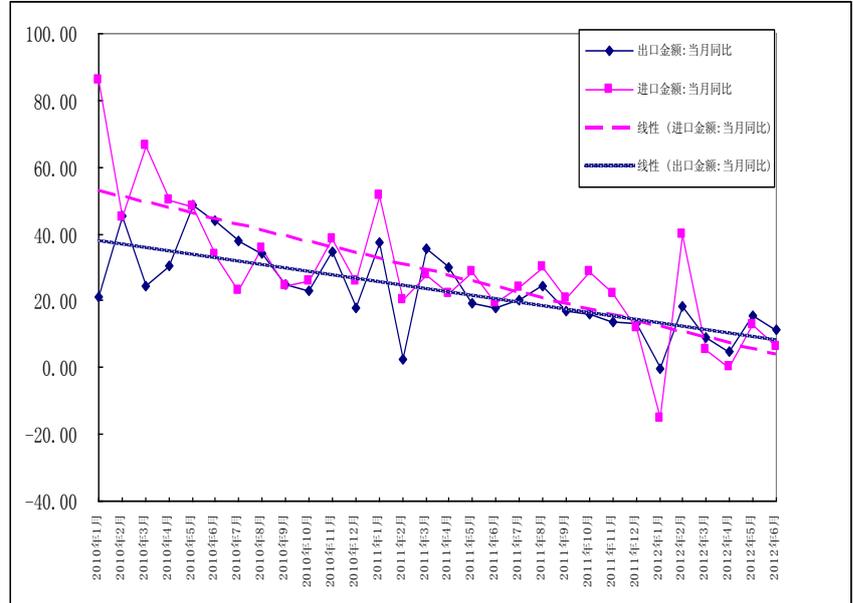
资料来源：WIND 资讯，农银国际证券

从出口来看，未来出口前景仍存在较大不确定性。一方面，全球经济增长放缓，外需难以明显改善；另一方面，人民币在持续升值之后已经接近均衡水平，出口将很难维持金融危机前十年超过 20% 的增长速度。

事实上，尽管今年 6 月当月贸易顺差达到 317.22 亿美元，为 2009 年 1 月以来最高值，但是从 2010 年以来的中国进出口月度增长比率来看，中国近年来对外贸易整体增速已经呈现下行趋势。

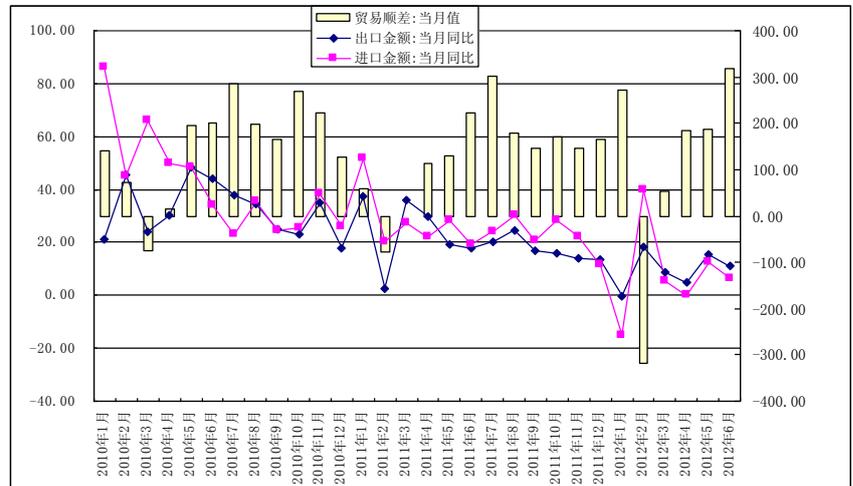


图：2010 年以来的中国进出口月度值同比增速 (%) 及趋势



资料来源: Wind 资讯, 农银国际证券

图：2010 年以来的中国进出口月度值同比增速 (%) 及顺差值



资料来源: Wind 资讯, 农银国际证券

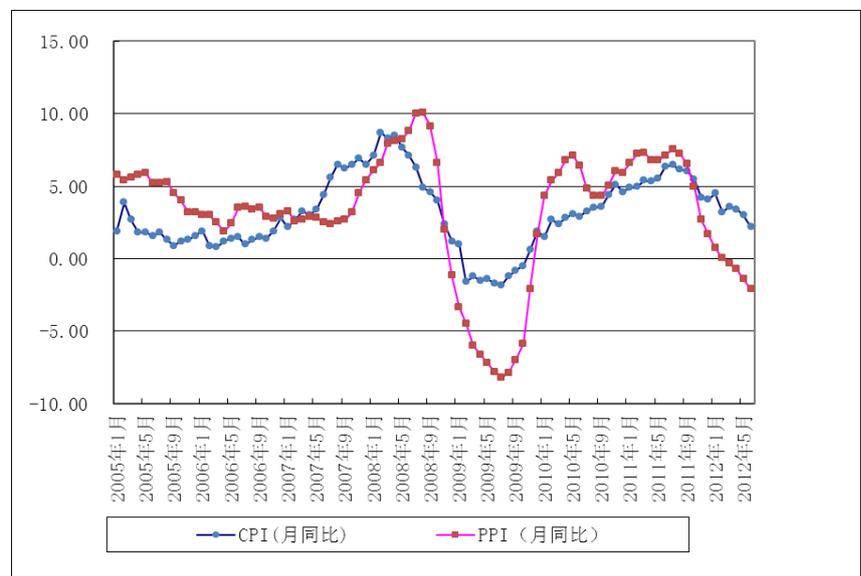


## 2、CPI 与 PPI 双降，并加速下滑，显示稳增长难度

6 月份 CPI 同比增速降至 2.2%，已经是连续四个月下跌。同期 PPI 数值再次下跌 2.1%，已经是 2011 年 7 月以来连续第 12 个月下跌，显示中国通胀风险已经基本消除，考虑到食品价格下滑幅度超出预期，以及大宗商品和油价的下跌，我们认为 2012 年 CPI 通胀预测将难以超过 3%。但另一方面，通缩的风险也在累积，若中国不能很快令经济止跌企稳，有可能难以在接下来两季实现“稳增长”。

此外，通胀下跌为央行打开降息空间。央行在 6、7 月期间密集降息两次，特别是第二次是非对称降息，有关政策对银行的净息差产生直接负面影响，基于银行股占市场指数的权重较大，上述情况有可能拖累市场整体表现，这些值得投资者关注。

图：中国 CPI 与 PPI 指数走势图



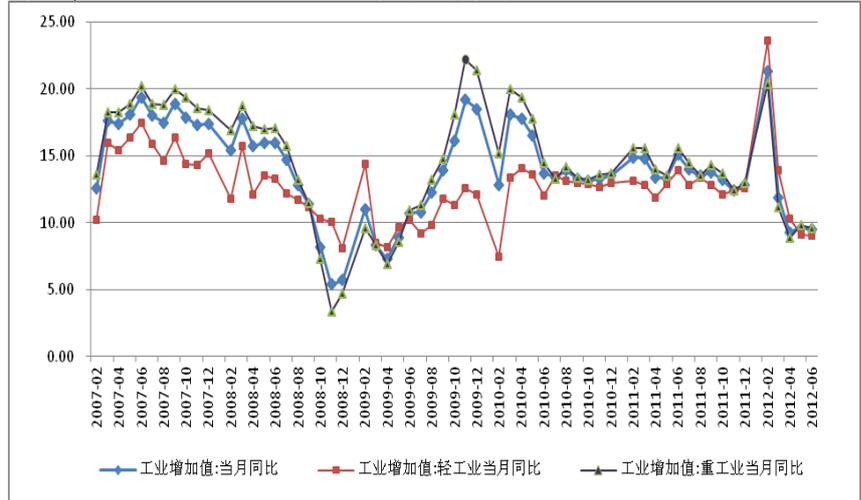
资料来源: Wind 资讯, 农银国际证券



3、工业增加值增长减缓，规模企业盈利水平倒退

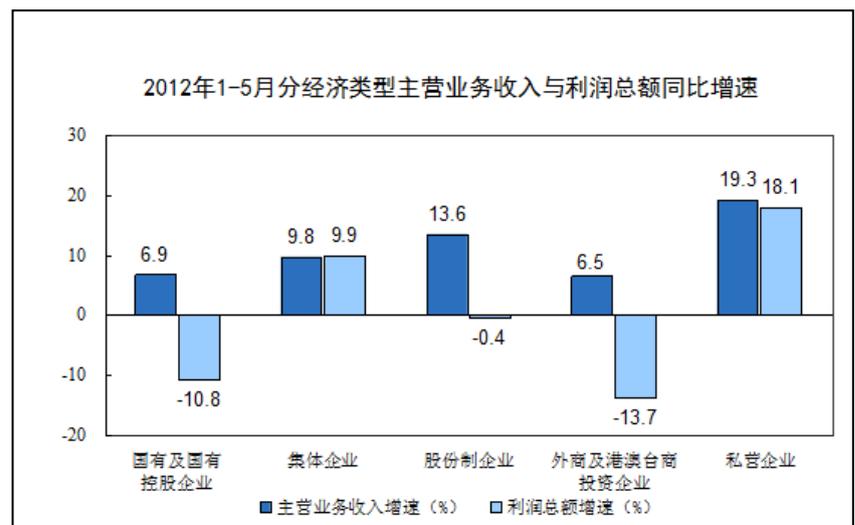
第二季度的中国规模以上工业增加值同比增长9.5%，已经连续三个月位于10%以下，并且创2009年5月份以来最低水平。上半年工业增加值累计同比增长10.5%，比首季下滑1.1个百分点，创2009年11月以来最低增速。轻、重工业增加值增速均回落明显。

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

值得注意的是，和工业增加值回落相对照的是，全国规模以上工业企业的利润增长出现差异化情况。这显示，中国的民营企业在盈利能力方面与国有及国有控股企业、外商及港澳台商投资企业已经拉开了距离。随着中国进一步放宽民营企业在行业准入方面的门槛，以及进一步放松对民营企业贷款与融资的限制，我们预计那些拥有良好信誉、稳健经营、拥有一定市场地位的民营企业将会继续在盈利方面跑赢，建议投资者应该予以关注。



资料来源: 国家统计局



#### 4、制造业 PMI 加速下滑，短期内总需求未见明显改善

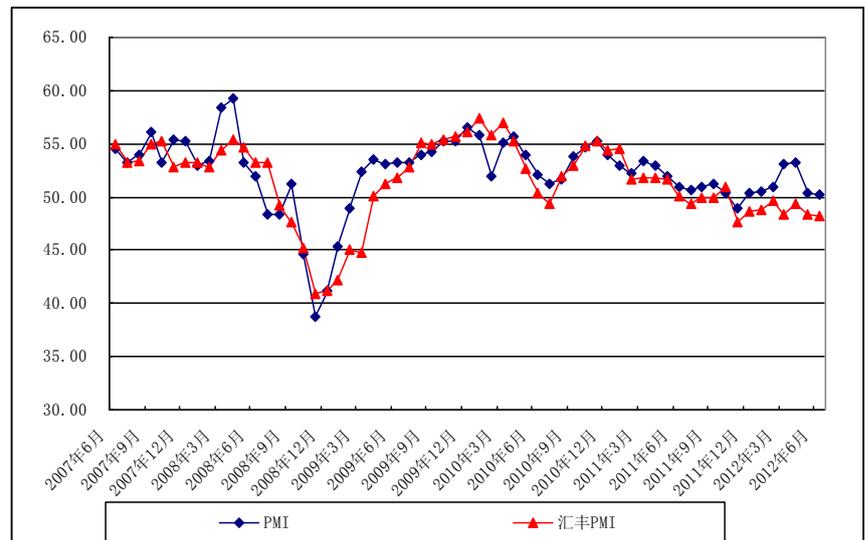
由中国物流与采购联合会公布的中国制造业 PMI 数字 6 月份为 50.2%，比 5 月份下跌 0.2 个百分点。其中新订单指标在 6 月跌至 49.2，已经是连续第三个月下滑。

在制造业 PMI 的 11 个分类指数中，除了产成品库存外，其余 10 个指数均有不同程度下滑。我们预计，未来企业去库存压力还将持续一段时间，短期内总需求难以明显改善。

6 月份汇丰制造业 PMI 为 48.2%，已连续 8 个月位于 50% 荣枯分界线以下，并且出现连续三个月下跌。

我们认为，由于欧美经济尚未明显转暖，特别是欧洲可能还将面临一个较长的去库存行为，而内地消费水平的增长尚需一段时间，中国制造业的短期需求仍然未见明显改善。

图：中国 PMI 指数与汇丰 PMI 指数走势情况



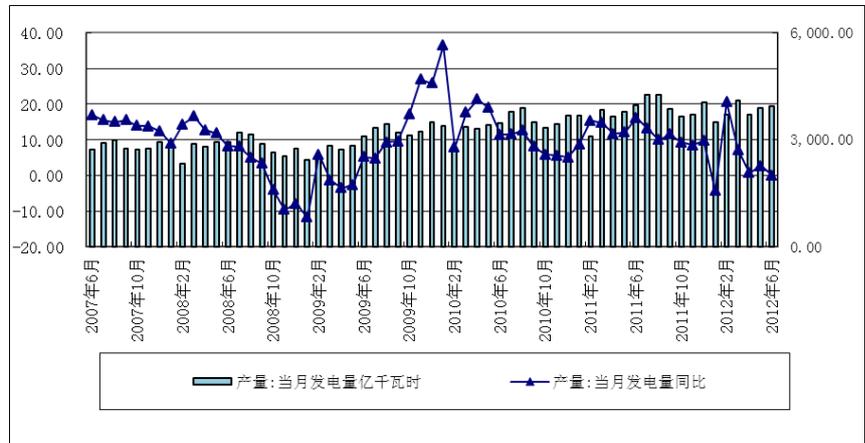
资料来源：WIND 资讯，农银国际证券

究竟经济会在第三、四季度继续下滑，抑或是逐渐企稳，我们认为除上述指标外，投资者还应关注以下经济指标：

- 1) **发电量是否出现增长。**2012 年上半年发电量总体增长 3.7%，达到 22950 亿千瓦时，6 月全月的发电量仅为 3934 亿千瓦时，同比为接近零增长（若以国家统计局披露的数据计算，实际为下跌 0.86%）。如果发电量没有明显增长，反映第二产业的复苏持续乏力。



图：中国当月发电量及月度同比情况



资料来源：WIND 资讯，农银国际证券

- 2) **利用外资情况是否有所好转。**今年上半年，固定资产投资（不含农户）到位资金同比上升了 17%，然而，其中利用外资的金额却同比倒退了 5.5%。再者，在房地产投资领域，上半年房地产开发企业在利用外来投资方面同比大幅下跌了 53.9%。这一方面显示是中央调控地产的成果，另一方面也显示，中国有外资流出的风险。近期人民币汇率走低，部分反应了这种倾向。如果这种趋势持续，下半年中国将更多依靠内资，特别是私营企业的投资。
- 3) **铁路与公路运输的投资是否会有所恢复。**今年上半年，铁路运输投资倒退 36.9%，公路道路投资则近乎零增长。值得关注的是，7 月 9 日和 10 日，国务院总理温家宝先后主持召开两次经济形势座谈会，指出要鼓励和引导民间投资健康发展的“新 36 条”相关实施细则已全部出台，要抓好落实，并强调尤其要在铁路、市政、能源、电信、卫生、教育等领域抓紧做几件看得见、鼓舞人心的实事，以提振投资者信心。我们相信下半年铁路与公路方面的基建或会受益。

总体上，我们预期政府将在下半年推出包括降息、降存款准备金率在内的货币政策，并配合积极的财政政策，以减缓经济下滑势头，但是考虑到全年经济增长目标的限制，我们不应预期会有类似“四万亿”的措施出台，对经济产生额外的驱动作用。



#### 四、下半年的行业选择与个股

##### (一)、金融业发展分析

###### 从控制通货膨胀转变到稳定经济增长

自从2011年中央将政策焦点放到控制通胀上,我们注意到中国国内生产总值增长已经从2011年第二季度的9.6%放缓至2012年一季度的8.1%,而消费物价指数增长亦从2011年6月的6.4%,放缓至2012年5月的3%。但进入二季度之后,各种统计数据显示经济下滑速度加快,为了将经济增长保持在7.5%,中央政府改变他们的政策策略,从“控通胀”切换到“稳增长”。

###### 近期发展 - 利率趋势

基于这个政策焦点的变化,央行分别在6月和7月一个月内两次降低基准利率,值得注意的是第二次减息为非对称减息,当中一年期存款基准利率下调25点,而一年期贷款基准利率下调31点,其他各档次存贷款基准利率及个人住房贷款利率亦相应调整。鉴于这频密的利率下调,我们相信在不久的将来央行可能会再作出两次减息,同时降低存款准备金率,以支持实体经济增长。

另外第二次减息同时下调金融机构贷款利率浮动区间的下限,由80%降低到70%,然而存款上浮上限、个人住房贷款利率浮动区间不作调整。我们相信这意味着利率管制放松的加速,这将促使自由竞争,有利于银行业长远的经营环境。

###### 2012 年利率趋势

	减息前	6月8日		7月5日	
		减息后	基点	减息后	基点
<b>活期存款</b>	0.50	0.40	-10	0.35	-5
<b>定期存款</b>					
三个月	3.10	2.85	-25	2.60	-25
六个月	3.30	3.05	-25	2.80	-25
一年	3.50	3.25	-25	3.00	-25
二年	4.40	4.10	-30	3.75	-35
三年	5.00	4.65	-35	4.25	-40
五年	5.50	5.10	-40	4.75	-35
<b>贷款</b>					
六个月	6.10	5.85	-25	5.60	-25
一年	6.56	6.31	-25	6.00	-31
一至三年	6.65	6.40	-25	6.15	-25
三至五年	6.90	6.65	-25	6.40	-25
五年以上	7.05	6.80	-25	6.55	-25
<b>个人住房公贷款</b>					
五年以下(含五年)	4.45	4.20	-25	4.00	-20
五年以上	4.90	4.70	-20	4.50	-20

资料来源: 中国人民银行

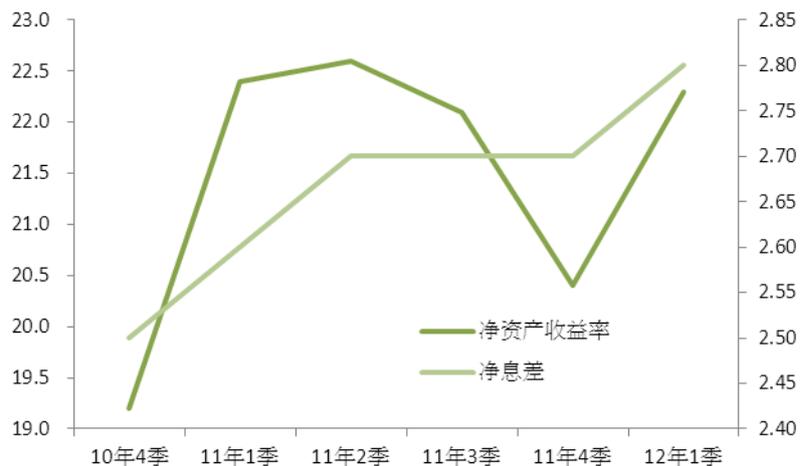


### 息差进一步收窄

中资银行有较强的盈利能力，全球盈利前三名的银行皆为中资银行。中资银行净资产收益率一直处于高水平，平均高于20%，在2012年一季度更录得22.3%，净息差亦处于2.8%的高位。这反映人民银行从之前以增加货币供应为主，因而更需要降低资金成本刺激投资从而拉动经济。央行在6月开始降低基准利率，我们相信这是利率下降周期的开始。

第二次非对称减息后，一年期基准存贷利差表面看来下降6个点子，但我们认为目前中小银行竞争依然激烈，银行积极争取存款，存款利率偏向上浮至基准利率1.1倍的可能性依然很大，另一方面我们仍然可以看到，银行对企业贷款的风险管理从严，基准贷款利率七折实际发生的机会相信不多，实际存贷利差影响应该不会太严重。尽管如此，下半年流动性相对宽松，银行议价能力将有所减弱，我们预期银行业2012及2013年净利润将会有下调压力。

图：中国银行系统盈利能力 (%)



资料来源：银监会

### 资产质量的担忧获得舒缓

自2008年以来中国银行的资产质量一直是市场的关注，导致中国的银行股表现滞后于其他行业，其实中国银行业的不良贷款率从2008年接近6%大幅改善至2012年一季度的0.9%。虽然最近有关企业盈利的新闻再次引起银行资产质量的关注，意味着不良贷款率可能出现上升机会，但到现在为止我们仍没有看到任何具体的资产质量恶化的证据。



图：中国银行系统不良贷款率 (%)



资料来源：银监会

当然经济下行周期银行信用风险将面临较大的压力，我们相信最近开始的利率下降周期，尤其降低贷款利率将有助于控制不良贷款增长。央行这次借降息特别提出金融机构要继续严格执行差别化的各项住房信贷政策，继续抑制投机及投资性购房需求，显示政策目标仍然是促使资金更多进入实体经济，使金融机构帮助实体经济发展，与此同时防止实体经济泡沫化，稳定经济增长。

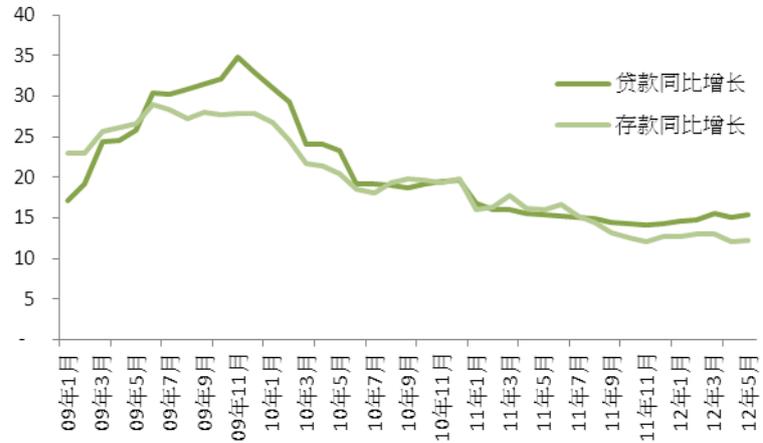
**存贷增速或有放缓趋势**

贷款和存款增长均自 2009 年年底开始放缓，贷款和存款由同比增长 33% 及 28% 降至 2012 年 5 月的 15% 及 12%，虽然贷款增长率已有企稳迹象，存款竞争仍然值得关注，特别是 75% 的存贷比率要求将会限制银行贷款的增长潜力。根据最新的本地新闻，四大银行六月的新增贷款只有人民币 190 亿元，低于市场预期，估计整个银行系统新增贷款约为人民币 700 亿元，尽管低于市场预期，我们预计全年贷款同比增长达 14-15%。

另一方面，在进入降息周期初期，随着价格敏感性资金转移至存款，存款增长仍然有支持，但随后存款可能注入至其他投资资产令增速放缓甚至流出，这将可能发生在第二至第三次降息之后，给下半年新增存款带来压力。



图：中国银行系统：贷款及存款增长 (%)



资料来源：中国人民银行

### 投资展望

目前大部分银行估值相当便宜,当前估值约在2012年1倍市帐率,接近两个标准偏差低于平均市帐率,但受制于利率及存款准备金率将继续下调的预期,从而影响银行未来的盈利能力,我们认为银行的股价将会在短期内受压并落后于市场表现。然而,我们相信银行业管制放松包括利率自由化将有利于整个行业长远发展,考虑到中资银行未来的盈利能力,我们长远看好银行板块并认为现在是时候累积持有。



## (二)、房地产业发展分析

### 宽松货币政策预期下，基本面稳步回升

在 2012 年上半年，房地产行业处于供过于求的状况。因而，行业呈现了成交低迷、价格下行和投资放缓的疲态。而这些不景气状况已经和即将出现改变。我们预期政府对房地产行业的政策立场不会改变，即压制投资需求同时鼓励刚性需求。在这种预期下，供应和刚性需求关系将是行业下半年走势的决定因素，而货币政策是影响上述供需关系的关键外部因素。

2012 年下半年，货币政策逐步宽松已经是市场的共识。降准、降息最终会转化为对购房者购买力的有效刺激，近而促使成交量稳步回升和缓解开发商的资金压力。而宽松货币政策下，开发商获得银行更多资金支持的可能性上升、同时成本下降，现金流进一步改善。需求回升、开发商资金压力减小的双重背景下，开发商主动降价意愿下降，行业定价权在未来 6-12 个月有望重新回到卖方手中。在三季度，行业投资或将在库存逐步消化和开发商现金开始充裕的背景下重新加速。鉴于需求稳定释放，价格见底和投资将重新活跃，行业基本面将稳步回升。我们判断地产股估值逐步修复，将在下半年跑赢大盘。

### 刚性需求持续、稳定释放

货币政策逐步宽松已经是市场的共识。降准、降息最终会转化为对购房者购买力的有效刺激，近而成交量稳步回升。

我们预计下半年，5 年期以上的贷款利率有望从年初的 7.05% 下降 75bp，或 10%，至 6.30%。假设单价 Rmb8,500/平米、90 平米的房屋，30% 首付、20 年按揭、首次购房者可以享有 80% 的按揭利率优惠，则 75bp 的利率下降可以令购房者的月供从 Rmb3,726/月下降 Rmb180/月，或 5% 至 Rmb3,524/月。购房者对利率持续下跌带来的购房正本下降开始敏感，最终形成有效刺激。行业成交在这样的背景下降持续、稳定回升。

我们预期，2012 年全年新房的需求将达到 86,185 万平米，同比下跌 10%。在 5-6 月份，成交已经见到底部，下半年稳步回升。

### 房价将触底，开发商重夺定价权

成交量稳步回升令开发商的资金压力缓解。而宽松货币政策下，开发商获得银行更多资金支持的可能性上升，同时成本下降，进一步改善现金流。需求回升同时开发商资金压力减小，促使开发商主动降价意愿下降，行业定价权在未来 6-12 个月将重新回到卖方手中。我们预期在四季度房价会触及底部。

我们预期，2012 年全年 1-2 线城市商品房房价同比下跌 15-20%，3-4 线城市下跌 5-10%。在 2012 年尾稳定后，2013 年或有 0-5% 的回升。



### 去库存逐步近尾声，第三季度行业投资有望提速

随着需求稳定，库存被逐步消化，同时开发商现金开始充裕，我们预期行业的投资增速将有望在持续近 1 年的放缓后，于今年第三季度提速。占比中国固定资产投资 20% 左右的房地产投资的重新提速，将令中国经济平稳着陆的可能性上升。

我们预期，2012 年全年房地产开发投资完成额为 Rmb48,739 亿，同比上升 10%。

### 估值修复，地产股跑赢大盘

鉴于需求稳定释放、价格见底和投资将重新活跃，行业基本面将稳步回升。我们判断地产股估值逐步修复，将在下半年跑赢大盘。

地产板块目前 P/B 处于 1.1x，5 年的均值为 1.3x。估值修复令行业至少有 18.2% 的上升空间。



### (三)、钢铁业发展分析

#### 一吨钢铁利润不及一公斤猪肉的时代到来了

钢铁行业结构调整的任务仍然较重，行业需求增速放缓、上游挤压利润空间、同质化竞争加剧等问题仍将持续，钢铁企业的经营形势短期内仍不容乐观。现在说法是“一吨钢铁利润不及一公斤猪肉的时代到来了”。可是以龙头股宝钢的今年预测市账率才 0.7 倍，我们相信有关负面因素已反映在股价中。

#### 未来有利因素

有利因素方面：矿石价格我们预计下半年将回落 5%，钢铁行业高成本运行格局将有所改善。

#### 未来不利因素

不利因素方面：从国际看，欧美债务危机深层次的矛盾将继续蔓延和加剧，全球经济短期难以复苏。从国内看，经济增长放缓与通货膨胀并存，钢铁行业产能过剩、供需矛盾依然突出。受宏观形势影响，下游行业增长放缓，对钢材的需求也将呈减缓趋势。钢铁企业间的竞争将更加激烈。

#### 三季度不宜乐观

据中钢协统计，今年前两个月，全国重点大中型钢铁企业共亏损 28 亿元人民币（下同）。随后的 3、4、5 月份开始扭亏。其中 5 月份实现利润仅为 14.0 亿元，环比降幅为 21.7%。不过 5 月份当月亏损企业亏损额 21.4 亿元，环比增亏 8.8%，亏损面达到 31.3%。受大形势影响，相信三季度的形势不宜乐观。

#### 投资展望

目前部份钢铁股估值相当便宜，如龙头宝钢的今年预测市帐率才 0.7 倍，但受制于未来三个月的不乐观形势，我们认为钢铁股股价短期内受压并略差于市场表现。然而，我们认为目前的低估值，也为未来提供了长线的上升空间。



#### (四)、铁路基建业发展分析

##### 黑暗过去了

铁路基建股今年来股价走势稳步向上，一直优于大市表现，相信黑暗是过去了。龙头股中国铁建现时的估值为今年预测市帐率 0.9 倍，估值吸引。

##### 受惠减息周期

现时国内经济增长放缓，三大支柱中，进出口及内需都放缓下，对基建的增长便重要了，因国家能直接有效以政策处之。另一方面，六月开始的减息周期，对行业特别有利。我们清楚基建是资本密集的，资金成本向下，当然利好，加上业界负有大量债务，有助减少利息开支。

##### 投资展望

目前部份铁路基建股估值相当合理，如龙头中国铁建的今年预测市帐率 0.9 倍，基建是资本密集的，资金成本向下，当然利好，加上业界负有大量债务，有助减少利息开支。我们相信上升势头，跟减息周期可以维持。



### (五)、中国的工程机械制造业发展分析

受着中国在 2011 年的紧缩货币政策所影响，中国的建筑工程项目有所所缓，导致工程机械制造业（除混凝土机械行业外）在 2012 上半年的销售录得大幅下滑。但在出口经济放缓压力及通胀降温的情况之下，中国政府开始放松银根。中国人民银行在 6 月 8 日下调商业银行存贷款基准利率 0.25 个百分点及在 7 月 5 日宣布金融机构一年期存款基准利率下调 0.25 个百分点，一年期贷款基准利率下调 0.31 个百分点。

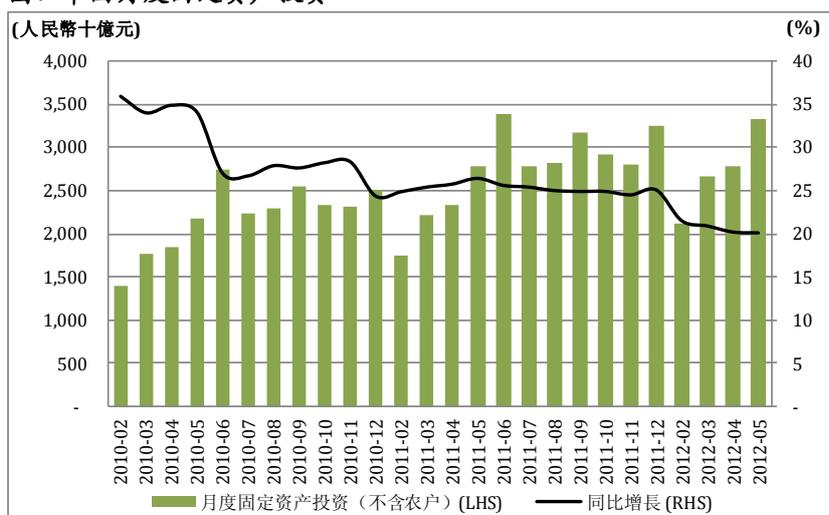
银根放松对建筑工程的动工速度有正面影响，此外，贷款成本下降会刺激下游工程机械租赁商购置工程机械的意欲，对工程机械的需求有支持。考虑到工程机械制造业的销售会滞后货币政策半年至一年时间，故此我们认为工程机械制造业的销售会在 2012 下半年度开始回升。

对于行业的中长期发展，我们抱以正面的态度。在中国的经济增长及都市化进程的带动之下，我们认为基础设施建设项目及房地产项目在未来十年的仍会以一个较快的速度增长，从而带动工程机械的需求。我们估计工程机械制造业在 2011 至 2015 年间以 20.5% 的复合年增长率增长。

#### 工程项目放缓情况改善

我们看见基础设施建设项目如铁路建设、公路建设及水利设施建设等项目的增长速度都有回升的趋势，五月份的固定资产投资（不含农户）环比增长 20.2%，而铁路、公路的固定资产投资及房地产的投资额环比增长分别为：6.6%、9.1%及 29.8%。基建项目上马，工程机械行业会受惠。我们估计今年下半年工程机械的销售数字会有所回升。

图：中国月度固定资产投资



资料来源：国家统计局



### 工程机械销售跌幅收窄

受着中国在 2011 年的紧缩货币政策所影响，工程机械（除混凝土机械）在今年首五个月的销售同比大幅下滑。当中以汽车起重机的跌幅最大，首五个月的销售量为 11,193 台，同比下跌 45.5%，土方机械今年首五个月的销售量：挖掘机为 70,754 台（同比下跌 38.4%）、装载机为 89,842 台（同比下跌 26.2%）、推土机为 4,535 台（同比下跌 41.8%）。虽然五月份的销售数字仍是录得下跌，但跌幅比四月份略有收窄。在政府开始放松银根的情况下，我们认为下半年工程机械的销售将有所回升。

混凝土机械方面，受惠到三四线城市的建设仍是处于较快阶段对混凝土机械的需求较大，加上中国政府规定承建商取消于大中城市建筑地盘搅拌混凝土的传统惯例，导致对混凝土搅拌站的大量需求，且随后对混凝土搅拌运输车、拖泵及混凝土输送泵车等其他混凝土机械的需求增加。根据中国工程机械商贸网披露，现时在国内混凝土泵送机械市场，目前高达 80% 的份额由三一重工 (600031 CH) 及中联重科 (000157 CH/1157 HK) 两家覆盖。根据我们的管道调查，中联重科的混凝土泵送机械销售量在今年上半年录得 30-40% 的同比升幅。

### 工程机械制造商的盈利警告

工程机械制造商如中国龙工 (3339 HK)、柳工 (000528 CH) 及太原重工 (600169 CH) 分别先后发布对于上半年的公司预期的盈利警告。考虑到工程机械在上半年的销售大幅下滑，故此我们对于盈利警告并不出奇。虽然我们认为工程机械下半年的销售会有所回复，但受上半年的业积所拖累及往年的高基数效应之下，我们估计工程机械行业在 2012 的全年业绩会比 2011 年有所下跌。

反观工程机械龙头之一的中联重科，在今年首季度仍可以保持增长，我们认为主要的原因是公司约有一半的盈利是来自混凝土机械，混凝土机械在上半年的增长令中联重科免于工程机械制造业的销售下滑的影响，故此我们认为中联重科今年的净利润会有 15% 至 20% 的增幅。

### 借贷利率下调，违约风险降

市场普遍忧虑工程机械制造商通过不断加大对客户贷款额度以实现销售额，而其客户（即租赁商）偿还债务的能力正是问题关键。我们也关心到这个问题，在借贷利率下调的环境下，基建项目增长回升的情况之下，工程数目会有所回升，租赁商的收入及回款能力也会有所改善，同时，市场借贷成本减低，对工程机械制造商的信贷风险因此而会有所下降。



行业估值

工程机械龙头中，现时只有中联重科在香港上市，我们估计中联重科现价为 7.0 倍 2012 年市盈率。根据彭博的数据，中联重科在 A 股市场上的现价为 8.0 倍 2012 年市盈率，2012 年行业平均市盈率为 9.8 倍。虽然行业的销售增长难于在短期内全面复苏，但市场已把行业的不利因素反映到现价之上，加上行业中长期较大的增长空间，行业的现价估值偏低，可作长线持有。

主要工程机械制造商的销售及盈利情况

		1QFY10	2QFY10	3QFY10	4QFY10	1QFY11	2QFY11	3QFY11	4QFY11	1QFY12
三一重工	营业额 (人民币百万)	7,304	9,724	8,927	8,015	13,922	16,275	10,879	9,440	14,678
	同比增长	114.6%	90.3%	58.4%	68.1%	90.6%	67.4%	21.9%	17.8%	5.2%
	净利润 (人民币百万)	1,107	1,943	1,570	1,171	2,663	3,276	1,732	978	2,804
	同比增长	221.7%	158.5%	77.9%	76.9%	140.6%	68.6%	10.3%	-16.5%	5.3%
中联重科	营业额 (人民币百万)	5,899	10,190	7,812	8,292	10,735	13,413	9,059	13,116	11,609
	同比增长	67.7%	77.2%	40.7%	39.5%	82.0%	31.6%	16.0%	58.2%	8.1%
	净利润 (人民币百万)	735	1,467	924	1,540	2,024	2,604	1,334	2,104	2,089
	同比增长	144.2%	87.2%	55.2%	100.8%	175.5%	77.5%	44.3%	36.6%	3.2%
徐工机械	营业额 (人民币百万)	5,544	7,867	5,861	6,247	9,684	9,749	5,699	7,719	7,970
	同比增长	42.0%	49.4%	16.9%	-54.3%	74.7%	23.9%	-2.8%	23.5%	-17.7%
	净利润 (人民币百万)	529	877	614	946	1,018	1,210	602	547	741
	同比增长	87.2%	47.1%	44.8%	-27.4%	92.6%	38.0%	-1.9%	-42.1%	-27.3%
柳工	营业额 (人民币百万)	3,443	4,670	3,583	3,608	5,928	4,836	3,470	3,564	3,414
	同比增长	56.4%	69.1%	56.5%	25.2%	72.1%	3.6%	-3.1%	-1.2%	-42.4%
	净利润 (人民币百万)	389	529	343	283	610	484	185	42	148
	同比增长	157.0%	142.5%	74.5%	-16.8%	56.8%	-8.4%	-46.0%	-85.2%	-75.8%

资料来源：公司资料



(六)、新能源业发展分析 - 光伏和风电

光伏行业近况

2011 年，欧洲占了全球光伏组件需求的 70%，但由于欧洲各国自身的经济危机，德国和意大利于今年上半年均削减了对光伏发电的补贴，加上光伏需求增长较高的美国于今年 3 月份和 5 月份宣布对中国光伏电池和组件进口商征收反补贴和反倾销税，导致占了全球光伏组件产出 50% 的中国受到严重打击。

目前国内整个光伏产业链中多晶硅，硅片，太阳能电池及组件等领域产能均处于严重产能过剩状态。数据显示，2011 年以来全国半数以上的中小电池组企业停产，25% 以上的企业大幅减产；多家多晶硅企业减产，停产或破产较为普遍。今年上半年，光伏组件价格下跌超过 20%。

图：多晶硅及硅片价格走势 (美元)



资料来源: 彭博

2012 年一季度，国内数光伏企业仍继续亏损，其中，赛维 LDK 亏损达到 11.85 亿美元；无锡尚德亏损 1.33 亿美元；昌科能源亏损 5700 万美元，行业区头皆是如此，中小型企业经营更是艰难。于港上市较小型的光伏企业包括卡姆丹克(712)，阳光能源(757)和创益太阳能(2468)的毛利率于上半年不足 10%，处于亏损状态。行业龙头保利协鑫(3800)因拥有多晶硅的成本优势，于上半年仍处于盈利情况。

投资展望

尽管中国光伏发电的装机目标由 2011 年 12 月的初部目标 15GW，上调至 2012 年 6 月的最终目标 20G，我们认为光伏行业寒冬仍然未过。GTM Research 的数据显示，2012 年光伏太阳能电池板的产能是 59GW，预计全球各地的组件需求只有 30GW。中国方面，至 2011 年年底，全国光伏发电总装机 13.6GW，其中，2011 年全国光伏发电新增装机容量为 2.7GW。预计 2012 年新增装机能够扩大到 5-6GW，即十二五的前两年新增光伏装机约 8GW，按照规划 2013-2015 年国内的市场需求在 4.5GW 左右，而工信部下属的光伏产业联盟对自己的 160 多家企业进行了产能统计，已经达到了



35GW，加上联盟外企业，总产能预计在 40GW 左右，反映行业的供需矛盾仍然突出。面对全球范围内过剩的光伏产能，我国十二五装机规划不足以撼动全球范围内的供大于求的现状，光伏组件价格仍将维持在行业历史较低水平，我们维持光伏行业中性的投资评级。除了保利协鑫外，在港上市的光伏企业目前 P/B 处于 0.4x，估值低于 1.0x 反映市场对该板块前景看淡。行业龙头保利协鑫 P/B 估值为 1.26x，与海外同业 PB 平均值 1.33x 看齐。

### 风电行业近况

风电行业上游风机产业跟光伏组件企业一样同样面对着产能过剩的情况。2011 年，国内 5 大风机制造商占了总新机产能的 65.3%，预计于 2012 年，国内 5 大风机制造商总产能将达到 21GW。根据十二·五规划，中国 2012-2015 年的新装机产能每年为 12-15GW，即每年供应超出需求 6-9 GW。产能过剩导致风机价格自 2010 年 6 月份到 2012 年 2 月期间下跌了 18.6% 至 Rmb3,755/kw，风机制造商盈利大减。2012 年 4 月，国内第一和第二大的风机制造商华锐风电和金风科技(2208)分别宣布于今年一季度，集团盈利分别同比下跌 87.1%和 97.0%至 56.7 百万人民币和 6.17 百万人民币。

不过，风机价格下跌则减少了下游风力发电企业的建设成本，利好下游的盈利情况。但风电下游亦同时存在隐忧。中国过去装机容量的急速增长远超越电网建设的进度，大量的风电因为未能上网而被丢弃，出现了弃风现象。根据风能专业委员会数据表明，去年中国风电装机容量 6,273 万千瓦，上网装机容量 4,505 万千瓦，只占总装机量的 71.8%，而根据《2011 年风电限电情况初步统计》显示，去年全国约有 100 亿千瓦时左右风电电量由于被限发而损失。由于电网一般建设期达 3-5 年，装机建设只而 8-12 个月，料弃风问题不能在短期内解决。

另外，自 2011 年下半年关始，欧洲经济陷入低迷，碳排放量减少，二级市场 CDM 项目所产生的 CER (温室气体核证减排量)交易价格进入下行走势，由 2011 年 6 月初的 EUR12.89 下跌至今年 6 月底的 EUR4.18 欧元，最低曾见 EUR3.16，跌幅高达 75%。受此影响，风电企业的 CDM 项目收入将会大减。以龙源(916)，大唐新能源(1798)和华能新能源(958)中国最大三家风电发电企业为例，CDM 项目收入分别占了其 2011 年 EBIT 的 14.4%、15.3% 和 20.6%。尽管风电企业每年于联合国清洁发展机制执行理事会新注册项目亦有所增加，但新增注册项目所带来的收入未能弥补 CER 价格暴跌的因素，令风电企业盈利受压。

### 投资展望

尽管弃风问题或未能在短期内解决，但预料《可再生能源配额管理办法》将于今年年底出台。在配额管理办法中，配额制度有三大主体，即发电企业，电网公司和地方政府。强制要求电力公司发电使用一部分可再生能源，强制要求电网公司收购的电量有一定比例来自可再生能源，强制要求地方政府鼓励支持可再生能源发电。有望此办法能有效改善弃风现象。另外，由于龙源(916)，大唐新能源(1798)和华能新能源(958)的净负债/股本水平于



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED

2012 年下半年投资展望

---

2011 年底均超过 150%，人民银行最近于不到一个月内两次下调基准利率，大幅减轻负债较高企业的利息成本，减少了 CDM 项目收入所带来的负面影响。风力发电板块目前 P/B 处于 0.91x，离我们估值 1.0x 只有不到 10% 的上升空间，我们维持风电下游行业中性的投资评级。



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED

2012 年下半年投资展望

### 权益披露

分析员(陈宋恩、欧宇恒、李凯怡、李红颖、朱家轩、陈宜飏、胡昭玲、黄焯伟)，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。

农银国际证券有限公司及/或与其有联系的公司，曾在过去 12 个月内，或可能在未来 3 个月内，就投资银行服务，向本报告期内提及的一间公司，收取任何补偿或委托。

### 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) 2868 2183