



农银国际中国 / 香港证券研究
2015 年经济展望及投资策略

缓步增长
緩步增長



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABC SECURITIES COMPANY LIMITED

目录

2015 年全球经济展望

缓慢复苏

2015 年美国经济展望

动力上升

2015 年欧元区经济展望

面临压力挑战

2015 年日本经济展望

进退两难

2015 年亚洲新兴市场经济展望

聚焦结构性改革

2015 年中国经济展望

重振增长势头

2015 年中国政策展望

1. 货币政策：相对宽松的政策立场与灵活的流动性管理相辅相成

2. 财政政策：深化财税改革，以刺激经济增长

3. 国际化进程加快将使人民币在 2015 年内稳步升值

2015 年中国主要宏观经济主题

1. 加强结构性改革，提高投资效率

2. 增加固定资产投资，刺激经济增长

3. 服务型消费的大幅增长

4. 2015 年通胀趋缓

5. 对外贸易缓慢复苏

6. 偏向使用可再生能源

7. 房地产政策随利率下调放宽

8. 对外直接投资上升将进一步开放资本账户

9. 沪港通是资本市场自由化的重要一步

2015 年香港经济展望

2015 年投资策略

4 恒生指数回顾与展望

恒生中国企业指数回顾与展望

6 沪港通投资策略

12

2015 年行业展望

17 中国银行业

行业高适应性为 2015 护航

20 中国证券行业

资本市场改革为行业带来机遇

24 中国清洁能源行业

清洁能源取代化石能源

26 中国煤炭行业

行业 2015 仍面临诸多不确定性

27 中国乳制品行业

29 挑战将至

保险保险行业

行业基本面持续改善

30 中国房地产行业

32 最坏的时刻已过

34 中国铁路行业

35 “新丝绸之路” - 高铁发展的火车头

36 电信、媒体及科技行业

37 互联网 2015 展望：O2O 大行其道

38 互联网金融行业

38 “规范年” 将临，迎稳健增长

39 手机游戏行业

收入将保持高增长，估值调整接近

研究部

43 林樵基

46 研究部联席主管

54 bannylam@abci.com.hk

陈宋恩

研究部联席主管

philipchan@abci.com.hk

欧宇恒

59 分析员

中国银行 / 中国证券

61 johannesau@abci.com.hk

63 董耀基

分析员

65 kennethtung@abci.com.hk

陈宜颺

67 分析员

markybchen@abci.com.hk

69

梁心敏

71 分析员

中国金融

73 pandoraleung@abci.com.hk

75 潘泓兴

分析员

77 乳制品

paulpan@abci.com.hk

黄焯伟

分析员

中国铁路

stevecwwong@abci.com.hk



2015 年全球经济展望和投资策略 重点概览

2015 年经济前景

- 我们认为美国经济仍具动力。主要经济指标显示进一步改善。政策制定者的重点将放在改善通胀和就业环境。我们预计美国 GDP 于 2014 年将同比上升 2.2%，而 2015 年则同比上升 3.2%。
- 欧元区经历了经济和通胀下行的恶性循环，其结构性问题亦没有得到完全解决。新的经济刺激措施，包括量化宽松政策是否能在 2015 年成功刺激经济增长将成关键。成员国经济复苏步伐将有所不同。我们预计欧元区 2015 年 GDP 将同比增长 1.2%。
- 日本将于 2015 年面临更多挑战，销售税上调引致经济下滑，政府重振增长动力的时间有限。虽然安倍政府已加强宽松货币政策，但要取得短期增长和结构性改革之间的平衡并不容易。我们预计日本 2015 年的 GDP 将同比微升 1.0%。
- 亚洲新兴市场 2015 年将重点推动内生性增长及加强结构性改革。
- 中国基建投资将继续增长。宽松的货币政策及扩张性财政政策将促进更多以消费为主导的增长。我们预计中国 2015 年 GDP 的同比增长将达到 7.2%。
- 我们预计香港 2015 年 GDP 将同比上升 2.4%。对本地经济的不利因素包括零售业转弱、地产市场下滑、占中行动的剩余影响。股票市场方面，我们预计恒生指数和恒生国企指数于 2015 年年底达到 26,568 和 13,152 点。

投资亮点

行业	评级	选股
中国银行	正面	工商银行 (1398 HK) / 建行 (939 HK)
证券商	正面	中国银河娱乐 (6881 HK)
煤炭	中性	中国神华 (1088 HK) / 伊泰煤炭 (3948 HK)
地产	正面	华南城 (1668 HK) / 旭辉 (884 HK) / 佳兆业 (1638 HK)
铁路	正面	中国铁建 (1186 HK) / 中国中铁 (390 HK) 中国南车 (1766 HK) / 南车时代电气 (3898 HK)
电信、媒体和科技	正面	腾讯 (700 HK)
互联网金融	正面	腾讯 (700 HK)
手机游戏	正面	腾讯 (700 HK)

来源：农银国际证券



2015 年全球经济展望：缓慢复苏

- 消费和私人部门投资增长将成为提振美国经济的关键因素
- 欧元区经济复苏态势低迷；更多的刺激性政策将会出台
- 日本推后提高消费税将有助其 2015 年经济增长；“安倍经济学”必须落实结构性改革的措施
- 中国 2015 年的首要任务仍然是加紧经济结构改革步伐，信贷将通过进一步的利率和存款准备金率削减以及一系列有针对性的流动性工具的推行而宽松

全球经济复苏进程仍然缓慢

全球经济复苏进程不均衡，经济增长缺乏动力。美国、欧元区和日本在货币政策上的不同立场增加了全球资金流动的差异性。一方面，美联储率先通过停止其每月的债券购买计划来将其货币政策正常化，并向市场表示将会在短期内提高短期标准利率。另一方面，欧元区和日本正面临着通缩和经济重新陷入倒退的风险，因此这两个地区都推出了宽松的货币政策措施以及更多的刺激性措施来加速经济增长。总体而言，全球经济正面临着复杂的货币政策环境，经济状况发生显著变化，对经济复苏产生消极影响。因此，我们预计 2015 年全球经济的复苏进程仍然缓慢。

2014 年，美国经济复苏进程相对出彩，而欧元区和日本则仍在通缩风险和经济增长动能消退中挣扎。进入 2015 年，政治僵局、利率上涨以及不稳定的经济形势都将对美国经济造成威胁。美国部分就业和消费数据显示该国经济复苏的基础并不牢固。尽管如此，GDP 相关数据不断走强和就业增加显示消费和私人部门投资将会是该国经济增长的关键。在欧洲，欧元区大部分国家经济复苏态势低迷，表明地区结构性问题、政府财政状况和实体经济这三大因素互相制约并对经济发展继续形成威胁。欧元区经济复苏的疲软态势将推动欧洲央行和国家进一步深化刺激措施。虽然日本经济在政府采取了宽松的货币政策后有所改善，但货币政策的作用随时间推移逐渐减弱。提高消费税对经济复苏产生消极影响，使日本经济在第三季度进入技术性衰退。随着日本政府扩大其量宽政策规模和日元持续贬值，日本的经济活动继续依靠净出口增长和家庭支出推动。推迟新一轮的消费税提高和加强货币宽松政策，将刺激日本经济在 2015 年增长。对于新兴亚洲经济体而言，它们可以更加从容地应对资金外流和美联储退出 QE 政策的影响。日本量宽政策扩张和欧元区新推出的量宽政策将增加全球的流动性，并部分抵消美国退出 QE 政策的负面影响。在 2015 年，新兴亚洲经济体将会更加关注结构性改革和培养经济增长潜力。我们预期，结构性改革将会在中短期使这些国家的经济增长低于历史水平。

2015 年，中国将继续深化经济结构改革进程。10 月举行的中共第十八次四中全会强调了法治对促进可持续发展的重要性。会议表示，中国将面临在经济再平衡形势下增长放缓的“新常态”；信贷将通过存款准备金率削减以及一系列有针对性的流动性工具的推行进一步宽松，从而缓解经济的下行压力。中国经济预计将维持 7.2% 的稳定增长。得益于对外贸易和消费的反弹，香港经济预计将在 2015 年有所增长。



图表 1: 全球经济预测

同比增长(下降)(%)	2011	2012	2013	2014F	2015F	2016F
美国	1.6	2.3	2.2	2.2	3.2	3.2
欧元区	1.6	(0.7)	(0.4)	0.7	1.2	1.4
德国	3.4	0.9	0.5	1.3	1.6	2.0
法国	2.1	0.3	0.3	0.5	0.8	1.2
意大利	0.4	(2.4)	(1.9)	(0.3)	0.7	0.8
西班牙	0.1	(1.6)	(1.2)	1.1	1.5	1.5
荷兰	1.7	(1.6)	(0.7)	0.5	1.3	1.8
希腊	(7.1)	(7.0)	(3.9)	0.5	2.5	3.5
葡萄牙	(1.3)	(3.2)	(1.4)	0.9	1.4	1.7
爱尔兰	2.8	(0.3)	0.2	3.4	3.2	3.0
英国	1.1	0.3	1.7	3.3	2.6	2.4
日本	(0.5)	1.5	1.5	0.8	1.0	1.2
中国内地	9.3	7.7	7.7	7.4	7.2	7.0
中国香港	4.8	1.5	2.9	2.2	2.4	3.0
新加坡	6.1	2.5	3.9	3.0	3.0	3.0
韩国	3.7	2.3	3.0	3.7	4.0	4.0
俄罗斯	4.3	3.4	1.3	0.3	0.4	1.5
印度	6.6	4.7	5.0	5.7	6.6	7.2
巴西	2.7	1.0	2.5	0.2	1.0	1.8

来源: 国际货币基金组织、农银国际证券预测



2015 年美国经济展望：动力上升

- 相较于其他发达国家，美国经济复苏态势显著，GDP 在第二和第三季度分别同比增长 4.6% 和 3.5%
- 尽管失业率持续增长，但个人收入和工资的增长仍不足以推动消费者信心和个人消费的增长。通胀水平仍未达到美联储目标
- 我们相信加息将以循序渐进的方式进行，连同其他辅助工具，以确保在市场上平稳过渡
- 我们预计 2015 年美国将同比增长 3.2%

延续增长势头

经过近 6 年的时间，美联储终于在经济改善的背景下结束了月度债券购买。从 2014 年 11 月开始，美联储将结束购买新债券，但仍会在短时间内维持现有的资产负债规模及低利率水平。相较于欧元区、日本和新兴市场，美国的经济增长尤为显著。就业形势和通胀水平步入正轨，经济总体保持增长态势。住房市场回暖，消费者和企业对经济前景持积极态度。这一乐观情绪也反映在股票市场，主要指数在最近几个月突破历史高点。我们 2014 年预计美国经济将同比增长 2.2%。

QE 政策进入新的阶段

月度债券购买的结束意味着美国进入了 QE 政策的新阶段。美联储将通过再投入本金来维持其资产负债表规模，其加息举措将成为市场关注的焦点。我们认为，美联储将在 2015 年年中启动第一轮提高利率的举措。根据联邦公开市场委员会的陈述及美联储的官方讲话，我们相信美联储将采取谨慎和渐进的方式退出 QE 政策；然而它对于即将启动的加息的立场将更为强硬。美国经济仍可以维持目前的增长势头，我们认为美联储不会重新启动月度债券购买。

由于之前长时间的超低利率水平以及新规改变了债券市场结构，市场对即将启动的加息态度褒贬不一。从积极的方面看，市场在对冲和资产配置方面的准备更为充分。在消极方面看，我们认为，由于交易银行受到监管机构越来越严格的审查，债券市场的流动性已经降低，低波动性和利率改变了投资者的投资欲望。电子交易在债券市场的推出也意味着如果有事件触发了大规模的抛售，不同交易者的同时退出可能使市场瞬间丧失流动性。

此外，美联储仍面临新的挑战。由于它从 QE 政策退出，日本央行和欧洲央行按照各自的方式推行 QE 政策，为经济注入流动性。这种外部注入的流动性可能会造成市场的波动，一旦撤出或将会导致美联储更多的政策干预。此外，长期低于目标的通胀和低利率水平已经改变了投资者的预期。美联储需要谨慎处理投资者受当下政策影响而产生的预期。我们认为，经济环境的复杂性将不断增加，美联储将需要进行更加开放的沟通，并在今后的政策举措中持谨慎态度。

强劲的复苏需要支撑

相较于其他发达国家，美国经济的复苏态势强劲。GDP 在第二和第三季度分别按季环比增长 4.6% 和 3.5%，未受第一季度经济衰退的影响。消费者信心指数强劲并持续增长，工业产值增长迅速。得益于新增住宅许可数量增加、房价上涨以及新旧住房销售量的增加，房地产市场显著增长。值得注意的是，美国正在享受页岩气革命带来的前所未有的能源热潮，这有助于国家避免动荡的国际能源价格带来的影响。

尽管通货膨胀率和失业率有所改善，我们依然对这两个指标有所保留。

我们关注到美国就业市场的潜在变化。年初至今，美国失业率从 6.6% 下降至 5.8%，但一些就业市场数据表明改善可能低于预期。2010 年 4 月以来劳动力参与率持续下降。其次，就业质量没有明显改善。此外，个人收入和工资的增速不足以树立消费者的信心和刺激个人消费增长。

此外，尽管通货膨胀接近目标利率，但仍需保持谨慎。美国 10 月份 CPI（除能源和食品）同比增速达 1.7%。我们认为，目前的低通胀在某种程度上被低能源和大宗商品价格及美元升值所带动。消费者将受益于轻微的通

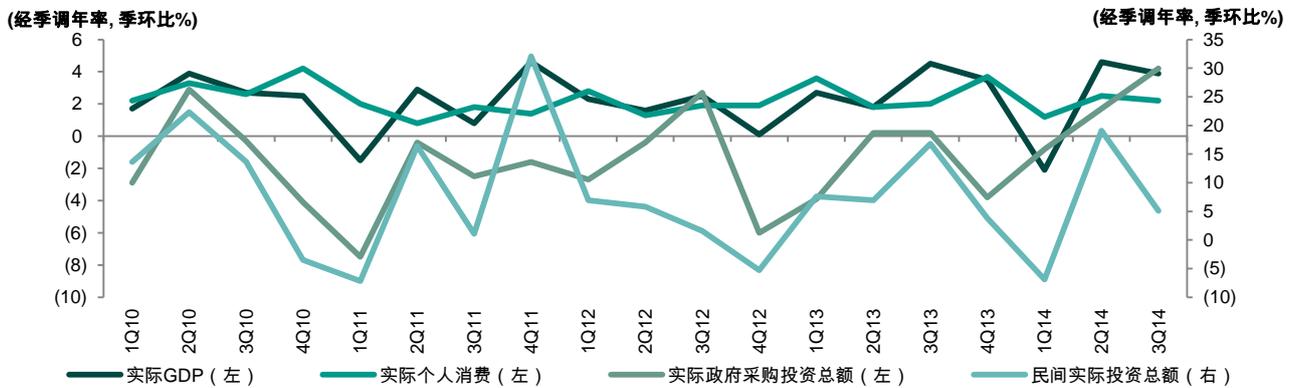


货膨胀，尤其是能源价格方面的通胀，刺激更多个人消费。数据表明，由于美国 10 年期平衡通胀率同比增速仅达 1.7187%，通胀率不会在未来达到美联储 2% 的同比增速目标。通胀持续落后于目标将使未来低通胀的预期根深蒂固，并转变市场的消费和投资格局，并最终建立一个螺旋式下降的通胀趋势和公众对美联储的政策执行能力的信心。

将在 2015 年获得更多推动力

我们认为美国经济仍具有高度弹性。主要经济指标显示经济将进一步改善。政策制定者的重点将是通过解决通胀和就业的根本问题，提高经济增长的质量。另一个关键点在于美联储是否将能够妥善应对利率上升。我们相信加息将以循序渐进的方式进行，连同其他辅助工具，以确保在市场上平稳过渡。尽管加息已在考虑内，但资本市场仍然会在此过程中受到影响。因此，我们预计 2015 年美国经济增长 3.2%。

图表 1: 美国 GDP 增长



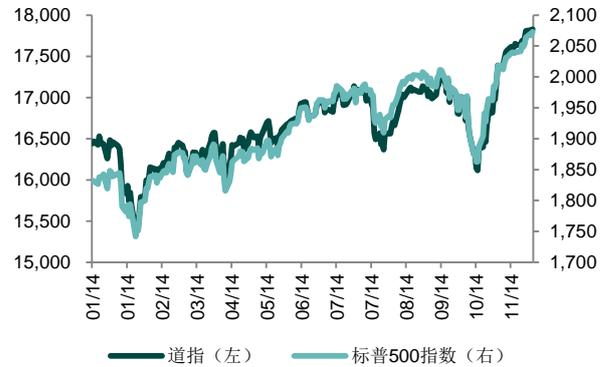
来源: 彭博、农银国际证券



图表 2: 美国主要股指走势

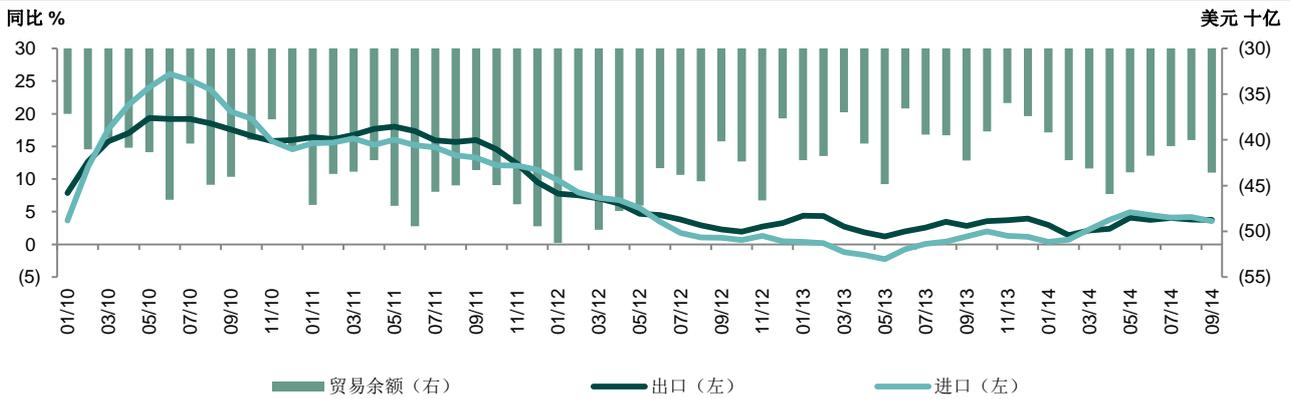


图表 3: 道琼斯工业指数和标普指数在 2014 年走势



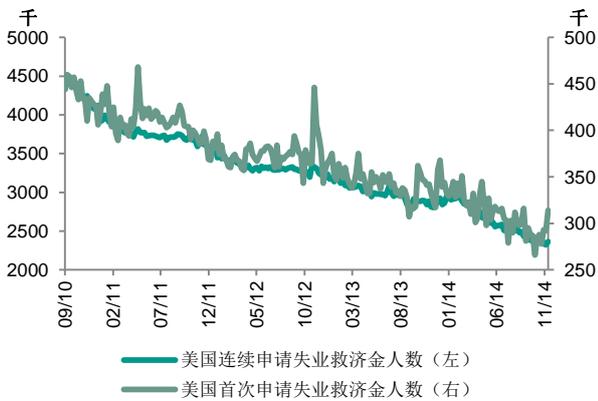
注: 图表 2 中基线为 2012 年 12 月 31 日
来源: 彭博、农银国际证券

图表 4: 美国贸易余额及 3 月移动平均进出口同比增长



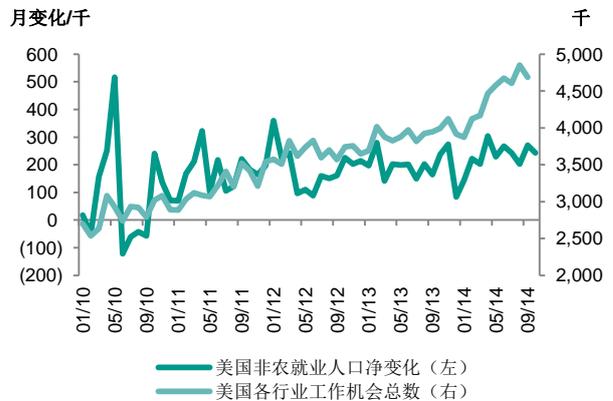
来源: 彭博、农银国际证券

图表 5: 美国失业人数下降



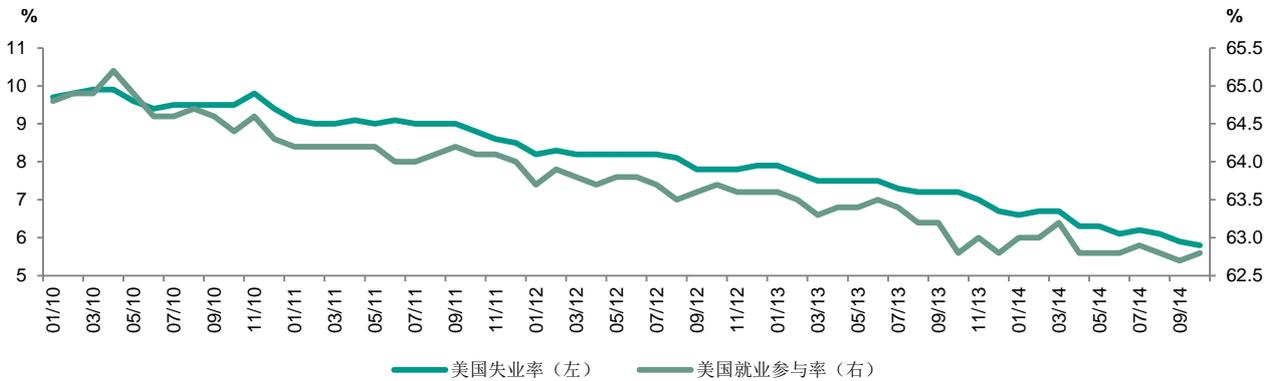
来源: 彭博、农银国际证券

图表 6: 美国非农就业变化



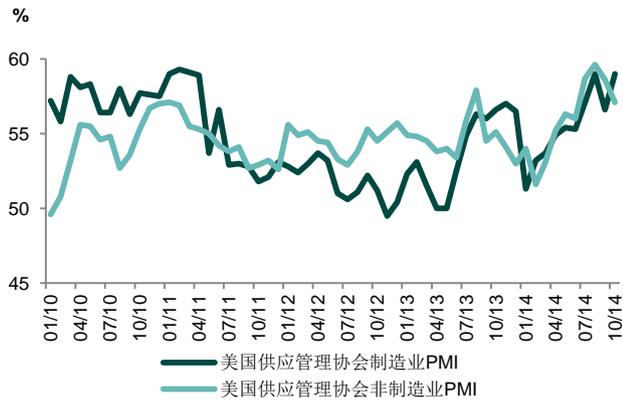


图表 7: 美国失业率和就业参与率



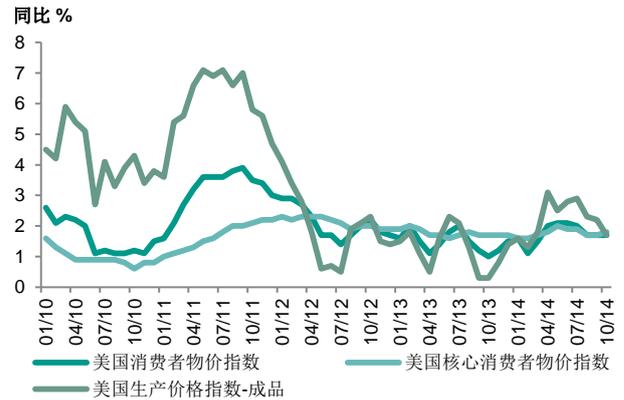
来源: 彭博、农银国际证券

图表 8: 美国制造业与非制造业 PMI

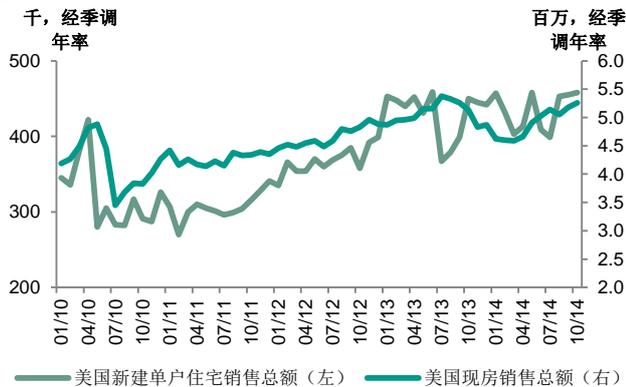


来源: 彭博、农银国际证券

图表 9: 美国 CPI 与 PPI 同比增速

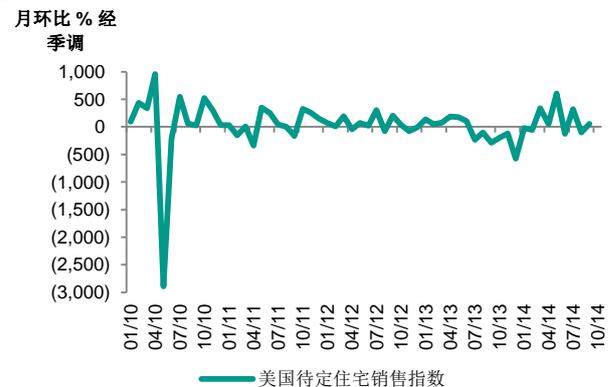


图表 10: 美国新旧房销售



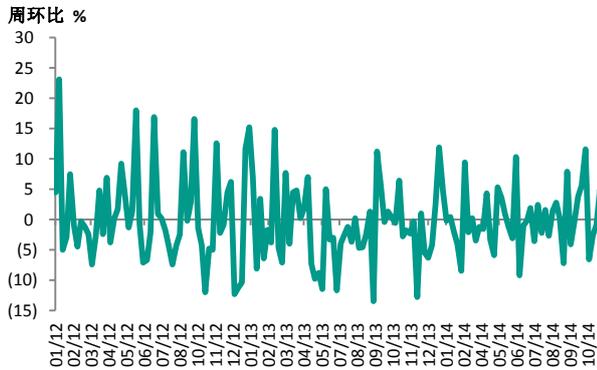
来源: 彭博、农银国际证券

图表 11: 美国购住房销售指数月环比



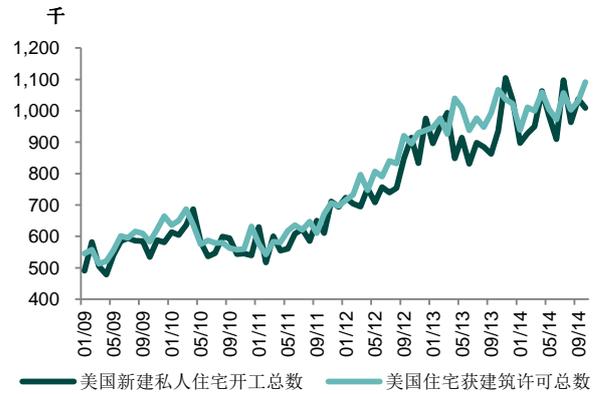


图表 12: 美国 MBA 住房贷款申请



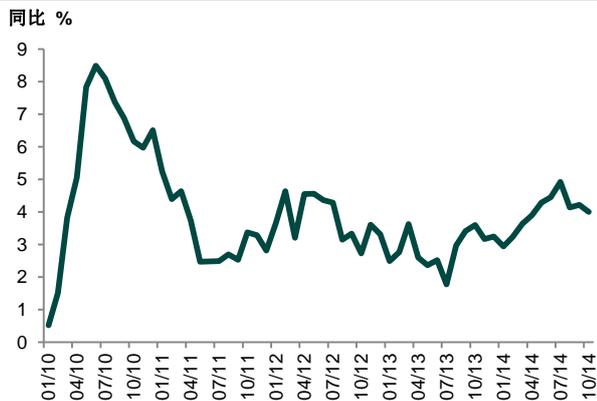
来源: 彭博、农银国际证券

图表 13: 美国新屋动工及建筑许可



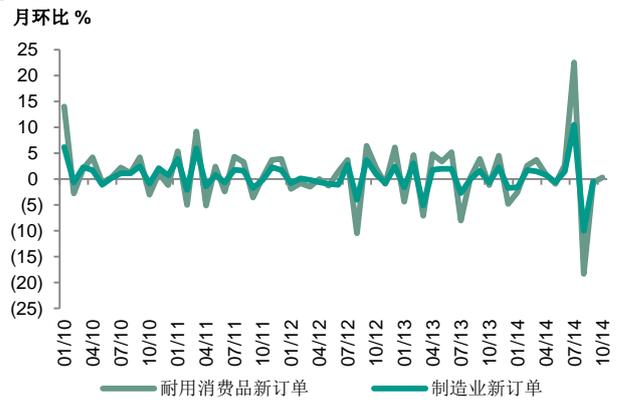
来源: 彭博、农银国际证券

图表 14: 美国工业产值



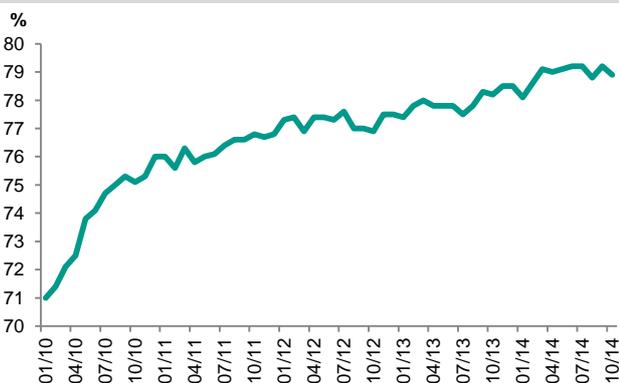
来源: 彭博、农银国际证券

图表 15: 美国耐用品订单及工厂订单



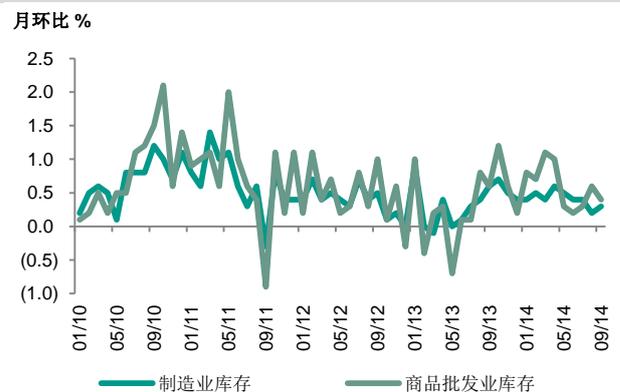
来源: 彭博、农银国际证券

图表 16: 美国产能利用率



来源: 彭博、农银国际证券

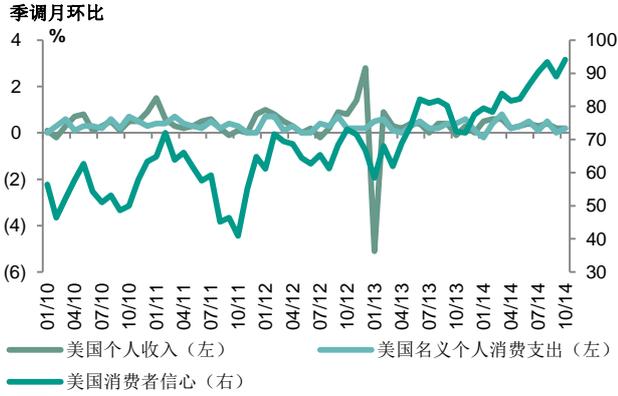
图表 17: 美国库存变化



来源: 彭博、农银国际证券

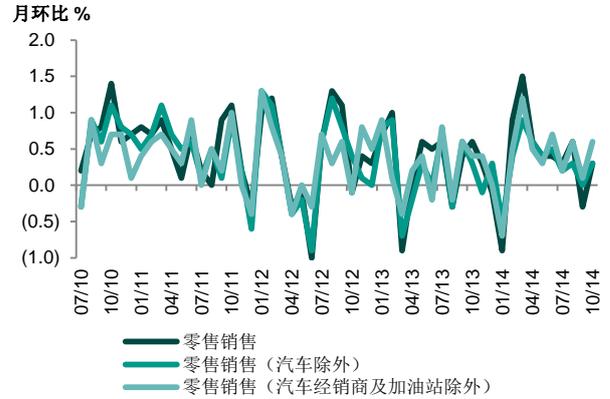


图表 18: 美国个人收入、支出及消费者信心

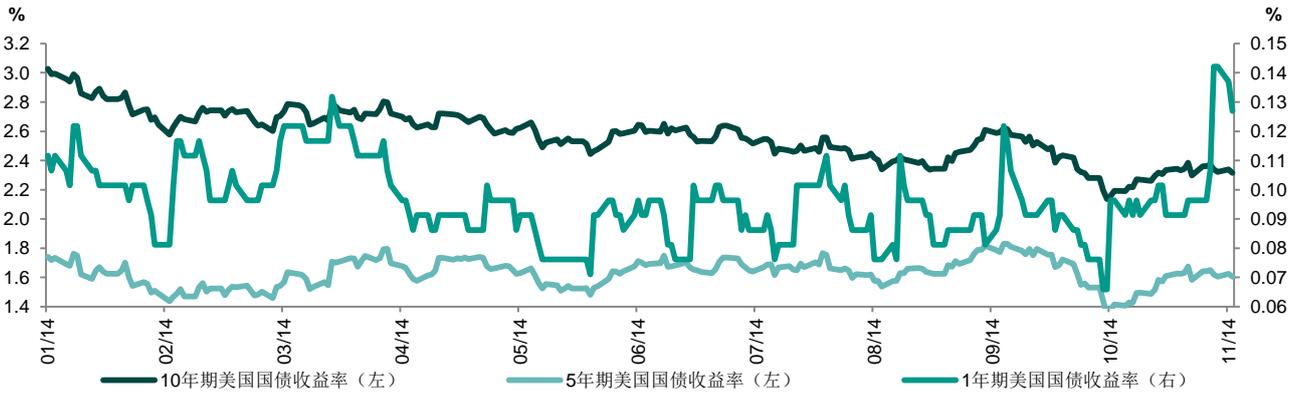


来源: 彭博、农银国际证券

图表 19: 美国零售增长



图表 20: 2014 年美国国债收益率



来源: 彭博、农银国际证券

图表 21: 美国流动性利差及违约利差走势



来源: 彭博、农银国际证券



2015 年欧元区经济展望：面临压力挑战

- 欧元区的经济表现一直未达其目标水平。GDP 增长持续疲软，一季度至三季度分别增长 0.1%-0.3%
- 财政紧缩弊大于利。虽然财政紧缩将有助于欧元区成员国重组公共和私人债务，然而这些措施也防止其成员国采取急需的财政政策，增加公共投资和拉动内需
- 经济复苏将是渐进的过程，各成员国之间的步伐也会有所不同。我们预计 2015 年欧元区 GDP 将同比增长 1.2%

大部分成员国经济表现欠佳

欧元区的经济表现相较于其目标水平及其他经济实体都仍有差距。GDP 增长持续疲软，在经历了一季度 0.1% 和二季度 0.3% 的低速增长后，三季度 GDP 仅增长 0.2%。其成员国表现同样欠佳。德国和法国避开了技术性经济衰退，三季度 GDP 分别按季环比增长 0.1% 和 0.3%；西班牙 GDP 增长稳定，而意大利则自 2011 年以来零增长，经济持续疲弱。相反，一些周边国家经济却呈现强劲增长。受欧元区债务危机影响最严重的希腊，三季度 GDP 按季增长 0.7%，为六年来最快增速。尽管如此，欧元区一直没有摆脱通缩困扰。该区的 CPI 增速自 2013 年 9 月来一直呈下降态势，今年 11 月同比增长 0.3%，远低于央行 2% 的目标。欧元区正处于危险的境地，市场担忧经济低增长和接近零通胀的状况将导致与日本类似的经济衰退。考虑到这些负面因素，我们预计 2014 年欧元区经济同比增长 0.7%。

加强经济刺激措施的有效性

尽管有欧元区当局提供的支持，实体经济仍未见起色。先前的政策并没有成效，未能使私营企业尤其是中小企业更易获得信贷。这一政策也促使投资者利用低成本的资金追逐更高的收益率，从而导致了意想不到的金融风险。

政策制定者将经济的缓慢复苏归因于经济风险承担不足，如欧元区较高的投资、消费和就业。欧洲央行下调主要再融资利率至 0.05%，7 月存款利率为 -0.2%。欧洲央行在 9 月份推出有针对性的长期再融资操作，以引导更多的流动性资金进入非金融私营企业。然而，采取行动的第一轮只达到 826 亿欧元，远低于 4000 亿欧元的理论上限和市场预期。最近，欧盟委员会公布的欧洲基金战略投资（EFSI）将用于支持整个欧盟相当大的投资项目，其目的是使用少量的公共资金获得大量的私人占有。我们相信这些新的举措及政策将继续聚焦于非金融私营企业。宣称“会做一切努力振兴经济”的欧洲央行或将推行更多的货币刺激政策，甚至可能会超出目前的范围。

QE 政策并不能解决欧元区的问题

经济低增长与接近零通胀的状况促使欧洲央行采取措施以避免可能出现的经济衰退期。央行尚未部署一个类似美国和日本完全成熟的量化宽松政策。相反，欧洲央行已将担保债券和资产支持证券列入采购名单；同时它也考虑购买主权债券和公司债券。

在政策方面，表现不佳的经济是一些深层次问题的根本体现。作为结构性改革议程的一部分，欧元区银行业联盟的形成仍然进展缓慢。欧元区银行业联盟的三大支柱，即单一监督机制、单一解决机制和存款担保体系，仍然没有得到充分的架设。自 11 月设立单一监督机制以来，尚未完全解决其各成员国的主权问题和宏观审慎政策。破坏欧元区增长的另一个因素是缺乏财政联盟或是一个政治联盟。对可能建立的财政联盟，成员国之间在通缩政策上存在分歧，许多国家担心刚性实施会进一步已经疲弱的经济增长。

在经济方面，新一轮量化宽松政策的触发并非源于内部。10 月的低通胀（CPI 接近 0）主要受国际能源价格（特别是液体燃料价格）的下跌影响。欧元区 CPI 衰退实际上表明服务价格不断上升，而商品价格依然稳定。如果能源价格继续下降，那么 QE 政策也无法取得成效。此外，我们认为，欧元区经济将更多地依赖于银行而不是资本市场。因此，量化宽松政策的影响可能无法传递到实体经济。



财政紧缩弊大于利

当前复杂的经济形势中的窘境还包括紧缩措施，这同时也面临来自欧元区成员国更大的反对。法国和意大利都表达了对财政紧缩强加过多或将限制其经济增长的担忧。即使是紧缩措施的忠实拥护者德国，也很难在其经济增速放缓的形势下支持紧缩政策。

我们相信财政紧缩响弊大于利。财政紧缩政策将有助于欧元区成员国重组公共和私人债务，使杠杆恢复到健康水平；在宽松的货币政策和紧缩财政措施共同作用下，欧元近期显著贬值，这将推动对外贸易增长。然而紧缩措施也使其成员国无法采取急需的财政政策，增加公共投资和拉动内需。我们预期一些成员国将会试图通过延迟满足赤字目标，使其能够投入更多的资源来促进 2015 年经济增长，以获得对财政紧缩措施的让步。

2015 年对欧元区而言是关键的一年

欧元区将在 2015 年面对自身压力的挑战。2015 年将继续推行新的资产购买计划、有针对性的长期再融资操作和欧洲基金战略投资计划。这些举措的成效将逐渐通过经济增长、通胀增长及失业率降低体现出来。与此同时，各成员国还需要继续进行结构性改革，以实现可持续增长。欧元区当局需要投入更多的努力，以推动财政统一和欧洲银行业联盟的建立。经济复苏将是渐进的过程，各成员国之间的步伐也会有所不同。我们预计 2015 年欧元区 GDP 将同比增长 1.2%。其核心成员国德国、法国、意大利和西班牙将分别同比增长 1.6%、0.8%、0.7% 和 1.5%。

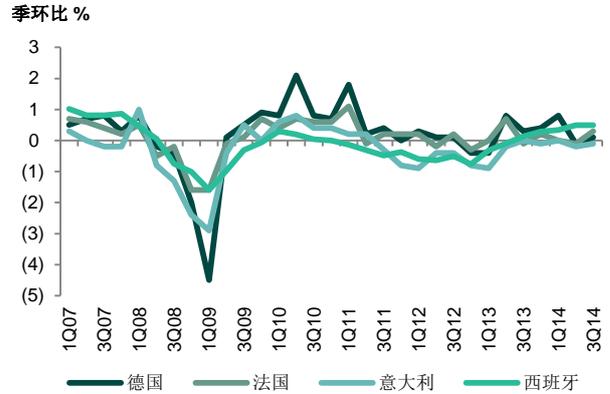


图表 1: 欧元区的 GDP 增长

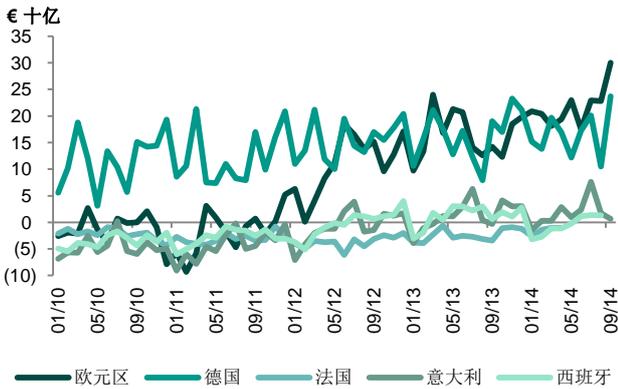


来源: 彭博、农银国际证券

图表 2: 主要的欧元区成员国 GDP 增长

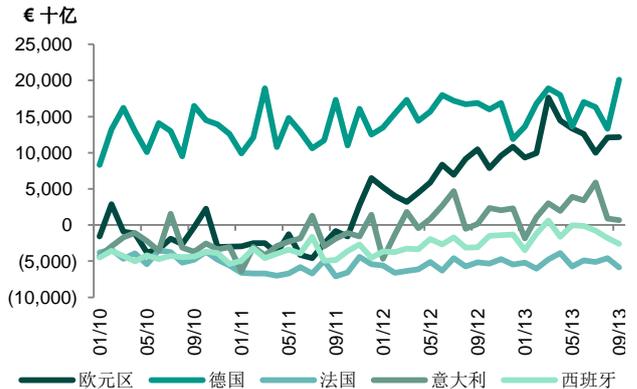


图表 3: 欧元区经常账户余额

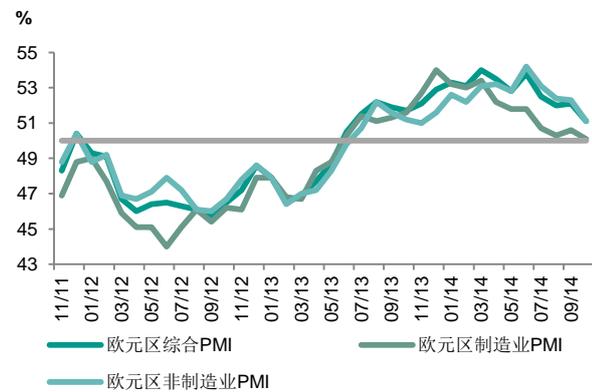


来源: 彭博、农银国际证券

图表 4: 欧元区贸易余额

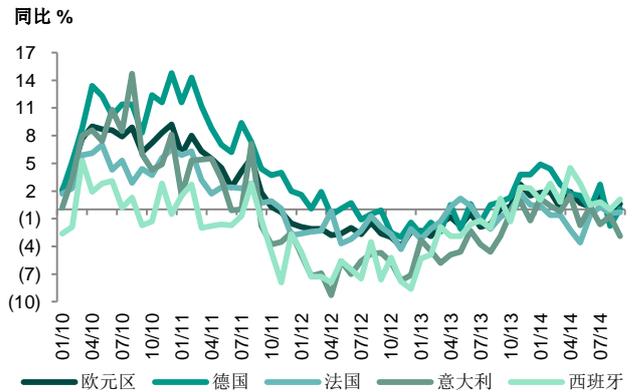


图表 5: 欧元区 PMI



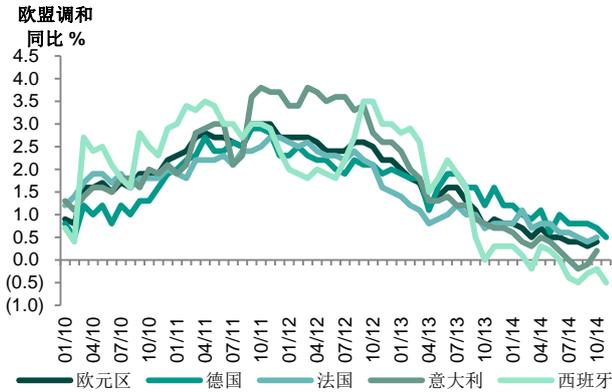
来源: 彭博、农银国际证券

图表 6: 欧元区工业生产增长





图表 7: 欧元区及欧元区主要成员国的 CPI

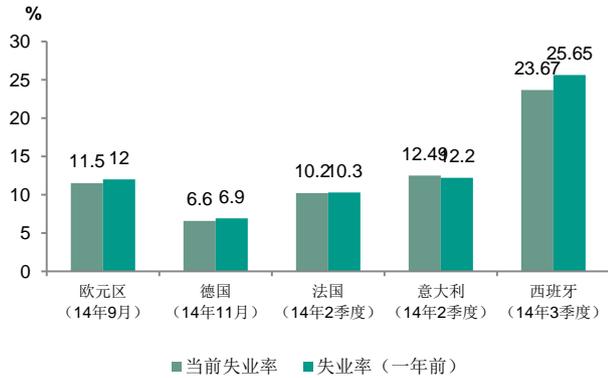


来源: 彭博、农银国际证券

图表 8: 欧元区及欧元区主要成员国的 PPI

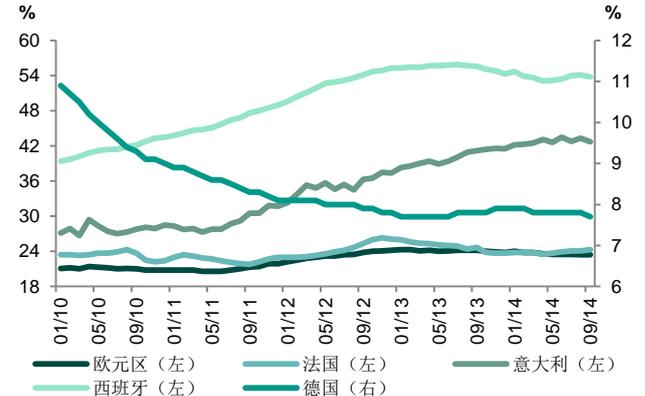


图表 9: 欧元区的失业率

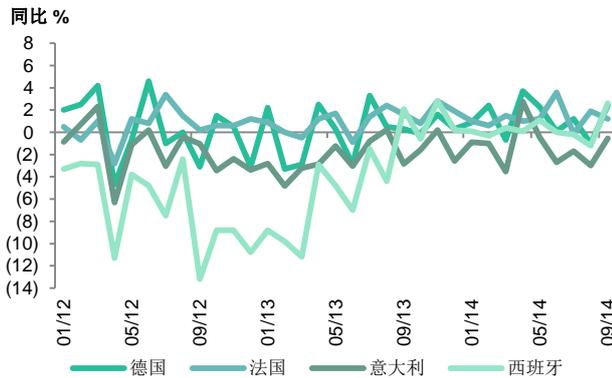


来源: 彭博、农银国际证券

图表 10: 欧元区 25 岁或以下青年失业率走势



图表 11: 欧元区的零售销售增长



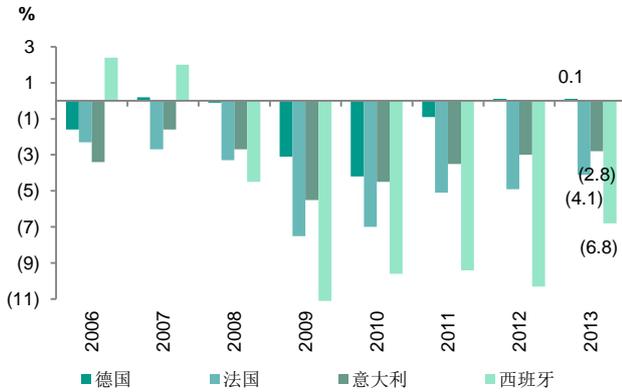
来源: 彭博、农银国际证券

图表 12: 欧元区消费者信心



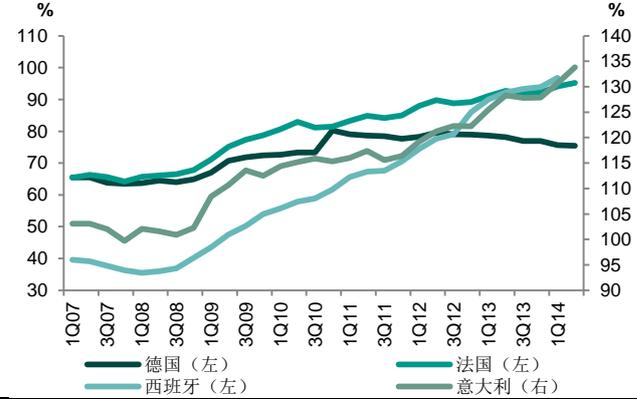


图表 13: 欧元区财政赤字(盈余)/GDP

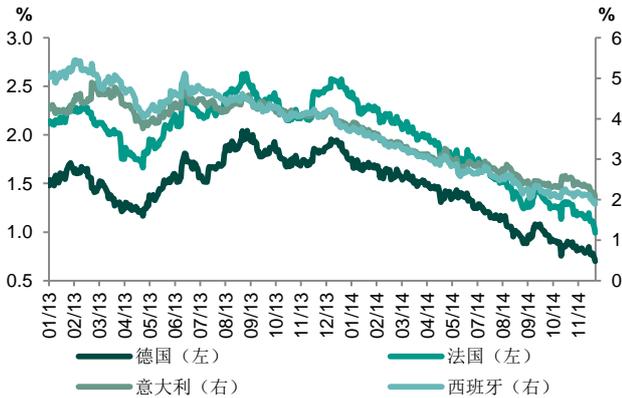


来源: 彭博、农银国际证券

图表 14: 欧元区政府债务/GDP



图表 15: 欧元区 10 年期政府债券收益率

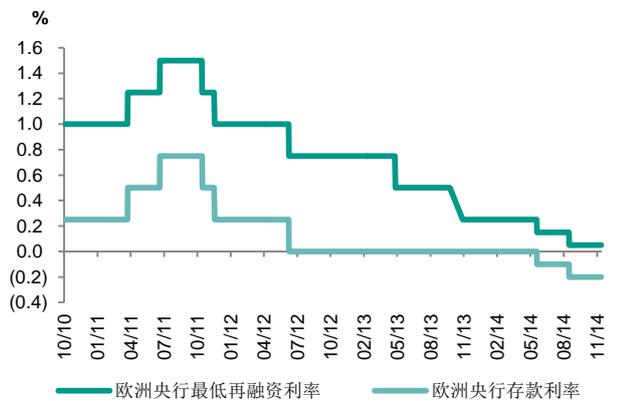


来源: 彭博、农银国际证券

图表 16: 欧元区的 5 年期主权债 CDS

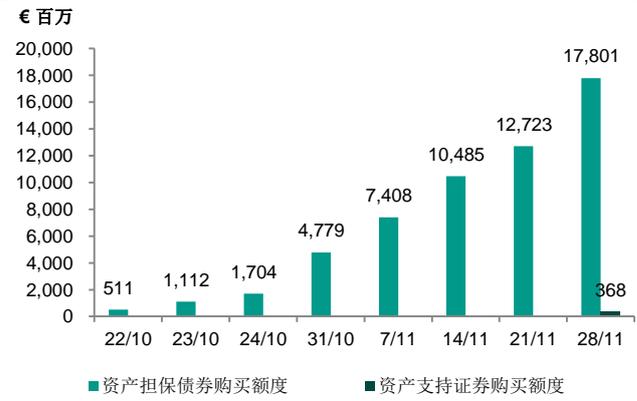


图表 17: 欧洲央行将利率下调



来源: 彭博、农银国际证券

图表 18: 欧元区 QE 计划进度





2015 年日本经济展望:进退两难

- 4 月上调消费税以来，零售销售和家庭消费大幅度下降
- 真正的改革在于提高刚性就业结构，完善移民体系，并引入更多的法律调整，为行业提供更大成长空间
- 货币宽松政策的爬坡效应将对货币形成更大压力，或将推动出口增长，但日本央行仍然需要平衡进口通胀，降低购买力
- 我们预计 2015 年日本 GDP 将同比增长 1.0%

安倍经济学失灵

日本经济在第三季度进入技术性衰退。在上一季度按季下降 7.3% 后，日本第三季度 GDP 年化增长率萎缩 1.6%。安倍经济学在推行之初推动了日本经济增长，但 4 月份将营业税从 5% 调高至 8%，束缚了消费增长，抑制了经济增长势头。在政策方面，首相安倍晋三和政府加强了货币宽松和财政刺激措施。然而结构性改革（“第三支箭”）在今年仍持观望态度。截至目前，日本政府只能使通胀达到目标水平，但这主要是由于日元贬值，而非内部刺激增长。其他利好因素则是日本股市自 2014 年 5 月以来呈上涨态势，到了 10 月更升至年度以来高位，然而这一激增是由政府养老金投资（GPIF）资产配置的变化以及质化和量化宽松政策（QQE）扩大所触发。我们预计 2014 年日本经济将同比增长 0.8%。

进退两难的窘境

安倍政府在 4 月调高消费税无疑是一个错误的决定。尽管有 2013 年底出台的经济刺激计划的支撑，但受消费税调高的影响，二季度日本零售销售和家庭消费分别大幅下降 4.3% 和 5.2%。消费税持续对第三季经济带来负面影响。这些都表明日本经济仍过于脆弱，无法接受新一轮的消费税上调。

日本政府宣布延期 18 个月上调消费税（从 8% 上调至 10%）是一个善意的举措。延期调高消费税后为政府重振摇摇欲坠的经济增长势头提供了更多的空间和时间。我们认为安倍政府实现通胀和经济增长重回正轨的时间是短暂的。这样一个有限的时间内可能会进一步增加期待已久的结构性改革措施的拖延趋势，牺牲国家的长期可持续性增长以实现中期增长。

“第三支箭”将释放更大的经济增长潜能

财政刺激和货币宽松措施的推行表明经济增长缺乏动力。日元贬值已无法进一步提振出口。货币宽松政策未能惠及社会各阶层，这将在未来的选举中激起对不平等问题的争论。CPI 通胀的不断增长，在一定程度上受消费税上调带动。在消费税不上调的情况下，10 月 CPI 或将同比增长 1%。更糟糕的是，能源价格的下降正在给日本 CPI 增加更多下行压力。

在当前形势下，结构性改革变得更加迫切。最近的结构性改革重点由政府养老金投资转向股权调整，这是一个相对容易的任务。从长远来看，真正的改革在于提高刚性就业结构，增加女性劳动力参与率，完善移民制度，并引入更多的法律变化，为行业提供更多的成长空间。就目前而言，安倍政府需要提供更多结构性改革的后续政策，以维持“第三支箭”的势头。

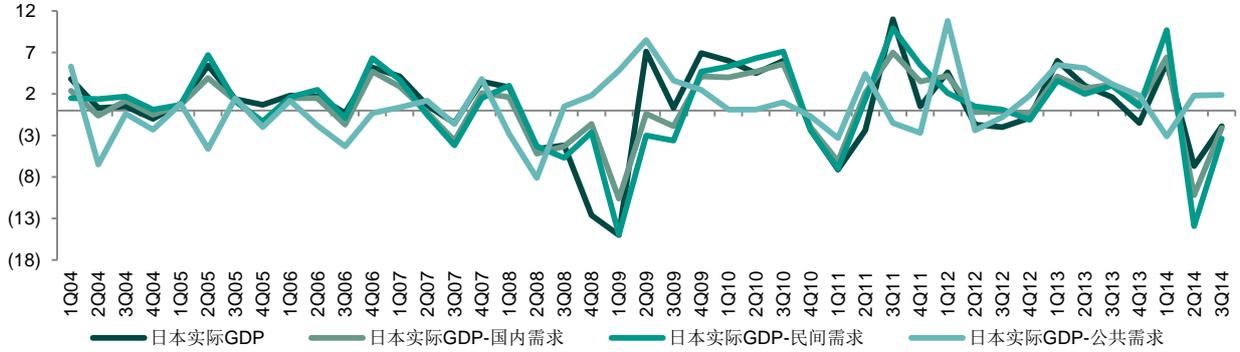
2015 年将面临更多挑战

日本将在 2015 年面临更多挑战。货币宽松政策的爬坡效应将对货币形成更大压力，或将推动出口增长，但日本央行仍然需要平衡进口通胀，降低购买力。另一方面，安倍政府将不得不面对与短期增长和通胀目标，以及结构性问题的长期斗争。我们仍然认为安倍政府将会达到其短期目标，预计 2015 年日本 GDP 将同比增长 1.0%。



图表 1: 日本 GDP 增长

经季调年率 季环比%



来源: 彭博、农银国际证券

图表 2: 日经 225 指数和东证指数上升

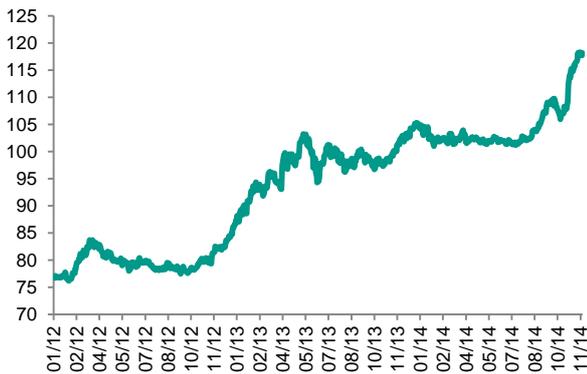


来源: 彭博、农银国际证券

图表 3: 日本 M2 增速

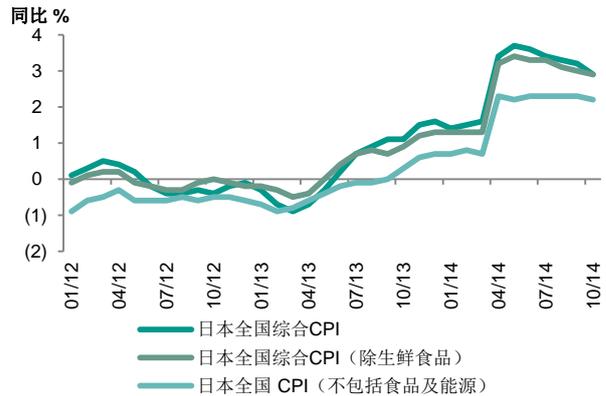


图表 4: 日元对美元贬值



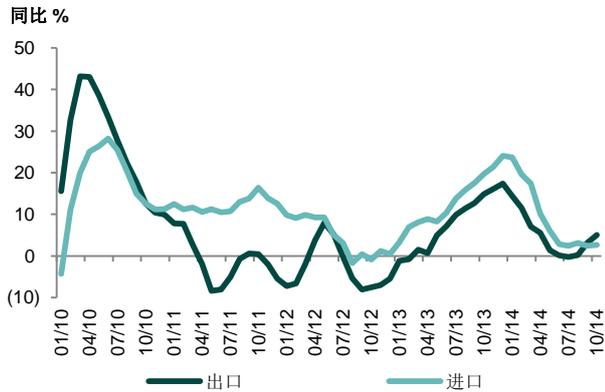
来源: 彭博、农银国际证券

图表 5: 日本通胀率



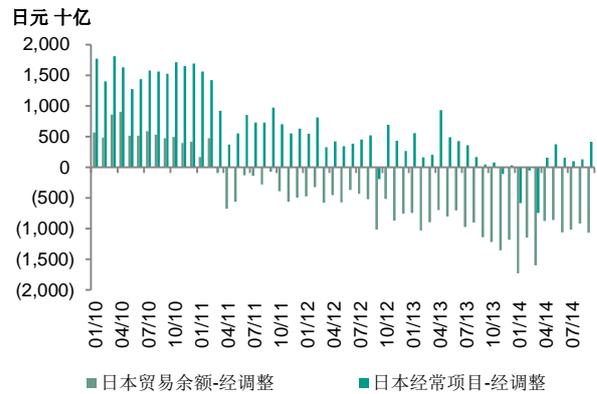


图表 6: 日本 3 月移动平均进出口增长



来源: 彭博、农银国际证券计算

图表 7: 日本贸易余额及日本经常项目余额



图表 8: 日本工业活动增长

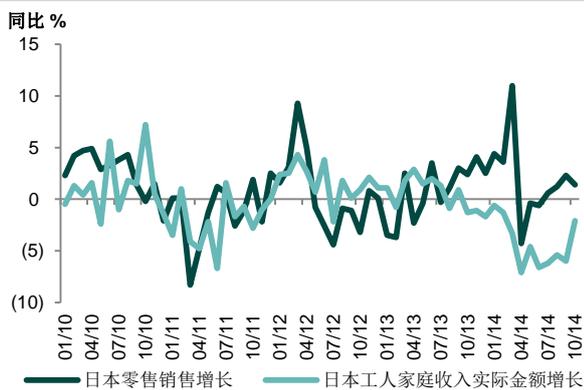


来源: 彭博、农银国际证券

图表 9: 日本资本投资 (包括软件) 增长

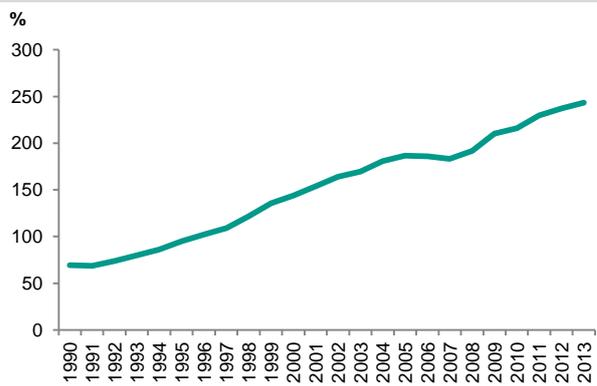


图表 10: 日本零售额及家庭收入增长



来源: 彭博、农银国际证券

图表 11: 日本政府债务/GDP





亚太地区：聚焦结构性改革

- 到目前为止，美联储停止其月度债券购买计划对亚太市场的影响较小，这表明投资者已经消化了这一举措带来的影响
- 印度总理莫迪调高政府效率的最新改革，将会为未来更显著的变化奠定基础
- 随着跨太平洋伙伴关系协定（TPP）的谈判即将完成，越南将会成为一个亮点
- 2015年亚太市场将聚焦经济内部增长及结构性改革

外部冲击消退

亚太地区（包括印度和东盟）已经摆脱了 2014 年 QE 政策的阴影。与此前不同的是，最近一次的结束月度债券购买计划的举措并没有造成亚太地区股市的大规模抛售和货币的显著贬值。我们相信，投资者预期的退出行为、加速亚太地区经济增长以及逐步缓解结构性问题的举措已经平息市场的反应。虽然外部影响正逐渐消退，但亚太地区的根本问题仍然值得关注。该地区的经济有所增长，但这些国家的资产负债表，整体工作效率和基础设施投资建设仍需改善。当前外部形势变得更为有利，2015 年该地区经济增长将更为显著，结构性改革将取得大规模进展。

外围环境改善为经济增长奠定坚实基础

美联储停止其月度债券购买计划对亚太市场的影响较小，这表明投资者已经消化了这一举措带来的影响。此外，世界各国都在致力于重燃经济增长势头。欧元区和日本已经依据本国情况启动了 QE 政策，中国也已部署多种货币刺激政策工具。全球市场将在 2015 年再次具备充足的流动性。

虽然承诺的增长是明确的，但全球经济的前景仍有不确定性。在主要经济体中，美国是唯一一个经济持续复苏的国家，而欧元区和日本经济则进入低增长和衰退期。我们预计全球经济的不确定性将惠及亚太地区的经济增长，投资者将在这些地区投入资金以谋求高收益回报的机会。亚太市场将聚焦提高经济内部增长及完善结构性改革。

印度将在 2015 年采取更多结构性改革举措

新任印度总理纳伦德拉·莫迪一直致力于经济改革，以实现印度经济现代化。当下，他的改革重点在提供政府工作效率。改革措施并不是市场预期的“大爆炸”式改革；尽管如此，我们相信当前改革带来的长期利益将为未来更深入的改革奠定基础。此外，由于莫迪政府和执政党印度人民党（BJP）巩固了其在该州政府的权力，莫迪可以更有效地进行进一步的根本性改革。

当前改革的延续至关重要，而印度将需要推行政策来解决该国当前一些最紧迫的问题。这些政策将包括统一全国的市场并单一的商品及服务税系统，从而为外资创造更加宽松的经营环境，同时加强基础设施投资，恢复该国的财政状况。通过平权行动，我们相信莫迪的举措能够改善印度的经济状况。

东盟经济复苏仍在进行中

2014 年东盟成员国经济保持稳定。外部冲击的影响已经减弱，资金流失得到缓解。该地区经济逐渐走强，成员国之间经常账户盈余和通胀有所增长。与其他新兴市场相似，东盟成员国也面临结构性问题的困扰。基础设施建设缺乏投资、生产效率低，以及财政预算失衡，都是其成员国面临的共同问题。此外，由于政治和经济利益的分歧，经济一体化进程滞后。

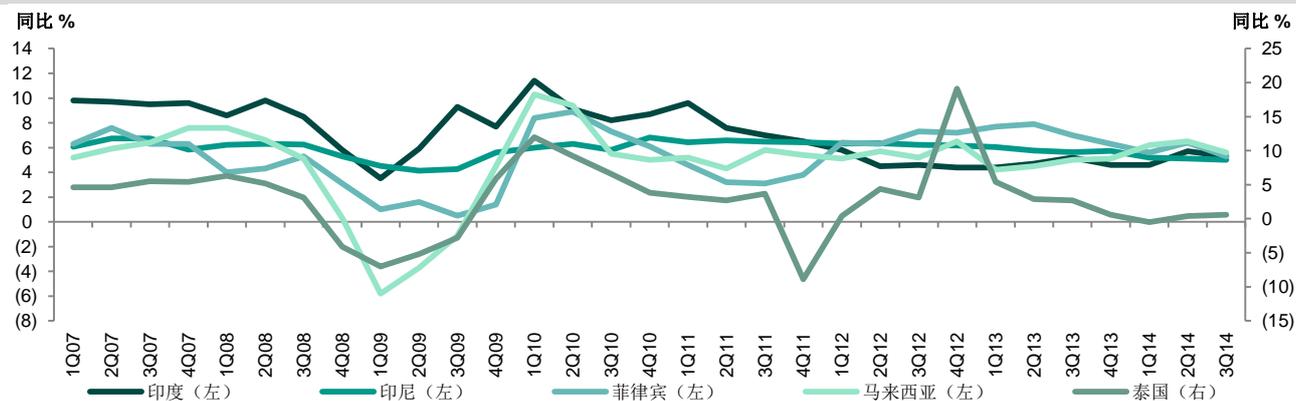
尽管各成员国之间经济增长不平衡，我们仍然对 2015 年该地区的前景持乐观态度。随着跨太平洋伙伴关系协定（TPP）的谈判即将完成，我们相信越南将会成为一个亮点。企业预期将在 TPP 框架下享受到更多优惠政策，加大对该国的投资，推动该国制造业的发展。印度尼西亚和菲律宾的经济增长将基本保持稳定，尽管印尼新任

总统佐科·维多多正遭遇结构性改革带来的政治障碍这一新的挑战；同时，对外贸易的下行压力也使大宗商品价格降幅扩大。全球经济复苏态势疲弱导致国内需求萎缩，菲律宾经济增长势头将有所放缓。

推动 2015 年经济内部增长

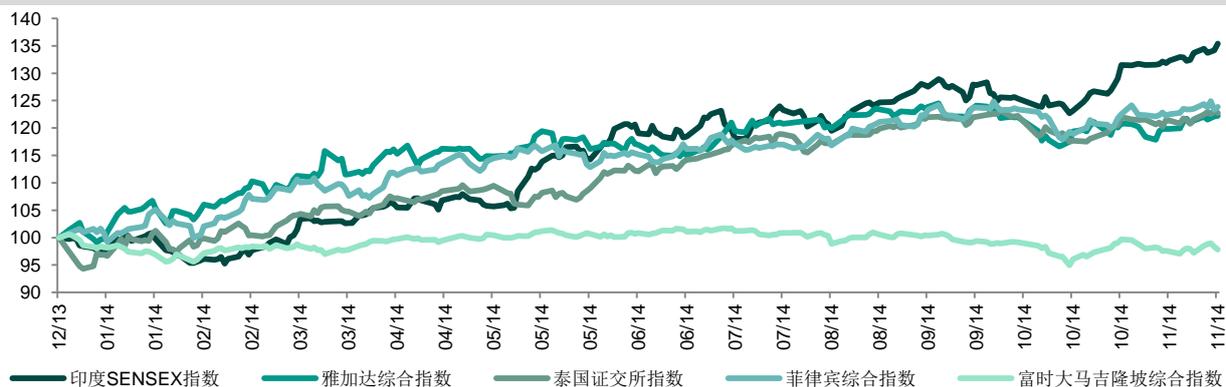
亚太市场将聚焦经济内部增长。同时，结构性改革也会成为 2015 年反复出现的主题，以帮助当地政府来提高效率和生产力，增加消费，并释放出更多的增长潜力。亚太地区国家也试图通过结构性改革增强自身竞争力，吸引更多的外资流入。虽然这些结构性改革措施或将拖累部分国家的经济增长，但其长期利益会大于短期损失。

图表 1: 亚洲新兴市场 GDP 增长



来源: 彭博、农银国际证券

图表 2: 2014 年亚洲新兴市场的股票指数

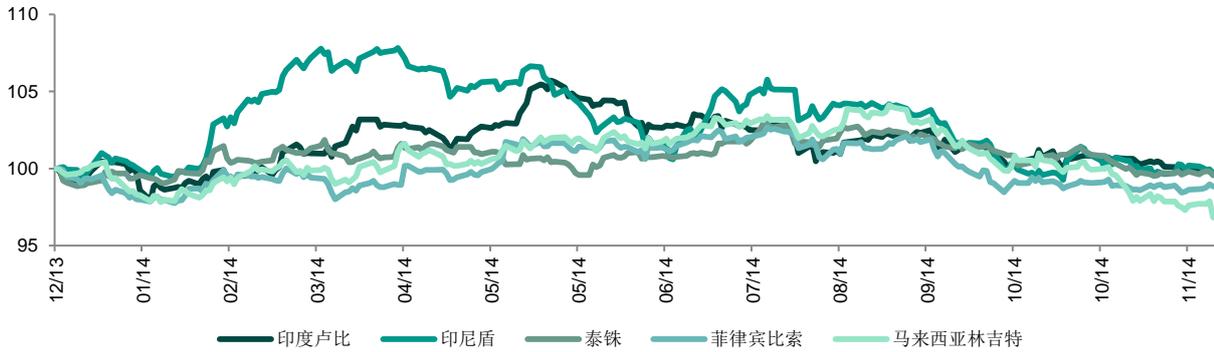


注: 基线为 2013 年 12 月 27 日

来源: 彭博、农银国际证券

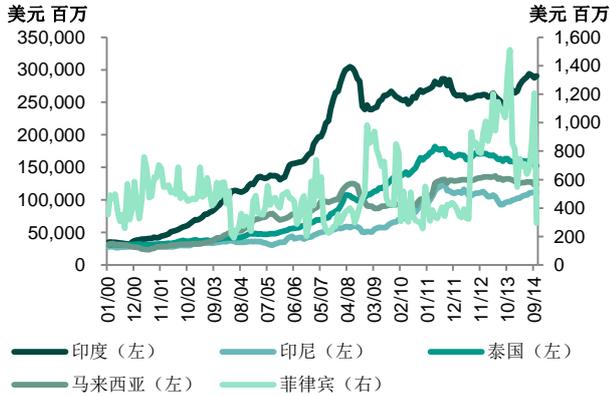


图表 3: 2014 年亚洲新兴市场货币走势



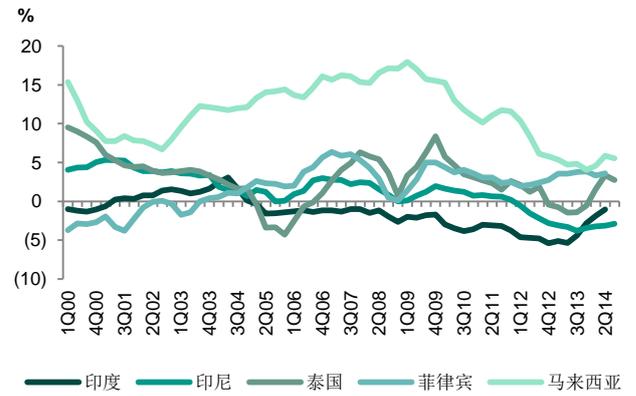
注: 基线水平为 2013 年 12 月 31 日, 所有的货币汇率都兑美元
来源: 彭博、农银国际证券

图表 4: 亚洲新兴市场外汇储备

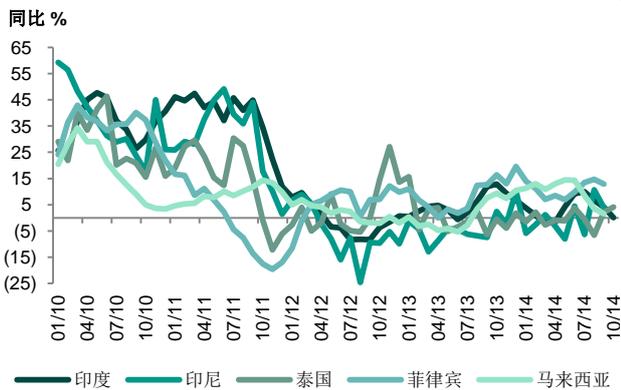


来源: 彭博、农银国际证券

图表 5: 亚洲新兴市场经常项目余额/ GDP

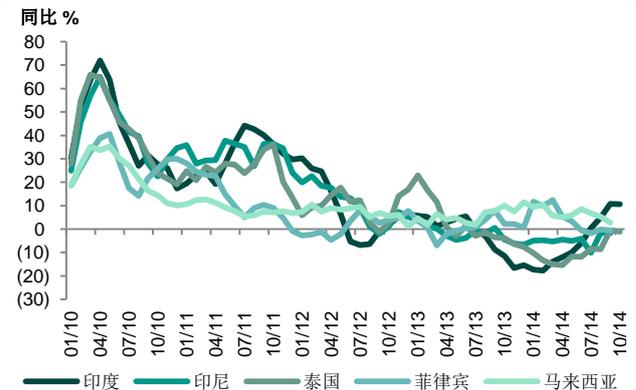


图表 6: 亚洲新兴市场 3 月移动平均出口增长



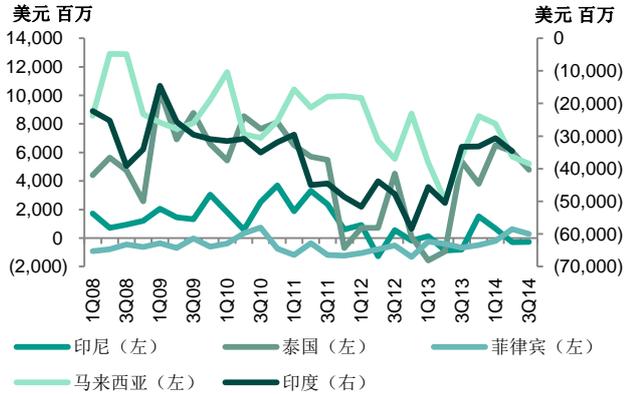
来源: 彭博、农银国际证券

图表 7: 亚洲新兴市场 3 月移动平均进口增长

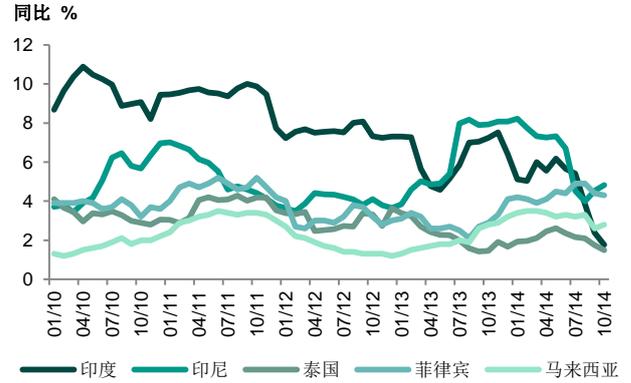




图表 8: 2014 年第 3 季贸易余额亚洲新兴市场

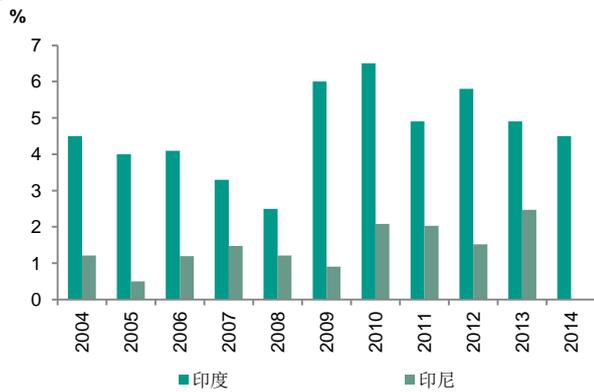


图表 9: 亚洲新兴市场通胀率



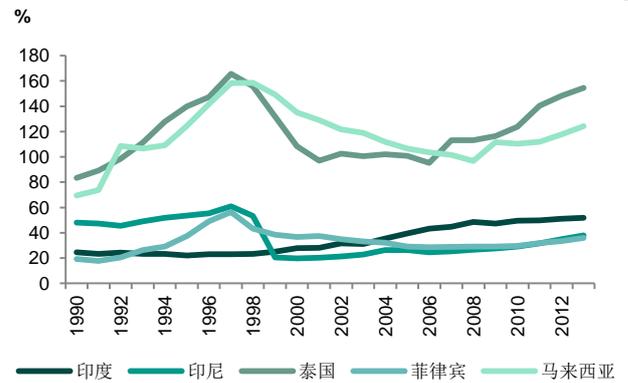
图表 10 中印度的通胀数据是基于 WPI, 其他则基于 CPI
来源: 彭博、农银国际证券

图表 10: 印度和印尼政府赤字



注: 印度财政年度结束于 3 月 31 日
来源: 彭博、世界银行、农银国际证券

图表 11: 世界银行国内私人部门借贷/ GDP





中国：重振增长势头

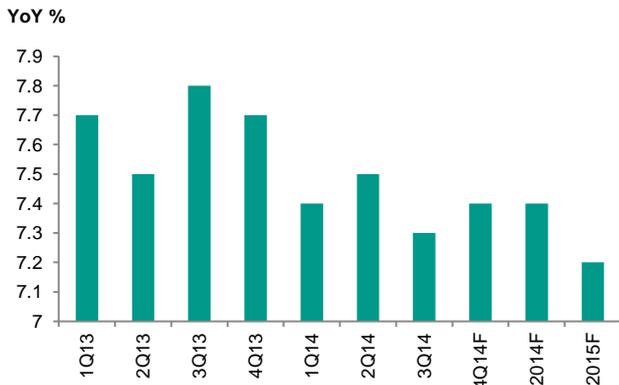
- 稳健的货币政策和扩张性财政政策的组合将促进以消费为主导的经济增长
- 我们预计央行将进一步降息（各 25 个基点），并下调整体存准率（各 50 基点），以刺激经济活动
- 刺激措施将有助于维持消费和投资。因此，我们预计 2015 年中国 GDP 增长将达 7.2%

重振增长势头

中国在 2014 年受到全球经济波动和经济活动放缓的影响。尽管如此，我们相信未来随着政府改革步伐的加快，经济将实现更加平衡和可持续的增长。政府将推进城市化进程，通过更多的高附加值投资提高投资效率，通过提高家庭收入和降低收入差距以平衡消费型经济，以及推动资本市场开放成为维持未来经济增长的主要动力因素。为了缓解经济的周期性衰退，政府实施有针对性的刺激措施，其中包括通过降息的稳健货币政策和有针对性的贷款工具组合，以及通过基础设施投资和税收改革的财政扩张措施，以扩大内需。虽然在经济结构调整和经济增长放缓的“新常态”造成短期经济动荡，但中国正致力于推行财政改革、国有企业改革以及金融和资本市场的改革，引导经济实现更加可持续的增长。我们相信第三季度经济增长已见底，投资者信心将在第四季度和 2015 年得以重振。

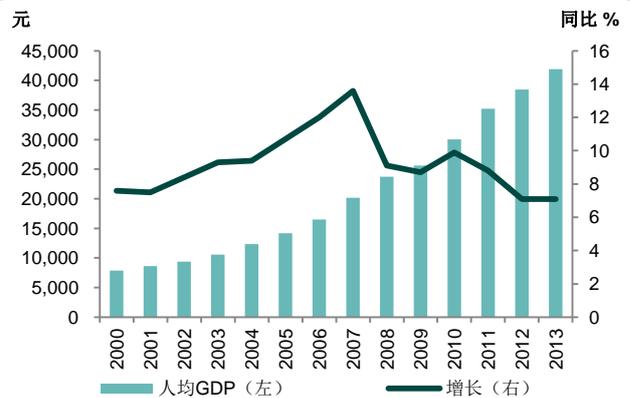
2015 年美国将继续复苏，欧元区和日本经济长期停滞，中国经济实现再平衡。预计 2015 年上半年全球经济将柔性增长。美国的 QE 政策的结束将减少流动性流入新兴经济体，从而抑制后者的经济增长势头。在 10 月举办的中共第 18 届四中全会上，中国国家主席习近平呼吁促进依法治国和推进全面深化改革。我们相信通过提过国内消费以弥补投资放缓的政策，将会使 2015 年改革力度有所增加。央行近期的降息政策反映出政府为了稳定经济而采取的稳健措施。“适度宽松”的政策将为 2015 年的经济注入充足流动性。基础设施投资将以较快的速度继续增长。政策方向将更加积极，进一步强调刺激需求。稳健的货币政策和扩张性财政政策的组合将促进以消费为主导的经济增长。中国经济增长势头预计将更加强劲，前瞻性经济指标表明国内需求增长将有所加速。刺激措施将有助于维持消费和投资。因此，我们预计 2015 年中国 GDP 增长将达 7.2%。

图表 1: 中国经济增长



来源: 彭博、农银国际证券预测

图表 2: 中国财富上升



来源: Wind、农银国际证券

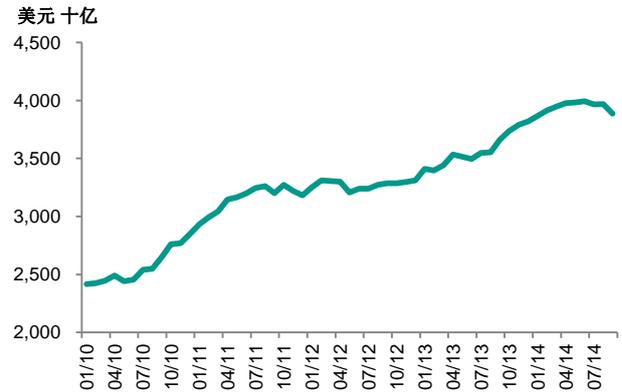


图表 3: 中国人口



来源: Wind、农银国际证券

图表 4: 中国外汇储备



来源: Wind、农银国际证券

图表 5: 中国的 PMI 与 GDP



来源: 彭博、农银国际证券

图表 6: 中国经济预测

同比 % (除非另有说明)	2012	2013	1Q14	2Q14	3Q14	2014F	2015F
实际 GDP	7.7	7.7	7.4	7.5	7.3	7.4	7.2
固定资产投资 (累计同比增长)	20.6	19.6	17.6	17.2	16.1	16.0	16.0
零售销售	14.3	13.1	12.0	12.4	11.9	12.4	13.0
出口	7.9	7.9	(3.4)	4.9	12.9	5.5	7.5
进口	4.3	7.3	1.6	1.5	1.3	0.3	4.5
贸易余额 (美元/十亿)	231.1	259.8	16.6	85.9	128.1	375.3	462.1
CPI	2.6	2.6	2.3	2.2	2.2	2.0	2.6
PPI	(1.7)	(1.9)	(2.0)	(1.5)	(1.3)	(1.8)	0.5
M2	13.8	13.6	12.1	14.7	12.9	13.0	13.0
1 年期存款利率	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	2.75	2.25
1 年期贷款利率	6.00	6.00	6.00	6.00	6.00	5.60	5.10
存款准备金率	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0	19.0
兑美元汇率	6.2306	6.0543	6.2171	6.2031	6.1394	6.1000	6.0000

来源: 彭博、国家统计局、人民银行、农银国际证券预测

2015 年中国政策展望

根据目前中国经济增长和结构性调整的目标，我们预计中央政府在 2015 年将会保持稳健的货币政策，并较为主动地进行财政扩张。人民银行将会维持稳健的货币政策，继续通过降低利率、下调存款准备金率、有针对性的贷款工具来支持经济复苏，并将通胀率保持在 2.5%-3% 之间。同时，中央和地方政府都将会推出更多支持性的财政措施，提高基建以及新型战略性行业的投资和建设。政府的资金和银行贷款将会流向地区性以及农村地区的基础设施建设、公用事业的投资和保障房的建设。总体来说，2015 年中国将会继续保持相对宽松的宏观经济政策，以支持经济的增长。

1. 货币政策：相对宽松的政策立场与灵活的流动性管理相辅相成

随着人民银行将政策重心放到重振经济发展、改革宏观经济管理职能、改善金融市场效率，2015 年的货币政策将会以保持相对宽松的流动性为主题。除了改善融资和信贷结构，人民银行的主要任务还包括维持货币供给以及社会总融资量的增长保持在合理水平。虽然美国已经在 10 月份开始停止了每月的债券购买并准备在短期内上调利率，但是日本和欧洲的量宽政策使全球的流动性状况变得更复杂。我们认为，中国的货币政策将会保持宽松，从而满足中国市场对流动性的需求。人民银行将会通过一系列的工具体来向市场注入流动性。因此，我们预期 2015 年新增银行贷款将会保持在人民币 10.8-11 万亿元（2014 年目标：人民币 9.5 万亿元）；M2 同比增长将会达到 13.0%。

在 2015 年中国将会对进一步的信贷放宽保持观望的态度。我们预期，在保持稳健的货币政策的前提下，人民银行将会进行两轮新的利率下调（每次下调 25 个基点）以及两轮全面的存款准备金率下调（每次下调 50 个基点）以支持经济发展。政府将会通过回购、常备借贷便利、公开市场短期流动性调节工具、中期借贷便利和抵押补充贷款等定向贷款工具来向银行系统注入更多的流动性。同时，政府或将会放宽对商业银行的贷存比率要求以及通过利率市场化和建立存款保障机制来放宽存款浮动的区间。总体来说，稳健的货币政策措施和利率机制改革将会使政府在 2015 年内可以更灵活地应对资金需求。

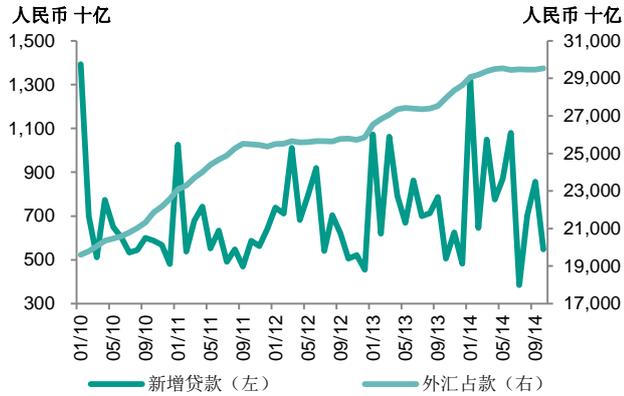
图表 7: 央行的 2015 年通胀目标可能会较低

年份	通胀目标 (%)	实际通胀 (%)	超过/低于目标	货币政策立场
2011	4.0	5.5	超过	紧缩性货币政策立场
2012	3.0	2.7	低于	审慎货币政策立场，配合流动性管理
2013	3.5	2.6	低于	审慎货币政策立场，配合流动性管理
2014F	3.5	2.0	低于	审慎货币政策立场，配合流动性管理
2015F	3.0	2.6	低于	稳健货币政策立场

来源：国务院、国家统计局、人民银行、农银国际证券预测

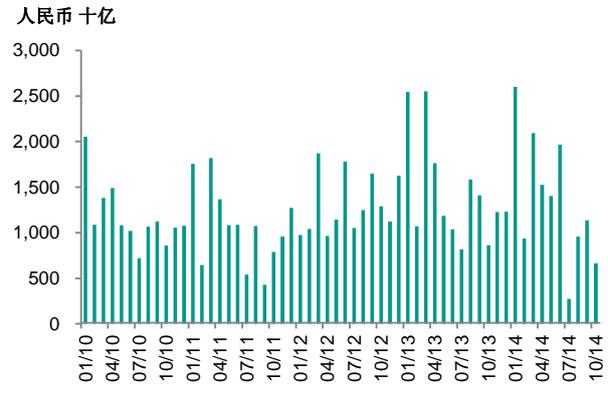


图表 8: 贷款和资本流入驱动中国流动性的增长



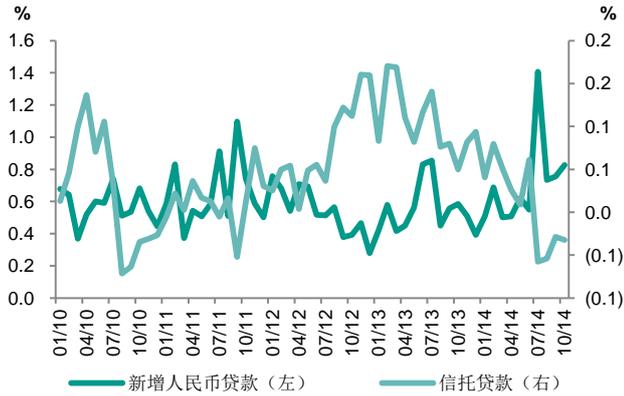
来源: 彭博、农银国际证券

图表 9: 中国社会融资总量在 2014 年转稳定



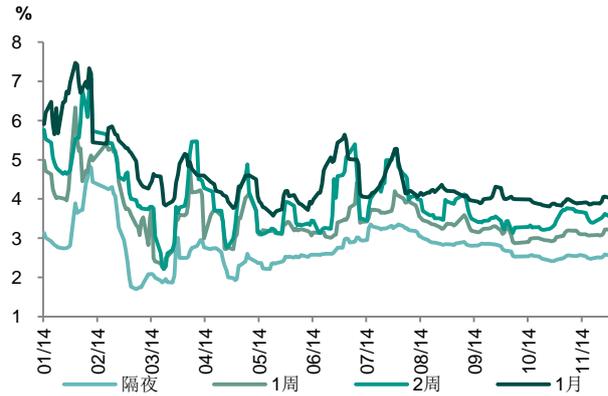
来源: 彭博、农银国际证券

图表 10: 新增贷款在社会融资总量份额一直保持稳定, 而信托贷款份额在减少



来源: 彭博、农银国际证券

图表 11: 上海银行间拆放利率保持稳定, 反映出稳健的货币政策



来源: shibor.org、农银国际证券

2. 财政政策: 深化财税改革, 以刺激经济增长

财政政策仍将保持稳健, 政府将会通过财政和税制改革来促进经济转型。财政改革一直是中国经济改革的首要任务。我们认为, 明确政府与地方之间的税收和支出责任具有重要意义, 可以确保税收合理分配以及为社会保障提供更多的资金来源。改革的主要方面包括建立一个透明的预算管理系统以及完善目前的税收架构。我们预期, 中国将会在 2016 年前完成大部分的财政改革目标, 并在 2020 年前建立一个现代化的财政系统。财政改革将会聚焦在以下领域: (1) 理顺中央和地方政府之间财政收支关系; (2) 建立合适的地方税收系统; (3) 减少企业和家庭的税收负担。六大项税收将会被改革, 其中包括: (1) 增值税; (2) 消费税; (3) 资源税; (4) 环保税; (5) 房产税; (6) 个人所得税。

自从 2012 年初推出了试行计划以来, 营改增税制改革扩展到铁路运输、邮政服务和通讯行业。自 2012 年以来, 这一改革已经减少了企业的税费负担约人民币 3280 亿元。我们预期, 税制改革将会扩展到建筑、房地产和金融领域, 增值税将会在 2015 年完全替代营业税。

中央政府或将与地方政府分享消费税的增加。目前, 奢侈品与高净值人群所征的消费税全部收归中央政府所有。通过分享这部分的财政收入, 地方政府将可以弥补增值税改革所带来的财政收入减少。我们预期房产税也将会施行, 这将会减少地方政府对于土地销售的依赖程度, 从而减缓房地产价格上涨的趋势。



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。保障房的建设将会受到严密的监控。我们预期，除了建立与经济发展和消费物价指数相关的薪金和社会保障机制，政府还会通过提供补助和提高低收入地区的平均薪金来解决收入差距加大的问题。

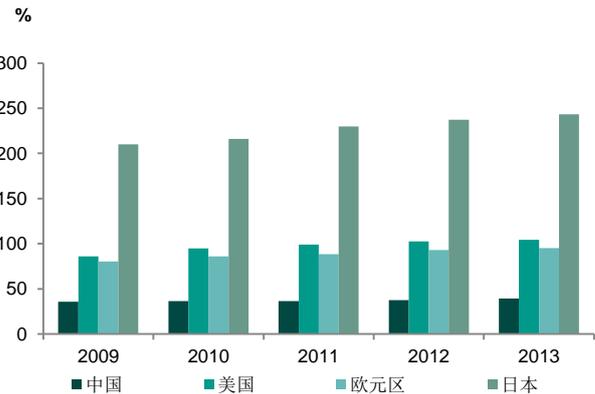
政府在 2015 年将会继续采取支持性的财政政策。为了加快经济复苏，我们预期政府将会推出更多的刺激性政策，其中包括：（1）加快对基础设施建设项目的审批；（2）对高效节能消费产品提供更多的政府补贴；（3）鼓励民间资本进入高壁垒、被国有企业垄断的大型行业；（4）进行税制改革来支持服务业发展。

图表 12: 健康的财政状况以支持中国的改革



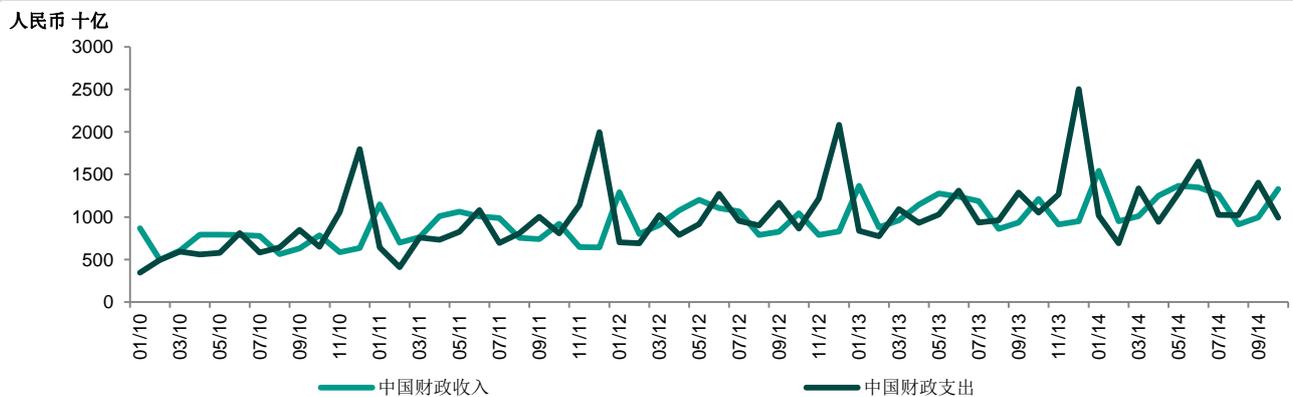
来源: 彭博、农银国际证券

图表 13: 中国债务占 GDP 的比例为发达国家中最低



来源: 彭博、农银国际证券

图表 14: 财政收入和支出



来源: 彭博、农银国际证券



3. 国际化进程加快将使人民币在 2015 年内稳步升值

在 14 年的头 11 个月内，人民币在美元走强以及中国经济增长放缓的大环境下贬值 1.5%。今年上半年人民币贬值幅度曾经达到 2.5%，但是第三季度的经济反弹使人民币贬值幅度在第四季度缩窄。我们预计人民币在今年年底的贬值幅度将会回落至 0.8%。

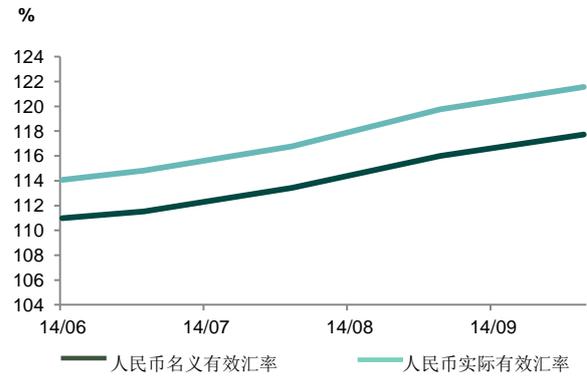
在 2015 年，人民银行将会继续通过扩大人民币对美元汇率的浮动范围、增加可以与人民币直接兑换的货币数目、促进更多离岸人民币中心的建设来进一步加快外汇改革。中国的经济复苏将会支持人民币汇率。因此，我们预期人民币在 2015 年将会升值 1%-2%。

图表 15: 2014 人民币年波动较大，下移 1.5%



来源: 彭博、农银国际证券

图表 16 名义有效汇率和实际有效汇率自 2014 年 6 月已上升



来源: 国际结算银行、农银国际证券

中国经济主题

1. 加强结构性改革，提高投资效率

为了过渡到一个控制较少、更自由的消费型市场经济，中国已经推出了彻底的改革计划。中国承诺推进市场改革，以鼓励更有效的资本配置，增加外国投资，提高市场透明度。在经济方面，该计划包括提高国有企业运营效率，消除价格管制，逐步取消利率上限，实现更全面的人民币可兑换。此前国家主导的行业，如金融，石化，航空，煤炭，航运，电力，甚至军工等，都将向私人 and 海外投资者开放。此外，改革计划实现国有，民营和其他所有制形式相结合的“混合所有制结构”。这将使国有资产转变成“国有资本”，并以类似于全球股票市场上各种主权基金的方式投资于企业。2014年，中国政府已通过进一步放开自然资源的价格、利率、汇率兑换，在推进国有企业改革和规范，以及发展多层次资本市场结构和开放资本账户方面取得了长足进展。

当下的经济增长模式使经济迅速扩张，经济结构严重失衡。展望未来，结构性改革的成功实施将有助于中国经济实现更加规范化和可持续的增长模式。政府将继续发挥积极作用，但仅提供公共物品和应对市场失灵。总体而言，新的改革议程很可能会成为中国完成向市场经济过渡的最后冲刺。

图表 17: 改革措施

- 1) 加快人民币可兑换和利率市场化改革
- 2) 推进石油，天然气，电力，水，交通，电信和其他领域价格改革
- 3) 允许地方政府为建设项目扩大融资渠道，包括发行债券
- 4) 在更多地区设立自贸区
- 5) 完善国债收益率曲线，以反映市场供求关系
- 6) 推动物业税立法，在“适当的时候”实施进一步的改革
- 7) 允许非国有企业参与政府项目
- 8) 积极推行“混合所有制”

来源：农银国际证券汇编

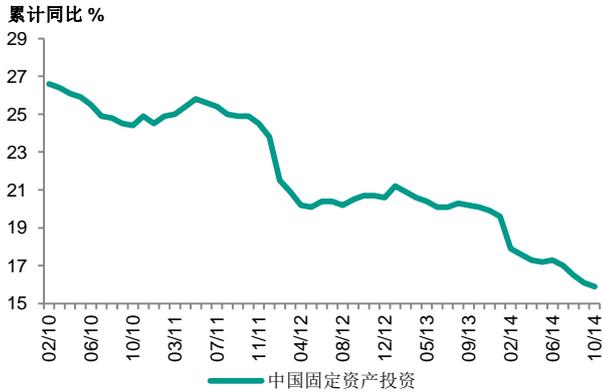
2. 增加固定资产投资，刺激经济增长

由于中国正在向消费驱动型经济转变，在经济周期的复苏阶段它必须更多地依赖于投资以实现“稳定增长”。10月物业发展放缓进一步拖累固定资产投资，增速下降至16%以下，达近几十年来最低值。我们相信中央政府并不希望刺激楼市，它一再强调其对抑制房地产价格上涨的决心。随着将私有财产外的界限作为投资目标，基础设施建设，社会保障性住房和服务成为政府大规模投资的唯一选择。我们的研究数据表明，这些行业固定资产投资增速已在3季度反弹。因此，更多高附加值的固定资产投资项目将可能对经济增长产生较大影响，我们预计这一增长势头将在2015年上半年继续维持。

从行业上看，基础设施，社会保障性住房和服务有可能继续成为经济增长的主要驱动力。推进“城镇化”的主题增加了对基础设施的投资需求，当地政府率先对基础设施和制造业展开新一轮刺激措施。依照“十二五”规划项目，几百万单位的规划建设将使2015年保障性住房投资激增。在“十二五”规划下，服务类投资（如医疗保健）将恢复高增长趋势。制造业增长长期放缓，虽然情况可能会在2015年趋于稳定。未来几个季度，由于产能过剩和高基数，制造业固定资产投资增速放缓，而房地产固定资产投资也将继续受低迷楼市拖累呈回落态势。在强劲需求下，基础设施和服务的固定资产投资可能会继续跑赢大市。2015年，政府或将维持年初至今的固定资产投资在16%，以支持经济增长。



图表 18: 固定资产投资增长因房地产开发发展放缓而减慢



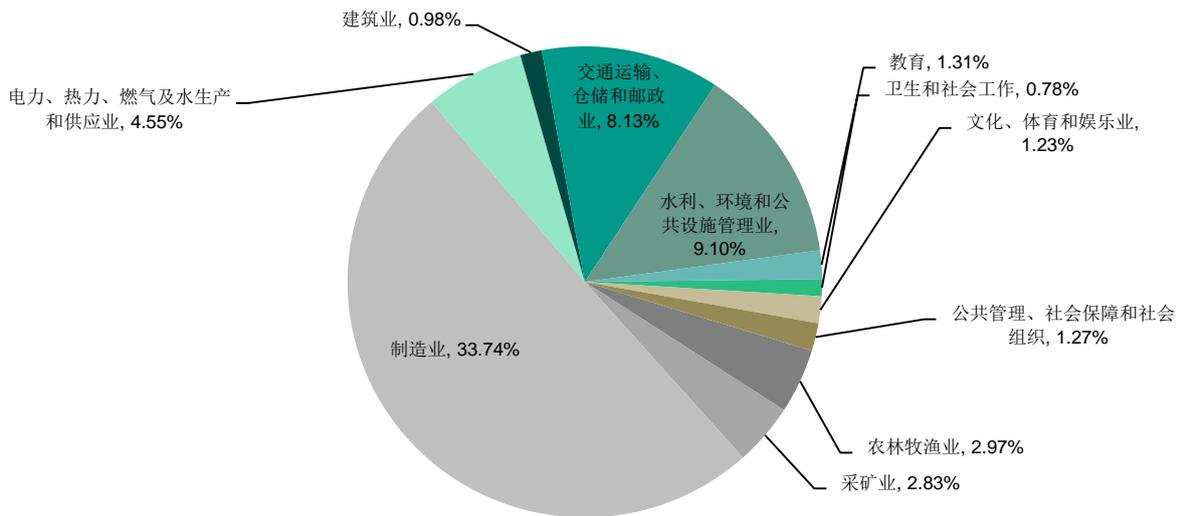
来源: 彭博、农银国际证券

图表 19: 房地产市场固定资产投资



来源: 彭博、农银国际证券

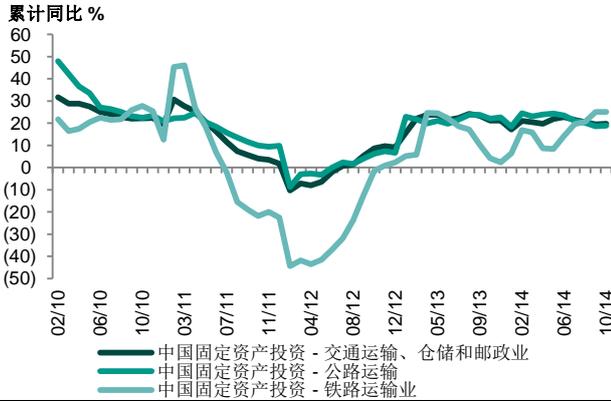
图表 20: 以行业分类的固定资产投资 (截至 2014 年 10 月)



来源: 国家统计局、农银国际证券

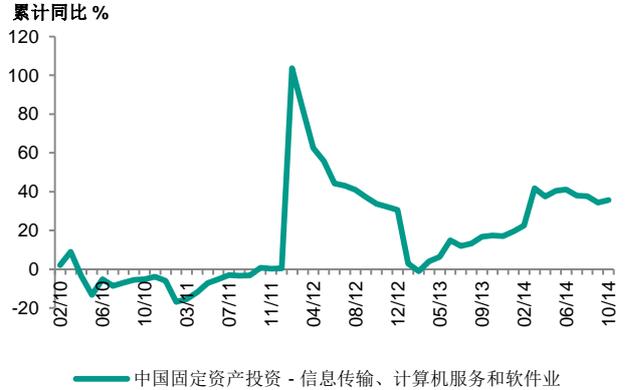


图表 21: 基建固定资产投资上升速度快



来源: 彭博、农银国际证券

图表 22: 信息相关的固定资产投资上升



来源: 彭博、农银国际证券

3. 服务型消费的大幅增长

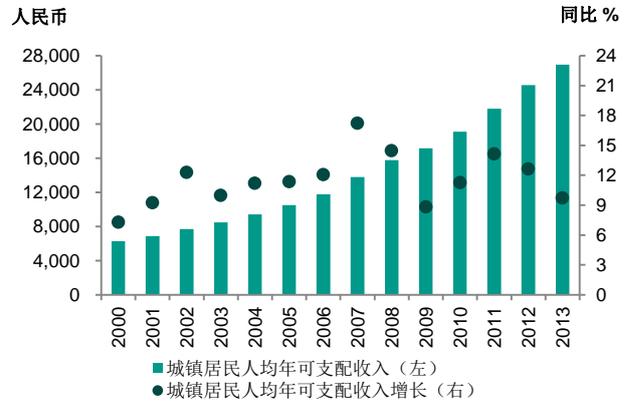
10 月份零售销售仅同比增长 12%，意味着经济增长需要更多的消费增长的支撑。中国国务院最近宣布在房地产，电子商务，环境友好型产品和旅游等 6 个方面促进消费的政策。针对社会和创新的多多样化需求，这些措施发挥市场力量来增加有效供给，扩大和升级消费，发展新兴产业。我们相信服务型消费将成为中期新的驱动因素。随着居民可支配收入和平均家庭财富的持续增长，我们认为以医疗服务、教育、娱乐、旅游、家庭服务和金融服务为主的服务型消费，将成为推动城市消费增长主要动力。

图表 23: 3 月移动平均零售额增长稳定



来源: 彭博、农银国际证券

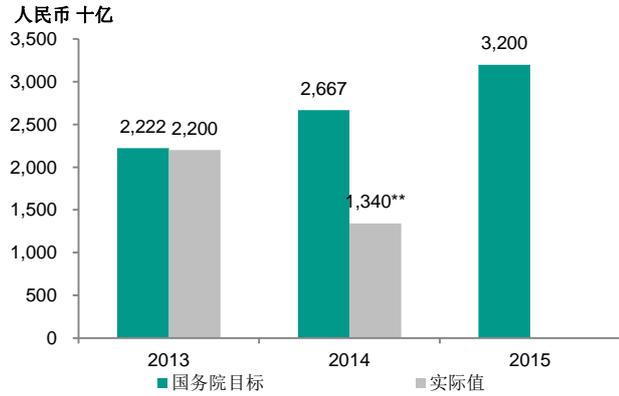
图表 24: 城镇居民个人可支配收入的稳定增长



来源: Wind、农银国际证券



图表 25: 中国信息消费



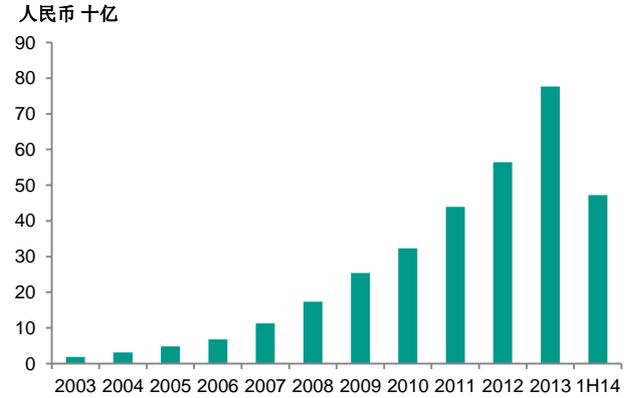
注:

*国务院的目标是基于 20%的同比增速的假设计算

**14 年上半年数据

来源: 工信部、国务院、农银国际证券

图表 26: 中国在线游戏收入



来源: 中国互联网络信息中心、农银国际证券

图表 27: 促进消费重点措施

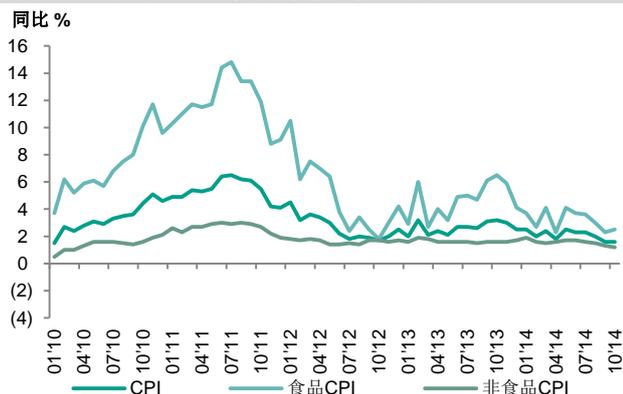
#	措施重点
1	通过提高宽带速度以及促进网上购物和农村电子商务配送的发展, 增加信息消费 (如移动互联网和物联网)。推动大数据的应用 (如医疗和医疗保健), 加强企业监管
2	通过推广使用节能产品, 以及大规模能源汽车建设, 鼓励绿色消费
3	通过提高低收入者的住房供应, 放宽撤销租房公积金标准, 稳定住房消费
4	通过引入员工的带薪休假制度、促进农村旅游及休闲露营地建设, 提升旅游休闲消费
5	通过完善民办学校的收费政策, 加强办中外办学合作, 促进教育、文化和体育消费
6	鼓励养老、医疗和家政消费; 设立为老年人服务的产业基金; 制定税收政策, 鼓励民间资本投资于这类服务; 平衡民营和公立医疗机构的公用事业设施收费

来源: 国务院, 农银国际证券

4. 2015 年通胀趋缓

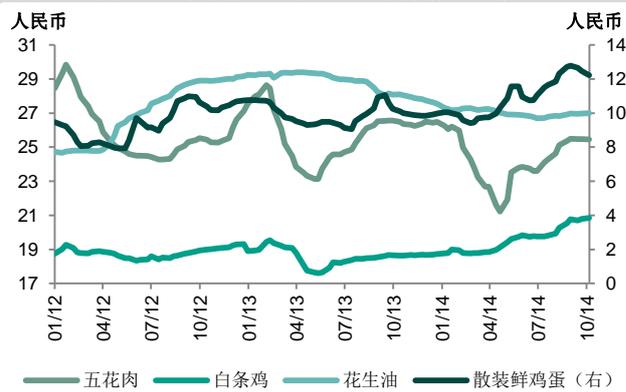
10 月份 CPI 在 1.5%-2.5% 之间波动，今年迄今 CPI 达 2.1%。CPI 未能达到政府 3.5% 的目标，主要是由于经济增长放缓，基数效应和农产品价格增长疲软。我们认为，包括降息、下调存准率和有针对性的稳健货币措施，将增加市场流动性，增强价格压力。我们预计 2015 年价格同比增速将稳定在 2.3%-2.7%，CPI 将上升至 2.6%。2012 年 3 月以来，受国际大宗商品价格疲软和国内需求不振拖累，中国 PPI 持续下降。基于相对萎靡的全球市场，国际大宗商品价格不太可能在短期内出现通胀。同时，中国的固定资产投资和工业生产增长将保持稳定，国内工业品价格不会出现显著反弹。因此，我们预计 2015 年 PPI 将同比增长 0.5%。

图表 28: 中国 CPI 因粮食价格放缓而下滑



来源: 彭博、农银国际证券

图表 29: 中国 50 个城市的农产品平均价格-肉油类



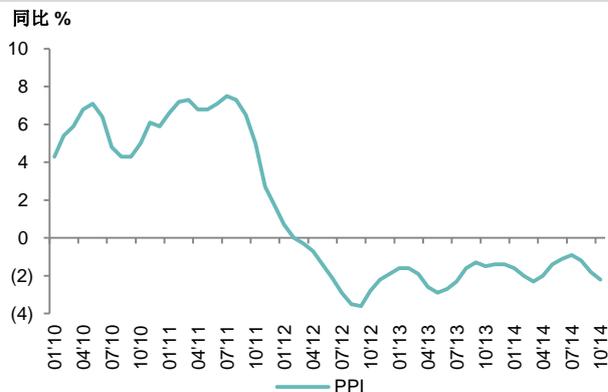
来源: 彭博、农银国际证券

图表 30: 中国 50 个城市的农产品平均价格 - 蔬菜类



来源: 彭博、农银国际证券

图表 31: 生产价格降低增加 CPI 的下行压力



来源: 彭博、农银国际证券



图表 32: 国际大宗商品价格于 2014 年下跌



来源: 彭博、农银国际证券

5. 对外贸易缓慢复苏

尽管美国和东盟国家的强劲需求能够在一定程度上抵消欧洲和日本的停滞，但全球贸易前景仍不明朗。得益于发达国家需求的重振，我们预计中国的出口将保持稳定增长。预计 2015 年出口将同比增长 7.5%。

美国主要经济指标表明该国经济正在扩张。经济复苏在很大程度上归因于消费者信心和楼市的恢复以及失业率的下滑。基于前景的改善，我们预计 2015 年中国对美出口将同比增长 12.5%。此外，中国与欧元区、日本和东盟国家的贸易将保持稳定。随着日本新量化宽松政策和欧盟货币宽松政策的推行，我们预计中国和其合作伙伴之间的贸易将在 2015 年逐步改善。

受内需不振和大宗商品价格下跌的拖累，中国进口在 2014 年大部分时间保持疲软。我们认为，大宗商品价格下降将降低进口价格，并刺激消费需求。

中国目前将工作重点转向增加进口。为了实现目标，政府可能会采取优惠的收费政策，审查进口费用，同时鼓励国内公司债券参与进口相关业务。企业也可以利用从发达国家进口的高科技设备，提升产业结构。这些政策将提振中国内需，加强经济再平衡。因此，我们预计 2015 年中国进口同比增长将加速至 4.5%。

图表 33: 对外贸易增长势头稳定



来源: 彭博、农银国际证券

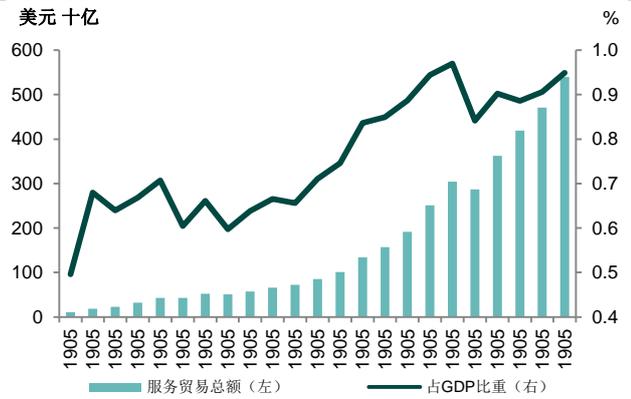
图表 34: 中国贸易顺差扩大



来源: 彭博、农银国际证券



图表 35: 中国服务贸易迅速扩张



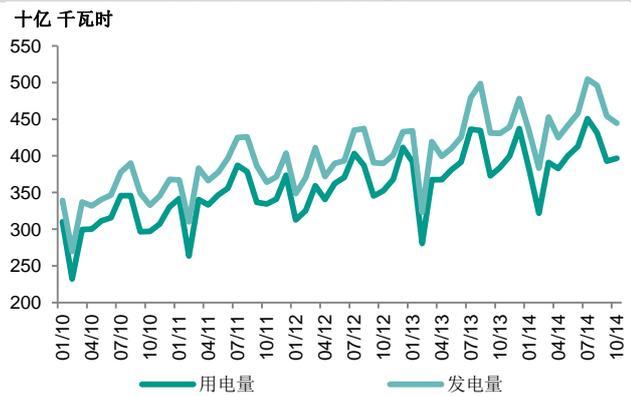
来源: Wind、农银国际证券

6. 偏向使用可再生能源

中国正面临着保持经济可持续发展的艰巨任务。因此，维护能源资源的可持续和合理利用对中国政府而言十分重要。中国的能源发展必须遵循技术含量高，资源消耗低，环境污染少，经济回报满意及安全性高的要求。经济、清洁和将是能源未来发展方向。

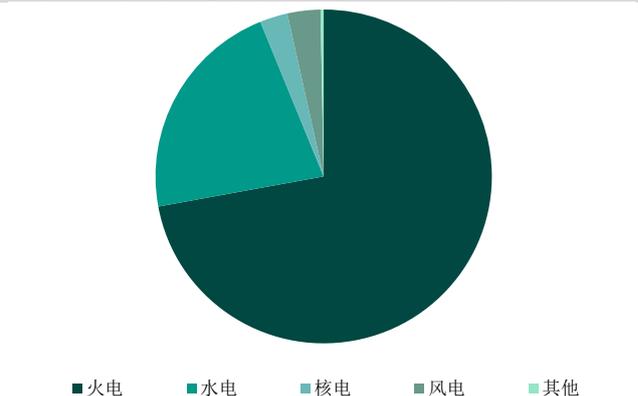
随着环境污染意识的增强，中国对化石燃料的依赖将通过增加清洁能源和可再生能源的使用而减少。今年全国人民代表大会将污染减排工作放在优先位置，中国将增加非化石能源在整体能源消耗的比重。随着越来越多的提高非化石燃料使用的政策的实施，我们预计在核能，太阳能和风力发电行业的清洁能源供应商规模将显著增长。

图表 36: 2014 年中国用电量增速放缓



来源: Wind、农银国际证券

图表 37: 中国能源使用分布 (截至 2014 年 10 月)



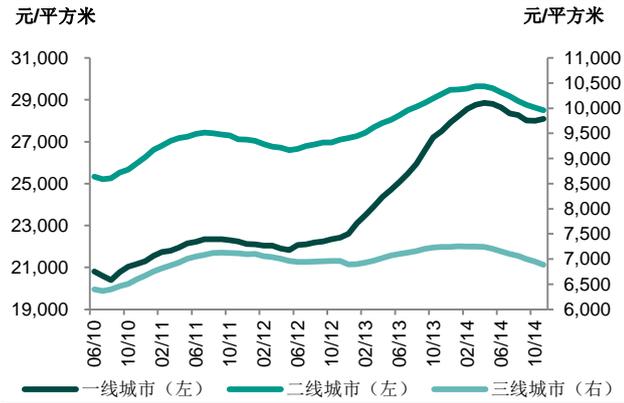
来源: Wind、农银国际证券



7. 房地产政策随利率下调放宽

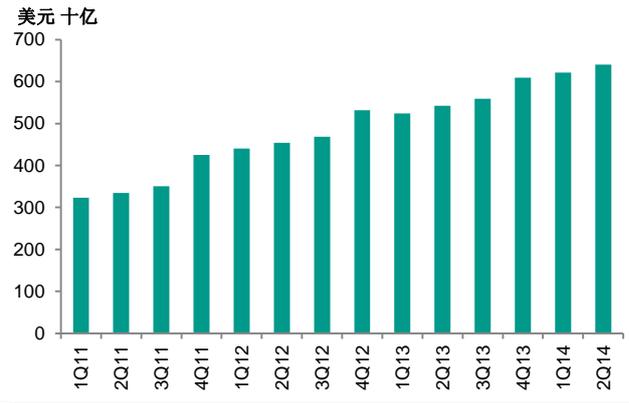
住房价格缓和，中国房地产市场成为中央政府关注对象。政府的紧缩措施的主要目的是推动保障房的兴建、提高首次置业者的首付百分比及禁止多套房业主的房贷。虽然这些措施的目的是令楼市能软着陆，但在经济放缓的背景下，物业价格及行业投资的下调加剧了硬着陆的风险。为了改善市场气氛和增加交易量，地方政府和银行采较宽松的措施。我们相信，房屋价格已经回落到一个较为可负担的水平；政策制定者很可能取消限制措施，并通过降息降低财务负担，避免过度打压房地产市场，而市场需求将随着政策进一步放宽而回归。对于 2015 年，我们预计整体住宅物业价格将有健康的个位数增长。

图表 38: 中国百城市房价指数



来源: Wind、农银国际证券

图表 39: 中国对外直接投资



来源: Wind、农银国际证券



8. 对外直接投资上升将进一步开放资本账户

中国的对外直接投资(ODI)在过去数十年不断加大,大部分的投资都是在发展中国家。ODI 在短短 12 年跃升 40 倍,中国企业在最近几年活跃追求海外投资。2002 年,中国的 ODI 达到了 27 亿美元;在 2013 年,数字升至美元 1,078 亿美元。2014 年首 10 个月,中国的 ODI 总额达 818.8 亿美元,同比增长 17.8%;中国的外商直接投资(FDI)总额达 958 亿美元,同比下降 1.2%,ODI 的两位数增长,与个位数下降 FDI 同期相比,表示其规模可能在未来超越 FDI。

近年来,中国投资者的焦点已转移到发达市场如北美、欧洲和日本。2014 年首 10 个月,中国在美国/欧元区 and 日本的 ODI 同比增长 30.5%, 192.6% 和 128.6%。随着中国的经济财富增加,其 ODI 的组合日趋多样化,虽然目前投资仍然是集中在自然资源领域。2014 年,ODI 在制造业、建筑业和金融业快速增长,而投资于采矿业的金额则下跌。

官方的政策措施推动 ODI 流量。关于 ODI 及 FDI 具体目标和措施在十二五规划及三中全会被宣布。此外,人民币国际化将会推动 ODI 增长。中国 ODI 以人民币计价的份额不断增加,而香港作为人民币离岸中心的角色会受益。此外,人民币国际化和不断增长的离岸人民币的业务将进一步鼓励国内金融机发展至国外。

中国在发达国家的投资上升,将开辟新机会。目前,中国仍然对资金流入保持严密管制,许多行业(尤其是服务业)仍未允许海外投资者参与。政府强调国家会逐渐对外开放更多行业,令私人及外国投资者能参与。我们相信,中国在发达国家的投资增加会加快国内市场对外开放,令海外跨国公司在华能涉足更多业务。

9. 沪港通是资本市场自由化的重要一步

中国于 2014 年 4 月 10 日宣布沪港通计划,并于同年 11 月 17 日正式启动。此计划有助中国加快开放其资本市场,促进金融改革及为两地投资者带来新的投资机会。两地股市相通令外国投资者能参与中国 A 股市场,而内地投资者在香港市场亦能进行交易。内地股票市场达人民币 26 万亿,潜力庞大,沪港通是中国账户自由化以及金融市场改革的一个里程碑。

香港的离岸人民币市场发展将因此加快。新计划下所设立的新账户及中国投资服务增加将刺激人民币需求,两地股市的交易量亦会提高。更多以人民币计价的创新金融产品和服务会被推出,而香港作为主要离岸人民币中心的地位将被提高。

2015 年香港经济展望

香港经济在 2014 年第三季上升 2.7%，高于预期。消费同比增长 3.2%，抵消了投资下降及对外贸易的低个位数增长。“占领中环”运动不断升级为 2014 年第 4 季经济带来负面影响。我们预计，因旅游消费、零售额及内需放缓，消费同比增长将下降至 1.5%。我们预计香港第四季的 GDP 同比仅升 1.8%

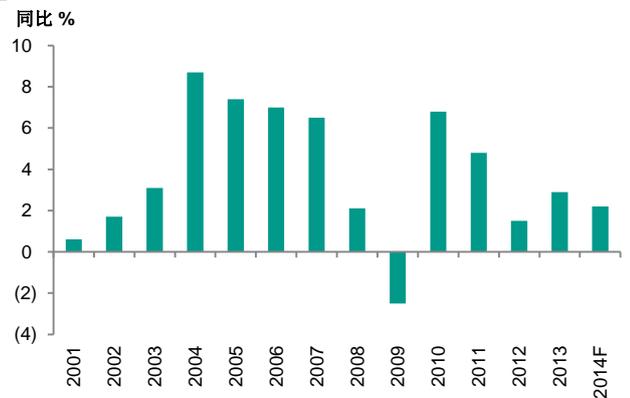
因美国退出量化宽松政策或可能会影响全球贸易，香港的对外贸易将令整体经济增长受压。与此同时，旅游消费和来自中国大陆的公司业务服务需求将继续为本地经济带来支持。本地固定资产投资，特别是基建投资，会因高基数效应录得负增长。影响本地经济的主要负面因素包括零售销售疲弱、楼市下滑、占中行动带来的持续干扰。在香港经济将会有温和增长，我们预测 2014 及 15 年 GDP 同比增长预测分别为 2.2%和 2.4%。

图表 40: 香港经济预测

同比%	2011	2012	2013	2014F	2015F
实际 GDP	4.8	1.5	2.9	2.2	2.4
消费	8.4	4.1	4.3	1.5	2.4
投资	10.2	6.8	3.3	(2.3)	2.3
政府开支	2.5	3.6	2.3	2.8	2.5
出口	3.9	1.9	6.4	1.8	2.9
进口	4.6	2.9	6.8	1.4	2.8
失业率	3.4	3.3	3.4	3.2	3.2
通胀率	5.3	4.1	4.3	4.4	4.1

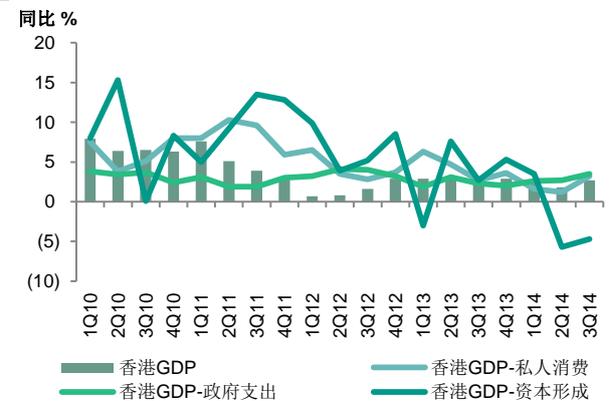
来源: 彭博、农银国际证券预测

图表 41: 香港 GDP 增长预测



来源: 彭博、农银国际证券预测

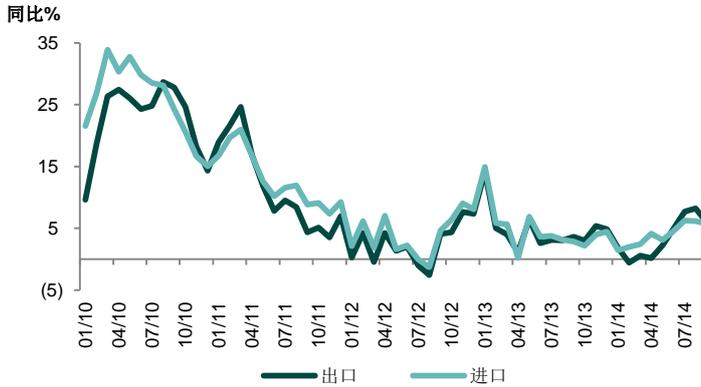
图表 42: 香港增长动力



来源: 彭博、农银国际证券

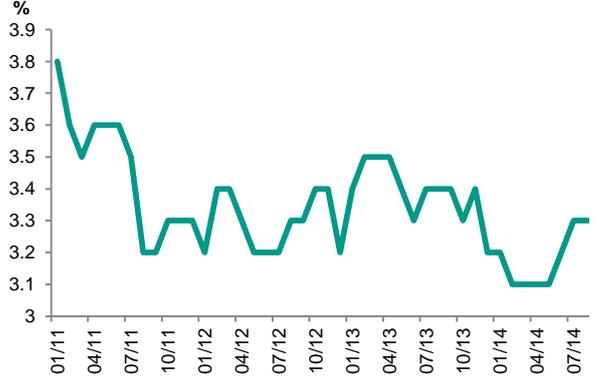


图表 43: 香港 3 月移动平均进出口



来源: 彭博、农银国际证券

图 44: 香港失业率维持在低位



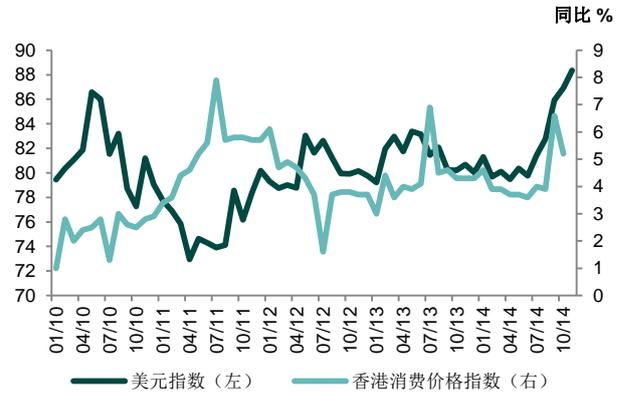
来源: 彭博、农银国际证券

图表 45: 香港 2014 年头 10 个月的 CPI 在 4% 以上



来源: 彭博、农银国际证券

图表 46: 美元指数和香港通胀率



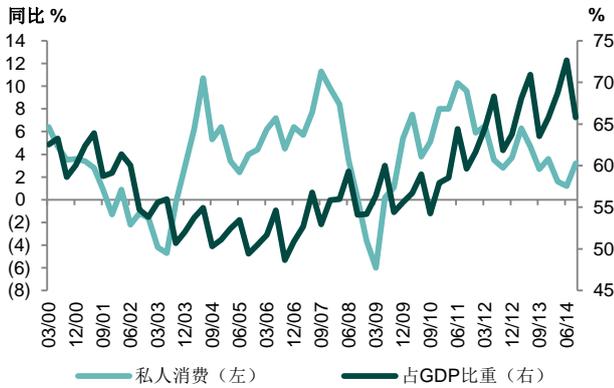
来源: 彭博、农银国际证券

1. 游客及消费下降拖累零售收入

香港的经济增长似欠动力, 主要因旅客消费骤减令本地需求疲弱, 及去年基数较高。“占领中环”行动令中国旅客探访人数下降, 令放缓已久的零售业再添压力。中国旅客人数年初至 10 月同比增长 15.5%, 比去年同期的 18.9% 低。1 到 10 月零售收入同比下降 0.2%, 表明旅游消费整体收缩。随着内地旅客削减购买奢侈品, 零售销售将继续下降。稳定的劳动市场和活跃的资产市场将有助于支持家庭收入及保持消费增长, 有助抵消在内地旅游消费下降的负面影响。总就业人数依然强劲, 经季节性调整的失业率 (8 月至 10 月) 维持在 3.3% 的低位。零售总额将被本地消费带动, 并于 2014 及 15 年维持低个位数增长。

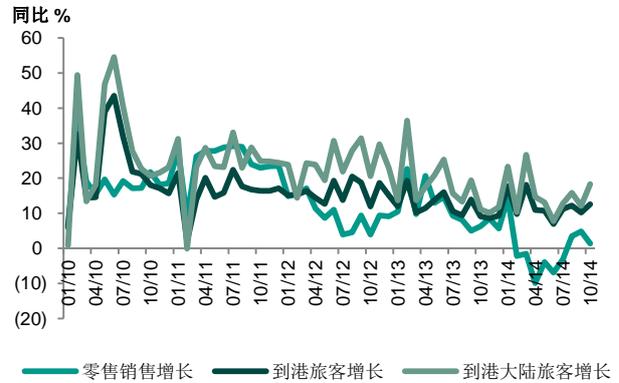


图表 47: 私人消费开支增长于 14 年第三季保持良好,但“占领中环”行动将减少第四季消费增长



来源: 彭博、农银国际证券

图表 48: 由于旅客人数减少及人均支出下降,零售额增长有所放缓



来源: 彭博、农银国际证券

2.房地产市场或在加息环境下回调

更严格的贷款标准、贷款限制,以及被调高的征费及印花税令香港房地产市场放缓。中型和大型物业的价格及交易量都有所下降,但小型物业市场仍录得升幅,需求依然强劲。然而,全球金融状况转变将为香港房地产市场带来挑战。市场估计美国将于 2015 年年中开始加息,届时香港的利率也将跟随上升。高利率将增加房地产市场的下行风险,令置业家庭负担增加。再加上 2015 年的私人物业供应数量上升,我们认为本地物业价格会下调 5%至 10%。

图表 49: 2014 年香港楼价升幅不均



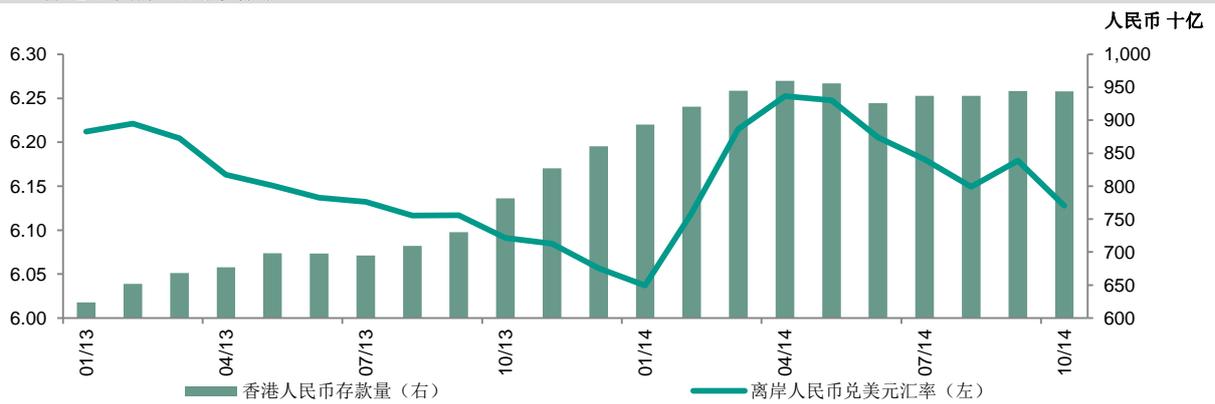
来源: 彭博、农银国际证券



3.香港在中国资本账户自由化的角色

随着沪港通推出，中国继续开放资本市场，并推出更多计划，增加资本自由进出中国。香港作为中国的人民币离岸中心，有着开放中国的资本账户的关键作用。沪港通的推出、消除人民币换算配额、扩大合格境内机构投资者、合格境外机构投资者、人民币境外合格机构投资者的范围、放开利率、扩大人民币的交易区间和加强金融部门改革，这些措施将有利于资金流，促进人民币自由兑换。香港作为国际投资者的首选离岸人民币金融平台，有望受益。

图表 50: 香港的离岸人民币存款



来源: 彭博、农银国际证券



2015 年投资策略

- 我们预计恒生指数和恒生国企指数将在 2015 年终将达到 26,568 和 13,152
- 中国已经进入利率下降周期，系统性风险将缓解，市场风险溢价的下降将提振整体市场平均估值
- 高杠杆行业（如房地产、公用事业和基础设施）投资板块盈利增长将从下行的利率周期趋势中获益
- 国有企业的改革预计将有助于减少改制企业的非系统性风险
- 利率市场化为商业银行带来的业务挑战，却为资本市场服务商提供了增长空间
- 信息技术、电信和休闲娱乐行业的盈利将保持相对强势增长
- 中国的化石能源资源和传统消费品行业的盈利将保持疲软，但清洁能源电力和污染治理仍然具有良好的投资机会

回顾 2014 年——恒生指数（HSI）

以下因素促成了恒指 2014 年盈利增长持平：

- 大市值香港地产股和银行股盈利负增长
- 大盘中国能源股盈利负增长
- 中国的银行、消费、电信、保险、IT 和博彩股的盈利增长疲弱

恒指成份股的平均净资产收益率 (ROAE) 自 2012 年以来一直下降。我们预计恒指 2014 年的 ROAE 将下降至 12.4%，较 2013 年下降 0.9 个百分点。2014 年前十一个月，恒指在 21,137.61-25,362.98 的范围内波动。该范围相当于 2014 年的预测市盈率(P/E)9.80-11.76 倍或市净率(P/B)1.16-1.40 倍。虽然恒指每股盈利(EPS)在 2012-14 年之间保持低增长，但恒指市盈率的波动通道一直趋于上升。市盈率的波动通道底线在 2012 年及 2013 年分别是 8.6 倍及 9.1 倍，并预计在 2014 年将向上移至 9.8 倍。市盈率的波动通道上限线在 2012 年及 2013 年分别是 10.8 倍及 11.2 倍，并预计在 2014 年将向上移至 11.8 倍。我们相信恒指的市盈率波动通道向上移动是由于系统性风险下降的结果。美国过去几年的经济持续复苏，欧元区和日本近年采取货币宽松政策，以及中国反周期的货币和财政政策皆有助降低投资市场系统性风险。

反之，恒指过去几年持续下降的 ROAE 压低恒指市净率的波动通道。恒指市净率的波动通道上限从 2011 年的 1.71 倍，下降至 2012-13 年的 1.45 倍，并预计降至 2014 年的 1.40 倍。因过去几年的 ROAE 仍然维持在 12% 之上，每当恒指市净率跌破 1.2 倍，投资者趁低买进蓝筹股，恒指随后反弹。因此，恒指市净率波动通道底线在 2012 年至 2014 年为 1.15 倍至 1.17 倍。

恒生指数 2015 年展望

整体来讲，2015 年可供投资者选择的具有较强盈利增长的个股较少。在恒生指数成份股中，内地银行股每股盈利预计增长 5-8%；香港银行股每股盈利预计增长 5-10%；内地和香港的地产股每股盈利预计恢复增长，主要是由于 2014 年基数较低和中国政府采取了逆周期的措施以稳定房地产市场的下行风险。中国的能源资源和消费品股的每股盈利将维持弱势。信息技术、电信和娱乐类股的每股盈利将保持增长，但增长势头因 2014 年基数较高将减缓。

2015 年，预计恒指的每股盈利将增长 6.8%，而该指数的 ROAE 将稳定在 12.2%。相较于 2012-14 年，期内每股盈利平均增长约 1%，2015 年的每股盈利增长是乐观的。但这种乐观的看法是基于假设房地产、银行和能源

资源行业在 2014 年经历的下行周期，将在 2015 年趋于稳定。然而，恒指每股收益在个位数的增长情况之下，恒指市盈率波动通道预计在 10 至 12 倍。

2015 年，预计恒指的派息比率将约 40%。然而，指数的股息收益率波动通道的底线向上移动。我们预计美国在未来 12 个月内将进入加息周期，香港的利率周期将跟随美国。预计在美国利率上升情况下，上市公司将趋向于用多余的现金来偿还债务降低杠杆率，这无疑对股息支付产生向下的压力。因此，上市公司的派息比率不太可能增加，但股息收益率波动通道的底线会随着无风险利率的增加而上涨。

恒指市净率波动通道保持在 1.16 倍至 1.40 倍狭窄的通道横行。我们预计恒指 2015 年 ROAE 将维持在 12% 以上，类似于过去几年情况，所以我们预计恒指市净率将在 1.16-1.17 倍之间找到支持。然而，每股收益在个位数增长的情况下，净资产收益率将不会有显著改善，市净率波动通道的上限预计将低于 1.42 倍。

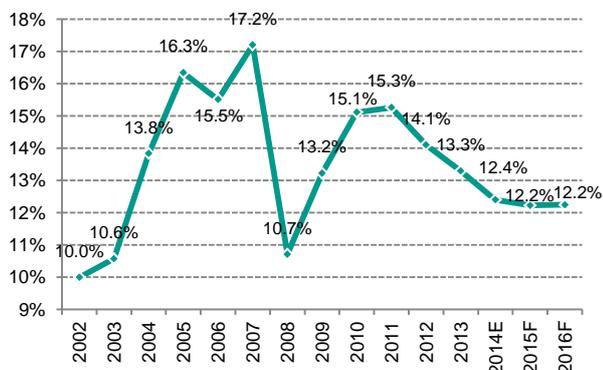
结合市盈率、市净率和股息收益率估值方法，我们预测恒指 2015 年的交易区间为 22,744-27,252，相当于 9.88-11.84 倍的市盈率，1.16-1.39 倍的市净率，3.33-3.99% 股息收益率。我们设定恒指 2015 年年终目标在 26,568，相当于 11.54 倍的市盈率，1.35 倍的市净率，以及 3.41% 的股息收益率。

图表 1: 恒指在 2015 年预计交易范围

估值方法	估值合理波动范围			相应恒指 2015 年交易区		
	高点	低点	年底点	高点	低点	年底点
1.市净率	1.42	1.16	1.40	27,849	22,821	27,457
2.市盈率	12.00	10.00	11.60	27,617	23,014	26,696
3.股息率	3.45%	4.05%	3.55%	26,291	22,396	25,550
				高点	低点	年底点
三种方法均值				27,252	22,744	26,568
相应市盈率				11.84	9.88	11.54
相应市净率				1.39	1.16	1.35
相应股息率				3.33%	3.99%	3.41%

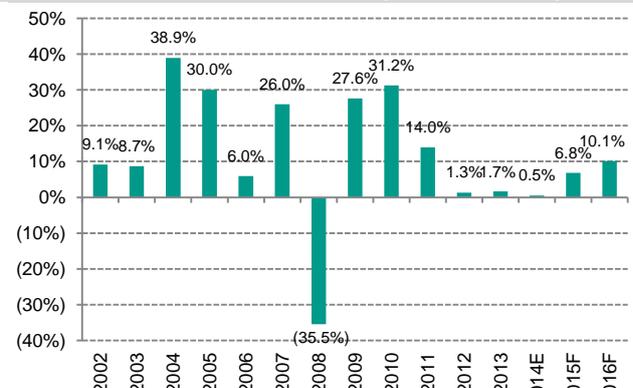
来源：农银国际证券预测

图表 2：恒生指数平均净资产收益率(2002-16 年预测)



来源：农银国际证券预测

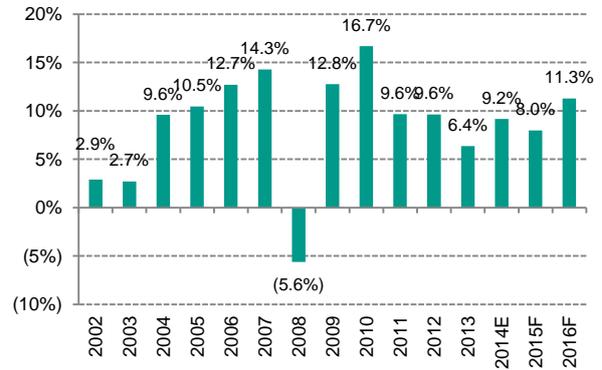
图表 3：恒生指数每股盈利增长率(2002-16 年预测)



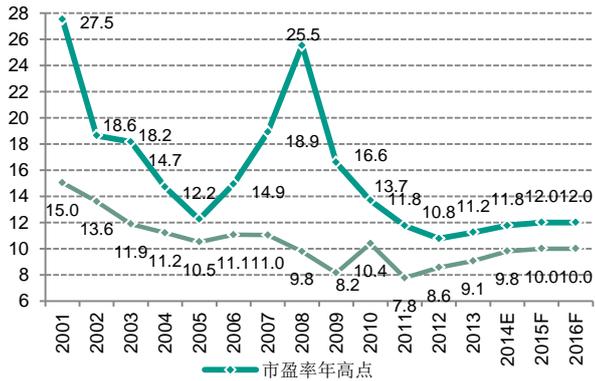
来源：农银国际证券预测

图表 4: 恒生指数派息比率(2002-16 年预测)

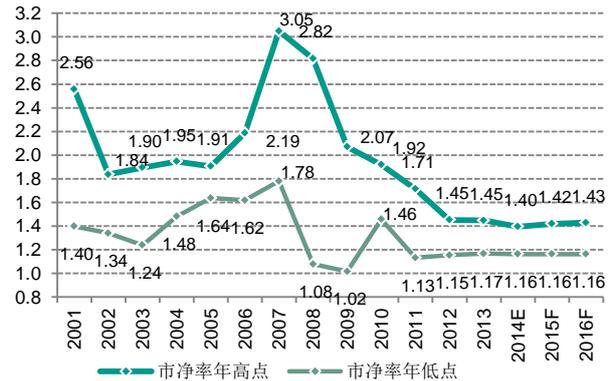

来源: 农银国际证券预测

图表 5: 恒生指数净值增长率(2002-16 年预测)


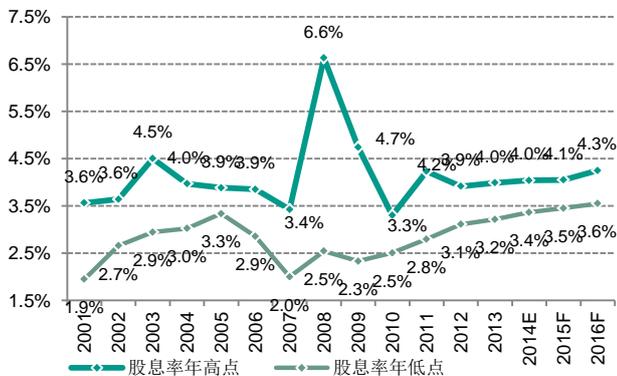
来源: 农银国际证券预测

图表 6: 恒生指数市盈率 (2001-16 年预测)


来源: 农银国际证券预测

图表 7: 恒生指数市净率 (2001-16 年预测)


来源: 农银国际证券预测

图表 8: 恒生指数股息收益率 (2001-16 年预测)


来源: 农银国际证券预测

H 股指数 2014 年回顾

恒生国企指数（“H 股指数”）的平均股本回报率（“ROAE”）自 2011 年以来一直呈下降趋势，我们预期该指数于 2014 年的 ROAE 将下降至 15.5%，较 2013 年下降 0.5 个百分点。该指数 ROAE 下降的主要原因之一是成分股里面的权重金融板块的 ROAE 下降。恒生中国 H 股金融行业指数（“H 股金融指数”）主要追踪 H 股银行、保险、证券和资产管理股份。H 股金融指数的 ROAE 于 2014 年将下降至 17.5%，较 2013 年下降 0.6 个百分点。该指数的 ROAE 已经连续 3 年下降，这反映了整体金融板块的利润率持续疲软。2014 年，A 股资本市场持续改善，以及中国保险及证券行业提高财务杠杆有利于提振中资金融板块的盈利。然而，中国银行业的持续去杠杆化和增加不良贷款拨备也拖累了银行业的盈利增长。

对于非金融 H 股行业，经济周期性敏感板块（如能源资源和基础材料类股等），预计 2014 年盈利将出现负增长。发电板块受益于能源价格下降，其盈利能力将因此而提升。另外，在中国各主要城市建设地铁也有利于基础设施承包商提振盈利。

H 股指数 2015 年的展望 -

2015 年主要的投资主题如下：

重点从国内生产总值(GDP)增长转移至国民生产总值(GNP)的增长。中国政府曾多次公开强调要看重就业增长和个人收入增长，多于单纯的 GDP 增长。此外，政府鼓励本地企业和居民投资或开拓海外市场，也标志着政府打算在国外创造更多国民财富。虽然政府没有指定任何国民生产总值增长目标，我们相信政府的态度揭示了其越来越关注 GNP 的重要性。

执行逆周期的措施以稳定经济。中国将继续实行逆周期的宽松货币和财政措施，缓解经济冲击。因此，国家和市场风险溢价应相应减少。总体而言，降低系统性风险将提升市场对资产的估值。但是，政府多次公开强调将不会实施全面性的经济刺激措施。因此，产业的非系统性风险，特别是产能过剩产业的非系统性风险，仍将维持高位。

利率进一步市场化、资本账进一步放开将加快人民币国际化，扩大人民币汇率波动区间。这些发展将在未来几年持续。商业银行业将面临一个越来越充满竞争的经营环境；资本服务提供商（如证券和资产管理业）将受益于这样的进展。

国有企业改革。为了提高国有企业市场竞争力及提高国有企业的公司治理水平，成功的改革将减少国有企业的非系统性风险，增强企业盈利能力。虽然转型会带来挑战，但市场会看好国有企业进行以提升盈利能力或释放资产的潜在价值为目标的改革。

清洁能源生产和污染治理。我们相信，这些领域将为国有和私营企业提供丰富的商业机会。然而，新项目的市场竞争也将加剧。

“走出去”政策。我们相信，中国政府将发挥更加积极的作用，鼓励将基础设施和金融企业投资于新兴或发展中国家，特别是中国政府有策略地与某些目标国家建立良好的政治和经济关系。



总体而言,我们预计 H 股指数和 H 股金融指数于 2015 年的每股收益将增长 7.2%和 8.6%,而同期相应的 ROAE 将分别下降到 15.0%和 16.8%。

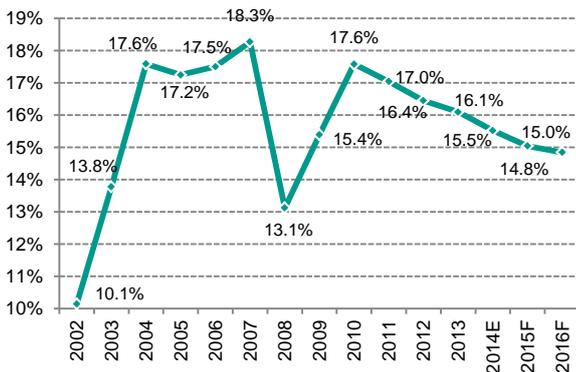
假设 2014 年下半年推出的宽松货币政策和财政措施在 2015 年开始在实体经济有所表现,加上 2015 年将推出进一步的逆周期的措施以稳定经济,我们预测 H 股指数的 P/E 和 P/B 的波动区间将会上升,而股息收益率将下降。2015 年,我们预测 H 股指数的波动区间为 9,763-13,266,相当于 6.24-8.48 倍的市盈率,0.89-1.21 倍的市净率,或 5.16-3.80%的股息收益率。我们设定 H 股指数 2015 年的年终目标为 13,152,相当于 8.41 倍的市盈率,1.20 倍的市净率或 3.83%的股息收益率。

图表 9: H 股指数 2015 年预计交易范围

估值方法	估值合理波动范围			相应 H 股指数 2015 年交易区		
	高点	低点	年底点	高点	低点	年底点
1.市净率	1.35	1.00	1.33	13,288	9,843	13,092
2.市盈率	9.00	6.50	8.90	13,133	9,485	12,987
3.股息率	3.50%	4.70%	3.50%	13,376	9,961	13,376
				高点	低点	年底点
三种方法均值				13,266	9,763	13,152
相应市盈率				8.48	6.24	8.41
相应市净率				1.21	0.89	1.20
相应股息率				3.80%	5.16%	3.83%

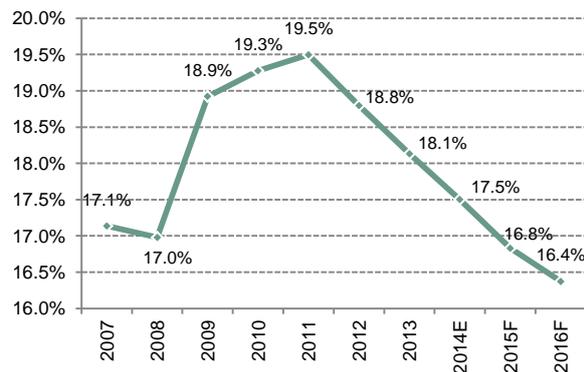
来源: 农银国际证券预测

图表 10: H 股指数平均净资产收益率(2002-16 年预测)

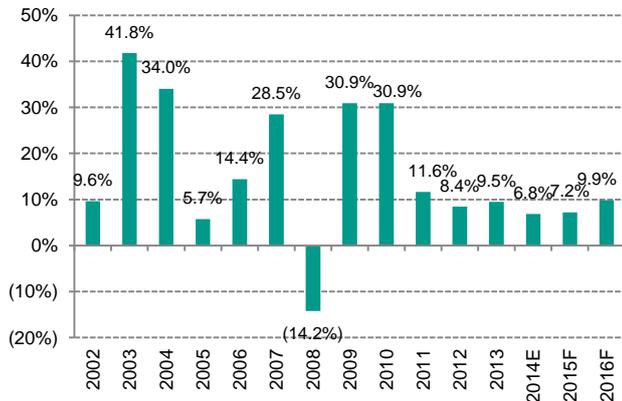


来源: 农银国际证券预测

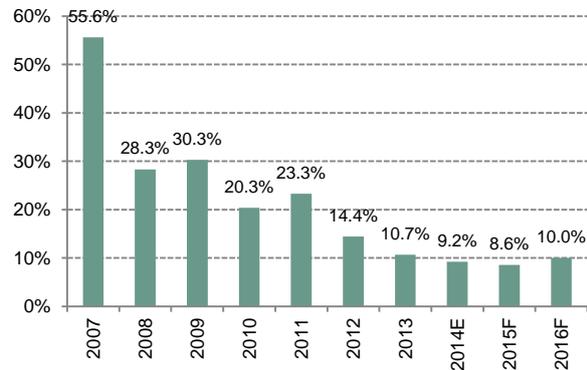
图表 11: H 股金融业指数平均净资产收益率(2007-16 年预测)



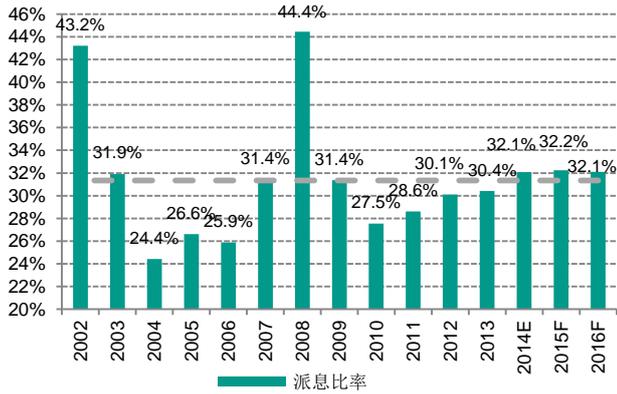
来源: 农银国际证券预测

图表 12: H 股指数每股盈利增长率(2002-16 年预测)


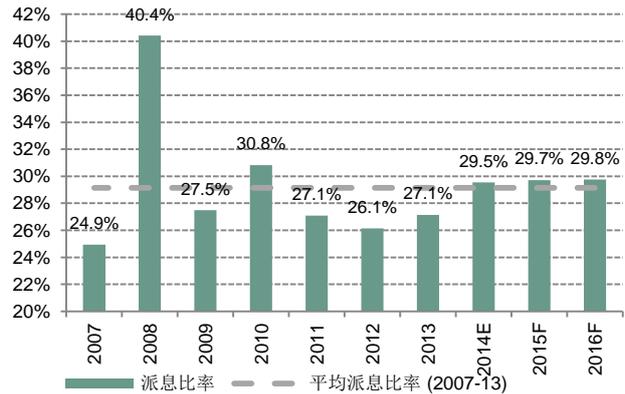
来源: 农银国际证券预测

图表 13: H 股金融业指数每股盈利增长率(2007-16 年预测)


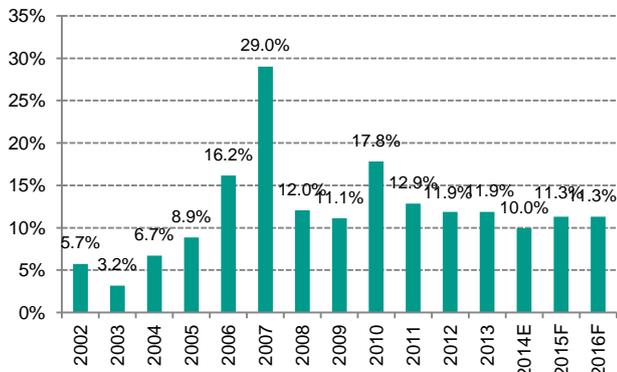
来源: 农银国际证券预测

图表 14: H 股指数派息比率(2002-16 年预测)


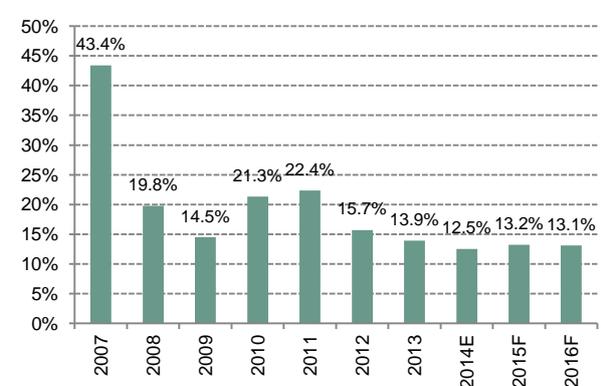
来源: 农银国际证券预测

图表 15: H 股金融业指数派息比率(2007-16 年预测)


来源: 农银国际证券预测

图表 16: H 股指数净值增长率(2002-16 年预测)


来源: 农银国际证券预测

图表 17: H 股金融业指数净值增长率(2007-16 年预测)


来源: 农银国际证券预测

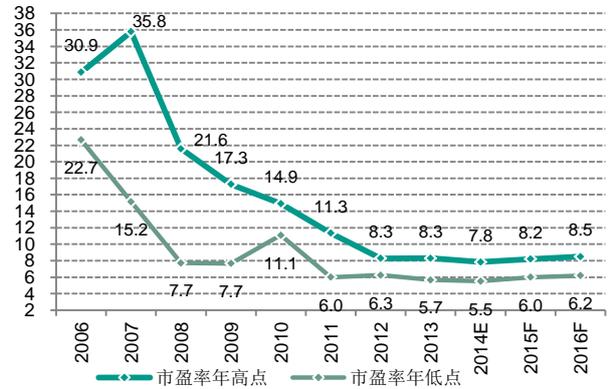


图表 18: H 股指数市盈率 (2002-16 年预测)



来源: 农银国际证券预测

图表 19: H 股金融业指数市盈率(2006-16 年预测)



来源: 农银国际证券预测

图表 20: H 股指数市净率 (2002-16 年预测)



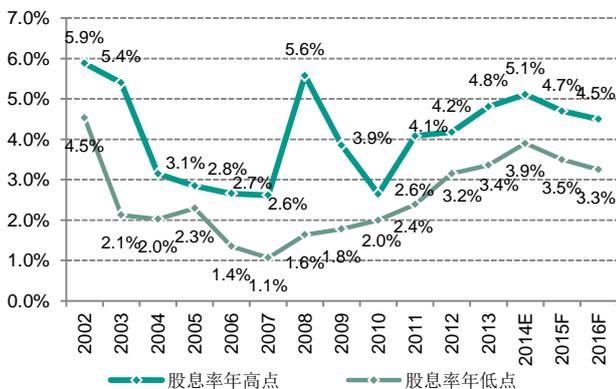
来源: 农银国际证券预测

图表 21: H 股金融业指数市净率(2006-16 年预测)



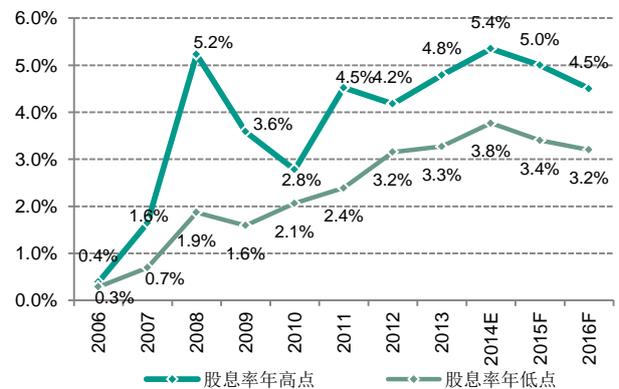
来源: 农银国际证券预测

图表 22: H 股指数股息收益率 (2002-16 年预测)



来源: 农银国际证券预测

图表 23: H 股金融业指数股息收益率 (2006-16 年预测)



来源: 农银国际证券预测

图表 24: 恒生指数成份股的市场估值表

股票 代码	股票 名称	股价 (HK\$)	2016F	2016F	2016F	2016F	2016F	2015F	2015F	2015F	2015F	2015F	2014E	2014E	2014E	2014E
			市盈率 (倍)	PEG (倍)	市净率 (倍)	股息率 (%)	净资产收益率 (%)	市盈率 (倍)	PEG (倍)	市净率 (倍)	股息率 (%)	净资产收益率 (%)	市盈率 (倍)	市净率 (倍)	股息率 (%)	净资产收益率 (%)
2	中电控股	65.95	14.79	4.50	1.61	5.56	11.1	15.51	4.72	1.68	5.31	11.0	15.78	1.75	5.22	20.8
3	香港中华	17.76	21.45	2.76	2.90	2.13	14.0	23.13	2.98	3.13	1.98	14.0	24.91	3.35	1.84	23.9
6	电能实业	72.75	17.62	(132.54)	1.18	2.97	6.8	17.87	(134.42)	1.21	2.93	6.9	17.57	1.24	2.98	13.0
836	华润电力	21.00	7.15	0.96	1.07	4.48	15.9	7.61	1.02	1.20	4.20	16.7	8.25	1.35	3.88	28.5
1	长江实业	137.40	8.67	6.06	0.72	2.37	8.5	9.23	6.45	0.76	2.22	8.5	8.92	0.82	2.30	16.8
101	恒隆地产	22.10	15.23	(44.43)	0.73	3.05	4.9	15.41	(44.96)	0.75	3.01	4.9	15.13	0.77	3.07	9.7
1109	华润置地	20.00	7.47	0.44	0.98	2.38	13.8	8.76	0.51	1.09	2.03	13.2	10.23	1.22	1.74	20.7
12	恒基地产	52.00	15.77	5.45	0.62	0.95	4.0	16.40	5.66	0.64	0.91	4.0	16.69	0.66	0.90	7.4
16	新鸿基地	112.50	12.52	1.72	0.67	1.84	5.4	13.51	1.86	0.69	1.70	5.2	14.41	0.71	1.60	5.0
17	新世界发	9.09	10.07	5.53	0.42	2.29	4.4	10.04	5.52	0.46	2.30	4.6	10.44	0.47	2.21	4.6
4	九龙仓集	55.00	11.06	0.87	0.55	1.16	5.0	12.35	0.98	0.56	1.04	4.6	14.03	0.58	0.91	7.5
688	中国海外	23.95	6.46	0.45	1.11	2.64	18.6	7.31	0.51	1.30	2.33	19.2	8.46	1.52	2.02	30.5
823	领汇房地	49.75	23.20	2.72	1.03	0.98	4.5	25.06	2.94	1.05	0.91	4.2	27.34	1.07	0.83	4.1
83	信和置业	12.46	12.73	2.30	0.61	2.20	4.9	13.69	2.47	0.64	2.05	4.7	14.18	0.65	1.98	4.7
388	香港交易	174.80	26.38	1.14	8.33	3.39	32.6	29.85	1.29	8.86	2.99	30.6	39.98	9.42	2.24	38.9
1299	友邦保险	43.90	16.56	1.18	2.00	1.50	12.7	18.75	1.34	2.23	1.33	12.4	21.53	2.44	1.15	20.6
2318	中国平安	73.10	10.17	0.97	1.50	1.71	15.9	11.21	1.07	1.75	1.55	16.7	12.42	2.01	1.40	28.8
2628	中国人寿	27.95	13.54	0.74	1.99	2.59	15.6	16.19	0.88	2.27	2.17	14.8	18.96	2.54	1.85	24.4
1398	工商银行	5.34	4.75	0.74	0.80	7.29	17.9	5.10	0.80	0.90	6.79	18.8	5.38	1.02	6.44	32.1
3328	交通银行	6.92	5.65	1.12	0.72	4.15	13.3	5.94	1.18	0.79	3.95	14.0	6.23	0.88	3.77	24.8
3988	中国银行	4.16	4.72	0.56	0.71	7.38	15.8	5.18	0.61	0.79	6.72	16.1	5.55	0.89	6.27	27.8
939	建设银行	5.99	4.50	0.65	0.76	7.74	17.9	4.84	0.70	0.86	7.19	18.8	5.14	0.97	6.77	32.2
11	恒生银行	128.20	12.22	1.46	1.87	4.11	15.9	13.18	1.57	2.01	3.81	15.8	14.35	2.15	3.50	24.3
23	东亚银行	31.10	10.13	2.03	0.93	4.11	9.5	10.88	2.18	1.00	3.83	9.4	11.17	1.05	3.73	17.1
2388	中银香港	27.40	9.75	0.99	1.41	5.88	15.1	10.67	1.08	1.54	5.37	15.0	11.77	1.67	4.87	25.1
5	汇丰控股	77.15	9.64	1.25	0.94	5.66	9.9	10.47	1.35	0.97	5.21	9.5	11.20	1.01	4.87	16.6
762	中国联通	11.52	12.14	0.68	0.87	3.62	7.3	14.60	0.81	0.91	3.01	6.4	16.90	0.95	2.60	10.8
941	中国移动	94.30	12.77	3.30	1.50	3.39	12.2	13.71	3.54	1.61	3.16	12.2	13.78	1.74	3.14	22.1
700	腾讯	118.20	22.06	0.76	6.19	0.51	32.0	27.86	0.96	8.24	0.40	33.9	36.69	11.03	0.31	50.2
992	联想集团	10.50	10.84	0.45	2.68	3.57	26.9	13.96	0.58	3.19	2.77	24.9	16.72	3.82	2.31	25.1



股票 代码	股票 名称	股价 (HK\$)	2016F	2016F	2016F	2016F	2016F	2015F	2015F	2015F	2015F	2015F	2014F	2014F	2014F	2014F
			市盈率 (倍)	PEG (倍)	市净率 (倍)	股息率 (%)	净资产收益率 (%)	市盈率 (倍)	PEG (倍)	市净率 (倍)	股息率 (%)	净资产收益率 (%)	市盈率 (倍)	市净率 (倍)	股息率 (%)	净资产收益率 (%)
144	招商局国	26.70	13.25	1.39	1.11	3.40	8.5	14.43	1.51	1.14	3.12	8.1	15.90	1.19	2.83	13.9
386	中国石化	6.52	8.60	1.98	0.85	5.07	10.2	9.82	2.26	0.91	4.43	9.5	9.36	0.95	4.65	18.5
857	中国石油	8.50	9.24	3.00	0.90	4.86	10.0	10.10	3.28	0.95	4.45	9.8	9.82	1.02	4.57	18.7
883	中国海洋	10.98	7.46	(8.03)	0.87	4.02	12.2	8.12	(8.74)	0.95	3.70	12.2	7.32	1.03	4.10	24.5
135	昆仑能源	8.04	8.12	0.66	0.98	3.39	12.6	9.69	0.78	1.07	2.84	11.6	10.26	1.18	2.68	20.4
1088	中国神华	23.80	8.60	1.90	1.06	4.56	12.9	9.27	2.05	1.17	4.23	13.1	9.40	1.27	4.17	23.5
293	国泰航空	17.68	10.18	0.25	0.95	3.49	9.6	12.78	0.31	1.01	2.78	8.2	20.32	1.07	1.75	10.2
66	港铁公司	30.90	16.48	6.47	1.07	2.09	6.6	15.96	6.27	1.10	2.16	7.0	17.33	1.14	1.99	12.1
291	华润创业	15.86	26.26	0.46	0.76	1.14	2.9	40.67	0.71	0.79	0.74	2.0	65.00	0.80	0.46	2.4
1928	金沙中国	40.70	12.33	0.94	5.56	8.09	47.1	14.63	1.12	6.08	6.82	42.9	15.77	6.49	6.32	61.4
27	银河娱乐	47.15	12.62	0.75	3.27	-	28.6	15.39	0.92	4.04	-	29.2	17.22	5.04	-	46.6
151	中国旺旺	10.20	19.07	1.35	6.09	3.44	33.3	21.22	1.51	6.65	3.09	33.6	24.83	7.70	2.65	47.5
2319	蒙牛乳业	29.75	15.04	0.69	1.81	1.45	12.7	18.02	0.83	2.02	1.21	11.8	22.25	2.24	0.98	18.6
322	康师傅控	17.64	19.62	1.08	3.33	2.37	17.9	22.31	1.22	3.70	2.08	17.4	27.42	4.07	1.69	26.3
1044	恒安国际	81.85	18.55	0.97	4.64	3.29	26.2	21.86	1.14	5.12	2.79	24.6	26.33	5.65	2.32	35.5
1880	百丽	8.68	11.18	1.64	1.80	2.24	16.7	12.09	1.78	1.94	2.07	16.6	12.76	2.08	1.96	28.1
494	利丰	8.43	12.79	0.89	1.92	5.39	15.8	14.31	1.00	2.15	4.82	15.4	16.73	2.25	4.12	11.2
13	和记黄埔	94.35	10.01	1.25	0.80	2.72	8.3	11.19	1.40	0.85	2.43	7.8	11.68	0.90	2.33	14.4
19	太古股份	104.50	12.42	1.27	0.66	2.31	5.4	14.00	1.43	0.68	2.05	4.9	14.97	0.70	1.92	8.8
267	中信股份	13.92	7.14	0.41	0.56	2.72	8.2	8.36	0.48	0.61	2.32	7.5	9.87	0.65	1.97	12.0

股票收盘价为2014年12月4日

PEG = 市盈率 / (2014-16年预计每股收益复合年均增长率)

来源: 彭博, 农银国际证券计算

图表 25: 恒生国企指数 (H 股指数) 成份股的市场估值表

股票 代码	股票 名称	股价 (HK\$)	2016F	2016F	2016F	2016F	2016F	2015F	2015F	2015F	2015F	2015F	2014F	2014F	2014F	2014F
			市盈率 (倍)	PEG (倍)	市净率 (倍)	股息率 (%)	净资产收益率 (%)	市盈率 (倍)	PEG (倍)	市净率 (倍)	股息率 (%)	净资产收益率 (%)	市盈率 (倍)	市净率 (倍)	股息率 (%)	净资产收益率 (%)
1398	工商银行	5.34	4.75	0.74	0.80	7.29	17.8	5.10	0.80	0.90	6.79	18.8	5.38	1.02	6.44	20.3
939	建设银行	5.99	4.50	0.65	0.76	7.74	17.9	4.84	0.70	0.86	7.19	18.8	5.15	0.97	6.77	20.2
1288	农业银行	3.69	4.44	0.56	0.76	7.81	18.2	4.81	0.61	0.86	7.21	19.1	5.17	0.98	6.71	20.3
3988	中国银行	4.16	4.72	0.56	0.72	7.38	16.0	5.18	0.61	0.80	6.72	16.2	5.55	0.89	6.27	17.0
3328	交通银行	6.92	5.65	1.12	0.71	4.15	13.2	5.94	1.18	0.79	3.95	14.0	6.23	0.88	3.77	14.8
3968	招商银行	17.00	4.83	0.46	0.83	5.67	18.5	5.36	0.52	0.96	5.11	19.2	5.88	1.11	4.65	20.2
998	中信银行	5.83	4.58	0.62	0.67	5.89	15.5	4.91	0.66	0.75	5.49	16.2	5.28	0.85	5.11	17.1
1988	民生银行	9.17	4.50	0.63	0.77	5.06	18.4	4.88	0.69	0.89	4.67	19.7	5.15	1.04	4.42	22.0
2628	中国人寿	27.95	13.54	0.74	2.06	2.59	16.1	16.19	0.88	2.30	2.17	15.0	18.96	2.56	1.85	14.2
2318	中国平安	73.10	10.17	0.97	1.60	1.71	16.8	11.21	1.07	1.84	1.55	17.7	12.42	2.14	1.40	18.6
1339	人保集团	3.80	8.84	0.44	1.23	1.70	14.8	10.69	0.53	1.40	1.40	13.8	12.78	1.58	1.17	13.1
2601	中国太保	35.45	15.81	0.91	2.03	2.84	13.4	18.22	1.05	2.20	2.46	12.6	21.76	2.38	2.06	11.4
1336	新华保险	36.30	10.21	0.85	1.46	0.58	15.3	11.59	0.96	1.69	0.51	15.7	12.82	1.96	0.46	16.5
2328	中国财险	15.86	10.83	0.78	2.12	3.57	21.0	12.94	0.93	2.45	2.99	20.2	14.06	2.79	2.75	20.9
6030	中信证券	26.65	22.89	1.50	2.23	2.11	10.0	26.61	1.75	2.36	1.82	9.1	30.39	2.49	1.59	8.5
6837	海通证券	17.06	17.20	1.15	1.72	2.20	10.3	19.62	1.31	1.84	1.93	9.7	22.76	1.96	1.66	8.9
1359	中国信达	4.19	6.48	0.28	1.02	2.31	16.9	7.86	0.34	1.18	1.91	16.1	9.84	1.36	1.52	14.7
1088	中国神华	23.80	8.60	1.90	1.07	4.56	12.9	9.27	2.05	1.16	4.23	13.0	9.40	1.26	4.17	13.9
1898	中煤能源	5.31	22.07	0.38	0.61	1.33	2.8	31.69	0.54	0.63	0.93	2.0	55.45	0.64	0.53	1.1
857	中国石油	8.50	9.24	3.00	0.92	4.86	10.2	10.10	3.28	0.98	4.45	9.9	9.82	1.03	4.57	10.8
386	中国石化	6.52	8.60	1.98	0.88	5.07	10.6	9.82	2.26	0.94	4.43	9.9	9.36	1.00	4.65	11.0
2883	中海油服	13.86	6.47	7.49	0.92	4.09	15.0	6.71	7.76	1.03	3.94	16.2	6.59	1.16	4.02	18.8
902	华能国际	9.21	7.74	2.13	1.26	7.22	16.9	8.02	2.21	1.36	6.97	17.7	8.32	1.48	6.72	18.7
916	龙源电力	8.07	12.44	0.46	1.30	1.53	10.9	14.49	0.54	1.42	1.31	10.3	20.02	1.56	0.95	8.0
390	中国中铁	5.55	7.42	0.76	0.81	2.03	11.4	8.05	0.82	0.89	1.87	11.6	8.93	0.98	1.69	11.5
1800	中国交建	7.63	6.10	0.69	0.76	3.86	13.0	6.71	0.76	0.84	3.51	13.1	7.23	0.93	3.26	13.5
2338	潍柴动力	30.75	8.71	1.02	1.19	1.49	14.5	10.08	1.18	1.35	1.29	14.2	10.26	1.53	1.26	15.9



股票 代码	股票 名称	股价 (HK\$)	市盈率 (倍)	2016F	2016F	2016F	2016F	2015F	2015F	2015F	2015F	2015F	2014E	2014E	2014E	2014E
				PEG (倍)	市净率 (倍)	股息率 (%)	净资产收益率 (%)	市盈率 (倍)	PEG (倍)	市净率 (倍)	股息率 (%)	净资产收益率 (%)	市盈率 (倍)	市净率 (倍)	股息率 (%)	净资产收益率 (%)
1211	比亚迪	41.80	32.88	0.50	2.99	0.61	9.5	43.60	0.66	3.24	0.46	7.7	90.15	3.48	0.22	3.9
489	东风集团	11.36	5.13	0.56	0.78	2.84	16.4	5.72	0.62	0.90	2.55	16.9	6.12	1.05	2.38	18.5
2238	广汽集团	7.09	6.45	0.25	0.84	6.10	13.7	7.80	0.31	0.93	5.04	12.4	10.16	1.01	3.87	10.3
2333	长城汽车	38.20	7.58	0.34	1.81	3.76	26.2	8.82	0.40	2.21	3.23	27.7	11.32	2.74	2.52	26.4
2202	万科	16.90	6.22	0.37	1.17	3.24	20.4	7.19	0.43	1.38	2.80	20.9	8.46	1.64	2.38	21.0
914	海螺水泥	27.45	8.39	1.00	1.32	2.25	16.8	9.13	1.09	1.52	2.07	17.9	9.86	1.76	1.92	19.3
3323	中国建材	7.59	5.06	0.84	0.64	2.93	13.3	5.22	0.87	0.71	2.85	14.5	5.68	0.81	2.61	15.1
358	江西铜业	14.00	13.42	6.53	0.79	2.95	6.0	14.12	6.87	0.82	2.81	5.9	13.98	0.84	2.84	6.1
1066	山东威高	6.52	17.08	1.01	2.00	2.03	12.2	19.24	1.14	2.18	1.81	11.8	23.31	2.37	1.49	10.6
1099	国药控股	27.70	13.79	0.68	1.91	2.14	14.6	16.69	0.82	2.13	1.77	13.4	19.99	2.36	1.48	12.3
168	青岛啤酒	56.05	22.91	1.81	3.12	1.19	14.4	25.58	2.02	3.48	1.07	14.3	29.08	3.88	0.94	14.0
728	中国电信	4.71	12.98	1.09	0.96	3.22	7.5	14.72	1.24	1.00	2.84	7.0	16.25	1.05	2.57	6.6
753	中国国航	5.87	10.45	0.34	0.92	1.67	9.2	12.01	0.39	1.00	1.45	8.6	17.85	1.08	0.98	6.2

股票收盘价为2014年12月4日

PEG = 市盈率 / (2014-16年预计每股收益复合年均增长率)

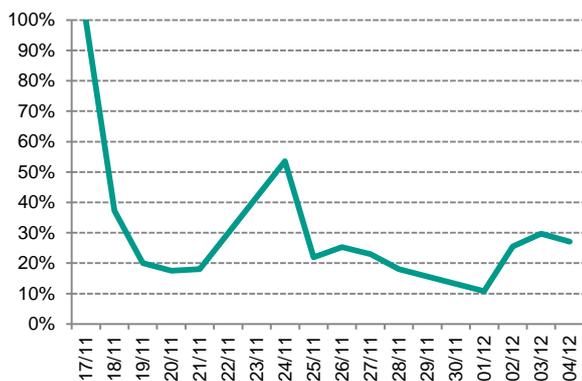
来源: 彭博, 农银国际证券预测

沪港通—投资策略

短期反应并不热切

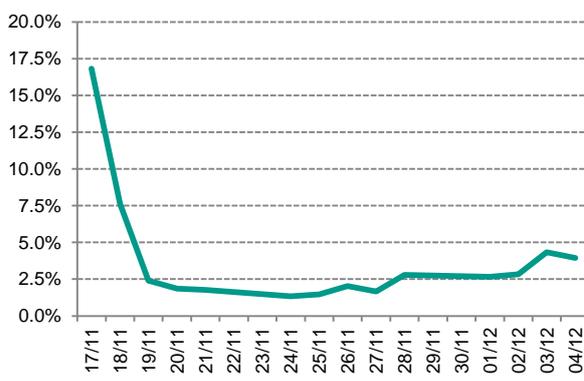
沪港通的推出是中国资本市场自由化的一个里程碑。两大交易所之间的交易链接允许境外投资者通过香港交易所（港交所）买卖内地股票，而内地投资者亦能通过上海证券交易所买卖香港股票，尽管两地的交易量都受配额限制。自该计划于4月10日对外宣布后，市场对计划下的股票交易量和两地指数表现都抱有高期望。沪港通于2014年11月17日宣布推出，但首18个交易日的交易量令人失望。沪股通投资方面，投资者于第一天蜂拥购买中国公司股票，但往后交易量持续下跌，投资者平均使用31.5%配额。港股通投资方面，大陆投资者只平均使用了3.9%配额，反映南下的投资不及北上的投资积极。因投资者的行为谨慎，我们反映两地的投资者将需要一段时间去认识跨境交易的股票选择和相关交易规则条款。我们认为沪港通将提高两地之间的股票交易及加强两地金融市场的交流，进一步发展及开放中国的金融体系。从中期和长期来看，该计划将扩大到深圳证券交易所并覆盖其他资产类别。

图表 26: 沪港通（沪股）配额使用比例



注：每日沪股通交易配额为 130 亿元人民币
来源：彭博，农银国际证券

图表 27: 沪港通（港股）配额使用比例



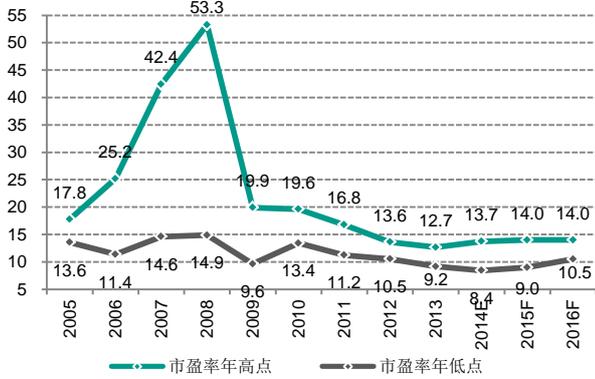
注：每日港股通交易配额为 105 亿元人民币
来源：彭博，农银国际证券

上海综合指数及沪深 300 指数 2015 年展望

我们认为 A 股市场的 P/E 波动区间将因市场系统性风险下跌而提升。随着中国利率下跌，市场风险将于 2015—16 年进一步下降。我们预计上海综合指数 P/E 波动区间将由 2013 年的 9.0-11.9 倍及 2014 年的 8.2-12.8 倍上升至 2015 年的 10.0—13.0 倍，指数波动区间为 2,697-3,506。同时，我们预计沪深 300 指数的 P/E 波动区间将由 2013 年的 9.2-12.7 倍及 2014 年的 8.4-13.7 倍上移到 2015 年的 9.0-14.0 倍，指数波动区间为 2,551-3,969。我们预计将有更多大型国有企业将在 2015 年被批准上市，而这些新的成份股将为指数带来新的不确定因素。

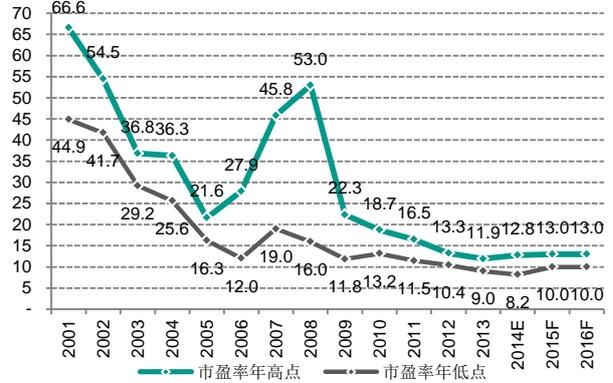


图表 28: 沪深 300 指数市盈率区间 (2005-16 预测)



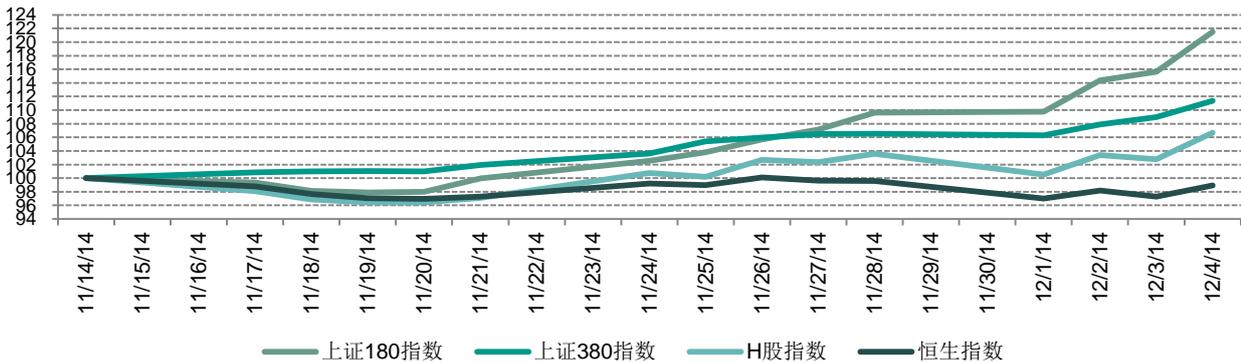
来源: 彭博、农银国际证券预测

图表 29: 上海综合指数市盈率区间 (2001-16 预测)



来源: 彭博、农银国际证券预测

图表 30: 沪港通启动后指数相对表现



注: 100=收盘在 2014 年 11 月 14 日 (沪港通启动前一天)

来源: 彭博、农银国际证券

沪股通投资策略

沪股通投资意味全球投资者可以选择于沪港通平台投资部分 A 股。机构投资者通过合格境外机构投资者和人民币合格境外机构投资者计划对 A 股市场的了解较深, 我们认为北上的投资大部分都是来自这部分投资者。香港散户投资者的热情会随着对 A 股市场的运作和投资规范的认识增加而上升。虽然现时交易量仍低, 但我们对 A 股市场的未来表现乐观, 因我们相信中国股票很快将被纳入全球基准指数, 这将为全球投资者带来巨大的投资机会。在一般情况下, 在首两周的交易中, 我们观察到 A 股投资者主要热衷于: (1) 中国知名的消费品牌, 国外投资者在此前并无法购买 (2) A-H 股价差异较大的股票; (3) 行业龙头; (4) 低估值股票。我们相信这种趋势将持续, 以下是我们的沪股通股票推荐:



图表 31: 中国知名的消费品牌

股票名称	股票代码	2014 年 预测市盈率	2015 年 预测市盈率	2014 年 预测市帐率	2015 年 预测市帐率
青岛啤酒	600600	25.81	22.88	3.46	3.11
伊利	600887	18.89	15.35	3.93	3.62

以 2014 年 12 月 4 日收市价格计算
来源: 彭博、农银国际证券计算

图表 32: A-H 股价差异股票

股票名称	股票代码	A 股折让 (%)	2014 年 预测 市盈率	2015 年 预测 市盈率	2014 年 预测 市帐率	2015 年 预测 市帐率
中国太平洋保险集团	601601	4.2	20.98	17.35	2.17	1.97
华能国际	600011	2.9	8.24	8.08	1.44	1.32

以 2014 年 12 月 4 日收市价格计算
来源: 彭博、农银国际证券计算

图表 33: 行业龙头

股票名称	股票代码	行业	2014 年 预测 市盈率	2015 年 预测 市盈率	2014 年 预测 市帐率	2015 年 预测 市帐率
工商银行	601398	银行	5.37	5.07	1.03	0.91
建设银行	601939	银行	5.61	5.32	1.07	0.94
中国人寿	601628	保险	22.20	18.87	2.73	2.43
中国中铁	601390	基建	10.30	9.27	1.14	1.04
中信证券	600030	证券	29.89	25.42	2.46	2.29
中国招商证券	600999	证券	39.60	32.93	3.32	3.08
保利地产	600048	财产	6.41	5.34	1.33	1.10
中国富邦	600340	财产	12.85	9.28	4.85	3.34
上海复星	600196	制药	21.32	17.87	2.78	2.47
贵州茅台	600519	葡萄酒	12.60	11.54	3.70	3.14
上海汽车集团	600104	汽车	8.39	7.38	1.52	1.35
北方创业	600967	机械及军事	33.98	22.92	4.11	3.50
华能国际	600011	火电	8.24	8.08	1.44	1.32
长江电力	600900	水电	14.75	14.34	1.82	1.72
上海国际机场	600009	机场	16.50	14.85	1.90	1.74
上海国际港口	600018	集装箱港	22.19	20.27	2.56	2.34
安徽海螺水泥	600585	水泥	8.68	7.99	1.59	1.39

以 2014 年 12 月 4 日收市价格计算
来源: 彭博、农银国际证券计算



行业高适应性为 2015 年护航

- 中国银行业的高适应性将在 2015 年从监管及环境变化中为行业护航
- 尽管降息周期重新开始，我们认为贷款定价的可持续性能抵消资金方的压力，整体净息差将保持稳定
- 虽然我们发现新增不良贷款出现在沿海以外地区，但对不良贷款正大规模蔓延的说法我们认为仍言之过早，然而我们预期银行将进一步加大不良贷款处置速度
- 以目前的估值水平，更多利好因素将支持行业估值重估，维持正面投资评级

以高适应性面对挑战。中国银行板块的估值在不利的经济和监管因素下持续受压。然而，我们看到近期的银行业绩正持续反映行业高适应性的特质。由于我们认为市场已经开始习惯行业负面消息，我们预期银行的估值将于 2015 年借着银行的高适应性及出色的资产负债管理重估。维持行业正面评级。

快速应对威胁，及早作出准备。面对政策和经营上的变化，我们看到银行均致力于以快速反应和及早准备缓和局势。最近的例子包括银行迅速在新资本规则采用后维持足够资本充足率，及快速从 2013 年 6 月银行同业流动性危机中缓解过来。这将有助于行业在 2015 年面对更多经营有关的政策，我们预期这可能包括互联网金融及创新产品的政策。

贷款定价抵消存款成本的压力。尽管我们预期行业净息差将在 2H14 和 2015 年受降息周期的重现而面临温和压力，但强劲贷款需求将支撑定价能力并抵消存款成本上升的压力。我们注意到存款竞争事实上并不如市场感知般激烈。实际存款成本压力似乎来自存款转移而不是价格竞争，这可以通过活期存款比例减少持续来证明。

资产质量趋势值得关注。根据最近几个季度不良贷款发展趋势，我们同意大多数银行的看法认为不良贷款将继续可控地温和增加。值得注意的是新增不良贷款似乎正延伸到沿海区域以外。然而，在现阶段我们不能断定大规模蔓延的情况已经开始，但我们会继续密切留意未来几个季度的发展趋势。同时我们预期银行将在 2015 年加快不良贷款处置的步伐。

工商银行 (1398 HK, 买入)。基于我们对大型银行的偏爱，我们继续看好工行的市场的领先地位和其高防守性经营模式，我们相信工行在政策改变上将相对其他银行稳定。我们认为目前 0.86x15E 市账率的估值具吸引力。

建行 (939 HK, 买入)。建行的审慎管理一直是喜爱建行的主要原因。这让建行在 3Q14 录得环比净息差扩大 1 个基点及稳定的资产质量。处于目前 0.82x15E 市账率，建行是我们的首选之一。

风险因素: 1) 快于预期的利率市场化; 2) 来自非银行金融机构竞争日趋激烈; 3) 资产质量急速恶化及贷款需求转趋疲弱; 4) 新政策影响银行的经营和盈利能力。

中国银行业

正面

分析员: 欧宇恒
电话: (852) 21478802
电邮: johannesau@abci.com.hk

主要数据

2014 预测市盈率均值 (x)	5.17
2014 预测市账率均值 (x)	0.89
2014 预测股息率均值 (%)	5.45

来源: 彭博、农银国际证券预测

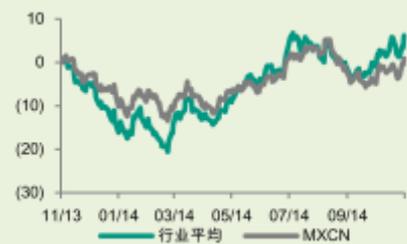
行业股价表现 (%)

	绝对	相对*
1 个月	6.60	1.48
3 个月	2.40	4.70
6 个月	16.09	7.57

*相对于恒生国企指数

来源: 彭博、农银国际证券

1 年股价表现 (%)



来源: 彭博、农银国际证券

图表 1: 净息差走势 (%)

	1Q13	2Q13	环比	3Q13	环比	4Q13	环比	1Q14	环比	2Q14	环比	3Q14	环比
工商银行	2.59	2.56	(0.03)	2.56	-	2.59	0.03	2.60	0.01	2.64	0.04	na	na
建设银行	2.71	2.71	-	2.71	-	2.82	0.11	2.81	(0.01)	2.79	(0.02)	2.80	0.01
农业银行	2.78	2.70	(0.08)	2.77	0.07	2.92	0.15	2.96	0.04	2.90	(0.06)	2.87	(0.03)
中国银行	2.22	2.24	0.02	2.20	(0.04)	2.31	0.11	2.29	(0.02)	2.25	(0.04)	2.24	(0.01)
交通银行	2.53	2.47	(0.06)	2.40	(0.07)	2.38	(0.02)	2.32	(0.06)	2.46	0.14	2.42	(0.02)
民生银行	2.45	2.39	(0.06)	2.30	(0.09)	2.84	0.54	2.62	(0.22)	2.62	-	2.59	(0.03)
招商银行	2.93	2.85	(0.08)	2.73	(0.12)	2.79	0.06	2.65	(0.14)	2.49	(0.16)	2.39	(0.10)
中信银行	2.65	2.55	(0.10)	2.60	0.05	2.61	0.01	2.37	(0.24)	2.35	(0.02)	2.39	0.04
光大银行	2.67	2.23	(0.44)	2.59	0.36	2.16	(0.43)	2.51	0.35	2.25	(0.26)	na	na
重农行	3.31	3.49	0.18	3.40	(0.09)	3.48	0.08	3.39	(0.09)	3.37	(0.02)	3.32	(0.05)
五大银行平均	2.57	2.54	(0.03)	2.53	(0.01)	2.60	0.08	2.60	(0.01)	2.61	0.01	2.58	(0.02)
中型银行平均	2.68	2.60	(0.08)	2.54	(0.05)	2.75	0.20	2.55	(0.20)	2.49	(0.06)	2.46	(0.03)
行业平均	2.68	2.62	(0.06)	2.63	0.01	2.69	0.06	2.65	(0.04)	2.61	(0.04)	2.63	0.02

来源: Wind, 公司报告, 农银国际证券

图表 2: 不良贷款率趋势 (%)

	1Q13	2Q13	环比	3Q13	环比	4Q13	环比	1Q14	环比	2Q14	环比	3Q14	环比
工商银行	0.87	0.87	-	0.91	0.04	0.94	0.03	0.97	0.03	0.99	0.02	1.06	0.07
建设银行	0.99	0.99	-	0.98	(0.01)	0.99	0.01	1.02	0.03	1.04	0.02	1.13	0.09
农业银行	1.27	1.25	(0.02)	1.24	(0.01)	1.22	(0.02)	1.22	-	1.24	0.02	1.29	0.05
中国银行	0.91	0.93	0.02	0.96	0.03	0.96	-	0.98	0.02	1.02	0.04	1.07	0.05
交通银行	0.97	0.99	0.02	1.01	0.02	1.05	0.04	1.09	0.04	1.13	0.04	1.17	0.04
民生银行	0.76	0.78	0.02	0.78	-	0.85	0.07	0.87	0.02	0.93	0.06	1.04	0.11
招商银行	0.66	0.71	0.05	0.79	0.08	0.83	0.04	0.85	0.02	0.98	0.13	1.1	0.12
中信银行	0.88	0.90	0.02	0.90	-	1.03	0.13	1.15	0.12	1.19	0.04	1.39	0.20
光大银行	0.79	0.80	0.01	0.82	0.02	0.86	0.04	0.97	0.11	1.11	0.14	1.07	(0.04)

来源: Wind, 公司报告, 农银国际证券

图表 3: 行业估值汇总表 (截至 2014 年 11 月 28 日)

公司	股票代码	评级	目标价 (港元)	上升空间 (%)	FY14F 市盈率 (x)	FY15F 市盈率 (x)	FY14F 市账率 (x)	FY15F 市账率 (x)	FY14F 股息率 (%)	FY15F 股息率 (%)
工商银行	1398 HK	买入	6.24	18.63	5.20	4.78	1.02	0.90	6.65	7.13
建设银行	939 HK	买入	6.90	17.35	5.11	4.75	0.97	0.86	6.80	7.44
农业银行	1288 HK	买入	4.54	23.37	4.91	4.39	0.99	0.86	7.13	7.81
中国银行	3988 HK	买入	4.45	11.25	5.33	4.85	0.86	0.77	6.56	7.19
交通银行	3328 HK	买入	6.94	7.93	5.98	5.36	0.82	0.74	5.05	5.64
招商银行	3968 HK	买入	17.30	7.72	5.66	4.85	1.04	0.90	5.29	6.23
民生银行	1988 HK	买入	9.55	12.09	4.03	3.64	0.97	0.83	3.96	4.25
中信银行	998 HK	持有	5.37	-6.93	5.43	4.71	0.84	0.73	5.42	6.28
光大银行	6818 HK	买入	4.48	13.13	4.87	4.34	0.85	0.76	5.68	6.31
徽商银行	3698 HK	买入	4.03	19.58	5.74	5.09	0.80	0.69	4.45	5.19
哈尔滨银行	6138 HK	买入	3.53	30.74	5.40	4.91	0.80	0.69	3.70	4.63
重庆银行	1963 HK	买入	6.38	12.92	4.35	4.00	0.74	0.63	4.65	5.53

来源: 彭博, 农银国际证券估算



资本市场改革为行业带来机遇

- 沪港通将有助推动市场情绪，提振 A 股市场的日均成交金额
- 融资融券业务增长势头强劲，对行业整体收入贡献料将从 2014 年上半年的 18% 提高至 2015 年的 20-25%
- 国内新股首次公开发行至(IPO)重启，带动承销及保荐的手续费收入在 2014 年大幅反弹，增长势头可望延续至 2015 年
- 我们对中国证券行业持正面看法，预期券商将是资本市场改革的主要受益者，银河证券(6881 HK)为行业首选

A 股市场交投量大增。上证综合指数在 2014 年第三季上涨 15%，在 11 月份，更突破 2,600 点水平，创下年内新高。在沪港通推出的带动下，市场流动性充裕，投资情绪亦转趋乐观，我们预计上证综合指数在 2015 年可上升 10-15%。A 股市场的日均成交金额在 11 月创下历史新高，在国内宣布减息刺激下，日均成交金额突破 7,000 亿元人民币。2014 年首 11 个月的日均成交金额为 2,510 亿元人民币(2014 年首 10 个月达到 2,320 亿元人民币)。展望 2015 年，预期 A 股市场日均成交金额可达到 3,400-3,500 亿元人民币，流通 A 股市值将达到人民币 32-33 万亿元人民币(2014 年 11 月底: 27.2 万亿)，流通 A 股市场额流转率可维持约 250-260%。

融资融券业务增长势头强劲。融资融券业务的规模自成立以来发展迅速，融资融券余额从 2011 年的 380 亿元人民币，大增至 2014 年 11 月底的 8,250 亿元人民币。然而，融资融券的渗透率仍然偏低，只有约 2% 的 A 股投资者拥有信用账户。融资融券余额在 2013 年及 2014 年首 11 个月按年攀升 287% 及 152% 之后，我们预计 2015 年增长将回复正常化，料按年增长 30-40%，占流通 A 股市值约 3.5%。对总收入贡献料可从 2014 年上半年的 18% 进一步提升至 20-25%。

投资银行业务表现出色。中国自 2014 年第一季重启 A 股首次公开发行后，截至 9 月底止，共有 81 家企业已成功完成发行，此外，二次发行亦表现强劲。2014 年首 9 个月，集资金额合计(包括透过首次公开发行、增发及配股)为人民币 5,280 亿元，按年增长 78.4%。券商承销及保荐的手续费收入在 2014 年大幅反弹，增长势头可望延续至 2015 年。

我们对中国证券行业持正面看法。我们认为，中资券商将是资本市场改革的主要受益者，盈利增长前景不俗。银河证券(6881.HK)为行业首选，主要由于其资本状况稳健、拥有最大的经纪业务收入市场份额及同业最高的平均股本回报率。

风险因素: 1) 券商佣金率进一步下滑; 2) A 股市场成交量大幅下降; 3) 中国经济增长放缓; 4) 高于预期的自营交易损失; 5) A 股市场流转率下降。

中国证券业

正面

分析员:梁心敏
电话:(852)21478809
电邮:pandoraleung@abci.com.hk

主要数据

2015 预测市盈率均值 (x)	20.42
2015 预测市账率均值 (x)	1.86
2015 预测股息率均值 (%)	1.51

来源: 公司、彭博、农银国际证券预测

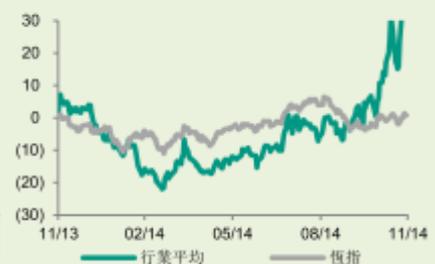
行业股价表现 (%)

	绝对	相对*
1 个月	36.35	34.37
3 个月	45.37	50.06
6 个月	51.77	55.85

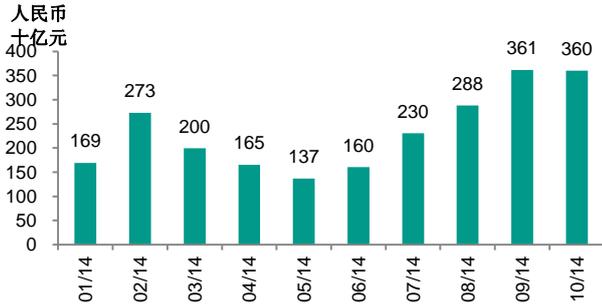
*相对于恒指

来源: 彭博、农银国际证券

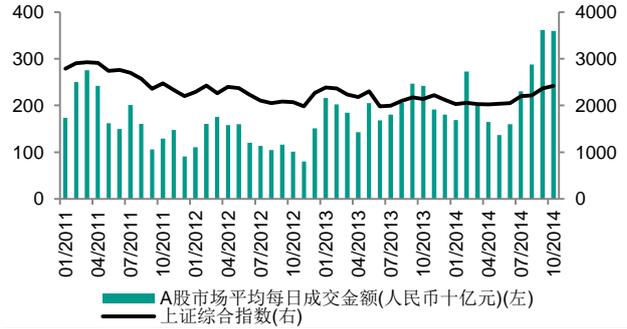
1 年股价表现 (%)



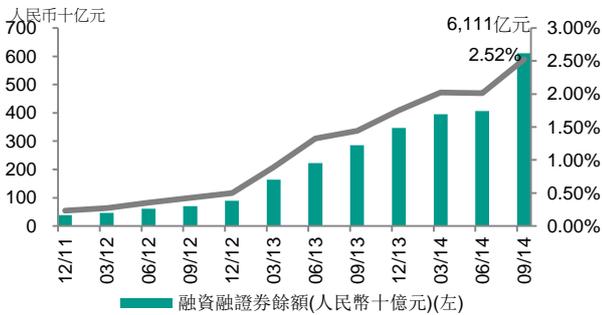
来源: 彭博、农银国际证券

图表 1: A 股市场平均每日成交额于第三季大幅反弹


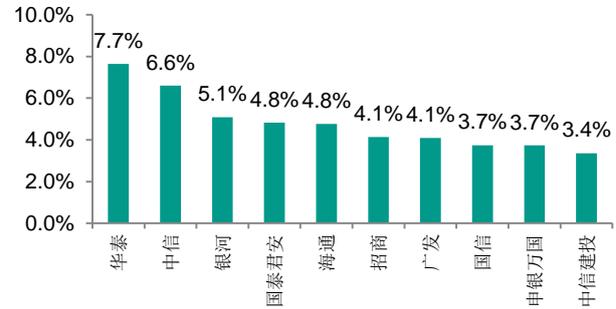
来源: Wind、农银国际证券

图表 2: 上证综合指数于第三季上升 15%


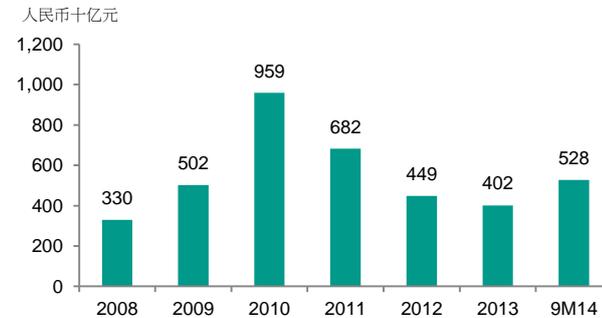
来源: Wind、彭博、农银国际证券

图表 3: 国内融资融券余额


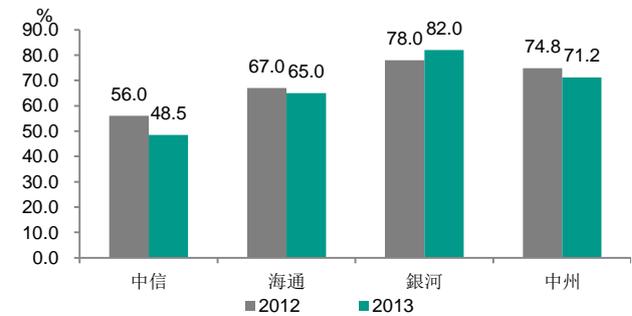
来源: Wind、农银国际证券

图表 4: 2014 年首 9 个月券商成交额排名(股票及基金合计)


来源: Wind、农银国际证券

图表 5: 集资金额合计(包括透过首次公开发行、增发及配股)


来源: Wind、农银国际证券

图表 6: 本港上市券商净资本/净资产比率


来源: 公司、农银国际证券

图标 7: 行业估值概要 (截至 2014 年 11 月 28 日)

公司	股票代码	评级	目标价 (港元)	上升空间 (%)	FY14F 市盈率 (x)	FY15F 市盈率 (x)	FY14F 市账率 (x)	FY15F 市账率 (x)	FY14F 股息率 (%)	FY15F 股息率 (%)
中信证券-H	6030 HK	NA	NA	NA	26.1	22.9	2.1	2.0	1.3	1.4
海通证券-H	6837 HK	NA	NA	NA	22.3	19.2	1.9	1.8	1.3	1.6
银河证券	6881 HK	买入	12.00	51.0	17.1	15.2	1.7	1.6	1.6	1.7
中州证券	1375 HK	NA	NA	NA	20.7	16.3	1.7	1.6	0.8	1.1

来源: 彭博、农银国际证券预测



清洁能源取代化石能源

- 在中短期，经济结构变化导致总体电力消耗增长慢于实体经济增长
- 清洁能源电力优先上网政策，不利于使用化石能源发电
- 从中长期来看，水电和核电上网电价将有上行可能；太阳能和风电上网电价有下行风险

中国整体电力行业产能过剩的风险不容忽视。由于经济结构改变，电力弹性系数自 2012 年一直低于 1.0 倍。然而，行业发电装机容量增长持续数年快于全国全社会用电量增长。因此，全国发电设备平均利用率连续三年下降，暗示产能过剩风险升温。此外，国务院提出意见要求在未来 6 年削减风能发电和太阳能发电上网电价。2015 年，整体电力行业将受惠于国内利率下行周期的趋势，并且清洁能源电力行业股份的 Beta 低于 1，也将吸引避险投资者。

优先上网政策有利清洁能源电力行业。清洁能源电力（例如风电、光伏能源、水电和核电）优先于化石能源发电上网。这项政策保护并容许清洁能源电力企业扩大产能，从而取代化石燃料电力的市场份额。

核电——产出增长趋势明显。为了实现国务院设定的 2020 年的目标，我们预计国务院在 2015 年将批准新建约 9GW 的新核电项目。预计受益企业包括中广核集团、中核工业集团、中国电力投资集团、中国核工业建设集团和他们的合作投资伙伴(如华电福新、华能集团等)。

风力发电——产能快速增长。地方政府有强烈的动机，促进投资风电项目以增加固定资产。风电装机容量在 2013-2020 年将实现 14.9% 的复合年均增长率。然而，风电行业的 ROAA 和 ROAE 较低，而风电上网电价中长期有下行风险。风电企业净利润增长主要依靠销量增长。在 2015 年，风电行业企业需要集资用于资助资本支出并降低杠杆率。

水电——季节性因素影响相对较大。水电产出隔年出现显著的增加和大幅下降。2014 年，较好的降雨量提高水电设备利用率和水电企业净利润的增长。然而，市场对 2015 年的前景持谨慎态度。水电企业（如中国电力和华电福新）或将受到影响。

光伏能源——机会丰富。光伏发电装机容量在 2013-2020 年将实现 26% 的复合年均增长率。光伏行业的门槛相对其他清洁能源较低。一些太阳能装备的生产厂家（如顺风清洁能源和保利协鑫能源）转营为太阳能发电企业，但目前他们发电的往绩不长。

供应链的影响：太阳能、风能和核能在未来几年有相对强劲的产能增长，利好上游设备供应商。不过，水电较低的产能增长将不利于上游供应商。

风险因素：1) 电力弹性系数低于 1.0；2) 资产利用率下降风险；3) 电价上行/下行风险；4) 政策法规的变化可能会改变不同类型的电力生产商之间的竞争格局；5) 预期的产能增长导致未来几年频繁的融资需求；6) 政府的装机容量长期目标可能会有所变动，并可能偏离实际结果；7) 化石能源价格的变化可能影响清洁能源的价格竞争力。

清洁能源电力行业

正面

分析师：陈宋恩
Tel: (852) 2147 8805
Email: philipchan@abci.com.hk

主要数据

行业平均 ^(注1)	FY15	FY16
市盈率(倍)	12.11	9.64
市净率(倍)	1.40	1.17
股息率(%)	1.67	1.94

来源：彭博，农银国际证券

注 1：可比的股票包括：916, 958, 1798, 956, 579, 2380, 816, 735, 1165

板块表现^(注1)

3 年平均 ROAA	2.23%
3 年平均 ROAE	9.16%
2014-16 EPS CAGR	37.8%
净借贷/权益	192%
平均 beta (对 恒指)	0.64

来源：彭博，农银国际证券

恒生综合公用事业指数 (HSCUI) 表现(%)

	绝对	相对*
3 个月	0.51	3.55
6 个月	6.59	2.66
12 个月	11.38	10.55

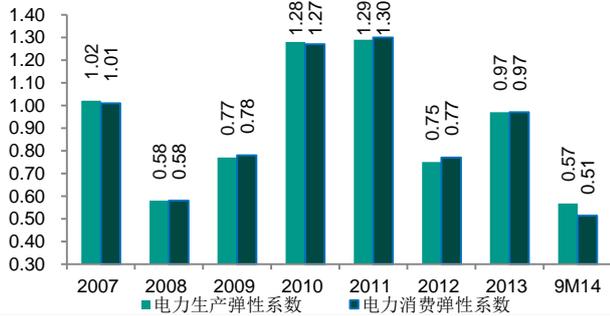
*相对恒生指数 (HSI)

来源：彭博，农银国际证券

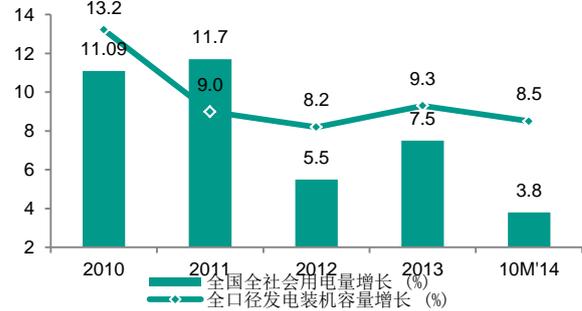
1 年指数表现(%)



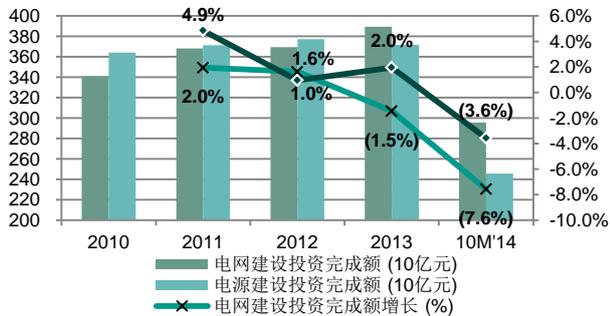
来源：彭博，农银国际证券

图表 1: 发电量 (电力消耗量) 增长/实际 GDP 增长


来源: 国家统计局, 农银国际证券

图表 2: 产能过剩的风险: 在电力行业装机容量的增长超过了电力消耗的增长


来源: 国家能源局, 中国电力企业联合会, 农银国际证券

图表 3: 在电网与电源完成投资额 (人民币亿元) 显示增长放缓势头


来源: 国家能源局, 中国电力企业联合会, 农银国际证券

图表 4: 电力调度优先表: 电源优先上网规则 (按降序排列)

1. 利用可再生能源但不可调节电源 (例如风能和太阳能)
2. 利用可再生能源但可调节电源或符合环保要求的垃圾发电机组 (如水电、地热能、生物质能、垃圾焚烧发电)
3. 核电
4. 煤热联电
5. 燃气及煤气化发电
6. 其他燃煤发电
7. 燃油发电

来源: 国务院

图表 5: 清洁能源的装机容量目标

年底	2013A	2015*	2020^	2013-15F	2013-20F
装机容量	百万千瓦	百万千瓦	百万千瓦	CAGR	CAGR
太阳能	19.42	21	100	4.0%	26.4%
核电	14.61	40	58	65.5%	21.8%
风电	75.48	100	200	15.1%	14.9%
水电	280.02	290	350	1.8%	3.2%

注*: 十二五规划目标; 注^: 由国务院在 2014 年 11 月公布目标

来源: 国务院, 国家能源局, 农银国际证券估算

图表 6: 发电机年平均使用率* 显示出下降趋势

	总体	核电	火电	水电	风电
2011	54.0%	88.6%	60.6%	34.5%	21.6%
2012	52.1%	89.4%	56.7%	40.9%	22.0%
2013	51.5%	90.1%	57.2%	37.9%	23.7%
1-10/2013	51.3%	89.4%	56.2%	39.4%	23.2%
1-10/2014	48.6%	84.6%	53.0%	42.5%	20.6%

注#: 使用率= 发电机年均利用小时/期间总小时数

来源: 国家能源局, 农银国际证券

图表 7: 中国的清洁能源电力生产商的财务概要

代码	股票	3年 平均 ROAA	3年 平均 ROAE	净借贷 /权益	2014-16F 每股收益 年均增长率
风力发电:					
916	龙源	2.49	8.88	146	26.9
958	华能新能源	1.68	8.02	197	34.4
1798	大唐新能源	0.72	4.08	324	137.4
579	京能清洁能源	3.27	10.05	191	32.4
水力发电:					
600900	长江电力	5.81	12.59	73	1.1
2380	中国电力	1.91	8.71	191	3.2

来源: 彭博, 农银国际证券计算

代码	股票	3年 平均 ROAA	3年 平均 ROAE	净借贷 /权益	2014-16F 每股收益 年均增长率
816	华电福新	1.79	11.07	306	27.9
太阳能发电:					
735	中国电力新能源	1.50	3.48	82	33.9
1165	顺风清洁能源	(11.91)	(60.06)	211	100.0
核电:					
	中广核集团	4.14	22.94	221	N/A
	中核工业电力	2.88	12.97	339	N/A
	中核工业建设	2.12	19.27	105	N/A



行业 2015 仍面临诸多不确定性

- 尽管煤炭价格自 2014 年 10 月中开始温和反弹，然而，下游需求疲态尽显、能源改革以及海外竞争均将继续限制煤价反弹空间
- 行业整合将继续深化，大量冗余中小产能被挤出，有利于龙头企业
- 看好中国神华（1088 HK）的领导地位和强大物流运输能力，而且其目前的估值处于较为吸引水平

煤价弱势反弹未改善下游需求疲弱格局。2014 年 11 月 5 日，环渤海动力煤价格反弹 24 元/吨，月环比增 4.9%。这一反弹主要体现大型煤炭生产商在旺季及煤电定价会议前的短期定价策略。事实上，即便接近旺季，内蒙古坑口价截止 10 月底仍连续 3 周持平，比 8 月 15 日淡季期的煤价还低约 10 元/吨。展望未来，中国经济结构转型、经济低增长的“新常态”，以及清洁能源改革等，均会成为限制煤炭板块反弹的负面因素。

2015 年煤炭市场仍未见足够驱动力。2015 年煤炭公司将继续受制于行业供过于求、经济转型以及海外进口煤激烈竞争的压力。虽然中国近期放松房地产限购，央行也采取降息行动，试图阻止因固定资产投资等因素导致的经济放缓，但中央政府仍强调通过经济改革，以稳健的货币政策实现“新常态”的经济增长。这意味着未来大规模货币刺激的概率较小，行业调整或将继续，对煤价难有驱升作用。

进口煤仍会抑制煤价。中国 2014 年 10 月 15 日恢复对劣质进口煤征收 3%~6% 的最惠国税率。我们认为此举对于限制进口煤竞争力的实际政策效果极为有限。中国进口煤主要来自东盟这样的零关税区，或来自即将取消关税的澳大利亚。在 2015 年，进口煤仍会对国内煤形成竞争，对吨煤销售成本较高的生产商形成巨大压力。从长远来看，效率低下的煤炭生产商将伴随行业整合而让出市场份额。

中国神华（1088 HK，买入）。看好其在煤炭行业的领导地位和强大的自有综合运输能力。运输是煤炭销售和利润增长的重要基石。预计神华其未来 3 年净资产收益率可达两位数（FY14E-16E 约 14%），公司有很强的市场定价能力，其现有的估值（约 1.05 倍 FY15E 市净率）很吸引，目标价设定为 24.9 港元。

伊泰煤炭（3984 HK，买入）。伊泰煤炭的优势在于它吨煤成本非常有竞争力（H 股同业中最低），而且相比国企来说，它的经营效率更佳。预计公司未来 3 年的净资产收益率普通可达约 12%，现有的估值仅约 0.99 倍 FY15E 的 P/B 值，很有吸引力，目标价设定为 10.83 港元。

中煤能源（1898 HK，持有）。该股受益于近期的吨煤成本下降、行业重组带来的机会，以及政府的大力支持。然而，它较低的净资产收益率（约 3%~4%）意味着其市净率必须有较大折让。设定目标价为 4.67 港元，对应 FY15E 的市净率约 0.54 倍。

中国动力煤板块

中性

分析员:陈宜旻
电话:(852)21478819
电邮: markvbchen@abci.com.hk

主要数据

2015 预测市盈率均值 (x)	12.52
2015 预测市账率均值 (x)	0.82
2015 预测股息率均值 (%)	2.83

来源: 公司、彭博、农银国际证券预测

行业股价表现 (%)

	绝对	相对*
1 个月	3.49	(4.60)
3 个月	(5.95)	(6.22)
6 个月	7.03	(3.51)

*相对于恒指

来源: 彭博、农银国际证券

1 年股价表现 (%)



来源: 彭博、农银国际证券

兖州煤业 (1171 HK, 卖出)。市场对该股的现有估值过度乐观。除非公司有效控制成本，否则受海外市场需求缩减、国内下游行业需求疲弱，以及本身煤矿资源相对弱势等影响，其现有估值均难以为继。设定其 12 个月目标价 4.60 港元。

风险因素: 1) 煤炭价格继续下跌；2) 行业产能持续过剩；3) 下游行业商业周期；4) 政策和监管风险。

图表 1: 环渤海动力煤价格指数 (人民币/吨)



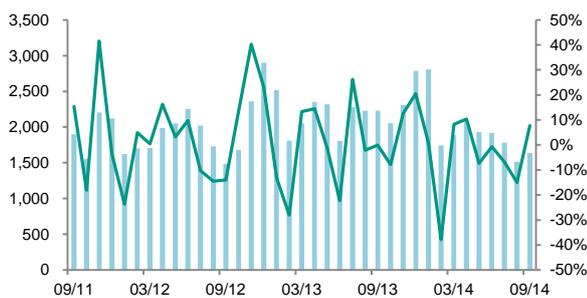
来源: Wind、农银国际证券

图表 2: 澳大利亚 BJ 动力煤现货价 (美元/吨)



来源: Wind、农银国际证券

图表 3: 中国煤炭进口量 (万吨) 及按月增幅(%)



来源: Wind、农银国际证券

图表 4: 重点电厂煤炭库存可用天数 (单位: 天)



来源: Wind、农银国际证券

图表 5: 行业估值概要 (截至 2014 年 11 月 28 日)

公司	代码	评级	目标价 (港元)	上升空间 (%)	2014F 市盈率(x)	2015F 市盈率(x)	2014F 市账率(x)	2015F 市账率(x)	2014F 股息率(%)	2015F 股息率(%)
中国神华	1088 HK	买入	24.90	12.93	9.56	8.75	1.30	1.19	3.85	4.20
中煤能源	1898 HK	持有	4.67	(3.51)	52.92	16.11	0.56	0.54	0.54	2.16
兖州煤业	1171 HK	卖出	4.60	(30.41)	14.60	15.20	0.44	0.43	1.92	1.92
伊泰煤炭	3948 HK	买入	10.83	12.00	11.04	10.01	1.23	1.14	2.75	3.04

来源: 彭博、农银国际证券预测



挑战将至

- 中国的原奶价格将会继续受压，到 2015 年或将会触底反弹并在 2016 年有逐步的回升
- 我们预期原奶价格的下降压力以及市场竞争的加剧或将会导致新一轮的行业整合
- 我们更加偏向大型乳品企业。蒙牛（2319 HK）的市场领导者的地位以及过去的业绩使我们对其 2015-2016 年的前景保持审慎乐观态度

2015-16 展望：挑战将至。我们相信中国乳制品市场的竞争不断加剧预示着 2015-16 年对各大乳品企业将会形成更大的挑战。我们预期原奶价格将会继续下降，并在 2015 年底触底。就下游产品而言，我们预期产品价格将会继续上涨，整个产品市场的竞争将会加剧。因此，我们相信新一轮的行业整合将会出现。我们同时也认为，全国性的品牌以及具有一体化生产流程的地方性乳品企业将可以更好地迎接以上的挑战。

原奶价格：谷底尚未到来。中国的原奶价格自 2014 年出开始从每公斤 4.27 元下降到 11 月的 3.84 元。我们相信原奶价格的下降趋势主要是由国际奶粉价格从 2013 年 4 月的高位下跌了约 60% 所致。很多的乳品企业也因此转向了使用更加便宜的奶粉作为原材料。目前外部导致价格下行压力的因素还没有出现消退的迹象。因此，我们预期中国的原奶价格将会持续下跌，在 2015 年末触底，并在 2016 年开始缓慢回升。

竞争加剧和乳制品零售价格。庞大的分销渠道以及规模性生产将会使大型的全国性品牌的规模进一步扩大。然而，地区性的乳品企业也可以利用其地理优势来填补部分产品类别的空缺，如酸奶和巴氏奶。虽然竞争将会加剧，但是我们仍然认为乳制品的价格会因为消费者向高端产品转移而上涨。乳品企业在推广高端产品方面的努力也将会使价格继续上涨。

预期市场将会出现新一轮的整合。我们预期原奶价格下降的压力以及竞争的加剧将会引发新一轮的行业者。持续下降的价格或将会使原奶供给减少。只有成熟的全国性乳品企业以及具有一体化生产流程的地区性乳品企业可以免受下游竞争加剧的影响。同时，我们预期新一轮的乳业并购活动或将会在 2015 年出现。

我们偏向于大型乳品企业。蒙牛（2319 HK）的市场领导者的地位以及过去的业绩使我们对其 2015-2016 年的前景保持审慎乐观态度。我们对于蒙牛的忧虑是其对于液态奶产品的过度依赖，毕竟其竞争对手伊利（600887 CH）已经成功地将产品多元化。我们对“蒙牛”维持持有评级，并保持目标价格 40.8 港元/股。

风险因素： 1) 产品安全风险；2) 牛群和牧场管理风险；3) 政策风险；4) 业务合作关系执行风险。

乳制品

中性

分析员：潘泓兴
电话：(852) 2147 8825
电邮：paulpan@abci.com.hk

主要数据

2015 预测市盈率均值 (x)	12.24
2015 预测市账率均值 (x)	1.78
2015 预测股息率均值 (%)	1.74

来源：公司、彭博、农银国际证券预测

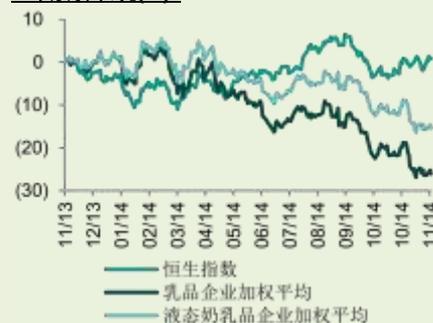
行业表现(%)

	绝对	相对*
1 个月	(10.03)	(14.39)
3 个月	(22.24)	(22.67)
6 个月	(35.38)	(43.49)

*相对于恒指

来源：彭博、农银国际证券

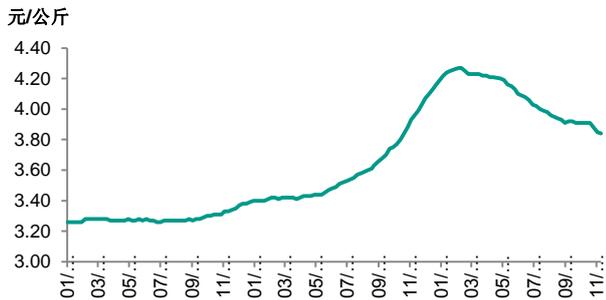
1 年股价表现(%)



来源：彭博、农银国际证券

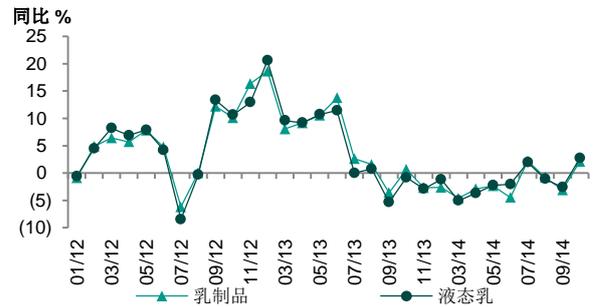


图表 1: 中国原奶价格



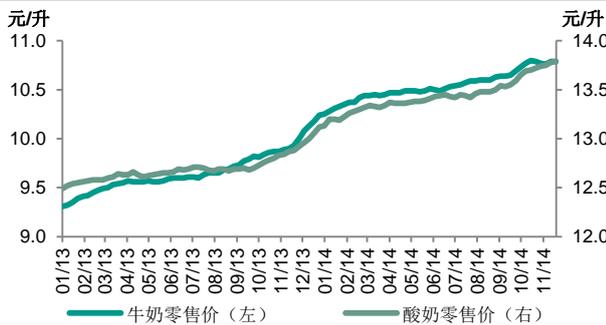
来源: Wind、农银国际证券

图表 2: 中国乳制品和液态奶产量增长



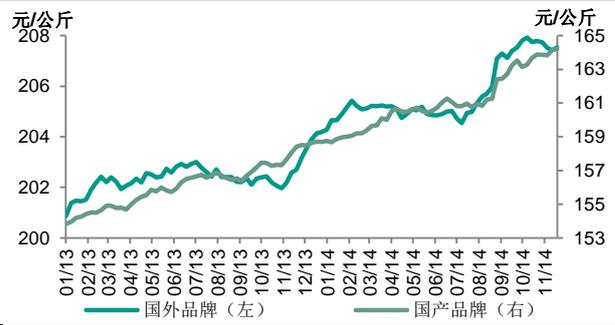
来源: Wind、农银国际证券

图表 3: 中国牛奶和酸奶零售价



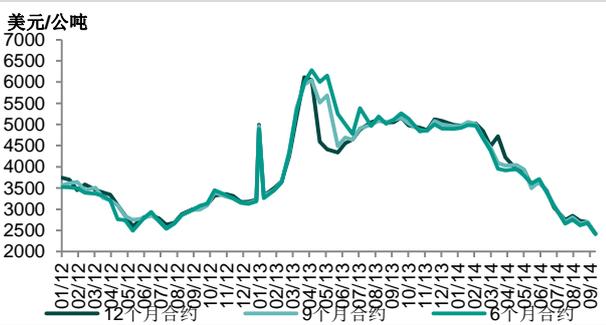
来源: Wind、农银国际证券

图表 4: 中国婴幼儿奶粉价格



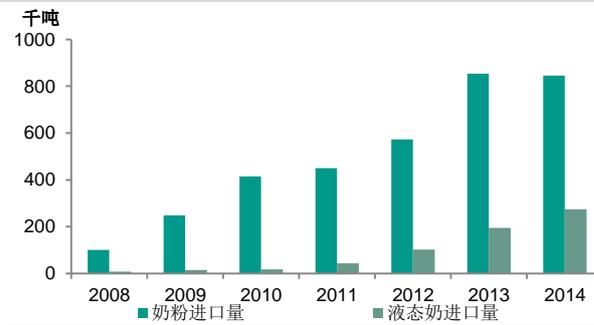
来源: Wind、农银国际证券

图表 5: 新西兰全脂奶粉期货价格



来源: Wind、农银国际证券

图表 6: 中国乳制品的进口量



来源: Wind、农银国际证券

图表 7: 行业估值概要 (截至 2014 年 11 月 28 日)

公司	代码	目标价 (港元)	市值 (百万港元)	股价回报(%)		市盈率(倍)		每股盈利增长		净资产收益率	
				3 个月	年初至今	2014F	2015F	2014F	2015F	2014F	2015F
蒙牛乳业	2319 HK	40.8	61,593	(11.28)	(14.54)	31.14	22.96	13.48	35.64	11.53	12.56
惠山乳业	6863 HK	--	23,418	(9.44)	(41.79)	12.54	10.17	3.00	23.30	11.01	12.43
现代牧业	1117 HK	--	12,068	(34.04)	(40.48)	9.39	7.71	214.93	21.80	16.56	17.37
原生态牧业	1431 HK	--	3,401	(36.03)	(60.99)	5.99	4.89	30.68	22.61	10.53	11.64
中国圣牧有机	1432 HK	--	15,187	(2.45)	0.00	17.22	11.27	N/A	52.73	25.80	25.23
合生元	1112 HK	--	11,238	(36.14)	(73.02)	13.33	12.51	(19.64)	6.54	26.45	25.31
雅士利	1230 HK	--	8,364	(9.62)	(50.53)	18.08	16.05	(16.94)	12.62	11.03	11.98

来源: 彭博、农银国际证券估测



行业基本面持续改善

- ✎ 由于利润率较高的保障型产品占比持续提高及逐步优化产品结构，我们预计新业务价值的增长势头可延续至 2015 年
- ✎ 国内减息有助带动 A 股市场的投资气氛，对股市表现正面，有助提高保险公司的投资回报
- ✎ 惟考虑车险定价管制放松的不确定性，加上农村保险的市场竞争加剧，我们对产险承保周期的前景保持审慎
- ✎ 我们对中国保险行业持正面看法，较看好寿险公司

新业务价值增长动力改善。国内保险公司上半年新业务价值按年大幅增长(介乎 5.9%-44.0%)，主要是由于个人代理分销表现强劲，加上首年保费维持在高水平。按业务组合，个人寿险占新业务价值 84.4%-97.5%(人保的 32.7%除外)。由于个人寿险代理的生产力不断改善、注重销售利润率较高的保障型产品及逐步优化产品结构，我们预计新业务价值的增长势头可延续至 2015 年。

中资保险公司受惠于人行减息。中资保险公司可从以下各方面受惠：1) 减息或将降低银行理财产品的回报率，从而增强寿险产品投资者的吸引力；2) 较宽松的货币政策有助增强投资者信心，带动 A 股市场的投资气氛，对股市表现正面，有助提高保险公司的投资收益。

综合成本率保持稳定。由于较低的重大天灾赔付及有效的成本控制，综合成本率在 2014 年保持稳定，我们预期可持续至 2015 年。惟考虑车险定价管制放松的不确定性，加上农村保险市场的竞争加剧，我们对产险承保周期的前景保持审慎态度。

多元化的投资渠道。由于投资渠道的放宽，国内保险公司料将继续加大非标准资产的投资比例，如财富管理、信托产品及物业投资等，有助提高投资收益率及改善资产负债管理。在严格的监控下，加上现时固定收益类资产配置比例较高，占资金投资组合 70%以上，我们相信整体投资风险是可控的。我们预计非标准资产投资的增长速度将延续至 2015 年。

我们对中国保险行业持正面看法。国务院订下新增长目标，至 2020 年，保险渗透率(保费收入/国内生产总值)达 5%(2013 年: 3.02%)；保险密度(保费收入/总人口)达 3,500 元人民币 (2013 年: 1,266 元人民币)。由于中国保险业基本面正复苏，加上受惠改革政策，行业前景正面。我们较看好寿险公司，因其前景较产险公司为佳。

风险因素: 1) A 股市场大幅下挫；2) 中国经济增长放缓；3) 新业务价值及内含值增长低于预期；4) 提高非标准资产的投资比例或将增加保险公司的资产风险状况。

中国保险业

正面

分析员:梁心敏

电话:(852)2147 8809

电邮:pandoraleung@abci.com.hk

主要数据

2015 预测市盈率均值 (x)	13.56
2015 预测市账率均值 (x)	1.92
2015 预测股息率均值 (%)	1.67

来源: 公司、彭博、农银国际证券预测

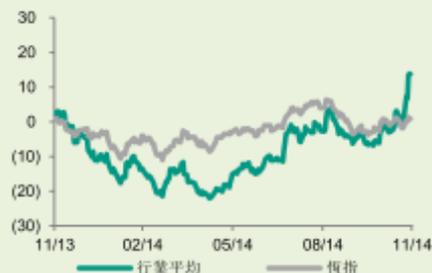
行业股价表现 (%)

	绝对	相对*
1 个月	17.63	15.64
3 个月	15.17	19.86
6 个月	34.03	30.11

*相对于恒指

来源: 彭博、农银国际证券

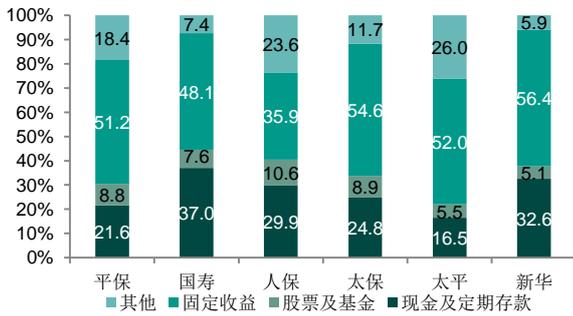
1 年股价表现 (%)



来源: 彭博、农银国际证券

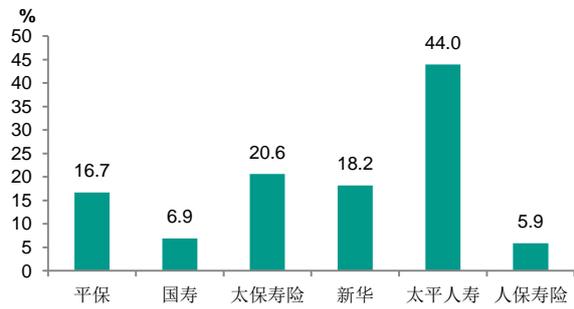


图 1: 2014 年上半年投资组合



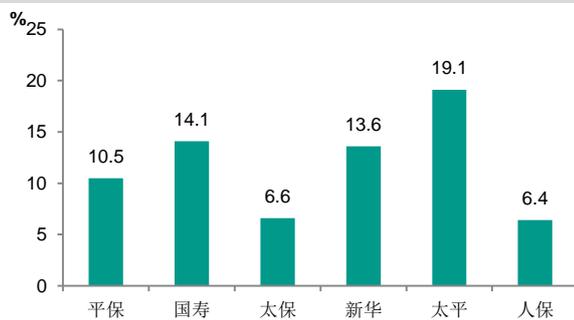
来源: 公司、农银国际证券

图表 2: 2014 年上半年新业务价值按年增长



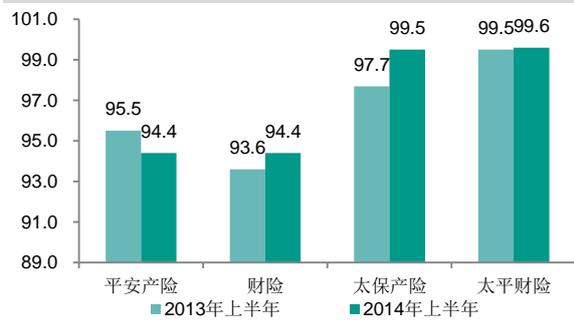
来源: 公司、农银国际证券

图表 3: 2014 年上半年内含价值按年增长



来源: 公司、农银国际证券

图表 4: 综合成本率



来源: 公司、农银国际证券

图表 5: 行业估值概要 (截至 2014 年 11 月 28 日)

公司	代码	2014F	2015F	2014F	2015F	2014F	2015F
		市盈率(x)	市盈率(x)	市账率(x)	市账率(x)	股息率(%)	股息率(%)
中国太保	2601 HK	20.16	16.89	2.13	1.93	1.62	1.86
中国平安	2318 HK	11.22	10.01	1.85	1.60	1.36	1.60
中国人保	1339 HK	12.75	10.67	1.53	1.34	0.33	0.43
中国太平	0966 HK	13.27	13.50	1.55	1.40	-	-
新华保险	1336 HK	12.66	11.46	1.92	1.67	0.93	1.06
中国人寿	2628 HK	18.51	15.79	2.48	2.21	1.64	1.88
中国财险	2328 HK	13.99	12.83	2.59	2.29	2.30	2.62

来源: 彭博, 农银国际证券预测



最坏的时刻已过

- 在政策持续宽松下，主要开发商的合同销售额在 10 月份按年增长 17%；2015 年销售应在低基数下继续改善
- 沪港通开通以后，内地上市开发商来港发债或更频繁，可以缓解内地借贷紧张情况
- 华南城是我们地产板块首选，因其电子商务进展良好；在住宅开发商中，我们较喜欢一线城市为主的佳兆业和旭辉

政策宽松持续。继限购放松后，政府在 9 月份再加大政策力度，把二套房首付比率降低，并调低按揭利率至央行利率的 0.7 倍。从 10 月份主要开发商合同销售额(平均同比增 17%) 可看到，按揭放松非常有效。我们相信，宽松政策将维持至少 12 个月，直至平稳上升趋势出现为止。

低基数有利销售额于 2015 年反弹。中国新房销售额在 2014 年首 10 月同比下滑 10%至人民币 4640 亿。不过，10 月份销售同比只跌 3%，是 2014 年降速最慢的一个月。因自第 3 季度月销售额持续改善(7 月：-18%；8 月：-14%；9 月：-10%；10 月：-3%)，我们相信房地产市场谷底已过，销售额有望于 2015 年恢复大约 10%增长率。虽然如此，我们期望明年平均价将持平，因开发商仍要减少库存。

沪港通将鼓励更多内地上市开发商来港发债。沪港通不仅开启了新渠道让海外资金投资国内股票市场，而且还打通了海外债务市场。例如金融街 (000402 CH)，就在沪港同开启前 3 天，公布其 3 亿 5 千万美金海外债发行计划。海外的低融资成本将舒缓国内开发商借贷紧张的情况。

一线城市及高负债开发商将更受惠降息。在 11 月 21 日，中国人民银行宣布下调基准利率 40bps。每 100 万人民币 20 年期按揭的每月按揭付款将减小 200 元人民币至大概 7000 元人民币。因此，我们偏爱一线城市开发商如佳兆业和旭辉，因一线城市的按揭买家占总数 80%，高二、三线城市 50%。我们也期望高负债开发商将受惠利息费用下降。总利息支出达全行业最高 (人民币 81 亿) 的恒大地产将最受惠利息成本节约。

华南城是我们首选；在网络时代的真正 O2O 地产开发商。自腾讯于 2014 年入股以来，华南城在电子商贸发展迅速，其板块收入在 FY14 已达到港币 189 百万。在 2014 年 9 月，集团更收购了马可波罗以强化其 B2B 平台。我们相信，华南城专注 B2B 产品的业务板块渗透战略，可以复制 JD.com 的成功故事。专注 3C 产品的 JD.com，其实市值已经达 339 亿美元，为华南城的 10 倍。跟随 JD.com 的业务板块渗透战略，华南城应能在市占率上升后体现更高估值。

风险因素：1) 土地竞争加剧；2) 降价及去库存可能损害利润率；3) 不恰当的土地收购引申诉讼风险。

中国地产业

正面

分析员: 董耀基
电话:(852) 21478311
电邮:kennethtung@abci.com.hk

主要数据

2015 预测市盈率均值 (x)	5.4
2014 预测市账率均值 (x)	0.9
2014 预测股息率均值 (%)	5.0

来源: 公司、彭博、农银国际证券预测

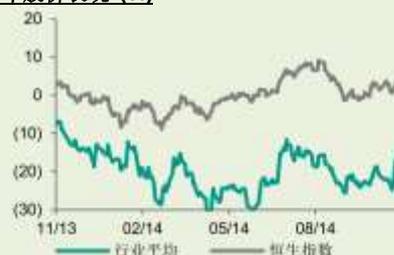
行业股价表现 (%)

	绝对	相对*
1 个月	9.93	7.94
3 个月	(0.07)	4.62
6 个月	11.60	7.68

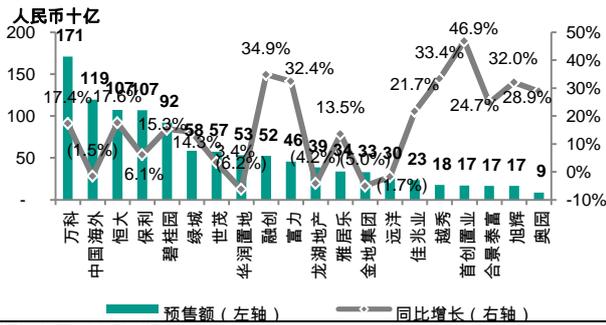
*相对于恒指

来源: 彭博、农银国际证券

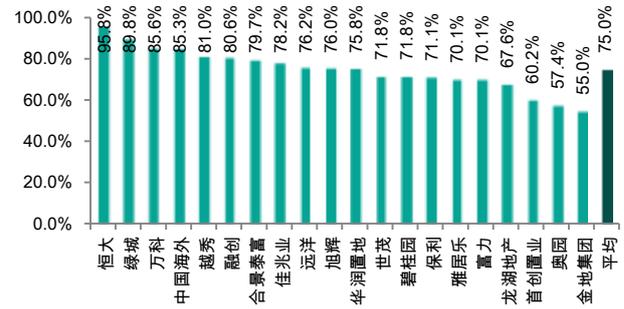
1 年股价表现 (%)



来源: 彭博、农银国际证券

图表 1: 10M14 预售


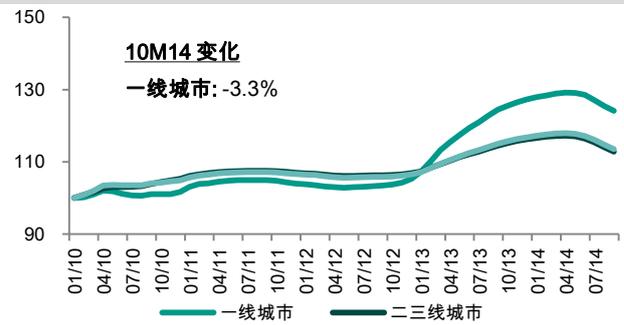
来源: 公司, 农银国际证券

图表 2: 销售目标完成率 (2014 年 10 月)


来源: 公司, 农银国际证券

图表 3: 中国新房销售


来源: 国家统计局, 农银国际证券

图表 4: 70 大城市新房价格 (2010 年 1 月=100)


来源: 国家统计局, 农银国际证券

图表 5: 行业估值概要 (截至 2014 年 11 月 28 日)

公司	代码	评级	目标价 (港元)	上升空间 (%)	2014F 市盈率 (x)	2015F 市盈率 (x)	2014F 市账率 (x)	2015F 市账率 (x)	2014F 股息率 (%)	2015F 股息率 (%)
佳兆业	1638 HK	买入	5.00	67%	4.2	3.7	0.7	0.6	5.3	7.3
旭辉	884 HK	买入	2.30	49%	3.9	3.3	0.7	0.6	5.7	6.7
奥园	3883 HK	买入	2.50	95%	3.3	2.1	0.3	0.3	7.6	11.9
融创	1918 HK	买入	9.80	36%	4.0	3.9	1.1	0.9	4.5	4.7
恒大	3333 HK	买入	3.80	21%	4.7	3.1	0.4	0.4	6.8	7.7
华南城	1668 HK	买入	4.60	15%	9.2	6.6	1.4	1.3	4.8	6.0
绿城	3900 HK	持有	8.50	9%	3.8	3.9	0.5	0.5	6.9	6.4
中国海外	688 HK	持有	23.70	2%	8.2	7.1	1.5	1.3	2.4	2.8
方兴	817 HK	持有	2.10	-9%	6.8	5.8	0.7	0.6	5.5	7.3

来源: 彭博, 农银国际证券预测

“新丝绸之路”——高铁发展的火车头

- ✎ 从中国的马歇尔计划中受惠，预计海外新签合同增长强劲。增持铁路行业
- ✎ 在铁路发展基金的支持下，为国内铁路工程提高了的融资能力
- ✎ 建议买入国内寡头垄断，并于海外市场增长迅速的铁路企业，如中国铁建，中国中铁，中国南车和南车时代

中国的马歇尔计划。“新丝绸之路”(或“一带一路”)的海外发展策略，早在 2013 年，由中国主席习近平访问哈萨克斯坦期间提出，并倡议用创新的合作模式，共同建设“丝绸之路经济带”，将其作为一项造福沿途各国人民的大事业。随后，宣布出资 400 亿美元成立丝路基金，为“一带一路”沿线国家基础设施、资源开发、产业合作等与互联互通有关项目提供投融资支持。我们预计，大量资金将被引导到海外交通基础设施、发电厂和电信设施等的基建投资上。海外建设项目将成为中国建筑承包商在未来五年的增长动力。

2015 年国内铁路发展展望。根据铁路总公司建设计划，64 个新项目将在 2014 年内动工，我们预计这些项目的总投资约为人民币 10,460 亿元，其中大多集中在华中及东部。其中比较重大的动工项目包括连接内蒙古与华中的煤炭运输铁路，该铁路总长度为约 1800 公里，总资本支出预算为人民币 1,930 亿元。除了货物运输铁路外，也有已动工建设的客运专线，其中包括：连接河南及浙江省的商杭客运专线（商丘至杭州）、武汉至十堰河北城际铁路、连接宁夏和陕西省的银西高铁（银川至西安）、济南至青岛山东城际铁路，我们预计这些项目的总投资额为人民币 2,830 亿元。64 个新动工项目将支持 2015 至 2016 年的铁路投资，为铁路建设商及机车车辆制造商带来新合同及收入。但国内铁路投资额在 2014 年的高基数下，我们预计 2015 年较难突破。

中国铁建 (1186 HK, 买入)。我们看好其在铁路建设行业的领先地位，并扩大海外市场。公司于 2014 年首九个月的新增海外合同额为人民币 160 亿，占总新签合同额的 20.3%，比 2013 年 9.4%高 10.9 个百分点。

中国中铁 (390 HK, 买入)。中国中铁是中国寡头垄断的铁路建设行业中的另一头龙头。虽然中国中铁的利润率和资产收益率比中国铁建低，但在国有企业的改制下，其盈利能力正在改善。中国中铁的 2014 年首九个月的毛利率同比上涨 0.66 个百分点至 7.81%，虽然中国中铁的净资产收益率仍比中国铁建低，但差距从 2013 首 9 个月的 2.3%缩减至 2015 年度首 9 个月的 1.2%。

铁路行业

正面

分析员: 黄焯伟
电话:(852) 21478869
电邮:stevecwong@abci.com.hk

主要数据

2015 预测市盈率均值(x)	10.56
2015 预测市账率均值(x)	1.58
2015 预测股息率均值(%)	2.12

来源: 公司、彭博、农银国际证券预测

行业股价表现 (%)

	绝对	相对*
1 个月	6.31	4.93
3 个月	23.46	27.08
6 个月	43.19	40.20

*相对于恒指

来源: 彭博、农银国际证券

1 年股价表现 (%)



来源: 彭博、农银国际证券



中国南车 (1766 HK, 买入)。在铁路发展基金的投入下, 2014-15 年会有更多的高铁投产, 我们预计机车车辆在 2015 年的交付将如期进行。此外, 在丝路基金的带动下, 海外资本支出的增长在 2015-20 年, 将抵消国内基础设施建设投资的放缓, 我们预计市场情绪保持乐观。

南车时代 (3898 HK, 买入)。为中国南车的子公司, 提供车载电气系统及电气元件。我们认为在国内动车组及电动机车的的需求增长所带动下, 南车时代的销售增长会有正面影响。根据行业统计数据, 在 2013 年底, 中国电动机车的占比为 52.1%, 而铁路的电气化比率为 54%。政府目标到 2015 年, 铁路运输行业的电气比例将提升至 60%。此外, 预计南车和中国北车 (6199 HK) 将合作开发海外业务。海外市场需求的增加将为上游元件供应商提供上涨空间。

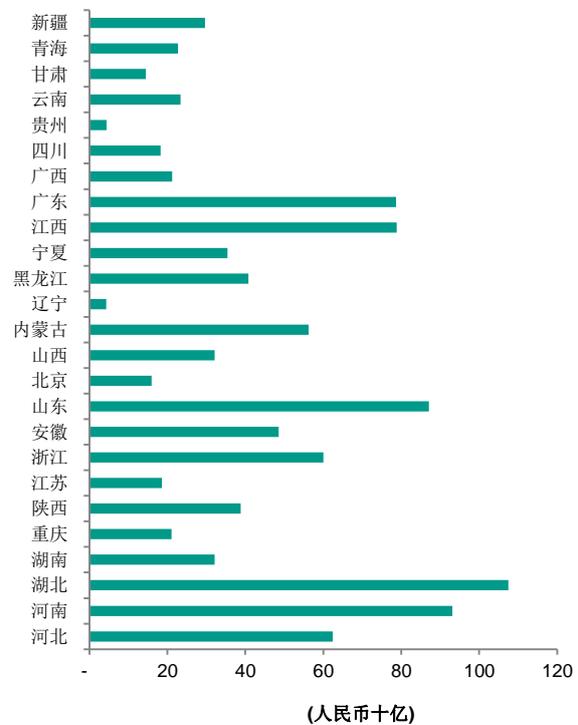
风险因素: 1) 国内铁路投资增长在高基数效应下有所放缓; 2) 中国企业在海外扩张受当地国家的政治局势所影响; 3) 在海外市场中, 国际基建建设商及机车车辆制造商的市场竞争较大。

图表 1: 在中国周边国家规划/建设中的主要铁路线

国家	铁路线路	设计时速 (公里/ 小时)	长度 (公里)
中亚			
哈萨克斯坦	阿斯塔纳 - 阿拉木图表	250	1,011
亚洲			
印度	豪拉 - 霍尔迪亚	300	135
	德里 - 帕特那	350	991
	德里 - 阿姆利则		450
	德里 - 奈	300	1,754
	孟买, 艾哈迈达巴德	320	534
	奈 - 特里凡得琅	350	850
印尼	雅加达, 泗水	300	785
新加坡	吉隆坡 - 新加坡	300	353
马来西亚	吉隆坡 - 檳城		356
巴基斯坦	白沙瓦 - 卡拉奇		1,340
菲律宾	拉瓦格 - 比科尔		902
泰国	曼谷 - 清迈	250	745
	曼谷廊开	250	625
	曼谷乌汶	250	610
	曼谷 - 罗勇	250	178
	曼谷巴东勿刹	250	990
越南	河内 - 胡志明市	250	1,630
非洲			
阿尔及利亚	特莱姆森 - 阿巴斯	220	66
摩洛哥	盖尼特拉 - 丹吉尔高速 铁路线	320	200
南非	约翰内斯堡 - 德班	240	721
总长度			15,226
中国计划新增高铁里程数			14,000

来源: 媒体, 农银国际证券

图表 2: 2014 年新铁路动工情况



来源: 中国铁路招标, 农银国际证券估计

图表 3: 行业估值概要 (截至 2014 年 11 月 28 日)

公司	代号	评级	目标价 (港元)	上升空间 (%)	2014F 市盈率 (x)	2015F 市盈率 (x)	2014F 市账率 (x)	2015F 市账率 (x)	2014F 股息率(%)	2015F 股息率 (%)
中国铁建	1186 HK	BUY	10.29	17.74	7.49	6.65	0.99	0.88	2.00	2.26
中国中铁	390 HK	BUY	6.16	11.44	9.14	8.21	1.01	0.91	1.64	1.83
中国南车	1766 HK	BUY	10.34	33.23	15.69	13.75	2.14	1.88	1.91	2.18
南车时代电气	3898 HK	BUY	44.05	34.29	15.21	13.63	3.02	2.64	1.97	2.20

来源: 彭博, 农银国际证券预测



互联网 2015 展望：O2O 大行其道

- 智能手机的普及和 app 应用工具的繁荣，令传统行业得以低成本借助互联网，开创新经济在移动互联网之下的新局面
- 互联网金融、O2O 应用、三网融合、大数据、云计算及其衍生服务将是投资热点
- 看好用户基础庞大的行业领军企业，推荐腾讯（0070 HK）；另外建议阿里巴巴（BABA US）和百度（BIDU US）

2015 年，传统行业将全面借助移动网进行线上线下业务融合（O2O），这会给网络公司带来巨大商机。2013 年是中国智能手机爆发年；2014 年是移动应用工具的暴发年；这使得传统行业在 2015 年有很好的机会利用低成本低技术门槛实现移动运用，将线上与线下业务进行融合，实现市场延伸。看好 O2O 的商业运用、三网融合、大数据、云计算及其衍生服务所驱动的互联网行业商机。

移动应用协助传统企业实现“人口红利”和深度变现。截止 2014 年 6 月底，中国网民规模达 6.32 亿，互联网普及率 46.9%，较 2013 年底再提升 1.1 个百分点。全国通宽带的行政村达到 92%。另一方面，智能手机市占率已从 2013 年底的 78% 升至 2014 年 9 月的 84%，移动宽带用户数（5.25 亿）超越固网宽带用户数（2 亿），这意味着网络用户数还会增长，但增速或将放缓。

智能机的低技术使用门槛，令传统行业得以借助移动网实现市场扩容。互联网通过各类应用工具，把业务渗至零售、餐饮、缴费、交通、教育、物流、理财等诸多领域，并向各行业纵深发展，这将提升服务 ARPU 值。

2015 年中国互联网投资热点将是 O2O 的成熟应用。其中，包括第三方支付在内的互联网金融、智能应用等将为网络公司带来更多商机，提升其服务价值及变现能力；与此相关的大数据与云计算服务板块也将受益。

并购重点将逐步从“跨界”转向“业内整合”。网络行业具备某种“赢家通吃”特点。O2O 成功的企业，将拥有庞大客户基础，从而拥有更多“试错”机会，开发出更能提升客户粘性和变现能力的产品。相反，用户基础薄弱的公司将被边缘化。因此在 2013—2014 年的跨界之后，2015 年将会出现大量由网络公司主导的业内整合并购活动。

行业展望：正面。和 2014 年相比，2015 年移动互联网的应用更成熟，变现能力更强，用户需求更强劲，这些都将驱动行业整体收入水平。

看好行业龙头公司。我们推荐“买入”互联网行业龙头股份腾讯（0700 HK）。另外建议关注阿里巴巴（BABA US）和百度（BIDU US）。BAT 三家公司在各自业务领域内建立很强的用户粘性，防御性较强。整个板块 2015 年的盈利将会继续高增长，支持其市盈率估值上行。

行业风险因素：1) 政府对互联网行业的过度监管；2) 互联网公司间过度竞争令企业毛利率下跌；3) O2O 应用面临技术与政策壁垒而失败。

电信、媒体及科技行业

正面

分析员:陈宜麟

电话:(852)2147 8819

电邮:markybchen@abci.com.hk

主要数据*

2014 预测市盈率均值 (x)	16.61
2015 预测市账率均值 (x)	13.93
2014 预测股息率均值 (%)	1.69

* 预测值均取自彭博

来源: 公司、彭博、农银国际证券

行业股价表现 (%)

	绝对	相对*
1 个月	7.25	(4.78)
3 个月	6.03	(8.13)
6 个月	(3.07)	(9.10)

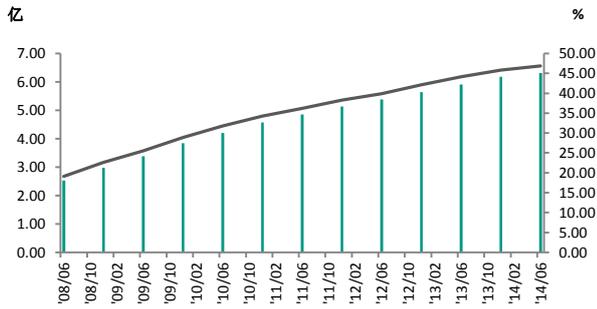
* 相对于恒指

来源: 彭博、农银国际证券

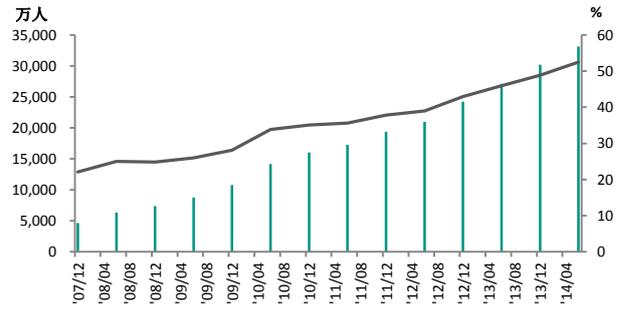
1 年股价表现 (%)



来源: 彭博、农银国际证券

图表 1: 中国互联网网民规模及普及率


来源: Wind、农银国际证券

图表 2: 中国网购人数及占网民比率


来源: Wind、农银国际证券

图表 3: 板块重点公司估值情况 (截至 2014 年 11 月 28 日)

公司	代码	收盘价	目标价 (彭博)	市值	2014F 市盈率(倍)	2015F 市盈率(倍)	2014F PEG (倍)	2015F PEG (倍)
农银国际证券推荐 (港元)								
腾讯	700 HK	124.00	153.00	1,161,548	38.32	29.27	1.14	0.87
中软国际	354 HK	2.55	3.27	4777.13	19.61	15.42	NA	NA
香港市场 (港元)								
腾讯	700 HK	124.00	148.25	1,161,548	38.32	29.27	1.14	0.87
博雅互动	434 HK	6.61	8.64	5,002	13.06	9.55	NA	NA
云游控股	484 HK	15.08	15.10	1,916	NA	17.62	NA	NA
网龙网络	777 HK	13.00	16.92	6,618	15.35	14.54	NA	NA
天鸽互动	1980 HK	4.29	5.55	5,417	NA	13.43	NA	NA
百奥家庭	2100 HK	0.76	1.12	2,152	6.54	5.52	1.68	1.42
金山软件	3888 HK	18.58	21.81	22,008	25.68	20.38	NA	NA
联众	6899 HK	3.86	5.15	3,026	14.09	9.07	NA	NA
IGG 公司	8002 HK	3.37	4.42	4,614	9.66	7.90	0.17	0.14
金蝶国际	268 HK	2.54	3.16	6,536	22.60	18.12	NA	NA
中软国际	354 HK	2.55	2.96	4,777	19.61	15.42	NA	NA
畅捷通	1588 HK	16.22	17.35	3,523	17.13	13.67	NA	NA
美国市场 (美元)								
阿里巴巴	BABA	111.64	118.52	275,193	50.97	37.41	1.73	1.27
京东	JD	23.52	32.68	32,154	NA	2293.20	NA	57.33
当当网	DANG	11.09	14.08	904	52.00	20.60	1.80	0.71
聚美优品	JMEI	18.50	22.76	2,648	32.92	22.32	0.48	0.32
唯品会	VIPS	22.86	26.59	12,919	80.78	45.63	1.01	0.57
百度	BIDU	245.11	274.18	85,938	37.70	27.35	1.09	0.79
新浪	SINA	37.95	55.90	2,529	50.26	43.97	7.01	6.13
微博	WB	17.95	23.62	3,593	NA	68.77	NA	NA
搜狐	SOHU	50.61	59.97	1,948	NA	NA	NA	NA
网易	NTES	105.67	104.16	13,809	17.08	14.46	1.49	1.26
奇虎 360	QIHU	74.33	111.71	9,360	32.08	19.88	0.92	0.57
58 同城	WUBA	48.79	47.30	4,284	265.16	12197.50	3.60	165.50
搜房	SFUN	8.74	11.87	3,608	15.80	14.62	NA	NA
去哪儿	QUNR	26.08	35.13	3,092	NA	NA	NA	NA
优酷土豆	YOKU	18.50	22.76	3,853	NA	NA	NA	NA
途牛	TOUR	13.21	20.75	628	NA	NA	NA	NA
携程	CTRP	54.08	62.38	6,999	80.48	57.90	2.64	1.90
北京网秦	NQ	7.02	33.00	434	5.95	4.23	NA	NA
前程无忧	JOBS	36.75	34.93	2,185	22.27	19.34	NA	NA

* 有关货币均以当地市场报价货币为准

ABCI 未覆盖的股份, 其目标价取自彭博

来源: 彭博, 农银国际证券



“规管年” 将临，迎稳健增长

- ✎ 行业监管法规的出台，将消除互联网金融的政策不确定性；第三方支付、投资及交易将获得更明确的增长空间
- ✎ O2O 及智能机的普及，令移动支付成为互联网金融最重要推动力
- ✎ 利率市场化改革短期内不会影响 P2P 和众筹平台业务，二者仍有较大发展空间；但有关业务的门槛将不断提高

中国互联网金融市场远未饱和，面临强大需求和商机。在移动支付领域，电商、网游、O2O 的繁荣发展，带动网上支付、转账等金融服务需求；中国 4G 网的迅速普及、智能手机的换代潮，则进一步促进移动支付应用向社会生活各领域渗透，加速互联网金融的发展。

以 P2P 和众筹为代表的互联网金融业务将继续高增长。作为全球第二大经济体，中国民间融资需求巨大。但由于中国尚未实现利率市场化、严重缺乏征信系统，国有银行对民企及中小微企业普遍惜贷，令占企业总数 94.15% 的中小微企业长期面临融资困境。李克强总理在 11 月 19 日的国务院会议上强调要缓解企业融资成本，随后中国人民银行推出降息举措。在中国的国有银行仍占据融资市场主导权，市场缺乏有效的征信体系情况下，中小微企业的融资难问题在 2015 年难以彻底改观，而互联网金融平台作为有益的补充渠道，仍然面临很好的发展机遇。

互联网金融行业继续受惠于国策。2015 年有 3 大重大政策对互金板块是利好：1) 国务院 11 月的会议上明确要求加快发展民营银行等中小金融机构；2) 支持银行通过社区、小微支行和手机银行等提供多层次金融服务；3) 鼓励互联网金融等更好向小微、“三农”提供规范服务。这三大举措确立了互联网金融作为传统金融的有益补充地位。

政策不确定性消除，将迎来“监管年”。预计中国会很快出台监管法规，对互联网融资平台及其活动进行规管。2015 年有望成为 P2P/众筹行业的监管年。监管提升了行业门槛，也消除了政策不确定性，令行业发展会更健康，有助于防止频频出现的 P2P 平台违约、倒闭及管理人逃跑等恶性事件；那些稳健运营的互联网金融企业将拥有更广阔的增长空间。

首选拥有大流量基础、规范运营的互联网金融公司。在港股中，建议买入**腾讯(0700 HK)**，因公司拥有首张互联网银行牌照，其 O2O 业务和第三方支付生态系统发展也较成熟。互联网金融有望在未来 2 年成为腾讯的新增盈利驱动因素。相关概念股还包括**阿里巴巴(BABA US)**和**百度(BIDU US)**，两家在中国均有良好的第三方支付、网络交易等业务基础，并在各自业务领域内积累了庞大的用户基础。

风险因素: 1) 利率市场化带来的融资成本变动和需求变化，或影响 P2P 及众筹平台；2) 影子银行体系崩溃；3) 来自非银行金融机构的竞争加剧。

互联网金融

正面

分析员: 陈宜旻
电话:(852)21478819
电邮:markybchen@abci.com.hk

主要数据*

2014 预测市盈率均值 (x)	26.38
2015 预测市盈率均值 (x)	18.73
2015 预测股息率均值 (%)	0.70

* 预测值均取自彭博
来源: 公司、彭博、农银国际证券

行业股价表现 (%)

	绝对	相对*
1 个月	5.63	4.42
3 个月	5.86	8.91
6 个月	20.42	16.62

*相对于恒指
来源: 彭博、农银国际证券

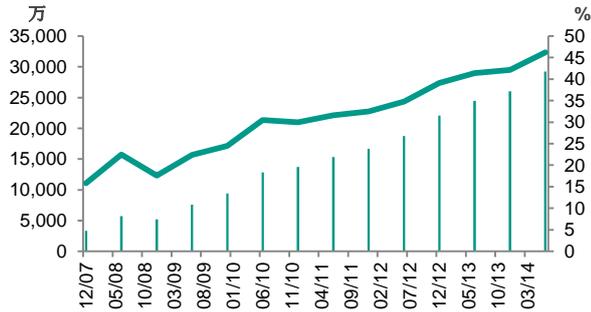
1 年股价表现 (%)



来源: 彭博、农银国际证券

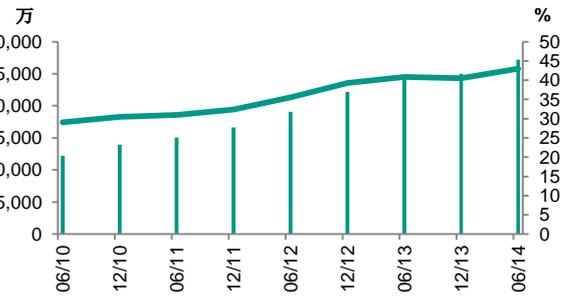


图表 1: 使用网上支付人数及网付使用率



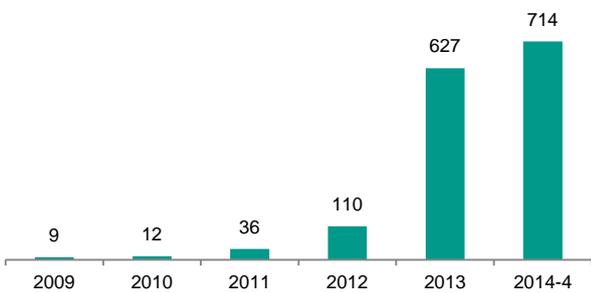
来源: Wind, 农银国际证券

图表 2: 网络银行用户数量及使用率



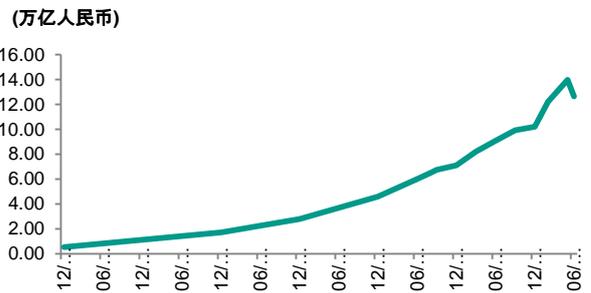
来源: Wind, 农银国际证券

图表 3: P2P 平台数量增长迅速



来源: Wind, 农银国际证券

图表 4: 银行理财产品余额出现拐点



来源: Wind, 农银国际证券

图表 5: 相关概念股份估值情况 (截至 2014 年 11 月 28 日)*

公司	代码	涉及互联网概念	收盘价	目标价#	市值	2014F 市盈率(倍)	2015F 市盈率(倍)	2014F PEG(倍)	2015F PEG(倍)
ABCI 推荐									
腾讯	0700 HK	支付、交易、投资	124.00	153.00	1,161,548	38.32	29.27	1.14	0.87
中软国际	0354 HK	支付软件、大数据	2.55	3.27	4,777	19.61	15.42	NA	NA
互联网金融概念									
腾讯	0700 HK	支付、交易、投资	124.00	148.25	1,161,548	38.32	29.27	1.14	0.87
中软国际	0354 HK	支付	2.55	2.96	4,777	19.61	15.42	NA	NA
百富环球	0327 HK	支付	8.53	9.80	9,387	23.09	18.50	NA	NA
金蝶国际	0268 HK	支付	2.54	3.16	6536.33	22.60	18.12	NA	NA
中信银行	0998 HK	支付、交易、投资	5.77	5.08	347,033	5.05	4.68	0.29	0.27
招商银行	3968.HK	支付、交易、投资	16.06	17.03	399,345	5.41	4.92	0.55	0.50
中国平安	2318.HK	支付、交易、投资	65.05	84.91	507,059	11.44	10.29	0.71	0.64
其他相关类股									
中国信贷	8207 HK	支付	1.91	2.10	6,152	56.03	22.58	1.35	0.54
中国支付通	8325 HK	支付	1.26	NA	1,306	NA	NA	NA	NA
环亚智富	1390 HK	支付	2.80	4.10	1,453	20.00	17.50	NA	NA
美国市场									
阿里巴巴	BABA US	支付、交易、投资	111.64	118.52	275,193	50.97	37.41	1.73	1.27
百度	BIDU US	支付、交易、投资	245.11	274.18	85,938	37.70	27.35	1.09	0.79

* 有关货币均以当地市场报价货币为准

ABCI 未覆盖的股份, 其目标价取自彭博

来源: 彭博, 农银国际证券



收入将保持高增长，估值调整接近尾声

- 中国手游行业仍处于高速增长阶段，在内容和变现方面均有很大的增长空间；看好行业 2015 年的增长前景
- 整个板块估值经大幅调整，已接近合理区域；而营收高速增长，将令投资者恢复对该板块的信心
- 选择有较强制作能力、较强运营能力或有较强渠道资源的游戏公司。首选腾讯(0070 HK)，关注金山软件(3888 HK)及乐逗(DSKY US)

我们对中国游戏公司进行拜访所获信息显示，手游行业仍有强大的生命力。尽管不少公司在 3Q14 盈利放缓，但整个行业的平均利润增速在中国各行业中仍领先。我们对 2015 年行业表现持乐观态度。

手游行业收入仍未被充分挖掘。2014 年中国手游市场规模预计将突破 300 亿元。但据我们考察了解，现有手游产品无论在内容创新、形式展现和满足用户需求方面，还远没有被充分挖掘，仍然有极大的提升空间。随着这些因素的提升，游戏产品的变现能力有望向上提升一个台阶。

手游行业拥有三重驱动力：人口红利、付费用户数增长、付费值 (ARPU) 增长。我们预计，随着中国 4G 服务的成熟、宽带网覆盖区域的拓展延伸，智能手机的进一步更新换代和普及，将会有更多的用户使用智能机，并使用手游产品，这将令人口红利进一步释放。在新增手游用户增长同时，老用户中的付费玩家数目和付费值也有望逐步提升。

智能手机在 4Q14 出现明显升级趋势。大屏幕 4G 手机在中国越来越流行，产品更新加速，售价不断下跌，令大屏幕手机的价格已处于大部分人可接受状态。硬件升级反过来会促进 ARPU 值较高的新手游产品的研发和入市，推动全行业的变现和盈利增长。

新玩法、新载体、新配件和新技术的不断涌现，是整个游戏市场的长足发展动力。人口红利因素对手游公司的收入影响在未来 2 年可能会逐步减弱，但从发达国家的手游行业发展来看，全行业的收入并不会因为用户渗透率增长放缓而萎缩，主要原因就是新玩法和新技术会不断提升企业盈利能力。

网络基础设施在 2015 年将大为加强，为手游市场繁荣打下良好基础。电信运营商进行了 1 年的 4G 基站扩张，加上 4G 手机硬件厂商的配合，2015 年用户有望迎来更优惠的 4G 流量服务，买到更便宜的 4G 手机。此外，以腾讯 (0700 HK)、阿里巴巴 (BABA US) 和百度 (DIBU US) 为首的互联网巨擎正大力推动全国免费 WIFI 网。这些因素都将刺激智能手机用户更频繁使用游戏，甚至提升付费率。

分发、下载、支付渠道费用有望缩减。中外游戏渠道区别较大。海外 (例如欧美) 主要以 Google Play、苹果商店及 FaceBook 为主；在中国，尽管腾讯在分发和下载方面一家独大，但同时也存在着像 360、手机生产商 (手机商店)、91 游戏平台等强有力的竞争者。由于腾讯强大的客户基础及产品粘性，预计其他手游渠道商对腾讯的冲击有限。但多元化

手机游戏

正面

分析员:陈宜鸢
电话:(852)21478819
电邮:markybchen@abci.com.hk

主要数据*

2014 预测市盈率均值 (x)	17.53
2015 预测市盈率均值 (x)	14.14
2014 股息率均值 (%)	0.68

* 预测值均取自彭博
来源: 公司、彭博、农银国际证券

行业股价表现 (%)

	绝对	相对*
1 个月	1.97	0.01
3 个月	(12.07)	(7.52)
6 个月	(15.59)	(18.51)

*相对于恒指
来源: 彭博、农银国际证券

1 年股价表现 (%)



来源: 彭博、农银国际证券

渠道的存在，客观上有助于拥有优秀游戏内容的公司获得更多发展机会，减少渠道费负担，最终提升公司净利润（这一趋势在 2015 年将更明显）。

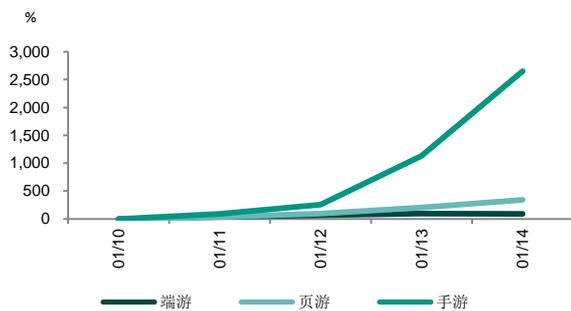
新技术和新载体的推出，将令产品出现较大突破。随着手机产品性能的提升，4G 网的普及，以及免费 WIFI 的延伸，过往手游公司产品设计和开发的瓶颈将进一步减少。不少手游公司正加紧将中重度 PC 游戏向手机端迁移，开发更适用于新型 4G 手机的产品，预计 2015 年此类产品会出现突破，这也会吸引更多玩家使用手游。由于此类产品的测试及运营需要时日，预计新品暂时不会有太多的竞争者出现，这为先行者提供了良好的收入增长空间。

估值调整接近到位。经过 2014 年的调整，整个手游行业的估值已经大幅度下调。我们认为优质游戏股仍然有较长线的增长机会，考虑到 2015 年该行业仍然有众多的向上驱动诱因，我们认为整个板块会在 2015 年显著跑赢大市。

关注股份：中国手游制作水平已经达到世界水平，但在核心玩法的趣味性、持续性、可拓展及深度上，离国际优秀产品还有一定距离。因此，投资者应该关注龙头企业，特别是拥有强大渠道、强大运营能力或拥有强大产品设计团队的公司。2015 年有可能会在某些重度手游的暴发，拥有此类产品及渠道的公司也可重点关注。我们推荐买入**腾讯 (0700 HK)**。另外关注金山软件 (3888 HK)，其优秀的技术实力以及与“小米”手机的渠道配合有望推动业绩暴发。最后，海外市场毛利率高，而且需要有较强的运营能力（提升了准入门槛），因此有国际经验的中国手游公司如乐逗 (DSKY US)、IGG (8002 HK) 等也可关注。

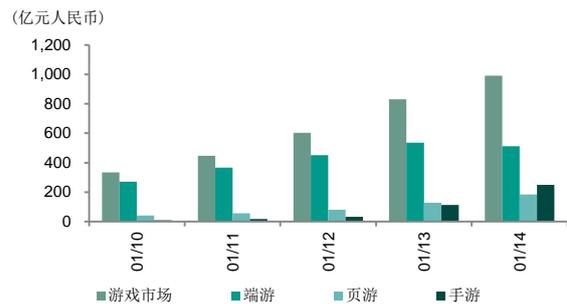
风险因素：1) 行业恶性竞争带来的冲击；2) 产品收入未如预期；3) 政策法规变动风险。

图表 1: 以 2011 年为基期的中国各类网游收入增幅



来源: Wind、农银国际证券

图表 2: 中国游戏市场销售收入规模增长情况



来源: Wind、农银国际证券

图表 3: 相关股份估值情况 (截至 2014 年 11 月 28 日)

公司	代码	收盘价	目标价* (彭博)	预测升幅 (彭博)	市值 (百万)	2014F 市盈率(倍)	2015F 市盈率(倍)	2014F PEG (倍)	2015F PEG (倍)
香港市场 (单位:港元)									
腾讯控股	0700.HK	124.00	148.25	19.56	1,161,548	38.32	29.27	1.14	0.87
博雅互动	0434.HK	6.61	8.64	30.71	5,002	13.06	9.55	NA	NA
云游控股	0484.HK	15.08	15.10	0.13	1,916	NA	17.62	NA	NA
网龙网络	0777.HK	13.00	16.92	30.17	6,618	15.35	14.54	NA	NA
天鸽互动	1980.HK	4.29	5.55	29.46	5,417	NA	13.43	NA	NA
百奥家庭	2100.HK	0.76	1.12	46.71	2,152	6.54	5.52	1.68	1.42
金山软件	3888.HK	18.58	21.81	17.40	22,008	25.68	20.38	NA	NA
联众	6899.HK	3.86	5.15	33.42	3,026	14.09	9.07	NA	NA
IGG	8002.HK	3.37	4.42	31.22	4,614	9.66	7.90	0.17	0.14
美国市场 (单位:美元)									
中国手游	CMGE US	25.58	29.67	15.98	805	19.09	11.06	NA	NA
畅游有限	CYOU US	23.20	21.26	(8.36)	1249	NA	23.75	NA	NA
创梦天地	DSKY US	21.24	28.50	34.18	899	NA	11.33	NA	NA
完美世界	PWRD US	18.25	25.64	40.49	904	9.10	8.09	NA	NA
淘米控股	TAOM US	3.99	4.00	0.25	143	199.50	30.69	NA	NA
欢聚时代	YY US	76.45	104.75	37.01	4326	26.84	19.26	NA	NA
盛大游戏	GAME US	6.55	NA	NA	1761	NA	NA	NA	NA

* 未覆盖的股份，目标价取自彭博预测值

来源: 彭博, 农银国际证券



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/或与其附属公司，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。

陈宋恩持有农业银行（1288 HK）H 股股份

梁心敏持有云游控股有限公司（484 HK），领汇房产基金(823 HK)及中国电信集团公司（728 HK）. H 股股份

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 2007-2011 年市场平均回报率

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 2013 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