



# 第四季度投资展望：

## ——回归基本面，量宽下的价值选择

### 2012 年重要经济数据

同比增长

#### 本年 1 至 8 月数据：

CPI	2.9%
非食品 CPI	1.6%
PPI 出厂价	-1.3%
PPI 购进价	-1.2%
全国固定资产投资	20.2%
民间固定资产投资	25.1%
社会消费品零售总额	14.1%
商品房销售额	2.2%
规模以上工业增加值	10.1%
出口	7.1%
进口	5.1%
贸易顺差	30.1%
实际外商直接投资	-3.40%
货币供应量 M2	13.5%
人民币贷款	16.1%
全国规模以上工业企业实现利润	-3.1%
国有及国有控股企业	-12.7%
私营企业	15.1%

#### GDP (同比):

Q1 Q2

中国	8.1%	7.6%
美国	2.4%	2.1%
英国	-0.2%	-0.5%
欧元区	0.0%	-0.5%
德国	1.2%	1.0%
法国	0.3%	0.3%
西班牙	-0.6%	-1.3%
日本	2.8%	3.6%
澳大利亚	4.4%	3.7%

资料来源：国家统计局，彭博

截止日期	2012.09.21	指数			变动		
		3M	6M	YTD	3M	6M	YTD
沪深 300 指数	2,199.06	-12.5%	-13.9%	-6.3%			
上证指数	2,026.69	-10.4%	-13.7%	-7.9%			
恒生指数	20,734.94	9.2%	0.3%	12.5%			
H 股指数	9,804.77	3.2%	-8.0%	-1.3%			
红筹股指数	4,030.75	8.9%	2.0%	9.5%			
台湾加权指数	7,754.59	7.4%	-4.0%	9.7%			

日期: 2012 年 10 月 3 日

农银国际证券研究部

上期报告: 《2012 年下半年投资展望》

报告日期: 17/7/2012

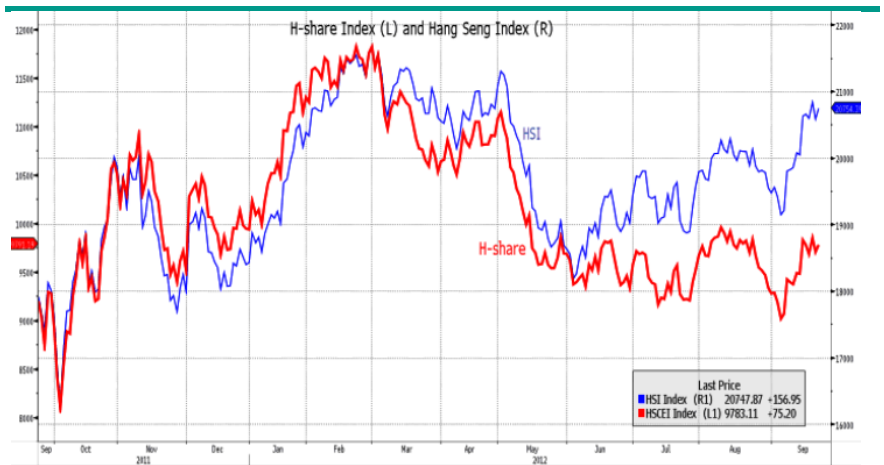
### 市场展望:

- 正如我们在中期报告中提及，中国“稳增长”措施可能难以有效阻止经济下行，第三季度中国经济仍然处于探底过程。我们维持经济“L”形走势的判断，预计在财政与货币政策配合下，中国将于 2013 年中迎来复苏；
- 对 QE3 的影响应谨慎对待，建议投资者继续“选股优于选市”策略，重视基本面与盈利良好的个股，并可适当提升受惠于经济复苏的行业领先股的权重；
- 全球量宽驱升风险偏好；中资估值洼地有望被流动性填充，但考虑到今年中资企业盈利倒退严重，我们下调 H 股指数全年目标至 10,900 点（对应 9 倍 2012 年预测市盈率），潜在升幅 11%；若以 10 倍 PE 计，预计 H 股 2013 年目标为 13100 点，潜在升幅 34%。

### 市场潜在风险:

- 量宽措施令欧美系统性风险下降，但结构性问题仍未得到根本解决；欧洲 2013 年经济乏力，美国经济未来半年内继续反复；
- 欧美内需放缓，将会继续拖累中国出口以及亚太区经济增长；
- 中国货币政策存在滞后效应，令企业盈利先挫后扬

恒生指数及国企指数两年走势图



资料来源：彭博



## 第 4 季度 投资展望： 回归基本面，量宽下的价值选择

<b>一、2012 年第 4 季度市场展望</b>	<b>3</b>
(一)、全球新一轮量宽提升风险资产偏好，港股获流动性支持	3
(二)、欧洲突发恶性危机的概率下降，有助股市第 4 季度表现	4
(三)、中资股估值仍然偏低，但企业盈利恶化令潜在升幅受抑	5
(四)、量宽不解决根本问题，选股应回归基本面	7
1、选股优于选市，关注民企及国企龙头	7
2、关注有盈利增长空间及受惠经济周期的行业及股份	8
<b>二、中国经济形势与投资策略</b>	<b>9</b>
(一)、经济仍存下行压力，最快要 2013 年方有实质性复苏	9
1、出口、投资与消费面临压力，但经济催化剂因素增加	9
2、内总需求未见明显改善，但出现稳定迹象	11
3、企业经营状况不佳，盈利倒退严重，或令估值受压	13
(二)、预计中国政府会加大政策的实施力度，但未必会出台更多新的刺激举措	14
1、提升居民收入，促进内需	14
2、货币政策或会进一步趋宽松，但同时会谨防通胀上扬	15
3、城市化与基建投资加速，有望推动经济在第 4 季企稳	16
<b>三、潜在市场风险</b>	<b>19</b>
(一)、欧美市场可能对港股造成的冲击	19
风险 1：欧债危机再度恶化，令市场系统性风险上升	19
风险 2：QE3 对经济影响有限，反而驱升通胀，影响复苏	20
风险 3：风险资产偏好逆转，债券受捧而股市受压	22
(二)、中国经济继续下行并超出市场预期	24
风险 1：在外需疲弱的情况下，中国内需不足无法拉动经济	24
风险 2：CPI 开始反弹，令货币政策协调困难加大	24
风险 3：外资续流失，令投资缺乏资金支持	24
<b>各行业报告</b>	
(一)、中国银行业	25
(二)、中国保险业	29
(三)、中国房地产业	31
(四)、中国动力煤行业	33
(五)、中国风电行业	37
(六)、中国光伏行业	39
(七)、中国工程及农业机械制造业	41
(八)、中国基建工程业	45
(九)、中国消费品行业	49
(十)、中国医药行业	53
权益披露	57
免责声明	57



# 第 4 季度投资展望： 回归基本面，量宽下的价值选择

## 一、2012 年第 4 季度市场展望

美国 QE3 的推出令全球市场再次面临流动性盛宴，但投资者在短暂狂欢之后，需冷静判断此轮量宽带来的影响，不应舍本逐末放弃对公司基本面的判断。我们对于第 4 季度及 2013 年第 1 季度香港股票市场基本判断如下：

- 欧美日的新一轮量化宽松措施创造了宽松的货币环境，全球流动性将为港股注入活力；
- 欧洲发生恶性危机的概率下降，有助于风险资产的偏好上扬；可关注此次超跌的资源及金融板块；
- 从估值看，H 股已经处于历史低位，上升概率与幅度均更高，可作为长线选择；不过统计数据显示，国有企业的盈利仍在倒退中，宜分段逢低吸纳为宜；
- 量宽环境仍然需要关注富有成本效益及规模型企业；

### （一）、全球新一轮量宽提升风险资产偏好，港股获流动性支持

进入 9 月，欧美加大量宽的幅度。欧洲央行推出了“直接货币交易”(OMT, Outright Monetary Transactions) 计划，美联储也推出第三轮量化宽松措施 (QE3)，为全球奠定了宽松的流动性基调；随后，日本央行也加大了量宽的力度。

其中，美联储的 QE3 措施对香港市场直接影响最大。联邦公开市场委员会(FOMC)于 9 月 13 日宣布：

- 1、维持超低基准利率不变，并从此前宣布的 2014 年末延期至 2015 年中；
- 2、继续实施卖短债买长债的“扭曲操作”，直至今年年底；
- 3、将会每月购买 400 亿美元按揭抵押债券 (MBS)，直至就业前景明显改善，而且 FOMC 会将来自于所持机构债和机构抵押贷款支持债券的本金付款再投入机构抵押贷款支持债券中。

FOMC 预计，上述行动将令其在年底以前，每个月增加约 850 亿美元的长期债。我们认为，美联储希望通过上述措施，有效压抑长期利率，并支持抵押贷款市场，使得金融市场流动性进一步充裕。

值得注意的是，此次美联储并没有宣布退出 QE3 的时间，以及整个 QE3 的规模上限，这为其加大流动性输出提供了便利。



我们认为：

- 1) 受制于联系汇率制，尽管香港经济形势未如美国疲弱，仍被迫跟进美国的超低利率措施（至 2015 年），这将驱升投资者的风险偏好；
- 2) 由于香港资本市场的国际性及其高度的资金流动便利性，欧美日所引发的国际流动性增长会反映在香港资产价格上，预计在第 4 季度，香港的资产价格将会继续获得国际投资者支持。

## （二）、欧洲突发恶性危机的概率下降，有助股市第 4 季度表现

自去年下半年以来令市场多次出现重大调整的欧洲主权债务问题，在经过多国的协调后，已经大致获得控制。

进入 9 月，欧洲央行推出的 OMT 直接货币交易方案将方便为重债缠身的欧猪国提供融资；同时，德国宪法法院在 9 月 12 日通过对 ESM 的审核，从而令欧元区获得更多的喘息机会。

这些措施意味着，欧元区有望通过现有的救助方案为彻底解决财政联盟问题“购买”时间 — 总体来看，欧洲再暴发恶性危机的概率已经大幅下降，这将有利于股票等风险资产的价格回升。

除西班牙以外，主要发达国家的 5 年期 CDS（信用违约互换）在近期显著下跌；同时，欧洲 25 个金融机构高级债券 CDS 指数及西欧 15 个国家主权债 CDS 指数也出现了急剧下跌，显示欧元区主权债务问题对市场影响已经减弱。

值得注意的是，欧债危机的根本原因并没有得到彻底解决：其一、是欧元区各国只重视政治联盟，缺乏有约束力的联盟或是一体化监管体系；其二、欧元区缺少类似美联储这样的“最终贷款人”，可以真正履行央行的职能。

在今年 6 月底的欧洲峰会上，欧元区各国在确认最终贷款人方面取得共识进展。近几个月，各国正努力在年底前建立银行业统一监管机制，赋予欧洲央行监管欧元区所有银行的权力。

这些举措将有助于切断银行与主权债务之间的恶性循环。我们认为，最终贷款人的出现，至少可以通过增强市场流动性，降低欧洲主权债务危机成为冲击全球股票市场“黑天鹅”的概率。

对于财政联盟，欧洲各国虽然还没有明确时间表，但各国同意就形成真正的“经济与货币联盟”制订包括具体措施和期限在内的议程，有关内容将在 10 月出炉，我们预计届时有关讨论会引发市场波动。

尽管欧债危机的根源性问题仍然有待解决，但是从近期欧洲央行取得的成果以及量化宽松措施来看，欧洲各国已经认识到，在问题取得共识之前，应避免市场出现较大的波动和调整。这种共识及相关的措施，将有助于全球股票市场在第 4 季度获得较为稳定的外部环境。



### (三)、中资股估值仍然偏低，但企业盈利恶化令潜在升幅受抑

#### 1、中国相对增速放缓是 H 股被低估主因

恒生指数及 H 股指数在上半年出现的差异化走势因中国宏观经济形势的恶化而在第 3 季度进一步扩大。截止 9 月 21 日，恒指全年上升 12.5%，H 股指数则下跌 1.3%，充分反映了国际投资者对中国经济的担忧，因而对中资股提出更高风险溢价。

我们认为，H 股的估值偏低有中国市场的吸引力下降有关。尽管中国今年上半年的 GDP 增长绝对值高于欧、美、日及澳大利亚等主要发达国家及地区，但是中国对各发达经济体的相对增速均出现了明显的放缓势头（如中国第 2 季度 GDP 相对美国的增长从第 1 季度的 5.7% 回落至 5.5%），从而令中国市场的吸引力随之下降。

我们预期中国经济可在第 4 季度见底，并在 2013 年上半年出现初步复苏。不过整体上我们仍维持“L”形的经济形势走势判断；除非明年的中国新一届政府推出非常进取的财政及货币政策。鉴于港股估值已经充分考虑未来三至六个月中国的经济下行风险，一旦中国经济出现企稳，而且企业盈利增长情况改观，H 股指数升幅可观。

表 1：全球主要股票市场截止第 3 季（截止 9 月 21 日）估值对比

地区	指数	收盘价	2011	2012F	2013F	2011	2012F	2013F	2011	2012F	2013F
			市盈率	市盈率	市盈率	P/B	P/B	P/B	股息回报	股息回报	股息回报
全球	MSCI 全球指数	1,338.05	15.91	13.45	11.97	1.78	1.7	1.57	2.70%	2.76%	3.01%
亚太区	MSCI 亚太指数	123.49	15.9	12.78	11.19	1.3	1.24	1.15	2.95%	2.99%	3.16%
亚太区	MSCI 亚太指数 (日本除外)	440.97	13.58	12.48	11.02	1.63	1.57	1.44	3.18%	3.25%	3.50%
新兴市场	MSCI 新兴市场指数	1,006.60	12.56	11.29	9.94	1.61	1.5	1.36	2.83%	2.90%	3.11%
亚洲新兴	MSCI 亚洲新兴市场指数	420.45	13.28	11.8	10.22	1.64	1.58	1.42	2.46%	2.53%	2.75%
中国	MSCI 中国指数	55.45	9.81	9.63	8.77	1.54	1.43	1.29	3.27%	3.34%	3.62%
中国	沪深 300 指数	2,199.06	11	9.95	8.51	1.62	1.48	1.29	2.35%	2.34%	2.61%
中国	上证指数	2,026.69	11.07	9.34	8.16	1.52	1.35	1.2	2.84%	3.11%	3.31%
香港	恒生指数	20,734.94	10.47	10.92	10.11	1.41	1.35	1.25	3.43%	3.55%	3.80%
香港	H 股指数	9,804.77	8.16	8.09	7.47	1.31	1.23	1.11	3.89%	3.90%	4.17%
台湾	台湾加权指数	7,754.59	25.35	17.88	14.15	1.79	1.64	1.58	3.52%	3.14%	3.48%
日本	日经 225 指数	9,110.00	22.48	14.47	12.81	1.17	1.11	1.04	2.21%	2.28%	2.32%
美国	道琼斯工业平均指数	13,579.47	13.48	12.94	11.93	2.79	2.65	2.4	2.53%	2.59%	2.79%
美国	标准普尔 500 指数	1,460.15	14.85	14.1	12.64	2.27	2.18	1.99	2.04%	2.09%	2.33%
美国	纳斯达克综合指数	3,179.96	17.11	17.37	14.69	2.91	2.81	2.45	1.14%	1.14%	1.35%
欧盟	道琼斯 STOXX50 指数	2,577.08	21.3	11	9.94	1.19	1.15	1.09	3.92%	4.15%	4.63%
欧盟	道琼斯 STOXX600 指数	275.78	18.27	12.21	10.81	1.54	1.46	1.37	3.70%	3.84%	4.16%
英国	英国富时 100 指数	5,852.62	13.17	11.46	10.35	1.73	1.63	1.51	4.03%	4.01%	4.29%
法国	法国 40 指数	3,530.72	12.25	10.79	9.91	1.15	1.11	1.05	3.98%	4.20%	4.50%
德国	德国 DAX 30 指数	7,451.62	13.9	11.33	10.46	1.43	1.37	1.28	3.51%	3.58%	3.84%
西班牙	西班牙 35 指数	8,230.70	24.56	14.55	10.27	1.1	1.08	1.04	3.80%	4.68%	5.94%
葡萄牙	葡萄牙 20 指数	5,428.35	—	16.68	12.11	1.07	1.03	1.02	6.01%	5.01%	5.20%
意大利	标准/米兰指数	15,991.10	-4.47	10.81	9.26	0.77	0.74	0.7	3.70%	3.77%	4.31%
加拿大	标普/TSX 综合指数	12,383.60	15.21	14.87	12.99	1.84	1.75	1.62	2.88%	2.93%	3.06%





(续上页)

地区	指数	收盘价	2011	2012F	2013F	2011	2012F	2013F	2011	2012F	2013F
			市盈率	市盈率	市盈率	P/B	P/B	P/B	股息 回报	股息 回报	股息 回报
澳大利亚	标普/澳证 200 指数	4,408.29	16.85	13.1	11.76	1.76	1.67	1.57	4.88%	4.90%	5.25%
新西兰	新西兰 50 自由流通指数	3,809.80	19.47	15.43	13.3	1.63	1.59	1.53	4.38%	4.88%	5.26%
南韩	韩国 KOSPI 指数	2,002.37	27.28	10.89	9.41	1.21	1.2	1.08	1.23%	1.28%	1.39%
新加坡	新加坡海峡时报指数	3,078.23	12.55	14.39	13.18	1.41	1.38	1.29	3.02%	3.11%	3.33%
马来西亚	吉隆坡综合指数	1,623.70	15.12	14.96	13.61	2.24	2.15	1.98	3.48%	3.59%	3.83%
泰国	泰国证交所指数	1,286.26	18.14	14.01	11.67	2.25	2.18	1.97	3.49%	3.42%	3.88%
印度尼西亚	雅加达综合指数	4,244.62	19.07	15.44	13.08	2.91	2.93	2.55	2.10%	2.18%	2.43%
菲律宾	菲律宾综合指数	5,292.06	17.59	16.68	14.91	2.59	2.37	2.17	2.52%	2.50%	2.68%
印度	孟买 SENSEX 30 指数	18,752.83	16.1	14.84	13.07	2.74	2.45	2.16	1.53%	1.67%	1.85%
俄罗斯	俄罗斯 RTS 指数(美元)	1,496.65	5.79	5.76	5.67	0.85	0.75	0.68	3.17%	3.60%	3.87%
巴西	巴西圣保罗交易所指数	61,320.07	19.58	13.79	10.37	1.25	1.18	1.11	4.16%	3.51%	3.43%

资料来源: 彭博, 农银国际证券

## 2、预期 H 股在第 4 季度及明年首季将有良好表现

截止第 3 季度 (2012 年 9 月 21 日), 恒生指数的 P/E 值约 10.47 倍, H 股指数的 P/E 仅为 8.16 倍, 处于全球各大股票市场低端 (如上表), 上述值接近 H 股指数近 10 年以来的历史最低值 (约 7.5 倍)。另一方面, H 股指数的股息率 (4.17%) 则显著高于除欧元区外几乎所有市场。

我们认为, 港股被低估的情况不可能长期维持, 在中国经济趋于稳定的情况下, 港股估值将会在未来一年显著回升。但鉴于中资企业盈利倒退, 在第 4 季度未必能出现大幅反弹, 我们今明两年的港股目标价调整如下:

表 2: 香港恒生指数 2012 年第 4 季及 2013 年目标价区间

香港恒生指数	2012 年第 4 季	2013 年
合理估值区间	19,000~20,900	18,500~22,600
潜在回报	-8%~1%	-11%~9%
估值基准	10~11 倍 2012 年预测 PE	9~11 倍 2013 年预测 PE
上行风险	若中国第 4 季度减息, 可挑战 21850 点, 对应 11.5 倍 PE	
下行风险	若中日于东海出现短暂军事冲突, 或下试 17,100 点, 对应 9 倍 PE	

注: 恒指 9 月 21 日收盘价为 20,735 点

资料来源: 农银国际证券

表 3: 香港 H 股指数 2012 年第 4 季及 2013 年目标价区间

香港国企指数	2012 年第 4 季	2013 年
合理估值区间	8,500~10,900	9,200~13,100
潜在回报	-13%~11%	-6%~34%
估值基准	7~9 倍 2012 年预测 PE	7~10 倍 2013 年预测 PE

注: H 股指数 9 月 21 日收盘价为 9,805 点

资料来源: 农银国际证券

上述低端估值主要考虑到中国的货币政策存在滞后效应, 令企业盈利可能先挫后扬。我们赋予 H 股指数更大波动区间, 主要是考虑中国已进入货币宽松政策的区间, 因此 H 股上行空间可能更大。考虑到恒指过去 5、10 年期的历史平均 P/E 值分别为 13.7 及 14.3 倍; 而过去 5、10 年期的 H 股指数历史平均 P/E 值分别为 13.6 及 13.8 倍, 我们的预测估值并不属于过度乐观。



#### (四)、量宽不解决根本问题，选股应回归基本面

##### 1、选股优于选市，关注民企及国企龙头

受中国宏观经济疲弱影响，香港 H 股指数在 9 月跌至全年低位，约 9006.48 点，距我们于 7 月发表的下半年投资策略报告中预测的第三季度（同时也是全年）低位 8840 点仅 166 点。

欧美的量化宽松措施令 H 股从第三季度的低位开始较大幅度的反弹。我们认为，港股除受国际资金影响外，其公司业务与中国经济息息相关，因此全球量化宽松或能在短期内驱升港股气氛，但投资者要避免舍本逐末，尽快回归企业基本面。

从中国宏观经济来看，近期的数据已经印证了我们于 7 月发表的下半年投资策略报告中关于中国经济“L”型的判断（关于第 4 季度中国宏观经济的分析详见 P9）。这意味着：

- 中国企业平均盈利水平只是平稳增长，不会有报复性反弹；
- 部分受惠于特殊行业政策、物价下行、宽松货币政策、积极财政政策、或是在削减成本方面富有效率的企业，在盈利增长方面会取得优势；
- 具备规模经济效应，在行业中处领先地位，具定价权的企业盈利将超越行业平均水平。

上述三点显示，第 4 季度仍然应该坚持“选股优于选市”的策略。我们仍然坚持中期策略报告中的结论：经营稳健、具备一定行业领导地位的民营企业和富有管理效率的国企龙头企业更有可能在利润增长、市场开拓等方面胜出，可以作为投资者首选。

强调民营企业的原因包括：

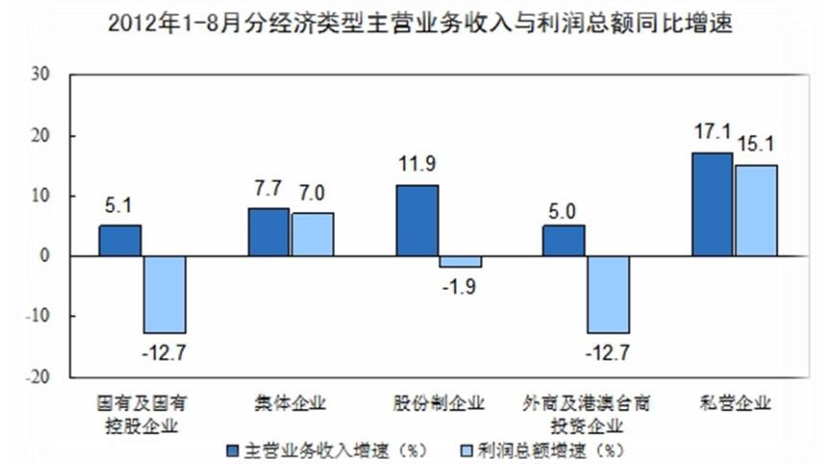
1) 民企已经占据中国经济的重要部分。城镇私营企业就业人员平均工资增长近两年远超 GDP 增长，促进民营经济是中国提升居民可支配收入，向消费型社会转型的必要。

2) 中国逐渐落实有利于民企发展的政策。从行业准入到融资方面，中国政府都正继续为民营企业营造有利条件，下半年已经有更多的具体措施出台，如促进民营企业赴境投资等。

3) 民营企业具备竞争优势。国家统计局披露的 8 月数据显示，今年 1—8 月份，全国规模以上工业企业实现利润同比下降 3.1%，比第二季度再度恶化。尽管民营企业盈利从上半年的 15.1% 微降至 15.5%，仍然优于外资企业(-12.7%)、国有及国有控股企业(-12.7%)，也超过集体企业(7.0%)。该数据显示，经济放缓已经普遍影响到中国企业的盈利情况，不过相比之下，民营企业仍然保持了相对其他类型企业更佳的盈利增长。尽管这不代表所有私企会有同样的表现，但在当前的形势下，那些优秀的民营企业更值得关注。



图 1：中国分类经济主营业务收入与利润总额同比增速（2012 年 1—8 月）



资料来源：国家统计局

## 2、关注有盈利增长空间及受惠经济周期的行业及股份

虽然恒指与 H 股指数出现了较大的差异化表现（12.5% vs -1.3%），但截止第 3 季度，恒指回报（12.5%）仅比红筹股（9.5%）高约 3 个百分点。一方面，这显示海外机构更看好非中国类港股，如汇丰控股（0005.HK）、友邦保险（1299 HK）以及香港地产、银行等；另一方面，也可看出中国房地产股票及部分电讯股（上述板块属于红筹股而未列入 H 股指数）仍然受到支持。

我们认为，有盈利空间的中资企业仍然会跑赢大市，此前因宏观经济环境疲弱而被低估的个股，也将因量宽以及中国的经济刺激政策而获得重估。

具体来说，第 4 季度可以关注如下行业：

- 1) IT 行业，尤其是拥有高利润率的 IT 企业；
- 2) 中国房地产板块，它将直接受惠于降息周期及城市化发展，此外，经历长时间的调控之后，中国内房股的估值已经下行，投资机会显现；
- 3) 有实力的综合性企业。由于综合企业业务分散，因此有助于抵抗不确定风险。

同时，考虑到中国宏观经济或在明年下半年方能出现实质性复苏，我们应该避免如下股份：

- 1) 工业制造业类；
- 2) 原材料行业；
- 3) 消费品制造业。





## 二、中国经济形势与投资策略

2012 年经济发展目标与部分约束条件如下：1、经济增长目标 7.5%；2、通胀率 4%；3、M2 供应量增长 14%；4、固定资产投资增长 16%；5、外贸增长 10%。考虑上述目标及上半年的宏观经济增长趋势，我们在年中策略报告中提出：“如果经济能在第三、四季度保持平稳，停止下滑，已是较乐观的局面。”很遗憾的是，我们所预期的乐观局面并未出现。从截止今年 9 月披露的宏观经济数据来看，中国经济在第 3 季度仍未成功探底，或需在第 4 季度才能止跌。为此，我们维持 L 型经济走势判断。

### （一）、经济仍存下行压力，最快要 2013 年方有实质性复苏

#### 1、出口、投资与消费面临压力，但经济催化剂因素增加

上半年中国宏观经济增长放缓，第 2 季度 GDP 增长率骤降至 7.8%，是 2009 年 9 月以来首次低于 8%。央行在 6 月底至 7 月初两次降息，试图创造宽松的货币环境，同时发改委也加大了项目的审批力度。然而，经济在第 3 季度未见明显起色，预计在第 4 季度将会企稳。

1) **在进出口方面：**中国海关 8 月的数据显示，出口累计同比延续了自 2010 年以来的下降趋势，已经连续两月下滑，从 6 月份的 9.17% 降至当月的 7.09%，同时顺差也从 6 月的峰值 318 亿美元回落至约 267 亿美元。

考虑到欧洲今年衰退严重，美国经济又不断反复，加上人民币在持续升值之后已经接近均衡水平，我们认为出口恐难以再创金融危机前十年超过 20% 的增速。从今年各项指标的情况来看，要完成全年外贸增长 10% 的目标仍有难度。但随着美国经济在明年有望进一步稳定，欧洲局势在明年有望逐渐平稳，我们预计中国出口在 2013 年上半年会获得较有力的外需支持。

2) **在固定资产投资方面：**今年 1—8 月全国固定资产投资约 217958 亿元，同比名义增长 20.2%，增速比 1—7 月回落 0.2 个百分点；特别是第二产业中的工业投资和制造业投资均出现明显的回落。

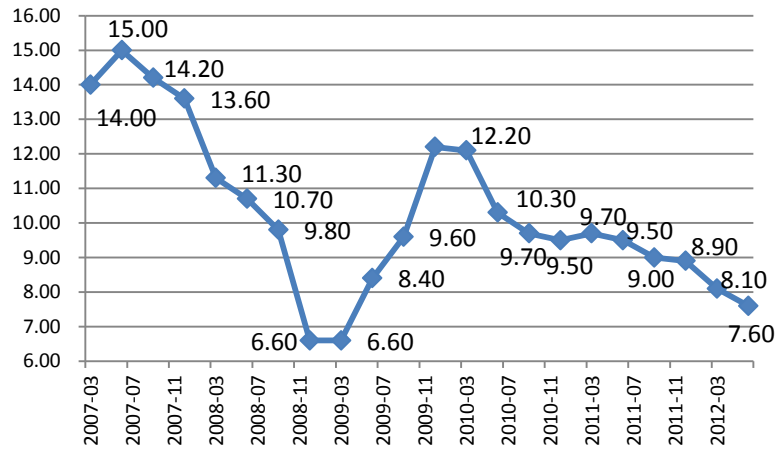
考虑到固定资产投资增长已经显著高于全年 16% 的目标，我们认为，不排除中央为弥补贸易与内需增长的不足，可能会放宽对固定资产投资的限制，有关措施将会在 2012 年第 4 季至 2013 年第 1 季度产生较明显的作用。

中国政府在下半年已经加快各地上报项目的审批。发改委在 9 月初批复了高达过万亿的项目，我们预计有关投资将在第 4 季度至 2013 年上半年逐步对经济产生正面效应。

3) **在消费方面：**社会消费品零售总额（同比）增速自今年 2 月起出现明显的放缓，从 16.4% 一路跌至 8 月的 13.2%。由于第 4 季度至明年是传统的消费旺季，我们预期第 4 季度消费对 GDP 将起到一定拉升作用。

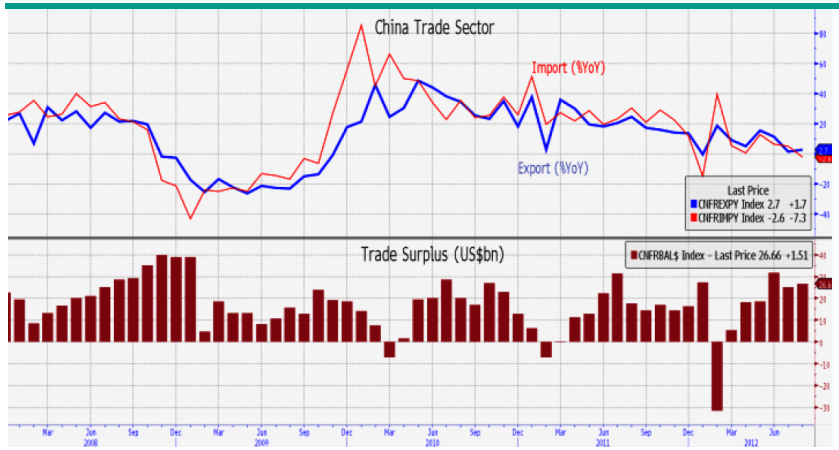


图 2: 2007 年首季迄今中国 GDP 季度增长率 (%)



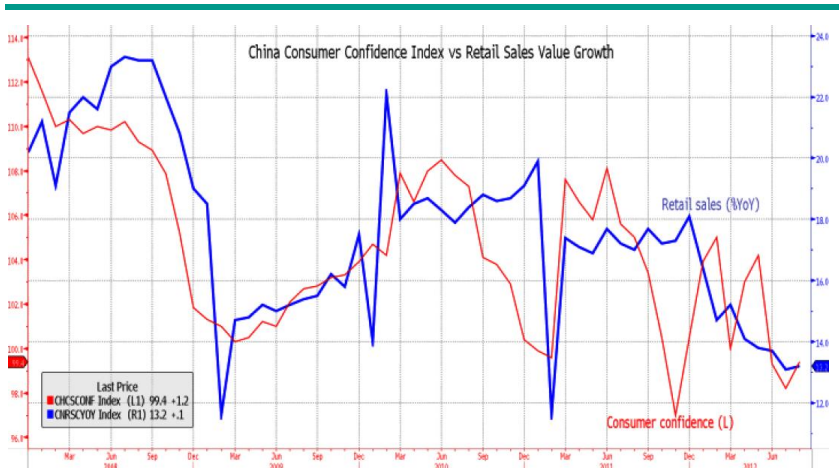
资料来源: Wind 资讯, 农银国际证券

图 3: 2008 年以来中国进出口月度值同比增速 (%) 及顺差 (10 亿美元)



注: 红色线为进口同比数据, 蓝色线为出口同比数据, 柱形图为贸易顺差值  
资料来源: 彭博, 农银国际证券

图 4: 2008 年以来中国消费者信心指数 (红线) 及零售总额月度值 (蓝线)



资料来源: 彭博, 农银国际证券



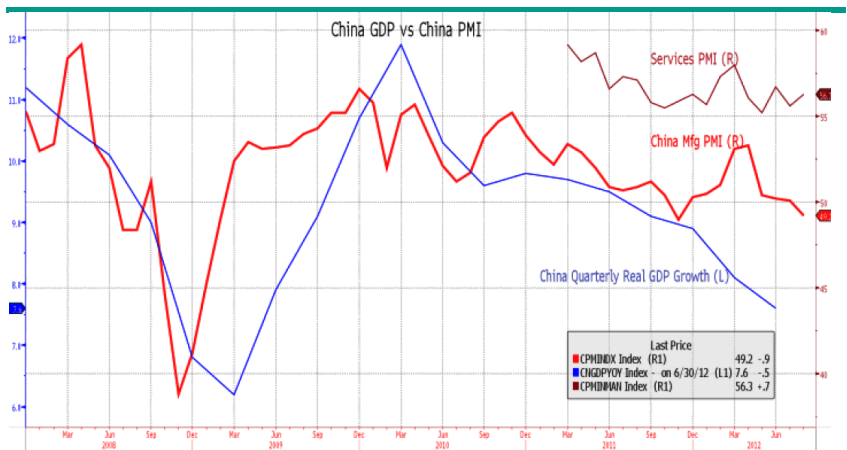
2、内总需求未见明显改善，但出现稳定迹象

1) 制造业 PMI 仍在下行：由中国物流与采购联合会公布的中国制造业 PMI 数字 8 月份为 49.2%，首次跌至 50 以下，而且连续 4 个月下行；其中新订单指标在 8 月跌至 48.7，已经是连续第 5 个月下滑。

8 月份汇丰制造业 PMI 为 47.6%，已连续 10 个月位于 50% 荣枯分界线以下，9 月汇丰 PMI 初值上升了 0.2 个百分点，但仍未摆脱低迷气氛。

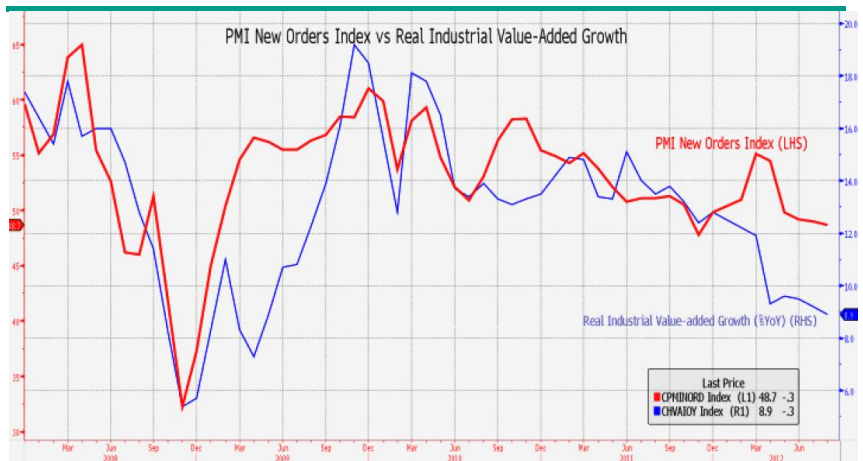
上述数据反应了欧美需求减弱以及内需放缓的影响，汇丰 9 月 PMI 的表现反映制造业企业预期在第 4 季经济会企稳。我们认为，随着中国企业去库存压力的释放，以及第 4 季度消费旺季的到来，加上各地政府投资项目的开工增加，制造业 PMI 有望在第 4 季度稳定。

图 5：2008 年以来中国 PMI（红线）与 GDP 走势情况（蓝线）



资料来源：彭博，农银国际证券

图 6：2008 年以来中国 PMI 新订单（红线）与工业增加值走势情况（蓝线）

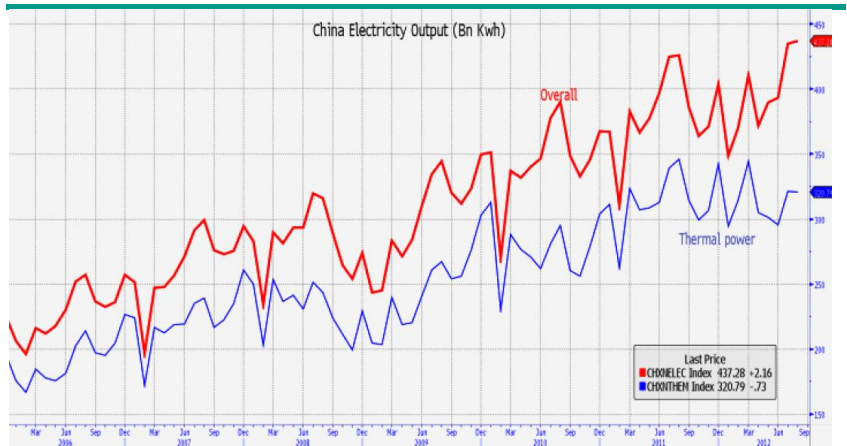


资料来源：彭博，农银国际证券



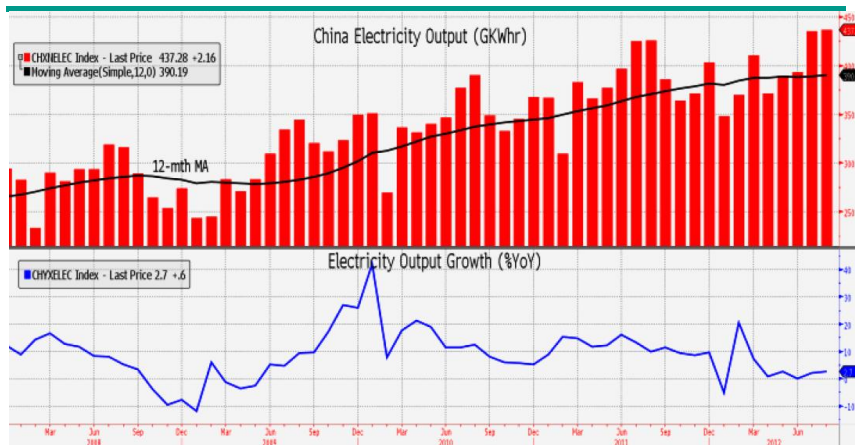
- 2) 全社会用电量及发电增速放缓：2012 年 8 月，全国全社会用电量 4,495 亿千瓦时，同比增长 3.58%，增速较 7 月下降了 0.93 个百分点。从发电数据来看，仅增长 2.7%，与往年 7-8 月的夏季用电高峰期高达两位数的增长不可同日而语，反映第二产业的复苏在第 3 季度仍然乏力。

图 7：中国 2006 年以来全国发电量（红）及火电生产（蓝）情况（单位：10 亿千瓦时）



资料来源：彭博，农银国际证券

图 8：中国 200 年以来全国发电量（红）及电力生产同比增速（蓝）情况



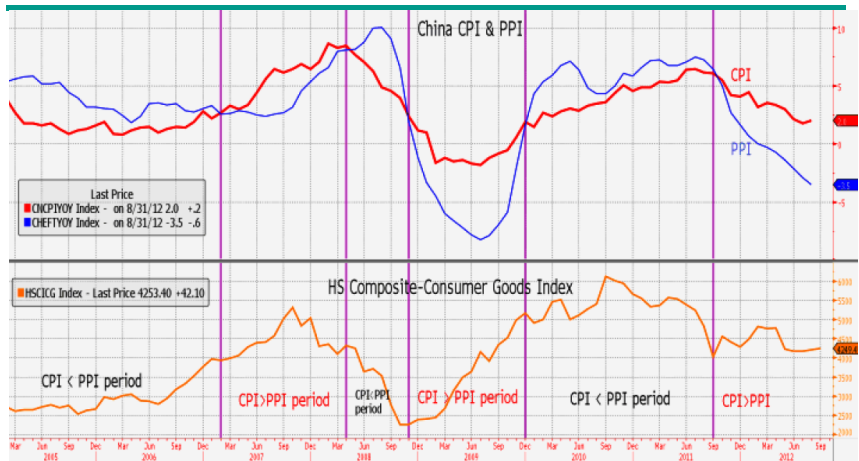
资料来源：彭博，农银国际证券



### 3、企业经营状况不佳，盈利倒退严重，或令估值受压

截止 8 月份，中国 PPI 数值持续下行。8 月 PPI 同比再跌 3.5%，已经是 2011 年 7 月以来连续 13 个月同比下行；PPI 购进价下跌 1.2%，出厂价下跌 1.3%，显示企业并没有因为采购成本下行而受益。

图 9：2005 年以来中国 PPI 指数（蓝色，%）情况



资料来源: 彭博, 农银国际证券

此外，8 月份的规模以上工业增加值同比实际增长 8.9%，已经连跌三月，同时也是连续 5 个月位于 10% 以下，并且创下 2009 年 5 月份以来最低水平，反应出国内外整体需求的恶化。从企业行业类型来看，轻、重工业增加值增速均回落明显，显示中国的建设支出及出口均处于疲弱状态。

与工业增加值回落，以及 PPI 数据下行相对应的是，全国规模以上工业企业的利润增长差异化情况仍然持续——民营企业在盈利能力方面与国有及国有控股企业、外商及港澳台商投资企业继续拉开距离（正如我们在本报告 P7 所述）。

我们认为，随着中国进一步放宽民营企业在行业准入方面的门槛，以及进一步放松对民营企业贷款与融资的限制，那些拥有良好信誉、稳健经营、拥有一定市场定价能力的民营企业将会继续在盈利方面跑赢，建议投资者应该予以关注。





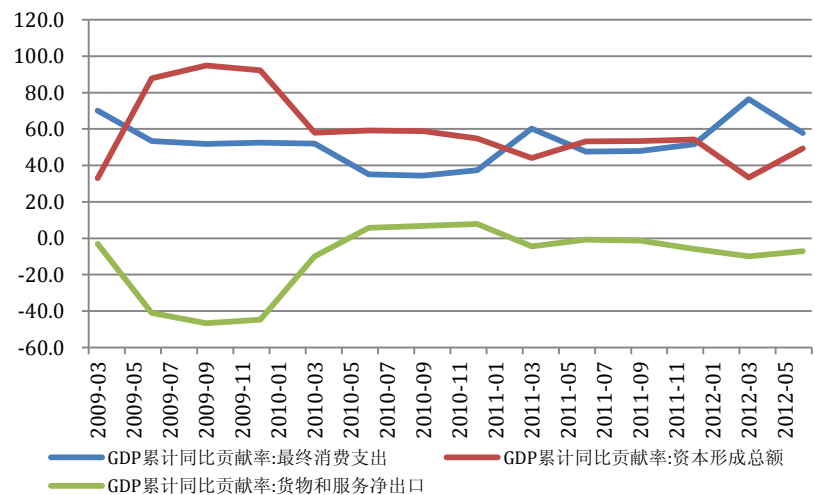
## (二)、预计中国政府会加大政策的实施力度，但未必会出台更多新的刺激举措

在全球量化宽松的环境之下，中国政府在避免经济下行时，同时要防止过度刺激令通胀回升。因此，预计中国仍然会维“稳”而非“促”增长。我们预计中国政府会继续延续上半年的财政与货币政策，但会加大已有政策的执行力度：

### 1、提升居民收入，促进内需

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

图 10：消费、净出口及资本形成总额对 GDP 累计同比增长的贡献率



数据来源：国家统计局，农银国际证券

我们认为，要做到稳增长及促进内需，中国或需要进一步提升居民收入水平及其实质购买力。中国在继“家电下乡”和高效照明产品、节能汽车实施财政补贴之后，又安排资金对符合节能标准的空调、平板电视、电冰箱、洗衣机和热水器五大类产品实行补贴。国家或会配套推出智能家电、节能家电下乡的政策，以促进内需。预计国家会更切实执行减税、鼓励消费以及对部分内需产品实施进口减税等措施。

**投资建议：**1、关注受国家政策支持的消费类股；2、拥有更高增值前景、符合环保要求、受益于行业整合的龙头企业。



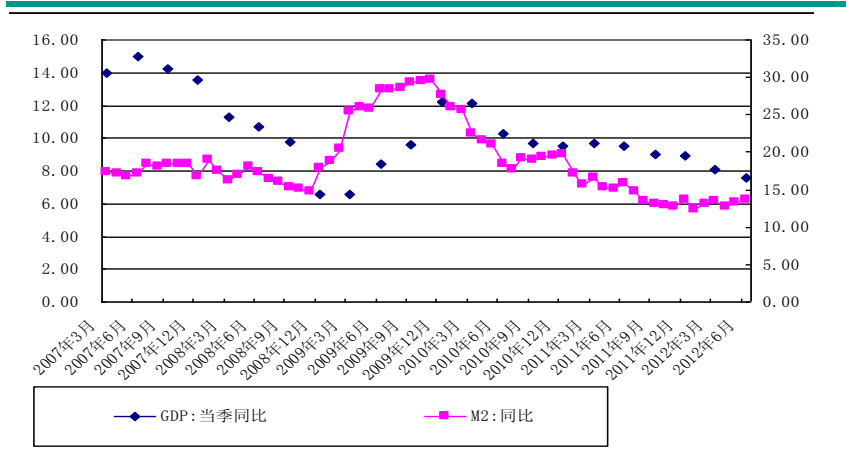
### 2、货币政策或会进一步趋宽松，但同时会谨防通胀上扬

央行在 6 月 8 日及 7 月 12 日两次降息后，并没有如市场所料推出更进一步的降息举措，但是更多地采用了公开市场操作（如回购及逆回购）的方式调节流动性。

截止 8 月的 M2 增长率已经达到 13.5%，我们认为，如果 M2 全年 14% 的增长目标不变，第 4 季度的货币供应量不会急剧增加。由于货币供应量增长对经济影响具有时滞效应（如图），且在通胀率下行时，名义货币供应量的增长增加了实际货币供应量的增长速度。有鉴于此，再考虑到上半年利用外资情况倒退，外资有外流倾向，我们认为央行或还会调降存款准备金比率(RRR)，但是主要将以预调微调为主，频率与幅度不大。

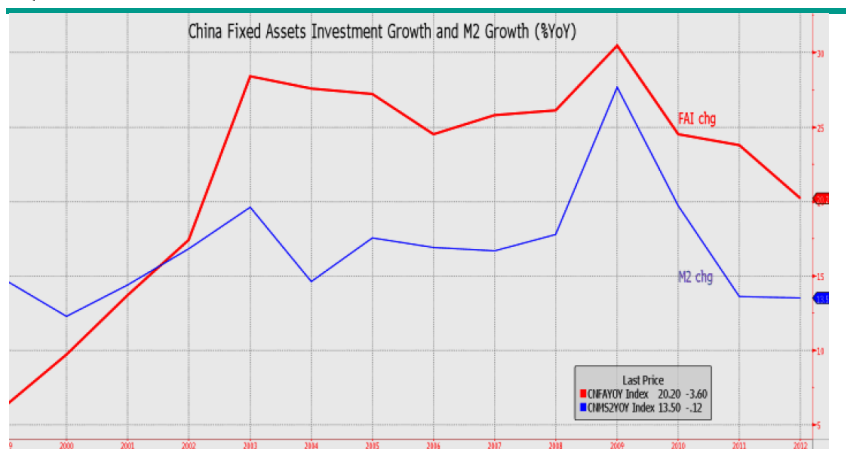
**投资建议：**可以关注对利率变化敏感的企业；以及规模较大，具备议息能力的企业。

图 11: GDP 季度增长率及 M2 同比增长率



资料来源: Wind 资讯, 农银国际证券

图 12: 中国固定资产投资同比增速 (%，红线) 及 M2 增长率 (%，蓝线)



资料来源: Wind 资讯, 农银国际证券



### 3、城市化与基建投资加速，有望推动经济在第 4 季企稳

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

但随着经济在第 2、3 季度出现较大的调整，中央政府已经逐步加大了投资项目的审批进程——发改委在 9 月 5 日及 6 日连续批出数十个项目，涉及建设资金超过 1 万亿元，主要包括公路建设、市政类项目、港口、航道及轨道交通等。此外，曾经被发改委严格控制的煤化工（如煤制油）项目，也获得准许。

尽管上述不少项目均为十二·五规划所列，但如此密集地审批项目，也显示中国政府希望借这些项目的发展，推动内需及经济发展。

值得注意的是，中央吸取了金融海啸后四万亿政策的教训，此次并没有完全依赖地方政府及银行，而是多次出台措施鼓励民间资本参与基建项目，并鼓励民营企业参与能源及金融等传统国企绝对占主导优势的领域。我们认为，这将有助于中国经济在复苏的同时避免高通胀及地方政府债务恶化的风险，同时有利于有优势发展资源的民营企业的盈利提升。

另外根据中国官方媒体披露，中共中央政治局常委、国务院副总理李克强在 9 月出席省部级领导干部推进城镇化建设研讨班学员座谈会时强调，要协调推进工业化、城镇化、农业现代化，发挥城镇化综合效应，释放内需巨大潜力，促进经济长期平稳较快发展。

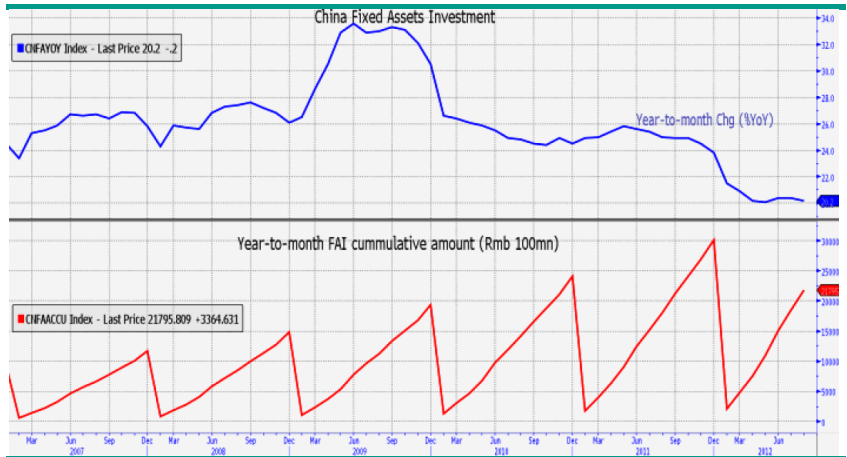
中国城镇化率刚刚超过 50%，按户籍人口计算仅为 35% 左右，明显低于发达国家近 80% 的水平，也低于许多同等发展阶段国家的水平。如果城镇化率的提高保持目前水平，中国每年将会有 1000 多万人口转移到城市，这将会带来劳动生产率和城市集聚效益的提升，令公共服务和基础设施建设投资受惠。

我们认为，如果中国各级政府能有效实施提升城市化的发展战略，中国经济有望在明年中出现比较明显的复苏势头。尽管城市化的发展有可能令处于控制中的房地产行业获得反弹，但考虑到城市化的发展多与农村及城郊建设有关，我们预计房地产市场不会出现像 2009 年那样强劲的反弹。

**投资建议：**1、关注在基建、能源或是资源开发方面拥有项目“路条”优势的民营企业；2、关注被低估的基建及交通建设股份；3、关注受惠于城市化发展的基建、房地产及能源运输类企业。

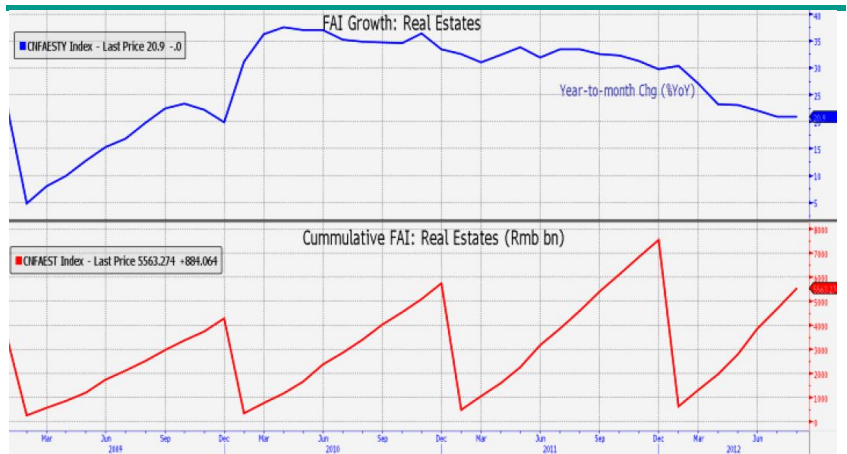


图 13: 2007 年以来中国 (非农) 固定资产投资累计同比增速 (%，蓝色) 及月度累计值 (亿人民币，红色)



资料来源: 彭博, 农银国际证券

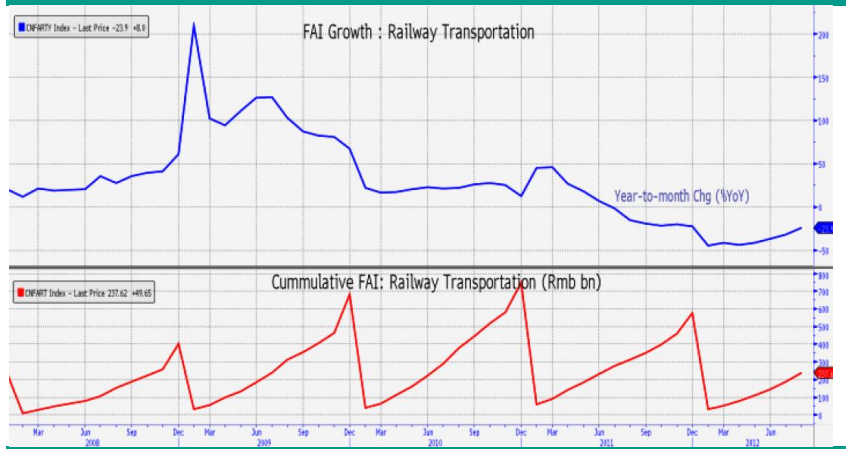
图 14: 2009 年以来地产投资同比增速 (%) 及月度累计值 (10 亿人民币)



资料来源: 彭博, 农银国际证券



图 15: 2008 年以来铁路建设月度累计值 (单位: 10 亿人民币, 红线) 及增长 (% , 蓝线)



资料来源: 彭博, 农银国际证券

图 16: 2009 年以来制造业固定投资同比增速 (% ) 及月度累计值 (单位: 10 亿人民币)



资料来源: 彭博, 农银国际证券





### 三、潜在市场风险

随着欧美日量宽措施的先后推出，我们预计未来半年市场的波动幅度将趋缓，但仍然需要关注如下问题：

- 1) 欧债危机可能出现反复，如欧元区财政联盟进程受阻，将令股市振荡；
- 2) 欧美内需进一步放缓，拖累中国以亚太区经济增长；
- 3) 中国货币政策存在滞后效应，令企业盈利先挫后扬。

#### (一)、欧美市场可能对港股造成的冲击

##### 风险 1：若欧债危机再度恶化，令市场系统性风险上升

在主权债务危机蔓延的同时，欧元区经济增长出现严重滑坡：德国经济增长从首季的 1.2% 跌至上半年的 1.0%，希腊（政府债务占 GDP 165.3%）则严重倒退 6.2%，意大利（债务占 GDP 120%）倒退 2.5%，西班牙（债务占 GDP 68.5%）则继续恶化，从首季的倒退 0.4% 到半年期的下跌 1.3%。

表 4：欧元区部分国家经济、债务及赤字情况

	5 年 CDS	5 年债券 收益率	2 年债券 收益率	Moody rating	S&P rating	Q2 12 GDP	8 月 CPI	政府债务 / GDP	赤字预算 / GDP
欧元区						-0.20%	2.60%		
英国	44.5	0.81	0.21	Aaa	AAAu	-0.50%	2.50%	85.70%	-8.30%
德国	47	0.59	0.03	Aaa	AAAu	1.00%	2.20%	81.20%	-1.00%
法国	104.9	0.98	0.2	Aaa	AA+u	0.30%	2.40%	85.80%	-5.20%
爱尔兰	277.8	3.41	1.69	Ba1	BBB+	-1.10%	1.70%	108.20%	-13.10%
意大利	329.5	3.88	2.16	Baa2	BBB+u	-2.50%	3.30%	120.10%	-3.90%
西班牙	368.8	4.41	3.07	Baa3 /*-	BBB+	-1.30%	2.70%	68.50%	-8.50%
葡萄牙	483.1	6.41	4.71	Ba3	BB	-3.30%	3.20%	107.80%	-4.20%
希腊						-6.20%	1.20%	165.30%	-9.10%

资料来源：彭博，农银国际证券

我们认为，欧元区经济恶化将令欧洲主权债务问题更复杂化，特别是欧猪国家将面临更大的还债压力，这或许会引发新一轮的市场动荡。

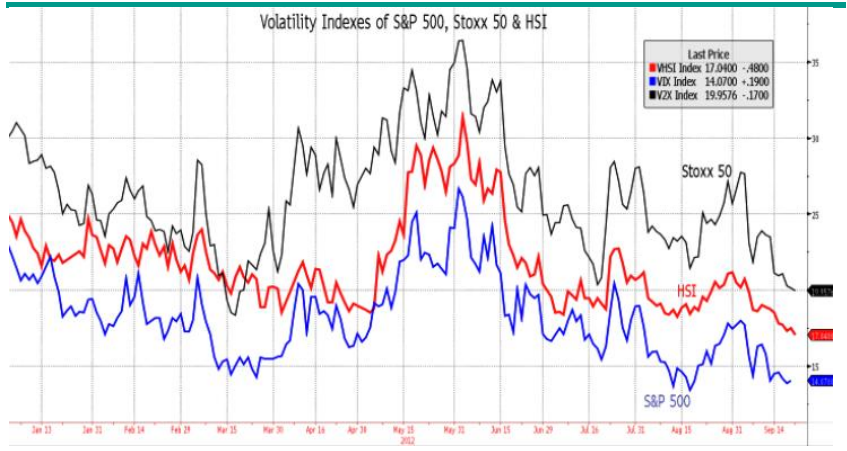
尽管欧元区可以通过 LTRO、ESM 以及 OMT 等融资工具暂时应对债困国家的流动性紧缺局面，但是在缺乏最后贷款人以及共同财政的情况下，债务沉重国家随时会出现违约的情况。

##### 对港股影响：

- 1、 欧盟市场占中国今年首 8 个月总出口值的 17%，欧盟经济衰退将直接影响中国企业的盈利表现以及中国下半年的经济增长；
- 2、 欧元区市场的波动，将会扩大市场风险；并可能传递至香港市场。



图 17: 标普、道琼欧盟 STOXX50 指数及恒指波幅指数变动情况



资料来源: 彭博, 农银国际证券

**风险 2: QE3 对经济影响有限, 反而驱升通胀, 影响复苏**

美联储在 9 月 13 日一如预期地推出 QE3, 其最重要作用是极大地提振了市场的信心。然而, 鉴于前两次 QE 措施的成效仍然成疑, 目前 QE3 的作用仍然有待观察。

美国今年第一季度 GDP 增长 2.4%, 但第二季度回落至 2.1%。而美国失业率自 2010 年 12 月的 9.4% 下落至约 8% 水平后居高不下, 至 8 月仍高达 8.1%, 续领失业救济金人数也在 5-6 月间出现反弹。虽然工厂新增订单环比出现增长, 零售销售数据也出现明显反弹, 但是 8 月的 CPI 环比突然增长了 0.6%, 创下三年来的最高增幅; 整体 CPI 同比也上升了 1.7%, 明显高于 7 月的 1.4%。

这显示美国经济出现了较明显的复苏迹象, 但是通胀风险开始上升, 在这种情况下, QE3 是否会令通胀问题恶化, 值得进一步观察。

此外, 今年是美国大选年, 预计政治因素的掺入, 令财政刺激方案将会受到抑制, 美国总体经济风险或会增加, 而如果总统大选后共和党人上台, 美联储的 QE3 或也有被迫叫停的风险。

**对港股影响:**

- 1、 美国市场占中国今年首 8 个月总出口值的 17.3%, 美国代替欧盟成为中国最大的出口市场, 其经济复苏将直接影响中国下半年的经济增长;
- 2、 进出美国市场的资金将会直接影响到港股市场。
- 3、 由于联系汇率制的影响, 美国的利率政策将直接影响到香港基本利率, 因此值得关注。

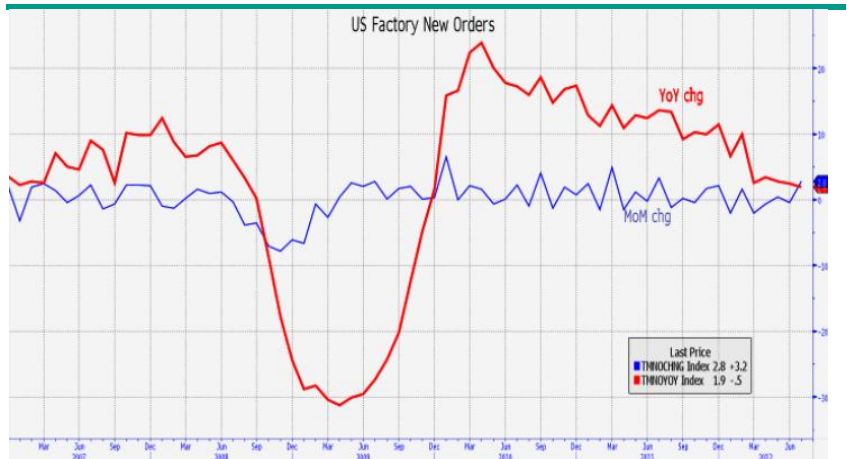


图 18: 美国失业率及续领失业救济情况



资料来源: 彭博, 农银国际证券

图 19: 美国工厂新订单增长情况



资料来源: 彭博, 农银国际证券

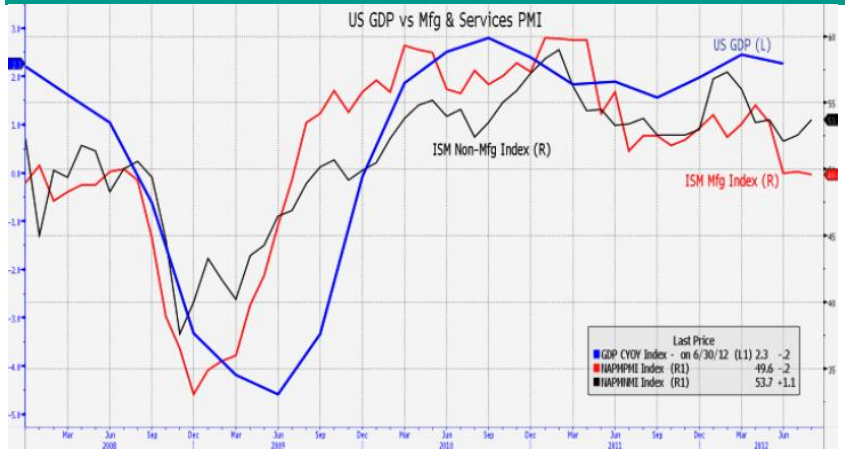
图 20: 美国零售业销售增长情况



资料来源: 彭博, 农银国际证券



图 21: 美国国内生产总值、制造业和服务业 PMI 增长情况



资料来源: 彭博, 农银国际证券

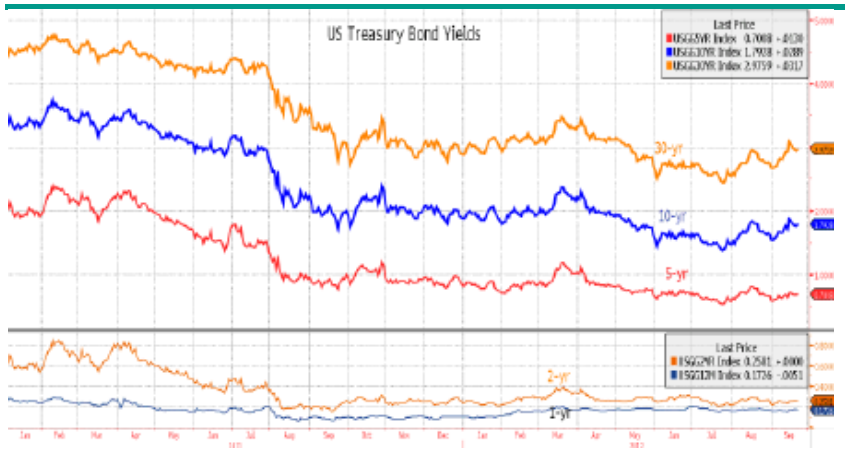
风险 3: 风险资产偏好逆转, 债券受捧而股市受压

由下图可见, 今年年初至第 3 季初, 资金不断涌入美债市场, 令美债收益率下行。香港和中国内地也出现类似情况, 反映机构投资者对风险资产偏好下跌, 债券获得青睐, 而股票市场估值下行。但是在近期, 债券市场收益率的走势变化显示, 投资者对于风险资产的偏好正在上扬, 这也与 9 月初以来的全球股票市场上升相一致。

然而, 我们仍然需要关注流动性在不同资产间的配置。尤其是如果市场预期 QE3 失效, 或欧洲主权债务问题进一步影响到实体经济的复苏, 债券市场仍可能受捧。

我们认为: 未来资金从债券市场流出将成为推动股市的主要力量, 而触发资金离开债券市场进入股市的催化剂是真正的实体经济和企业盈利的持续复苏。

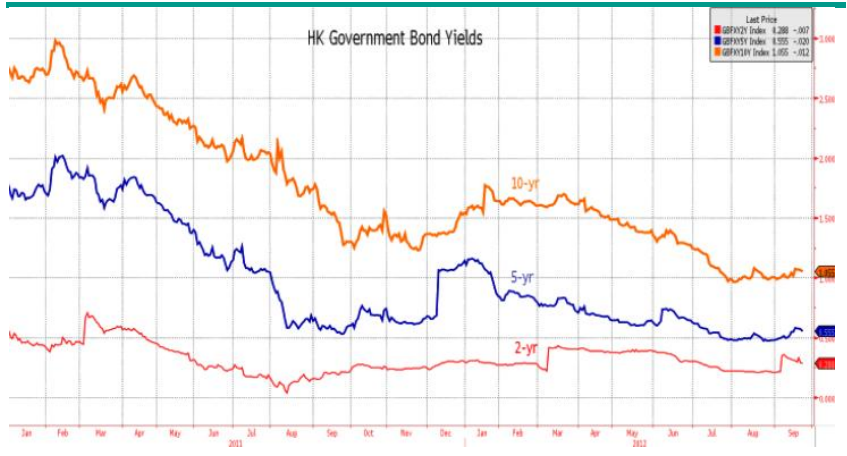
图 22: 美国国债 (30 年、10 年及 5 年期) 收益率走势情况



资料来源: 彭博, 农银国际证券

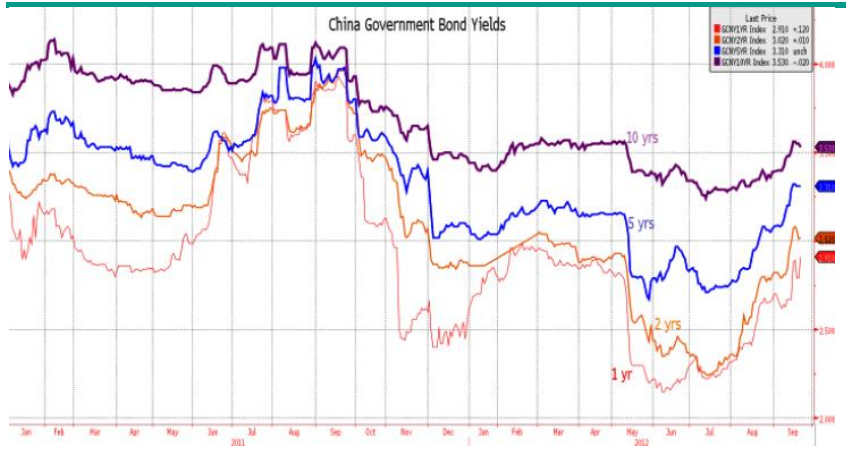


图 23: 香港政府债券（10 年、5 年及 2 年期）收益率走势情况



资料来源: 彭博, 农银国际证券

图 24: 中国政府债券（10 年、5 年、2 年期及 1 年期）收益率



资料来源: 彭博, 农银国际证券





## (二)、中国经济继续下行并超出市场预期

### 风险 1: 在外需疲弱的情况下，中国内需不足无法拉动经济

从外需来看，欧洲经济今年已经步入衰退，而美国的复苏仍然缓慢，因此中国面临较大的外需挑战；从内需来看，今年 GDP 的增长有可能会抑制收入增长；另外，规模企业的盈利下降，也会直接冲击居民可支配收入，并进而影响到消费意愿。

不过，中国政府增加养老及医保支出的政策，将会弥补经济下行给收入带来的负面影响；另外，今年通胀率受控，也有助于提升居民消费水平。

### 风险 2: CPI 开始反弹，令货币政策协调困难加大

今年年初以来，CPI 开始呈现下行趋势，到 7 月已持续 5 个月，这有助于央行在 6、7 月期间密集降息两次，特别是第二次更实施了非对称降息。但在 8 月，CPI 微升 0.2 个百分点至 2%。由于 9 月欧、美、日均实施了不同程度的量化宽松措施，向市场释放了大量的流动性，在此情况下，央行或有可能进一步评估全球量化对商品以及各类资产价格的影响，进而厘定本国货币政策，这将令央行在考虑货币宽松措施时更为谨慎。

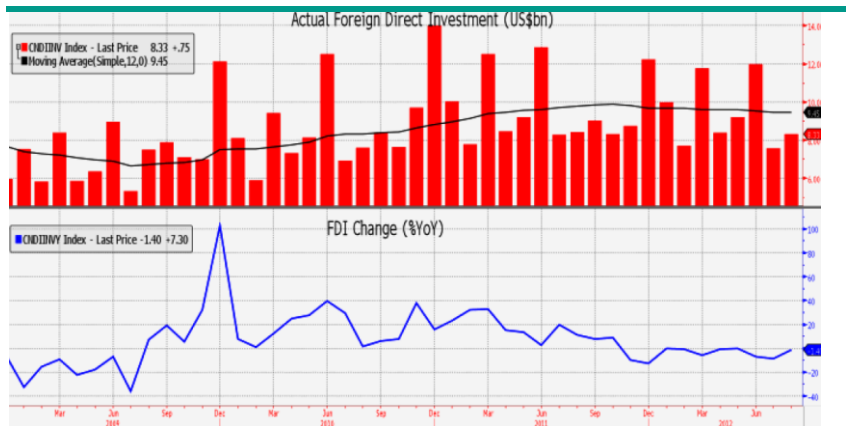
### 风险 3: 外资续流失，令投资缺乏资金支持

截止 8 月份，中国利用外资的累计金额同比增长率倒退 10.2%，是 2010 年 3 月以来最严重的倒退；而外商直接投资的同比增长率则倒退 14.3%，是 2009 年 12 月以来最大的跌幅，两项指标均显示，外资正在撤离中国。

我们认为，无论是发改委审批的上万亿投资项目，还是各级政府准备推动的城市化进程，均需要有巨额资金的推动。然而今年以来，外资的流失严重，我们担忧此举会影响到实体经济的长远发展。

如果这种趋势持续，中国央行或有必要继续释放流动性，向上修正 M2 增长目标，或是在 2013 年加大货币信贷政策的支持，同时中国也需要更大程度地开放民营资本的投资范围。

图 25: 中国实际利用外资金额 (红, 10 亿美元) 及 FDI 同比增速 (蓝)



资料来源: 彭博, 农银国际证券



# 中国银行业

行业前景：中性

## 主要数据

平均 2012 市盈率 (倍)	5.0
平均 2012 市账率 (倍)	1.0
平均 2012 股息率 (%)	5.8
行业三个月平均成交量(百万港元)	4,302

资料来源：公司统计，彭博

## 2012 年上半年营业收入构成 (%)

净利息收入	79.5
非利息收入	20.5

资料来源：中国银行业监督管理委员会

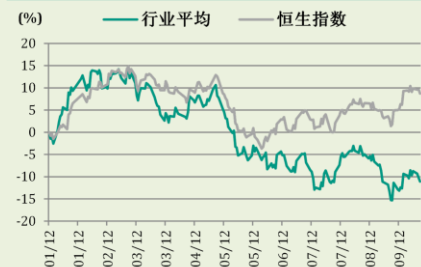
## 股价表现 (%)

	绝对值	相对表现*
一个月	(3.2)	(5.9)
三个月	(1.9)	(6.9)
六个月	(12.8)	(8.5)

\*相对于恒生指数

资料来源：彭博

## 年初至今股价表现



资料来源：彭博

## 分析师

欧宇恒

电话: (852) 2147 8802

电邮: johannesau@abci.com.hk

## 选择质优银行

鉴于市场对利率自由化和资产质量恶化的忧虑，我们对中国银行业持相对保守的中性看法。我们相信，中国的银行的股价将在短期内继续受到压力。然而我们认为市场上负面的看法已经很大程度反映接近最坏的情况。我们的选股标准将专注于拥有高质量风险管理的银行，并相信它们能在下半年经济下行的趋势中相对具防守性。

**谨慎态度展望：**我们注意到利率市场化从 2012 年 7 月再次加速，除了利率下调，央行还扩大利率区间。我们预期在未来三个季度，将有两至三次利率下调及降低存款准备金率。这些因素将进一步收窄银行的净息差。考虑到重新定价需时，我们认为每次利率下调需要三至四个季度才能充分反映。尽管如此，在利率市场化触发价格竞争的前题下，在第三季度我们仍未看到贷款及存款定价转坏的情况出现。

**双重挑战：**银行目前正面对两个主要挑战。在利率下降周期，特别是涉及不对称降息，银行的净息差预期进一步收窄。我们相信大银行由于拥有更多元化的业务相对在降息上较不敏感。另一方面，在资产质量方面，从银行的上半年业绩我们可以看到资产质量的恶化主要来自长三角地区，行业主要集中在制造业和批发及零售行业。我们注意到一个转折点，银行的不良贷款由双降变更为单升或双升，根据过往的经验信贷质素转坏的周期可能会持续六到八个季度。

**风险创造差异：**基于较高的利息收益率，我们认为银行将继续以中小企业及小微企支撑增长。由于资产质量的恶化是不可避免的，我们的选股标准将高度重视银行的风险管理质量。面对市场普遍负面的展望，我们认为具有更好风险管理的银行无论现实资产质量的发展比较预期好或坏，都可以为市场带来惊喜。

**投资重点：**我们预期中国银行业第四季度到明年初将继续受制于利率市场化，减息周期及资产质量关注的阴霾。这些因素将继续为经营环境带来挑战并影响银行未来的盈利能力。因此我们对中国银行业持中性看法。我们比较喜欢大银行及优质风险管理的银行，在此基础上，我们喜欢建设银行和农业银行。在小银行之中，我们比较看好民生银行。

**风险因素：**长期中国经济增长放缓，利率自由化及信贷成本的急剧增加。

## 行业估值概要

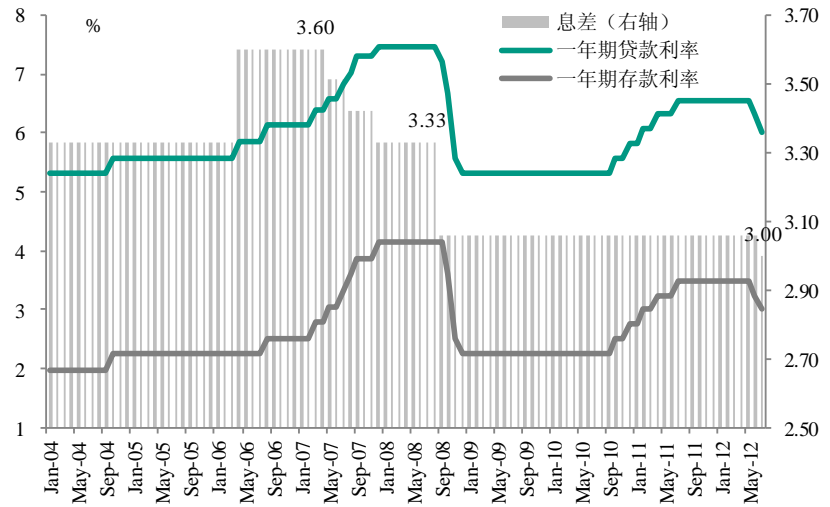
公司	股票代码	评级	股价 (港币)	升值潜力	2012 市盈率	2012 市账率	2012 股息率
建设银行	939 HK	买入	5.26	19.8%	5.7	1.2	6.2%
农业银行	1288 HK	买入	2.99	15.4%	5.4	1.1	5.6%
民生银行	1988 HK	买入	6.00	27.7%	4.0	0.9	6.4%
工商银行	1398 HK	持有	4.49	-1.1%	5.8	1.2	5.1%
中国银行	3988 HK	持有	2.92	0.7%	5.1	0.8	6.2%
交通银行	3328 HK	持有	5.22	-1.7%	4.9	0.9	6.2%
招商银行	3968 HK	持有	12.74	5.7%	5.4	1.1	4.6%
中信银行	998 HK	持有	3.62	-0.3%	3.9	0.7	6.3%

资料来源：公司资料，彭博，农银国际证券预测



经过多次的不对称降息，一年期贷款和存款利率的息差已经由 2007 年的 360 个基点减少到 300 个基点

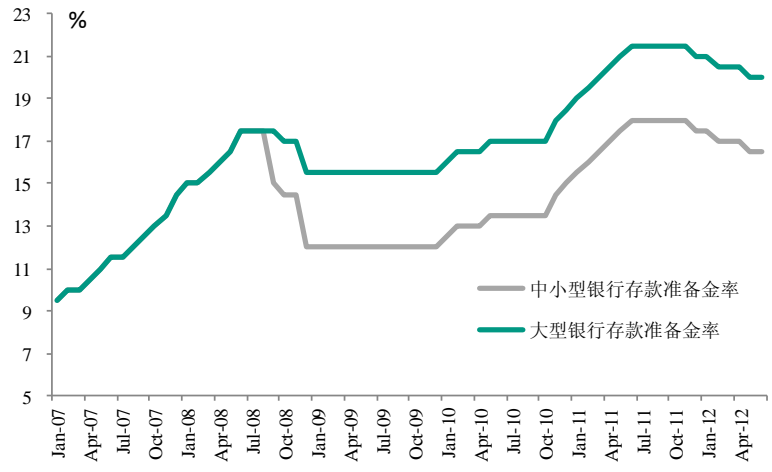
图 1: 中国 1 年期贷款利率和存款利率



资料来源: 中国人民银行

2011 年 12 月, 央行三年来首次下调存款准备金率; 2012 年 2 月及五月, 存款准备金率再两次下调。目前大型银行和中小型银行的存款准备金率分别为 20% 和 16.5%

图 2: 中国存款准备金率



资料来源: 中国人民银行

表 1: 上半年 H 股银行资产质量

(%)	工商银行	建设银行	农业银行	中国银行	交通银行	民生银行	招商银行	中信银行
不良贷款率 (2011 年 12 月)	0.94	1.09	1.55	1.00	0.86	0.63	0.56	0.60
不良贷款率 (2012 年 6 月)	0.89	1.00	1.39	0.94	0.82	0.69	0.56	0.61
不良贷款率半年比 (基点)	(5.00)	(9.00)	(16.00)	(6.00)	(4.00)	6.00	0.00	1.00
不良贷款金额半年比	2.9	(0.7)	(3.3)	0.5	(8.5)	19.1	8.0	10.0
关注类贷款金额半年比	7.3	12.9	(2.1)	(0.3)	23.1	15.0	5.5	(27.3)
逾期贷款金额半年比	7.0	33.5	15.7	17.4	10.1	63.2	15.5	53.0

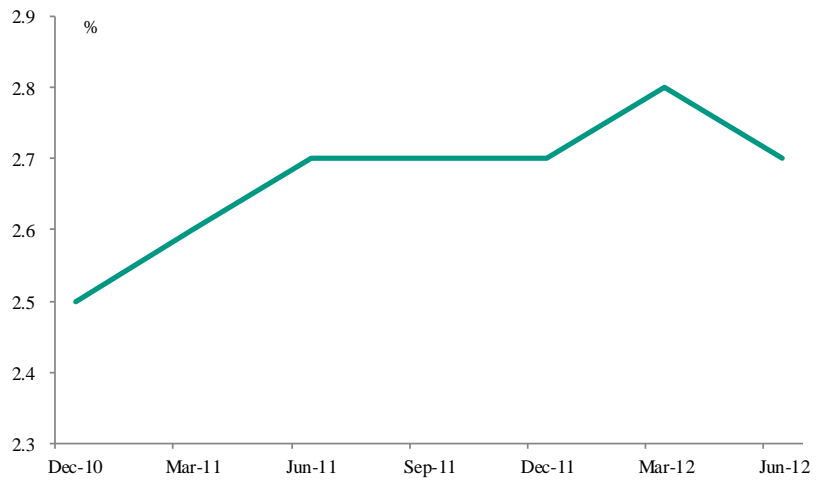
资料来源: 公司资料



二季度银行系统净息差从上一季度略为减少 10 个基点至 2.7%。

在减息周期下,由于资产和负债的重新定价期限差异,我们预期每次降息对净息差的影响,将在 2-3 个季度后才可以充分反映。

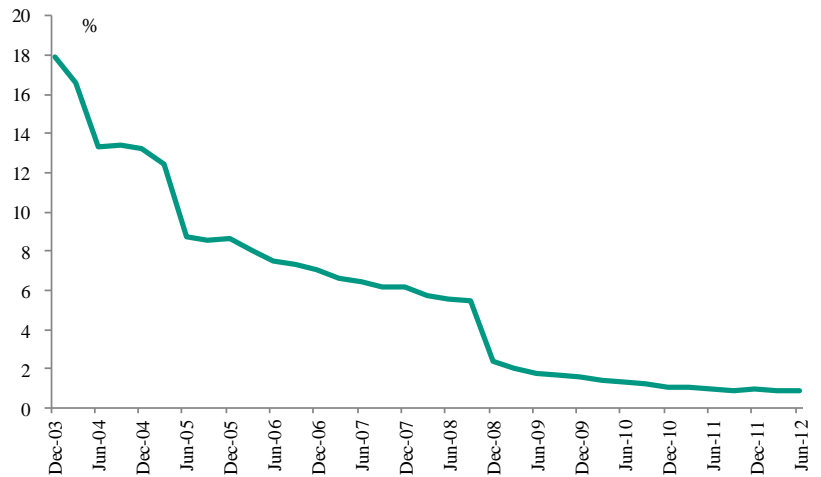
图 3: 中国银行系统净息差



资料来源: 银监会

随着金融改革的财务重组和风险管理意识的提高,中国银行业的不良贷款率从 2003 年的 18%降低到 1%,目前处于非常低的水平。

图 4: 中国银行系统不良贷款率

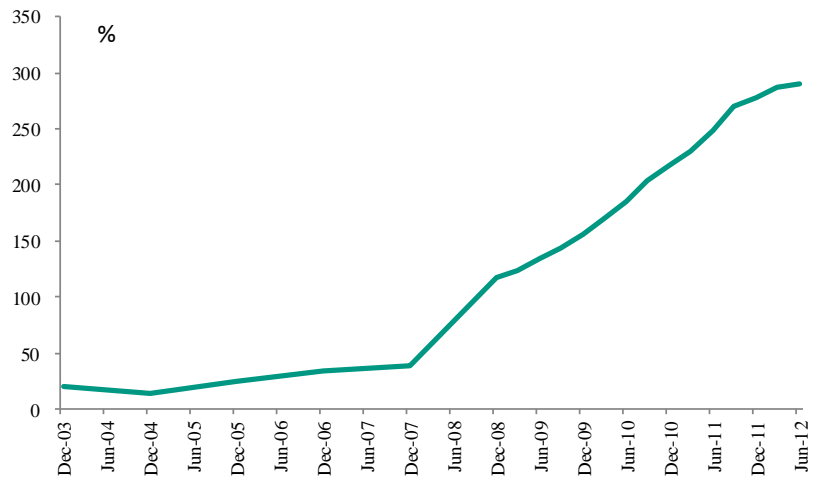


资料来源: 银监会



我们注意到银行从 2007 年起已经开始为资产质量周期作出准备并增加拨备，拨备覆盖率在二季度提高到 290% 的水平。

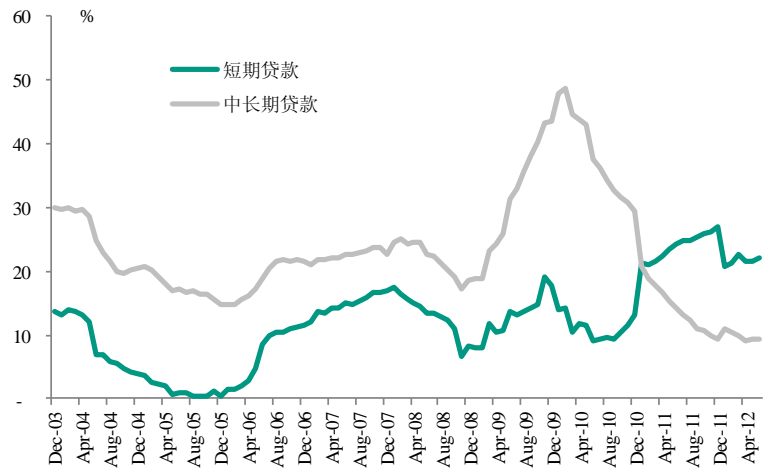
图 5：中国银行系统拨备覆盖率



资料来源：银监会

自 2011 年以来,贷款增长的动力主要来自短期贷款,我们相信主要的原因是由于现在的大企业有更多融资选择。银行新增贷款增集中在中小企业,而他们的贷款期限一般较短。

图 6：中国银行系统按期限贷款增长



资料来源：中国人民银行





# 中国保险业

行业前景：正面

## 主要数据

平均 2011 内含价值比率(倍)	24.2
平均 2011 新业务价值比率(倍)	2.1
平均 2011 市账率 (倍)	1.4
平均 2011 市账率 (倍)	5.4
平均 2011 股息率(%)	0.9

行业总市值(百万港元)	1,362
行业三个月平均成交量(百万港元)	1,782

资料来源：公司统计，彭博

## 2011 年行业保费构成 (%)

寿险保费	60.6
健康险保费	4.8
意外险保费	2.3
财险保费	32.2

资料来源：中国保险监督管理委员会

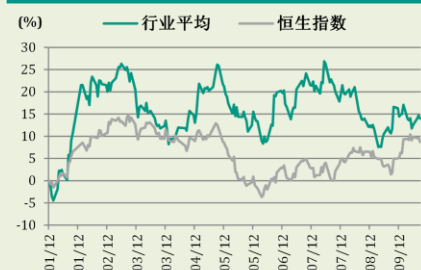
## 股价表现 (%)

	绝对值	相对表现*
一个月	(0.0)	2.5
三个月	(4.9)	(6.8)
六个月	1.1	14.8

\*相对于恒生指数

资料来源：彭博

## 年初至今股价表现



资料来源：彭博

## 分析师

陈永富

电话: (852) 2147 8311

电邮: francischan@abci.com.hk

## 板块触底回升

于 2012 年上半年，中国保险业成功摆脱 2011 年之困局。行业在寿险产险及投资各方面均呈现触底回升之迹象。寿险公司内含价值在股市债市反弹下，环比大幅回升。保费收入亦止跌，上半年同比大致持平。财险公司于缺少自然灾害影响下，赔付率持续走低，行业股本回报理想。保险投资回报则受惠于股市见底，及银行协议存款利率理想。基于上述原因，我们判断中国保险板块拐点已现。

### 寿险承保业务扭转颓势：

寿险内含价值回升，承保业务亦有回顺迹象。行业总保费于 2012 年首七月同比上升 2.1%，扭转 2011 年同比下降 8.6% 之颓势。同期除中国人寿以外，首五大寿险公司均录得总寿险保费增长。此外于 2012 年上半年，上市寿险公司于首年保费全面下跌之情况下，大部份仍录得新业务价值增长。寿险公司从年初开始，陆续推出新医疗及健康保险产品，及加大期缴产品销售力度。此等策略均有助于提升新业务利润率。寿险公司正执行重质不重量之销售模式，我们判断此等策略有助寿险承保业务扭转颓势，预期寿险公司业务将于 2012 年四季度及 2013 年全面复苏。

### 财险延续甜蜜岁月：

尽管财险从年初开始受制于汽车销售增长放缓，承保利润率仍然维持于高水平。于 2012 年上半年，三大财险公司延续 2011 年之良好势头，将综合成本率控制于 92-94% 以内。全赖赔付率持续低企，及费用率继续改善。三大财险公司之股本回报率走高，平均达 23.3%，同比持平。我们估计，下半年财险公司将受惠于汽车下乡及“十二五”提倡之三农政策，致令保费增长再提速。如无重大自然灾害，我们预期财险业务将于 2012 年四季度及 2013 年继续向好。

### 股市拐点对板块利好：

经过 2012 年内多次探底，A 股市场已于低位见到强力支持。上证指数 2000 点牢不可破，中信 300 指数亦能站稳于 2150 点以上。股市表现于 2012 年初至今基本持平或略有下跌，但随着中国银根继续放宽，我们判断股市不会重复 2011 年同比下跌 22% 之惨况。而中国保险公司之内含价值及账面价值亦能避免受股市波动拖累。我们预期中国保险业于 2012 年之投资回报应优于 2011 年。

### 投资重点：

基于上述原因，我们对中国保险业持正面看法。我们比较喜欢新业务利润率提升空间较大之寿险公司，如中国人寿及中国太保。此外我们认为中国太平估值非常吸引，值得持有。

### 风险因素：

长期中国经济增长放缓，银保渠道淤塞，及突发自然灾害。

## 行业估值概要

公司	股票代码	股价 (港币)	2011 市盈率	2011 市账率	2011 内含价值 比率	2011 新业务价 值比率	2011 股息率
中国人寿	2628 HK	22.55	28.56	2.73	1.79	11.42	1.69%
中国平安	2318 HK	58.40	19.50	2.22	1.61	8.31	0.83%
中国太保	2601 HK	22.95	19.50	2.08	1.43	3.72	1.86%
新华保险	1336 HK	22.05	14.58	1.80	1.15	1.71	0.00%
中国太平	966 HK	11.30	38.99	1.69	1.13	1.94	0.00%

资料来源：公司资料，彭博，农银国际证券



经过于 2011 年停滞不前，行业内含价值于 2012 上半年，在股市债市回复之背景下触底回升

表 1: 中国保险公司内含价值触底回升

内含价值 (人民币百万)	2009	1H10	2010	1H11	2011	1H12
中国人寿	285,229	278,441	298,099	296,493	292,854	334,326
中国平安	155,258	184,338	200,986	233,966	235,627	259,005
中国太保	98,371	104,723	110,089	110,008	113,564	121,833
新华保险			28,085	42,322	48,991	56,150
中国太平 (港币百万)	11,834	12,522	15,731	17,500	17,074	19,780
<b>(同比 %)</b>		<b>1H10</b>	<b>2010</b>	<b>1H11</b>	<b>2011</b>	<b>1H12</b>
中国人寿		(2.4)	7.1	(0.5)	(1.2)	14.2
中国平安		18.7	9.0	16.4	0.7	9.9
中国太保		6.5	5.1	(0.1)	3.2	7.3
新华保险				50.7	15.8	14.6
中国太平		5.8	25.6	11.2	(2.4)	15.8

资料来源: 公司资料

于 2012 上半年，财险综合成本率表现超越市场预期，跟 2011 年之低水平大致持平。致使产险公司之股本回报率维持于高水平

表 2: 中国财险综合成本率维持良好

综合成本率 (%)	2008	2009	2010	2011	1H12
财险行业领头羊	103.3	102.2	97.8	94.0	92.4
平安财险	104.4	98.7	93.4	93.6	93.1
太保财险	102.9	98.3	94.1	93.3	94.4
太平保险	102.0	104.8	102.1	99.9	98.0
<b>股本回报率 (%)</b>				<b>2011</b>	<b>1H12</b>
财险行业领头羊				25.9	33.1
平安财险				25.1	23.9
太保财险				19.9	12.9

资料来源: 公司资料

表 3: 中国保险公司投资回报

净投资回报 (%)	2009	2010	2011	1H12	总投资回报 (%)	2009	2010	2011	1H12
中国人寿	3.69	3.90	4.28	4.48	中国人寿	5.84	5.18	3.51	2.83
中国平安	3.90	4.20	4.50	4.50	中国平安	6.40	4.90	4.00	3.70
中国太保	4.10	4.26	4.70	4.90	中国太保	5.00	5.17	3.70	3.90
新华保险		3.80	4.10	4.40	新华保险		4.30	3.80	3.60
中国太平	3.74	3.64	3.76	3.95	中国太平	5.05	4.56	3.40	3.60
行业平均	3.86	3.96	4.27	4.45	行业平均	5.57	4.82	3.68	3.53

资料来源: 公司资料



# 中国房地产业

行业前景：正面

### 主要数据

平均 2012 市盈率 (倍)	5.55
平均 2012 市账率 (倍)	1.10

资料来源：彭博

### 2012 年上半年营业收入构成 (%)

地产开发	96.0
其他	4.0

资料来源：公司资料

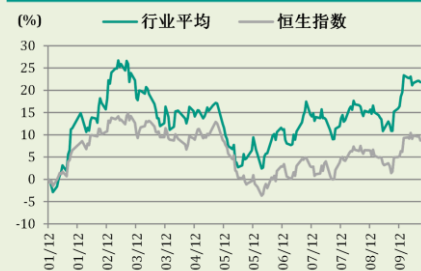
### 股价表现 (%)

	绝对值	相对表现*
一个月	6.1	1.9
三个月	10.9	2.8
六个月	5.0	6.7

\*相对于恒生指数

资料来源：彭博

### 年初至今股价表现



资料来源：彭博

### 分析师

李红颖

电话: (852) 2147 8897

电邮: vivianli@abci.com.hk

## 结构分化明显

经过年初以来投资的持续放缓，同时在开发商去库存的努力下，我们预期 2013 年行业供应减小。政策面保持稳定，需求将是经济面和货币政策博弈的结果。我们判断开发商在 2013 年面对的不是 2010-11 的供销两旺，不是 2012 的整体大幅供过于求，而是供求关系改善下，对刚性需求（首套和改善置业）的争夺战。我们对行业整体持谨慎乐观态度，认为内部竞争激烈，结构分化将明显。

**政策平稳：**经过 2 年密集调控，行业的政策调控进入稳定阶段，表现在新政策出台的可能性降低和新政策对市场冲击性减弱。我们认为调控政策将服务于初衷-抑制房价过快上涨同时减少对市场冲击。

**价格整体稳定，一线城市核心区域有小幅上涨空间：**首先由于供应下降，我们预期房价下跌幅度有限。2012 年大部分时间行业投资减速，我们预期 2013 年全年市场住宅供应比 2012 年下跌 10%至 1,403 百万平米(预计实际可售供应在 1,192 百万平米)。尽管如此，这仍然是个庞大的数字，相当于 2011 年市场的供应；加上政策干预，房价不具备全面大幅上涨的可能。但是供应结构中，一线城市核心地段的稀缺性没有改变，政策的干预也改变不了结构性的供需不平衡。我们认为这些区域仍存在价格上涨的可能性，幅度在 2-5%。

**需求由经济面和货币政策共同决定：**1) 在政策稳定的预期下，经济因素逐步上升为影响刚性需求最主要的宏观变量。中短期经济增长下滑带来的后果是居民收入增长放缓和股市上升动力减弱、财富效应下降。这些因素都将降低购买力，影响 2013 年的刚性购房需求。2) 中国正在跟随全球经济主体进入宽松货币周期。这对资本密集的地产行业是利好因素。除了开发商融资成本降低，更重要的是按揭利率走低可降低购房者的资金成本。综合上述两大因素，我们预期行业 2013 年需求在 970 万平米，维持 2011-12 的水平。

**投资重点：**我们对行业整体持谨慎乐观态度，但认为结构性分化明显。我们首选资产配置集中在一、二线城市核心区域，面向改善置业的地产商，如中海外、融创，这些地产商最有可能获得利润率和销量之间的平衡。而资产配置偏重三、四线，主攻首套房的开发商，如恒大、碧桂园，虽然仍或遭遇利润率下滑，但是由于目标客户是按揭贷款的主力，是宽松货币政策的敏感人群，开发商也因而最有可能完成以量补价的增长。

**风险因素：**中国经济增长放缓超过预期，针对区域的政策调控。

### 行业估值概要

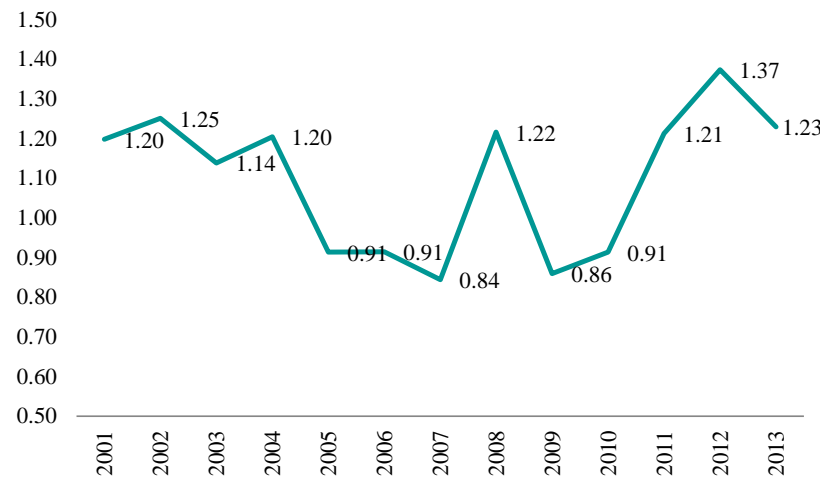
公司	股票代码	评级	股价 (港币)	升值潜力	2012 市盈率	2012 市账率	2012 股息率
恒大	3333 HK	买入	3.1	35.5%	3.8	1.2	7.6%
融创	1918 HK	买入	3.8	27.9%	2.9	1.2	2.6%
合景泰富	1813 HK	买入	4.4	26.1%	4.5	0.8	6.1%
中渝置地	1224 HK	持有	1.7	8.8%	6.1	0.3	2.4%
合富辉煌	733 HK	买入	2.1	41.4%	5.6	0.8	4.2%

资料来源：彭博；农银国际证券预测



虽然 2013 年的供需比例将从 1.37x(根据最新的供需数据预测)下降至 1.23x,但仍处于较高水平,这是抑制房价反弹空间的因素之一。

图 1: 行业供求关系比率



注: 我们假设新动工面积 1 年之后进入预售; 已竣工面积大概有 10%未售; 由于配套设施等, 实际可售供应估计是新供应和库存的 85%左右  
 实际可售供应= (1 年前新动工面积+竣工未售)\*85%  
 资料来源: 国家统计局, 农银国际证券预测

表 1: 上市公司估值一览

名称	代码	价格 (HK\$)	年初至今变化	1-8月 销售额同比	2012预测 P/E	预测 P/B	5年 平均PB
中海外	688	19.2	47.8%	29%	8.75	1.90	3.48
恒大	3333	3.1	-4.7%	-16%	3.82	1.16	2.57
龙湖	960	11.9	35.1%	0%	7.66	2.20	2.86
碧桂园	2007	2.9	5.6%	-13%	6.14	1.47	3.15
雅居乐	3383	8.4	21.3%	3%	5.00	1.17	2.65
世茂	813	13.2	99.4%	46%	6.99	1.37	2.00
富力	2777	8.9	44.1%	7%	4.80	1.08	3.70
保利香港	119	4.1	22.8%	39%	5.85	0.56	1.48
合景泰富	1813	4.4	69.5%	-10%	4.51	0.84	3.16
佳兆业	1638	1.4	6.0%	13%	2.83	0.52	1.15
融创	1918	3.8	132.9%	71%	2.87	1.15	0.96
花样年	1777	0.8	10.3%	1%	3.02	0.63	1.26
中渝置地	1224	1.7	22.5%	6%	6.10	0.32	1.08
中位数					5.00	1.15	2.15
平均					5.55	1.10	2.19
+1.0SD					8.07	1.63	3.15
-1.0SD					3.03	0.57	1.24

资料来源: 公司资料, 彭博, 农银国际证券预测



# 中国动力煤行业

行业前景：中性

## 主要数据

平均 2012 市盈率 (倍)	8.81
平均 2012 市账率 (倍)	1.5
平均 2012 股息率 (%)	3.8
行业三个月平均成交量(百万港元)	933

资料来源：公司资料，彭博

## 2012 年上半年营业收入构成 (%)

煤炭收入	75.7
电力相关	17.1
铁路运输	1.6
煤焦化	1.1
煤装备	1.9
煤化工相关	0.6
其他煤相关	1.9
总计	100

资料来源：公司资料，农银国际证券

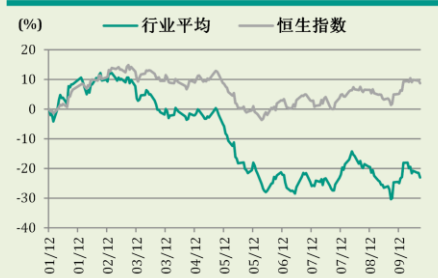
## 行业股价表现 (%)

	绝对值	相对表现*
一个月	1.4	(2.7)
三个月	7.5	(1.4)
六个月	(19.9)	(20.0)

\*相对于恒生指数

资料来源：彭博

## 年初至今股价表现



资料来源：彭博

## 分析师

陈宜飏

电话: (852) 2147 8819

电邮: markchen@abci.com.hk

## 动力煤板块整合将加剧，选择优势企业

中国宏观经济复苏缓慢以及下游火电需求的疲弱，令我们对中国动力煤行业维持谨慎看法。相关股份短期内或继续受煤价波动影响，但我们预计第 4 季及 2013 年上半年煤价将趋于平稳。个股将因资源优势及业务模式不同而个别发展，投资者可以关注拥有优质、大量煤储，而且有较好物流能力的煤炭生产商。

**煤炭价格企稳：**受中国宏观经济疲弱、电力需求增速显着放缓影响，2012 年上半年动力煤现货价经历重大挫折；整个板块的股份普遍出现盈利放缓趋势。但从 3Q 开始，煤价开始止跌并缓慢回升，同时重要煤港库存显著回落。随着中国经济刺激方案逐步生效，电力需求有望于 2013 年第一季度回稳；此外，各国量宽措施所产生的流动性，将对煤价形成有力支持。不过国际煤价会继续对国内煤价形成压力，令其上升空间受限。

**煤炭行业纵深整合：**煤价于年中下跌后，政府实施限产及其他措施，令行业整合加速，我们预计：1) 矿业资源将更倾向大企业，行业集中度进一步提升；2) 限产及提升安全标准等措施，压缩中小煤矿产能并促升开采成本；3) 政策鼓励西煤东运与北煤南运，令运输资源更突显价值，也加剧煤企地区化差异；4) 政府推动煤价机制改革及煤资源税改革，将对中小矿企形成压力。

**投资重点：**从整体板块来看，短期内预计随着冬季用煤高峰期来临，以及各大河流进入水力淡季，火电需求将会上升，动力煤价格在 4Q 会获得支持；从中长期来看，中国经济在第 4 季度探底后，或于 2013 年上半年企稳，届时将对整个板块基本面形成支持。但我们并不预期中国经济会出现强有力的迅速反弹，因此维持板块的“中性”评级。

从个股来看，行业整合将挤压中小煤矿的生存实力，使得在煤储资源和运输方面拥有优势的大型煤炭生产商获得更大的发展空间。有鉴于此，我们建议关注板块内拥有优势煤炭及运输资源的公司，如中国神华(1088 HK)及伊泰煤炭(3948 HK)，并可逢低吸纳。

**风险因素：**中国经济增长风险，国内外煤价波动风险，国家政策风险，税费改革风险。

## 行业估值概要

公司	代码	收盘价格 (HK\$)	2011			2012		
			市盈率	市净率	股息率	市测市盈率	市测市净率	市测股息率
中国神华	1088	29.85	10.6	2.1	3.7%	10.3	1.9	3.7%
中煤能源	1898	7.11	7.8	0.9	3.7%	8.9	0.9	3.2%
兖州煤业	1171	11.54	5.2	1.1	6.1%	6.9	1.0	4.5%
伊泰煤炭	3948	43	10.5	--	--	9.1	2.2	3.9%
行业平均			8.5	1.4	4.5%	8.8	1.5	3.8%

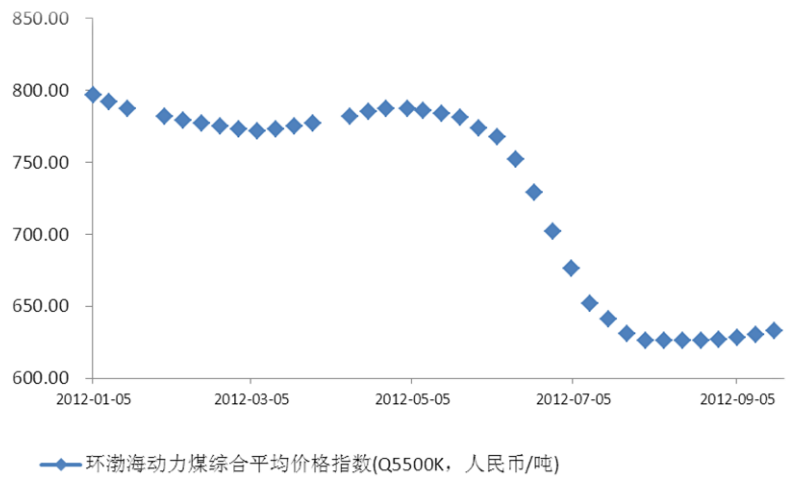
资料来源：公司资料，彭博社预测，农银国际证券





2012 年 5 至 7 月，中国动力煤价格出现暴跌；在第 3 季度出现企稳，并于 8 月底 9 月初持续缓慢回升。预计煤价在第 4 季仍将低位运行，但下行风险减小。

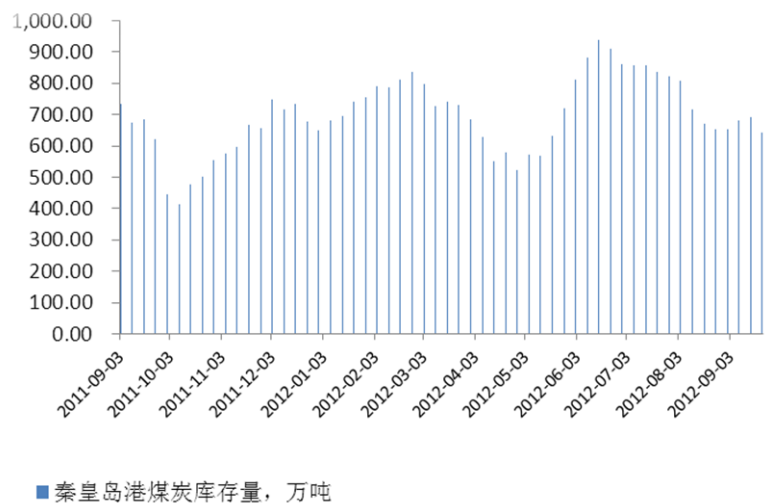
图 1: 截止 9 月 19 日环渤海 5500 大卡动力煤价格指数 (人民币/吨)



资料来源: Wind 资讯, 农银国际证券

与煤价相对应，秦皇岛港的煤炭库存在 6 月下旬高达 938 万吨；在第 3 季度库存出现回落，至 9 月下旬，比高峰期回落约 32%，已经基本回复至历史正常水平。我们认为，港口煤库存减少有利于煤价于第 4 季度企稳回升。

图 2: 截止 9 月 22 日秦皇岛煤炭库存量 (万吨)



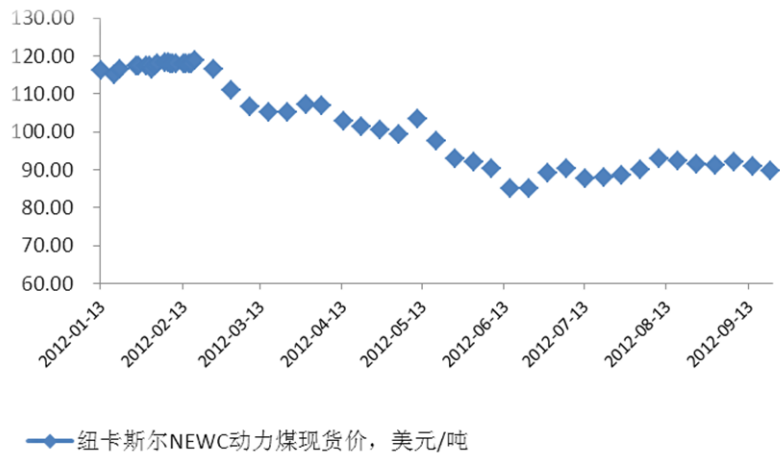
资料来源: Wind 资讯, 农银国际证券



2012 年 5 至 6 月，国际煤价出现暴跌，同期中国进口煤炭量激增。国际煤价在第 3 季度企稳并保持窄幅波动。

预计在 QE3 的影响下，能源与商品价格将会在第 4 季度继续得到支持。

图 3：截止 9 月 23 日纽卡斯尔 NEWC 动力煤现货价（美元/吨）

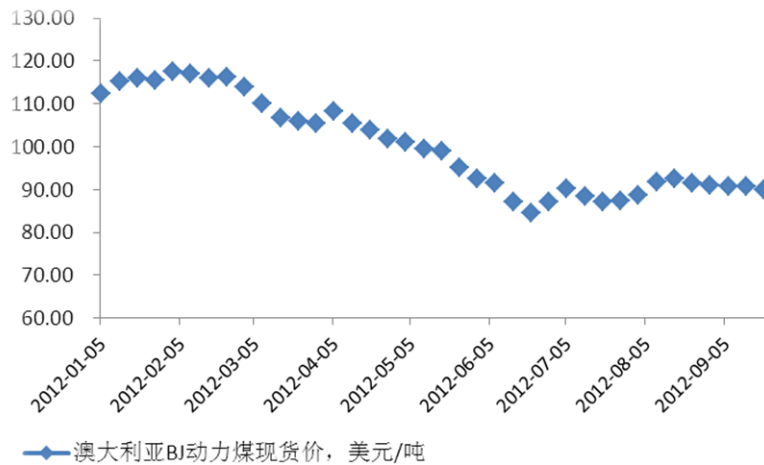


资料来源：Wind 资讯，农银国际证券

进入第 3 季度，中国进口煤炭数量比上半年缩减，国际煤价保持低位平稳运行。

预计未来一段时间内，国际煤炭价格仍将会对中国国内煤炭价格形成一定抑制作用。

图 4：截止 9 月 20 日澳大利亚 BJ 动力煤现货价（美元/吨）



资料来源：Wind 资讯，农银国际证券



表 1: 中国动力煤板块公司煤炭销售数据 (单位: 百万吨)

2012年 中期报告	中国 神华 1088	中煤 能源 1898	兖州 煤业 1171	伊泰 煤炭 3948	2011年 全年业绩	中国 神华 1088	中煤 能源 1898	兖州 煤业 1171	伊泰 煤炭 3948
商品煤产量	155.8	55.24	29.48	17.2	商品煤产量	281.9	102.79	50.91	35.1
国内销售	219.8	53.36	n.a	27.0	国内销售	381.7	99.41	n.a	38.3
合同煤销售量	88.9	23.52	n.a	15.6	合同煤销售量	171.7	51.78	n.a	19.0
现货煤销售	130.9	29.84	n.a	11.4	现货煤销售	210	47.63	n.a	19.3
出口销售	2.2	0.39	n.a	n.a	出口销售	5.6	0.74	n.a	n.a
煤炭销售	222.1	72.09	42.47	27.0	煤炭销售	387.3	134.7	64.25	38.3

资料来源: 公司资料

表 2: 中国动力煤板块公司数据对比 (截止 2012 年 9 月, 单位: 人民币)

2012年 中期报告	中国 神华 1088	中煤 能源 1898	兖州 煤业 1171	伊泰 煤炭 3948	2012 市场 预测	中国 神华 1088	中煤 能源 1898	兖州 煤业 1171	伊泰 煤炭 3948
销售收入, 百万	121,468	45,407	28,286	12,614	销售收入, 百万	234,328	90,860	52,628	25,668
毛利率, %	35	21	27	38	毛利率, %	36	19.3	31	n.a
净利润, 百万	26,741	5,123	5,256	3,194	净利润, 百万	46,783	8,585	6,637	5,930
每股盈利	1.34	0.39	1.07	2.18	每股盈利	2.35	0.65	1.36	3.95
每股净资产	11.78	6.32	8.99	14.44	每股净资产	12.91	6.49	9.51	15.63
平均净资产回报, %	11.56	6.1	12.1	10.9	平均净资产回报, %	18.9	10.2	14.2	25.9

资料来源: 公司资料, 彭博

表 3: 中煤能源煤炭经营月度数据 (单位: 万吨)

	2012 1月	2012 2月	2012 3月	2012 4月	2012 5月	2012 6月	2012 7月	2012 8月	2012 9月	总计
1、商品煤量	948	882	1,046	906	882	858	905	886		7,313
2、焦炭量	17	13	13	17	17	15	14	12		118
3、煤矿装备值	60,044	75,852	83,262	85,868	79,268	80,334	69,543	65,175		599,346
4、煤炭销售量	1,034	1,170	1,266	1,158	1,193	1,422	925	1,110		9,278
(1) 自煤内销	895	952	974	824	817	864	744	853		6,923
(2) 自煤出口	4	19	-	5	3	8	0	6		45
(3) 国内贸易	118	135	237	273	318	404	131	163		1,779
(4) 代理及买断出口	11	34	26	22	14	24	12	16		159
(5) 进口	6	30	29	34	41	122	38	72		372

资料来源: 公司资料

表 4: 中国神华煤炭经营月度数据

运营指标-经重述调整	2012 1月	2012 2月	2012 3月	2012 4月	2012 5月	2012 6月	2012 7月	2012 8月	2012 9月	合计
商品煤产量 (百万吨)	26.3	25.2	27.6	24.5	26.8	25.4	25.2	25.6		206.6
煤炭销售量 (百万吨)	23.6	42.6	42.1	36.8	41.5	35.3	31.6	39.5		293
其中: 出口量 (百万吨)	0.5	0.6	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2		2.6
进口量 (百万吨)	-	0.3	0	0.1	0.9	1	1.3	0.9		4.5
自有铁路运输周转量 (十亿吨公里)	14.8	14.3	15.6	14.4	14.6	13.3	13.8	14.3		115.1
港口下水煤量 (百万吨)	12.3	21.8	26.2	18.8	22.7	18.6	16.6	22.4		159.4
其中: 黄骅港 (百万吨)	8.5	8.7	9.2	9	9.9	6.6	6.5	9.1		59.1
神华天津煤码头 (百万吨)	2.3	2.5	3	2.4	2	2.2	2.2	3.4		17.3
航运货运量 (百万吨)	7.3	7.9	8.3	8.4	7.8	7.7	8.8	8.9		65.1
航运周转量 (十亿吨海里)	5.6	7.2	6.7	6.8	6.7	6.7	8	7.5		55.2
总发电量 (亿千瓦时)	14.06	15.48	17.5	19.92	18.61	17.14	18.89	18.53		140.15
总售电量 (亿千瓦时)	13.06	14.47	16.32	18.54	17.27	15.91	17.53	17.18		130.37

资料来源: 公司资料



# 中国风电行业

行业前景：中性

## 主要数据

平均 2012 市盈率 (倍)	7.6
平均 2012 市账率 (倍)	0.8

资料来源：公司统计，彭博

## 2012 年上半年表现

	ROAA(%)	ROAE(%)	D/E(%)
龙源	3.0	11.2	168
大唐新能源	0.4	1.8	298
华能新能源	1.0	4.4	192

D/E: 净贷款/净资产

资料来源：公司统计

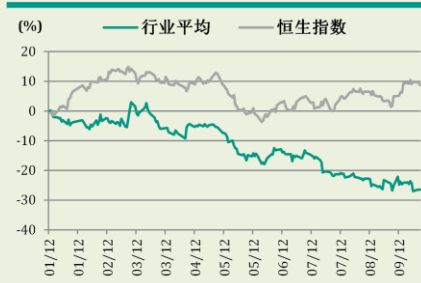
## 股价表现 (%)

	绝对值	相对表现*
一个月	(1.1)	(4.8)
三个月	(8.9)	(17.0)
六个月	(21.5)	(20.8)

\*相对于恒生指数

资料来源：彭博

## 一年股价表现



资料来源：彭博

## 分析师

李凯怡

电话: (852) 2147 8809

电邮: lisalee@abci.com.hk

## 选择业务多源化企业

我们分析显示三大行业不利因素，其中两项已开始淡化。不利因素包括 1)小风情况:已随着旺季来临以及低基数效应而续渐得到改善; 2)CER 交易价格下跌:由于 CER 收入占总收入比例已大幅下降，企业盈利对 CER 波动敏感度大减; 3) 中国弃风情况持续恶化，而用电量增速放缓或将拖慢电网建设进度。建议买入业务分散性较高的企业。

**不稳定因素将持续渐转好:**小风情况自 2011 年上半年开始，令风电出现旺季不旺的情况。但中国风资源自今年 6 月份开始出现好转。而 7/8 月份的风电发电量更同比增加了 62.5%/67.6%。加上现已开始进入上年基数较低以及风电旺季的冬季，料风电发电同比增幅将会续步扩大。

**CER 收入:**自 2011 年下半年开始，欧洲经济陷入低迷，碳排放量减少，二级市场 CDM 项目所产生的 CER 交易价格进入下行走势，由 2011 年 6 月初的 EUR12.89 下跌至今年 9 月中的 EUR1.83 欧元。由于价格大幅下跌，部份风电企业与客户签订的合约已由定价变为浮动价格，并已于 2012 年上半年报表里反映。以中国最大三家风电发电企业(包括龙源，大唐新能源和华能新能源)为例，CDM 项目收入分别占了其 2011 年 EBIT 的 14.4%,15.3%和 20.6%，但于 2012 年上半年，已分别下跌至 13.8%, 8.7%和 5.7%。而正因为 CER 收入占企业总收入比正续步减少，因此企业盈利对于 CER 价格波动的敏感度亦随之下降。

**改善弃风问题需时:**因为中国大部份的装机容量位于风资源丰富区的东北地区，远离用电量高的南方城市，加上风电装机速度远超电网建设速度，风电未能就地消纳同时未能输出，做成弃风问题。而此问题于今年上半年不但未有改善而且越见严重。由于建设完善规划的电网至少需要 1-2 年的时间，我们认为弃风问题不能在短时间内解决。另外，中国 GDP 增长由 2011 年的 9.3%下跌至今年 1 季度的 8.1%和 2 季度的 7.6%，中国发电量于今年上半年只同比增加了 3.8%，而于 7-8 月份的同比增幅更下跌至 2.5%。由于用电量下降，电网公司建网的诱因亦随之减少，延长改善弃风问题所需的时间。料弃风的不利行业因素于未来 12 个月内不会出现明显改善。

**投资重点:**受弃风问题影响，企业风电场地区性的分布成为整体平均利用小时的一个重大决定因素。因此我们较不喜欢风电场集中于内蒙和东北省的大唐新能源。另外，风电企业受天然风资源因素敏感度高，多源化发展的发电企业能分散单一业务的天然资源风险。由于今年中国降水量高，我们喜欢同时拥有水电和风电的华电福新。

**风险因素:**上网电价下调，补贴下降，CER 价下降，弃风上网瓶颈。

## 行业估值概要

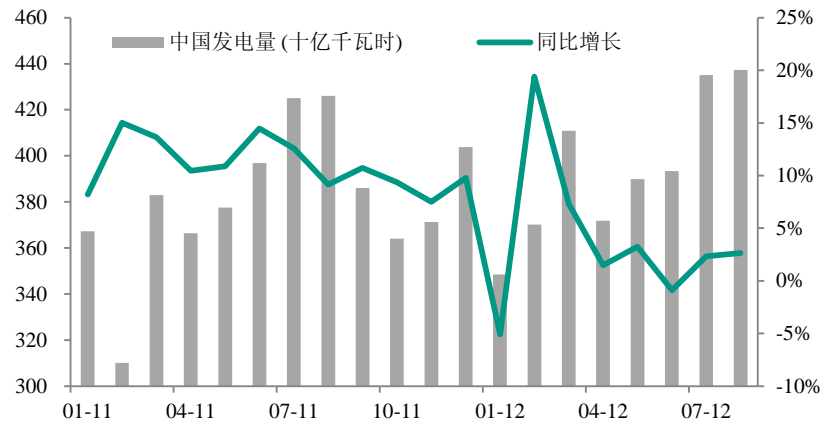
公司	股票代码	评级	股价 (港币)	升值潜力	2012 市盈率	2012 市账率	2012 股息率
大唐新能源	1798 HK	--	0.72	--	6.8	0.5	0.0%
华能新能源	958 HK	持有	0.93	9.7%	8.6	0.5	1.7%
北京京能	579 HK	持有	1.63	6.7%	8.0	0.9	2.5%
华电福新	816 HK	买入	1.43	16.4%	8.6	0.9	2.3%

资料来源：公司资料，彭博，农银国际证券预测



中国发电量今年上半年只同比增长了 3.8%，而于 7-8 月份的同比增幅更下跌至 2.5%。由于中国发电量下降，电网公司建网的诱因亦随之减少，延长改善弃风问题所需的时间。

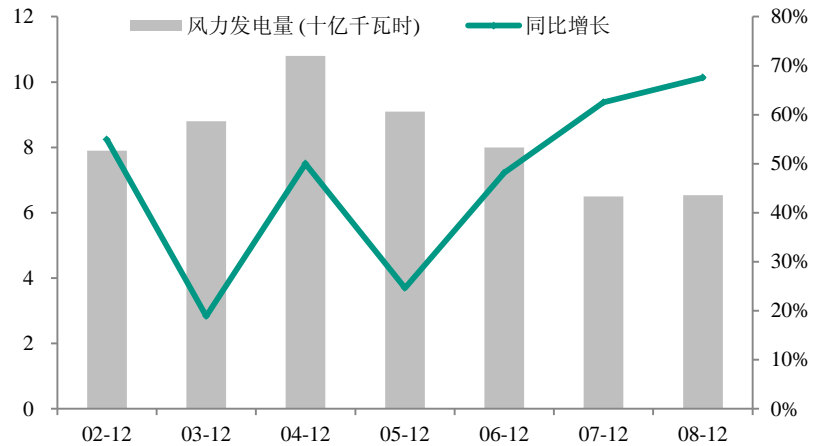
图 1: 中国发电量



资料来源: 国家统计局

由于开始准入低基数的下半年，中国风电发电量同比增长由今年 5 月份的 24.7% 续渐扩大至 8 月份的 67.6%。

图 2: 中国风力发电量



资料来源: 国家统计局

表 1: 中国发电量增长和占比

	发电量同比增长(%)		发电量占比 (%)	
	2011	1-8 月/2012	2011	1-8 月/2012
全国	10.9	3.4	100.0	100.0
火电	14.5	-0.5	82.4	79.1
水电	-7.6	17.9	13.3	15.3
风电	34.6	43.0	1.2	1.8
核电	17.1	4.1	1.9	1.9

资料来源: 国家统计局





# 中国光伏行业

行业前景：负面

## 主要数据

平均 2012 市盈率 (倍)	亏损
平均 2012 市账率 (倍)	0.7

资料来源：公司统计，彭博

## 財務風險比較 (截至30/6/2012)

	D/E (%)	SL/TL (%)
保利协鑫	113.5	44.8
卡姆丹克	10.6	95.2
阳光能源	66.9	45.5
兴业	22.9	85.5

D/E: 净贷款/净资产

ST/TL: 短期贷款/总贷款

资料来源：公司统计，彭博

## 股价表现 (%)

	绝对值	相对表现*
一个月	8.2	4.5
三个月	-6.6	-13.2
六个月	-19.9	-19.3

\*相对于恒生指数

资料来源：彭博

## 年初至今股价表现



资料来源：彭博

## 分析师

李凯怡

电话: (852) 2147 8809

电邮: lisalee@abci.com.hk

## 未见复苏讯号

行业产能过盛，导致光伏组件价格持续下跌。欧盟最早将于明年 6 月份公布是否对中国征收反补贴和反倾销税。由于欧盟是中国的最大组件出口国，双反税的实施将对中国组件制造商造成严重打击。同时，欧盟的光伏系统安装成本亦会随着双反税而增加，对全球最大的光伏消费国需求造成负面影响，导致光伏行业产能过盛情况加剧。

**光伏组件价格继续寻底：**今年首 8 个月，多晶硅价格下跌了 25.7% 而组件价格则下跌了 10.8%。由于美国，日本和中国的光伏产品需求增长未能弥补欧洲市场需求放缓的影响，光伏产品价格下跌趋势仍然持续。

**欧美双反：**继美国于今年 3 月决定向中国产太阳能电池/板初步加征 2.9%-4.73% 的关税，并在今年 5 月对中国输美光伏电池加征了超过 30% 的惩罚性关税后，欧盟亦于今年 9 月 6 日正式宣布对中国输欧盟的太阳能组件展开双反调查。由于欧盟光伏新安装产能占了全球 2011 年总新安装产能的 72%，同时其进口组件占了中国光伏组件出口额超过 80%，相对于只占了中国光伏组件出口额 10% 的美国，欧盟双反调查的裁决对于中国光伏组件制造商有更大的影响。初裁结果最早将于 2013 年 6 月份公布。如欧盟确实向华征双反税，欧盟国的光伏系统安装成本将会大幅增加。面对着用电量增长放缓，德意上网电价补贴被逐渐削减，双反税将会令全球最大的光伏消费国需求更加疲弱，加剧全球的供过于求现象。同时，欧美双反调查或将带来连锁反应。印度商务部刚于 9 月初收到当地光伏申请。如此案成立，印度将会成为对华光伏产业进行双反的第一个发展中国家，可见未来将有更多国家仿效，增加了中国光伏行业的不稳定因素。

**投资重点：**由于中国光伏上游产件价格将继续受压于外围因素，我们认为上游制造商亏损的情况将不会出现明显改善。相反，下游的光伏系统安装企业将能同时受惠于组件成本下跌以及国家政策扶持。根据国家能源局于 9 月 12 日发布的太阳能发电十二五规划，到 2015 年底，我国太阳能发电装机容量需达到 21GW 以上，即 2012-2013 年的光伏装机产能年复合增长率将达到 75%。总结来说，我们对上游企业前景仍较悲观，但比较偏好下游光伏系统安装商，尤其是于今年上半年有正盈利的兴业太阳能。

**风险因素：**政策风险，光伏产品价格下跌。

## 行业估值概要

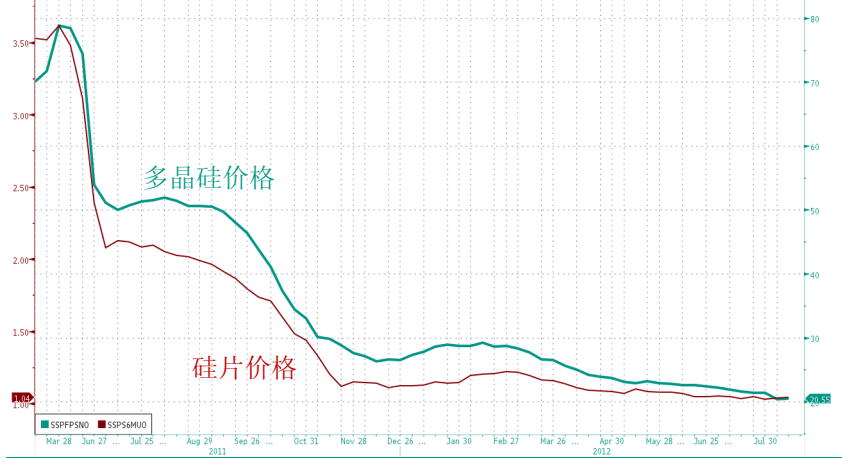
公司	股票代码	评级	股价 (港币)	升值潜力	2012 市盈率	2012 市账率	2012 股息率
保利协鑫	3800 HK	沽售	1.16	3.4%	亏损	0.9	0.0%
卡姆丹克	712 HK	沽售	0.79	-41.0%	亏损	0.5	0.0%
阳光能源	757 HK	-	0.38	-	亏损	0.4	0.0%
兴业	750 HK	-	3.59	-	5.1	1.2	2.2%

资料来源：公司资料，彭博，农银国际证券预测



多晶硅及硅片价格年初至今分别下跌了 25.7% 和 14.2%，而且并没看到任何复苏迹象，料价格于第 4 季行业淡季继续于低位运行。

图 1:多晶硅价格(美金/公斤)v 硅片价格(美金/片) (1/2011 - 9/2012)



资料来源: 彭博

表 1: 2012 年上半年业绩比较

公司	保利协鑫	卡姆丹克	阳光能源	兴业
收入(Rmb 百万)	11,781	456	484	1,288
同比增长(%)	-22.3	-20.6	-61.2	29.2
净利润(亏损)(Rmb 百万)	-330.3	-121.1	-660	135
同比增长(%)	-	-	负数	24.5
毛利率 (%)	14.3	12.5	-	24.7
总资产回报率(%)	-	-	-	8.5
净资产回报率(%)	-	-	-	17.1
资本/总资产(%)	26.7	64.4	33.3	48.3

资料来源: 公司资料, 彭博, 农银国际证券预测

考虑到主要太阳能业经营情况, 料银行将收紧对太阳能行业的借贷。年底前, 行业财务风险势将恶化。



# 中国工程及农业机械制造业

行业前景：正面

## 主要数据

平均 2012 市盈率 (倍)	8.0
平均 2012 市账率 (倍)	1.3
平均 2012 股息率 (%)	2.6
行业三个月平均成交量(百万港元)	304

资料来源：公司统计，彭博

## 2012 上半年净利同比增长 (%)

中联重科	21.5
中国龙工	(76.1)
第一拖拉机	5.6
潍柴动力	(45.8)
三一重工	(13.1)
徐工机械	(28.7)
广西柳工	(71.7)

资料来源：公司统计

## 股价表现 (%)

	绝对值	相对表现*
一个月	(7.9)	(11.0)
三个月	(21.0)	(28.8)
六个月	(33.4)	(30.6)

\*相对于恒生指数

资料来源：彭博

## 年初至今股价表现



资料来源：彭博

## 分析师

黄焯伟

电话: (852) 2147 8869

电邮: stevecwong@abci.com.hk

## 选择龙头企业

工程及农业机械行业上半年销售倒退，但在基建项目的带动下，我们认为行业会逐步复苏。在复苏的过程中，我们建议选择龙头企业，它们现金比较充足以应付下游需求复苏所带来的营运资金瓶颈问题。另外受国策支持，预期农业机械的补贴会增加，农机需求会逐步上升。我们偏好中联重科（龙头工程机械制造商）和第一拖拉机（龙头中大型农用拖拉机制造商）

**谨慎态度展望：**因为滞后作用的关系，2011 年压抑楼市而导致房地产增长减慢对上游工程机械制造业的影响要到 2012 上半年才浮现出来，土方机械（例如挖掘机、装载机等）上半年的销售量同比下跌 25% 至 45%。但随着基建项目的续步上马，我们预期工程机械的销售增长将在 2013 年复苏。长远来说，行业受惠于在中国城镇化进程而带动的基建增长。

**混凝土机械仍有稳定增长：**在工程机械行业周期性衰退的情况下，混凝土机械在上半年仍取得较快的增长。根据中国工程机械工业协会的统计，混凝土机械的销量在 2012 上半年同比增长 18.7%，因而我们看到只有两大龙头混凝土制造商：中联重科（1157 HK/000157 CH）及三一重工（600031 CH）在上半年度的营业额录得增长，而在工程机械制造商中只有中联重科的净利润有同比正增长（21.5%）。我们预计第四季度中央为刺激内地经济会兴建基建项目和加快基础建设，工程机械行业增长将会恢复，其中混凝土机械的增长也将随着基建项目的加快得到支持。大型工程机械生产商中联重科将继续受惠。

**农业机械受国策支持：**在中国城镇化进程下，估计城镇化比率会从 2011 年的 51.3% 上升至 2015 年的 53.2%，而农村人口会从 2011 年的 6.57 亿，减至 2015 年的 6.40 亿。为确保粮食供应稳定，政府将对农业机械提供补贴，以加快推广农业机械自动化和提高农业生产效率，我们预计今年的总补贴额会从 2011 年的 175 亿人民币上升至 2012 年的 200 亿人民币，预期农机补贴在未来几年仍会持续上升。根据我们的渠道调查，今年大部分的补贴会于下半年度开始发放，因此，我们预期农业机械的销量会在第四季度回升。中国最大的农用拖拉机制造商（以 2011 年的销量计算）第一拖拉机（38 HK/601038 CH）会因此受惠。

**风险因素：**长期中国基建增长放缓，农业机械自动化进程减慢。

## 行业估值概要

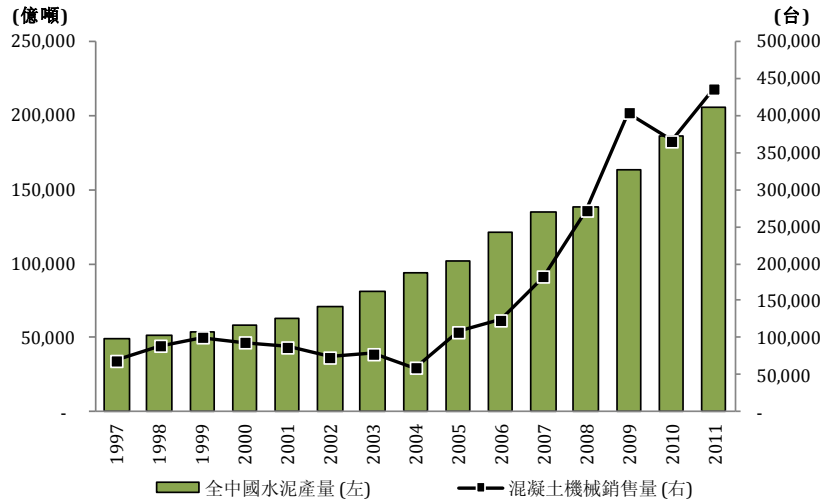
公司	股票代码	评级	股价	升值潜力	2012	2012	2012
					市盈率	市账率	股息率
中联重科	1157 HK	买入	8.64	44.8%	6.0	1.4	3.3%
中国龙工	3339 HK	卖出	1.26	-19.8%	7.0	0.6	4.3%
第一拖拉机	38 HK	买入	5.87	16.4%	10.1	1.2	3.0%
潍柴动力	2338 HK	未评级	23.10	未评级	8.9	1.3	1.1%
三一重工	600031 CH	不适用	9.01	不适用	7.3	2.6	2.1%
徐工机械	000425 CH	不适用	10.03	不适用	6.0	1.0	1.4%
广西柳工	000528 CH	不适用	8.20	不适用	10.7	0.9	2.7%

资料来源：公司资料，彭博社，农银国际证券预测



中国基建项目的发展和水泥的使用量上升，将对上游的混凝土机械市场的增长起支持作用。

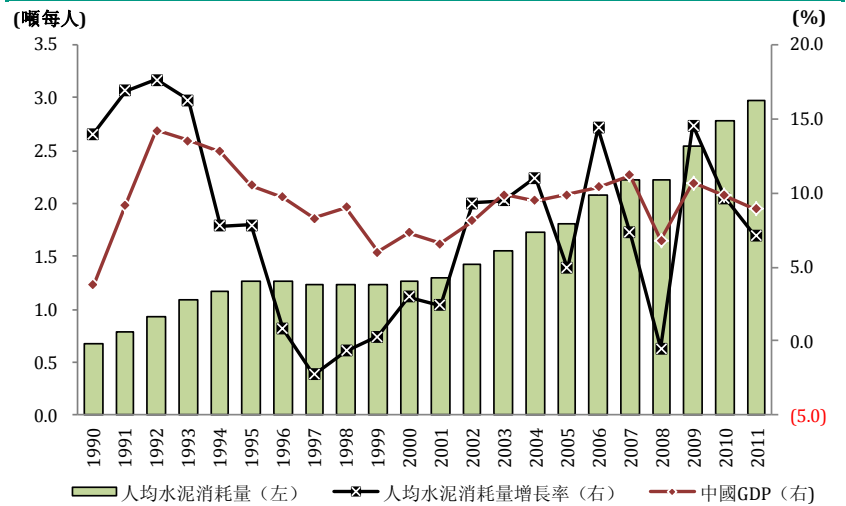
图 1: 全国水泥生产量与混凝土机械的销售量



资料来源: 国家统计局、中国工程机械工业协会

在中国经济增长的带动下，基建项目增加，水泥及混凝土机械的销售获得支持。从图中可见人均水泥消耗量的增长与中国的 GDP 的相关关系。

图 2: 人均水泥消耗量与 GDP 的比较



资料来源: 国家统计局、彭博、农银国际证券整理

在工程机械的周期性衰退的情况下，混凝土机械在上半年仍有较快的增长，主要受惠三四线城市及中国西北较快的基建增长。随着基建项目上马，工程机械行业的销售正逐渐改善。

表 1: 中国工程机械销量同比增长比较

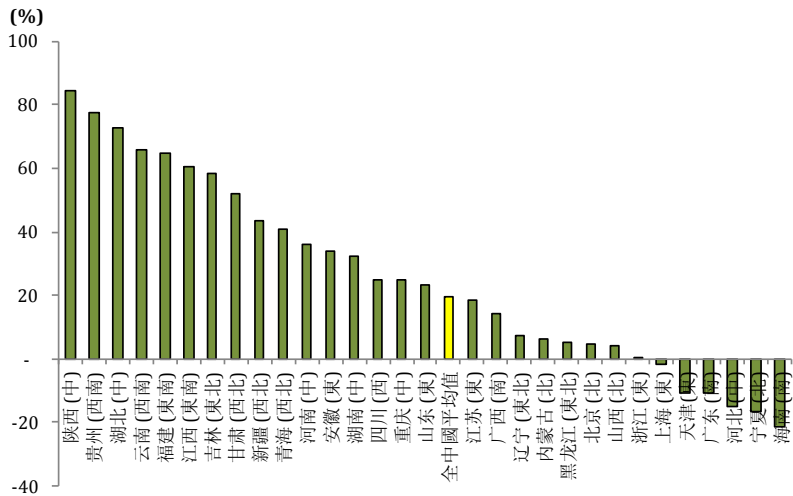
(%)	1Q2011	2Q2011	3Q2011	4Q2011	1Q2012	2Q2012
<b>起重机械</b>	<b>43.7</b>	<b>-4.4</b>	<b>-3.6</b>	<b>-6.5</b>	<b>-36.2</b>	<b>-34.5</b>
汽车起重机	44.5	-6.4	-20.8	-19.1	-44.5	-41.1
履带起重机	42.9	-2.3	13.5	6.2	-28.0	-27.8
<b>土方机械</b>	<b>49.9</b>	<b>-7.7</b>	<b>-17.4</b>	<b>-24.7</b>	<b>-40.7</b>	<b>-31.1</b>
挖掘机	58.5	2.5	-17.2	-35.2	-40.0	-32.5
装载机	43.7	1.7	4.5	10.6	-27.2	-24.0
推土机	65.9	-20.8	-29.0	-30.1	-47.4	-26.1
压路机	31.4	-14.1	-27.8	-43.9	-48.4	-41.9
<b>混凝土机械</b>	<b>36.0</b>	<b>29.7</b>	<b>28.8</b>	<b>27.6</b>	<b>33.1</b>	<b>6.5</b>

资料来源: 国家统计局、中国工程机械工业协会、农银国际证券整理



图 3: 上半年中国混凝土产量同比增长

中国上半年的混凝土产量为 372 万立方米，同比增长 19.7%，当中以西部地区的增长最为显著。我们认为在西部开发的政策支持下，当地水泥及混凝土机械的增长在未来还会处于较快的水平。



资料来源：国家统计局

表 2: 中国主要工程及农业机械生产商的营利情况

		FY2008	FY2009	FY2010	FY2011	复合年增长 (%)	1HFY12	同比增长 (%)
<b>600031 CH</b>	<b>营业额 (人民币百万)</b>	13,727	18,917	33,824	50,517	54.4	31,666	4.9
三一重工	毛利润 (人民币百万)	4,096	6,668	12,334	18,199	64.4	11,164	-1.9
	净收入 (人民币百万)	1,232	2,640	5,615	8,649	91.5	5,160	-13.1
	毛利率 (%)	29.8	35.2	36.5	36.0		35.3	
	净利率 (%)	9.0	14.0	16.6	17.1		16.3	
<b>1157 HK</b>	<b>营业额 (人民币百万)</b>	13,548	20,762	32,193	46,323	50.7	29,120	20.6
中联重科	毛利润 (人民币百万)	3,706	5,340	9,769	15,007	59.4	9,912	26.2
	净收入 (人民币百万)	1,544	2,447	4,666	8,066	73.5	5,622	21.5
	毛利率 (%)	27.4	25.7	30.3	32.4		34.0	
	净利率 (%)	11.4	11.8	14.5	17.4		19.3	
<b>000425 CH</b>	<b>营业额 (人民币百万)</b>	15,840	20,618	25,126	32,850	27.5	17,868	-8.1
徐工机械	毛利润 (人民币百万)	2,920	3,909	5,364	6,708	32.0	3,615	-13.4
	净收入 (人民币百万)	1,496	1,741	2,926	3,379	31.2	1,590	-28.7
	毛利率 (%)	18.4	19.0	21.3	20.4		20.2	
	净利率 (%)	9.4	8.4	11.6	10.3		8.9	
<b>000528 CH</b>	<b>营业额 (人民币百万)</b>	9,246	10,134	15,304	17,798	24.4	7,367	-31.6
广西柳工	毛利润 (人民币百万)	1,461	2,089	3,379	3,330	31.6	1,193	-43.8
	净收入 (人民币百万)	340	866	1,544	1,321	57.2	310	-71.7
	毛利率 (%)	15.8	20.6	22.1	18.7		16.2	
	净利率 (%)	3.7	8.5	10.1	7.4		4.2	
<b>3339 HK</b>	<b>营业额 (人民币百万)</b>	6,145	6,901	12,020	12,721	27.5	4,724	-43.8
中国龙工	毛利润 (人民币百万)	1,174	1,618	3,427	3,214	39.9	978	-55.5
	净收入 (人民币百万)	666	800	1,766	1,730	37.5	276	-76.1
	毛利率 (%)	19.1	23.4	28.5	25.3		20.7	
	净利率 (%)	10.8	11.6	14.7	13.6		5.8	
<b>38 HK</b>	<b>营业额 (人民币百万)</b>	7,934	9,005	10,132	11,329	12.6	6,304	-12.0
第一拖拉机	毛利润 (人民币百万)	825	1,287	1,463	1,560	23.6	884	-3.3
	净收入 (人民币百万)	69	249	542	458	88.3	286	5.6
	毛利率 (%)	10.4	14.3	14.4	13.8		14.0	
	净利率 (%)	0.9	2.8	5.4	4.0		4.5	

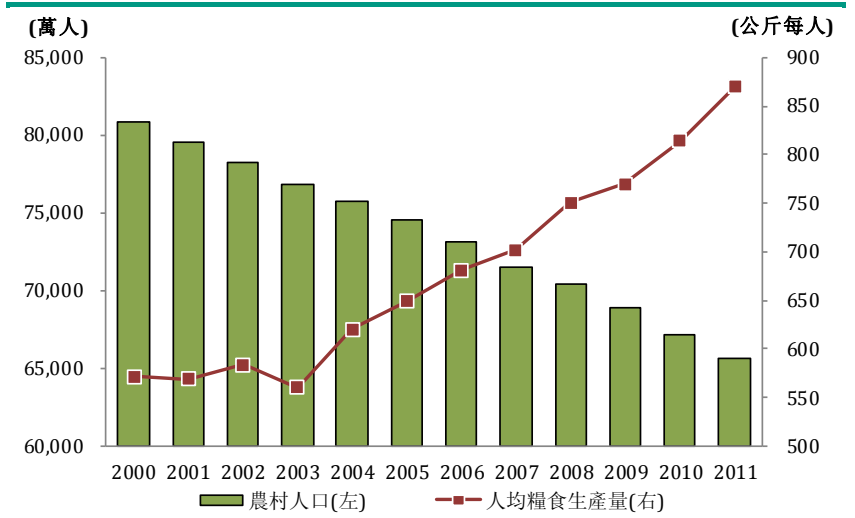
资料来源：公司、农银国际证券整理





在城镇化进程下，农村人口下降，为确保粮食的供给稳定，国家大力推广农业机械自动化以提高生产效率，人均粮食年生产量从 2000 年起一直上升（2003 年除外），预计上升趋势还会持续。

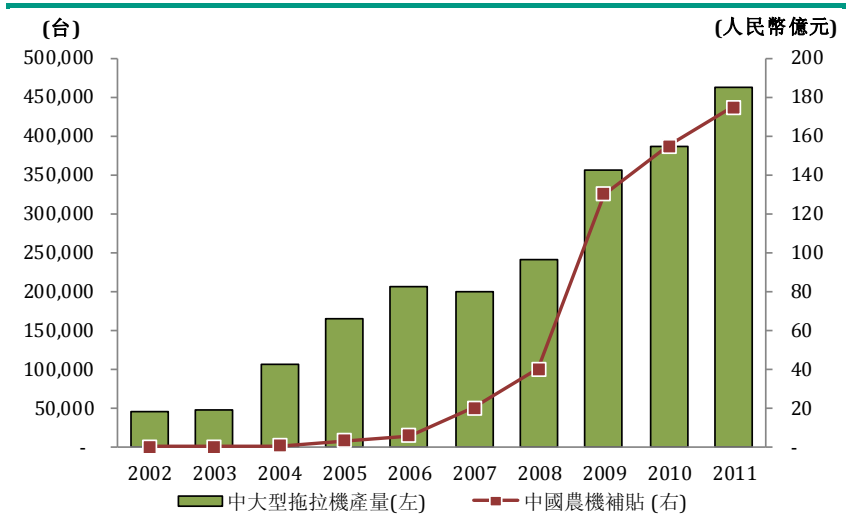
图 4：中国人均粮食生产量上升



资料来源：国家统计局、农银国际证券整理

在推动农业机械自动化的进程中，国家对农业机械实行补贴，农业机械行业因此受惠。图中可见，中大型拖拉机在补贴的刺激下，销售增长获得支持。

图 5：中国中大型拖拉机的产量与补贴



资料来源：国家统计局



# 中国基建工程业

行业前景：正面

## 主要数据

平均 2012 市盈率 (倍)	8.0
平均 2012 市账率 (倍)	0.9
平均 2012 股息率 (%)	2.6
行业三个月平均成交量(百万港元)	278

资料来源：公司统计，彭博

## 2012 年上半年营业收入构成 (%)

工程承包	81.1
勘察设计咨询	2.8
工业制造	4.2
其它业务	12.0

资料来源：公司

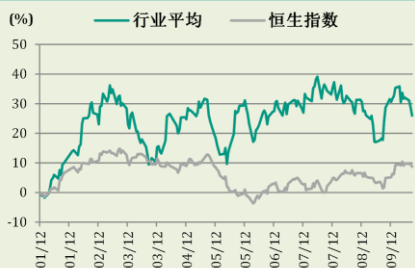
## 股价表现 (%)

	绝对值	相对表现*
一个月	1.5	(2.5)
三个月	(1.9)	(9.1)
六个月	11.8	13.7

\*相对于恒生指数

资料来源：彭博

## 年初至今股价表现



资料来源：彭博

## 分析师

朱家軒

电话: (852) 2147 8313

电邮: francischu@abci.com.hk

## 行业持续向好

我们保守地预测 2013 至 2015 年铁路基建行业投资为每年至少六千亿元人民币，这将为基建工程股的收入增长带来支持。在基建工程股中，中铁建拥有最低的净负债比率，稳健的财务状况能支持中铁建争取更多新订单。我们预期它的中长期股价表现将优于其它两家。

**6,000 亿元铁路基建投资给基建股的收入增长带来支持：**我们预计未来铁路基建投资额将会达到每年 6,000 至 7,000 亿元人民币。2005 年至 2010 年铁路基建投资高速增长，每年复合年增长率达到 51.8%，我们认为这个投资增速是不能持续的。经过 2011 年的调整，我们保守地预测 2013 至 2015 年铁路基建投资为每年最少也达 6,000 亿元人民币，而这个数额将为 2013 年基建股的收入增长带来支持。

**中铁建拥有最低的净负债比率：**在铁路基建股中，中铁建拥有最低的净负债比率，为 9.2%，我们认为稳健的财务状况能支持中铁建争取更多新订单，预期它的中长期股价表现将优于其它两家。

**中交建接单收入比处在五年高位，接单情况理想：**从中铁，中铁建及中交建的接单收入比图表看出，三家公司接单收入比从 11 年第三季转好，最新比率均在 1.48 或以上，即表示在完成 100 元的工程时，同时间收到 148 元或以上的新订单，显示市场需求较强。其中中交建的 1.89 的接单比更为近五年的高位，接单情况理想。

**对民间资本投资充满信心：**2012 首 8 个月，民间资本投资占铁路运输固定资产投资 的 4%，预期未来仍有不少增长空间。铁道部在 5 月 18 日公布 <关于鼓励和引导民间资本投资铁路的实施意见>，明确鼓励民间资本进入铁路领域。我们相信民间资本能提高行业的竞争力，为行业带来新的活力并有助于增加整个行业的透明度。鼓励民间资本投资的新政策不单拓宽了铁路基建行业的融资渠道，更会提升行业整体毛利率。

**风险因素：**负债过重，宏观经济政策风险，海外项目风险。

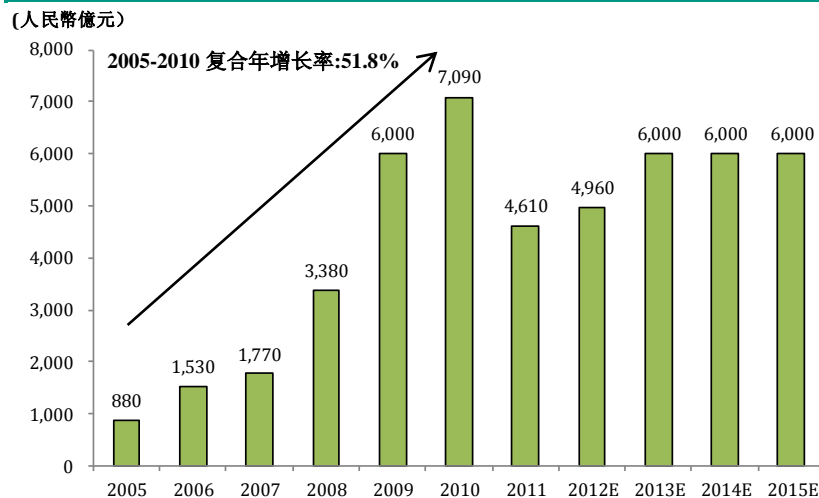
## 行业估值概要

股份	股票代码	2012 市盈率	2012 市账率	2012 股本回报率	1H12 净负债比率
中国铁建	1186 HK	8.3	0.9	11.4%	9.2%
中国中铁	390 HK	8.4	0.7	9.0%	115.4%
中国交通建设	1800 HK	6.6	0.9	15.6%	90.5%

资料来源：公司资料，彭博，农银国际证券预测

经过调整后，预期未来铁路基建投资额水平为每年 6,000 亿元人民币。

图 1: 铁路基建投资额



资料来源: 中国铁道部, 农银国际证券预测

我们预期中交建 2013 年收入增长有较高的可见度，因它 2012 上半年接单收入比达到 1.85，为三间公司中最高。

表 1: 基建股的新签合同额比较

	中国铁建		中国中铁		中国交通建设	
	2011	1H12	2011	1H12	2011	1H12
<b>新签合同额构成 (%)</b>						
工程承包	86.2%	83.1%	72.3%	69.1%	79.6%	82.0%
勘察设计咨询	1.1%	1.3%	1.8%	1.9%	5.0%	3.7%
工业制造	1.8%	1.4%	2.9%	3.3%	5.8%	5.8%
其它业务	10.9%	14.2%	23.0%	25.8%	9.5%	8.5%
<b>合计</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>
<b>营业收入构成 (%)</b>						
工程承包	87.9%	87.9%	83.2%	81.6%	75.4%	73.8%
勘察设计咨询	1.6%	1.5%	1.9%	2.0%	5.0%	4.7%
工业制造	1.6%	1.9%	2.4%	2.4%	6.7%	8.2%
其它业务	8.8%	8.7%	12.6%	14.0%	12.9%	13.3%
<b>合计</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>
新签合同额(人民币百万)	681,179	280,074	570,800	290,410	457,848	235,998
营业收入(人民币百万)	457,366	184,532	471,959	201,339	301,228	127,883
<b>接单收入比*</b>	<b>1.49</b>	<b>1.52</b>	<b>1.21</b>	<b>1.44</b>	<b>1.52</b>	<b>1.85</b>

\*接单收入比 = 新签合同额/营业收入  
资料来源: 公司资料, 农银国际证券整理

中铁建的净负债比率为 9.2%，有足够财务资源争取更多新订单，预期它的业务有较大的提升空间，这对其股价有正面作用。

表 2: 基建股的财务状况比较

	中国铁建		中国中铁		中国交通建设	
	2011	1H12	2011	1H12	2011	1H12
<b>主要财务状况</b>						
净负债比率	0.3%	9.2%	86.0%	115.4%	75.3%	90.5%
短债对总债比率	16.8%	24.7%	43.4%	42.2%	51.2%	55.8%

资料来源: 公司资料, 农银国际证券整理

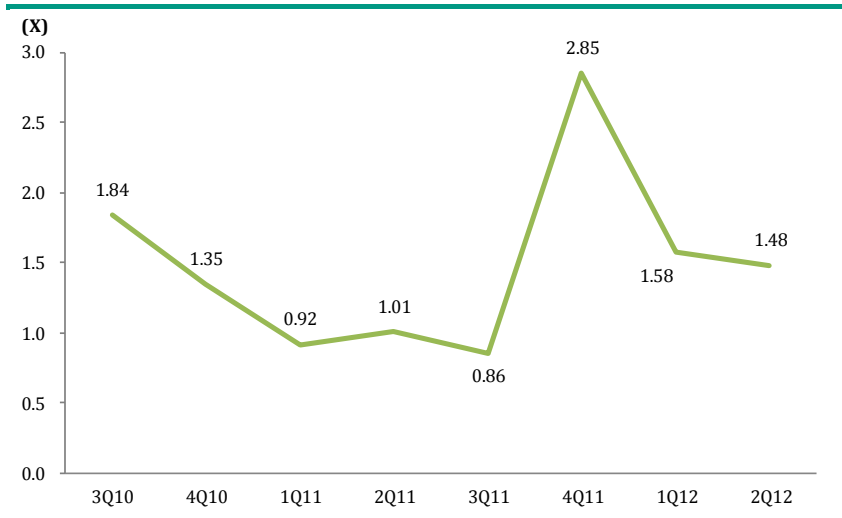


表 3: 基建股的毛利构成及毛利率比较

	中国铁建		中国中铁		中国交通建设	
	2011	1H12	2011	1H12	2011	1H12
<b>营业收入构成 (%)</b>						
工程承包	87.9%	87.9%	83.2%	81.6%	75.4%	73.8%
勘察设计咨询	1.6%	1.5%	1.9%	2.0%	5.0%	4.7%
工业制造	1.6%	1.9%	2.4%	2.4%	6.7%	8.2%
其它业务	8.8%	8.7%	12.6%	14.0%	12.9%	13.3%
<b>总营业收入</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>
<b>毛利构成 (%)</b>						
工程承包	79.6%	83.0%	62.0%	65.2%	64.8%	65.6%
勘察设计咨询	4.7%	5.0%	8.0%	7.5%	13.0%	11.2%
工业制造	3.1%	4.1%	5.5%	8.1%	3.8%	6.8%
其它业务	12.5%	7.8%	24.5%	19.2%	18.5%	16.4%
<b>总毛利收入</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>
<b>毛利率 (%)</b>						
工程承包	9.5%	9.8%	5.1%	5.6%	8.0%	9.4%
勘察设计咨询	30.4%	34.6%	29.1%	25.6%	24.3%	25.0%
工业制造	20.3%	22.7%	16.1%	23.3%	5.2%	8.7%
其它业务	14.9%	9.4%	13.5%	9.7%	13.3%	13.1%

资料来源: 公司资料, 农银国际证券整理

图 2: 中国铁建接单收入比



资料来源: 公司资料, 农银国际证券整理



图 3：中国中铁接单收入比



资料来源：公司资料，农银国际证券整理

图 4：中国交通建设接单收入比



资料来源：公司资料，农银国际证券整理





# 消费品行业

行业前景：中性

## 主要数据

2012 平均市盈率 (倍)	21.1
2013 平均市盈率 (倍)	17.3
2012-2014 每股盈利增长率(%)	21.1
2012-2014 市盈增长率	0.85

资料来源：公司资料,彭博,农银国际证券预测

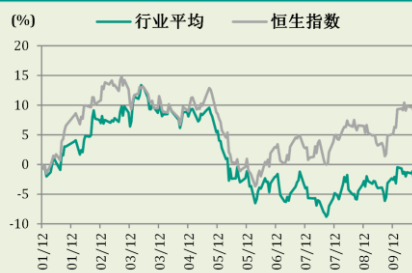
## 股价表现 (%)

	绝对值	相对表现*
一个月	1.3	(2.6)
三个月	5.2	(3.5)
六个月	(9.4)	(9.5)

\*相对于恒生指数

资料来源：彭博

## 年初至今股价表现



资料来源：彭博

## 分析师

胡昭玲

电话: (852) 2147 8310

电邮: judyhu@abci.com.hk

## 关注增长持续的行业龙头

在经济下行周期，消费增速持续下滑的趋势下，我们维持对百货和女鞋零售商的负面看法，并建议关注细分行业的龙头，我们相信受惠有效成本控制和产能扩张，卫生纸和个人护理行业龙头恒安和维达有望实现净利润的稳定增长。

**行业概况：**中国社会消费品零售额从 2007 年到 2011 年复合增长率达到 19.4%，高于同期中国城镇居民可支配收入 12.2%的复合增长率。截至 2011 年底，中国城镇人口达到 6.9 亿，城镇化人口比重首次突破 50%，达到 51.3%。我们认为在经济结构调整和国家大力促进内需消费的宏观背景下，持续的可支配收入的增长和城镇化进程的加快将为消费品行业带来长期的增长动力。

**消费增速回落：**今年以来，国内生产总值同比增长从一季度的 8.1%进一步下滑到 7.6%。1-8 月社会消费品零售总额增长率也从 2011 年的 17.1%下滑到 14.1%，是 07-11 年以来的最低值。分行业来看今年 1-8 月，食品饮料，日用品，化妆品和服装鞋帽的同比增长在 16.4-17.5%之间，分别比 2011 年下滑 2.3-8.2%，其中金银珠宝的同比增长下滑最为显著，1-8 月金银珠宝消费同比增长 16.1%，下滑了 26%，我们预计消费增速下滑的趋势仍将维持。

**必需消费品表现持续好于非必需消费品：**从已经公布上半年业绩的公司来看，必需消费品行业尽管收入增长也出现了放缓的趋势，但受惠于原材料成本的大幅下降，毛利率和经营利润率的提高，净利润增长幅度远远大于收入增长。相比之下，零售行业由于租金、人工成本的持续上涨和较高的库存压力导致打折促销增多，其毛利率和经营利润率均出现下跌，导致净利润的增长明显慢于销售收入的增长。

**投资重点：**我们预期消费品行业在第四季度到明年初仍不会出现明显的反弹。由于行业较高的库存压力和打折促销活动的增加，我们对非必需消费品里的百货和女鞋零售商仍维持负面看法。在必需消费品行业里我们建议投资者关注已经在细分行业取得龙头地位，持续受惠成本下降和产能扩张，能保持净利润稳定增长的行业龙头如恒安国际和维达纸业。

**风险因素：**中国经济增长持续放缓；快速上涨的租金人工成本；竞争加剧；存货过剩；流动资金周转放慢。

## 行业估值概要

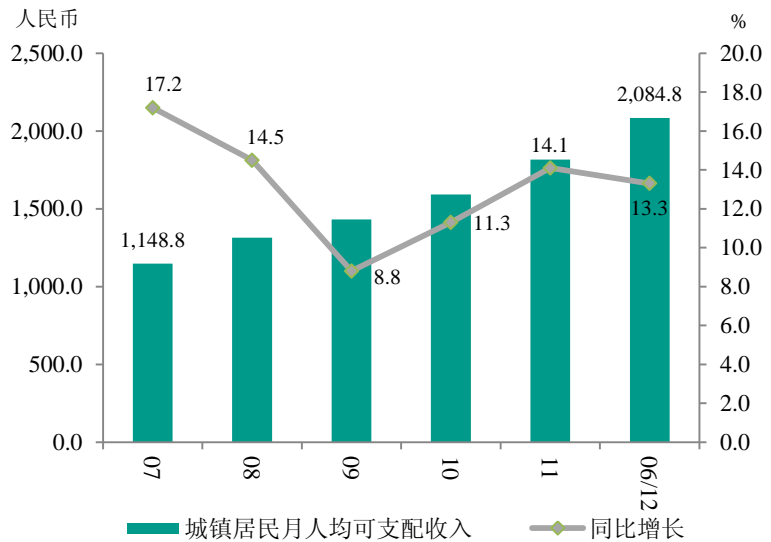
公司	股票代码	股价 (港币)	2011	2012	2013	2012-2014 每
			市盈率	市盈率	市盈率	股盈利复合
			市盈率	市盈率	市盈率	增长率
恒安国际	1044 HK	76.55	36.3	27.1	22.0	21.2%
维达纸业	3331 HK	11.26	26.2	18.8	14.3	30.8%
金鹰商贸	3308 HK	15.16	19.9	19.1	16.2	18.8%
银泰百货	1833 HK	8.13	16.5	14.5	12.1	16.0%
百丽	1880 HK	14.10	22.7	20.0	17.4	17.2%
达芙妮	210 HK	7.76	15.6	14.2	12.3	19.4%

资料来源：公司资料，彭博，农银国际证券预测



从 07 年到 11 年，中国城镇居民月人均可支配收入的复合增长率达到 12.2%，12 年上半年人均可支配收入同比增长 13.3%，预期可支配收入增长将跟随 GDP 增长放缓至低双位数。

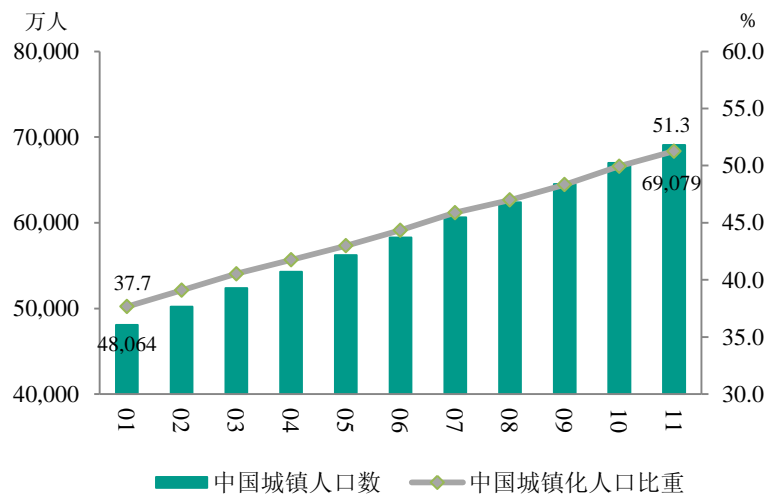
图 1: 2007-2012 中国城镇居民月人均可支配收入和同比增长



资料来源: 国家统计局

截至 2011 年底，中国城镇人口达到 6.9 亿，城镇化人口比重首次突破 50%，达到 51.3%，预计城镇化比例将进一步提高，加速城镇化将成为拉动内需消费的动力之一。

图 2: 中国城镇人口和城镇化人口比重



资料来源: 国家统计局

表 1: 分行业社会消费品零售增长率

(%)	2007	2008	2009	2010	2011	2007-2011 平均增长率	2012 1-8 月	增加(减少) 百分点*
社会消费品零售总额	16.8	21.6	15.5	18.4	17.1	17.9	14.1	-3.8ppt
食品饮料	25.9	20.9	14.0	24.5	25.3	22.1	17.1	-5.0ppt
日用品	26.5	17.1	15.6	25.1	24.1	21.7	16.9	-4.8ppt
服装鞋帽	25.5	24.8	18.8	25.8	24.2	23.8	17.5	-6.3ppt
化妆品	26.3	22.2	16.9	16.6	18.7	20.1	16.4	-3.7ppt
金银珠宝	41.7	38.5	15.9	46.0	42.1	36.8	16.1	-20.7ppt
通讯器材	8.8	1.4	-1.3	21.8	27.5	11.6	34.4	22.8ppt
家用电器	23.4	14.2	12.3	27.7	21.6	19.8	5.1	-14.7ppt

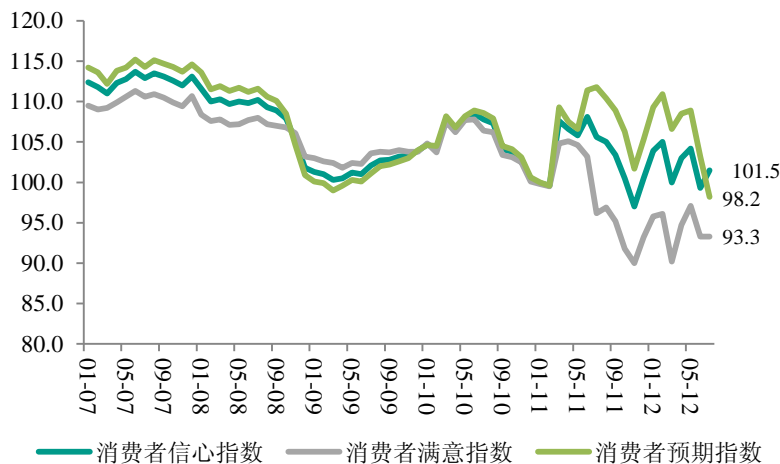
\*2012 年首 8 月增长减 2007-2011 年平均增长率

资料来源: 国家统计局



2012 年 7 月份，消费者信心指数为 98.2 点，比上月下降 1.1 点。其中，消费者满意指数为 93.3 点，与上月持平；消费者预期指数为 101.5 点，比上月下降 1.7 点，预期消费者信心指数仍会维持在目前的低位。

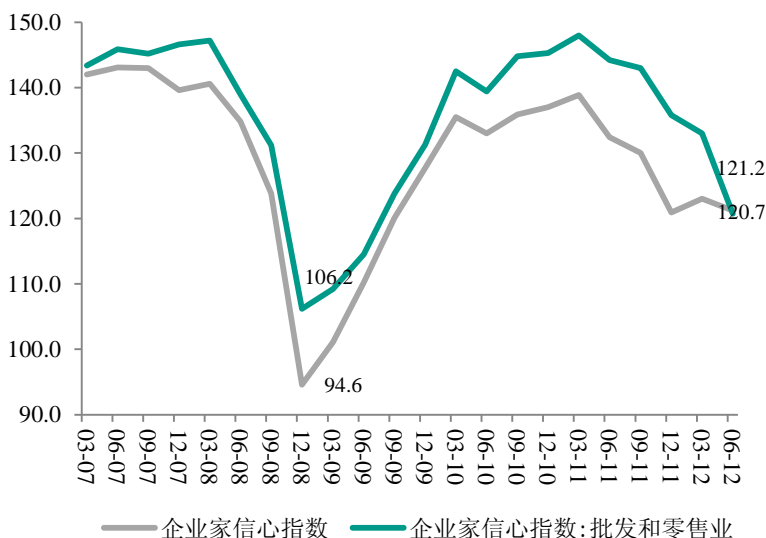
图 3：消费者信心指数



资料来源：国家统计局

2012 年二季度企业家信心指数为 121.2，比一季度回落 1.8 点，其中批发零售业企业家信心指数为 120.7，比第一季度回落 12.3 点，由于企业家信心下降，预期未来企业投资将减少，最终给就业和消费市场带来不利影响。

图 4：企业家信心指数



资料来源：国家统计局



表 2: 2012 上半年盈利增长比较

公司	股票代码	收入增长(%)	净利润增长(%)	毛利率(%)	经营利润率(%)	净利率(%)
<b>必需消费品</b>						
中国旺旺控股	151 HK	19.4	38.2	37.1	19.5	15.1
康师傅控股	322 HK	9.5	24.2	29.8	12.2	6.3
青岛啤酒	168 HK	11.3	1.8	34.8	10.1	8.2
蒙牛乳业	2319 HK	-1.2	-18.4	25.7	4.6	3.5
恒安国际	1044 HK	10.4	37.6	44.2	23.6	18.0
维达纸业	3331 HK	31.6	35.1	31.3	13.2	8.9
<b>平均值</b>		<b>13.5</b>	<b>19.7</b>	<b>33.8</b>	<b>13.9</b>	<b>10.0</b>
<b>非必需消费品</b>						
金鹰商贸集团	3308 HK	15.7	1.0	74.1	44.4	34.4
银泰百货商店	1833 HK	20.1	13.7	68.3	30.9	29.3
百丽	1880 HK	15.4	11.7	56.6	17.5	14.0
达芙妮国际控股	210 HK	28.9	9.6	60.7	13.8	9.5
千百度国际控股	1028 HK	21.8	7.2	62.4	15.2	12.4
周大福珠宝集团*	1929 HK	37.0	35.6	28.5	14.8	11.2
周生生集团国际	116 HK	9.8	-11.5	17.6	6.2	4.8
六福集团*	590 HK	32.5	12.4	22.0	11.6	9.6
莎莎国际*	178 HK	29.2	39.8	46.2	15.2	12.9
卓悦控股	653 HK	4.8	-35.1	45.7	7.6	6.5
<b>平均值</b>		<b>21.5</b>	<b>8.4</b>	<b>48.2</b>	<b>17.7</b>	<b>14.4</b>

\*公司财年为 3 月底

资料来源: 公司资料, 彭博

表 3: 盈利增长和估值比较

公司	股票代码	股价 (港币)	市值 (百万港币)	市盈率			2012-2014 预测每股盈利 复合增长率	2012-2014 预测市盈增 长率 (PEG)
				2011	2012	2013		
<b>必需消费品</b>								
中国旺旺控股	151 HK	9.78	129,367	42.0	31.5	25.7	20.4%	1.29
康师傅控股	322 HK	22.90	128,070	36.9	35.2	28.4	23.4%	1.23
青岛啤酒	168 HK	43.15	55,463	28.2	24.3	20.9	18.0%	1.16
蒙牛乳业	2319 HK	23.35	41,281	20.5	22.0	17.2	23.5%	0.76
恒安国际	1044 HK	76.55	94,082	36.3	27.1	22.0	21.2%	1.07
维达纸业	3331 HK	11.26	11,253	26.2	18.8	14.3	30.8%	0.47
<b>平均值</b>				<b>31.7</b>	<b>26.5</b>	<b>21.4</b>	<b>22.9%</b>	<b>1.00</b>
<b>非必需消费品</b>								
金鹰商贸集团	3308 HK	15.16	29,301	19.9	19.1	16.2	18.8%	0.87
银泰百货商店	1833 HK	8.13	16,261	16.5	14.5	12.1	16.0%	0.78
百丽	1880 HK	14.10	118,923	22.7	20.0	17.4	17.2%	1.01
达芙妮国际控股	210 HK	7.76	12,784	15.6	14.2	12.3	19.4%	0.63
千百度国际控股	1028 HK	2.70	5,400	15.1	14.7	12.6	17.0%	0.74
周大福珠宝集团	1929 HK	10.86	108,600	16.8	15.5	12.5	21.2%	0.61
周生生集团国际	116 HK	19.54	13,227	12.1	12.6	10.1	20.4%	0.50
六福集团	590 HK	25.25	14,875	10.8	11.9	9.9	20.7%	0.49
莎莎国际	178 HK	5.25	14,814	21.5	18.7	14.9	23.3%	0.66
卓悦控股	653 HK	1.03	3,084	14.3	16.3	13.9	19.5%	0.72
<b>平均值</b>				<b>16.5</b>	<b>15.8</b>	<b>13.2</b>	<b>19.4%</b>	<b>0.70</b>

资料来源: 公司资料, 彭博, 农银国际证券预测



# 中国医药行业

行业前景：正面

## 主要数据

平均 2012 市盈率 (倍)	19.3
平均 2012 市账率 (倍)	2.7
平均 2012 股息率 (%)	2.0

资料来源：公司统计，彭博

## 2012 年上半年净资产回报率 (%)

医药批发零售	9.3
医药制造	9.2
医疗设备	25.1
医疗服务	5.3

资料来源：公司数据

## 股价表现 (%)

	绝对值	相对表现*
一个月	(0.1)	(3.1)
三个月	17.3	9.4
六个月	26.5	27.4

\*相对于恒生指数

资料来源：彭博

## 年初至今股价表现



资料来源：彭博

## 分析师

陈宋恩

电话: (852) 2147 8805

电邮: philipchan@abci.com.hk

## 偏好行业龙头企业

医药行业是非经济周期行业，相对具防守性。政府相关的财政和产业政策，利好医药产业链的发展。收入增长和医疗保险覆盖面的扩大将增加居民消费药品和医疗服务的负担能力。面对加剧的行业竞争，我们偏好选择大型医药生产商或拥有遍布全国网络的分销商，他们将受惠于行业整合和市场占有率的提高。

**行业展望乐观：** 制药行业受经济放缓的影响较少。据国家统计局统计，今年前八个月中西药物的零售额同比增长 23.8%，比同期国家零售总额增长率高出 9.7 个百分点。我们预计医药市场的销售增长将快于零售业销售增长。受惠于人均可支配收入的持续增长、人口老龄化、保健意识的提高和医疗保险覆盖范围扩大、医疗机构地域覆盖的扩大、政府医疗开支增加以及药品降价的因素推动，医疗服务和医药药品的需求将持续增长。

**政府财政政策：** 根据财政部统计，中国政府今年首八个月医疗及保健总支出同比增长 23.5%，达到人民币 4,224 亿，占政府总支出的 5.84%。同期，政府总支出同比增长 21.8%。统计数据表明，中央政府的财政政策，允许医疗及保健部门的公共开支的增长高于平均水平。我们认为宽松的医疗财政政策是整个医疗保健行业（从上游医药制造业到中流分销及零售和下游医院服务）价值链的增长至关重要的因素。我们预计医疗及保健领域的公共支出中的大部分都花在下游，尤其是公立医院占医院总数 90.9% 的医疗服务部门，下游公共开支的增加也将随之推高中游和上游的产品或服务的需求。

**选择标准：** 对于上游制药行业，我们偏好选择大型医药生产商，因为他们能够继续加大在药品研发上的投入，以保持产品的竞争力。中流零售及分销方面，我们偏好选择拥有遍布全国网络的分销商，而避免投资区域分销商或零售商。政府开放医疗服务业给外资和民营资本，但新加入者需要与公共医疗服务竞争，预计短期风险高于回报。

**投资重点：** 医疗保健支出占 GDP 不到 5%，低于主要发达国家 7-9%。行业有较大的长期增长空间。业内企业需要应付激烈的竞争、价格控制以及产品差异化低的问题。我们预计医药行业将逐渐整合，缺乏资本和研发能力的小企业将被挤出市场。

**风险因素：** 市场集中度低； 进入门槛低； 政府价格管制和价格下调； 国外的竞争。

## 行业估值概要

公司	股票代码	股价 (港币)	市值 (百万港币)	2012 市盈率	2012 市账率	2012 股息率
国药控股	1099 HK	24.35	58,504	24.5	2.9	1.2%
上海医药	2607 HK	14.02	37,735	15.1	1.3	1.5%
山东威高	1066 HK	9.98	44,674	30.7	4.2	0.8%
广州药业	874 HK	15.06	18,736	28.2	2.5	1.0%
四环医药	460 HK	2.94	15,215	12.9	1.8	2.4%

资料来源：公司资料，彭博，农银国际证券预测





表 1: 公共财政支出

	2012 年 8 月 人民币 10 亿	同比 增长 (%)	2012 年 1-8 月 人民币 10 亿	同比 增长 (%)	2011 年 1-12 月 人民币 10 亿	同比 增长 (%)
全国财政支出	902.0	11.7	7,244.0	21.8	10,893.0	21.2
医疗卫生支出	56.2	14.2	422.4	23.5	643.0	33.8
医疗卫生支出/全国财政支出	6.23%		5.83%		5.90%	

资料来源: 国家财政部

表 2: 医药产业产值

	2012 年 8 月 人民币 10 亿	同比 增长 (%)	2012 年 1-8 月 人民币 10 亿	同比 增长 (%)	2011 年 1-12 月 人民币 10 亿	同比 增长 (%)
医药产业完成产值	147.4	20.8	1,131.6	19.6	1,570.7	28.5
其中,						
化学药品制剂	42.4	28.5	324.0	24.1	423.1	24.1
化学药品原药	24.7	11.3	209.8	12.8	308.2	25.0
中成药	32.5	20.8	251.1	20.3	350.0	33.7
中药饮片	8.3	29.0	59.4	27.2	88.1	51.2
生物生化药品	15.4	16.3	114.8	14.8	159.2	23.5
医疗器械	13.2	17.3	95.6	18.9	147.9	26.1
医药产业产销率	96.7%	-	95.5%	-	95.7%	-

资料来源: 国家发展和改革委员会

表 3: 中西药品零售

	2012 年 8 月 同比增长 (%)	2012 年 1-8 月 同比增长 (%)	2011 年 同比增长 (%)
全国社会消费品零售总额	13.2	14.1	17.1
限额以上企业(单位)商品零售			
其中: 中西药品零售	21.1	23.8	21.5
药品 CPI:			
其中: 医疗保健和个人用品	1.3	2.2	3.4
中药材及中成药	2.9	6.4	-
西药	0.4	0.2	-
医疗保健服务	0.8	0.6	-

资料来源: 国家统计局



表 4: 行业盈利能力比较 (2012 上半年)

2012 上半年年		平均总资产 回报率	平均净资产 回报率	毛利率	EBITDA 利润率	总负债/ 总资产
<b>医药分销及零售</b>						
国药控股	1099 HK	2.6%	11.1%	8.2%	4.3%	71.5%
上海医药	2607 HK	3.9%	8.1%	13.5%	5.3%	47.0%
广州药业	874 HK	8.5%	11.4%	23.7%	8.5%	30.1%
<b>简单平均</b>		<b>5.0%</b>	<b>10.2%</b>	<b>15.1%</b>	<b>6.0%</b>	<b>49.5%</b>
<b>医药制造业</b>						
上海医药	2607 HK	3.9%	8.1%	13.5%	5.3%	47.0%
四环医药	460 HK	20.9%	24.1%	76.5%	46.3%	21.0%
中国神威药业	2877 HK	8.4%	9.9%	65.1%	45.4%	14.3%
中国生物制药	1177 HK	9.3%	13.0%	79.4%	20.9%	31.7%
康哲药业	867 HK	15.4%	18.9%	57.9%	38.0%	22.6%
联邦制药	3933 HK	2.8%	6.0%	29.3%	16.2%	55.4%
广州药业	874 HK	8.5%	11.4%	23.7%	8.5%	30.1%
中国制药	1093 HK	-	-	13.3%	7.8%	43.6%
利君国际	2005 HK	8.4%	12.7%	43.6%	22.3%	34.8%
新华制药	719 HK	1.9%	3.4%	18.2%	10.2%	47.5%
<b>简单平均</b>		<b>8.8%</b>	<b>12.0%</b>	<b>42.1%</b>	<b>22.1%</b>	<b>34.8%</b>
<b>医疗设备</b>						
山东威高	1066 HK	43.7%	51.0%	55.9%	28.7%	12.8%
微创医疗	853 HK	18.3%	20.4%	85.2%	58.3%	10.2%
金卫医疗科技	801 HK	2.5%	3.5%	58.1%	24.9%	29.2%
<b>简单平均</b>		<b>21.5%</b>	<b>25.0%</b>	<b>66.4%</b>	<b>37.3%</b>	<b>17.4%</b>
<b>医疗服务</b>						
金卫医疗科技	801 HK	2.5%	3.5%	58.1%	24.9%	29.2%
华夏医疗	8143 HK	2.4%	4.2%	12.8%	5.0%	39.8%
<b>简单平均</b>		<b>2.5%</b>	<b>3.8%</b>	<b>35.5%</b>	<b>15.0%</b>	<b>34.5%</b>

资料来源: 公司资料

表 5: 行业盈利能力比较 (2011 年)

2011 年		平均总资产 回报率	平均净资产 回报率	毛利率	EBITDA 利润率	总负债/ 总资产
<b>医药分销及零售</b>						
国药控股	1099 HK	2.8%	11.4%	8.2%	4.0%	69.9%
上海医药	2607 HK	5.2%	12.3%	14.3%	5.5%	45.5%
广州药业	874 HK	6.2%	7.9%	25.1%	5.5%	19.7%
<b>简单平均</b>		<b>4.8%</b>	<b>10.5%</b>	<b>15.9%</b>	<b>5.0%</b>	<b>45.0%</b>
<b>医药制造业</b>						
上海医药	2607 HK	5.2%	12.3%	14.3%	5.5%	45.5%
四环医药	460 HK	10.5%	12.1%	76.5%	48.8%	21.0%
中国神威药业	2877 HK	18.1%	22.0%	65.6%	47.8%	16.5%
中国生物制药	1177 HK	7.8%	12.4%	78.5%	22.5%	24.1%
康哲药业	867 HK	17.9%	21.2%	56.6%	32.7%	17.5%
联邦制药	3933 HK	1.0%	2.0%	28.6%	12.0%	56.4%
广州药业	874 HK	6.2%	7.9%	25.1%	5.5%	19.7%
中国制药	1093 HK	2.3%	4.0%	20.1%	13.3%	44.9%
利君国际	2005 HK	-1.2%	-1.8%	42.4%	16.9%	33.3%
新华制药	719 HK	2.6%	4.4%	18.8%	10.8%	41.7%
<b>简单平均</b>		<b>7.0%</b>	<b>9.6%</b>	<b>42.6%</b>	<b>21.6%</b>	<b>32.1%</b>
<b>医疗设备</b>						
山东威高	1066 HK	49.4%	58.5%	55.3%	31.5%	12.4%
微创医疗	853 HK	14.2%	15.7%	83.7%	41.8%	9.8%
金卫医疗科技	801 HK	4.7%	6.7%	60.8%	28.8%	29.5%
<b>简单平均</b>		<b>22.8%</b>	<b>27.0%</b>	<b>66.6%</b>	<b>34.0%</b>	<b>17.2%</b>

(续上页)

2011 年		平均总资产 回报率	平均净资产 回报率	毛利率	EBITDA 利润率	总负债/ 总资产
<b>医疗服务</b>						
金卫医疗科技	801 HK	4.7%	6.7%	60.8%	28.8%	29.5%
华夏医疗	8143 HK	9.9%	12.8%	12.8%	5.8%	22.5%
<b>简单平均</b>		<b>7.3%</b>	<b>9.7%</b>	<b>36.8%</b>	<b>17.3%</b>	<b>26.0%</b>

资料来源：公司资料

表 6: 行业营运资金周期比较

		2011 年			2012 上半年		
		应收账款 周转天数	存货 周转天数	应付账款 周转天数	应收账款 周转天数	存货 周转天数	应付账款 周转天数
<b>医药分销及零售</b>							
国药控股	1099 HK	79	38	63	93	34	70
上海医药	2607 HK	63	52	62	73	49	67
广州药业	874 HK	48	73	27	56	67	37
<b>医药制造业</b>							
上海医药	2607 HK	63	52	62	73	49	67
四环医药	460 HK	34	38	21	34	38	21
中国神威药业	2877 HK	63	127	132	76	120	126
中国生物制药	1177 HK	49	121	56	50	103	53
康哲药业	867 HK	106	74	73	103	55	51
联邦制药	3933 HK	122	111	86	90	106	100
广州药业	874 HK	48	73	27	29	57	32
中国制药	1093 HK	104	88	78	103	96	119
利君国际	2005 HK	101	94	57	111	94	76
新华制药	719 HK	40	64	52	53	59	71
<b>医疗设备</b>							
山东威高	1066 HK	130	108	81	139	116	164
微创医疗	853 HK	103	211	67	113	176	62
金卫医疗科技	801 HK	163	44	250	183	45	246
<b>医疗服务</b>							
金卫医疗科技	801 HK	163	44	250	183	45	246
华夏医疗	8143 HK	69	25	62	83	24	80

资料来源：公司资料



## 权益披露

分析员(陈宋恩、陈永富、欧宇恒、李凯怡、李红颖、朱家轩、陈宜飏、胡昭玲、黄焯伟)，作为本研究报告全部或部分的主要撰写人，谨此证明有关就研究报告中提及的所有公司及/或该公司所发行的证券所作的观点，均属分析员之个人意见。分析员亦在此证明，就研究报告内所作出的推荐或个人观点，分析员并无直接或间接地收取任何补偿。此外，分析员及分析员之关联人士并没有持有研究报告内所推介股份的任何及相关权益，并且没有担任研究报告内曾提及的上市法团的高级人员。

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

分析员李红颖，截至 2012 年 9 月 28 日为止，持有恒大地产(3333 HK)的股份。

## 免责声明

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

版权所有 2012 年农银国际证券有限公司

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

办公地址: 香港中环, 红棉路 8 号, 东昌大厦 13 楼, 农银国际证券有限公司  
电话: (852) 2868 2183