

农银国际中国/香港证券研究
2016 年经济展望及投资策略

建设繁荣社会



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABC SECURITIES COMPANY LIMITED

目录

2016 年全球经济展望			研究部
长期增长停滞不前			45 林樵基
2016 年美国经济展望	4	香港股市	45 研究部联席主管
未来稳步增长		恒生指数	48 bannylam@abci.com.hk
2016 年欧元区经济展望	6	恒生中国企业指数	56
前路坎坷		沪港通投资策略	
2016 年日本经济展望	13		陈宋恩
在低通胀和低增长下寻找出路		2016 年行业展望	研究部联席主管
2016 年亚洲新兴市场经济展望	18	中国银行业	philipchan@abci.com.hk
增速将继续放缓		稳定经济支持行业发展	59
2016 年中国经济展望	21	中国证券业	欧宇恒
结构性改革的转折点		中国证券行业翘楚将继续引领市场	61 分析员
2016 年中国政策展望	27	中国乳品业	中国银行业
1. 延续“适度宽松”的货币政策		2016 年将充满挑战	63 johannesau@abci.com.hk
2. 财政政策：通过固定资产投资和消费来支持增长	29	中国保险业	65 董耀基
3. 人民币的“新常态”		市场领导者在 2016 年取胜	分析员
2016 年中国主要宏观经济主题	33	中国核电业	67 房地产业
1. “十三五”规划（2016 年-2020 年）把中国建成“小康社会”		核能崛起	kennethtung@abci.com.hk
2. 消费 – 2016 年将成为 GDP 增长主要动力	34	中国地产业	69
3. 固定资产投资 – 2016 年增速放缓趋平衡		前景亮丽	吴景荃
4. 通胀放缓的影响	34	中国固体垃圾处理行业	71 分析员
5. 服务业增长加速，抵消受压的商品贸易前景	35	中国将进入垃圾焚烧时代	环保/再生能源
6. 继续开放金融市场	36	中国污水处理行业	73 kelvinng @abci.com.hk
7. 两孩政策以提升劳动力及优化人口结构	37	进入黄金十年	
8. 扶持政策利好中国房地产市场	38	中国风电行业	75 潘泓兴
9. 服务及信息消费：未来十年的强劲增长动力	39	能源改革将提供重大机会	分析员
2016 年香港经济展望	40		乳品业
	42		paulpan@abci.com.hk



2016 年全球经济展望和投资策略 重点概览

2016 年经济前景

- 美国经济会稳步上扬。美元走强可能会抑制经济活动大幅度反弹，但会有助减低通胀压力。货币政策通过加息正常化后，将有助经济发展；流动性充裕，而房地产市场复苏及消费者信心上升将加强美国经济上升势头。我们预计美国经济将于 2015 年和 2016 年同比增长 2.5% 及 2.9%
- 在欧洲，大多数欧元区国家要面对难民所带来的额外财政负担、结构性调整及疲弱的银行板块等问题。资本市场及各成员国经济的波动性或在加息后提升，但欧洲央行将进一步扩大量化宽松政策以抵消外部影响。欧元区 2015 及 2016 年 GDP 的同比增速将为 1.4% 及 1.7%
- 如果经济情况继续恶化，我们认为日本央行将加强其资产购买计划。结构性改革将继续成为安倍政府的重点，但刺激消费和增加通胀在短期内更为关键。我们预测 2015 年日本的 GDP 同比增长 0.5%，而 2016 年则同比增长 1.2%
- 大宗商品和石油价格下跌、中国经济增长放缓、地缘政治局势及美国利率上升为新兴经济体带来压力，我们相信这些因素将在 2016 年继续带来影响。尽管如此，印度将成为新兴市场的亮点，其 2015 及 2016 年的 GDP 同比增长将超过 7%
- 为改革经济并提升其质量及效益，中国政府将会在投资、国际贸易、土地权及定价机制等方面进行改革，而结构性上的放缓亦在所难免。我们预计，中国 2016 年经济增速为 6.8%，且经济硬着陆的机会不大
- 我们预期，香港房地产价格在 2016 年将会出现 5% 到 10% 的调整。深港通的开通将支持股市在 2016 年继续上涨。总体来说，我们预期香港经济在今年将会呈现均衡的增长，而 2015 年和 2016 年 GDP 的同比增长率将达到 2.3% 及 2.1%。此外，我们的恒生指数及国企指数 2016 年年底的目标为 23,875 点和 12,271 点

投资亮点

行业	评级	选股
中国银行业	正面	工商银行 (1398 HK) / 建设银行 (939 HK)
中国证券业	正面	华泰证券 (6886 HK)
中国保险业	正面	中国人寿保险 (2628 HK) ; 中国再保险 (1508 HK) ; 中国平安 (2318 HK) ; 中国人民财产保险 (2328 HK) ; 腾讯控股 (700 HK)
中国核电业	正面	中广核电力 (1816 HK)
中国地产业	正面	恒大集团 (3333 HK) ; 龙光地产 (3380 HK) ; 万达商业 (3699 HK)
中国固体废物处理业	正面	中国光大国际 (257HK)
中国污水处理业	正面	北控水务 (371 HK)
中国风电业	正面	龙源电力 (916 HK) ; 华能新能源 (958 HK)

来源：农银国际证券



2016 年全球经济展望：长期增长停滞不前

- 2016 年，各地经济复苏步伐将会有所不同。欧洲及日本的发展将较缓慢，而美国则会稳步上扬。
- 新兴市场增长会于 2016 年进一步放缓；地缘政治风险及大宗商品价格大幅下跌将拖累其经济增长
- 中国将把重点放在经济结构调整上以确保可持续增长
- 中国经济增长势头将稳步加快，更多为宽松刺激政策将为消费和投资带来支持

全球经济在 2015 年仍然不稳，复苏步伐因各种挑战而减慢。发达经济体系表现较佳，因美国经济持续稳步扩张，且欧元区开始出现复苏迹象。发展中国家表现不济。中国及其他新兴市场受国内经济再平衡及外部因素如美国加息、商品价格下滑、外部需求疲弱及地缘政治事件所影响。

2016 年，各地经济复苏步伐会有所不同。欧洲及日本的发展将较落后，而美国则会稳步上扬。美元走强可能会抑制经济活动大幅度反弹，但会有助减低通胀压力。美联储缓慢的货币政策正常化过程将会有助于经济发展；流动性充裕、房地产市场复苏及消费者信心上升将加强美国经济上升势头。对大多数欧元区国家来讲，难民问题所带来的额外财政负担、结构性调整及欧元区内仍未解决的区域融合问题将会拖累该地区经济增长的速度。日本首相安倍晋三的改革方案将不会出现重大的改善，但量化宽松政策的延续进一步削弱日元，刺激出口，增强企业的盈利能力。因此，我们认为日本的增长前景将举步维艰。而资金外流、商品价格大跌及全球整体经济增长放缓，将会使新兴市场的经济增速在 2016 年继续放缓。主要的新兴市场国家同时面对诸多内部矛盾，如巴西的财政失衡、俄罗斯的地缘政治风险、受到政治和官僚的利益冲突影响的印度结构性改革。我们认为，结构性改革仍然是新兴市场发展的重要增长点，尽管政府可能会为短期收益增长而放慢改革步伐。经济增长放缓及低通胀预期将导致更多央行推出支持性措施或延长宽松政策，而这些政策的规模及范围将会影响市场。受以上因素的影响，加上美国 2016 年的加息将为全球带来不确定因素，新兴市场经济增长在 2016 年将减慢。

中国在“新常态”下经济发展将放缓。国家将把重点放在经济结构调整上，以确保可持续增长。中国将继续开放经济，并引导市场在资源配置中发挥更大的作用。第十三个五年计划（“十三五”）的关键主题包括新丝路计划、中国制造 2025 计划、互联网+战略、环境保护、国有企业改革、收入分配改革及人口政策改革。我们预计，中国 GDP 增速在 2015 年 3 季度触底后，经济增长势头将稳步加快，更多宽松刺激政策将为消费和投资带来支持。

中国经济增速在 2015 年 4 季度将稍微回升，全年增长将达 7%。中国的经济增长势头将在 2016 年保持稳定，但受到经济再平衡的影响，GDP 增速将轻微下滑至 6.8%。香港的 GDP 增长在 2015 年及 2016 年会维持在 2.1-2.3% 之间，消费和投资将为增长的驱动力。



图表 1: 全球经济预测

同比增速 (%)	2011	2012	2013	2014	2015F	2016F	2017F
美国	1.6	2.2	1.5	2.4	2.5	2.9	3.1
欧元区	1.6	-0.8	-0.3	0.9	1.4	1.7	1.7
德国	3.7	0.6	0.4	1.6	1.4	1.6	1.6
法国	2.1	0.2	0.7	0.2	1.3	1.5	1.7
意大利	0.6	-2.8	-1.7	-0.4	0.5	1.2	1.1
西班牙	-0.6	-2.1	-1.2	1.4	2.8	2.5	2.1
荷兰	1.7	-1.1	-0.5	1.0	1.8	2	2.2
希腊	-8.9	-6.6	-3.9	0.8	-2.6	-1.7	1.2
葡萄牙	-1.8	-4.0	-1.6	0.9	1.4	1.6	1.4
爱尔兰	2.6	0.2	1.4	5.2	4.7	4.2	4.0
英国	1.6	0.7	1.7	3.0	2.6	2.3	2.2
日本	-0.5	1.7	1.6	-0.1	0.5	1.2	1.5
中国内地	9.5	7.7	7.7	7.3	7.0	6.8	6.5
中国香港	4.8	1.7	3.1	2.5	2.3	2.1	2.1
新加坡	6.2	3.4	4.4	2.9	2.2	2.2	2.0
韩国	3.7	2.3	2.9	3.3	2.7	3.3	3.5
俄罗斯	4.3	3.4	1.3	0.6	-4	-1.2	1.5
印度	6.6	5.1	6.9	7.3	7.4	7.6	7.8
巴西	3.9	1.8	2.7	0.1	-3.2	-0.8	1.8
南非	3.2	2.2	2.2	1.5	1.3	1.3	1.8

来源: 国际货币基金组织、农银国际证券预测



2016 年美国经济展望：未来稳步增长

- 2015 年美国就业市场持续复苏，失业率一直呈下降趋势，并在 11 月跌至 5%，是 2008 年 4 月以来的最低水平
- 资本投资因能源板块受到拖累，导致民间投资一直是表现最差的板块，于 3 季度环比下降 5.6%
- 美联储加息初期或对金融市场造成负面影响，但随后会反弹
- 我们预计美国经济将在 2016 年和 2017 年分别同比增长 2.9% 及 3.1%

经济数据参差不齐

美国经济在 2015 年出现持续改善。其 GDP 经季调年率在 2 季度及 3 季度分别为 3.9% 及 2.1%。国内需求仍强劲，个人消费稳步增长，3 季度的增速达 3.0%。房屋市场一直活跃，房屋价格及销量继续上升。但是，低油价及疲弱的全球经济增长亦造成负面影响。受到能源板块拖累资本投资的影响，民间投资一直是表现最差的经济板块，在第 3 季度录得 0.3% 的季调年率跌幅。同时，工业生产增长下降至 2010 年来的新低。ISM 制造业 PMI 在 11 月跌至 48.6%，一定程度上也反映出美元升值影响制造业和出口的增长。我们预测美国经济在 2015 年将同比增长 2.5%。

就业市场持续复苏支持美联储收紧政策

2015 年美国就业市场持续复苏，失业率一直呈下降趋势，在 11 月跌至 5%，是 2008 年 4 月以来的最低水平。非农就业及职位空缺自 2009 年的低位后大幅增加，而兼职工作占就业总人数的比例及因经济原因兼职工作占总兼职数的比例一直在下降。就业市场持续改善将会支持美联储其在 12 月加息的决定。尽管如此，我们认为，就业市场仍有一定的不确定，主要反映在就业参与率的持续下跌以及持续上升的非经济原因的兼职工作数量占总兼职工作数量比例。

房地产市场好转

新屋及成屋销售数逐步增加，住房价格也一直攀升。更重要的是，房屋净值信用额度在本年 2 季度已经达到 12.1 万亿美元，与 2007 年的高位相近。尽管与此，住房市场为经济带来的支持其实有限。首先，房屋价格到目前为止才回升至金融危机前的峰值，最多让购房者弥补部分损失。此外，在 multi 及单户房屋建筑许可差值不断上涨的情况下租金仍可持续上升，以及在抵押贷款利率持续走低的情况下住房拥有率仍持续下跌，均反映出目前人们对拥有房产的欲望并不大。此外，目前抵押贷款市场的规模和活跃程度仍未回到 2008 年金融危机之前的水平。但只要美国能维持宽松的贷款环境及低抵押贷款利率，我们预计住房市场将持续温和复苏。

消费动力于短期内仍疲弱

私人消费是美国今年前 3 季度 GDP 增长的主要动力。但零售销售增长下降、库存增长对美国 GDP 的拖累加大、零售商对今年节日购物的悲观预期以及低于预期的 3 季度零售类公司业绩，显示美国国内需求的增长或会放缓。我们认为，在个人收入增长速度较低和经济前景不明朗等因素的影响下，消费增长将于 4 季度放缓，并再 2016 年回升。

工业板块表现令人忧虑

工业生产同比增速于 2015 年 10 月下降至 0.34%，为 2010 年以来最低水平。ISM 制造业采购经理人指数于 11 月亦回落至 48.6%。全国总产能利用率自 2014 年年底开始下降。除了美元上升及全球需求疲软外，创新技术亦触发产能整合，导致工业板块的增长放缓。这意味着美国经济将面临挑战，美联储对加息会采取谨慎态度。



美联储加息后的影响

美联储将极大可能在 12 月加息 25 个基点。由于在过长的时间内维持宽松货币政策会对实体经济产生负面影响，因此美联储必须启动加息周期。我们预期，市场将不可避免地经历一定程度的动荡，但是加息的步伐将是逐步及充满灵活性。同时，我们认为美联储将会在 2016 年累计加息 100 个基点。

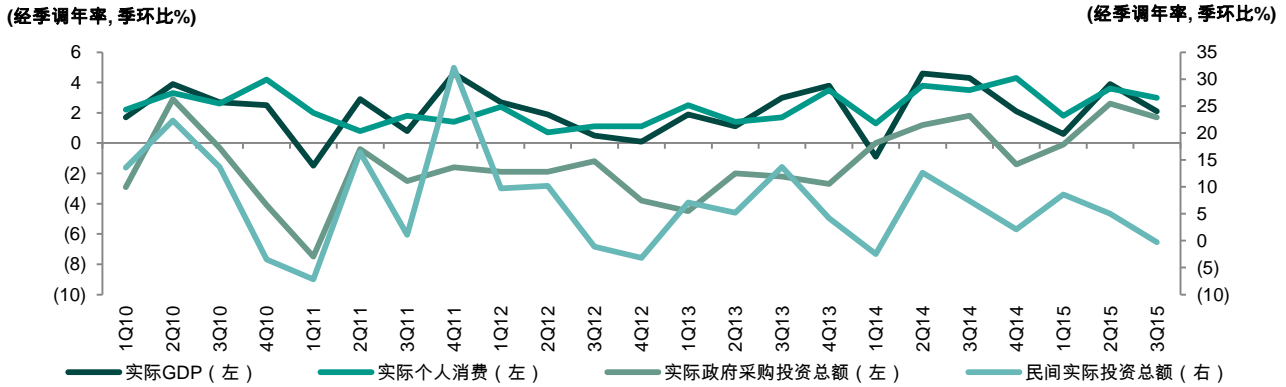
加息将令美国金融市场面临更大风险。2015 年的低利率环境令企业通过提高杠杆比例来进行业务扩张，或者进行资本市场活动（如股份回购）。截至今年 9 月 30 日，罗素 3000 指数中杠杆比例（债务/股权）超过 100% 的企业占 33.13%，而在 2013 年末该比例仅为 28.16%。此外，流动性利差和违约利差的走势和最近出现的走势不一也反映出企业的风险正在上升。我们认为，这主要是由于能源板块企业的信贷评级下降以及整体美国公司债务的上升所导致的。因此，我们预期，在营商环境仍较疲弱的情况下（特别是能源和原材料行业），美联储的加息可能会增加企业融资的成本，使企业债务违约的比例上升，并导致金融市场的波动增大。

受到油价下跌的影响，美国 CPI 自 2015 年初一直徘徊在 0%，而核心 CPI（不包括食品及能源）一直在增加，由 2014 年 12 月同比增长 1.6% 上升至 2015 年 10 月的 1.9%。但是，最近出现的核心 PCE 和核心 CPI 走势不一，显示劳动力市场改善、油价下跌的影响减弱及美元上升是否能够最终导致通胀上涨仍是未知之数。因此，我们认为美联储加息的步伐将会缓慢且具有相当的灵活性。

美国经济展望

尽管经济有一定的潜在风险，我们相信美国将继续获得强劲的私人消费及贸易顺差支持而稳定增长。房地产市场将继续改善，并对其它板块带来正面影响。虽然美联储加息初期将对金融市场造成负面影响，但若其可以维持缓慢且灵活的加息步伐，市场将会随后反弹。我们预计，美国经济将于 2016 年和 2017 年同比增长 2.9% 及 3.1%。

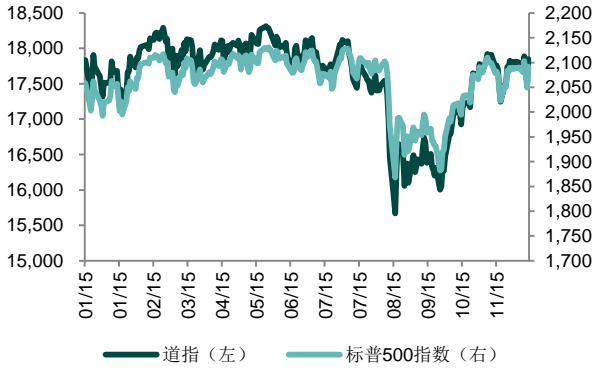
图表 1: 美国 GDP 增长



来源: 彭博、农银国际证券



图表 2: 道指和标普 500 指数 2015 年走势

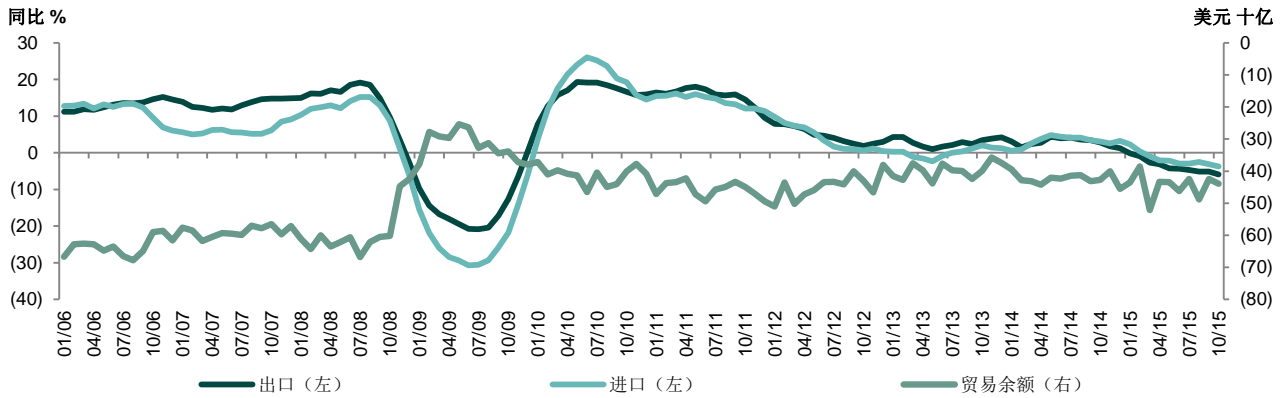


图表 3: 美元在 2015 年走强



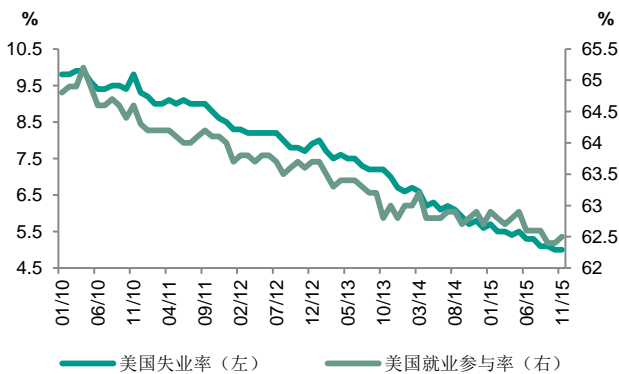
来源: 彭博、农银国际证券

图表 4: 美国贸易余额, 以及三个月移动平均进口增长和出口增长



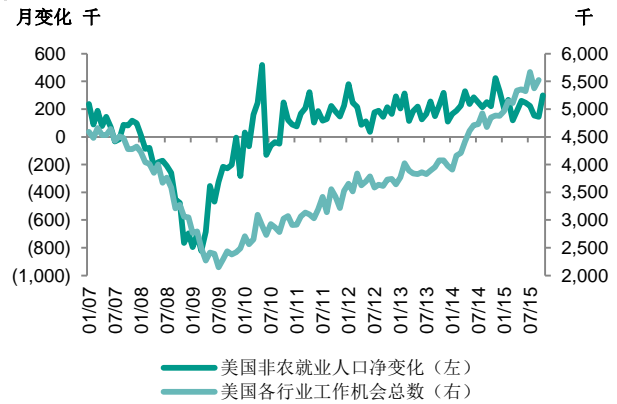
来源: 彭博、农银国际证券

图表 5: 美国失业率和就业参与率



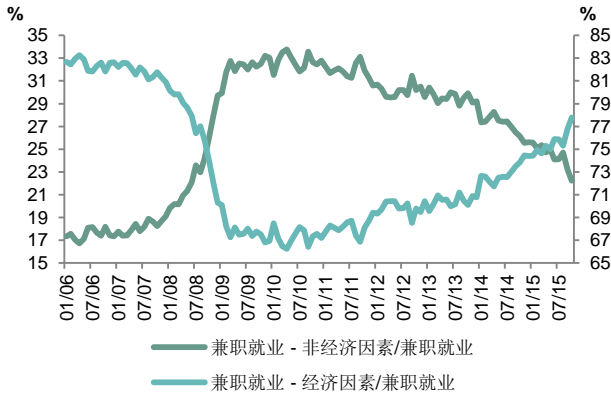
来源: 彭博、农银国际证券

图表 6: 美国各行业工作机会以及美国非农就业人数



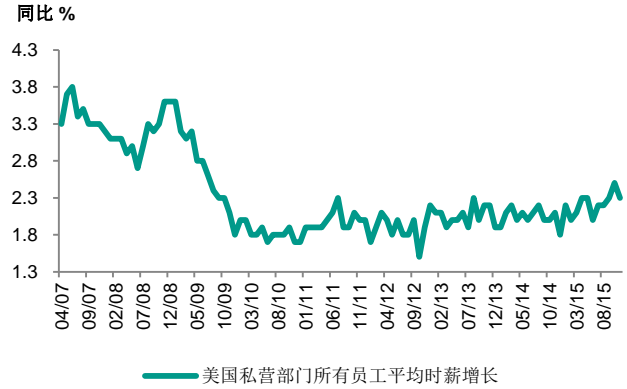


图表 7: 非经济因素兼职就业比例上升

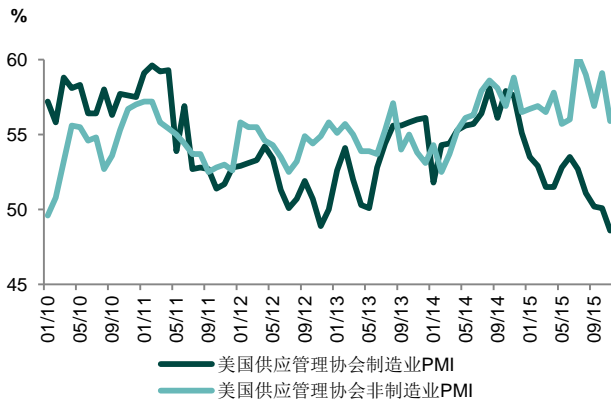


来源: 彭博、农银国际证券

图表 8: 美国工人时薪增长仍处于较低水平

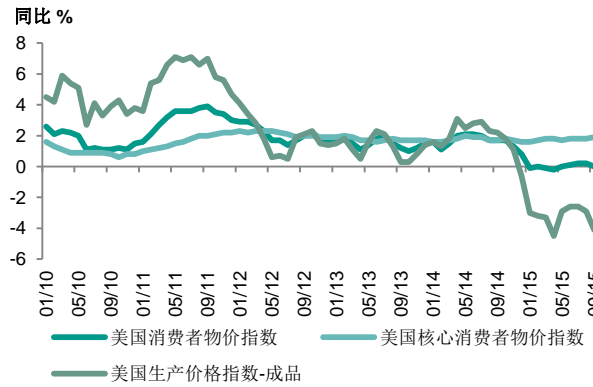


图表 9: 美国 PMI

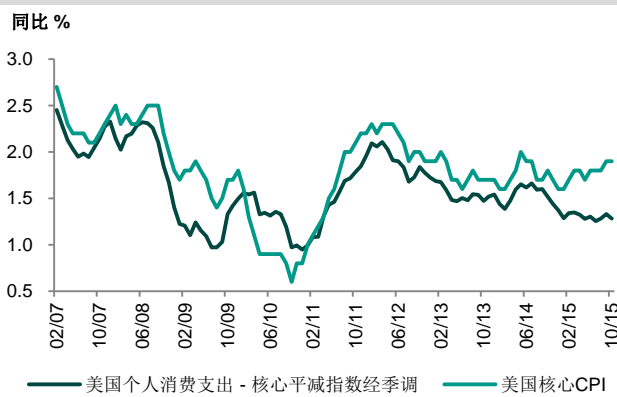


来源: 彭博、农银国际证券

图表 10: 美国通胀指标 - CPI 及 PPI

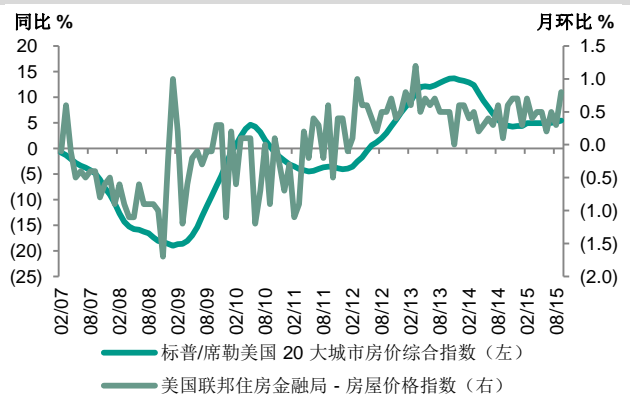


图表 11: 核心 PCE 和核心消费者价格指数走势不一



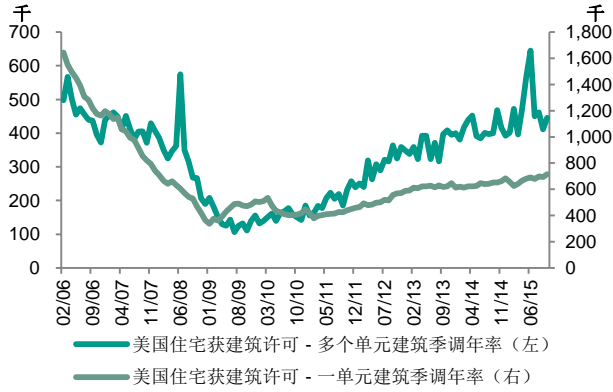
来源: 彭博、农银国际证券

图表 12: 美国房价持续上涨



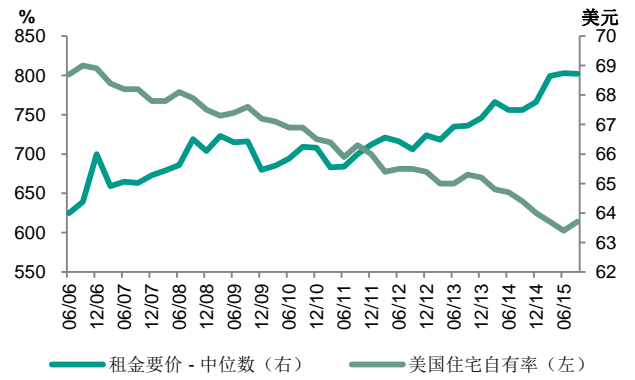


图表 13: 美国单户和多户建筑许可数量差增大

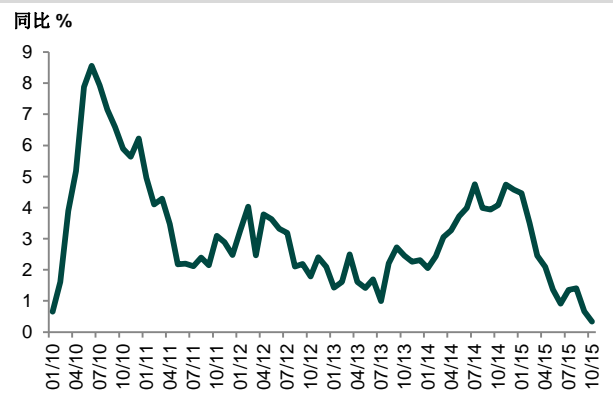


来源: 彭博、农银国际证券

图表 14: 更多的美国人倾向于租房而非买房

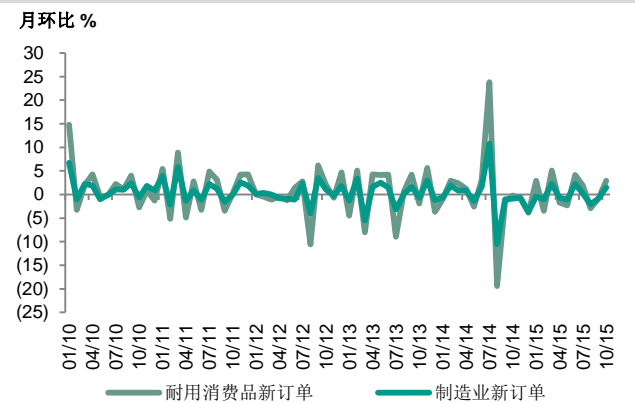


图表 15: 美国工业产值

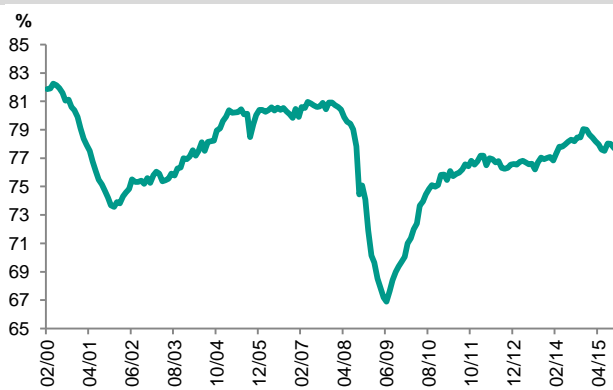


来源: 彭博、农银国际证券

图表 16: 美国工厂订单和耐用品订单

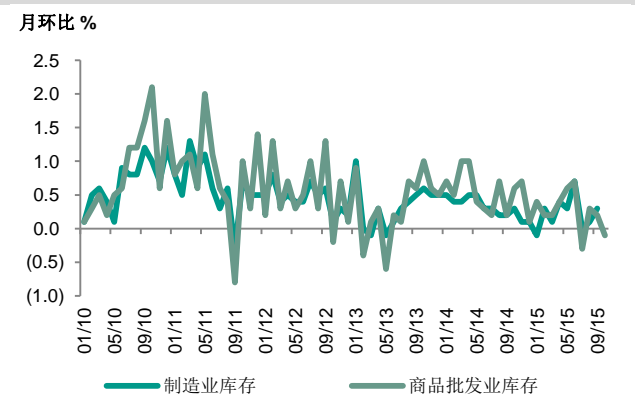


图表 17: 美国产能利用率



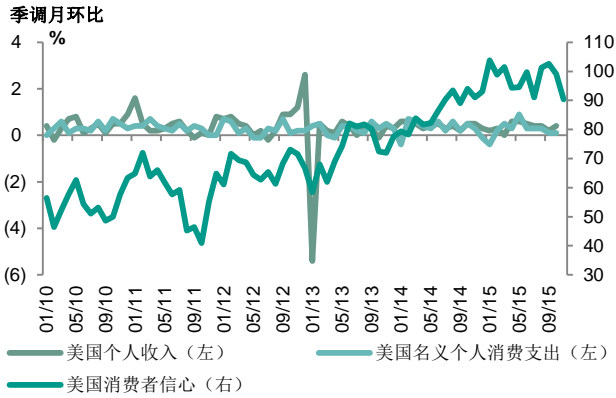
来源: 彭博、农银国际证券

图表 18: 美国库存数变化



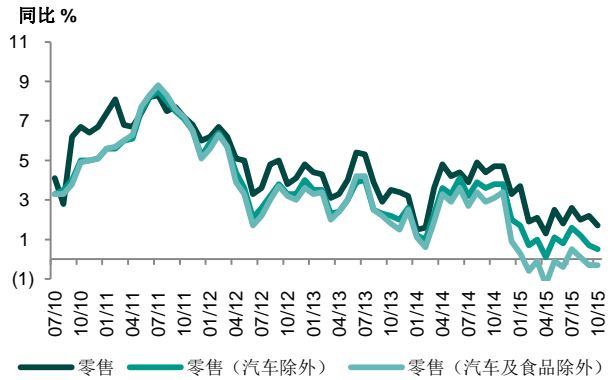


图表 19: 美国个人收入和支出, 以及美国消费者信心

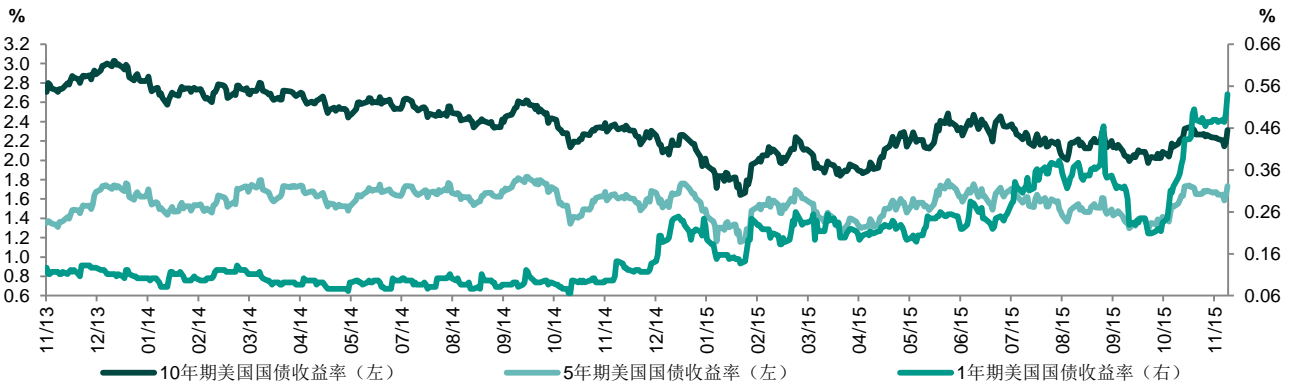


来源: 彭博、农银国际证券

图表 20: 美国零售销售增长

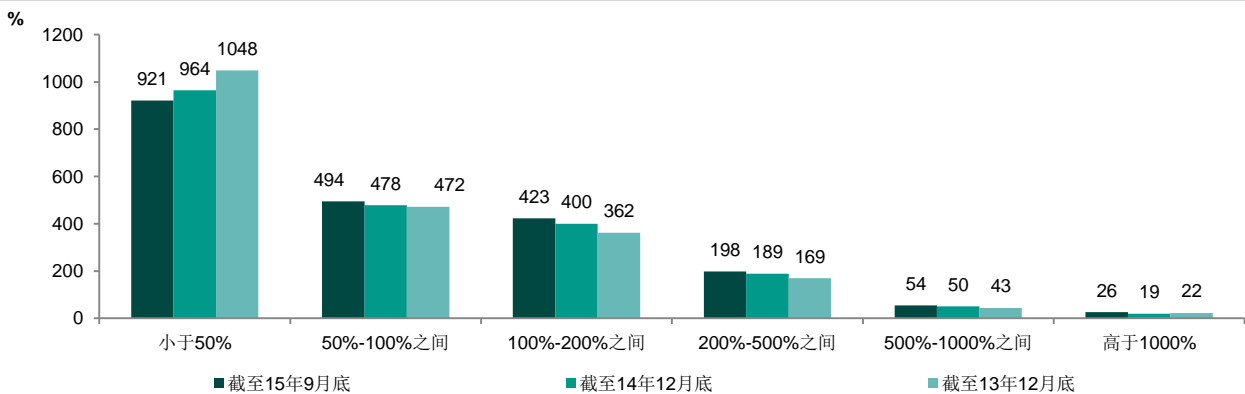


图表 21: 美国国债在 2014 和 2015 年的收益率表现



来源: 彭博、农银国际证券

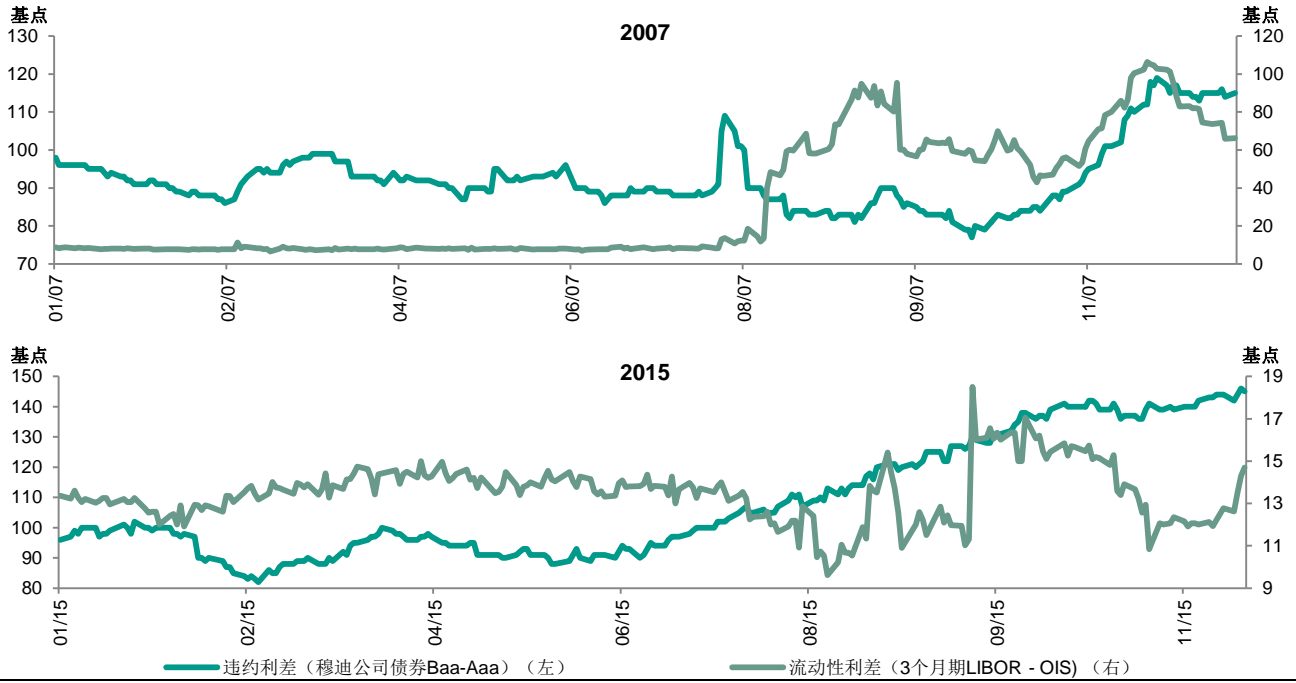
图表 22: 罗素 3000 指数内高债务/股权比例的公司数量有所上升



来源: 彭博、农银国际证券



图表 23: 美国流动性利差和违约利差



来源: 彭博、农银国际证券



2016 年欧元区经济展望：前路坎坷

- 虽然量化宽松政策实施已有一年多，结构性的问题，如低生产效率、劳动力市场僵化及人口结构的变化继续影响欧元区经济
- 德国在欧元区经济复苏上会继续扮演重要角色，但其经济在未来的不确定性或将会影响欧元区整体发展
- 欧元区领袖最近建议通过经济及金融一体化，建立更强大的联盟。我们认为区内部分成员对其反对较大，且类似的计划并不可解决区内的一切问题。
- 欧元区 2016 及 2017 年 GDP 的同比增长将为 1.7% 及 1.7%

2015 年欧元区经济有所改善

欧元区整体经济表现一直在改善。受到德国及西班牙强劲反弹的支持，GDP 同比增长由 2015 年一季度的 1.2% 上升至 3 季度的 1.6%。欧元区的 GDP 分项数据显示，财政支出、私人消费、投资及净贸易额都将出现不同程度的改善。我们预期，欧元区、德国、法国、西班牙和意大利在 2015 年的 GDP 增速将达到 1.4%、1.4%、1.3%、2.8%、0.5%。

经济政策治标不治本

虽然欧洲央行进行量化宽松政策已有一年多，结构性的问题，如低生产效率、劳动力市场僵化及人口结构的变化继续影响欧元区经济，令欧元区更容易受到加息的影响。此外，资本市场及各成员国经济的波动性可能会提升。

1) 通货膨胀。欧元区 10 月 CPI 同比增长 0.1%，而核心成员 CPI 同比增速则大多数徘徊在 0%。尽管大宗商品价格下滑使消费物价下行压力增加，但这不可避免地显示欧洲央行的量化宽松政策未能刺激通胀。更重要的是，我们认为，在金融危机后欧元区银行提供商业贷款的积极性不大，导致了量化宽松政策未能向实体经济注入足够的流动性以刺激通胀。数据显示，非金融企业及家庭贷款状况仅在 2014 年中后期才开始好转。

2) 企业及消费者信心。欧元区的消费者信心在 2015 年在波动中持续改善，并在 11 月达到 -5.9。欧元区 IFO 企业景气指数显示企业对前景更为乐观。然而，欧元区及德国固定资本形成总额增长一直缓慢，显示量化宽松政策未能鼓励企业投资。

3) 失业率。欧元区的失业率在今年 10 月仍维持在较高的 10.7%。而在 15 年 9 月，西班牙、意大利及欧元区的 25 岁或以下青年人口的失业率仍分别高居在 22.3%、47.7% 及 39.8%。如此高的失业率将会导致社会人力资源利用率不足、与社会福利相关的财政支出加大及社会动荡的风险上升。

德国经济在欧元区地位举足轻重

德国在欧元区经济复苏上扮演重要角色，其 GDP 于 2015 年 3 季度占欧元区 GDP 超过 30%。德国于 2014 年出现财政盈余，过去三年的失业率一直维持在 7% 以下。

然而，德国的出口依赖型经济或将会受到中国对该国进口需求下滑的影响。作为德国的第四大贸易伙伴，中国从德国的进口在 10 月同比下跌 26%，并导致德国出口在同期的同比增速跌至 3%。我们预计，中国经济的结构性调整将继续对德国的经济产生负面影响。此外，大众汽车的排放丑闻及其该国对汽车行业可能产生的影响（如罚款及裁员）或对该国的制造业产生较大影响。而德国的制造业订单恰恰在 9 月和 10 月同比下降 0.6% 和 1.5%，显示该事件的影响开始蔓延。德国经济继续恶化，对欧元区的整体前景亦会不利。

各成员国关于区内融合进展的意见相左

继建立欧洲银行业联盟后失败后，欧盟委员会主席让-克洛德·容克（Jean-Claude Juncker）及其他四位欧元区领袖最近提出一份关于区内经济及金融一体化的计划书。然而该计划已受到德国强烈反对，并提出关于存款保险制度及债券投资者风险分担方面的异议。我们认为该计划在欧元区银行状况改善后才得以实行。此外，



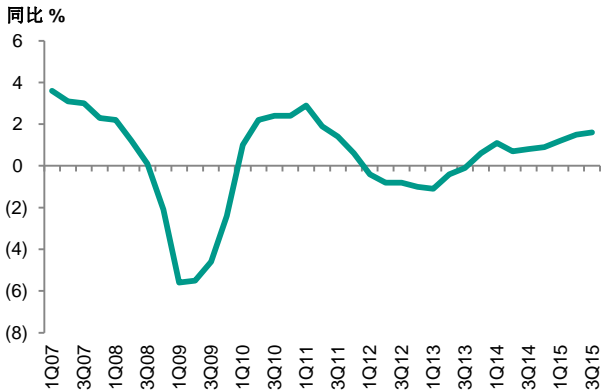
较弱势的成员国的财政状况必须要好转，否则该计划只会成为财富转移计划，拖慢结构改革的步伐。毕竟在过去的三年，德国是唯一能降低债务/GDP 比率的核心成员国。

然而，此计划并不能解决所有欧元区的问题。欧元区需在创建任何新的执行机构之前整合现有机制，如欧洲稳定机制。此外，如果欧洲央行、欧盟委员会或任何新创建的监管机构未能被授予更大的实施权力，都会注定失败。

欧元区前景甚为坎坷

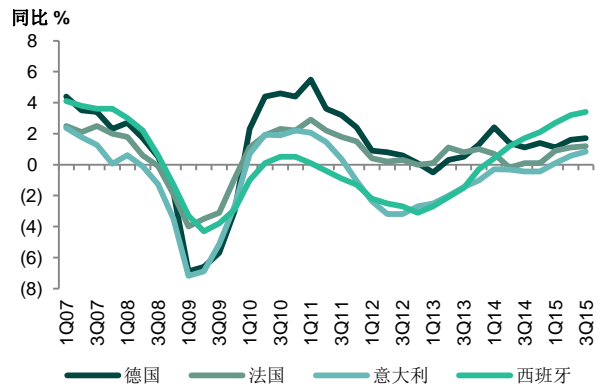
虽然外部环境未明朗，但是区内各国将会通过采取刺激消费及财政扩张的政策来提高货币刺激政策的有效性。美国加息后，资本市场和区内各国经济的波动性会增加。欧洲央行最近在削减存款利率，并扩大其量化宽松计划，表明其将会维持其宽松的货币政策，进一步扩大量化宽松政策以抵消外部影响。我们预计，欧元区 GDP 在 2016 及 2017 年将以同比 1.7% 的速度增长。其中，德国的经济增长仍将保持强劲，其 2016 及 2017 年 GDP 的同比增长为 1.6% 及 1.6%。

图表 1: 欧元区的 GDP 增长

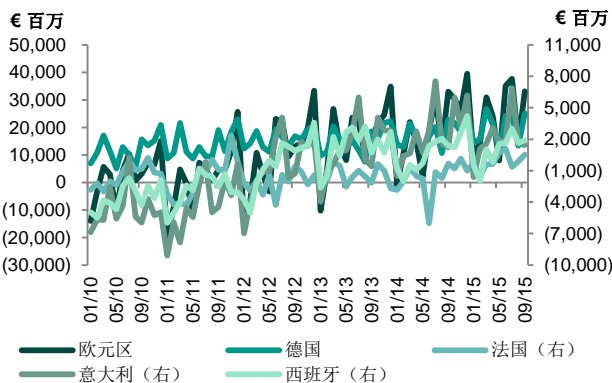


来源: 彭博、农银国际证券

图表 2: 主要的欧元区成员国 GDP 增长

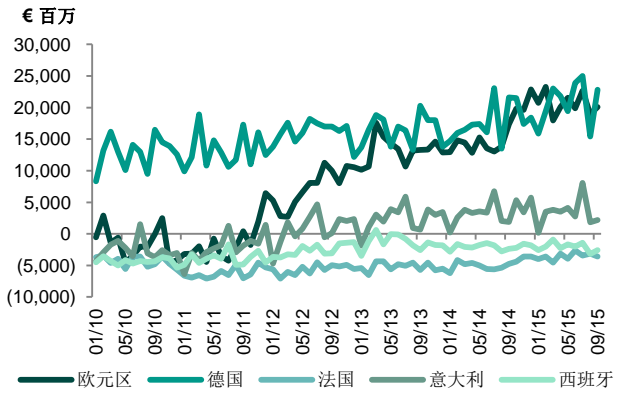


图表 3: 欧元区经常账户余额



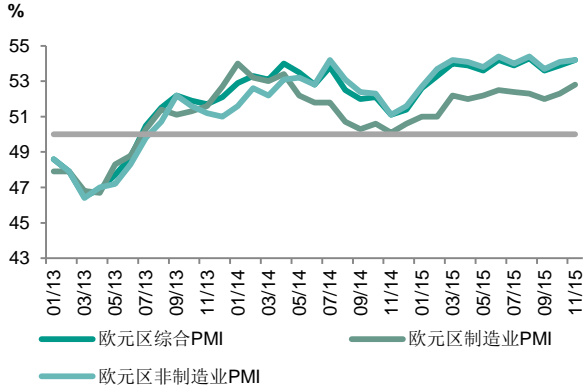
来源: 彭博、农银国际证券

图表 4: 欧元区贸易余额



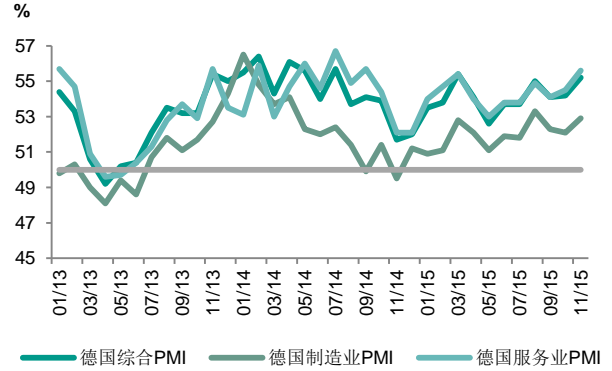


图表 5: 欧元区 PMI

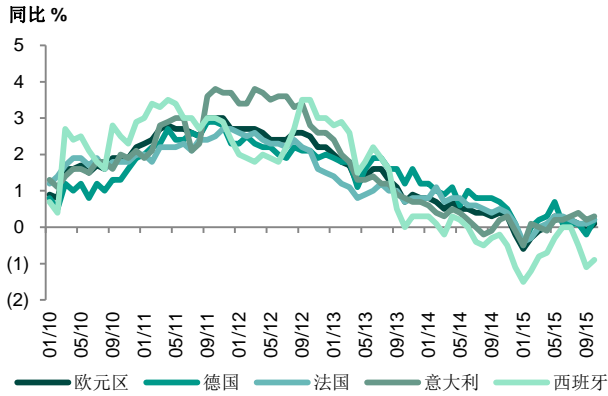


来源: 彭博、农银国际证券

图表 6: 德国 PMI

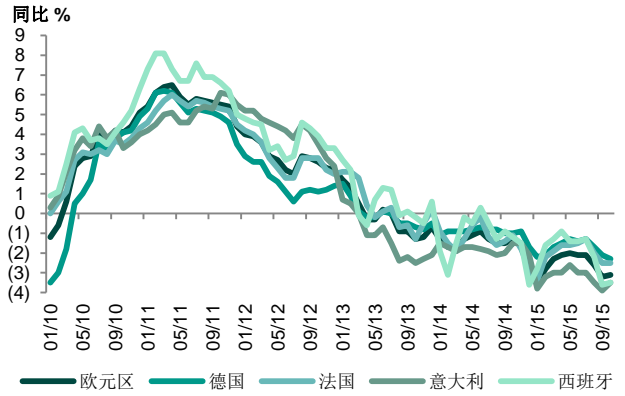


图表 7: 欧元区及欧元区主要成员国的 CPI

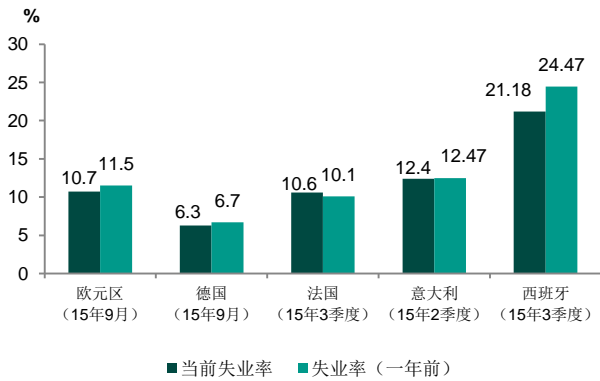


来源: 彭博、农银国际证券

图表 8: 欧元区及欧元区主要成员国的 PPI

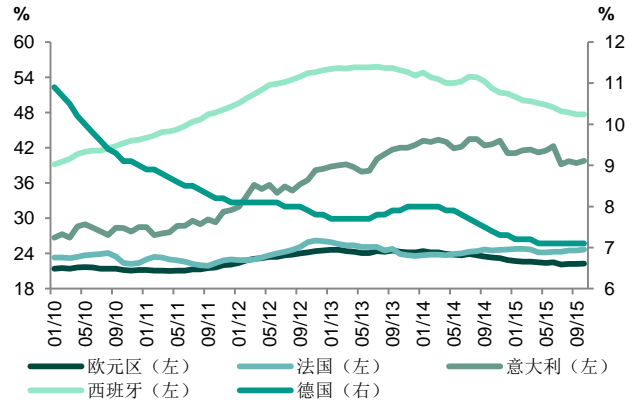


图表 9: 欧元区的失业率



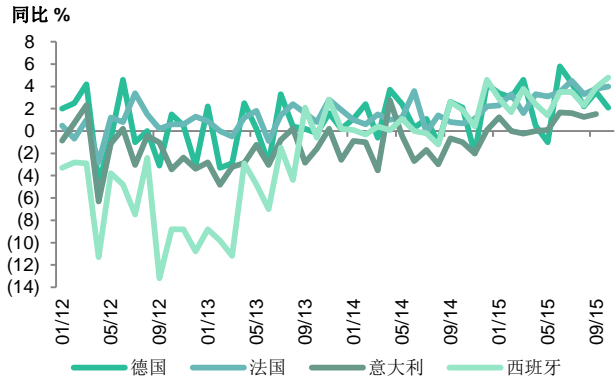
来源: 彭博、农银国际证券

图表 10: 欧元区 25 岁或以下青年失业率走势



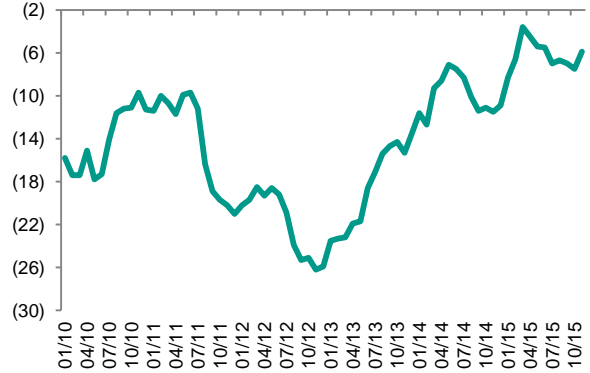


图表 11: 欧元区的零售销售增长

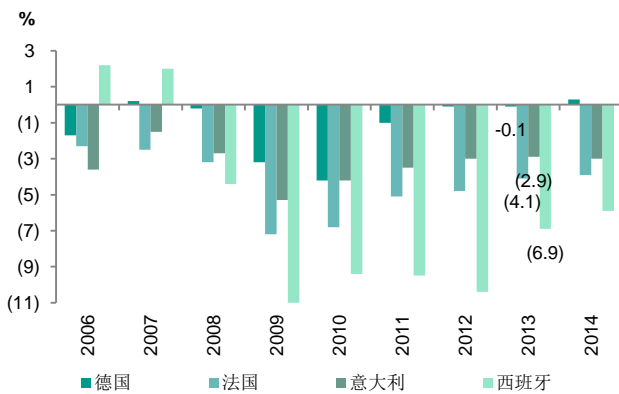


来源: 彭博、农银国际证券

图表 12: 欧元区消费者信心

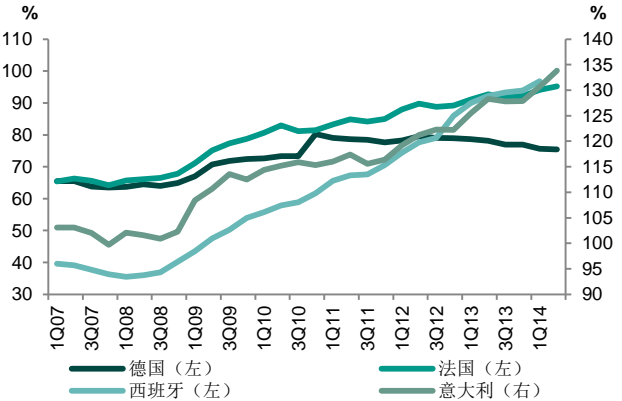


图表 13: 欧元区财政赤字 (盈余) / GDP

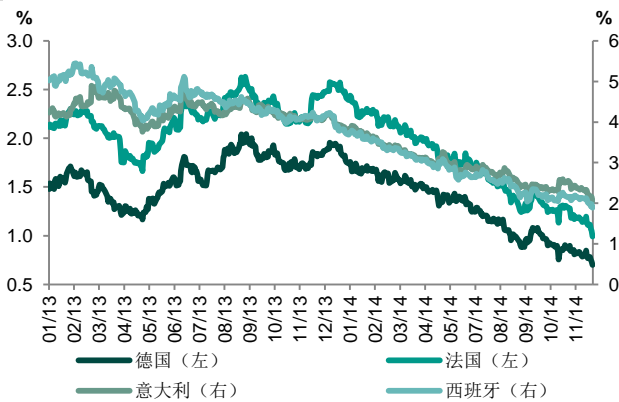


来源: 彭博、农银国际证券

图表 14: 欧元区政府债务 / GDP

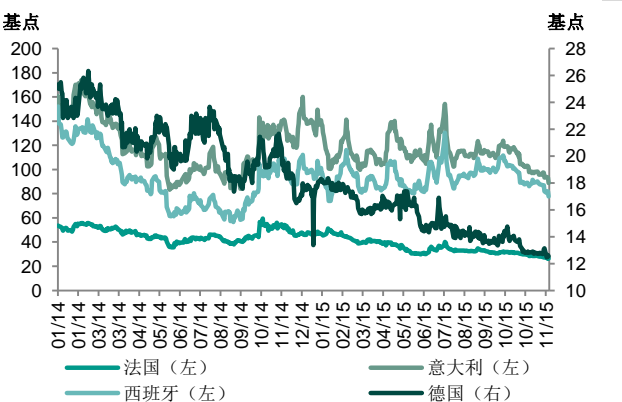


图表 15: 欧元区 10 年期政府债券收益率



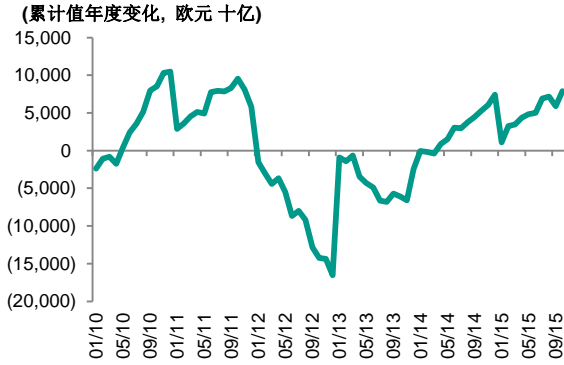
来源: 彭博、农银国际证券

图表 16: 欧元区的 5 年期主权债 CDS



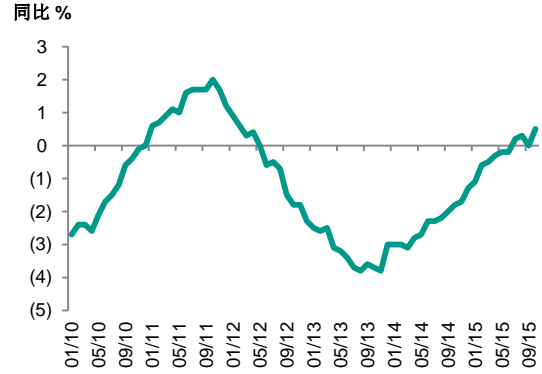


图表 17: 欧元区 MFI 非金融企业贷款变化

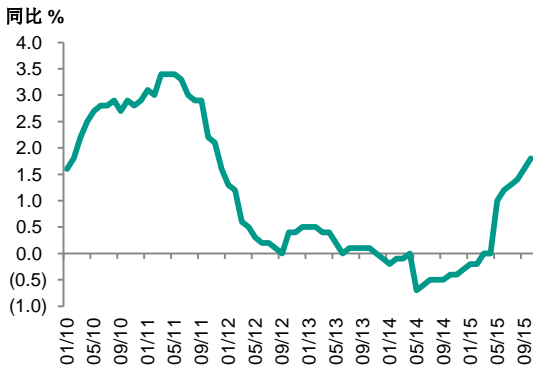


来源: 彭博、农银国际证券

图表 18: 欧元区 MFI 非金融企业贷款增长率

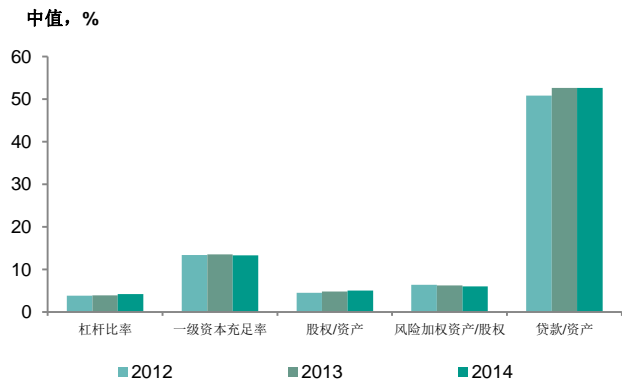


图表 19: 欧元区 MFI 家庭企业贷款增长率



来源: 彭博、农银国际证券

图表 20: 欧元区银行主要财务比率





2016 年日本经济展望：在低通胀和低增长下寻找出路

- 日本经济在 2015 年波动较大，3 季度 GDP 在上修后环比增 1%；财政扩张和货币宽松政策作用开始减退
- 经济前景不明朗，国内较低的工资增长和消费税提高，以及中国经济增长放缓都对该国的经济产生负面影响；通胀、就业市场和资本投资的改善显示日本经济仍有增长空间
- 结构性改革在 2015 年雷声大雨点小；其将继续成为安倍政府的重点，但刺激消费和提高通胀在短期内更为关键
- 我们预测日本 GDP 在 2016 年将同比增长 1.2%，而在 2017 年则将同比增长 1.5%

安倍改革方案的第三支箭无甚进展

日本经济正处于困难局面。首相安倍晋三推出的经济刺激计划中的货币宽松和财政扩张措施均无法重振日本经济。日本央行最近宣布把 2% 的通胀目标推迟至 2017 年 3 月，间接承认了之前的政策未达到预期的效果。几安倍经济刺激计划中的第三支箭，即结构改革，并没有取得很大进展。此外，受到包括中国经济放缓和美国加息灯等部因素影响，日本经济陷入进退两难的窘境。我们预期日本经济在 2015 年将同比增长 0.5%。

经济前景不明朗

日本的经济在最近出现较大的波动。在大幅上修了 GDP 增长数据后，日本经济在 3 季度同比增长 1%，比 2 季度的下跌 0.5% 有所改善。尽管通货膨胀的预期一直存在，且股市持续上涨，但是工资的滞胀以及消费税的提高（在 2014 年 4 月从 5% 增加至 8%）抵消了之前两个因素的正面影响。中国经济增长放缓对日本经济也是一个严峻的挑战。仅在 2015 年 11 月，中国从日本的进口同比下降了 10.3%，是连续 13 个月的下跌。

撇除以上的负面因素，日本经济仍有一定的改善。核心通胀(不包括食品及能源项目)自 2015 年 4 月开始持续上升，并在 2015 年 10 月同比增长 0.7%。低失业率和劳动力显示就业市场健康。此外，资本投资在 2015 年 3 季度意外同比上升 11.2% (2015 年 2 季度同比增长 5.6%)，显示企业对未来的预期正在改善。

结构性改革：雷声大雨点小

结构性改革进展缓慢是一个重大问题，因为货币扩张和财政刺激政策对经济的促进作用自首次推出以后已逐渐消退。安倍政府已经在公司治理和行业改革取得了一些进展，但在其他方面的结构性改革措施，如劳动力市场改革、鼓励企业提高女性员工比例及移民政策的放宽等，大多还未得到落实。

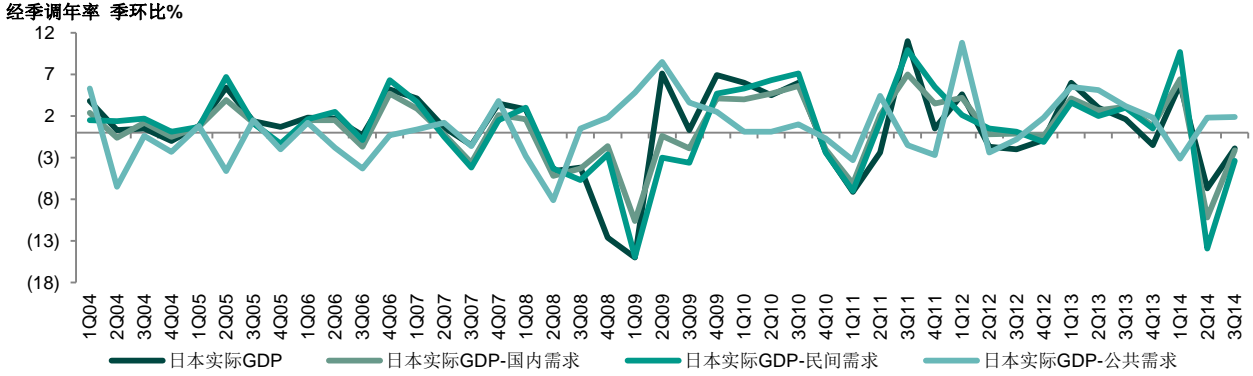
我们认为，根深蒂固的经济和政治利益导致首相安倍的结构性改革措施难以推行。因此，我们预计，日本在 2016 年的改革进展有限。相反，我们预期日本将会加大力度推动通胀和消费，以求 2017 年的税率提升前在这两方面取得一定的进展。

2016 年仍充满挑战

日本在 2016 会面对更多挑战。外部环境在近几个月不断恶化。此外，美联储的加息行动可能会影响资金流向，扰乱日本资本市场。我们认为，如果情况继续恶化，日本央行将加强其资产购买计划，并将日元汇率保持在低水平，从而促进出口增长和提振企业利润。结构性改革将继续成为安倍政府的重点。但是在短期内刺激通胀和经济增长将会更受关注，因为日本央行要在 2017 年 4 月前再次提高消费税前达到其预期的通胀目标。我们预期，日本的 GDP 在 2016 年将同比增长 1.2%，在 2017 年将同比增长 1.5%。

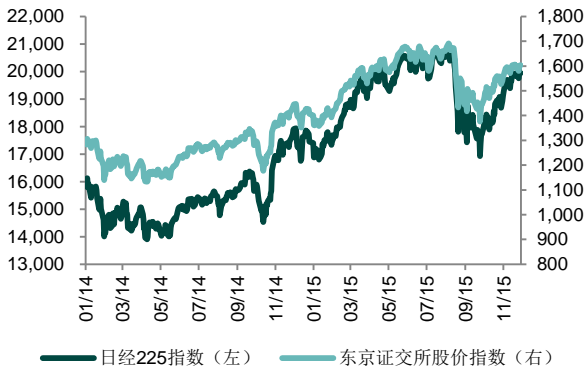


图表 1:日本 GDP 增长



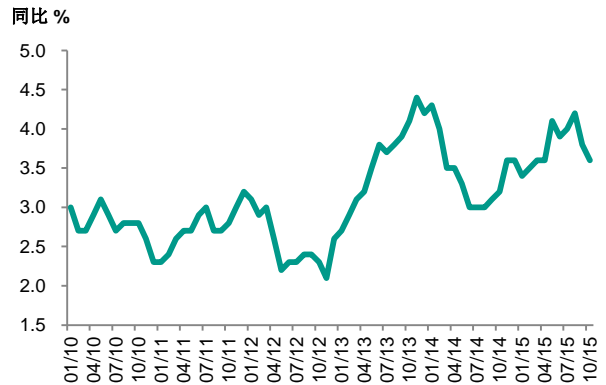
来源: 彭博、农银国际证券

图表 2: 日经 225 指数和东证指数上升

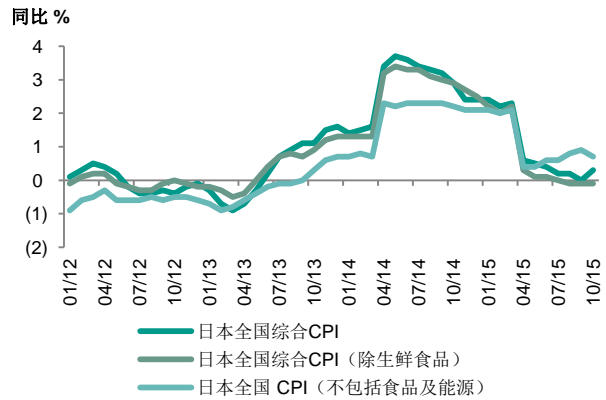


来源: 彭博、农银国际证券

图表 3: 日本 M2 增速



图表 5: 日本通胀率



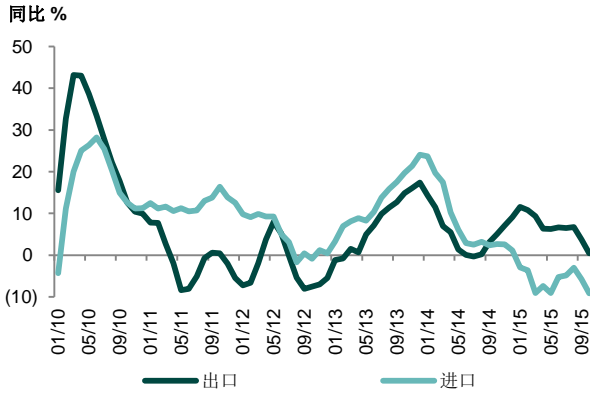
图表 4: 日元相对美元持续贬值



来源: 彭博、农银国际证券

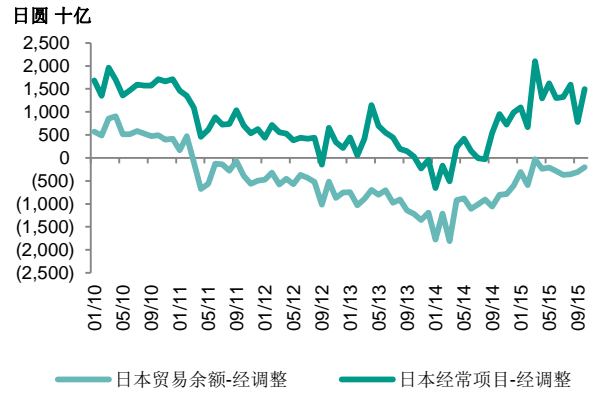


图表 6: 日本 3 月移动平均进出口增长

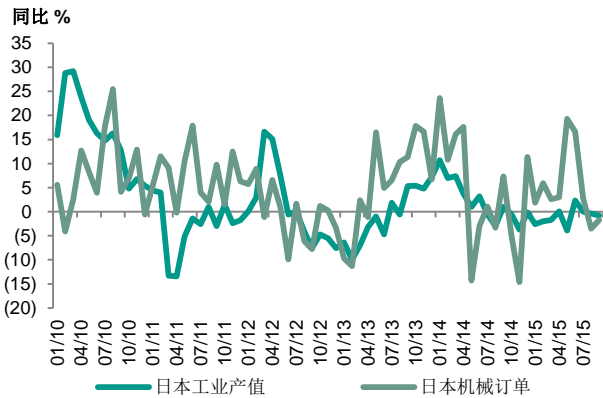


来源: 彭博、农银国际证券计算

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

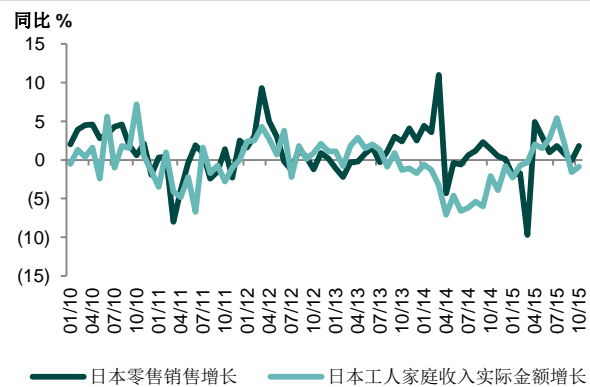


来源: 彭博、农银国际证券

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



2016 年新兴经济体：增速将继续放缓

- 原油和大宗商品价格的下跌、中国经济增速的放缓、地缘政治因素和美国加息的预期对新兴经济体产生巨大的压力
- 印度将继续是新兴市场的亮点；预期 GDP 同比增速在 2016 和 2017 年将达到 7.6%和 7.8%
- 我们对俄罗斯保持审慎的预期；其 GDP 在 2016 年将会同比下跌 1.2%，但在 2017 年将会同比增长 1.5%。
- 巴西的经济将会受到国内政治和各种经济因素的影响；预期 GDP 在 2016 年将会同比下跌 0.8%，而在 2017 年将会同比增长 1.8%。
- 东盟由于其结构性问题以及经济结构的不平衡，将会是新兴市场中最脆弱的地区

“人在江湖，身不由己”

在 2015 年，新兴经济体的增长速度大多都低于预期。主要的原因是：1) 原油以及其他大宗商品的价格不断下降，导致大宗商品产出国（如俄罗斯、巴西、马来西亚和印度尼西亚等）的出口增长大幅放缓；2) 中国经济正处于结构性调整阶段，对其贸易伙伴产生负面影响，特别是大宗商品出口国；3) 部分国家（如俄罗斯）的地缘政治风险仍然较高，并将会带来较高的经济和社会成本；4) 美联储即将加息的预期、美元继续走强以及在新兴经济体中出现的货币贬值现象都为其带来较高的资金风险和融资成本。

这些外部的因素为新兴经济体带来经济下行的压力并放大其结构性问题所带来的负面影响。展望未来，尽管发达国家的经济活动将会有所改善，但新兴经济体国家的增长将继续放缓。原油价格下降所带来的正面影响仍受限于消费者最终的成本节省以及成本节省是否会被货币贬值抵消。同时，新兴经济体的经济增长放缓和资产价格下降将会导致持续的资本外流，这将影响区内需求并带来经济的持续螺旋式下降。

印度：新兴市场的亮点

有别于其他新兴经济体，印度的经济仍然稳健。尽管其经济增速在第三季度有所下滑，但真题 GDP 季度增长仍保持在 7%以上的同比增长。印度总理莫迪通过改革方案开放各经济行业、减少政府行政阻碍、鼓励外资流入以及为国内基础设施建设项目融资，从而支持了经济的稳定增长。

印度央行在 9 月底将基准回购利率调低 50 个基点，反映印度亟需通过刺激消费和投资来减少外部需求所带来的负面影响。但是，印度央行目前正面临着国内消费者价格指数（CPI）和批发价格指数（WPI）走势不一致的情况，且这两个指数之间的差距在 10 月曾经扩大到 8.81%。印度同时面临各种政治和官僚问题，并使总理莫迪所提出的经济改革方案开展速度低于预期。经济改革所面临的阻力将会由于印度总理所属的印度人民党在大邦比哈尔选举中失利而有所上升。

尽管如此，印度将会在 2016 年成为新兴市场的一个亮点。印度央行采取的宽松的货币政策将会有助于提振消费、投资和市场信心。面临未来不稳定的全球经济局势，印度政府需要采取更多的政策措施来维持制造业的增速并继续振兴该行业。同时，印度政府将继续为投资者开放部分行业和维持目前基础设施项目投资的水平。我们预计印度的 GDP 同比增速将会在 2016 年和 2017 年达到 7.6%和 7.8%。

俄罗斯：受大宗商品价格和经济制裁的影响

作为主要的大宗商品出口国和中国的主要贸易伙伴，俄罗斯也不可避免地受到本次全球经济放缓的影响。美国和欧盟对其进行的经济制裁同时也限制了该国在国际贸易和国际金融市场的地位。受到以上两个因素的影响，俄罗斯的 GDP 在今年头三个季度均下跌；一季度、二季度和三季度分别同比下跌 2.2%、4.6%和 4.1%。

由于石油价格持续低迷，俄罗斯在今年头十个月的累计石油出口值同比下降 43%。这一趋势将会因中国经济持续放缓、限制金融机构进行大宗商品交易的新规、美国充足的原油供应以及俄罗斯和沙特阿拉伯国家在石



油减产方面的低积极性而在未来持续。此外，受到结构性问题和美国与欧盟所施加的经济制裁的双重困扰，卢布今年出现贬值，且进口产品价格上涨。最终的结果是该国的CPI的同比增长率在今年年初开始一直维持在15%以上，远高于改过央行定下的4%目标。

2016年对俄罗斯来说是艰难的一年。经济衰退将无疑迫使俄罗斯央行采取更加宽松的政策，而我们预期其或将在12月再次降息。同时，该国将会继续通过货币贬值来促进出口增长。但是，以上的这两个措施将可能事与愿违，因为这两项措施或会使高通胀率和低消费增长的问题恶化。此外，由于俄罗斯在石油产业方面的收入下滑，而其在叙利亚和克里米亚的军事开支正不断上涨，俄罗斯的财政或者会面临更大的赤字问题。因此，我们预期该国的经济将继续低迷，并在2016年同比下跌1.2%，随后在2017年同比增长1.5%。

巴西：财政管理不善以及大宗商品市场低迷拖累经济

中国经济的放缓、随后导致的大宗商品价格下跌和对于美联储加息的预期所引发的资金走向变动引发了巴西25年以来最严重的经济衰退。巴西的GDP在过去的6个月一直下跌，其同比降幅在今年第二季度和第三季度分别为3%和4.45%。

巴西的大宗商品出口一直被全球低迷的需求和价格持续走低拖累。作为巴西两大主要的大宗产品，原油和铁矿石在今天的出口出现价量齐跌的现象，而且对整体出口的贡献程度也大大降低。此外，巴西在外贸上一直对中国有较高的依赖程度，但中国最近对于进口的需求下降也导致其出口出现大幅下跌。巴西的名义出口额在过去的16个月持续下降，并在11月达到11.76%的降幅。而巴西对中国的出口在头十个月的累计同比降幅也达到14.50%。

巴西同时也受到其总统迪尔玛·罗塞夫在前几年所推行的政策所影响。首先，其为鼓励工业部门发展所推行的税费减免以及公共支出扩张使巴西的财政预算一直处于赤字状态；而巴西的高度僵化的财政预算将会为该国在财政上进行改革带来难度。其次，巴西在过去几个月高涨的通胀率也是其总统之前在燃料和电力价格方面采取的稳价措施所带来的恶果之一。随着经济开始萎缩，这些人为的价格限制开始崩溃，而积蓄已久的价格上涨压力随即为巴西的经济带来严峻挑战。再次，巴西政府过去采取的鼓励私人消费的措施导致了私人借贷高涨，并使私人借贷/可支配收入比率持续攀升。我们认为，过高私人借贷水平是不可持续的。经济增长下跌将会导致更高的失业率，而随之而来的债务违约将会为当地的银行业及经济带来不可设想的连锁效应，并导致巴西在建立消费推动型经济方面的努力前功尽弃。

我们认为巴西面临的各种挑战将会对其经济产生负面影响。该国政府亟需改善其财政预算的状况、对政府内部进行改革和对经济结构进行调整。在2016年，巴西的经济将会进一步受到其在任总统不明朗的政治前景以及涉及高级政府官员和企业高管的石油行业腐败问题影响。我们预测，该国的经济将在2016年同比下降0.8%，但会在2017年同比上涨1.8%。

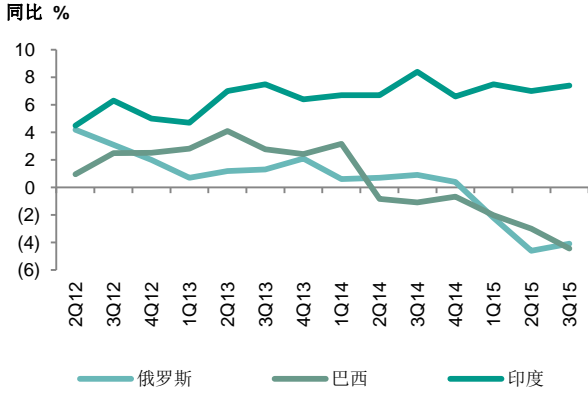
东盟：经济发展在2016年将会逊色其他国家

中国从东盟的进口增速自从2015年3月以来持续下降。印度尼西亚和马来西亚作为该地区规经济模最大的两个国家，其对出口的依赖（特别是石油、天然气和棕榈油的出口），所受到的影响也是最大的。同时，该地区的结构性问题持续存在，且政府在这方面推进的改革缓慢。更甚的是，印度尼西亚在基础设施建设的速度放缓，马来西亚为迎合短期利益需求所推出的政策，以及因权力更替而导致泰国经济改革放缓等问题都反映了该地区在结构性改革的进展或将停滞。随着美国即将加息，而国际市场的资金流动将有所变化，东盟地区的国家面临着日益严峻的资金外流问题。印度尼西亚、马来西亚、菲律宾和泰国的GDP在今年第三季度分别同比增长4.73%、4.7%、6.0%、2.9%，均比这些国家之前的增长速度要逊色。

我们预期，在目前的全球经济环境中，东盟是最为脆弱的地区。东盟地区的国家将会继续采取竞争性贬值的措施以提高其出口的竞争力，以抵消其主要贸易伙伴需求下降的负面效应。货币政策将会继续保持宽松，而且基础利率和准备金率将会持续下降。财政扩张也将会是政府避免增速持续下降的手段。除此以外，该地区的经济或将会受到进一步的地区性融合所带来的贸易和投资增长所带动。

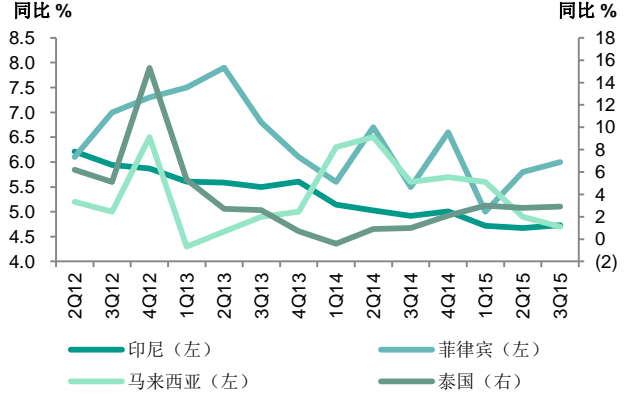


图表 1: 巴西、印度、俄罗斯 GDP 增长

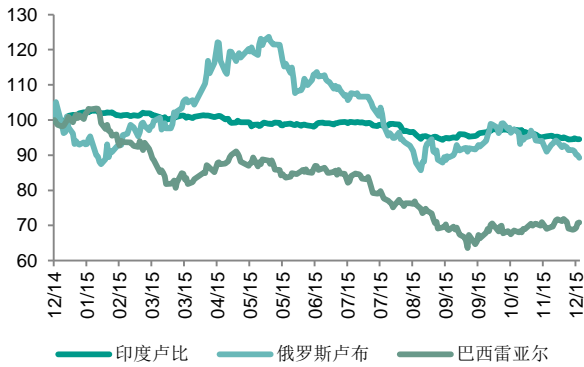


来源: 彭博、农银国际证券

图表 2: 主要东盟国家 GDP 增长

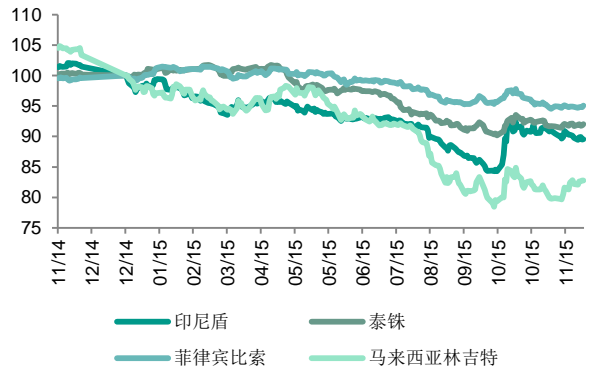


图表 3: 巴西、印度、俄罗斯货币汇率水平

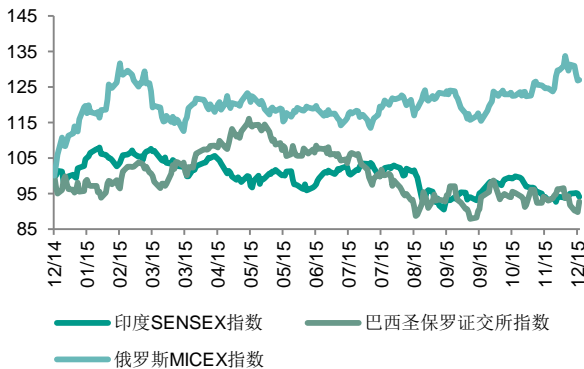


注: 以 2014 年 12 月 31 日为基准线
来源: 彭博、农银国际证券

图表 4: 主要东盟国家货币汇率水平

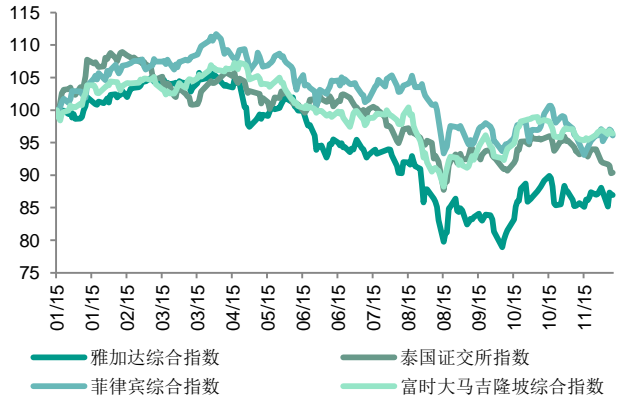


图表 5: 巴西、印度、俄罗斯股票指数走势



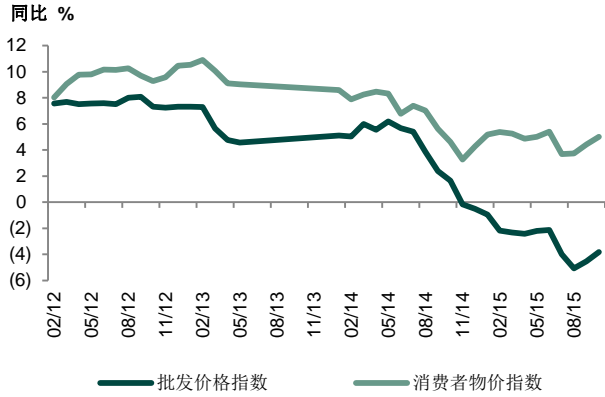
注: 以 2014 年 12 月 31 日为基准线
来源: 彭博、农银国际证券

图表 6: 主要东盟国家股票指数走势



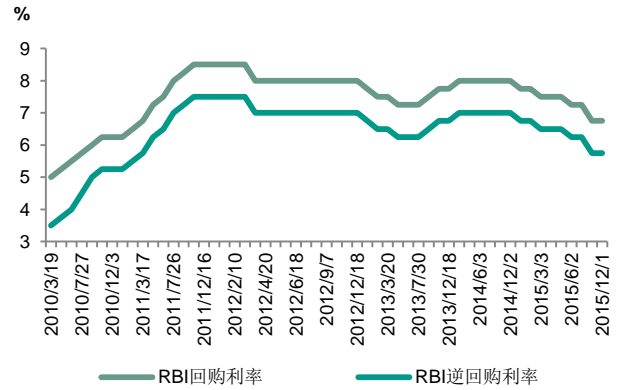


图表 7: 印度消费者物价指数和批发物价指数之间差距在 2015 年拉大

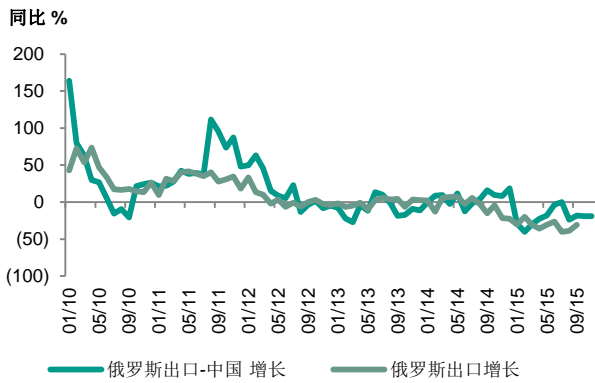


来源: 彭博、农银国际证券

图表 8: 印度央行在 2015 年加大降息力度

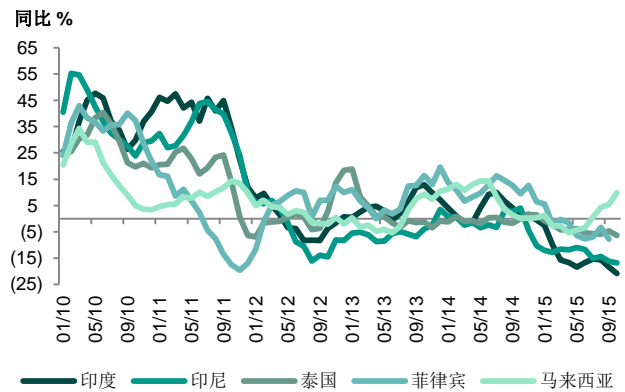


图表 9: 俄罗斯出口增长

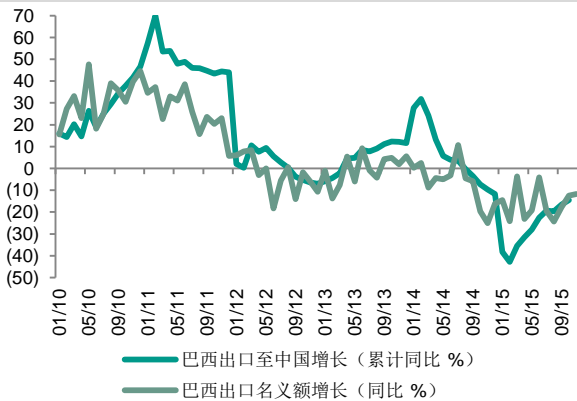


来源: 彭博、农银国际证券

图表 10: 主要亚洲新兴国家出口增长

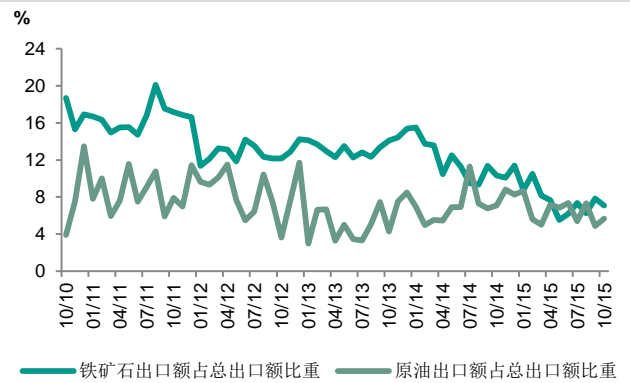


图表 11: 巴西总出口和向中国出口量增长下滑



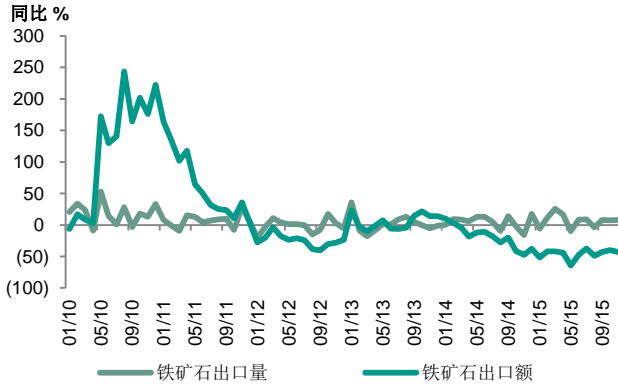
来源: 彭博、农银国际证券

图表 12: 巴西主要大宗商品出口占总出口比例下降



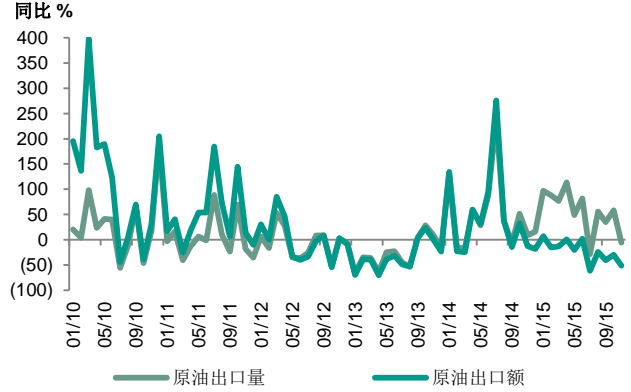


图表 13: 巴西铁矿石出口额和出口量均出现增长下滑

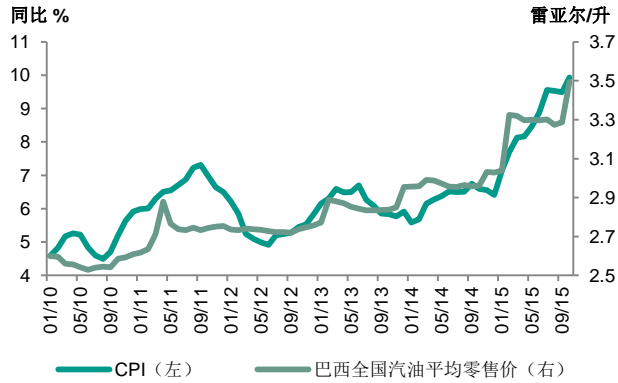


来源: 彭博、农银国际证券

图表 14: 巴西原油出口额和出口量增长率走势不一

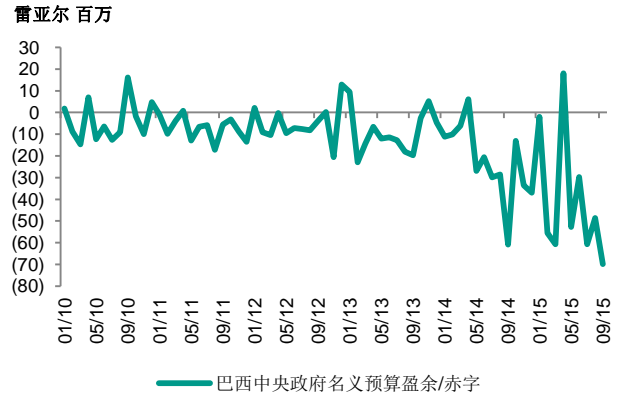


图表 15: 巴西汽油价格在稳定机制失效后推高通胀率

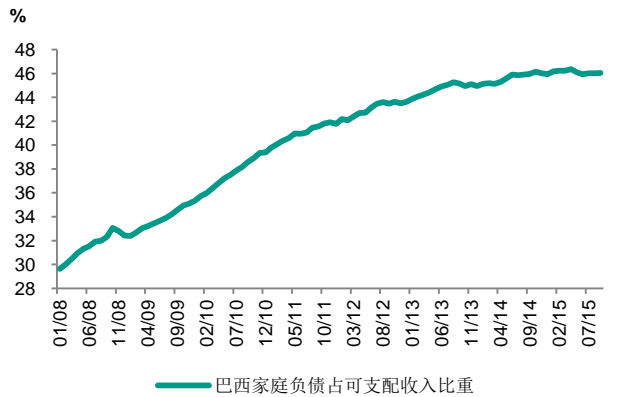


来源: 彭博、农银国际证券

图表 16: 巴西财政状况一直不容乐观

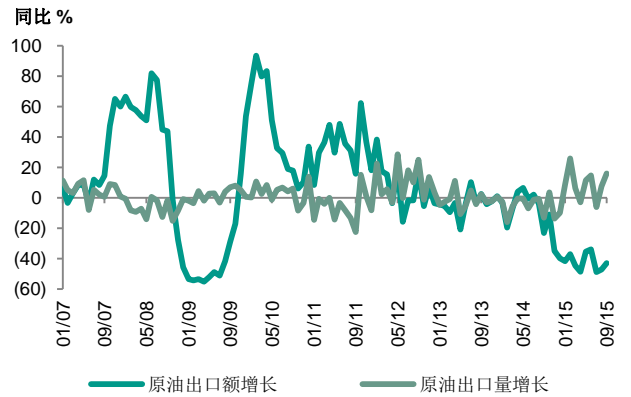


图表 17: 巴西家庭负债率持续上涨



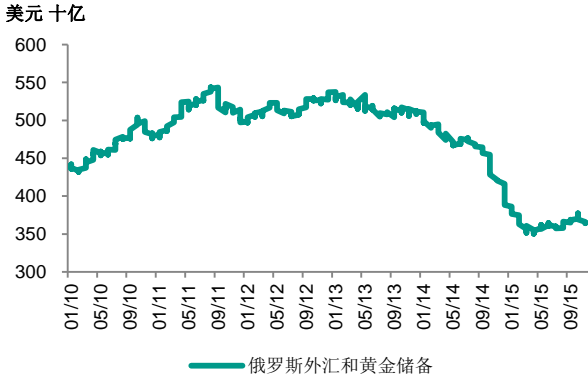
来源: 彭博、农银国际证券

图表 18: 俄罗斯原油出口额度出现下滑



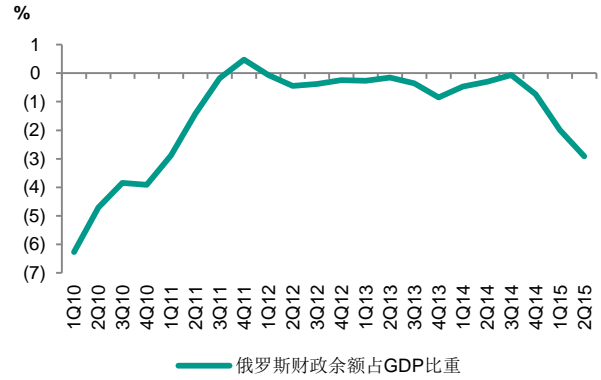


图表 19: 俄罗斯外汇和黄金储备大幅下跌

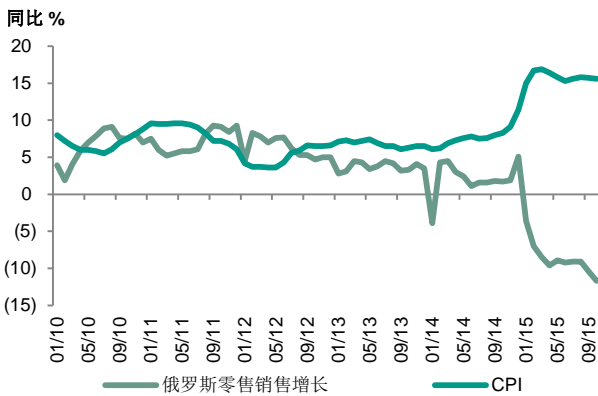


来源: 彭博、农银国际证券

图表 20: 俄罗斯财政赤字不断扩大

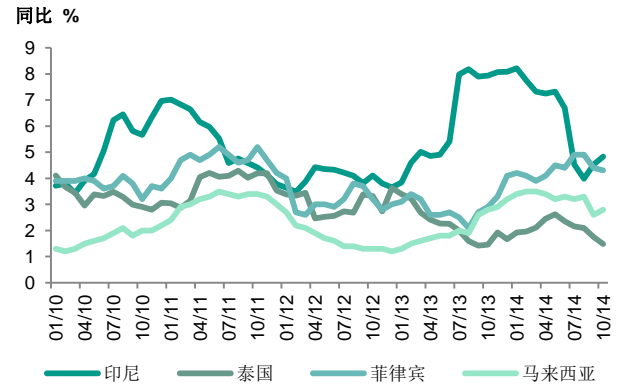


图表 21: 俄罗斯零售增长及通胀率均受到经济制裁的影响

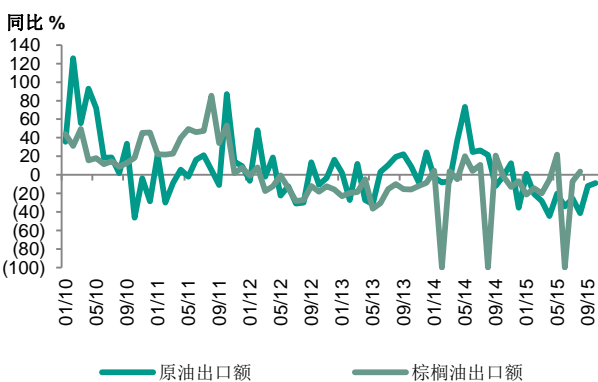


来源: 彭博、农银国际证券

图表 22: 大多数东盟国家的通胀水平处于可控范围

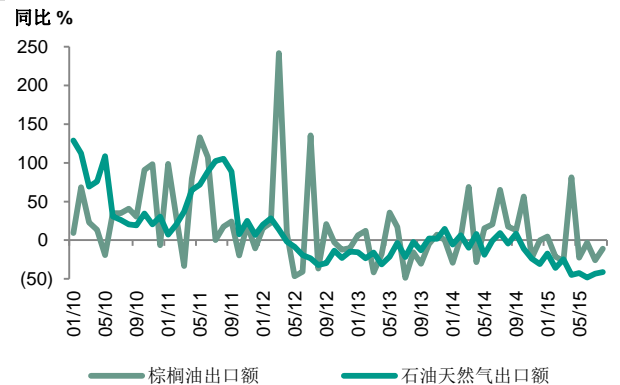


图表 23: 马来西亚棕榈油和原油的出口增长速度放缓



来源: 彭博、农银国际证券

图表 24: 印尼棕榈油和原油的出口增长速度放缓





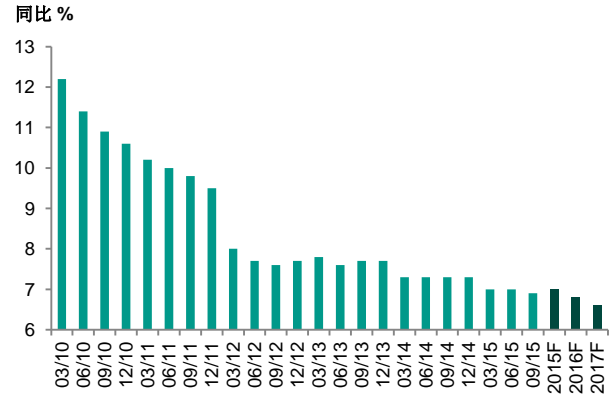
2016 年中国经济展望：结构性改革的转折点

- 2015 年中国经济因投资和消费增长疲弱有所放缓
- 要改革中国经济，提升其质量及效益，政府将会对投资、国际贸易、土地权及定价机制方面进行改革，而结构性放缓会在所难免
- 因中国的经济结构改革和美国退出量化宽松政策的影响，我们预计中国 2016 年经济增长为 6.8%，经济硬着陆的机会不大

2015 年全球经济增速出现较大波动；中国经济活动亦有所放缓，其主要经济指标都明显出现倒退迹象。2015 年首 3 季，中国经济增长出现疲态，反映经济结构调整的过程比预期长。经济主要的增长驱动力——投资和消费的增长未有明显改善，是导致季度经济增速下降的主要原因。尽管从长远的角度来看中国经济增长仍具有潜力，但是实施经济改革期间难免会出现颠簸。随着经济增长模式转变，2016 年的 GDP 增长将会放缓。随着政府更加注重经济增长的质量及效益，以及对投资、国际贸易、土地权及定价机制方面进行改革，中国难免会经历结构性的经济放缓。政府将继续致力推行改革及实施各种刺激措施以提振市场信心，当中包括降息、降准和鼓励对战略性行业的投资。虽然大部分经济指标将会继续下行，但是中国的整体宏观经济状况将保持稳定。展望 2016 年，我们相信政府将实施积极的经济改革措施以刺激内需和通过“十三五”规划将中国建成“小康社会”，将会是重振增长势头的关键因素，以达成经济转型及可持续发展的目标。

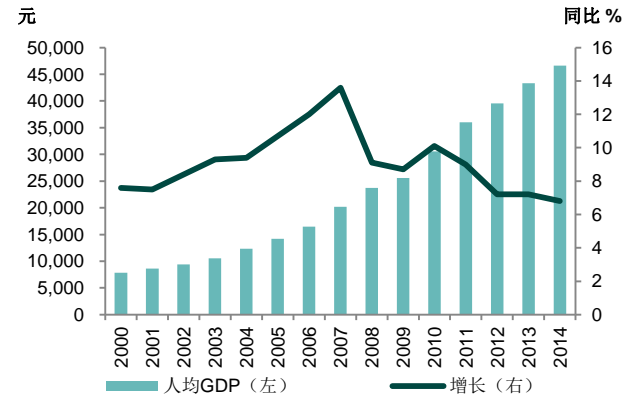
2015 年首 3 季，中国主要经济指标呈现明显的疲软迹象。随着经济增长的主要驱动力见到疲软加上通胀变化稳定，我们认为政府将维持宽松政策，并将加强几个关键政策领域的改革以实现可持续增长。尽管经济增长回升步伐可能会十分缓慢，但在宽松财政和货币措施政策拉动下，我们相信 4 季度经济整体表现会转强。综合目前的各种因素，我们预测 4 季度经济增长为 7.0%，而 2015 年整体经济增长会达政府目标的 7.0%。因中国经济结构改革及美国退出量化宽松政策的影响，我们预计中国 2016 年经济增长为 6.8%，而经济硬着陆的可能性不大。

图表 1: 中国经济增长



来源: 彭博、农银国际证券预测

图表 2: 中国人均 GDP



来源: Wind 资讯、农银国际证券



图表 3: 中国经济指标预测

同比 % (除非另有说明)	2011	2012	2013	2014	1Q15	2Q15	3Q15	2015F	2016F	2017F
实际 GDP	9.2	7.7	7.7	7.3	7.0	7.0	6.9	7.0	6.8	6.6
固定资产投资 (累计同比增长)	23.8	20.6	19.6	15.7	13.5	11.4	10.8	10.0	10.2	10.5
零售销售	17.1	14.3	13.1	12.0	10.6	10.2	10.8	11.5	12.0	12.5
出口	20.3	7.9	7.9	6.1	(15.0)	(2.0)	(5.8)	(2.6)	3.5	5.5
进口	24.9	4.3	7.3	0.4	(12.7)	(13.6)	(10.1)	(14.6)	2.5	6.5
贸易余额 (美元/十亿)	155.1	231.1	259.8	382.5	123.7	139.4	142.3	606.5	644.5	662.73
CPI	5.4	2.6	2.6	2.0	1.2	1.4	1.9	1.4	1.7	2.2
PPI	6.1	(1.7)	(1.9)	(1.9)	(4.6)	(4.7)	(5.7)	(5.2)	(2.5)	1.0
M2	13.6	13.8	13.6	12.2	11.6	11.8	13.3	13.3	13.0	13.0
人民币兑美元汇率	6.2950	6.2306	6.0543	6.2040	6.1996	6.2010	6.3571	6.4936	6.6559	6.7891

来源: 彭博、国家统计局、人民银行、农银国际证券预测



2016 年中国政策展望

10月举行的五中全会审议通过“十三五”规划（2016年-2020年）建议。中国将在2015年之后五年以维持中高速增长、经济转型及可持续发展为目标。中国将继续实施经济再平衡，并推动信息通信技术产业的发展，大力提高消费对经济增长的贡献。中国市场化改革旨在使国家转型至以可持续发展的模式。

按照中国的经济增长和结构调整目标，我们预期，中央政府将倾向于保持宽松的货币政策、实施积极的财政政策和继续改革汇率机制。经济增长势头放缓，将促使政府加大经济支持力度。面对不断加大的下行压力，中国政府已经采取了注入流动性、税费减免、为实业发展提供支持和增加基建投资等措施来加快经济复苏。而中国政府政策在2016年持续宽松，从而稳定经济的增长势头。我们认为，中国将继续微调目前宽松的宏观经济政策以刺激经济增长，而中国在“新常态”下增长放慢，其重点会放在调整经济结构以在2020年全面建成“小康社会”。我们认为，为了扩大社会整体需求，更多宏观调控措施将会在2016年出台。

1. 延续“适度宽松”的货币政策

中国人民银行(人行)自2014年11月以来第六次降息(一年期贷款基准利率在2014年11月、2015年3月、2015年5月、2015年6月和2015年8月分别下调40个基点、25个基点、25个基点、25个基点和25个基点)，一年期贷款利率和存款利率由10月24日起下调25个基点至4.35%及1.5%。同时，人行下调金融机构人民币存款准备金率50个基点至17.5%。人行再次宣布“双降”，反映中国经济依然停滞不前，需要更多货币宽松政策以稳定及振兴4季度经济势头。

中国在2016年所面临的挑战是保持健康的信贷增长，加快经济结构调整，同时将GDP增长率维持在6.5%和7%之间。随着通胀保持在低水平，央行有更多的空间实行信贷宽松政策以稳定经济。我们预期，央行将在2016年进行两次降息（每次25个基点）和四次存款准备金率（每次50个基点）下调。此外，央行将保持货币供应和社会融资规模合理增长，同时优化融资和信贷结构。

流动性管理将继续是2016年货币政策的重点。考虑到美国加息周期将开始启动，我们认为国际资本将继续流出中国市场，令央行管理流动性的需求增大。因此，央行将继续通过货币政策工具，包括回购操作、抵押补充贷款、短期流动性操作、中期借贷便利及常备借贷操作来满足资金需求及管理银行体系流动性的临时性波动。

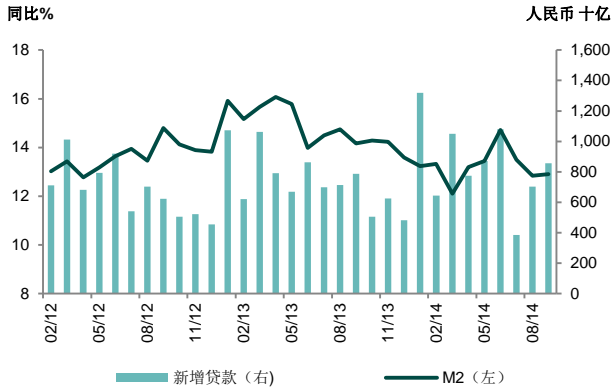
图表 1: 央行的 2015 年通胀目标可能会较低

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
2014	3.5	2.0	低于	审慎货币政策立场，配合流动性管理
2015	3.0	1.4	低于	稳健货币政策立场
2016F	2.5	1.7	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

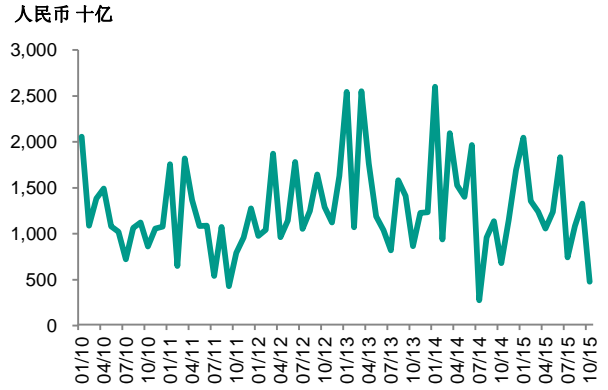


图表 2: 中国新增人民币贷款和 M2 增速回稳



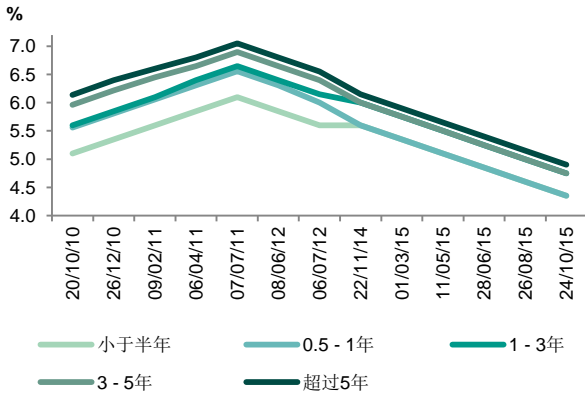
来源: 彭博、农银国际证券

图表 3: 总社会融资在 2015 年下跌



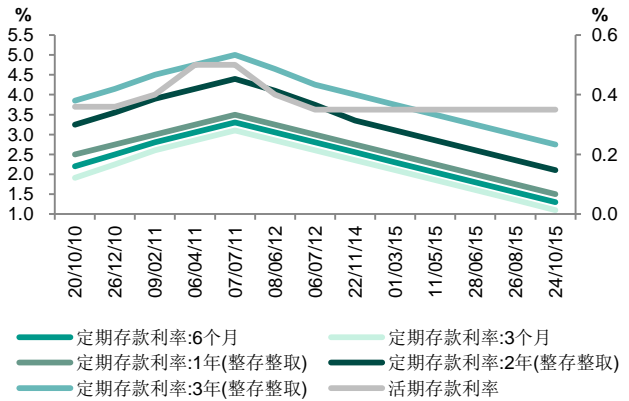
来源: 彭博、农银国际证券

图表 4: 人民银行降低贷款利率以刺激经济



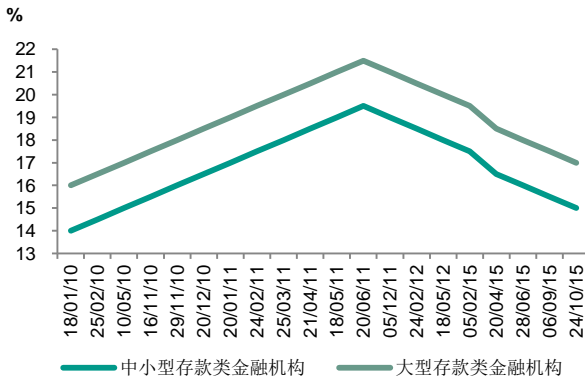
来源: Wind 资讯、农银国际证券

图表 5: 中国降低存款利率以加快利率市场化和支持消费



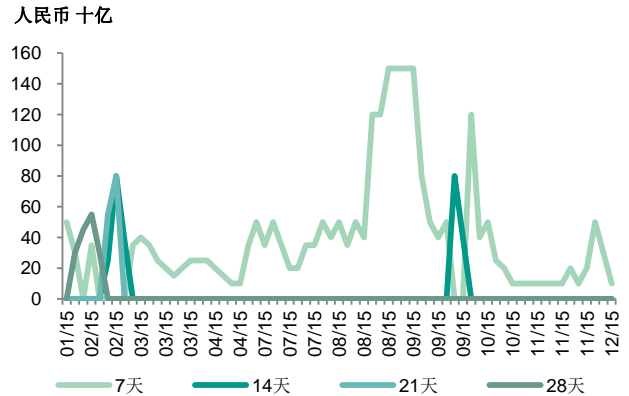
来源: Wind 资讯、农银国际证券

图表 6: 2015 年存款准备金率下调程度



来源: Wind 资讯、农银国际证券

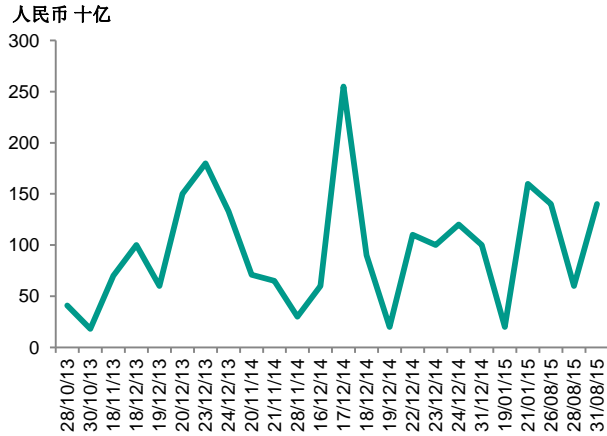
图表 7: 人民银行加大逆回购力度向经济注入流动性



来源: Wind 资讯、农银国际证券

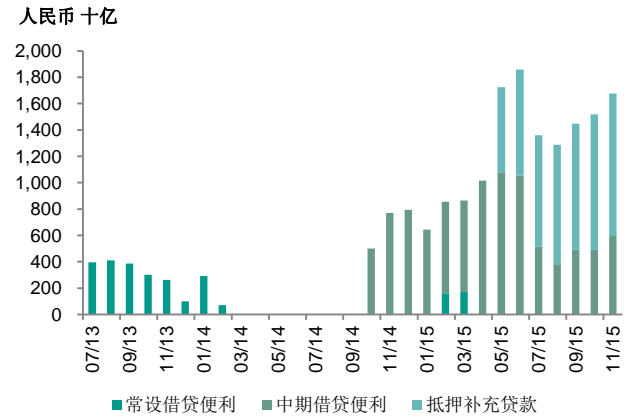


图表 8: 人民银行短期流动性调节工具投放量保持稳定增长



来源: Wind 资讯、农银国际证券

图表 9: 人民银行在今年开始更多地使用其他的流动性工具



来源: Wind 资讯、农银国际证券

2. 财政政策: 通过固定资产投资和消费来支持增长

2016 年的财政政策将以积极的刺激措施支持经济复苏。为抵消经济增速放缓所带来的企业和家庭开支收紧和国内需求下降, 政府将会继续采取促进消费的财政刺激措施。中国在 2014 年中国财政赤字占 GDP 的比例 (小于 2%) 仍低于美国 (10%) 和欧元区 (6%) 的水平, 显示中国扩大财政支出空间依然充裕, 加上 2015 年政府目标的财政赤字占 GDP 比例为 2.3% (或 1,620 亿元人民币), 我们相信, 通过增加财政支出, 政府可令国内需求回升; 纳税人和企业、保障性住房, 中小企业融资、民生相关的服务和环保项目将会获得更多的财政支持。

3 季度疲软的中国数据继续使市场忧虑, 因为中国经济减速将会加剧全球经济的下行压力。但是, 2016 年, 我们相信中国将能够通过经济结构改革来保持经济持续健康增长。中国将继续实施扩张性的财政政策以鼓励固定资产投资, 这样的举动也和在中期内改善国家工业结构的目标相符。在财政政策拉动下, 工业产值将出现反弹。基础设施建设的财政支出是中国在 2016 年整体增长的动力之一。因制造业和房地产整体增长放缓之际, 中央政府将会继续采用扩张性的财政政策来加大固定资产投资。这一举措符合国家改善中国产业架构的中期目标。我们认为, 中央政府将会支持在高速公路、铁路、电网升级、中西部地区资源开发、农业改革等方面的基础设施建设。政府同时也会密切关注保障房的建设。另一方面, 我们相信中央政府将继续督促由地方政府出资建设的保障房项目的进展。我们同时预期, 政府会为低收入群体提供更多的补贴和通过调整最低工资标准来提高平均收入, 并建立与经济增长及物价变动挂钩的工资和社会福利调整机制。

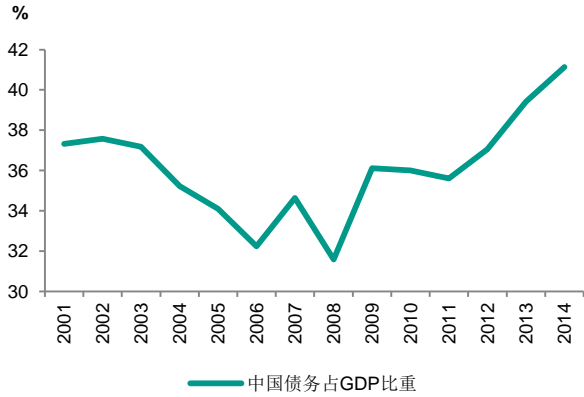
深化税制改革是其中一项重大财政措施, 以减轻企业的企业财务负担。提升税收效率及降低税率将推动中国服务和消费行业的增长。营改增税制改革将扩展到大部份行业, 从而减轻企业的税务负担。我们预期, 中央政府也将降低消费税, 进一步刺激购买力和国内消费。

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

整体财政刺激政策在 2016 年保持不变。我们预期, 为进一步促进经济的复苏, 刺激性政策的数量和力度将有所增加, 如: (1) 加快基础设施和建筑项目的审批; (2) 额外补贴高效节能产品的消费 (3) 鼓励私人资金流入通常由国有企业主导的高门坎大型工业; (4) 进行税制改革以支持服务业发展。我们认为刺激性政策不会取代中国需长期进行的结构性改革, 后者将引领中国经济走向以消费主导和可持续性发展的模式, 但短期而言, 刺激性政策将能够重振中国的经济增长。

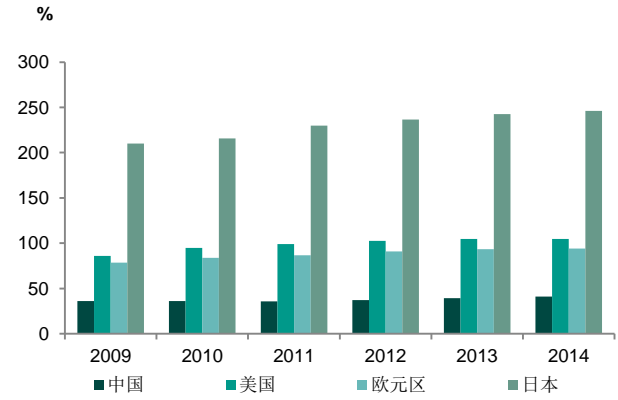


图表 10: 中国财政状况仍较为健康



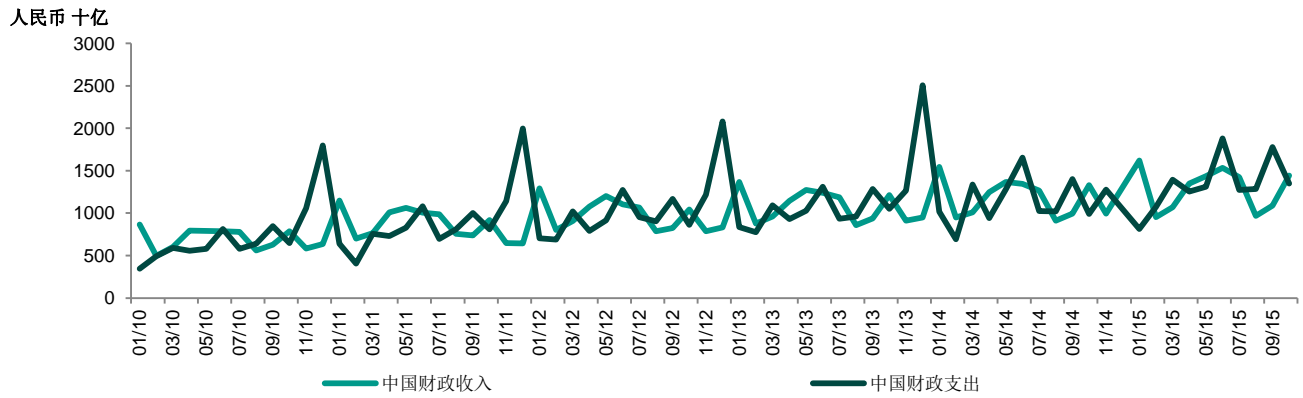
来源: 彭博、农银国际证券

图表 11: 中国负债占 GDP 比例低于其他发达国家/地区



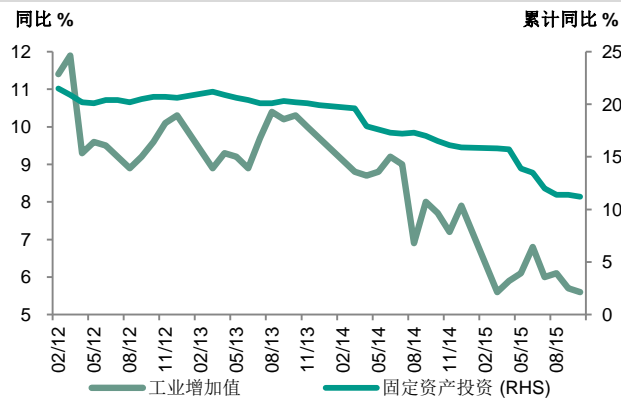
来源: 彭博、农银国际证券

图表 12: 中国财政收入和支出



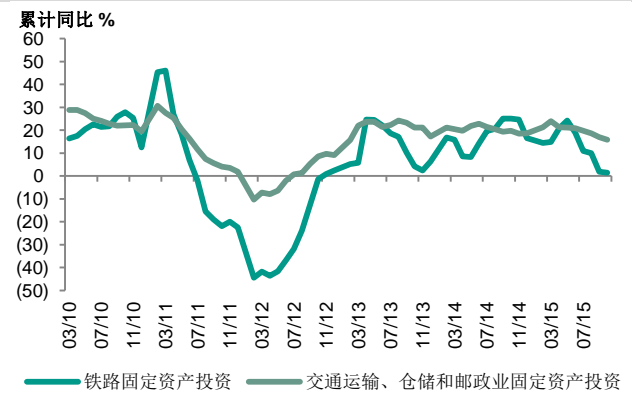
来源: 彭博、农银国际证券

图表 13: 固定资产投资和工业增加值增长



来源: 彭博、农银国际证券

图表 14: 在交通运输方面的固定资产投资增长



来源: 彭博、农银国际证券



3. 人民币的“新常态”

迈向“新常态”是中国 2016 年的重点经济主题，期间经济及汇率机制都会进行结构性的调整及改革。中国最近在 8 月 11 日调整货币报价机制，目的是要把官方汇率中间价报价与市场汇率拉近，使市场机制在决定人民币汇率中发挥更大的作用，以及推动人民币国际化。经过 4 个月的调整后，在岸人民币汇率及离岸人民币汇率之间的差价渐减缩，人民币中间价也开始向在岸及离岸人民币汇率靠拢。自央行调整汇率定价机制，在岸及离岸人民币兑美元汇率已分别贬值 3.67% 及 4.53%。但中国人民银行明确表示，人民币定价机制走向市场化，开放资本账户，是外汇自由化重要的一步，中国无意对人民币贬值或进行竞争性贬值。中国需要更灵活的汇率以融入全球金融市场。我们认为，中国将推动更多汇率改革，以提高金融体系的效率。

政府调整人民币定价机制向市场化发展，令市场猜测人民币或继续贬值。我们认为在建立一个更灵活的汇率制度的过程中，人民币会经历短期波动，而非大幅贬值。央行此次调整是为了要改善汇率中间价制度，以更真实地反映市场上人民币及美元之间的汇率。不同汇率之间的差距扩大，会使商务交易和资产评估因缺乏适当汇率作参考而受阻。中国拥有全球最多外汇储备，因此我们认为人民币价格会受到支持。

人民币纳入特别提款权（SDR）货币篮子令人民币成为国际储备货币。人民币纳入 SDR 国际储备货币不仅提升国际货币地位，也引发全球央行提高外汇储备中人民币资产的份额。此举将有助推动人民币国际化，以加强人民币双向浮动弹性。我们认为，人民币汇率的波动性会因美国加息、主要经济体信贷放宽和中国经济增速放缓所带来各种不确定因素而上升。就目前我们预期的 2015 年年底人民币汇率水平（1 美元兑人民币汇率为 6.4936 元）而言，我们预计人民币在 2016 年会有 2.5% 的波幅，美元兑人民币汇率将会在 6.3313~6.6559 元之间浮动。

图表 15: 2015 年人民币汇率持续疲弱



来源：彭博、农银国际证券

图表 16: 人民币将会在 2016 年 10 月 1 日正式成为 SDR 的其中一个构成货币

货币	SDR 比重 (%)	
	新	旧
人民币	10.92	0
美元	41.73	41.90
欧元	30.93	37.40
日圆	8.33	9.40
英镑	8.09	11.30

来源：国际货币基金组织、农银国际证券



中国经济主题

1. “十三五”规划（2016年-2020年）把中国建成“小康社会”

一连四天的五中全会审议通过“十三五”规划建议，中国将在计划期间保持中高速增长，以达成经济转型及可持续发展的目标，并将在2020年全面建成“小康社会”并确保2020年国内生产总值及城乡居民人均收入比2010年翻一倍定为“十三五”规划的目标。消费服务业如电子商务、医疗健康、保险、旅游、娱乐等将获得政策支持，其增长会超越中国整体经济。

图表 17: “十三五”规划建议(2016-2020)

#	措施重点
1	提出“十三五”期间法治政府基本建成
2	提出加快开放自然垄断行业竞争性业务
3	提出超前布局下一代互联网
4	拟扩大高校和科研院所自主权
5	提出培养新型职业农民
6	指出要坚守耕地红线
7	提出进一步理顺中央和地方收入划分
8	指要深化住房制度改革
9	推进股票和债券发行交易制度改革
10	提出深化户籍制度改革
11	加快推进国防和军队改革
12	提出加强网上思想文化阵地建设
13	提出设立绿色发展基金
14	提出设立空间治理体系
15	实施新能源汽车推广计划
16	实行最严格的水资源管理制度
17	要求严禁移植天然大树进城
18	扩大金融业双向开放
19	实行脱贫工作责任制
20	适当降低社会保险费率
21	出台渐进式延迟退休年龄政策
22	建立国家人口基础信息库

来源：新华社、农银国际证券

2. 消费 — 2016年将成为GDP增长主要动力

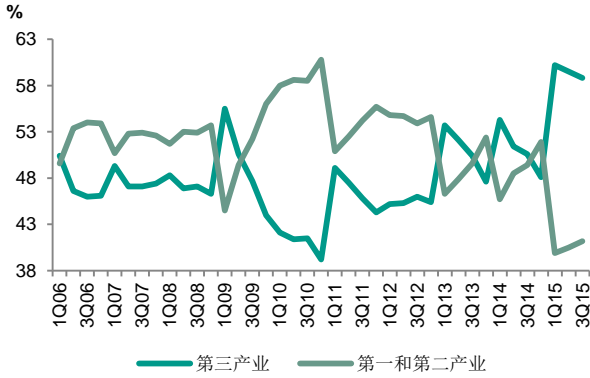
随着出口下滑，未来中国经济将更为依赖投资与消费增长。我们预计，2016年上半年政府将出台不同政策促进投资与消费增长。明年上半年投资增长将超过消费增长，成为推动GDP的主要动力。由于很多投资项目在2015年尚未正式启动，这种滞后效应将带动明年上半年的投资增长。另外，我们预期财政政策将选择性地重点扶持旨在提升农村人口收入的基建项目，如灌溉、农业、先进设备生产、保障房、在二、三线城市修建机场、铁路等，这都会推动明年下半年的消费增长。

我们认为2016年的增长动力主要来自工资增长，以及由商品消费向服务消费的转型，而服务消费的利润率高于商品消费。近年内地工资水平不断上升，2015年首三个季度，城市人口人均可支配收入同比增幅达6.8%，农村人口人均可支配收入同比增幅则为8.1%。随着政府大力扶持提高农村人口购买力，我们预计2016年城市及农村人口收入同比增幅将分别达到9.5%和14.5%。相信在工资水平不断上升的支撑下，2016年中国经济将克服净出口下滑的影响，维持全年GDP增幅达到6.8%。



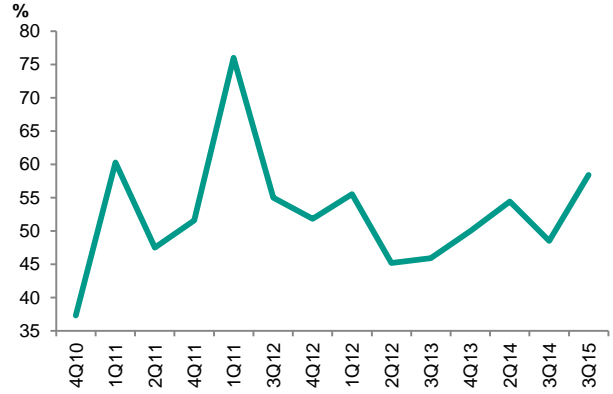
服务业向好使消费前景保持强劲。我们预计，零售业同比增幅由 2015 年的 11.2% 上升至 2016 年的 12%。消费增长将弥补出口下滑。我们预计，消费对 GDP 贡献率将会上升。目前最终消费对 GDP 贡献的比例为 51.2%。我们预测这个数字将在 2016 年攀升至 52.0% 以上。

图表 18: 第三产业对中国 GDP 贡献有增加



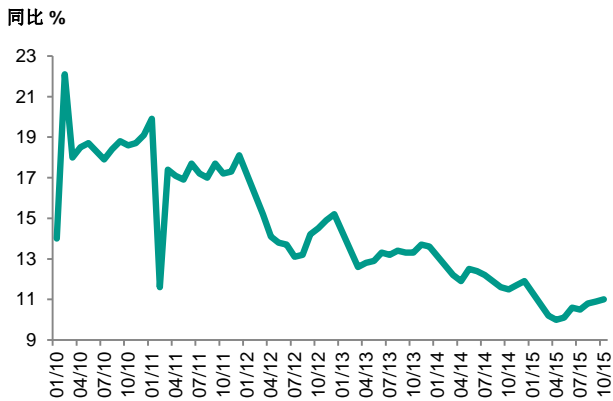
来源: Wind 资讯、农银国际证券

图表 19: 消费对中国 GDP 贡献度加大



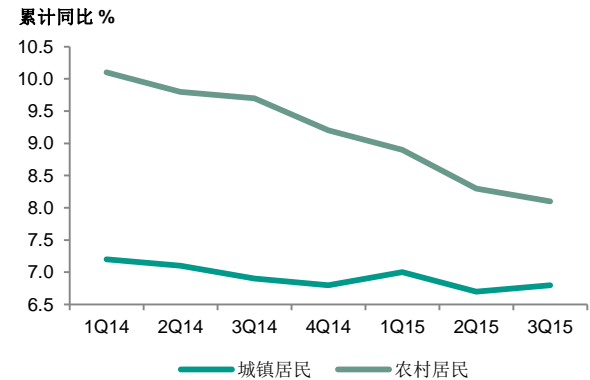
来源: 彭博、农银国际证券

图表 20: 中国零售销售增长随着经济放缓而下降



来源: 彭博、农银国际证券

图表 21: 中国居民人均可支配收入增长放缓



来源: Wind 资讯、农银国际证券

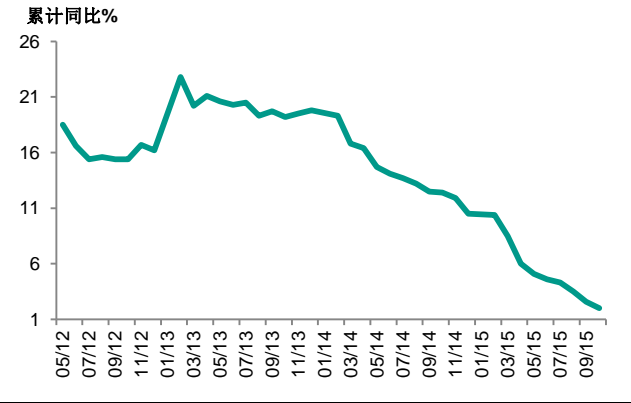
3. 固定资产投资 — 2016 年增速放缓趋向平衡

2016 年，我们预期中国的固定资产投资同比增速将稍微加快至 11.2%，主要原因是：（1）大型政府项目上马；（2）政府将投资“十三五”计划新兴行业；（3）明年上半年存款准备金率、利率下调等货币放宽政策的出台。对“十三五”报告的解析显示，通常前两年着重于项目计划与投资，后三年则着重于具体执行。

我们认为，2016 年将加改实施保障房建设以及旨在加速城市化的政策增加，投资将保持强劲。为弥补私人物业开发的下滑，保障房在维持整体固定资产投资增速方面起到关键作用。因此，我们仍然相信，新增保障房将抵消私人物业价格下滑的影响，并可将 2016 年的房地产投资增速维持在低个位数同比增长。因此，我们预计，明年固定资产投资同比增速将从今年的 10.0% 微升至 10.2%。

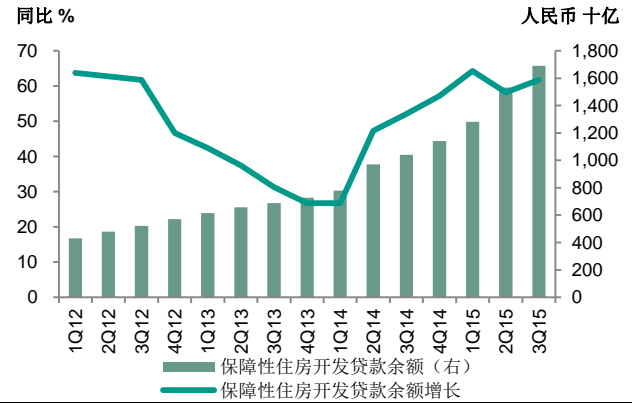


图表 22: 房地产行业 FAI 增速放缓



来源: 彭博、农银国际证券

图表 23: 保障性住房开发贷款余额显示其仍有增长空间



来源: Wind 资讯、农银国际证券

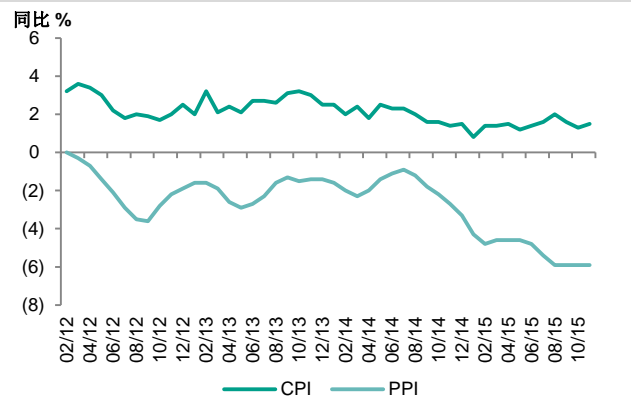
4. 通胀放缓的影响

通胀已在今年 3 季度见顶, 随后保持下降趋势。我们认为, 今年 4 季度物价将继续趋于下滑。首 11 月 CPI 累计同比增速仍仅为 1.4%, 为央行进行进一步的货币刺激政策提供空间, 通胀放缓反映整体经济增长疲软。随着明年消费增速加快, 物价将回升。

随着通胀放缓, 我们认为, 2016 年实体经济将逐渐减速, 原因可能是经济结构调整的过程长于预期。我们预计, 2016 年通胀将在 1.4% 与 1.7% 之间徘徊。经济减速将进一步使需求和物价降温, 从而导致通胀维持在低水平。

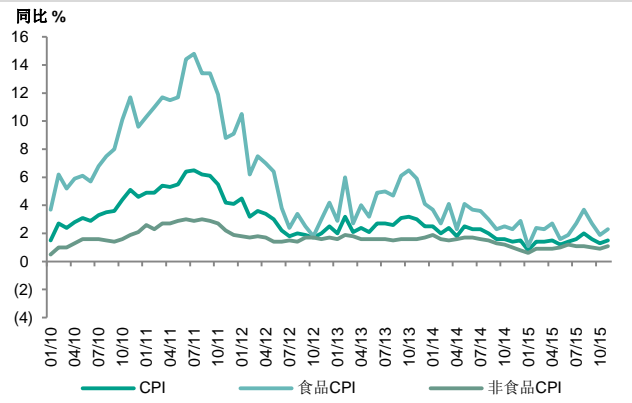
由于政府扶持城市化和增强农村家庭消费, 食品价格将继续放缓以提高该类消费者的生活质量。由于食品是通胀的主要动力, 因此食品价格将呈现下降趋势。这种情况应会提振下列板块的投资气氛: (1) 易受到利率和货币环境变动影响的行业, 如银行、房地产和大宗商品; 以及 (2) 受到价格干预的行业, 如煤炭、石油和天然气公司等。

图表 24: 中国 CPI 和 PPI 受压



来源: 彭博、农银国际证券

图表 25: 中国食品和非食品 CPI



来源: 彭博、农银国际证券



5. 服务业增长加速，抵消受压的商品贸易前景

随着全球经济前景不明朗和内地工资上涨，中国 2015 年的外贸前景并不乐观。首 11 月出口累计同比下降 3.0%（人民币计价同比跌幅为 2.2%），而进口累计同比下降 15.1%（人民币计价同比跌幅为 14.4%）。10 月的对外贸易下挫，主要是受到 2014 年高基数效应、欧元区及日本对外需求疲弱及国内需求不振所影响。然而，我们认为，因为全球经济前景不明朗和外需疲弱，出口及进口增速将在未来数月持续放缓。虽然预计 2015 年出口将同比下降 2.5%，但相信中国在 2016 年整体贸易有所改善。美国经济复苏和欧元区在量化宽松政策下经济状况逐步改善将令中国外贸增速回升，预计 2016 的出口和进口同比增长为 3.5%及 2.5%。

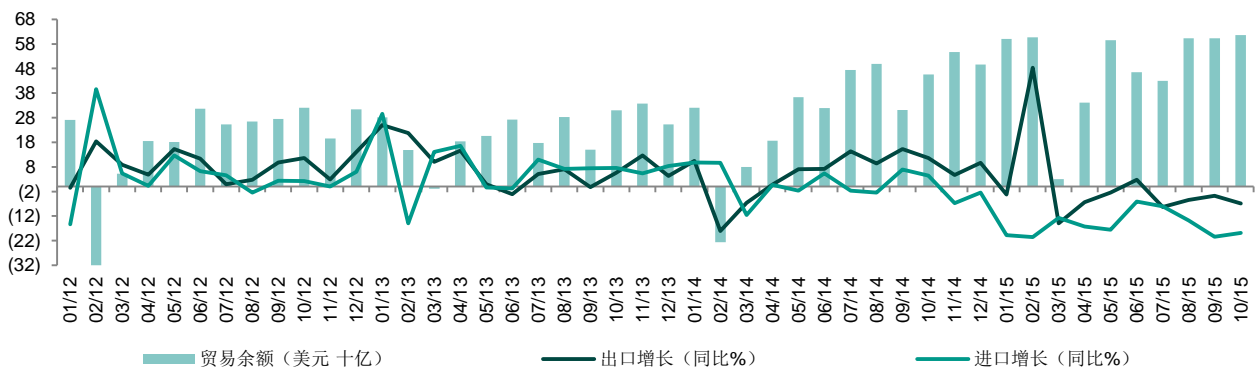
贸易改革步入正轨 — 转向高端附加值产品

要应对恶劣的外贸前景，中国需要加快其产业升级的步伐以稳定出口增长，即通过产品升级、增加产品的附加值来提高售价。由于消费在推动 GDP 增长方面发挥更大的作用，中国经济将由商品消费转移至服务消费。名义 GDP 方面，我们认为 2016 年中国服务业的增速将比制造业高出 3-4%。这可能受到当前较低的服务贸易渗透率、供货商定价能力的提高和政府“十三五”规划对服务业的政策扶持力度加大所推动。我们预计 2016 年中国将重点推进服务贸易。2014 年中国服务贸易贸易为 5,629 亿美元，预计 2015 年和 2016 年服务贸易将超越 6,000 亿美元。与目前的商品贸易相比，2014 年中国服务贸易仅占其外贸总量的 13.1%，显着低于全球 19% 的均值。

服务贸易发展比预期快。2014 年中国服务贸易额达到 5,629 亿美元，比 2010 年高 55.3%。我们预计 2016 年的服务贸易额将较 2010 年翻一倍。中国将加速发展服务贸易，推进新一代信息技术、高端设备制造、新材料和新能源的发展。凭借庞大的出口额和较高的贸易增速，向服务贸易转型只是时间问题。

服务贸易扩张的最大受惠行业。目前，大约一半服务出口总额来自于信息密集型行业，包括电信、信息服务、金融服务和咨询。其它主要发展领域包括旅游、建筑服务、信息技术、航运、航空、铁路、交通物流、保险、银行、证券和期货。

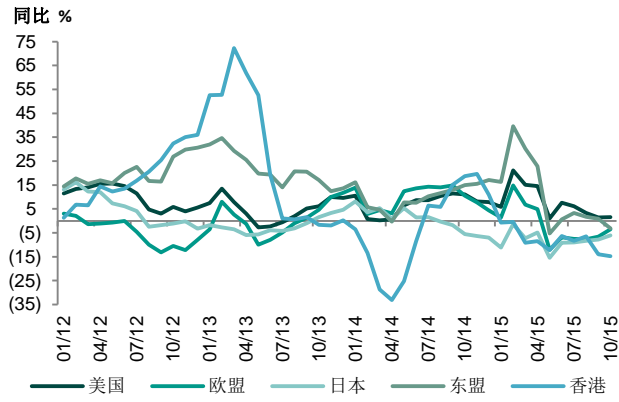
图表 26: 中国对外贸易受到国内外因素影响而下跌



来源: 彭博、农银国际证券

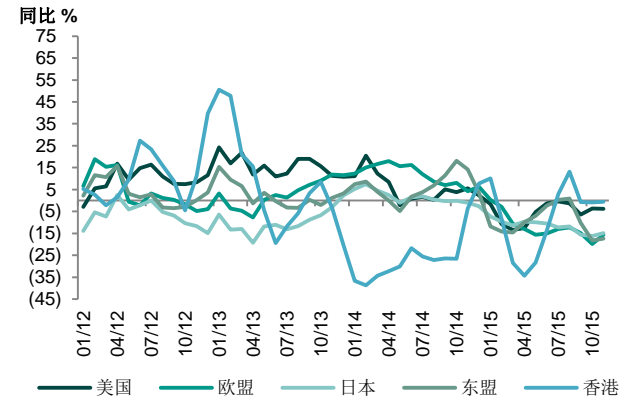


图表 27: 中国对主要贸易伙伴出口下跌



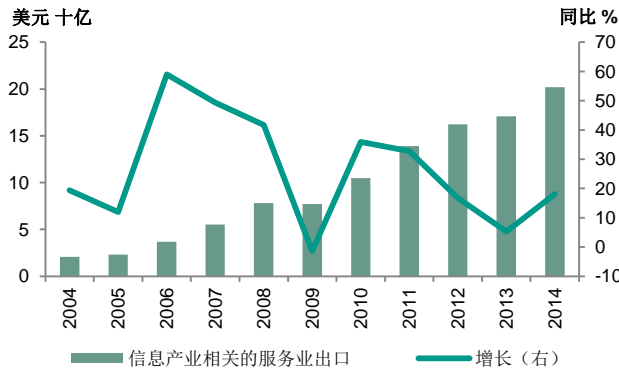
来源: 彭博、农银国际证券

图表 28: 中国从主要贸易伙伴进口在 11 月回稳



来源: 彭博、农银国际证券

图表 29: 信息产业相关服务业出口及增长



来源: Wind 资讯、农银国际证券

图表 30: 信息产业相关出口对服务业出口的贡献持续增加



来源: Wind 资讯、农银国际证券

6. 继续开放金融市场

2016 年中国继续推进金融业改革。中国将会继续深化资本市场改革, 将金融改革的目标定为发展多层次的、高效的、高度包容的资本市场, 以及建立成熟的市场架构、职能分布、法规制度。为了促进资本市场健康发展, 改革将更好地解决政府与市场关系、创新、混合所有制等问题。针对股票市场, 目前的审核制将会被注册制取代, 而退市制度也将会逐渐完善。针对债券市场, 可发行的债券品种将会更多元化, 从而满足不同的投资需求, 同时相关机构将会加大市场监管的力度。此外, 私募基金的发行审批将会有所放宽, 而将会鼓励通过私募筹集的资本投入到小企业。期货市场将会推进产品多元化, 并将会推出资源性大宗商品的期货合约。因此, 相关的部门将会加强系统性风险的监管, 并加强打击相关的违法违规行为。我们认为中国将放宽对上市公司对外投资的限制, 扩大资本流入的配额及发展大宗商品衍生交易工具。这些改革也将包括允许民间资本投资到银行业, 推出存款保险, 推进存款利率市场化及资产证券化的发展, 发行地方政府债券, 资本账户自由化, 及以市场主导的汇率机制自由化发展。随着参与金融行业的障碍逐步消除, 中国将进一步走上金融自由化的道路, 从长远来看, 中国的金融体系会更健康、更稳健。

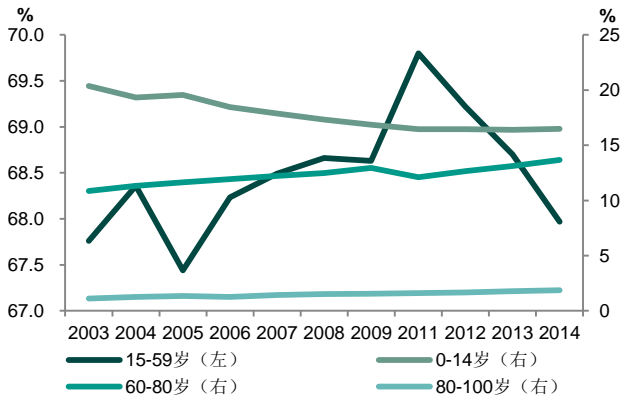


7. 两孩政策以提升劳动力及优化人口结构

“十三五”规划提出了备受期待的独生子女政策改革。2013年，中国放宽“单独家庭”将可以生育二胎，而现行政策是只有“双独家庭”才可以生育二胎。新的两孩政策对于中国人口长期发展有重要意义。根据官方统计，劳动年龄人口(定义为15-64岁人群)占总人口比重从2010年开始下降，而劳动年龄人口总数则从2012年开始出现首次下滑。这意味着中国再也不能享受由大量劳动人口和低抚养比例所带来的人口红利。

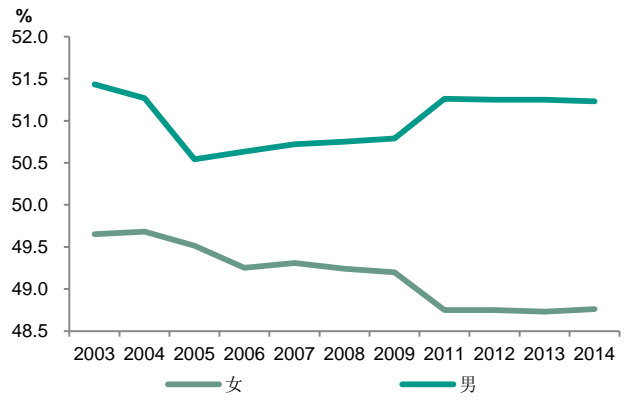
而劳动力减少也开始对中国产生影响。中国的一些省份，特别是东部沿海省份，出现了劳动力短缺的现象。劳动力人口减少将会威胁到经济增长，因为劳动力减少将会迫使更多制造业的工作被转移到如缅甸、越南、菲律宾和印度尼西亚这样的发展中国家。此外，中国的劳动人口老化速度正在加快。有预测指中国的老年人口将会在2013年到2030年之间从2亿上升到3.6亿。根据联合国统计，目前中国65岁以上人口占比达到8.5%，而该比例将会在2050年达到23.9%。抚养率上升将会增加国家的医疗保健支出，对中国的财政造成更大的负担。总体来说，中国人口政策的改变将会帮助逆转劳动年龄人口下降的趋势，并可以对中长期经济发展产生刺激作用。放松独生子女政策将会在2030年后初见成效，预计在2050年增加三千万就业人口，届时新增的人口将会提升社会劳动力，并可以使年度经济增长上升0.5%-1%。

图表 31: 中国的工作年龄人口比例在近年开始下降



来源: Wind 资讯、农银国际证券

图表 32: 中国人口仍存在男女性别不平衡



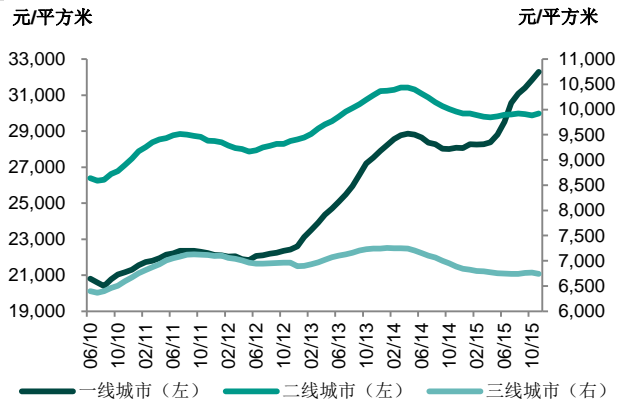
来源: 彭博、农银国际证券

8. 扶持政策利好中国房地产市场

在过去的几个月里，尽管经济增长放缓，中国房地产市场已经呈现出一定的反弹。房价飙升和上升的销售趋势反映扶持政策的有效性，这些政策包括中国地方政府在2014年下半年放松限购令、降息和降准的宽松货币政策、降低首付的要求及开发商以较低利率发行本地债券以减轻财政负担。提升政策扶持成为中国房地产市场的主要催化剂，推动行业复苏。整体而言，增加贷款的可用性和以各种扶持政策改善购房者的购买情绪将令房地产销售稳步上升，我们预计中国房地产市场将在2016年稳定地适度增长。

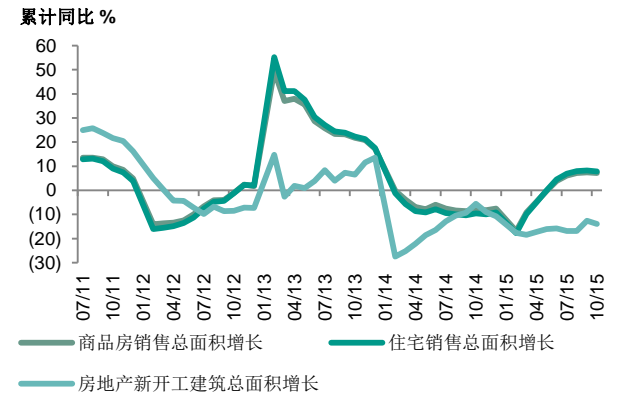


图表 33:一线城市房价仍有上涨动力



来源: Wind 资讯、农银国际证券

图表 34:鼓励购房的措施或产生作用,有助房地产业去库存



来源: 彭博、农银国际证券

9. 服务及信息消费: 未来十年的强劲增长动力

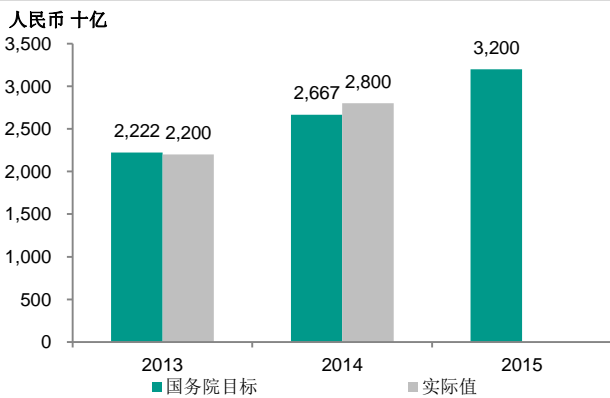
中国政府正积极推动国内消费,以重新平衡经济增长动力。我们相信,服务消费包括医疗服务、教育、娱乐、旅游、家庭服务和金融服务,将成为城市消费增长的主要推动力。随着居民可支配收入和平均家庭财富的激增,我们相信中国在未来十年将能过渡到以消费为主导的经济体。

中国政府认定信息产业为经济增长的新动力。在 2015 年首十个月,高技术服务业使用外资规模高速增长达 57.5%,总额为 67.6 亿美元,反映强劲信息消费增长吸引了大量外国投资。信息消费可以提高内需、激发新的增长点、提升服务业及促进经济结构调整。我们预计行业在未来三年内将录得至少 20% 的增长,令中国成为世界顶级信息相关的产品的消费者,包括电子商务、云计算,及 4G 电信服务等。为了促进信息消费,中国将提升其宽带设施和服务,加快互联网的创新。

消费行业将见到大量机会。“宽带中国”的概念将使网络运营商能够触及到更多的消费者,包括相对偏远地区的消费群体。我们相信随着更多消费者逐渐向互联网和移动设备(包括智能手机)转移,以及升级到更快速的网路,市场对大容量网络的需求将会大幅上升。网络运营商将有机会在数据业务上发展新的收入增长点。此外,推动信息消费将会使内容提供商和网络服务供货商获益,应用软件、游戏和其他服务的开发将满足快速扩大的电子消费群体的需求。

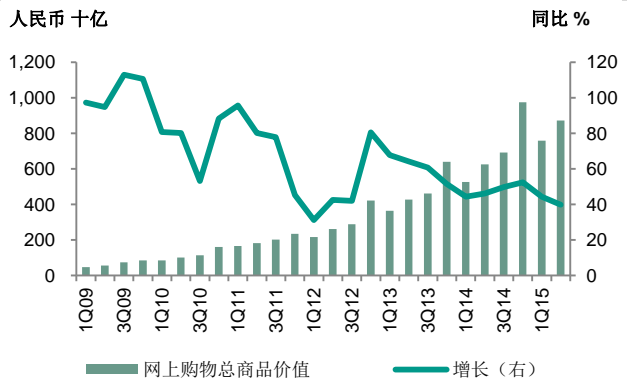
随着中国进入“新常态”经济增长放缓的时代,政府的目的是使信息消费为新经济动力,以刺激国内需求。政府设想了一个“宽带中国”概念构想,建立具体完成时间表及城乡地区宽带网络目标速度的细节。到今年年底,我们预计政府将提升电信、互联网和广播网的融合,建设一个覆盖整个国家的完整系统。

图表 35: 中国信息消费



来源: 中国工信部、农银国际证券

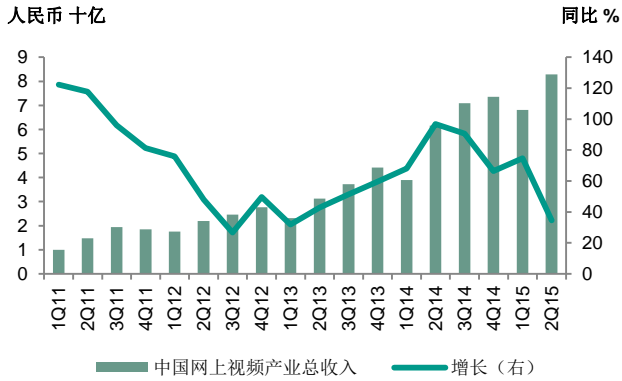
图表 36: 中国网上购物规模和增长



来源: 彭博、农银国际证券

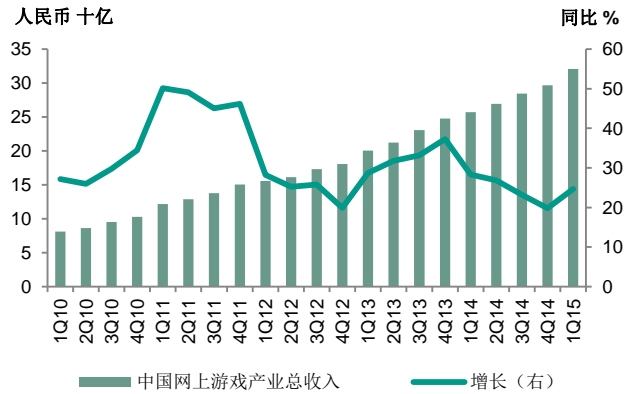


图表 37: 中国网上视频产业规模和增长



来源: 彭博、农银国际证券

图表 38: 中国网上游戏产业规模和增长



来源: 彭博、农银国际证券



2016 年香港经济展望

今年 3 季度香港的 GDP 同比增长 2.3%，比 2 季度和上半年的 2.8% 和 2.6% 低；而失业率仍维持在 3.3% 的低位。今年 3 季度通胀率回落到 2.3%，比 2 季度和上半年的 3.0% 和 3.5% 低，显示价格上涨压力有所缓解。私人消费支出的同比增长在 3 季度放缓至 4.3%，低于 2 季度的 6.1% 和上半年的 5.7%。中国经济增长放缓、人民币汇价疲软和限制自由行的政策使访港游客的数量，特别是内地游客的数量下降，导致香港的私人消费对 GDP 增长贡献有所下降。自 2015 年年初至今，整体零售销售总额增长的降幅有所扩大，所以我们预计香港的零售业在今年只会轻微增长。

在基建项目的推动下，投资在今年 3 季度的同比增长率达到 2.6%。我们预期投资在 4 季度和 2016 年将继续保持目前强劲的增长势头。中国疲弱的贸易状况以及仍在复苏的全球经济使香港商品和服务的出口在今年 3 季度仅录得 2.8% 的同比下跌。随着中国以及其他发达经济体重回复苏轨道，香港对外贸易在今年下半年将会出现明显的反弹。

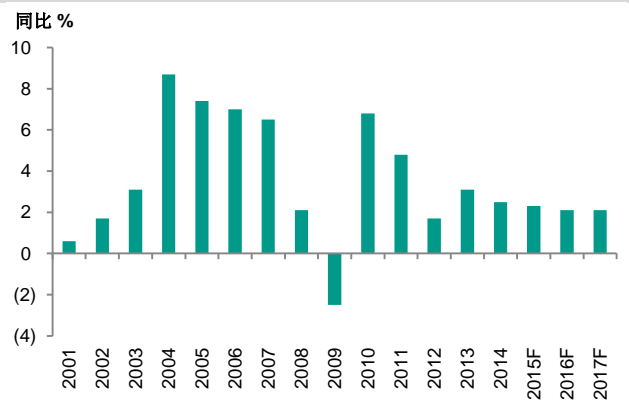
在房地产市场方面，美国 12 月可能加息和市场供应增加将遏制香港过热的楼市。我们预计，香港房地产市场在下半年增长持平，而 2016 年将进一步向下调整。深港通的开通将支持股市在 2016 年造好。总体来说，我们预期香港经济在今年将会呈现均衡的增长，而 2015 年和 2016 年 GDP 的同比增长率将分别达到 2.3% 和 2.1%。

图表 1: 香港经济预测

同比% (除非另有说明)	2012	2013	2014	2015F	2016F	2017F
实际 GDP	1.7	3.1	2.5	2.3	2.1	2.1
消费	4.1	4.6	3.2	4.7	1.9	2.1
投资	6.8	2.6	(0.2)	2.3	3.0	1.1
政府开支	3.6	3.0	3.0	3.2	3.4	0.6
出口	1.9	6.2	0.8	(1.2)	2.0	1.0
进口	2.9	6.6	1.0	(1.0)	2.7	0.8
失业率	3.3	3.4	3.3	3.4	3.6	3.7
通胀率	4.1	4.4	4.4	3.0	2.7	2.5

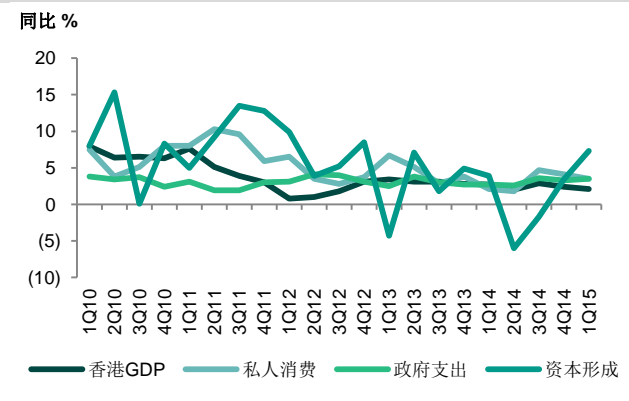
来源: 彭博、农银国际证券预测

图表 2: 香港 GDP 增长预测



来源: 彭博、农银国际证券预测

图表 3: 香港经济增长动力

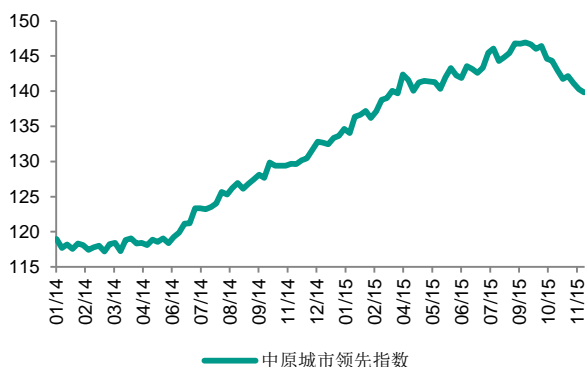


来源: 彭博、农银国际证券

1. 房地产市场将出现高达 10% 的价格调整

虽然我们预期 2015 年香港经济整体上将趋于平稳，但是房地产市场的走势将是一番景象。利率处于历史低位及供应共同导致过去一段时间香港房地产市场的炽热。急剧上升的房价引起香港政府实施了一系列的稳定房价的措施，加上经济增速放缓，房屋交易量随后的下降和价格的调整均显示出这些政策的有效性。我们认为政府打压房地产行业的措施将会持续，将继续给市场气氛降温，进而降低成交量。我们预期，香港房地产价格在 2016 年将会出现 5% 到 10% 的调整。

图表 4: 香港房价在 2015 年开始出现下降



来源：彭博、农银国际证券

图表 5: 香港新增按揭申请数量正在加速下跌



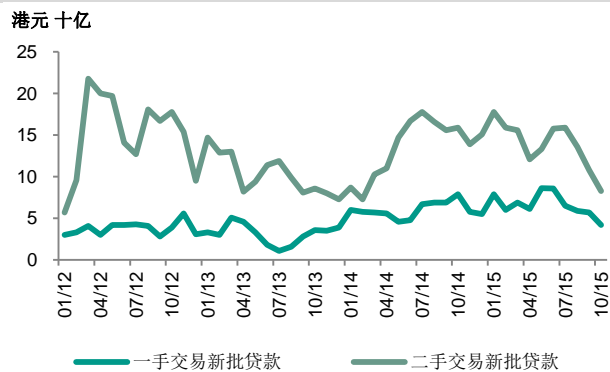
来源：香港金管局、农银国际证券

图表 6: 新批按揭总贷款额度也在下跌



来源：香港金管局、农银国际证券

图表 7: 香港整体房地产市场交易量有放缓迹象



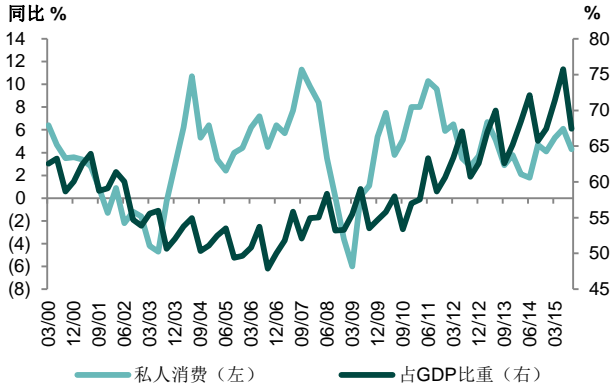
来源：香港金管局、农银国际证券

2. 游客及消费下降拖累零售收入

香港的经济增速放缓，主要因旅客消费骤减令本地需求疲弱，及去年基数较高。中国旅客人数年初至 10 月同比下降 0.2%，比去年同期的 15.5% 的增幅大幅下降。2015 年初至 10 月零售收入同比下降 2.7%，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，有助部分抵消在内地旅游消费下降的负面影响。我们预期，香港零售总额将在 2015 年维持低个位数增长下降，而 2016 年将恢复同比增长。

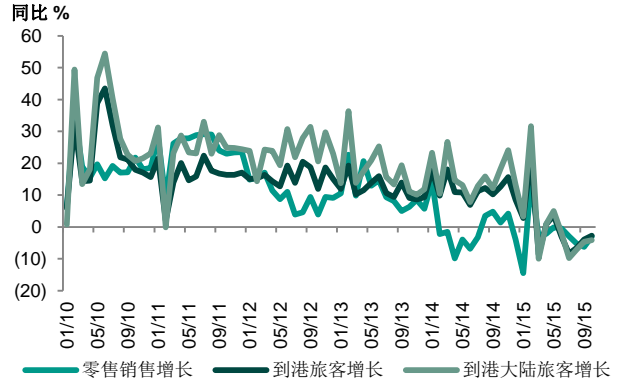


图表 8: 私人消费开支增长



来源: 彭博、农银国际证券

图表 9: 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

3. 香港在“十三五”规划（2016年-2020年）建设中发挥重要作用

“十三五”规划（2016年-2020年）呼吁深化改革和开放，而香港作为国际金融中心，将在促进经济和社会发展中发挥更大的作用。在中国对外开放的过程中，香港能发挥竞争优势，特别是“一带一路”建设。香港有法律、人才及融资优势，在其他国家亦有人脉优势，可以与内地企业配合开拓海外市场。香港将推进与内地的经济和金融合作，充分利用香港的角色和职能，抓住第 13 个五年计划所带来的商业机遇。要保持香港作为国际金融中心地位，香港将积极努力现代化规管架构，加强对投资者的保护，促进产品和服务的多样化。



2016 年投资策略

- 系统性风险：在 2015 年末，美国、中国和香港股市的市场风险溢价位于较低水平；在 2016 年，由风险溢价进一步下跌主导的股市估值上升的可能性较小；相反，股票股指因风险溢价飙升而下跌的机会偏高
- 非系统风险：盈利增长动力不强。市场预期大盘股指数（如美国道指、欧盟区斯托克 50 指数、英国富时 100、中国上证 50 指数和香港恒生指数）在 2016 年的每股盈利增长将达到中个位数
- 2016 年是中国“十三五”计划的首年播种时间，长期投资者应提前做好准备
- 权重股金融股每股盈利增长持平将限制恒指及国企指数的上升空间
- 信息技术和制药行业等“新经济”类股的表现将优于“旧经济”类股
- 在寡头垄断行业（如保险、电信、核电、机车）的领导者将有较优的表现
- 我们预计，恒生指数和恒生国企指数在 2016 年末将分别达到 23,875 和 12,271

香港股市

在 2015 年，全球经济经历温和的低增长，大宗商品和能源资源价格也不断下降且在较低的水平徘徊；实际利率仍维持很低水平，货币市场和资本市场出现较高的波动性。2016 年全球经济将继续处于低增长阶段。较低的大宗商品和能源价格将继续推高通货紧缩的风险，实际利率仍需要保持较低水平。2016 年是中国“十三五”计划的第一年，我们相信，中国政府将继续实施 2015 公布的经济和政治措施提振经济。

香港股票市场发生几个主要的新的动向。一是中国提振经济新措施，引发新的投资主题。中国将实施新的措施，以稳定经济，促进经济转型。这些举措（如互联网+、一带一路、中国制造业 2025、新的自由贸易试验区、国有企业改革、加强中国军事力量、沪港通、货币和财政宽松政策等等措施）将在香港股市引发新的投资主题。二是内地投资者投资港股渠道和可投资股票将进一步拓宽。在 2014 年 11 月推出的沪港通已吸引来自内地投资者投资港股。内地投资者通过港股通在 2015 年首十一个月净买入 1095 亿港元港股，但这一数额远远低于 2500 亿元的总人民币投资额度。三是美元保持强势，削弱港股的吸引力。在大多数发展中国家的货币已大幅贬值之际，港元兑美元仍相对稳定，且美元指数在 2015 年前十一个月已经累计升 10.9%。虽然这将降低外国投资者在香港股市投资的货币风险，但同时也削弱港股的价格竞争力。

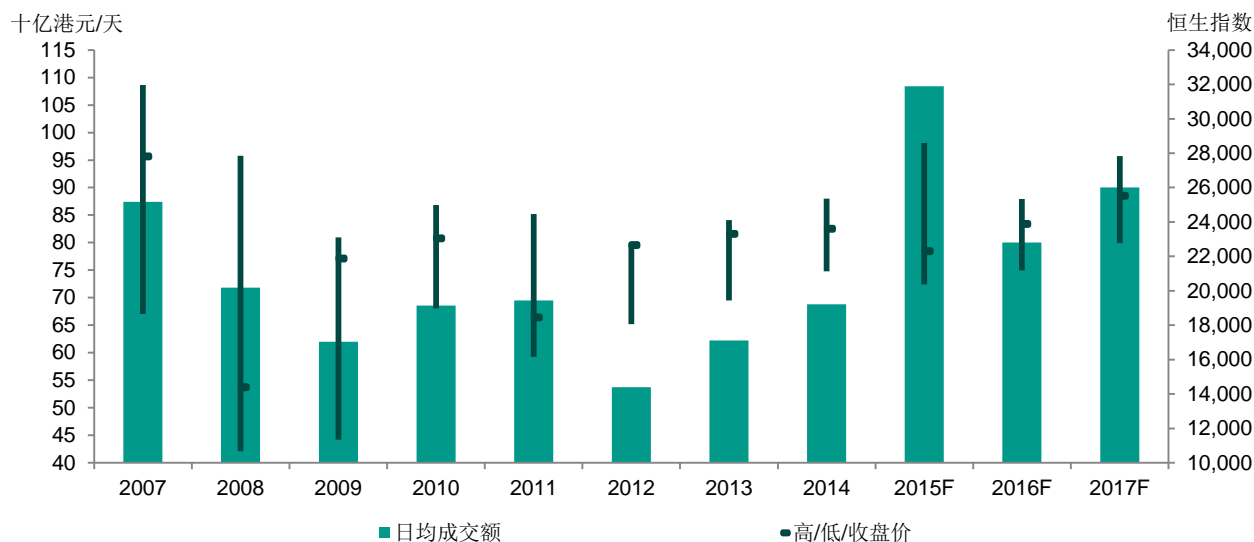
指数的波动和股市的成交量增加。在 2015 年，上述因素导致股市指数的波动性和股市日均成交额显著飙升。恒指波幅指数从 2014 年的均值 15.95，上省至 2015 年首十一个月的均值 21.56。香港股市日均交易额从 2014 年的 688 亿港元，飙升至 2015 年首十一个月的 1089 亿港元。但投资者最终明白上述中国提振经济新措施的投资主题需要比预期更长的时间落实执行并在相关上市公司的经营业绩反映出来，并作出理性的反应。此外，港股通买卖总交易额约占香港股市总交易额的 1.5%，或香港股本证券总成交金额的 1.9%。这个比例可能远低于市场或有关监管机构的初始预期，但我们相信这是内地投资者投资香港股市的理性行为表现。截至 2015 年 11 月 30 日，恒生指数累计下跌 6.8%；同期 H 股指数累计跌 18.3%；红筹指数累计跌 6.9%；恒生指数 HK35 指数（跟踪 35 家中国大陆以外地区的香港最大上市公司）累计跌 5.6%；MSCI 中国指数累跌 8.9%；MSCI 香港累跌 4.1%。非中国概念股跑赢中国相关股。以港元或美元计算，恒生指数在 2015 年首十一个月累计下降 6.8%；以人民币、英镑或日元计算，恒生指数仅累计下跌 3.4-4.2%；以欧元或澳元计算，恒生指数同期却累计上涨 5.2-6.8%。汇率波动使不同地区的海外投资者在香港股市获得不同的投资回报。

“新经济”比“旧经济”更胜一筹。中国经济结构的转型，将引发机构投资者的投资从“旧经济”的股票转移到“新经济”的股票。在恒生综合指数 10 大行业指数中，代表“新经济”的资讯科技业行业指数取得最好的表现，年初至今年首十一个月累计上涨 25%；同期，代表“旧经济”的能源业指数、原材料业指数和消费服务业指数分别暴跌 28%、22%、25%。“旧经济”行业已经成为夕阳产业或产能过剩行业，因此我们预期基金管理人在 2016 年将减少该类行业的资金分配。

恒生指数

我们估计，恒生指数 2015 年每股收益下跌 19%，因指数内的地产业、煤炭石油业和赌博业成分股票每股收益分别下跌 43%、41%和 44%。此外，指数内的权重内银股和电信业每股收益增长将无惊喜。然而内险股和非内银股每股收益将有适度增长。

2015 年的前十一个月，恒生指数在 20,368.12 与 28,588.52 之间波动；这个波动范围相当于 10.20 – 14.32 倍 2015 年市盈率，1.08 – 1.51 倍的 2015 年市净率，或 2.78 – 3.90% 的 2015 年股息率。我们估计，恒生指数成份股在 2015 年日均成交额约为 322 亿港元，同比增长 29.4%，占主板股市总成交额约 30%；2015 年日均主板股市总成交额约为 1080 亿港元，同比增长 57%。

图表 1: 恒生指数（年度高/低/收盘），香港主板证券市场日均成交额


来源：港交所、彭博、农银国际证券估计

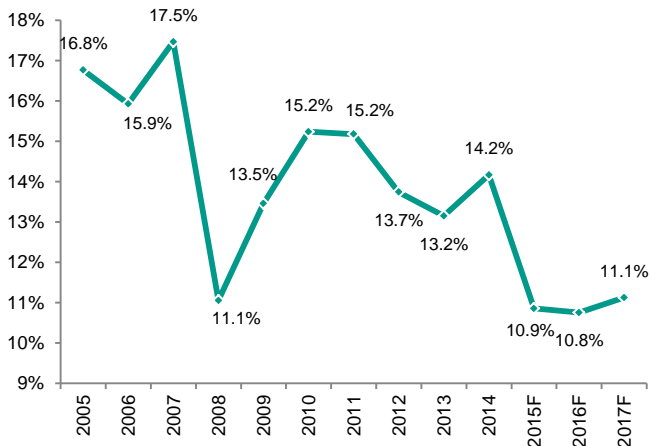
展望 2016 年，我们预计恒生指数每股收益增长 5.5%。恒生指数主要是由“旧经济”概念股主导，无法反映中国向高技术和服务业经济结构的转变。我们预期，“新经济”相关的股票（如移动互联网服务提供商以及移动通信公司）将受益于经济结构转变带来的蓬勃需求；中国银行股盈利增长将保持平稳；中国地产股将受益于中国的利率下降周期；然而，香港地产股将受到香港和美国利率上升所带来的不利影响。

结合市盈率、市净率、股息率等的估值方法，我们预测恒生指数在 2016 年的波动范围将为 21,234 – 25,376；这个波动范围相当于 10.08 – 12.04 倍的 2016 年预测市盈率，1.05 – 1.25 倍的 2016 年预测市净率，或 3.91 – 3.27 % 的 2016 年预测股息率。我们预测，恒生指数在 2016 年末将达到 23,875，相当于 11.33 倍的 2016 年预测市盈率，1.18 倍的 2016 年预测市净率或 3.48% 的 2016 年预测股息率。我们估计，2016 年日均主板股市总成交额约为 800 亿港元，同比减少 26%。

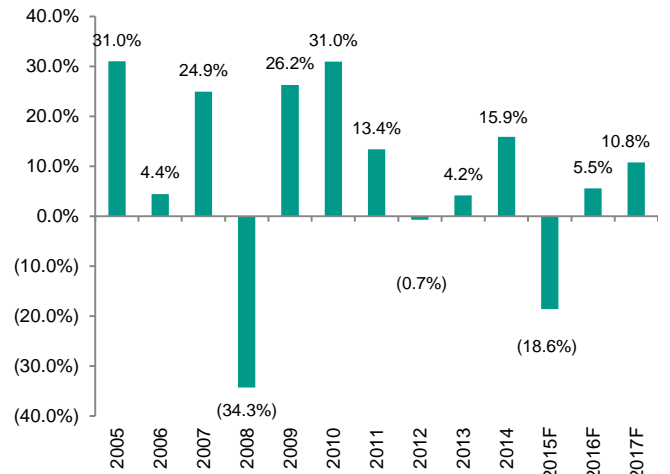
图表 2: 恒生指数 2016 年波动范围预测

方法	2016 年估值范围			相应的恒生指数范围		
	高位	低位	2016 年末	指数高位	指数低位	指数年末位
1.市净率	1.25	1.05	1.20	25,307	21,258	24,295
2.市盈率	12.00	10.00	11.50	25,288	21,074	24,235
3.股息率	3.25%	3.88%	3.59%	25,533	21,371	23,094
			平均	25,376	21,234	23,875
			相应 16 年市盈率	12.04	10.08	11.33
			相应 16 年市净率	1.25	1.05	1.18
			相应 16 年股息率	3.27%	3.91%	3.48%

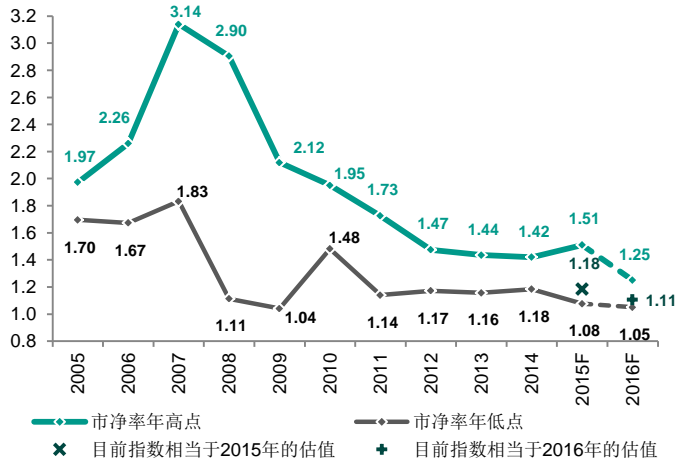
来源：农银国际证券估计

图表 3：恒生指数平均净资产收益率


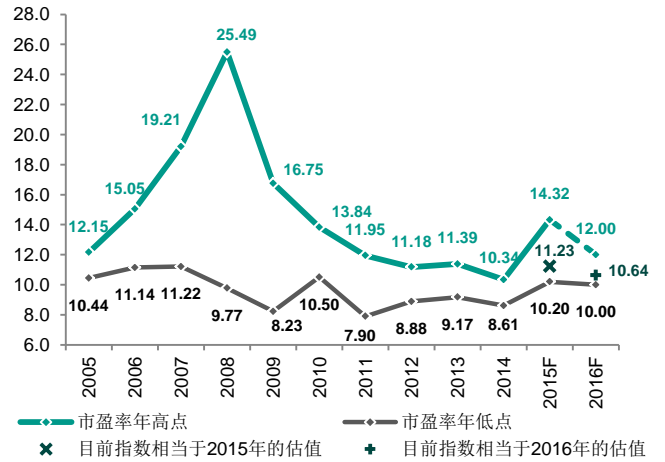
来源：农银国际证券估计

图表 4：恒生指数每股盈利增长


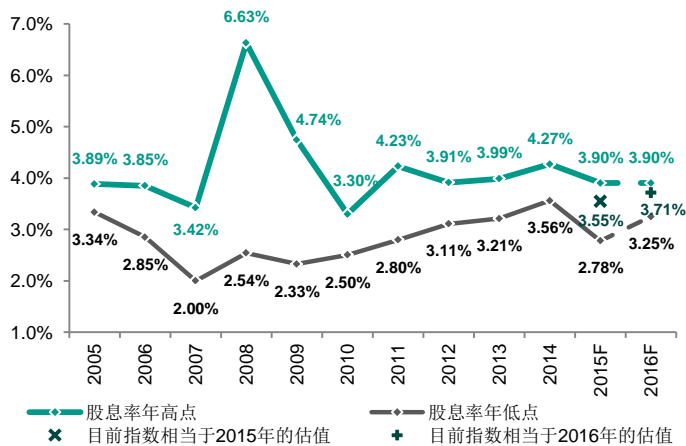
来源：农银国际证券估计

图表 5：恒生指数市净率波动范围 (指数: 22,417)


来源：农银国际证券估计

图表 6：恒生指数市盈率波动范围 (指数: 22,417)


来源：农银国际证券估计

图表 7：恒生指数股息收益率波动范围 (指数: 22,417)


来源：农银国际证券估计

恒生国企指数

2015 年的前十一个月，恒生国企指数在 9,058.54 与 14,962.74 之间波动；该波动范围相当于 6.81 – 11.24 倍的 2015 年市盈率，0.88 – 1.46 倍的 2015 年市净率，或 2.68 – 4.42% 的 2015 年股息率。我们估计恒生国企指数成分股在 2015 年日均成交额达到约 220 亿港元，同比增长 57%。

我们估计，受指数内的煤炭石油和原材料类成分股每股收益分别下跌 46% 和 41% 的影响，恒生国企指数 2015 年每股收益下跌 6%；该指数内的权重内银股每股收益增长持平；但同时，中国保险业和券商业成份股每股收益分别增长 35% 和 69%。

中国金融股（包括银行、保险、证券经纪及资产管理）、能源与电力股、地产建筑股和汽车机车股占国企指数权重比例分别为 70.4%、14.3%、6.1% 和 4.8%。2016 年，该指数的中资金融股预测加权平均每股收益增长为 3.4%；能源与电力股预测加权平均每股收益增长为 9.7%。我们预计，2016 年住房和汽车市场将延续 2015 年下半年的强劲复苏势头，地产建筑股每股收益将增长 18%，汽车机车股每股收益将增长 12%。我们预计，恒生国企指数的 2016 年每股收益将增长 4.0%。

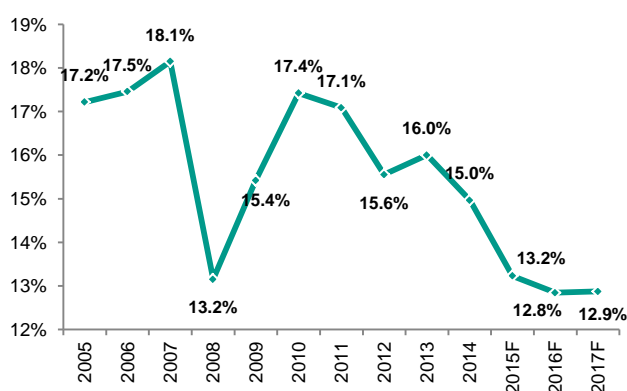
我们预测，恒生中国企业指数在 2016 年的波动范围为 8,993 – 13,725；这个波动范围相当于 6.43 – 9.82 倍的 2016 年预测市盈率，0.79 – 1.21 倍的 2016 年预测市净率，或 4.69 – 3.07% 的 2016 年预测股息率。我们预测，该指数在 2016 年末将达到 12,271，相当于 8.78 倍的 2016 年预测市盈率，1.08 倍的 2016 年预测市净率，或 3.44% 的 2016 年预测股息收益率。

图表 8: 国企指数 2016 年波动范围预测

方法	2016 年估值范围			相应的恒生中国企业指数范围		
1. 市净率	高位	低位	2016 年末	高位	低位	2016 年末
	1.30	0.88	1.20	13,400	9,059	12,369
2. 市盈率	高位	低位	2016 年末			
	10.00	6.70	9.00	13,384	8,967	12,046
3. 股息率	高位	低位	2016 年末			
	2.80%	4.50%	3.25%	14,390	8,954	12,397
	平均			13,725	8,993	12,271
	相应 16 年 P/E			9.82	6.43	8.78
	相应 16 年 P/B			1.21	0.79	1.08
	相应 16 年股息率			3.07%	4.69%	3.44%

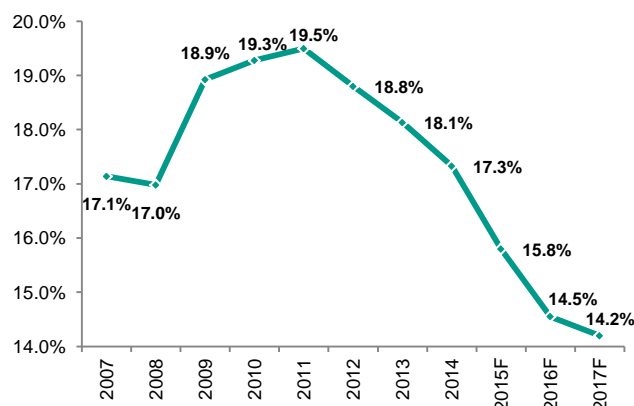
来源：农银国际证券估计

图表 9: 恒生中国企业指数平均净资产收益率

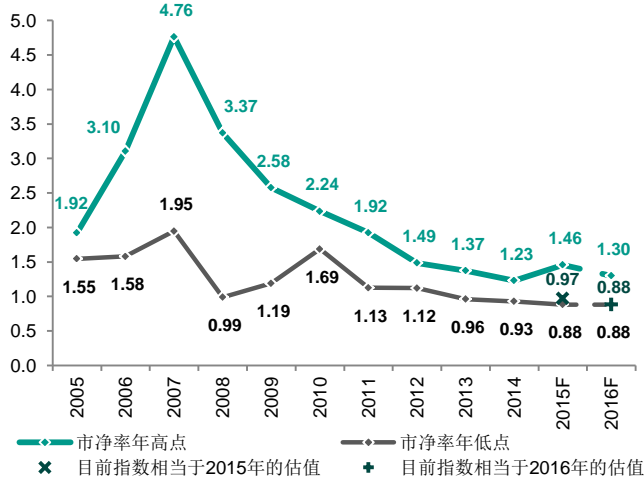


来源：农银国际证券估计

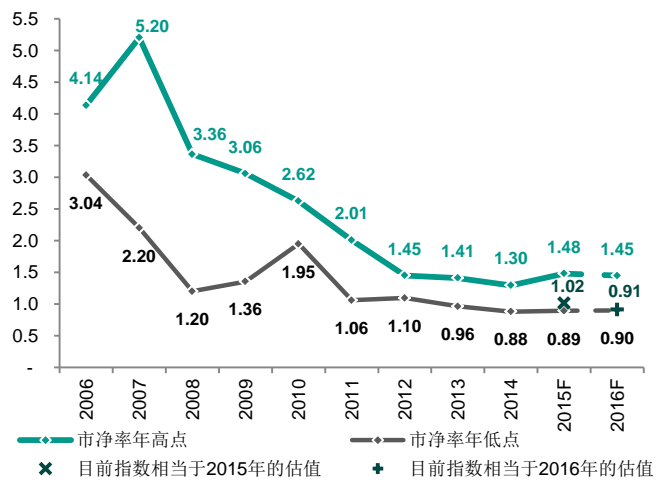
图表 10: H 股金融行业指数平均净资产收益率



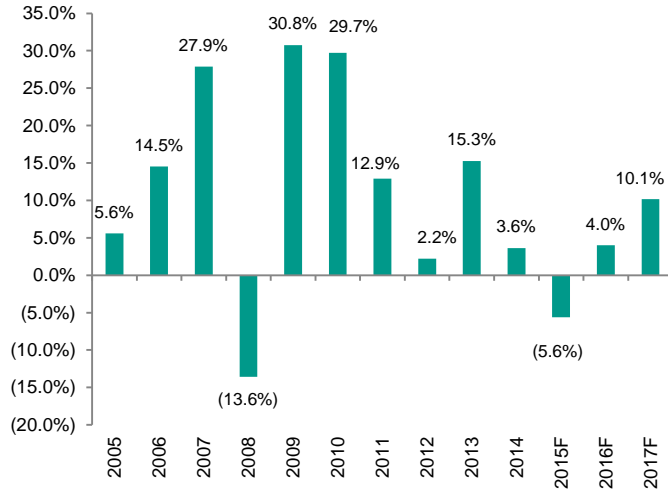
来源：农银国际证券估计

图表 11: 恒生国企指数市净率波动范围 (指数: 9,988)


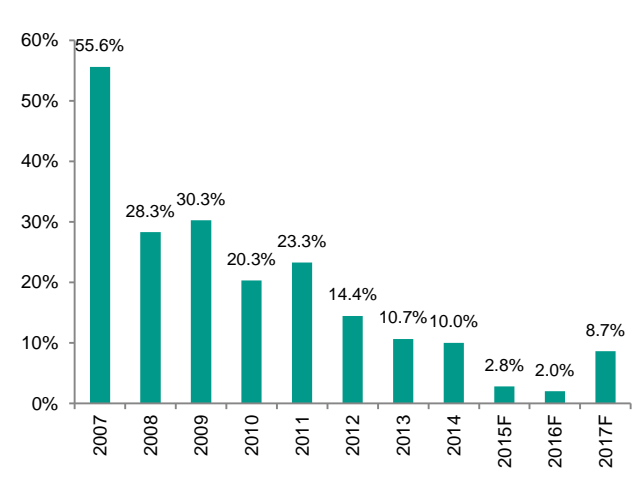
来源: 农银国际证券估计

图表 12: H股金融行业指数市净率波动范围 (指数: 16,033)


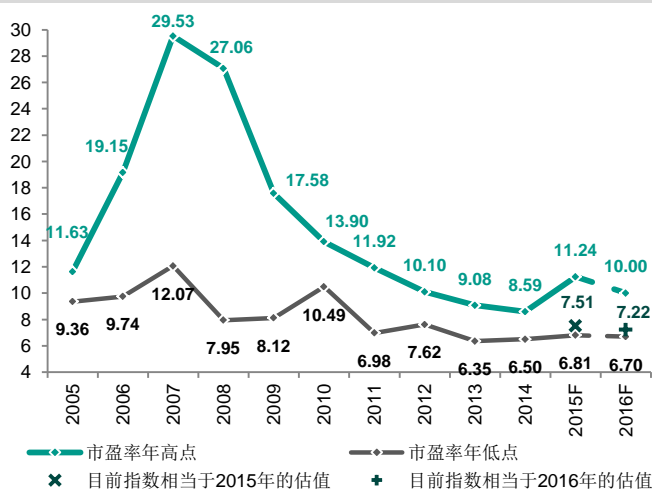
来源: 农银国际证券估计

图表 13: 恒生中国企业指数每股盈利增长


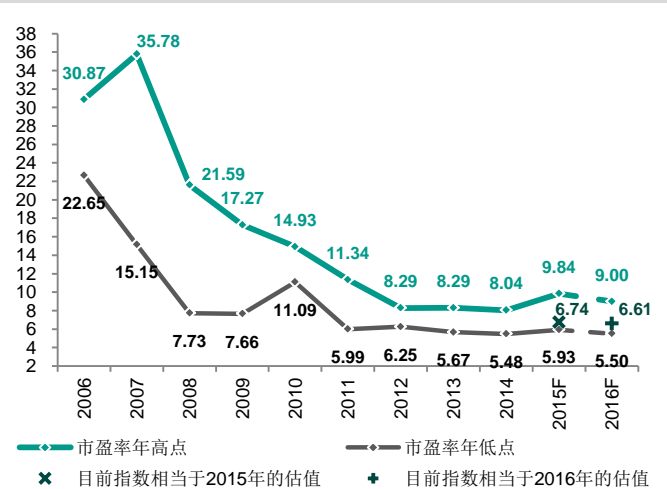
来源: 农银国际证券估计

图表 14: H股金融行业指数每股盈利增长


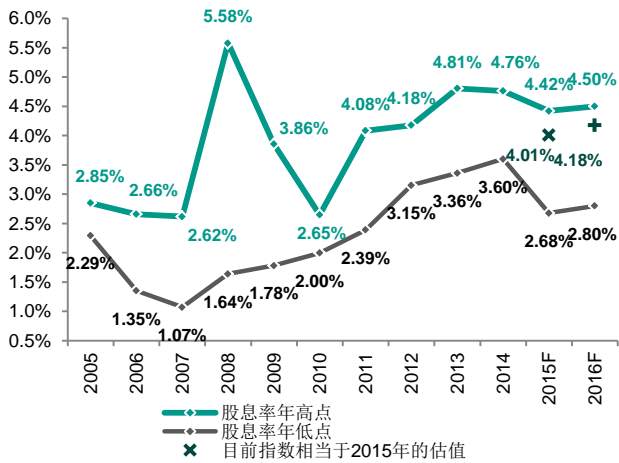
来源: 农银国际证券估计

图表 15: 恒生国企指数市盈率波动范围 (指数: 9,988)


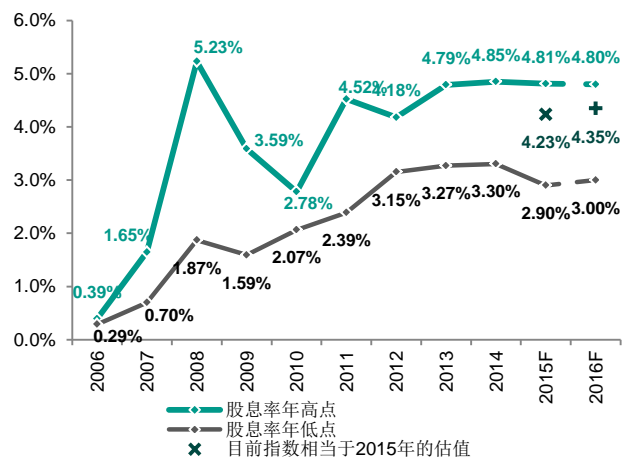
来源: 农银国际证券估计

图表 16: H股金融行业指数市盈率波动范围 (指数: 16,033)


来源: 农银国际证券估计

图表 17: 恒生国企指数股息率波动范围 (指数: 9,988)


来源: 农银国际证券估计

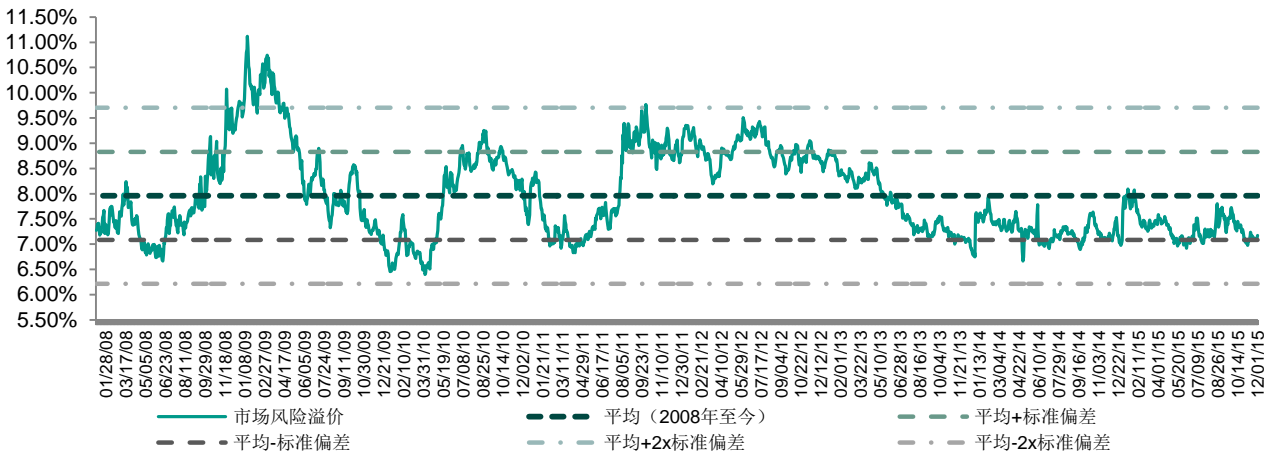
图表 18: H股金融行业指数股息率波动范围 (指数: 16,033)


来源: 农银国际证券估计

市场风险趋势

经过 2015 年中期股市回调后,在美国、中国大陆和香港股市的市场风险溢价已回升至平均水平下一个标准差范围内。目前市场风险溢价并没有显著低估,因此股市并没有出现估值过高的情况。但这也不代表股市估值过低。

2016 年,市场风险溢价大幅低于平均水平下一个标准差范围的机会不高。因此,在 2016 年,市场风险溢价大幅下降提振股市估值的机会较低。相反,非系统风险(即别个企业的经营业绩)将成为影响股票估值的主导因素。

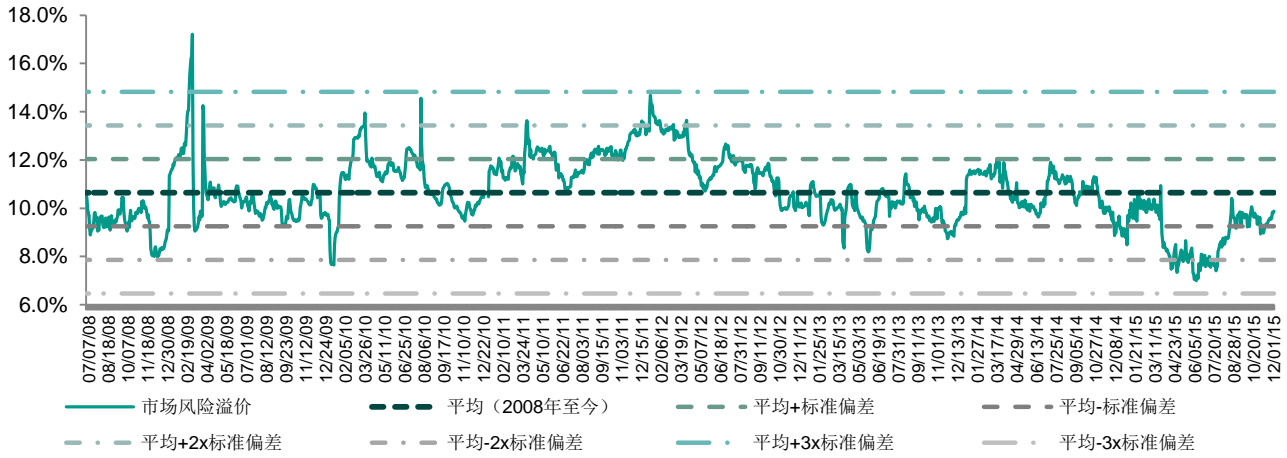
图表 19: 美国股市的风险溢价 (期间: 1/2008- 11/2015)


备注: 平均风险溢价(2008-2015年): 7.96%;标准偏差: 0.87%;目前的风险溢价: 7.17%

来源: 彭博、农银国际证券

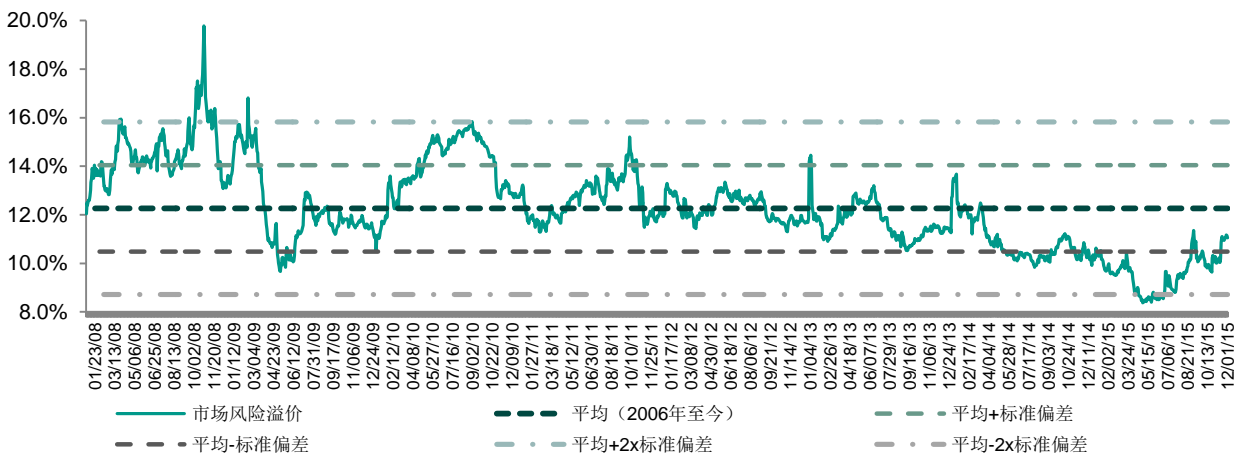


图表 20：中国股市的风险溢价 (期间: 1/2008- 11/2015)



备注：平均风险溢价（2008-2015年）：10.65%；标准偏差：1.39%；目前的风险溢价：9.88%
来源：彭博、农银国际证券

图表 21：香港股市的风险溢价 (期间: 1/2008- 11/2015)



备注：平均风险溢价（2008-2015年）：12.27%；标准偏差：1.78%；目前的风险溢价：11.05%
来源：彭博、农银国际证券

图表 22: 恒生指数成份股市场估值表

股票 代码	公司名称	股价 (港元)	2017F 市盈率 (倍)	2017F PEG* (倍)	2017F 市净率 (倍)	2017F 股息率 (%)	2017F ROAE (%)	2016F 市盈率 (倍)	2016F PEG* (倍)	2016F 市净率 (倍)	2016F 股息率 (%)	2016F ROAE (%)	2015E 市盈率 (倍)	2015E 市净率 (倍)	2015E 股息率 (%)	2015E ROAE (%)
2	中电控股	65.00	13.71	3.48	1.59	4.30	11.8	14.21	3.60	1.66	4.15	11.9	14.81	1.73	3.98	12.1
3	香港中华煤气	15.40	20.05	2.45	2.73	2.58	14.1	21.51	2.62	2.92	2.41	14.0	23.48	3.10	2.21	13.8
6	电能实业	69.90	18.31	7.45	1.19	2.73	6.6	18.62	7.57	1.21	2.69	6.5	19.22	1.20	2.60	6.3
836	华润电力	15.26	5.75	(8.33)	0.76	7.00	13.8	5.98	(8.67)	0.83	6.73	14.5	5.67	0.91	7.09	17.0
1113	长实地产	52.90	9.93	0.85	0.72	3.02	7.5	10.59	0.91	0.76	2.83	7.3	12.39	0.80	2.42	9.3
101	恒隆地产	18.34	13.39	18.14	0.58	2.18	4.4	13.72	18.59	0.59	2.12	4.4	13.59	0.61	2.14	4.5
1109	华润置地	22.55	8.16	0.53	0.99	2.41	12.7	9.34	0.60	1.08	2.10	12.2	10.88	1.20	1.80	11.7
12	恒基地产	48.00	15.04	8.27	0.60	1.30	4.1	15.44	8.49	0.62	1.27	4.1	15.59	0.64	1.26	4.2
16	新鸿基地产	97.10	10.45	2.66	0.57	2.89	5.5	10.95	2.78	0.58	2.76	5.4	11.29	0.60	2.67	5.4
17	新世界发展	7.84	9.17	2.47	0.33	2.11	3.7	9.63	2.60	0.36	2.01	3.9	9.86	0.39	1.96	4.0
4	九龙仓集团	44.40	10.17	1.39	0.41	1.50	4.1	10.82	1.48	0.42	1.41	3.9	11.72	0.43	1.30	3.7
688	中国海外发展	27.35	6.69	0.48	1.05	2.43	16.7	7.56	0.54	1.20	2.15	16.8	8.68	1.36	1.87	17.3
823	领展房产基金	47.00	20.67	2.93	0.86	4.35	4.2	22.10	3.13	0.87	4.07	4.0	23.69	0.88	3.80	3.8
83	信和置业	11.76	13.55	(4.12)	0.56	2.38	4.2	13.29	(4.04)	0.58	2.43	4.4	12.67	0.59	2.55	4.7
388	香港交易所	206.80	25.57	2.95	8.40	3.51	33.9	28.63	3.30	8.94	3.13	31.9	30.20	9.33	2.97	33.9
1299	友邦保险	48.40	16.26	1.33	1.90	1.37	12.2	18.00	1.47	2.09	1.24	12.2	20.48	2.31	1.09	11.6
2318	中国平安	44.25	10.37	1.38	1.45	1.47	14.7	11.45	1.52	1.61	1.33	15.0	11.99	1.84	1.27	16.9
2628	中国人寿	26.75	11.44	1.04	1.54	3.07	14.4	13.29	1.20	1.76	2.64	14.0	14.11	1.97	2.49	14.7
1398	工商银行	4.73	4.64	1.08	0.66	7.06	14.9	4.93	1.15	0.73	6.64	15.6	5.04	0.81	6.49	16.9
3328	交通银行	5.57	4.94	1.73	0.56	6.14	11.7	5.19	1.81	0.60	5.85	12.1	5.23	0.66	5.80	13.2
3988	中国银行	3.51	4.58	1.07	0.57	6.80	13.2	4.90	1.14	0.63	6.35	13.5	4.98	0.70	6.26	14.4
939	建设银行	5.40	4.50	1.19	0.65	7.35	15.0	4.74	1.25	0.71	6.98	15.8	4.85	0.79	6.82	17.4
11	恒生银行	142.50	13.14	(3.31)	1.74	5.39	13.5	14.35	(3.62)	1.82	4.93	13.0	12.12	1.90	5.84	15.9
23	东亚银行	27.75	10.84	2.17	0.83	3.76	7.8	11.60	2.32	0.87	3.52	7.7	11.95	0.92	3.41	7.8
2388	中银香港	24.15	8.11	0.83	1.13	5.94	14.5	9.00	0.92	1.22	5.35	14.2	9.79	1.33	4.92	14.2
5	汇丰控股	62.55	9.46	3.29	0.80	7.51	8.6	10.20	3.55	0.82	6.96	8.2	10.01	0.84	7.09	8.3
762	中国联通	9.51	13.06	2.08	0.74	3.00	5.8	14.98	2.38	0.77	2.62	5.2	14.76	0.79	2.66	5.5
941	中国移动	90.10	11.56	1.63	1.41	3.72	12.6	12.53	1.77	1.51	3.43	12.5	13.25	1.63	3.24	12.8
700	腾讯控股	154.40	23.43	0.82	6.27	0.48	30.2	29.98	1.05	8.13	0.37	30.9	38.74	10.81	0.29	32.4
992	联想集团	8.42	8.11	0.09	2.15	5.43	28.4	9.45	0.11	2.48	4.66	28.8	27.86	3.00	1.58	10.7

(续图表 22)

股票 代号	公司名称	股价 (港元)	2017F 市盈率 (倍)	2017F PEG* (倍)	2017F 市净率 (倍)	2017F 股息率 (%)	2017F ROAE (%)	2016F 市盈率 (倍)	2016F PEG* (倍)	2016F 市净率 (倍)	2016F 股息率 (%)	2016F ROAE (%)	2015E 市盈率 (倍)	2015E 市净率 (倍)	2015E 股息率 (%)	2015E ROAE (%)
144	招商局国际	25.85	12.29	1.35	0.97	3.93	8.1	13.58	1.49	1.02	3.56	7.7	14.63	1.07	3.30	7.0
386	中国石化	4.82	8.19	0.36	0.66	6.14	8.3	10.25	0.46	0.70	4.90	6.9	12.28	0.73	4.09	6.2
857	中国石油	5.67	9.87	0.29	0.67	4.52	6.9	15.40	0.45	0.70	2.90	4.6	17.86	0.72	2.50	4.0
883	中国海洋石油	8.92	8.54	0.24	0.78	3.94	9.4	13.61	0.39	0.83	2.47	6.2	15.63	0.86	2.15	5.5
135	昆仑能源	6.90	10.44	0.72	0.90	2.76	8.8	12.04	0.84	0.95	2.39	8.1	13.66	1.00	2.11	7.5
1088	中国神华	12.66	7.87	1.21	0.62	4.83	8.1	8.98	1.38	0.65	4.24	7.4	8.92	0.68	4.26	7.7
293	国泰航空	13.34	7.26	0.81	0.81	6.19	11.5	7.97	0.89	0.86	5.64	11.2	8.62	0.93	5.22	11.3
66	港铁公司	36.70	20.33	(16.62)	1.27	1.92	6.3	23.15	(18.92)	1.28	1.69	5.5	19.84	1.27	1.97	6.5
291	华润啤酒	15.28	29.50	2.23	2.12	1.19	7.4	33.81	2.55	2.23	1.04	6.7	37.82	2.33	0.93	3.0
1928	金沙中国	27.30	16.31	1.56	5.37	4.99	32.3	19.90	1.90	5.17	4.09	25.1	19.90	4.83	4.09	23.2
27	银河娱乐	24.00	16.11	1.95	2.13	-	13.8	17.01	2.06	2.33	-	14.2	18.88	2.52	-	13.7
151	中国旺旺	6.10	15.14	2.92	3.47	3.40	24.5	15.74	3.04	3.98	3.27	26.6	16.75	4.42	3.07	28.2
2319	蒙牛乳业	12.40	12.17	0.91	1.40	1.90	12.0	14.08	1.06	1.54	1.64	11.4	15.63	1.68	1.48	11.3
322	康师傅	11.46	17.00	1.30	2.18	2.94	13.4	18.48	1.41	2.37	2.70	13.3	21.75	2.57	2.30	12.2
1044	恒安国际	78.35	18.35	1.64	4.11	3.42	23.5	20.44	1.83	4.54	3.07	23.3	22.69	5.00	2.76	23.0
1880	百丽	7.02	9.30	2.69	1.60	2.69	17.8	9.74	2.81	1.72	2.57	18.2	9.96	1.83	2.51	19.0
494	利丰	5.31	12.02	1.19	1.82	6.93	15.4	12.93	1.28	1.89	6.45	14.8	14.58	1.95	5.72	3.4
1	长和	103.30	9.68	0.71	0.84	1.62	9.0	11.10	0.81	0.90	1.42	8.4	12.51	0.96	1.26	5.9
19	太古股份	85.95	11.36	2.11	0.56	4.66	5.0	12.19	2.26	0.57	4.35	4.7	12.62	0.58	4.20	4.6
267	中信股份	14.04	6.35	2.80	0.63	2.12	10.5	7.29	3.21	0.70	1.84	10.0	6.64	0.76	2.02	12.0

根据在 2015 年 12 月 3 日收盘股价

RMB0.8255/HK\$1.00; HK\$7.7501/US\$1.00

ROAE: 股东权益平均回报率

PEG = 市盈率/ 预计 2015 至 2017 年每股收益年均复合增长率

来源: 彭博、农银国际证券预测

图表 23: 恒生 H 股指数成份股市场估值表

股票 代码	公司名称	股价 (港元)	2017F	2017F	2017F	2017F	2017F	2016F	2016F	2016F	2016F	2016F	2015E	2015E	2015E	2015E
			市盈率 (倍)	PEG* (倍)	市净率 (倍)	股息率 (%)	ROAE (%)	市盈率 (倍)	PEG* (倍)	市净率 (倍)	股息率 (%)	ROAE (%)	市盈率 (倍)	市净率 (倍)	股息率 (%)	ROAE (%)
1398	工商银行	4.73	4.64	1.08	0.65	7.06	14.8	4.93	1.15	0.72	6.64	15.5	5.04	0.81	6.49	16.9
939	建设银行	5.40	4.50	1.19	0.65	7.35	15.1	4.74	1.25	0.72	6.98	15.9	4.85	0.80	6.82	17.4
1288	农业银行	3.02	4.16	0.98	0.59	7.95	14.9	4.40	1.03	0.66	7.51	15.7	4.52	0.73	7.31	17.0
3988	中国银行	3.51	4.58	1.07	0.56	6.80	12.7	4.90	1.14	0.61	6.35	13.0	4.98	0.67	6.26	14.0
3328	交通银行	5.57	4.94	1.73	0.56	6.14	11.8	5.19	1.81	0.61	5.85	12.2	5.23	0.66	5.80	13.2
3968	招商银行	18.28	5.38	0.56	0.84	5.61	16.5	6.02	0.63	0.95	5.01	16.7	6.46	1.07	4.67	17.6
998	中信银行	5.05	4.26	0.71	0.54	7.04	13.2	4.66	0.78	0.59	6.44	13.3	4.79	0.65	6.27	14.6
1988	民生银行	7.58	4.27	0.65	0.59	3.30	14.8	4.69	0.71	0.67	3.01	15.3	4.85	0.77	2.91	17.0
2628	中国人寿	26.75	11.44	1.04	1.61	3.07	14.8	13.29	1.20	1.79	2.64	14.1	14.11	1.97	2.49	14.7
2318	中国平安	44.25	10.37	1.38	1.48	1.47	15.2	11.45	1.52	1.68	1.33	15.7	11.99	1.93	1.27	17.3
1339	人保集团	4.09	8.32	(22.63)	1.01	0.37	12.9	8.77	(23.87)	1.14	0.35	13.9	8.25	1.31	0.37	17.2
2601	中国太保	33.45	13.64	2.49	1.66	3.01	12.7	15.10	2.75	1.80	2.71	12.4	15.17	1.94	2.70	13.4
1336	新华保险	34.70	8.48	1.27	1.19	1.21	15.0	9.52	1.42	1.37	1.08	15.3	9.66	1.57	1.06	17.6
2328	中国财险	17.40	10.10	3.89	1.61	2.52	17.0	11.06	4.26	1.84	2.30	17.7	10.63	2.09	2.39	21.4
6030	中信证券	18.44	9.20	3.00	1.22	3.27	13.9	9.81	3.20	1.34	3.07	14.4	9.77	1.49	3.08	16.2
6837	海通证券	13.58	8.58	24.78	1.13	3.64	13.9	9.46	27.31	1.25	3.30	13.8	8.64	1.37	3.62	16.9
6886	华泰证券	19.06	9.65	1.64	1.38	3.11	15.1	11.56	1.97	1.54	2.60	14.3	10.81	1.78	-	18.0
1359	中国信达	2.88	4.19	0.27	0.64	7.13	16.3	4.83	0.31	0.73	6.18	16.0	5.61	0.82	5.32	15.5
1088	中国神华	12.66	7.87	1.21	0.62	4.83	8.0	8.98	1.38	0.65	4.24	7.4	8.92	0.68	4.26	7.7
857	中国石油	5.67	9.87	0.29	0.67	4.52	7.0	15.40	0.45	0.71	2.90	4.7	17.86	0.73	2.50	4.1
386	中国石化	4.82	8.19	0.36	0.70	6.14	8.8	10.25	0.46	0.74	4.90	7.4	12.28	0.77	4.09	6.4
2883	中海油服	7.68	9.27	0.35	0.59	3.29	6.5	12.19	0.46	0.62	2.50	5.2	14.85	0.64	2.05	4.3
902	华能国际	7.10	6.22	(1.21)	0.91	8.04	15.2	6.26	(1.22)	0.99	7.99	16.3	5.60	1.06	8.93	20.1
1816	中广核电力	2.98	13.02	0.80	1.53	0.11	12.5	14.82	0.92	1.73	0.10	12.4	17.57	1.96	0.08	11.8
916	龙源电力	6.48	8.74	0.55	0.98	2.15	11.7	10.02	0.63	1.08	1.87	11.3	11.73	1.19	1.60	10.6
390	中国中铁	6.54	8.72	1.05	0.91	1.86	10.9	9.41	1.14	1.00	1.72	11.1	10.22	1.09	1.58	11.2

股票 代码	公司名称	股价 (港元)	2017F 市盈率 (倍)	2017F PEG* (倍)	2017F 市净率 (倍)	2017F 股息率 (%)	2017F ROAE (%)	2016F 市盈率 (倍)	2016F PEG* (倍)	2016F 市净率 (倍)	2016F 股息率 (%)	2016F ROAE (%)	2015E 市盈率 (倍)	2015E 市净率 (倍)	2015E 股息率 (%)	2015E ROAE (%)
1800	中国交建	8.90	6.37	0.54	0.75	3.13	12.4	7.15	0.61	0.83	2.79	12.3	7.96	0.92	2.51	12.2
1766	中国中车	10.54	15.16	1.08	1.95	-	13.7	16.80	1.19	2.23	-	14.3	19.73	2.58	-	14.0
1211	比亚迪	41.80	29.32	1.43	2.62	-	9.3	36.32	1.77	2.87	-	8.2	42.60	3.12	-	7.6
489	东风集团股份	10.54	5.44	0.80	0.70	2.47	13.5	5.69	0.84	0.78	2.36	14.6	6.20	0.89	2.16	15.3
2333	长城汽车	9.65	7.20	0.90	1.35	4.21	20.0	7.47	0.93	1.55	4.06	22.5	8.40	1.83	3.61	23.7
2202	万科	21.30	8.23	0.55	1.48	4.25	19.1	9.26	0.62	1.68	3.77	19.4	10.86	1.93	3.22	18.9
3699	万达商业	47.65	6.84	0.33	0.85	2.13	13.1	8.04	0.39	0.95	1.82	12.5	9.99	1.06	1.46	11.1
914	海螺水泥	22.20	10.33	0.96	1.17	3.04	11.8	11.30	1.05	1.27	2.78	11.7	12.68	1.39	2.48	11.3
3323	中国建材	4.18	5.85	0.40	0.39	2.56	6.9	6.47	0.44	0.42	2.32	6.6	7.70	0.44	1.95	5.9
1099	国药控股	33.85	14.97	0.84	2.06	1.87	14.5	17.61	0.99	2.30	1.59	13.8	20.74	2.56	1.35	12.9
168	青岛啤酒	33.95	19.22	3.13	1.97	1.59	10.6	20.58	3.35	2.12	1.48	10.7	21.66	2.29	1.41	11.0
728	中国电信	3.72	10.52	1.07	0.75	3.29	7.3	11.90	1.21	0.78	2.91	6.7	12.69	0.82	2.73	6.6
753	中国国航	6.42	6.35	0.68	0.87	2.65	14.5	6.93	0.75	0.98	2.43	15.0	7.58	1.11	2.22	15.7

根据在 2015 年 12 月 3 日收盘股价

1 港元=0.8255 人民币元

ROAE: 股东权益平均回报率

PEG = 市盈率/ 预计 2015 至 2017 年每股收益年均复合增长率

来源: 彭博、农银国际证券预测



沪港通投资策略

2014年11月17日，打通中港两地股票市场的沪港通正式通车，合资格投资者可以在上海及香港股市买卖指定范围的A股及港股，是中国资本市场自由化的重要里程碑。截至12月4日，北向投资A股的沪股通累计使用额度占3000亿元人民币的总额度约40.8%，而南向的港股通累计使用额度占2500亿元人民币的总额度约38.5%。环球市场大幅动荡后，中国大陆和香港投资者的态度变得更谨慎。我们相信两地的投资者将需要一段时间去了解跨境交易的股票选择和相关交易规则条款。沪港通将继续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。我们认为该计划将扩大到深圳证券交易所并覆盖其他资产类别；预计“深港通”在2016年1季度推出。

图表 1：港股通配额使用比例



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

图表 2：沪股通配额使用比例



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

上证综合指数及沪深 300 指数 2016 年展望

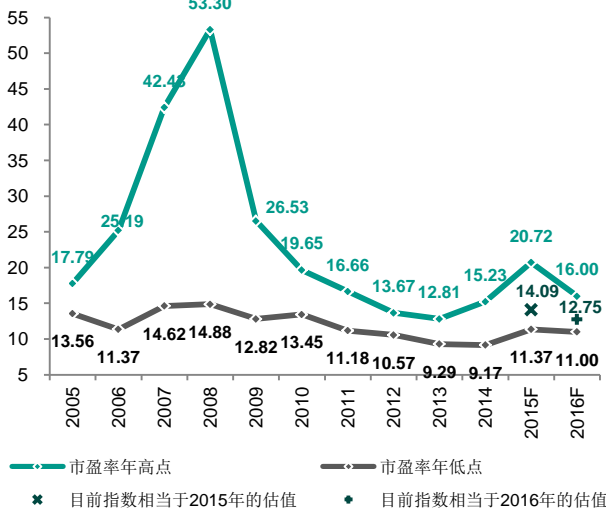
市场调整后出现的牛市

自从2015年6月12日上证综合指数收盘价大幅下调30%和人民币从8月11日调整中间价后贬值超过3%后，中国股市在过去数个月经历持续波动。展望未来，中国将推出更多刺激措施，恢复经济增长动力，我们相信宽松经济政策将持续支持中国股票市场的高估值。我们的投资主题和理念仍然是采取严格方法选择行业，以强劲盈利增长和良好行业前景作为基础选择股票。随着中国致力于改革经济增长模式，投资机会将出现在不同的行业。展望2016年，我们认为军费开支激增和新增的合同将会提振军工板块；工资上涨将会带动消费板块的股份；“新丝路”的战略构想将会带来更多的基建投资，而制造业转型升级战略计划将利好智能制造业。

中国股市的市场风险溢价已经下降到相对较低水平，导致股市估值从2014年中期到2015年中期大幅提振。目前，市场风险溢价已经下降到位于七年平均值下一个标准差的范围。我们认为2016年市场风险溢价进一步大幅下降的可能性和空间不大。我们预计，上证综合指数的市盈率波动区间将由2014年的9.5-15.6倍及2015年的12.2-22.1倍调整至2016年的13-18倍，指数波动区间为3,372-4,670。此外，我们预计深成指的市盈率波动区间将由2014年的10.9-17.3倍及2015年的21.0-41.3倍调整至2016年的15-25倍，指数波动区间为8,304-13,840。同时，我们预计沪深300指数的市盈率波动区间将由2014年的9.1-15.2倍及2015年的11.3-20.6倍调整至2016年的11.0-16.0倍，指数波动区间为3,169-4,609。我们认为，市场充裕的流动性和企业业绩改善将成为股市在2016年反弹的主要动力。

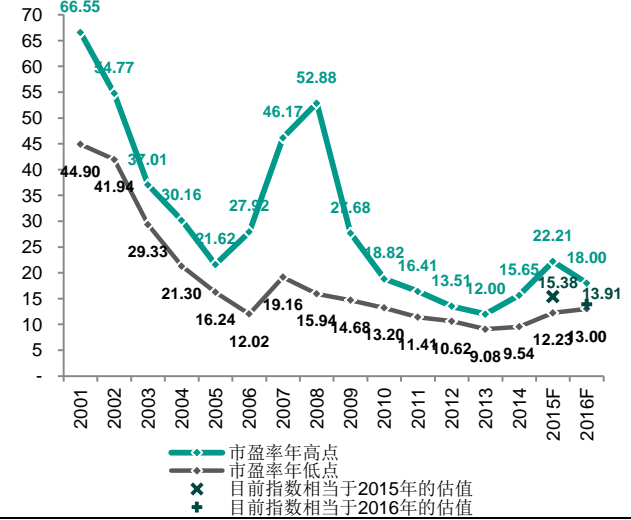


图表 3: 沪深 300 指数市盈率波动范围 (指数: 3,749)



来源: 彭博、农银国际证券预测

图表 4: 上证综指市盈率波动范围 (指数: 3,585)



来源: 彭博、农银国际证券预测

沪股通投资策略

沪股通投资意味全球投资者可以通过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。虽然现时交易量仍比较低, 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, 我们观察到 A 股投资者主要热衷于: (1) 军工行业; (2) 消费行业; (3) 基建行业; (4) 智能制造行业。我们相信这种趋势将持续, 以下是我们的沪股通股票推荐:

军工板块

股票名称	股票代码	预测市盈率		预测市帐率	
		2016	2017	2016	2017
北方创业	600967 SH	50.91	43.28	N/A	N/A
中国重工	601989 SH	85.32	52.32	2.77	2.61
中航电子	600372 SH	62.92	48.61	7.01	6.26
北方导航	600435 SH	722.25	577.80	10.70	10.66
中国卫星	600118 SH	114.02	96.46	10.60	9.72

来源: 彭博、农银国际证券

消费板块

股票名称	股票代码	预测市盈率		预测市帐率	
		2016	2017	2016	2017
贵州茅台	600519 SH	16.07	14.63	4.05	3.42
青岛啤酒	600600 SH	24.16	23.18	2.51	2.32
伊利股份	600887 SH	19.01	16.05	4.20	3.64
永辉超市	601933 SH	40.37	32.65	3.43	2.97

来源: 彭博、农银国际证券



基建板块

股票名称	股票代码	预测市盈率		预测市盈率	
		2016	2017	2016	2017
上海机场	600009 SH	22.95	19.37	2.85	2.56
上港集团	600018 SH	22.94	21.00	2.65	2.49

来源：彭博、农银国际证券

智能制造板块

股票名称	股票代码	预测市盈率		预测市盈率	
		2016	2017	2016	2017
上海机电	600835 SH	17.55	17.53	3.78	3.34
长园集团	600525 SH	35.84	27.38	5.15	4.32
东软集团	600718 SH	19.01	16.05	4.20	3.64

来源：彭博、农银国际证券



稳定经济支持行业发展

- 行业政策风险在利率市场化完成后及日趋明确的业务发展相关的政策方向带动而逐步下降
- 尽管资产质量渐趋稳定，大拨备的情况将在未来几个季度由于贷款增长而继续出现
- 存款竞争维持在合理水平，预期 2016 年净息差将仍然可控
- 混业经营势将加快，预期手续费收入的竞争越趋激烈
- 维持中国银行业正面评级

政策风险逐步下降。自 2015 年 10 月央行取消存款利率上限后，利率市场化可以视为已经完成，同时其他业务发展相关的政策方向亦越来越明确。因此我们判断中国银行业的政策风险正逐步下降，并预期如果中国经济增长可在未来几个季度保持稳定，银行的估值将在 2016 年获得重新调整。维持行业正面评级。

贷款拨备减慢盈利增长。尽管不良贷款在未来几季仍会温和上升，我们认为资产质量最坏的时间已经过去。这可从 2015 年 3 季度业绩体现出来，大部分银行不良贷款率环比只录得 1-10 个基点的小幅增长。特别是沿海地区的资产质量也有所改善。然而，由于稳定的贷款增长（9M15: 6.5%-12.8%），银行有必要在未来几季持续大拨备的策略，以维持拨备率和拨备覆盖率在合理水平。而这将会是银行盈利增长放缓的主要原因。

净息差收窄仍然可控。2015 年首 3 季上市 H 股银行的平均净息差同比只收窄 11 个基点。值得注意的是，利率市场化和降息周期的影响看来并未为存款竞争带来明显压力，这可从 2015 年首 3 季平稳的存款增长（4.9%-11.5%）和稳定的存款利率（约维持在基准利率的 1.3-1.5 倍）反映出来。我们预期中国的银行净息差将在 2016 年同比平均收窄 15-25 个基点。

混业经营转移竞争格局。我们预期混业经营的发展将在 2016 年加快进行，银行将加大力度寻找新收入来源并加剧手续费收入的竞争以保持盈利能力。尽管我们认为小银行在这方面将更为积极，大银行的庞大客户群将继续成为其竞争优势之一。

工商银行（1398 HK，买入）。我们继续看好大型银行。工行在 2015 年首 3 季表现出其强劲的净手续费增长，反映该行已看准时机开始主动为不断改变的竞争环境作出准备。我们认为，目前 0.69 倍的 16 年预测市账率及 7.40% 的 16F 股息收益率极具吸引力。

建设银行（939 HK，买入）。建行的审慎管理一直是我们的喜爱建行的主要原因。2015 年首 3 季充分体现其平衡风险及业务增长的能力。处于目前 0.69 倍的 16 年预测市账率及 7.18% 的 16 年预测股息收益率，建行是我们的首选之一。

风险因素: 1) 来自非银行金融机构竞争日趋激烈; 2) 资产质量急速恶化及贷款需求转趋疲弱; 3) 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

行业主要数据

2016 预测市盈率均值 (倍)	4.32
2016 预测市账率均值 (倍)	0.63
2016 预测股息收益率均值 (%)	6.76

来源: 公司、彭博、农银国际证券预测

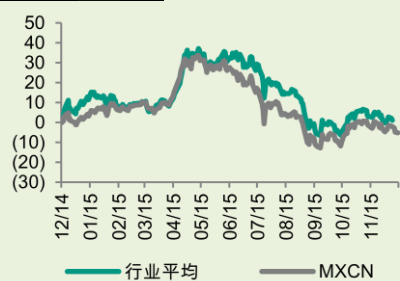
行业股价表现 (%)

	绝对	相对*
1 个月	(5.25)	(1.95)
3 个月	(1.74)	(4.53)
6 个月	(25.24)	(0.59)

*相对于 MXCN

来源: 彭博、农银国际证券

1 年行业表现 (%)



来源: 彭博、农银国际证券

图表 1: 中国银行业 3Q15 重要指标

(百万元 人民币)	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	光大银行	五大行平均	股份制银行平均
净利息收入											
3Q14	125,327	111,945	108,355	82,100	35,169	23,805	29,779	24,434	15,631		
3Q15	127,858	116,189	109,247	82,889	36,916	23,495	35,055	27,002	17,553		
同比 (%)	2.0	3.8	0.8	1.0	5.0	(1.3)	17.7	10.5	12.3	2.5	9.8
9M14	362,934	323,237	317,793	238,775	102,380	67,405	85,949	70,048	43,469		
9M15	379,945	340,808	328,740	246,280	107,975	70,489	101,159	76,746	49,658		
同比 (%)	4.7	5.4	3.4	3.1	5.5	4.6	17.7	9.6	14.2	4.4	11.5
手续费净收入											
3Q14	27,657	23,621	18,072	19,947	7,283	9,372	9,174	6,028	4,811		
3Q15	34,063	25,041	18,969	21,440	8,042	12,807	13,880	8,588	6,703		
同比 (%)	23.2	6.0	5.0	7.5	10.4	36.7	51.3	42.5	39.3	10.4	42.4
9M14	100,885	83,801	65,920	72,078	22,984	27,810	30,564	18,835	13,443		
9M15	111,183	88,686	66,612	71,484	27,428	37,952	44,977	26,068	20,261		
同比 (%)	10.2	5.8	1.0	(0.8)	19.3	36.5	47.2	38.4	50.7	7.1	43.2
营业收入											
3Q14	152,688	138,688	127,841	111,278	44,902	34,787	40,978	30,507	20,503		
3Q15	167,096	144,482	133,835	117,062	49,875	39,268	52,242	37,667	24,569		
同比 (%)	9.4	4.2	4.7	5.2	11.1	12.9	27.5	23.5	19.8	6.9	20.9
9M14	469,541	415,415	395,750	346,150	135,775	99,916	125,395	92,608	58,063		
9M15	503,833	442,299	410,144	355,940	147,021	116,170	156,489	107,624	70,156		
同比 (%)	7.3	6.5	3.6	2.8	8.3	16.3	24.8	16.2	20.8	5.7	19.5
资产减值准备											
3Q14	8,238	16,302	16,082	11,296	6,341	5,961	5,678	6,157	2,832		
3Q15	19,301	22,874	18,044	16,317	8,250	9,833	14,781	11,774	6,163		
同比 (%)	134.3	40.3	12.2	44.4	30.1	65.0	160.3	91.2	117.6	52.3	108.5
9M14	32,226	39,424	45,021	39,078	16,500	13,179	21,998	17,774	5,960		
9M15	61,253	64,123	57,365	44,893	19,704	24,844	43,952	28,465	14,550		
同比 (%)	90.1	62.6	27.4	14.9	19.4	88.5	99.8	60.1	144.1	42.9	98.1
净利润											
3Q14	72,364	59,636	48,407	41,409	14,749	11,208	15,345	10,246	7,477		
3Q15	72,740	59,662	48,895	40,799	14,716	11,599	15,524	10,340	7,634		
同比 (%)	0.5	0.0	1.0	(1.5)	(0.2)	3.5	1.2	0.9	2.1	(0.0)	1.9
9M14	220,464	190,298	152,439	131,133	51,522	36,778	45,804	32,280	23,322		
9M15	221,761	191,557	153,210	131,545	52,040	38,377	48,500	32,926	23,875		
同比 (%)	0.6	0.7	0.5	0.3	1.0	4.3	5.9	2.0	2.4	0.6	3.7
贷款总额											
14年12月	10,768,750	9,222,897	7,739,996	8,294,744	3,354,787	1,774,159	2,448,754	2,136,332	1,271,430		
15年9月	11,610,463	10,091,195	8,482,659	8,837,177	3,639,712	1,932,309	2,633,672	2,317,329	1,433,869		
年初累计 (%)	7.8	9.4	9.6	6.5	8.5	8.9	7.6	8.5	12.8	8.4	9.4
存款总额											
14年12月	15,556,601	12,899,153	12,533,397	10,885,223	4,029,668	2,433,810	3,304,438	2,849,574	1,785,337		
15年9月	16,521,828	13,827,713	13,554,404	11,548,697	4,493,337	2,708,015	3,467,658	3,148,587	1,958,935		
年初累计 (%)	6.2	7.2	8.1	6.1	11.5	11.3	4.9	10.5	9.7	7.8	9.1
净息差											
9M14	na	2.80	na	2.26	2.40	2.61	2.61	2.37	na		
9M15	na	2.64	na	2.14	2.24	2.29	2.75	2.33	na		
同比 (%)	na	(0.16)	na	(0.12)	(0.16)	(0.32)	0.14	(0.04)	na	(0.15)	(0.07)
不良贷款率											
15年6月	1.40	1.42	1.83	1.41	1.35	1.36	1.50	1.32	1.42		
15年9月	1.44	1.45	2.02	1.43	1.42	1.45	1.60	1.42	1.43		
环比 (%)	0.04	0.03	0.19	0.02	0.07	0.09	0.10	0.10	0.01	0.07	0.08

来源: 公司公告, 农银国际证券

行业估值汇总表 (数据截至 2015 年 12 月 3 日)

股票代码	公司名称	评级	目标价 (港元)	上升潜力 (%)	15年预测市盈率 (倍)	16年预测市盈率 (倍)	15年预测市账率 (倍)	16年预测市账率 (倍)	15年预测股息率 (%)	16年预测股息率 (%)
1398 HK	工商银行	买入	7.70	62.79	4.67	4.30	0.78	0.69	7.14	7.40
939 HK	建设银行	买入	9.00	66.67	4.70	4.36	0.77	0.69	6.71	7.18
1288 HK	农业银行	买入	5.38	78.15	4.09	3.78	0.67	0.60	7.86	8.28
3988 HK	中国银行	买入	6.10	73.79	4.46	4.01	0.64	0.58	7.48	8.19
3328 HK	交通银行	买入	9.53	71.10	5.24	4.74	0.64	0.58	5.83	6.28
3968 HK	招商银行	买入	27.20	48.80	5.92	5.26	1.02	0.89	5.06	5.68
1988 HK	民生银行	买入	12.68	67.28	4.36	4.13	0.74	0.64	3.46	3.63
998 HK	中信银行	持有	7.25	43.56	4.39	4.04	0.65	0.58	6.93	7.43
6818 HK	光大银行	买入	5.78	57.49	4.66	4.45	0.66	0.58	6.47	6.81
3698 HK	徽商银行	买入	4.69	37.54	4.96	4.62	0.71	0.62	5.87	6.60
6138 HK	哈尔滨银行	买入	3.60	62.90	4.53	4.02	0.58	0.52	6.79	7.35
1963 HK	重庆银行	买入	9.28	61.11	4.27	4.15	0.64	0.54	5.43	6.29

来源: 彭博, 农银国际证券估算



中国证券行业翘楚将继续引领市场

- 资本市场融资占社会融资规模比重将上升
- 发展多层次资本市场、修改证券法以及发展杠杆金融产品等因素于 2016 年均有大型及全国性券商
- 融资融券业务仍然是低风险业务并有增长空间
- 自营业务收益仍被政策风险所左右，或为 2016 年行业盈利带来惊喜
- 监管指令影响业务的独立性

预期中国 A 股总市值与名义 GDP 的比例从 2014 年的 59% 上升至 2015 年的 62%，这个比例仍低于美英日市场，它们的股市市值与 GDP 值比例分别为 146%、137% 及 90%。因中国股票资本市场发展滞后，实体经济面对财务杠杆偏高的金融风险 and 资产负债期限错配的流动性风险。当前经济结构转型，银行业的系统风险上升。要应对风险及提供足够资金给经济发展，政府要加快发展债券及股票市场，扩宽海外投资者资金流入国内资本市场渠道。

修改证券法、发展多层次资本市场，以及创新金融产品将有助于推动资本市场。全国性券商及资产管理公司将受惠于他们在金融资源分配越来越重要的角色。银行业在全社会融资规模的占比将被非银金融业所侵蚀。2015 年首九个月，债券及股票融资占社会融资规模的 13.2%，据我们推算，这占比每升一个百分点将净提升债股市场 17960 亿元人民币。

融资融券在 2016 年仍是低风险、盈利丰厚的业务。两融业务为证券经纪市场带来 10-15% 的日均交易额。两融余额占 A 股流通市场少于 4%，抵押品值是余额的 250%。两融贷款者平均贷款额约一百万元。两融贷款者总数少于 A 股开户投资者总数的 2%，且少于活跃 A 股投资者总数的 11%。两融净利息收入占行业总收入的 11%。

证券行业经营模式将从交易经纪模式转为贷款模式或融投顾问咨询模式。证券经纪交易佣金率下行是行业大势。两融业务本质就是抵押贷款业务，其长远增长动力受券商的资本规模限制。部分券商已拓展至融投顾问咨询业务，相对较少消耗资本，但偏重专业人才规模，它们享受行业先行者的优势。

自营交易业务为券商于 2016 年盈利带来惊喜。2015 年第 3 季，A 股股市泡沫破灭之后，监管机构要求券商出资及其自营部门买入 A 股支持股市。部分券商投资额可达到其净资本的 15%。若 2016 年股市好转，这部分自投业务将成为推动券商于 2016 年的盈利动力之一。

当前 T+1 日现金/股票交收制度限制经纪交易业务增长。A 股泡沫于 2007-08 年及 2015 年中爆破时，都是在 A 股总市值大于 M1 货币总供应量。按当前股票交收制度，M1 货币总供应量是经纪证券交易的限线，除非投资者自行在场外增加杠杆投资。假设 2016 年 M1 同比增长 8-10%，沪深 300 指数在 M1 货币供应限制前，可挑战 4300 点。

于 2016-2017 年，更多杠杆证券产品推出。两融余额大幅上升显示市场有一群富裕及风险承受能力较强的投资者对杠杆证券产品(例如衍生品股票证券)有需求。

风险因素：1、市场放开风险；2、政策变动风险；3、信用及投资风险；4、公司治理问题；5、监管指令影响业务的独立性；6、行业 Beta 值(相对恒指)高达 1.8

中国证券业

增持

分析员: 陈宋恩
电话: (852)21478805
电邮: philipchan@abci.com.hk

行业主要数据

2016 年预测市盈率均值 (倍)	9.43
2016 年预测市净率均值 (倍)	1.16
2016 年预测股息收益率均值 (%)	3.44

来源: 彭博、农银国际证券预测

行业股价表现 (%)

	绝对	相对*
3 个月	27.9	20.8
6 个月	(27.7)	(13.7)
12 个月	(21.5)	(17.1)

*相对恒生指数

来源: 彭博、农银国际证券

1 年行业表现 (%)



来源: 彭博、农银国际证券

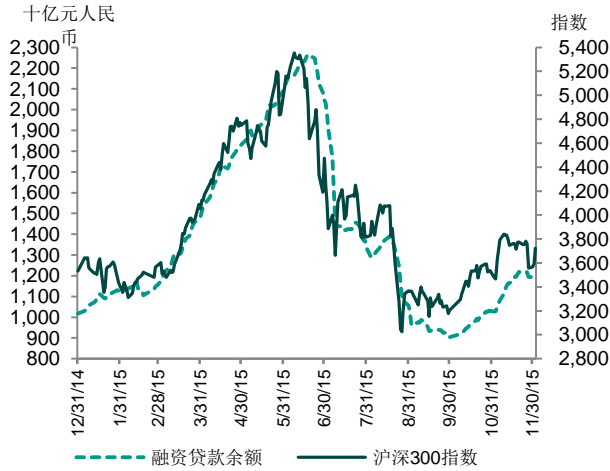
行业收入构成 (%)

	2014	1-9/2015
代理买卖证券业务	40.3	50.1
证券投资收益(含公允价值变动)	27.3	23.5
利息净收入	17.1	11.2
证券承销与保荐业务	9.2	5.5
受托客户资产管理业务	4.8	4.1
财务顾问业务	2.7	1.7
投资咨询业务	0.9	0.7
其他	-2.3	3.2
总营业收入	100.0	100.0

来源: 中国证券业协会

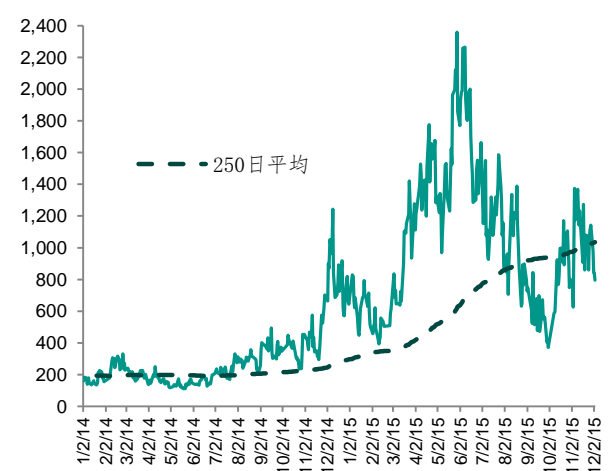


图表 1: 股票融资贷款余额与沪深 300 指数



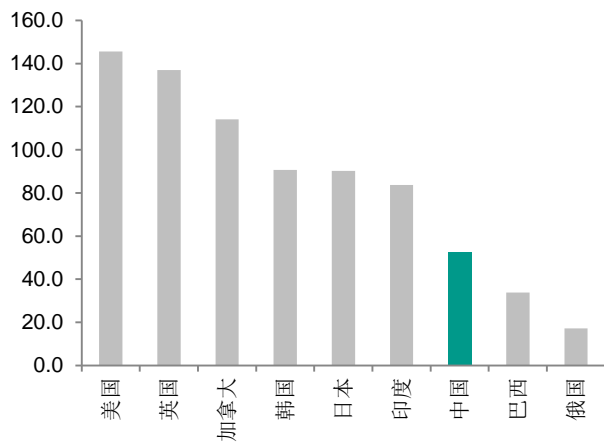
来源: 彭博、农银国际证券

图表 2: 每日 A 股交易额 (人民币 10 亿元)



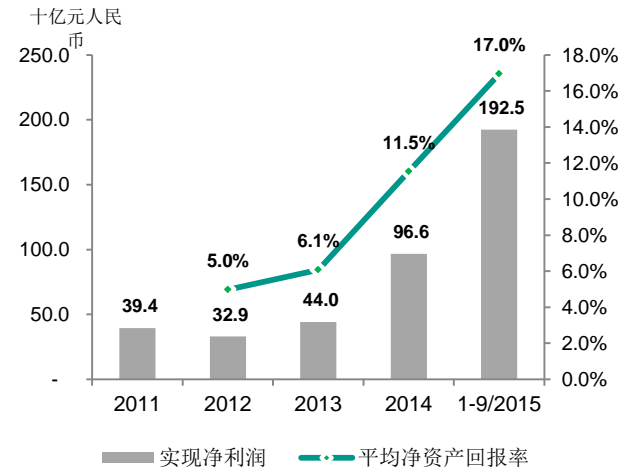
来源: 彭博、农银国际证券

图表 3: 目前的股票市值 / 2014 年 GDP (%)



来源: 彭博、农银国际证券

图表 4: 中国证券业的盈利能力



来源: 中国证券业协会、农银国际证券

行业估值摘要 (数据截至 2015 年 12 月 3 日)

股票代码	公司名称	股价 (港元)	2015 预测 市盈率 (倍)	2015 预测 市净率 (倍)	2015 预测 股息率 (%)	2015 预测 ROAE (%)	2016 预测 市盈率 (倍)	2016 预测 市净率 (倍)	2016 预测 股息率 (%)	2016 预测 ROAE (%)
6837	海通证券	13.58	8.64	1.24	3.15	14.44	9.46	1.13	3.01	12.47
6030	中信证券	18.44	9.77	1.34	2.82	13.90	9.81	1.23	2.90	13.04
6886	华泰证券	19.06	10.81	1.42	2.57	13.32	11.56	1.30	2.40	11.77
6881	银河证券	7.15	6.50	1.04	4.63	16.19	7.97	0.93	3.91	12.32
3908	中国国际金融	11.36	11.28	1.36	-	16.32	14.64	1.24	1.84	8.86
1375	中州证券	4.40	6.72	1.48	7.63	23.25	5.78	1.30	8.18	23.97
1456	国联证券	4.99	6.23	1.02	3.16	19.56	4.32	0.85	3.89	21.43
1476	恒投证券	3.72	4.73	1.08	-	24.71	8.70	0.96	2.30	11.66

注: @ HK \$0.8253/人民币; ROAE: 股东权益平均回报率

来源: 彭博、农银国际证券预测



2016 年将充满挑战

- ✎ 液态奶及配方奶粉行业在 2016 年或经历低增长或负增长；两孩政策于 2016 年对乳品行业影响有限
- ✎ 厄尔尼诺现象及主要生产商主动降低牛奶产量可能令奶粉全球供应量增长减慢，对国内原料奶价格或有支持
- ✎ 乳品企业可能通过并购实现外延式增长，股票价格可能会受到收购消息影响

液态奶行业见低增长。中国消费减速，加上中国消费者对国外进口乳制品兴趣增加，液态奶行业可能会出现较低增长。价格压力偏低及下游需求疲弱，对原料奶供应商前景不利。

配方奶粉行业表现不佳。达能出售多美滋，蒙牛亦整合奶粉业务，合生元收购 Swisse Wellness 公司，均预示着市场对奶粉行业未来中短期的前景看淡。我们认为，国产奶粉行业低迷主要是由于消费者对国内产品质量信心甚低，加上电子商务发达，令消费者更容易获得国外产品。

新人口政策对乳制品行业短期影响不大。政府在 2015 年下半年宣布两孩政策，但我们相信因各种行政和社会因素，该政策需要经过一段时间才可以全国施行。因此，2016 年，我们认为政策对乳制品行业于的直接影响有限。

供应压力或令国际奶粉价格上升。2015 年厄尔尼诺现象令全球升温，全球气温上升现象有可能延伸至 16 年第 1 季，影响主要乳制品出口国的产奶量。同时，我们预计供货商主动减产，将令全球牛奶产量增长放缓，有助于提升国际奶粉价格，缓解对中国原奶价格下行压力。

内生性增长空间有限。因行业和经济环境处于下行周期，我们认为行业的成长机会有限。我们认为，大型乳制品企业会加紧收购力度，并以多样化的产品组合，加强其领导地位。具体来说，全国性企业将收购地方性企业以增加巴氏奶及冷藏酸奶产品的市场份额。此外，一些企业可能会进行其他非乳制品行业的扩张。同时，最近国家推出的限制奶粉企业配方数量的措施将会对整体的奶粉行业进行整合，大型奶粉企业或将受惠。

风险因素：1) 宏观经济增长放缓风险；2) 政策风险；3) 食品安全风险；4) 乳制品市场供需不平衡风险；5) 消费者因更容易购买到海外产品而对国内品牌忠诚度降低。

中国乳品业

中性

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

行业主要数据

2016 年预测市盈率均值 (倍)	18.37
2016 年预测市净率均值 (倍)	1.69
2016 年预测股息收益率均值 (%)	1.17

来源: 彭博、农银国际证券预测

行业股价表现 (%)

	绝对	相对*
3 个月	(10.50)	(7.33)
6 个月	(7.02)	0.92
12 个月	(10.01)	(4.11)

*相对恒生指数

来源: 彭博、农银国际证券

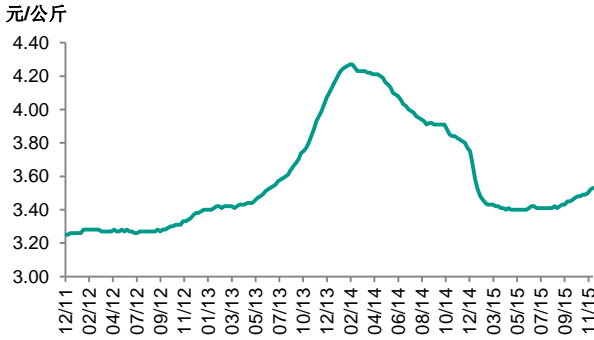
1 年行业表现(%)



来源: 彭博、农银国际证券

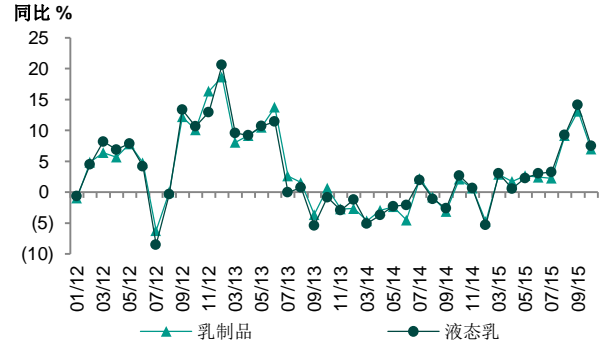


图表 1: 中国原奶价格



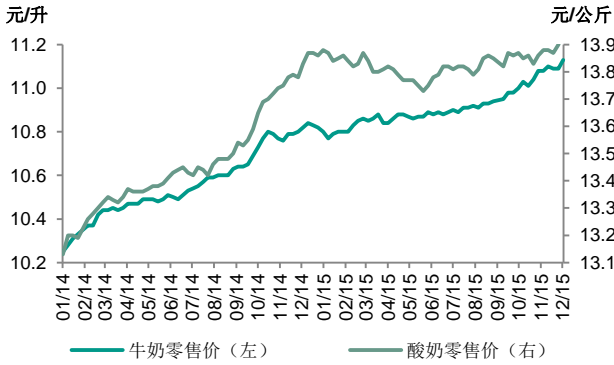
来源: Wind 资讯、农银国际证券

图表 2: 中国乳制品产量增长



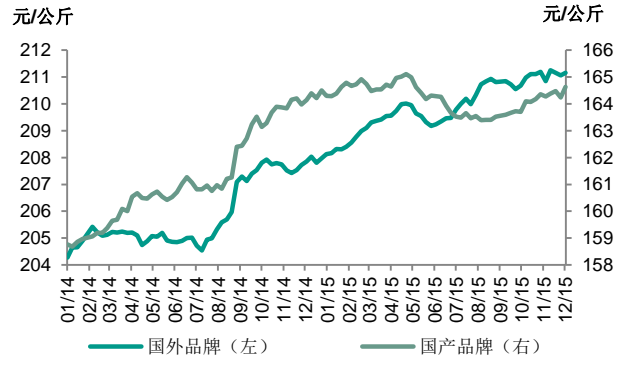
来源: Wind 资讯、农银国际证券

图表 3: 中国牛奶和酸奶零售价走势



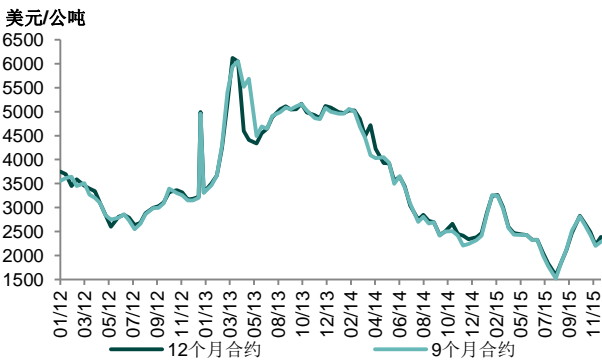
来源: Wind 资讯、农银国际证券

图表 4: 中国奶粉价格走势



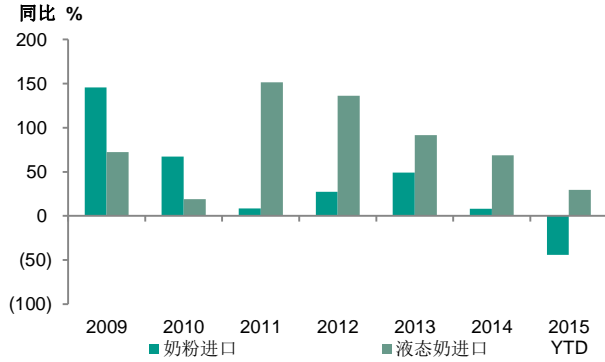
来源: Wind 资讯、农银国际证券

图表 5: 国际奶粉价格



来源: 彭博、农银国际证券

图表 6: 中国乳制品进口增长速度



来源: Wind 资讯、农银国际证券

行业估值摘要 (数据截至 2015 年 12 月 3 日)

股票代码	公司名称	目标价 (港元)	股价回报 (%)		市盈率 (倍)		市帐率 (倍)		平均股本回报率		收入增长 (同比 %)		净利润率 (%)	
			3 个月	年初至今	FY16F	FY17F	FY16F	FY17F	FY16F	FY17F	FY14	1H15	FY14	1H15
2319 HK	蒙牛	15.14	(4.21)	(19.63)	16.15	12.50	2.19	1.92	11.80	13.88	15.44	(1.05)	4.70	5.24
6863 HK	辉山乳业	N/A	0.35	113.33	36.19	25.97	2.44	2.27	7.49	9.31	11.13	7.14	23.10	17.87
1117 HK	现代牧业	2.59	(1.84)	(3.62)	12.16	10.81	1.81	2.03	9.79	9.87	52.82	(5.70)	14.63	19.57
1431 HK	原生态牧业	N/A	7.27	(22.37)	4.45	4.08	0.40	0.37	9.32	10.40	32.03	(2.57)	44.80	2.00
1432 HK	圣牧有机	1.72	(4.55)	(29.71)	9.72	7.35	2.01	1.65	15.72	17.33	86.45	52.78	33.35	24.11
1112 HK	合生元	12.91	0.76	(16.94)	11.54	9.15	1.85	1.58	17.10	18.59	3.73	(10.33)	17.05	10.44
1230 HK	雅士利	N/A	(8.25)	(13.70)	38.23	25.70	1.15	1.13	3.28	4.46	(27.6)	(24.85)	13.50	6.50

来源: 彭博、农银国际证券预测



市场领导者在 2016 年取胜

- 健康险、农业险和互联网保险的市场领导者会于 2016-17 年有较高保费增长
- 新的偿付能力制度于 2016 年实施，将导致市场集中度提高，有利于资本实力雄厚的保险龙头企业
- 寿险保险费率进一步市场化将刺激需求
- 公司债券市场的快速扩张有助于提高保险业固定收益类投资收益率

保险渗透率及密度上升，带动保费收入增长。渗透率（即保费/名义经济产出值）从 2013 年的 2.93% 上升至 2014 年的 3.18% 及 2015 年首九个月的 3.9%。政府 2020 年目标渗透率及密度将分别达到 5% 及 3500 元人民币，这目标预示人均原保费收入及名义经济产出值从 2014 年至 2020 年的复合增长率分别为 15.4% 及 7.0%。

2016 年实施偿付二代（C-ROSS）制度或导致市场集中度进一步提高。C-ROSS 是保险业新的偿付能力制度，类似银行业的资本充足率制度。C-ROSS 的执行将提高保险公司最低资本金要求和应对风险能力，并有助于降低行业系统性风险。领先的再保险公司如中再保（1508）或将受惠于保险公司出售保单以减少其资本的消耗。我们认为保险行业于 2016-2017 年将现新一轮融资或上市的浪潮。小型的保险公司被收购合并活动将增加。近期，中国银行（3988）收购中航三星人寿（后改名为中银三星人寿）的 51% 股权；恒大地产（3333）收购中新大东方人寿（后改名为恒大人寿）的 50% 股权。

寿险费率市场化后刺激市场的需求。人身险里的寿险业务保费收入增长率从 2014 年的 15.7% 上升至 2015 年首 10 个月的 21.2%。市场化后，新保单的折现率上升，寿险公司需增加风险资产比重提升回报。因存款利率的下降，我们预期保险公司将增加持有高利率的企业债券，抵消新保单的折现率的增加。寿险公司风险资产的比例趋增。

健康险快速增长利好行业领头羊。人身险里健康险保费收入同比增长率从 2014 年的 41% 上升至 2015 年首 10 个月的 48%。保费收入持续快速增长有利健康险行业领头羊如中人寿（2628）及平保（2318），它们的市占率分别达到 18% 及 11%。

财险业内的农业险保费收入快速增长。以车险为主的财险公司受到汽车销售放缓至单位数增长率的不利影响。可是，农业险的保费收入同比增长率从 2014 年的 6.3% 上升至 2015 年首 10 个月的 15%。我们预期农业险将成为财险业的新增长点。中国财险（2328）是农业险的龙头，市占率达 54%，将受惠这发展。

互联网保险发展潜力乐观。蚂蚁金融（阿里巴巴集团的金融服务旗舰）、腾讯（700）及平保一起参股的互联网财险公司众安保险于首年营运便获利。可见，互联网平台营运商拥有大量日均客流量，再加上云计算能力，以及大量的交易量可为互联网财险公司提供竞争优势。

蓬勃的企业债市场有助提高保险公司投资回报率。我们认为银行业脱媒化将有助高息的企业及公司债市场增长。保险公司可投较高息的定息证券提高其投资回报。

风险：1) 保费率市场化；2) 政策变动所带来的风险；3) 投资风险；4) 经济增长及家庭收入增长放缓；5) 行业潜在有融资需求；6) 国外资本面对汇率变化风险；7) 行业的贝塔系数（相对恒指）>1.40。

中国保险业

正面

分析师: 陈未恩
联系电话: (852) 2147 8805
电邮: philipchan@abci.com.hk

行业主要数据

2016 年预测市盈率均值 (倍)	11.43
2016 年预测市净率均值 (倍)	1.46
2016 年预测股息收益率均值 (%)	1.44

来源: 彭博、农银国际证券预测

行业股价表现 (%)

	绝对	相对*
3 个月	15.5	8.4
6 个月	(21.5)	(2.5)
12 个月	20.0	24.3

*相对恒生指数

来源: 彭博、农银国际证券

1 年行业表现 (%)



来源: 彭博、农银国际证券

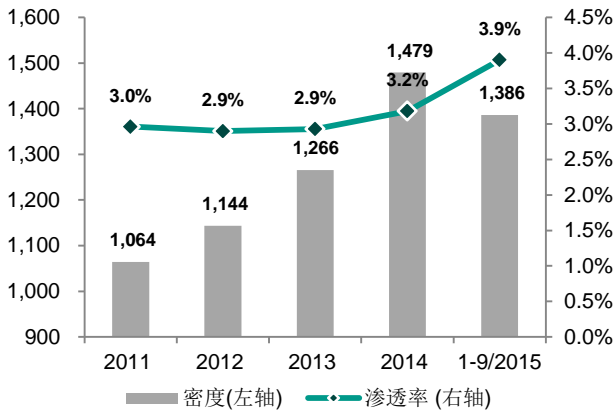
偿付能力充足率 (%)

6/30/2015	寿险	财险
中国人寿	309	-
新华保险	246	-
中国平安	215	154
中国太保	225	201
人保	309	226
太平	325	171
人保财险	-	226
中再保	267	241

来源: 各公司

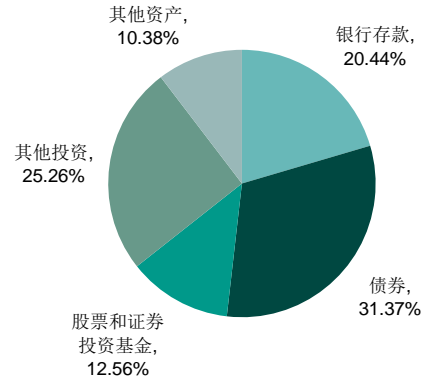


图表 1: 保险密度 (人均保费元) 和渗透率(保费/名义 GDP 值)



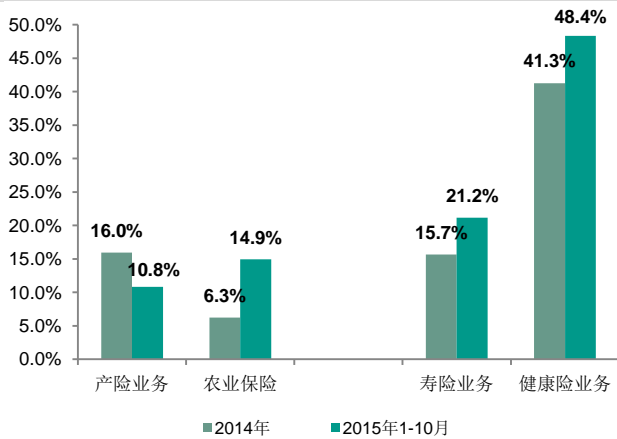
来源: 中国保监会、国家统计局、农银国际证券

图表 2: 保险业资产配置 (10/ 2015)



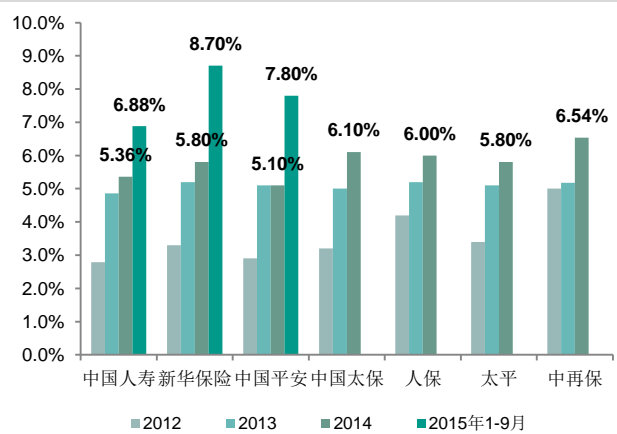
来源: 中国保监会、农银国际证券

图表 3: 总原保费 (同比增长)



来源: 中国保监会、农银国际证券

图表 4: 保险公司的总投资收益率



来源: 公司、农银国际证券

行业估值摘要 (数据截至 2015 年 12 月 3 日)

股票代码	公司名称	股价 (港元)	每股内含价值 (人民币)	股价/内含价值 (倍)	15 年预测市盈率 (倍)	15 年预测市净率 (倍)	15 年预测股息率 (%)	15 年预测 ROAE (%)	16 年预测市盈率 (倍)	16 年预测市净率 (倍)	16 年预测股息率 (%)	16 年预测 ROAE (%)
2628	中国人寿	26.75	18.29	1.21	14.11	1.97	2.19	14.08	13.30	1.76	2.40	13.97
1336	新华人寿	34.70	31.81	0.90	9.66	1.55	1.06	16.55	9.52	1.35	1.14	15.15
2318	中国平安	44.25	28.96	1.26	11.99	1.84	1.30	16.13	11.45	1.61	1.40	15.02
2601	中国太保	33.45	21.39	1.29	15.17	1.88	2.24	12.60	15.10	1.72	2.31	11.90
1339	人保	4.09	2.98	1.13	8.26	1.28	0.33	15.64	8.77	1.10	0.33	13.51
966	太平	24.00	19.89	1.00	10.80	1.40	-	12.78	11.96	1.26	0.13	11.11
2328	人保财险	17.40	-	-	10.63	2.03	2.33	19.58	11.06	1.80	2.39	17.23
1508	中再保	2.50	1.69	1.22	10.42	1.19	1.70	12.31	10.27	1.09	1.41	11.07

注: @ HK \$0.82559/人民币; ROAE: 股东权益平均回报率

来源: 彭博、农银国际证券预测



核能崛起

- ✎ 核电应该是中国未来重点的替代能源，因为它更清洁，更高效，而且无污染物排放
- ✎ 核电发电量目前仅占中国总发电量的 2%，显示仍有很大的发展空间。我们预计中国的核电发电在 2014 至 2020 年将有强劲的 20% 的年复合增长率增长
- ✎ 我们认为核电运营商应该是主要受益者，因为他们应该会面对更少的海外同行的竞争
- ✎ 维持对中国核电行业的正面投资评级

中国在未来十年间将广为使用核电。我们认为，对于环境问题而不断上升的公众关注以及核电相对于其他清洁能源的优势，将会使中国的核电发电量在未来十年录得快速增长。核电运营商很可能在 2016 年及以后录得强劲的盈利增长。我们维持对行业的正面投资评级。

核电应该是未来重点的替代能源，值得投资者重点关注。对比其它替代能源，我们认为核电该会在中国替代传统火力发电。核电对比其他替代能源有下列优势 1) 更低的发电成本；2) 更高效；3) 几乎没有污染物排放；4) 在大多数天气条件下有稳定的输出。

中国将会推动核电发展，发电量在 2014 至 2020 年将会有 20% 的复合年增长率。核电占总发电量的平均水平在发达国家约为 30%，世界平均水平约为 14%，中国目前的核电发电量在 2014 年对总发电量的贡献仅为 2%，这表明中国有足够的空间发展核电。根据核电中长期发展规划，中国政府的目的是提高核电装机容量从 2014 年底的 19.9GW 到 2020 年底的 58GW，隐含了 20% 的年复合增长率。如果我们假设核电利用小时数在每年 7,000 小时保持不变，核电发电量在 2014 至 2020 年也应该会录得强劲的 20% 的年复合增长率。此外，我们认为更多的核电鼓励政策和发展目标将会推出。

偏好核电运营商。我们认为核电运营商应该是中国的核电运动的直接以及主要的受益者。与设备制造商不同，核电运营商应该会面对更少的海外同行的竞争，因为他们可以享受独家发电权。这表明核电运营商的盈利将会有更好的支持。

中广核电力 (1816 HK, 买入)。我们偏好中广核，由于 1) 它是全国最大的核电运营商 2) 其大多数的资产都位于富裕的沿海地区包括广东。该股票基于彭博市场预测目前在 18 倍/15 倍的 2015 年/16 年预测市盈率，相对于它最接近的竞争对手中国国家核电 (601985 CH, NR) 而言是 53%/54% 折让，我们认为现在估值并不昂贵。

风险因素：1) 操作安全；2) 利用小时下降；3) 施工风险；4) 电价风险；5) 货币和利率风险；6) 政策风险

中国核电业

正面

分析员：吴景荃
电话：(852) 2147 8869
电邮：kelvinng@abci.com.hk

行业主要数据

16 年预测市盈率均值 (倍)	23.50
16 年预测市净率均值 (倍)	2.70
16 年预测股息收益率均值 (%)	1.60

来源：彭博、农银国际证券预测

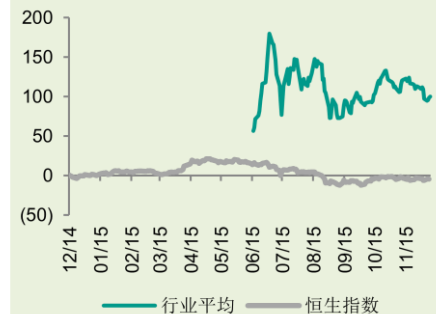
行业股价表现 (%)

	绝对	相对*
1 个月	(9.42)	(6.66)
3 个月	2.76	(4.81)
6 个月	(45.08)	(27.31)

* 相对于恒生指数

来源：彭博、农银国际证券

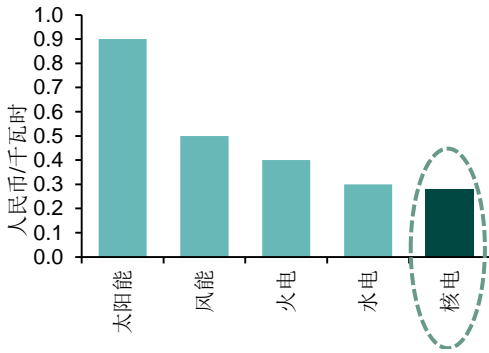
1 年行业表现 (%)



来源：彭博、农银国际证券

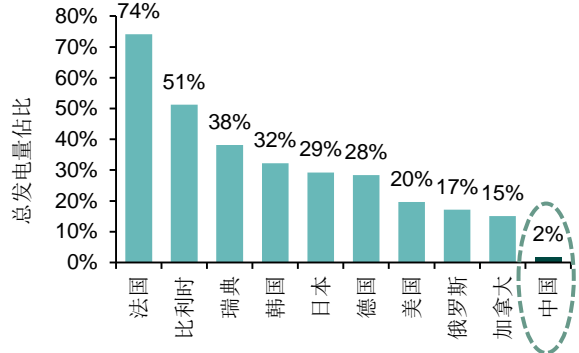


图表 1: 核电比其他能源有低发电成本优势



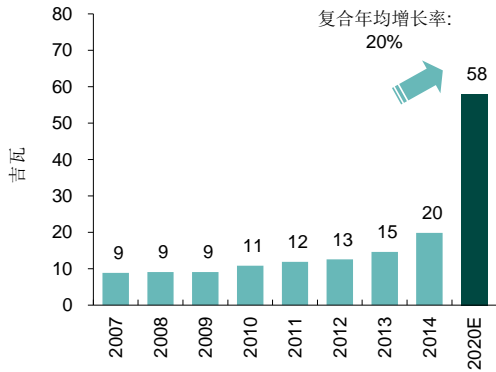
来源: 华电福新、农银国际证券

图表 2: 中国仍然有足够的空间来发展核电 (2010年)



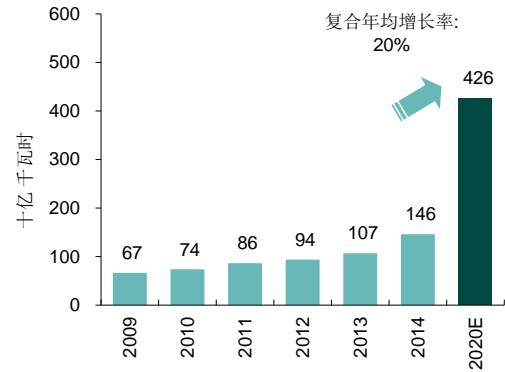
来源: Caijing.com、农银国际证券

图表 3: 中国将加快核电发展, 装机容量增长迅速



来源: 国家能源局、农银国际证券预测

图表 4: 核电发电量在 2014 年至 2020 年期间将会有强劲增长



来源: 国家能源局、农银国际证券预测

行业估值摘要 (截至 2015 年 12 月 3 日)

股票代码	公司名称	股价	市值 百万美元	预测市盈率 (倍)		预测市净率 (倍)		预测股息收益率		预测净资产收益率	
				FY15	FY16	FY15	FY16	FY15	FY16	FY15	FY16
中国 and 香港											
1816 HK	中广核电力	2.98	17,475	17.6	14.9	1.9	1.7	2%	2%	11%	12%
601985 CH	中国核电	9.92	24,183	37.3	32.1	4	3.7	1%	1%	13%	12%
平均值				27.4	23.5	3	2.7	1%	2%	12%	12%
亚洲											
9501 JP	Tokyo Electric Power	766	10,027	3.8	8.4	0.5	0.6	0%	0%	12%	5%
9503 JP	Kansai Electric Power	1,420	10,859	10.7	11.7	1.1	1	1%	1%	10%	10%
9508 JP	Kyushu Electric Power	1,357	5,242	12.6	9.1	1.4	1.3	1%	1%	13%	14%
015760 KS	Korea Electric Power	48,950	27,006	6.7	5.4	0.5	0.4	3%	3%	21%	9%
平均值				8.5	8.7	0.9	0.8	1%	1%	14%	10%
国际											
EOAN GR	E.On Se	8.96	19,548	10.9	11.5	0.8	0.8	6%	6%	7%	7%
EDF FP	Edf	13.49	27,345	6.7	7.3	0.7	0.7	9%	9%	11%	10%
DUK US	Duke Energy Corp	66.23	45,588	14.4	14	1.1	1.1	5%	5%	8%	8%
NEE US	Nextera Energy Inc	96.42	44,405	17.1	15.6	1.9	1.9	3%	4%	12%	12%
EXC US	Exelon Corp	27.14	24,957	10.8	10.9	0.9	0.9	5%	5%	9%	8%
FE US	Firstenergy Corp	32.05	13,558	11.9	11.3	1	1	4%	5%	9%	9%
ETR US	Entergy Corp	64.36	11,481	11.2	12.8	1.1	1.1	5%	5%	10%	9%
平均值				11.9	11.9	1.1	1.1	5%	5%	9%	9%

来源: 彭博、农银国际证券预测



前景亮丽

✍ 政策支持将持续，包括降息和宽松房贷等政策

✍ 国内公司债转趋活跃，融资成本下降。国内公司债资金用途较有弹性，可用于建设、土地收购、一般营运资金等用途。反之，海外债资金一般则只能用于土地收购。

✍ 预计 2016 年中国房价将同比增长 5%，而一线城市将增长更快达 10%

2015 年- 充满政策支持的一年。自 2014 年 11 月以来，中国已大幅削减利率六次共 165 点子；存款准备金也从 20% 下降至 17.5%。利率下降，降低了开发商的融资成本，也减轻了按揭购房者的经济负担。中央政府还针对房地产行业推出了具体的扶持政策：1) 增加投资需求。除了在一线城市及三亚以外，限购基本已在 2014 年已完全取消；自 2015 年 3 月，二套房贷款的首付比例也从 50% 下降至 40%。2) 增加二三线城市需求。自 2015 年 9 月，非限购城市里首套房房贷的首付比例从 30% 减少到 25%。踏入 2016 年，我们认为推动房地产依然是重振中国经济放缓的有效途径。因此，我们相信 2016 年楼市政策将继续维持宽松，尤其是低线城市。我们预测 2016 年中国房价将同比增长 5%，而一线城市将增长更快达 10%。

国内公司债转趋活跃，融资成本下降。国内开发商在今年首 10 月共发行约 1,318 亿元人民币公司债，比同期发行的规模为 83 亿美元的海外美金债（约人民币 530 亿）要高。中国境内公司债券有几个主要优点：1) 利率较低。国内企业债券的平均票面利率仅为 4.93%，远低于海外债平均 8.22%。2) 免除汇率风险；3) 资金用途较有弹性。从国内企业债券募集所得款项可用于建设、土地收购、一般营运资金等用途。反之，海外债资金一般则只能用于土地收购。

万达是我们首选；恒大和龙光也是我们翹爱。在房地产行业，我们选择万达作为我们的首选，因其项目较多位于低线城市，将受惠宽松政策支持。我们也喜欢恒大，因其融资成本将受惠降息而减少。龙光是我们中小型开发商的首选，鉴于其深圳项目将有良好表现，因深圳房价大幅上涨。

风险因素：1) 土地竞争激烈，可能导致毛利率下降；2) 净负债率可能激增，如开发商过量发行公司债。

中国房地产业

正面

分析员: 董耀基

电话:(852) 21478311

电邮:kennethtung@abci.com.hk

行业主要数据

2016 预测市盈率均值 (倍)	5.3
2016 预测市账率均值 (倍)	0.7
2016 预测股息收益率均值 (%)	5.8

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	6.10	7.09
3 个月	21.61	14.53
6 个月	(10.82)	7.82

*相对于恒生指数

来源: 彭博、农银国际证券

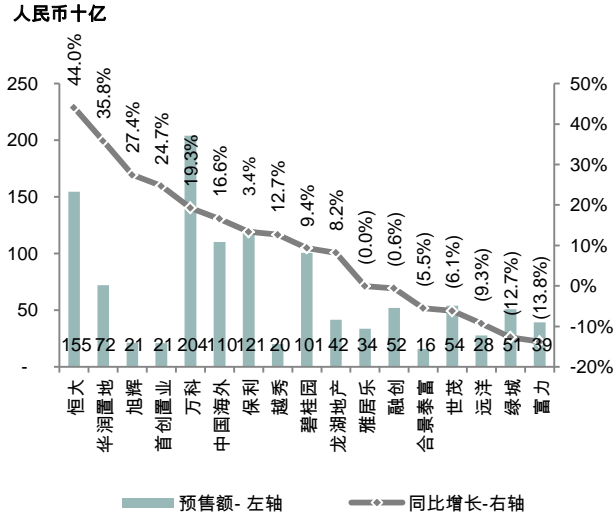
1 年行业表现 (%)



来源: 彭博、农银国际证券

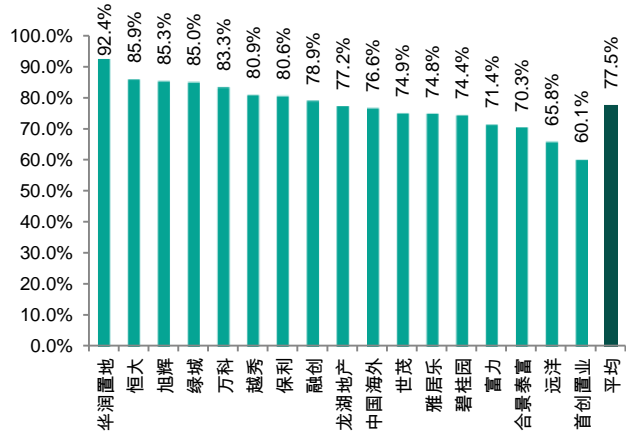


图表 1: 10M15 预售



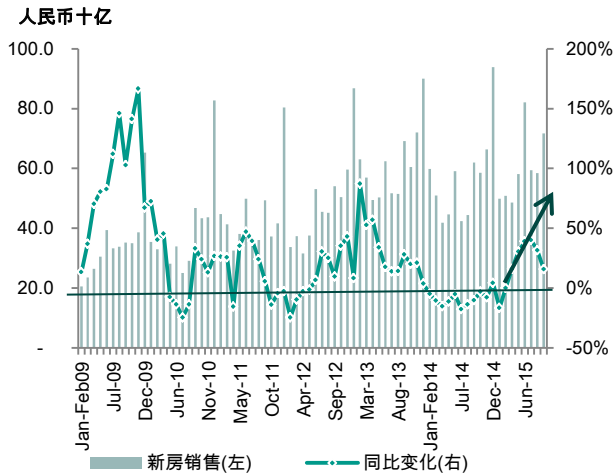
来源: 公司、农银国际证券

图表 2: 销售目标完成率(2015年10月)



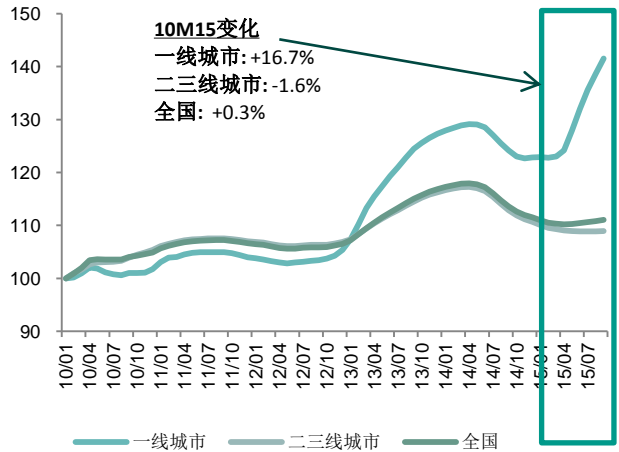
来源: 公司、农银国际证券

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

行业估值概要 (数据截至 2015 年 12 月 3 日)

股票代码	公司名称	评级	目标价 (港元)	上升空间 (%)	15年预测 市盈率(倍)	16年预测 市盈率(倍)	15年预测 市账率(倍)	16年预测 市账率(倍)	15年预测 股息率(%)	16年预测 股息率(%)
3699 HK	万达	买入	78.10	64	10.6	7.8	1.1	1.0	2.8	3.9
3333 HK	恒大	买入	8.30	36	9.0	5.3	0.7	0.7	5.6	9.4
3380 HK	龙光	买入	4.70	83	5.1	4.7	0.8	0.8	5.1	5.8
688 HK	中海	买入	32.0	17	9.2	6.5	1.3	1.2	2.2	3.1
817 HK	金茂	买入	3.40	37	6.9	5.3	0.7	0.6	4.7	6.3
884 HK	旭辉	买入	2.20	24	4.4	4.0	0.7	0.7	6.8	7.3
1918 HK	融创	买入	9.40	64	5.2	4.0	0.8	0.7	3.5	4.5
1668 HK	华南城	买入	3.20	79	4.1	3.0	0.6	0.6	10.6	13.4
3900 HK	绿城	持有	6.60	-22	4.8	4.9	0.6	0.5	5.7	6.5

来源: 彭博、农银国际证券预测



中国将进入垃圾焚烧时代

- 中国日益增长的城市化率应促使政府在城镇地区提升固体废物处理设施
- 政府将继续加快采用焚烧处理技术,这将有助于焚烧运营商在 2016 年实现强劲的 15%-20%的同比盈利增长
- 我们认为国有企业的运营商应该会受益最多,因为他们有更低的借款利率和与当地政府更密切的关系
- 维持中国垃圾焚烧行业正面评级

强劲的盈利增长在 2016 年将持续。我们认为,垃圾焚烧应该是未来中国的居民处理固体废物的主要方法,而中国将进入长达十年的垃圾焚烧的时代。焚烧运营商应该是主要受益者,并很可能在 2016 年看到强劲的盈利增长,我们维持正面的行业投资评级。

不断提高的城镇化率将会在不久的将来推动焚烧处理的需求。据国家发改委估计,中国的城市化率很可能由 2013 年的 54%提高到 2020 年的 60%。持续提高的城镇化率应会令主要城市目前的固体废物处理系统(主要是填埋)无法满足需求,因此刺激焚烧设施的需求。

中国将加速采用焚烧处理技术。目前近 70%的中国城镇居民生活垃圾是通过填埋处理,其他的 30%是通过焚烧处理。由于中国政府的目标是将垃圾的整体焚烧处理率由 2013 年的 30%提升至 2020 年的 45%,我们认为这对焚烧运营商而言是即将到来的一个蓝海。因此,我们预测焚烧运营商在 2016 年应会录得 15%-20%的同比盈利增长。

偏好拥有优良资产的国有企业。我们认为,国有企业比民营企业在这一行业更有竞争优势,主要的原因有:(1)可以享有更低的贷款利率从而降低因收购项目而产生的财务负担(2)可以与当地政府有更好的关系,以致比民营企业及海外企业更易获得新项目。此外,公司控制的垃圾发电项目位于较富裕的地区应有助于降低违约风险,因为在这些地区的居民有更高的负担能力。

中国光大国际 (257 HK, 买入)。我们继续看好拥有优良资产的国有企业。光大国际的大多数垃圾发电项目位于中国富裕的沿海地区如苏州,济南,宜兴等。一般而言,富裕地区的违约风险较低,这应该让光大国际维持强劲的现金流。根据彭博社综合预测,该公司目前在 24 倍/18 倍的 2015 年/16 年预测市盈率,与国际同业平均水平的 23 倍/22 倍相近,我们认为估值并不昂贵。

风险因素: 1) 客户违约风险; 2) 空气污染的关注可能放缓焚烧炉建设; 3) 政策风险。

中国固体废物处理业

正面

分析员: 吴景荃
电话: (852) 2147 8869
电邮: kelvinng@abci.com.hk

行业主要数据

16 年预测市盈率均值 (倍)	18.40
16 年预测市净率均值 (倍)	2.40
16 年预测股息收益率均值 (%)	1.40

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	(4.94)	(2.18)
3 个月	22.90	15.34
6 个月	(14.02)	3.75

* 相对于恒生指数

来源: 彭博、农银国际证券

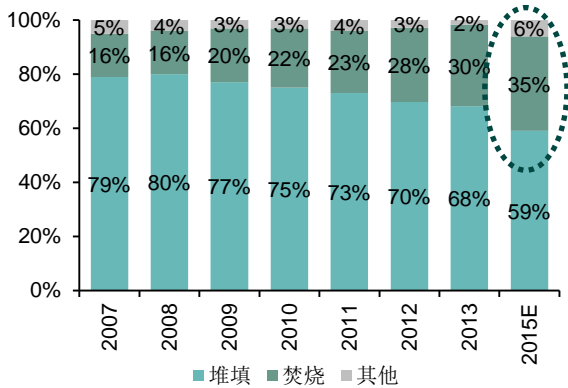
1 年行业表现 (%)



来源: 彭博、农银国际证券

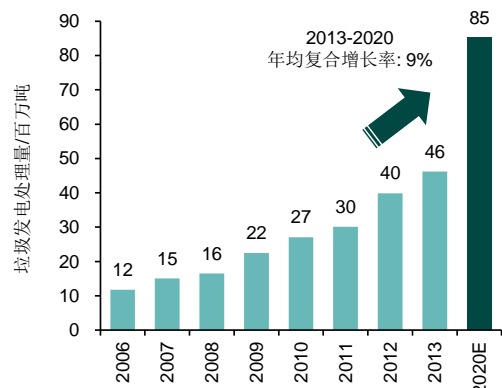


图表 1: 中国将会推升城镇废物处理量中的焚烧部分比重



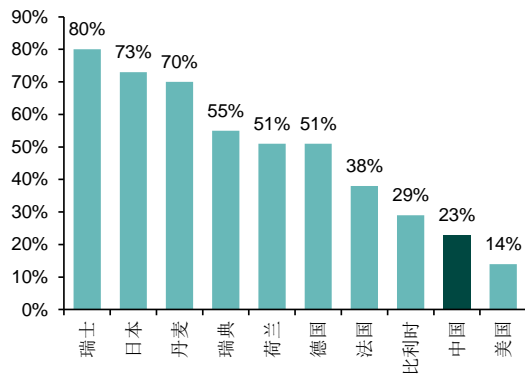
来源: 国家环保部、农银国际证券预测

图表 2: 通过焚烧方式处理的城镇固体废物量将保持强劲增长



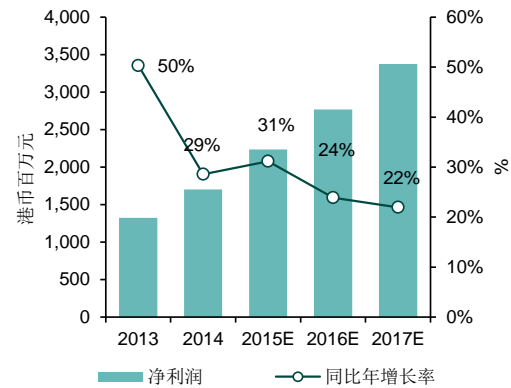
来源: 国家环保部、农银国际证券预测

图表 3: 全球垃圾发电处理量对于整体住宅垃圾处理量的占比 (2011)



来源: CB.com、农银国际证券

图表 4: 光大国际在未来几年应保持强劲的盈利增长



来源: 公司资料、农银国际证券预测

行业估值摘要 (截至 2015 年 12 月 3 日)

股票代码	公司名称	股价	市值 (百万 美元)	预测市盈率 (倍)		预测市净率 (倍)		预测股息收益率		预测净资产收益率	
				FY15	FY16	FY15	FY16	FY15	FY16	FY15	FY16
中国和香港											
257 HK	中国光大国际	11.94	6,908	23.9	18.2	3	2.6	1%	1%	13%	15%
895 HK	东江环保	12.74	2,426	26.5	18.6	2.6	2.1	1%	1%	12%	13%
平均值				25.2	18.4	2.8	2.4	1%	1%	13%	14%
亚洲											
5857 JP	Asahi Holdings Inc	1,969	581	10.3	9	n.a.	n.a.	3%	3%	11%	n.a.
9793 JP	Daiseki Co Ltd	2,130	783	22.1	19.7	1.7	1.5	1%	1%	8%	9%
TPI AU	Transpacific Industries	0.68	790	20	16.2	0.6	0.6	3%	3%	3%	4%
平均值				17.5	15	1.1	1.1	2%	3%	7%	6%
国际											
RSG US	Republic Services Inc	43.57	15,129	21.3	20.2	2	1.9	3%	3%	8%	9%
WCN US	Waste Connections Inc	53.88	6,593	27.5	24.9	2.9	2.8	1%	1%	10%	11%
CLH US	Clean Harbors Inc	41.79	2,407	28.9	26.8	2.2	2	n.a.	n.a.	6%	7%
WM US	Waste Management Inc	51.84	23,146	20.1	18.7	4.3	3.9	3%	3%	13%	17%
BIN CN	Progressive Waste Solutions	30.33	2,478	19	17.8	2.1	1.8	3%	3%	11%	12%
平均值				23.4	21.7	2.7	2.5	2%	2%	10%	11%

来源: 彭博、农银国际证券预测



进入黄金十年

- ✍ 中国政府解决水污染的决心为污水处理商提供长达十年之久的机会，我们看到将会有更多的扶持政策和治理的目标在 2016 年出台，这将对运营商的收入形成利好
- ✍ 城镇污水量在 2013-2020 年将以 9% 的年均复合增长率上升
- ✍ 污水处理费上调对营商而言是长期利好，因为这可以改善其未来盈利能力
- ✍ 维持中国污水处理行业正面评级

治理污水将进入黄金十年。污水处理应该是未来“十三五”规划的环境保护运动的主题之一。我们认为，污水处理运营商应该享有长达十年的扩张期，因此维持正面的行业投资评级。

2016 年将会有更多的治理目标和扶持政策。“十三五”规划应该会在未来不久推出，我们认为更多的后续扶持政策应将 2016 年出台（如补贴和优惠税率）。此外，为了加快处理速度，政府可能会宣布更详细的治理目标，如污水处理率和投资金额，我们认为这应该成为运营商在 2016 年业务的正面催化剂。

城镇污水量在 2013-2020 将以强劲的 9% 年复合增长率上升。我们认为，城镇化是中国的一个长期趋势，据国家发改委测算，城镇化率很可能由 2013 年的 54% 增至 2020 年的 60%，这表明额外的接近 1 亿 4 千万人将进入城镇地区。此外，越来越高的生活和卫生标准应会提高城镇污水处理的需求，因此，我们预测中国的城镇污水处理量应该在 2013-2020 年期间录得强劲的 9% 的年复合增长率，为污水处理运营商提供极佳的机会。

上升的污水处理费对运营商而言是长期利好。中国的全国污水处理费在 2000 - 2015 年一直维持在 9% 的年复合增长率，这表明对城市污水处理服务的需求不断增加。我们相信，不断上升的污水处理费将有助运营商提高未来的利润率以及盈利能力。

对工业和农村地区的运营商保持审慎。我们看到中国的疲弱的工业生产活动应该会对工业企业盈利能力产生负面影响，因此提高了污水处理运营商的违约风险。此外，居住在农村地区的居民，其可支配收入远远低于大城市，表明污水处理运营商在农村地区应该有更高的违约风险。

北控水务 (371 HK, 买入)。我们继续看好北控水务并认为它是污水处理行业的首选，主要原因有：(1) 作为国有企业，可享受更低廉的财务成本以及和地方政府有更良好的关系，这有助于获得新项目 (2) 它的项目大多分布在较富裕的地区，有助于降低违约风险。

风险因素：(1) 违约风险；(2) 高负债比率可能会有新股增发活动；(3) 政策风险。

中国污水处理业

正面

分析员：吴景荃
电话：(852) 2147 8869
电邮：kelvinng@abci.com.hk

行业主要数据

平均 16 年预测市盈率均值 (倍)	25.10
平均 16 年预测市净率均值 (倍)	3.40
平均 16 年预测股息收益率均值 (%)	1.40

来源：彭博、农银国际证券预测

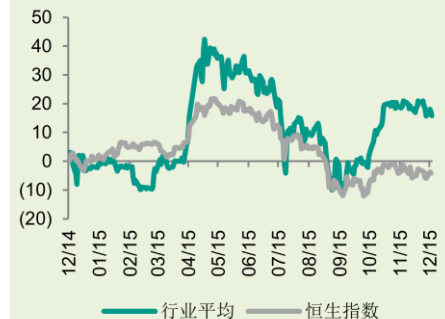
行业股价表现 (%)

	绝对	相对*
1 个月	(4.23)	(1.47)
3 个月	27.21	19.64
6 个月	(10.01)	7.76

* 相对于恒生指数

来源：彭博、农银国际证券

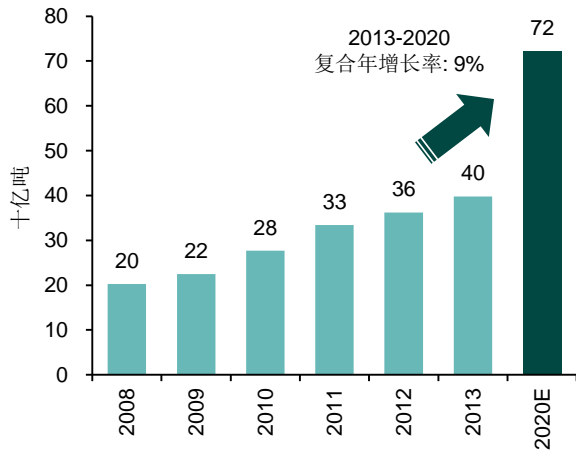
1 年行业表现 (%)



来源：彭博、农银国际证券

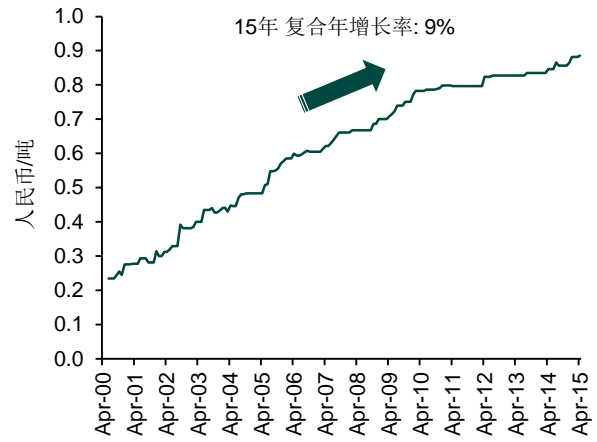


图表 1: 中国的城镇污水处理量应在 2013 - 2020 年保持 9% 的年均复合增长率



来源: CEIC、农银国际证券预测

图表 2: 全国污水处理费的上升趋势长期利好污水处理运营商



来源: Wind 资讯、农银国际证券

行业估值摘要 (截至 2015 年 12 月 3 日)

股票代码	公司名称	股价	市值 百万美元	预测市盈率 (倍)		预测市净率 (倍)		预测股息收益率		预测净资产收益率	
				FY15	FY16	FY15	FY16	FY15	FY16	FY15	FY16
中国和香港											
371 HK	北控水务	5.88	6,618	22.4	17.8	3.0	2.6	2%	2%	14%	16%
257 HK	中国光大国际	11.94	6,908	23.9	18.2	3.0	2.6	1%	1%	13%	15%
1363 HK	中滔环保	2.45	1,997	22.5	17.3	4.5	3.7	1%	1%	25%	24%
1065 HK	天津创业环保	6.52	2,202	20.5	18.4	1.7	1.6	1%	2%	9%	9%
855 HK	中国水务	4.04	792	15.0	12.7	1.5	1.3	2%	2%	10%	11%
601158 CH	重庆水务	9.26	6,961	28.1	26.2	3.1	2.9	3%	3%	10%	10%
600874 CH	天津创业	11.25	2,202	43.3	38.4	3.6	3.4	1%	1%	9%	9%
300070 CH	碧水源	51.00	9,820	40.3	27.0	8.1	6.4	0%	1%	17%	19%
300055 CH	万邦达	23.30	2,683	45.0	33.5	7.4	6.2	0%	1%	16%	18%
600187 CH	国中水务	5.89	1,343	45.3	39.3	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
600008 CH	首创股份	10.77	4,066	34.6	27.4	3.0	2.9	1%	2%	8%	10%
平均值				31.0	25.1	3.9	3.4	1%	1%	13%	14%
亚洲											
MWC PM	Manila Water Company	24.55	1,071	10.1	10.2	1.4	1.2	3%	4%	14%	13%
TTW TB	Ttw Pcl	10.70	1,191	15.0	15.5	3.7	3.7	6%	6%	24%	23%
EASTW TB	Eastern Water Resources	11.80	548	11.7	13.1	2.1	1.9	4%	4%	19%	15%
平均值				12.3	12.9	2.4	2.3	5%	5%	19%	17%
国际											
WTR US	Aqua America Inc	29.24	5,159	23.1	21.4	3.3	3.0	2%	3%	15%	15%
AWR US	American States Water	41.33	1,518	26.2	24.5	n.a.	n.a.	2%	2%	10%	11%
CWT US	California Water Service	22.55	1,080	22.2	18.4	1.6	1.6	3%	3%	8%	9%
平均值				23.9	21.4	2.5	2.3	2%	3%	11%	11%

来源: 彭博, 农银国际证券预测



能源改革将提供重大机会

- ✎ 中国政府应会在 2016 年继续推广风电以便促进国家能源结构由传统能源转向可再生能源
- ✎ 全国风电装机容量在 2016 年应看到中双位数成长, 风电运营商应该是主要受益者
- ✎ 弃风限电和风电价格下降趋势应该是 2016 年的主要风险
- ✎ 我们偏好充分多元化和低单位装机成本的运营商
- ✎ 维持中国风电行业正面评级

从传统能源转向可再生能源的进程将继续。我们认为, 中国政府将继续推行全国能源结构的转换, 由传统火电至再生能源, 以解决空气污染问题以及让国家能源结构可持续发展。我们认为, 中国风电行业装机容量整体将保持强劲的中双位数增长, 因此维持正面的行业投资评级。

全国风电装机容量在 2016 年将保持强劲的中双位数成长。在 2016 年, 我们相信政府在解决空气污染的决心应会继续促进风电发展。中国全国风电装机容量在 2009 - 2014 年间一直保持 40% 的复合年增长率, 加上政府目标于 2020 年末风电装机容量达到 200GW, 即 2014-2020 年复合增长率达到 13%。因此, 我们认为风电装机容量及发电量在未来几年应该保持强劲的中双位数增长率, 对风电运营商而言是巨大的机遇。

注意弃风限电和电价下降趋势的风险。弃风限电的成因是能源由能源丰富地区传送去能源需求地区的传送瓶颈造成, 压低了风电运营商的利用小时。至于风电电价, 由于中国政府的长期目标是降低风电电价, 以便与火电竞争, 希望鼓励更多的用户转用可再生能源, 所以风电电价将会保持下降的趋势。

偏好业务多元化以及低单位装机成本的运营商。我们相信, 多元化的优质风电资产, 将有助于减少弃风限电的负面影响。此外, 低单位装机成本应有助于风电运营商在确保未来强劲增长的基础上不需要大幅提高负债率, 从而降低未来筹发新股的风险。

中国龙源电力 (916 HK, 买入)。我们的风电板块首选股, 原因是: 1) 其充分分散化的风电资产, 有助于降低弃风限电造成的负面影响; 2) 在同行业中最低的单位装机成本将能够推动产能增长而只需较少的资金; 3) 同业中最低的净负债比率意味着较低的筹资需要。

华能新能源 (958 HK, 买入)。我们认为华能新能源将成为中国发展最快的风电运营商, 因为其母公司华能集团以及其自身快速的发展计划都将提供强大的支持。华能新能源的装机容量, 在 2009-14 年复合增长了 37%, 在未来也应继续保持在每年中双位数的增长水平。

风险因素: (1) 高负债比率; (2) 自然资源风险; (3) 电网连接的风险; (4) 政策风险; (5) 经济放缓的影响。

中国风电业

正面

分析员: 吴景荃
电话: (852) 2147 8869
电邮: kelvinng@abci.com.hk

行业主要数据

2016 年预测市盈率均值 (倍)	8.40
2016 年预测市净率均值 (倍)	0.81
2016 年预测股息收益率均值 (%)	2.60

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	(2.18)	0.58
3 个月	(6.19)	(13.76)
6 个月	(31.80)	(14.04)

* 相对于恒生指数

来源: 彭博、农银国际证券

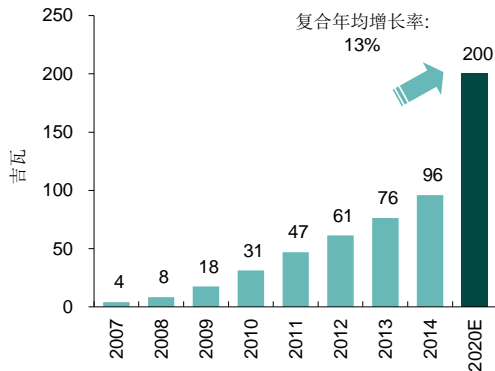
1 年行业表现 (%)



来源: 彭博、农银国际证券

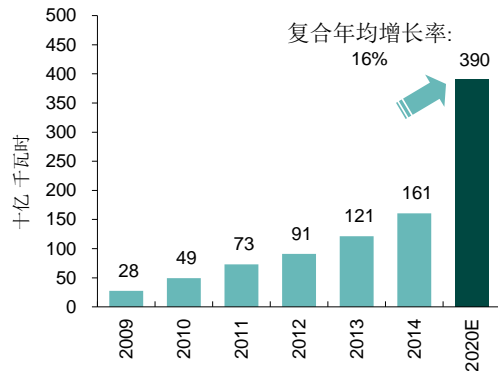


图表 1: 中国风电装机容量将保持强劲增长



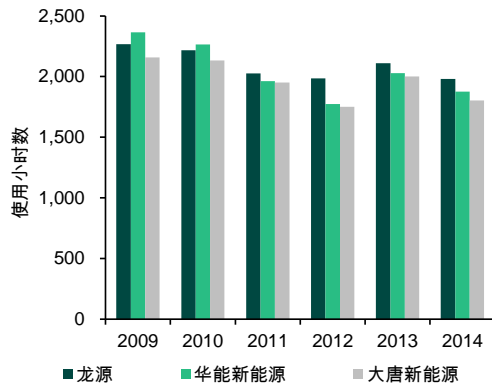
来源: 国家能源局、农银国际证券预测

图表 2: 中国风力发电量在 2014 至 2020 年可能会有中双位数增长



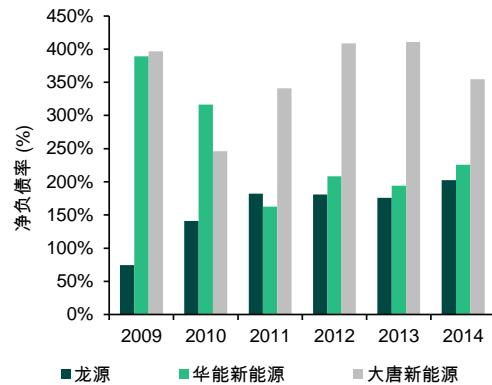
来源: 国家能源局、农银国际证券预测

图表 3: 充分多元化的风电资产应带来更高的利用小时数



来源: 公司资料、农银国际证券

图表 4: 较低的净负债比率应可确保未来的强劲装机容量增长



来源: 公司资料、农银国际证券

行业估值摘要 (截至 2015 年 12 月 3 日)

股票代码	公司名称	股价	市值 百万美元	预测市盈率 (倍)		预测市净率 (倍)		预测股息收益率		预测净资产收益率	
				FY15	FY16	FY15	FY16	FY15	FY16	FY15	FY16
中国和香港											
916 HK	中国龙源	6.48	6,719	11.7	10.0	1.2	1.1	2%	2%	11%	11%
958 HK	华能新能	2.44	3,063	10.7	8.5	1.1	1.0	2%	2%	11%	12%
1798 HK	大唐新能	0.92	863	15.8	11.5	0.5	0.5	1%	1%	3%	4%
816 HK	华电福新	2.32	2,517	7.4	5.9	0.9	0.8	3%	3%	13%	15%
579 HK	北京京能	2.83	2,509	8.1	7.3	1.1	1.0	3%	3%	14%	15%
956 HK	中国绿色	1.27	609	9.4	7.4	0.5	0.5	3%	4%	6%	7%
平均值				10.5	8.4	0.9	0.8	2%	3%	10%	11%
国际											
ANA SM	Acciona	79.06	4,935	24.7	22.0	1.3	1.3	3%	3%	6%	6%
FTRN FP	Futuren	0.58	118	n.a.	n.a.	0.0	0.0	n.a.	n.a.	-4%	-1%
EDPR PL	Edp	6.55	6,233	40.0	31.8	1.0	0.9	1%	1%	3%	3%
GES DC	Greentec	6.70	104	12.0	12.0	0.5	0.5	1%	1%	4%	4%
平均值				25.5	21.9	0.7	0.7	1%	1%	2%	3%

来源: 彭博、农银国际证券预测



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

评级的定义

评级	定义
买入	股票投资回报 ≥ 市场回报
持有	市场回报 - 6% ≤ 股票投资回报 < 市场回报
卖出	股票投资回报 < 市场回报 - 6%

股票投资回报是未来 12 个月预期的股价百分比变化加上股息收益率
 市场回报是 2010-2014 年市场平均回报率

股价风险的定义

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

我们用股票价格波动率相对基准指数波动率来衡量股票价格风险；基准指数指恒生指数。波动率是由每日价格和历史日价格变化对数的标准偏差计算所得。180 天的价格波动率等于最近的 180 个交易日收盘价的相对价格变化的年化标准差。

免责声明

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

版权所有 2015 年农银国际证券有限公司

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

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