

宏观与策略——等待希腊退出欧元

❖ **上半年波动市与我们预期相若。**香港股市 2012 上半年表现波动，先升后回，恒指曾升至 21,760，与我们原先估计的波动范围上限 21,000 点略高，但随着欧洲政府 5 月改选，显示民众不接受政府的紧缩政策。全球股票市场受到拖累，恒生指数在 5 月初至今已下跌超过 2,049 点，但我们相信最坏时间仍未达至，可能要等至 6 月份希腊新政府选出，届时希腊有机会退出欧元区，引起市场动荡，将会完成是次的下跌。我们估计今年恒指低位料是 18,000 点，比我们年初估计的 16,000 点上调 2,000 点，因为美国的经济复苏步伐比预期理想；另外，我们仍维持年初的预测，恒指下半年高位为 24,000 点。

❖ **最大风险在欧洲。**现今全球主要经济可分为三大区域：美国、中国及欧洲。美国经过 2 次量化宽松政策后，失业率由高位的 10.0% 下跌至最新的 8.1%，而且美国房价下跌已经喘定，未来风险有限。中国经济增长放慢，2012 年第 1 季经济增长只有 8.1%，但外围经济不振，且中国为全国第二大经济国家，此增速已可接受。欧洲多国对改善债务问题仍未有定案，希腊的可能退出欧元区将令全球政治及经济引起不安，短期风险最大，不过我们相信其他欧洲国家（包括西班牙及意大利）最终可以携手解决欧债问题。

❖ **预料中国下半年采取放宽措施保经济。**我们相信中国经济表现会在上半年出现低位，然后会在下半年施行政策保经济增长，包括减存款准备金率，甚至减息。另一方面，中国对房地产调控的力度可能减少，我们相信限购令仍会实行，但对购买第一套房的买家给予更多优惠，包括首付成数下调或房贷利率提供折扣。因为外围经济不振，影响中国出口及固定资产投资，我们对 2012 年的经济增长预测由先前的 8.6% 下调至 8.4%，2012 年的消费物价指数由先前的 3.5% 下调至 3.4%。

❖ **旧经济行业相对安全，但仍未是入市良机。**中国民企的企业管理受到考验，我们相信大型国企或实质经济的公司会是较安全的选择，但是现在仍未是入市的良机。投资者害怕中国经济硬着陆而银行会作出较大的拨备，但我们不相信中国经济硬着陆的情况出现，中国上市银行已公布的 2012 年第一季盈利增长平均为 24.5%，盈利表现理想。另外，我们料中国有机会在下半年放宽对楼市的调控，而且部份房企今年 1-4 月销售理想，目前估值便宜。最后，我们也看好衣服鞋类零售股表现，中国 4 月份消费零售总额增长 14.1%，虽然增速放慢，但仍理想。我们相信现在仍未是入市时机，可能要等欧洲最坏情况下才可考虑入市，但我们推荐 5 只股份，投资者可以留意，分别为农业银行(1288 HK, 买入)、华润置地(1109 HK, 买入)、SOHO 中国(410 HK, 买入)、达芙妮(210 HK, 持有)及时代集团(1023 HK, 持有)。

中国经济预测

	2011实际	2012预测
经济增长	9.2%	8.4%
CPI	5.3%	3.4%
失业率	4.1%	4.1%
城市化	51.9%	53.8%

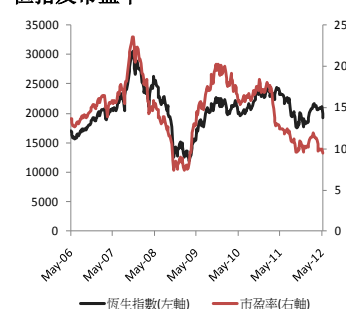
来源：国家统计局、招银国际预测

恒指盈利预测

	2012预测	2013预测
每股盈利(点)	1998	2178
变动	-4.4%	9.0%
每股股息(点)	814	838
变动	35.7%	3.0%
每股账面值(点)	15468	16848
变动	6.6%	8.9%
市盈率	9.6	8.8
孳息率	4.2%	4.4%
市账率	1.2	1.1

来源：招银国际预测

恒指及市盈率



来源：彭博

可留意股份

公司	代码	收市价 (港元)	目标价 (港元)	评级	市值 (百万港元)	2011	2012E	2013E
农业银行	1288	3.27	4.37	买入	1,064,916	7.1	5.9	5.0
华润置地	1109	13.04	16.83	买入	75,984	8.8	9.4	8.2
SOHO中国	410	5.35	8.14	买入	27,759	5.8	5.1	4.1
达芙妮	210	9.11	10.76	持有	15,007	16.0	12.7	10.8
时代集团	1023	3.27	3.43	持有	3,275	8.1	7.6	6.7

来源：彭博、招银国际

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-15%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 15%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司 (招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受标的资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律风险。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联络。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合 1986 年英国金融服务法案(投资广告)(豁免)(第 2 号)第 11(3)条 1995 年修正案规定范围的个人，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美商投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。