



刊發日期：2011年11月14日

十月焦點

中國最新經濟數據顯示經濟在宏觀調控的措施下繼續降溫。九月份中國製造業採購經理指數 (PMI) 由 50.9 小幅反彈至 51.2，稍高於市場預期，但反映中小企經營前景的 HSBC PMI 則維持 49.9 不變，顯示中小企業的經營壓力仍然較大。九月份規模以上工業增加值同比增長 13.8%，增速比八月份小幅反彈 0.3 個百分點。出口 1697 億美元，同比增長 17.1%，比八月放緩 7.4%，主要原因仍然是對美國、歐盟和日本等主要發達國家的出口同比增速繼續下降。進口 1552 億美元，同比增長 20.9%，比八月放緩 9.3%。當月貿易順差 145 億美元，貿易順差延續了八月的回落趨勢，顯示外部需求的放緩大於內需實際收縮。近期 PMI 新出口訂單指數繼續回落，預示未來數月中國出口增速將面臨更大挑戰。九月份社會消費品零售總額 15865.1 億元，同比增長 17.7%，增速比九月份提高 0.7 個百分點。一至九月份，社會消費品零售總額 130810.8 億元，同比增長 17.0%。一至九月固定資產投資累計增長 24.9%，增速比一至八月放緩 0.1 個百分點。

九月 CPI 同比增長 6.1%，環比增長 0.5%，但較八月的 6.2% 進一步回落，其中食品價格增長 13.4%，與八月持平，非食品價格升幅為 2.9%，比八月增幅回落 0.1%，考慮到國慶節假日因素，控制通脹成效有所顯現。PPI 同比增長 6.5%，環比下降 0.1%，較八月顯著回落，一方面由於近期大宗商品價格大幅回落，另一方面也顯示國內經濟增速正在放緩。九月 M2 同比增長 13.0%，新增貸款 4700 億元，均大幅低於預期。M2 增速繼續降低，反映了整體貨幣環境依然保持偏緊的態勢。2011 年首九個月新增人民幣貸款合計 5.7 萬億元，較上年同期減少 9.5%。



市場回顧與投資展望

A 股市場 10 月份震盪上行，滬深 300 指數全月上漲 4.42%，富時 A50 指數則上漲 6.53%，兩市主板平均日成交額為 964 億元，比 9 月增加 21%，投資者參與市場熱情逐漸恢復。十月前半月，在匯金公司增持四大國有銀行的利好消息帶動下，投資者信心受到提振，市場展開反彈，然而隨後年內最大 IPO 項目中國水電的上市交易對資金面造成壓力，而市場亦對後續其他大型 IPO 有所擔心，大盤隨之調整。在月末最後一周，滙豐 PMI 預覽數據顯示製造業發展良好，同時受溫總理“預調微調經濟政策”放鬆信號的利好刺激，市場重新強勁上漲。公開市場操作方面十月央行在市場淨投放 890 億元資金，部分對沖了各銀行補繳保證金存款準備金的壓力，因此市場流動性並未特別緊張，全月 7 日回購利率均值為 3.96%，較九月小幅上升。板塊方面，溫總理的講話加強了緊縮政策放鬆的預期，銀行和地產板塊可望最先受益，因此大幅跑贏大市。A 股市場不斷活躍，成交量增加，券商類股票在此利好因素帶動下表現強勁。A 股市場放量反彈，許多投資者認為底部已經確立，因此預期保險公司投資收益會提高，保險股同樣跑贏大盤。其他大多數週期類個股亦因政策放鬆的預期而表現不俗，比如水泥股和航運股。隨著通脹下降趨勢的確立以及發電廠商不斷虧損，提高電價的預期有所增強，發電板塊也錄得較好的相對收益。而很多防禦性較強的板塊則遭遇獲利回吐跑輸指數，比如醫療和消費類個股。

中國十一月一日公佈十月 PMI，跌至 50.4，大幅低於市場預期，其中新增出口訂單指數下跌 2.3 至 48.6。近期美國經濟數據明顯好轉，第三季度 GDP 錄得 2.5% 增長，失業率也意外的下降 0.1% 至 9.0%。歐洲債務問題仍未解決，雖然歐元區各國就希臘救助計畫達成共識，但是具體的細節包括怎樣利用杠杆來將 EFSF 擴容以及如何提高銀行資本充足率等問題仍有待討論。同時義大利近期國債孳息率已經超過 7%，由於義大利有接近 2 萬億歐元的國債，超過希臘、葡萄牙和愛爾蘭的總和，市場擔心義大利在如此高的國債孳息率下無法持續發展，將迫使其步其他歐豬國後塵尋求援助，給市場帶來恐慌。歐元區領先數據顯示出其經濟增速持續放緩，明年有可能陷入衰退。中國在歐美兩大經濟體的增速緩慢，以及自身宏觀政策的影響下，未來一段時間的增長也將繼續放緩。

展望全年，我們認為中國通脹已經在七月見頂，年內更有望回落到 5% 左右，通脹壓力有所減輕。而另一方面，經濟增速仍在放緩，溫總理提出了適時適度預調微調經濟政策，放鬆的信號比較明確。央行的公開市場操作層面也在向市場釋放著微調的信號，近日有媒體報導稱銀行新增貸款在年內最後兩月可能達到月均 7000 億元，若報導屬實則進一步確認政策放鬆正在悄悄進行。除此之外，政府還加大財政扶植，包括對中小企業一系列的財政和信貸支援，增值稅改革，對特定行業的個別扶持，以及批准試點地區政府債發行，這都為恢復市場信心起到了較大的作用。唯獨地產調控政策難見放鬆，因為溫總理近日提到中國下調房價是國家堅定的政策，但整體市場氛圍較最悲觀的時候已有大幅改善，投資者不宜過於悲觀。歐美經濟復蘇仍然乏力，失業率依舊很高，歐債危機雖不能短期得到妥善解決，但歐洲官員也正朝著正確的方向努力，市場也對歐美經濟波動對中國經濟影響有所預期。近期 A 股市場在這些整體偏正面的因素下強勁反彈，我們認為，如果緊縮政策微調放鬆的預期不斷兌現，短期來看 A 股市場仍然有上升的空間。中長期來看，預計當經濟放緩態勢比較嚴重的時候政策才會開始全面放鬆，屆時市場將有機會持續走強。滬深 300 指數目前的 2011 年預測市盈率為 12.8 倍，低於歷史平均水平，估值合理，未來仍有上升空間。我們對市場中長期走勢仍保持審慎樂觀態度。

A 股市場透視

軟件行業前景廣闊 政策扶持逐步兌現

“十二五”規劃期間，我國有望逐步實現產業升級，而這離不開信息技術的強大支撐。中國過去幾十年高速增長主要依靠低廉勞動力成本及資源價格，主要的推動力是政府投資。未來10年，我國經濟發展將逐步由消費拉動，日益高漲的勞動力成本和資源價格迫使當代企業必須借助信息技術來提升生產效率，因此可以預見未來10年是信息技術的大力發展的年代。目前信息技術應用已經滲入各個領域，從日常企業運營、供應鏈管理，到氣象地理信息處理，以及智能公交系統與廣闊的雲計算領域。細分行業的應用更不勝枚舉，例如銀行、證券公司以及建築等各自行業的專業信息系統。

截至2010年，中國軟件業務收入13364億元，產業規模比2001年擴大十幾倍，複合增長率達到38%，佔電子信息產業的比重由2001年的6%上升到18%。在全球軟件與信息服務業中，所佔比例由不足5%上升到超過15%。而今年以來，軟件行業仍然維持高速增長。根據工信部數據，今年前三季度，我國軟件產業收入增速呈逐月上升態勢，9月份完成軟件業務收入1882億元，同比增長39.3%，超過8月份增速3個百分點，創今年以來單月最高水平。1至9月，我國軟件產業共實現軟件業務收入13002億元，同比增長31.7%，比去年同期提高1.4個百分點，完成利潤總額1578億元，同比增長22.1%。

對於軟件業的發展，國家給予高度重視。工信部副部長楊學山指出“十二五”的發展三大目標，一是軟件和服務業規模從2010年的1.3萬億增長到4萬億，佔IT產業的比重從18%提高到25%；二是具備支撐經濟發展方式轉變、保障國家安全的能力；三是湧現出幾個千億級的企業，幾十個百億級的企業。

我們認為軟件行業的發展前景仍然廣闊，在投資標的選擇上應該關注行業龍頭企業，以及細分行業內訂單有穩定增長且客戶依賴度較高的公司。行業的龍頭企業往往在研發能力上有所積累，為其快速突破新的發展領域奠定基礎，而深入的銷售渠道可為其新產品快速爭取市場份額，龍頭企業市場信譽和成熟的售後服務團隊更提高產品本身的競爭力。細分行業的軟件企業往往業務比較專一，只專注於一個某個特定的行業的信息系統，比如銀行和教育行業。對於這類投資標的，我們建議首先關注其市場發展空間與客戶、訂單的穩定程度，其次仍然要衡量上市公司的核心競爭力，因為我國的軟件人才並不稀缺，如果軟件公司沒有發展出自己的核心競爭力那麼就有比較大的機會被後來者超越。理想的投資標的應該在此細分的行業經過多年的實踐發展出比較成熟的有形與無形的競爭壁壘，這樣即使有新的對手進入也無需太過擔心。

短期來看，軟件行業也不乏支持股價的催化劑。為了進一步促進軟件產業發展，推動信息化建設，財政部、國家稅務總局2011年10月13日聯合發文《關於軟件產品增值稅政策的通知》對軟件產品增值稅政策做出規範、調整。規定自2011年1月1日起，增值稅一般納稅人銷售其自行開發生產的軟件產品，按17%稅率徵收增值稅後，對其增值稅實際稅負超過3%的部分實行即徵即退政策。注意到此增值稅政策規定於1月1日開始執行，而前三季度此政策並沒有落實，因此上市公司的第四季度業績中將集中反映全年的增值稅政策優惠，增厚四季度業績。除此之外，工信部還將會陸續出臺軟件服務行業的“十二五”規劃細則，因此整個板塊的投資熱情不容忽視。

鑒於軟件行業增長前景廣闊，政策大力扶植，而短期業績又不乏支撐，我們認為此板塊值得投資者關注。在股價回調的時候可以考慮行業龍頭和細分行業有核心競爭力的企業。

免責聲明

本文件經已由恒生投資服務有限公司（「恒生投資服務」）刊發，惟僅供參考之用。本文件並不構成，亦無意作為，也不應被詮釋為專業意見，或要約或游說投資於本文件內所述之任何證券或投資項目。透過任何途徑或以任何方式再次派發或改編本文件或其中任何部分，均在嚴禁之列。本文件或其任何印本尤其不可帶往或傳送往日本、加拿大或美國，或直接或間接在美國派發或向任何美國人士（定義見美國證券法案（一九三三年）的S規例）派發，或向身處中國內地的任何人士（不包括香港、澳門及台灣的人士）派發。

本文件所載資料乃根據恒生投資服務認為可靠的資料來源而編製，惟該等資料來源未經獨立核證。在本文件表達的預測及意見只作為一般的市場評論，並不構成投資意見或保證回報。該等預測及意見為恒生投資服務或撰寫本文件的（一位或多位）分析員於本文件刊發時的意見，可作修改而毋須另行通知。本文件並未就其中所載任何資料、預測及／或意見的公平性、準確性、時限性、完整性或正確性，以及任何該等預測及／或意見所依據的基準作出任何明文或暗示的保證、陳述、擔保或承諾，亦不會就使用及／或依賴本文件所載任何該等資料、預測及／或意見而承擔任何責任或負債。投資者須自行評估本文件所載資料、預測及／或意見的相關性、準確性及充足性，並作出彼等為該等評估而認為必要或恰當的獨立調查。

恒生投資服務為恒生銀行有限公司的附屬公司，而恒生銀行有限公司為滙豐集團的一員。除已經披露者外，於本文件刊發日期，恒生投資服務在本文件所述公司的證券或該等公司所屬同一集團的其他成員公司的證券中，並無擁有任何權益。滙豐集團內的公司及／或其高級職員、董事及僱員可能會持有本文件所述全部或任何證券或投資的倉盤，亦可能會為本身買賣全部或任何該等證券或投資項目。滙豐集團內的公司可能會就該等證券提供投資服務（無論為有關投資銀行服務或非投資銀行服務）、或承銷該等證券或作為該等證券的莊家。滙豐集團可能會就因應該等證券或投資項目而提供的服務賺得佣金或其他費用。

本文件所述的投資可能並不適合所有投資者，且並未考慮各收件人的特定投資目標或經驗、財政狀況或其他需要。因此，本文件並無就其中所述任何投資是否適合或切合任何個別人士的情況作出任何聲明或推薦，亦不會就此承擔任何責任。投資者須基於本身的投資目標、財政狀況及特定需要而作出投資決定；在有需要的情况下，應於作出任何投資前諮詢獨立專業顧問。本文件無意提供任何專業意見，故不應依賴本文件作為專業意見之用。

投資涉及風險。敬請投資者注意，投資的價值可升亦可跌，過往的表現不一定可以預示日後的表現。海外投資附帶一般與本港市場投資並不相關的其他風險，包括（但不限於）匯率、外國法例及規例出現不利變動。本文件並非，亦無意總覽本文件所述投資牽涉的任何或所有風險。於作出任何投資決定前，敬請投資者細閱及了解有關該等投資的所有發售文件，以及其中所載的風險披露聲明及風險警告。

編製本文件的研究分析員證實，在本文件表達的意見準確反映彼（彼等）研究分析員對（一家及多家）公司或該（該等）公司的產品的個人意見，而彼（彼等）的薪酬的任何部分過往不曾、現在及將來亦不會與本文件所載的特定推薦或意見直接或間接掛勾。

© 恒生投資服務有限公司。版權所有，翻印必究。

在事前未得恒生投資服務有限公司以書面方式表示批准的情況下，不得以任何方式或以任何途徑（包括電子、機械、複印、錄影或其他形式）複製或傳送本文件各部分或將本文件各部分儲存於可予檢索的系統。

(HSIS 04/10)