



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED



港股市场一周回顾

2023年10月13日

港股市场一周回顾

13/10/2023

- 恒生指数本周从上周全年低位回升
- 楼市“金九银十”只出现在一些大型开发商
- 国家推动算力基础设施高质量发展 为电信服务商提供新的增长曲线
- 东盟制造业 PMI 意外下滑
- 美国长期国债收益率大幅上升 为应对美国第二轮金融危机做好准备
- 下周展望

一、 恒生指数本周从上周全年低位回升

恒生指数在 10 月第一周触及年内新低后，本周在电子股和中资银行股强劲反弹的推动下开始反弹，抛售压力主要集中在中资地产股。华为和苹果新手机吸引了中国和全球消费者的关注，带动电子行业供应链的股票本周上涨。本周中，中央汇金突然增持四大国有银行 A 股消息也带动了相应 H 股银行股的上涨。虽然汇金当前公布的买入量不大，但此举向资本市场传递了政府确实在护市的信息。然而，市场统计数据表明离岸卖空投资者忽视了这一因素。汇金增持 A 股银行的消息公布后，四大国有银行 H 股上涨，也带动恒生指数上涨，但他们的 H 股卖空交易活动也大幅激增。H 股银行即将公布三季度业绩，或许做空者判断汇金不会在业绩公布前增持 H 股。碧桂园（2007 HK）的财务危机仍然打压市场对中资地产股的投资情绪。大型国有房地产开发商公布 9 月份房地产销售环比增长良好，但市场对中资地产股的谨慎态度依然高企。恒生指数本周上涨约 1.7%，10 月以来微降 0.1%。

图 1:自第二季度以来恒生指数 2023 年预测市盈率波动区间平均中位数约 9.4 倍，当前*约 9.2 倍



*: 截至 10 月 12 日恒生指数 18238.21; 来源: 彭博、农银国际证券

二、 楼市“金九银十” 只出现在一些大型开发商

“金九银十”是传统的楼市销售旺季，但最新统计数据表明，并非所有房地产开发商表现都好，分化程度明显。一些全国性大型房地产开发商公布了9月份的月度销售数据。我们总结了以下观察结果。除碧桂园外，其他大型开发商9月份销售环比反弹良好，但多家的同比销售额变化仍然下降。尽管6月时5年期LPR下调10个基点，相应个人住房贷款下降，但第三季度销售额仍环比大幅下滑。单一个月销售额较易因偶尔的促销活动或新项目的推出而扭曲，我们更愿意跟踪3个月的平均销售趋势以平滑短期波动。鉴于截至9月末的3个月平均销售趋势，一些开发商9月份的销售环比反弹力度不足以扭转销售下滑的趋势，除非他们的销售在接下来的几个月继续环比大幅反弹。

图 2:中国房地产开发商的房产销售情况

(RMB 10 亿元)	9/2023	月环比	月同比	第三季度	季环比	季同比
中国建筑 (601668 CH)	41.1	75.6%	20.5%	92.3	-28.3%	6.7%
保利发展 (600048 CH)	36.0	15.1%	-6.2%	98.3	-19.9%	-10.5%
万科 (2202 HK)	32.0	41.6%	-7.8%	76.7	-25.2%	-22.9%
华润置地 (1109 HK)	26.6	31.1%	-13.3%	64.1	-29.7%	-20.9%
金地 (600383 CH)	13.1	4.7%	-42.3%	36.1	-13.4%	-42.2%
绿城 (3900 HK)	12.5	28.9%	-20.4%	32.4	-29.7%	-44.6%
碧桂园 (2007 HK)	6.2	-22.7%	-80.7%	26.2	-53.9%	-71.2%

注：（1）一些大型开发商公布了营业数据，但由于内控原因未在上表中引用。（2）今年首9个月，新房销售额最大的三家上市房地产开发商是中国建筑、保利发展和万科。碧桂园销售额指权益销售额。（3）绿城销售额指合同销售额和认购销售额总额。（4）销售额为未经审计的数字。

资料来源：公司公告、农银国际证券

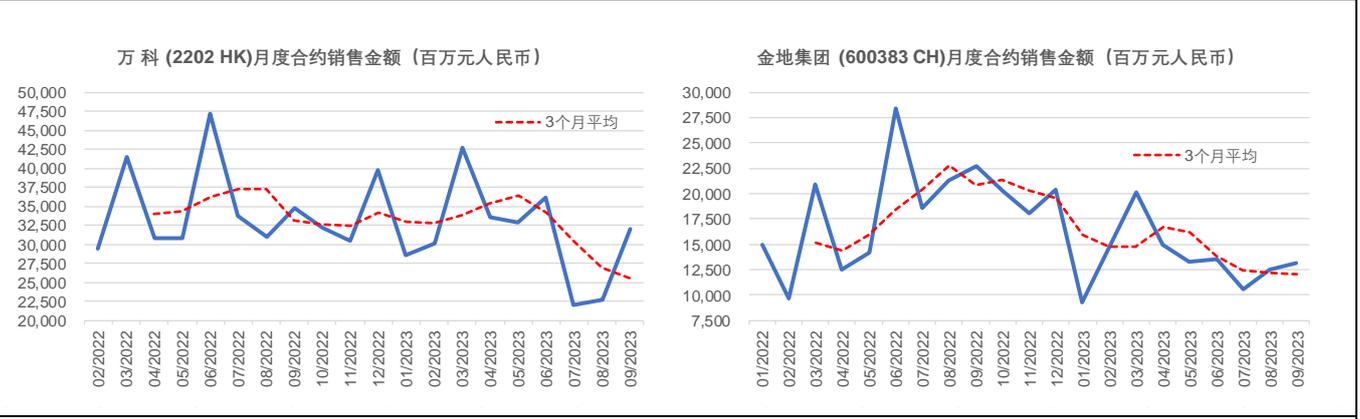
图 3: 大型地产开发商销售业绩趋势
首9个月，销售额最大的两家上市房地产开发商中国建筑和保利发展





图 4: 大型地产开发商销售业绩趋势

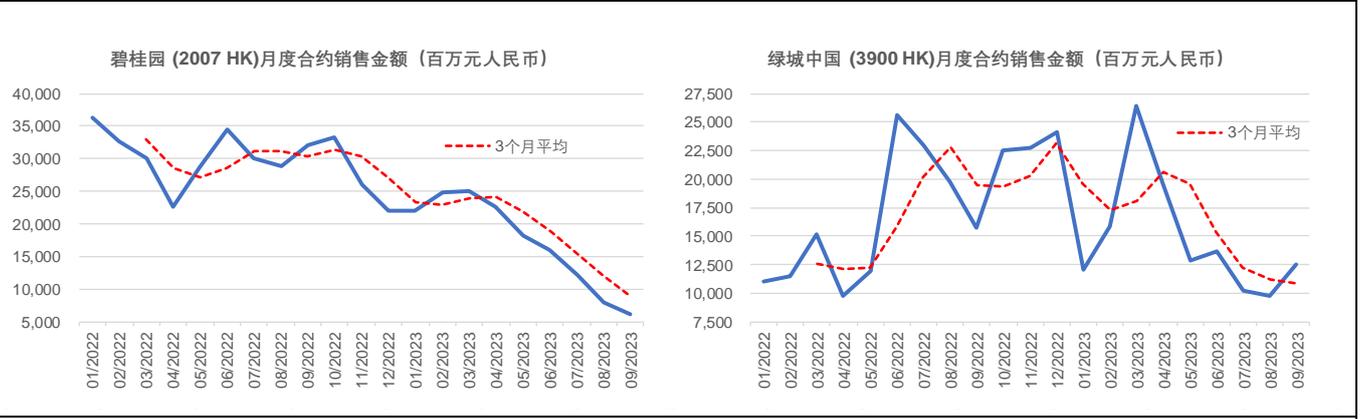
万科 9 月销售环比大幅反弹， 但金地销售环比反弹力度不强



来源: 公司公告、农银国际证券

图 5: 大型地产开发商销售业绩趋势

碧桂园销售仍呈快速下降趋势， 绿城中国 9 月销售环比反弹力度不足以扭转销售下滑的趋势



来源: 公司公告、农银国际证券

三、 国家推动算力基础设施高质量发展 为电信服务商提供新的增长曲线

工业和信息化部等六部门印发《算力基础设施高质量发展行动计划》的通知。据工信部的解释，算力是集信息计算力、网络运载力、数据存储力于一体的新型生产力，主要通过算力中心等算力基础设施向社会提供服务。算力基础设施是新型信息基础设施的重要组成部分，呈现多元泛在、智能敏捷、安全可靠、绿色低碳等特征，对于助推产业转型升级、赋能科技创新进步、满足人民美好生活需要和实现社会高效能治理具有重要意义。随着数字经济时代全面开启，算力正以一种新的生产力形式，为各行各业的数字化转型注入新动能，成为经济社会高质量发展的重要驱动力。算力基础设施作为算力的主要载体，是支撑数字经济发展的关键资源和基础设施，对于实现数字化转型、培育未来产业，以及形成经济发展新动能等方面具有重要作用。我们判断算力基础设施的建设及运营是发展国家算力的先决条件，未来几年算力基础设施这方向的投资将会蓬勃发展，持有该战略资产并提供相应的智能算力服务平台将具有长期增长前景。

《行动计划》主要目标，到 2025 年，计算力方面，算力规模超过 300EFLOPS，智能算力占比达到 35%，东西部算力平衡协调发展。运载力方面，国家枢纽节点数据中心集群间基本实现不高于理论时延 1.5 倍的直连网络传输，重点应用场所光传送网（OTN）覆盖率达到 80%，骨干网、城域网全面支持 IPv6，SRv6 等创新技术使用占比达到 40%。存储力方面，存储总量超过 1800EB，先进存储容量占比达到 30% 以上，重点行业核心数据、重要数据灾备覆盖率达到 100%。应用赋能方面，打造一批算力新业务、新模式、新业态，工业、金融等领域算力渗透率显著提升，医疗、交通等领域应用实现规模化复制推广，能源、教育等领域应用范围进一步扩大。每个重点领域打造 30 个以上应用标杆。

我们判断国家不仅要求大幅提升算力，国家更希望提升智能算力并在各行业广泛应用。因此，提高智能算力的最终目的是增强各行业的竞争优势。各行业内的企业要保持竞争优势，需要及早制定政策以适应智能算力的使用。智能算力只是提升产业竞争力的工具。谁拥有、提供并使用这些智能算力工具，谁就会成为更早的受益者。

中国移动（941 HK）是算力基础设施的重要建设者之一，从长远来看，它将受益于数字经济的持续发展。据中移动中期报告，公司系统打造以 5G、算力网络、能力中台为重点的新型信息基础设施，创新构建「连接+算力+能力」新型信息服务体系，数智底座不断夯实。中移动表示加快算力服务供给侧结构性改革，引领算力网络从概念原型进入产业实践；算网基础不断夯实，优化「4+N+31+X」，（即 4 个热点区域+N 个中心节点+31 个省级节点+X 个边缘节点）。中移动数

据中心能力覆盖国家「东数西算」全部枢纽节点，对外可用 IDC 机架达到 47.8 万架，净增 1.1 万架，累计投产算力服务器超 80.4 万台，净增超 9.1 万台，算力规模达到 9.4EFLOPS，打造「1-5-20ms」三级算力时延圈，网内平均时延下降 22%。

从中国移动业务统计中，我们可以观察到 80.4 万台服务器相当于 9.4EFLOPS，这并不是一个巨大的算力。中国移动增强算力尤其是智能计算能力，迫切需要高质量的服务器。《行动计划》主要目标在 2025 年或之前大幅提高算力，硬件服务器生产商将成为较早的受益者。从投资者角度看，中国移动这些发展将带来何种规模收入来源。

中移动业务转型催生新的增长动力。上半年，中移动无线上网业务和有线宽带业务收入分别同比增长 1.7% 和 7.2%，分别占总通信服务收入 46.8% 和 12.8%，可以看到这两个主要来源仅提供轻微的收入增长。应用及信息服务收入同比增长 18.8%，占总通信服务收入 25.7%。该业务板块已成为第二大收入来源，且收入增速较高。数字化转型收入包括个人市场新业务（移动云盘等）收入，家庭市场智慧家庭增值业务收入，政企市场 DICT 收入、物联网收入、专线收入，以及新兴市场收入。数字化转型收入对通信服务收入增量贡献达到 84.1%，是中国移动收入增长的第一引擎。其中，行业数字化方面，DICT 收入同比增长 24.9%，达到 602 亿元；个人和家庭数字化方面，权益收入同比增长 23.0%，达到 102 亿元；智慧家庭增值业务收入同比增长 21.4%，达到 173 亿元。

四、 东盟制造业 PMI 意外下滑

东盟是中国最大的贸易伙伴，占中国今年前 9 个月货物贸易总额的 15.2%。东盟经济发展将通过区域贸易对中国经济产生影响。9 月份，东盟制造业 PMI 从 8 月份的 51.0 意外下降至 9 月份的 49.6，为 2021 年 9 月以来首次低于 50。东盟制造业 PMI 监测东盟内其中 7 个国家的制造业。东盟国家中（按今年前 9 个月与中国贸易总额排名），越南、马来西亚、印尼、泰国和新加坡为中国前五位贸易伙伴。与这五国的贸易总额占中国与东盟贸易总额的 86.7%。东盟制造业 PMI 跌破 50，主要是由于越南、马来西亚和泰国制造业活动收缩。9 月印尼西和新加坡制造业 PMI 维持在 50 以上，表明制造业活动仍在扩张。如果未来几个月东盟制造业活动继续萎缩，中国与东盟贸易的不利影响将在第四季度显现，影响也将波及到中国-东盟航线的运输。

图 6: 9 月亚洲区制造业 PMI

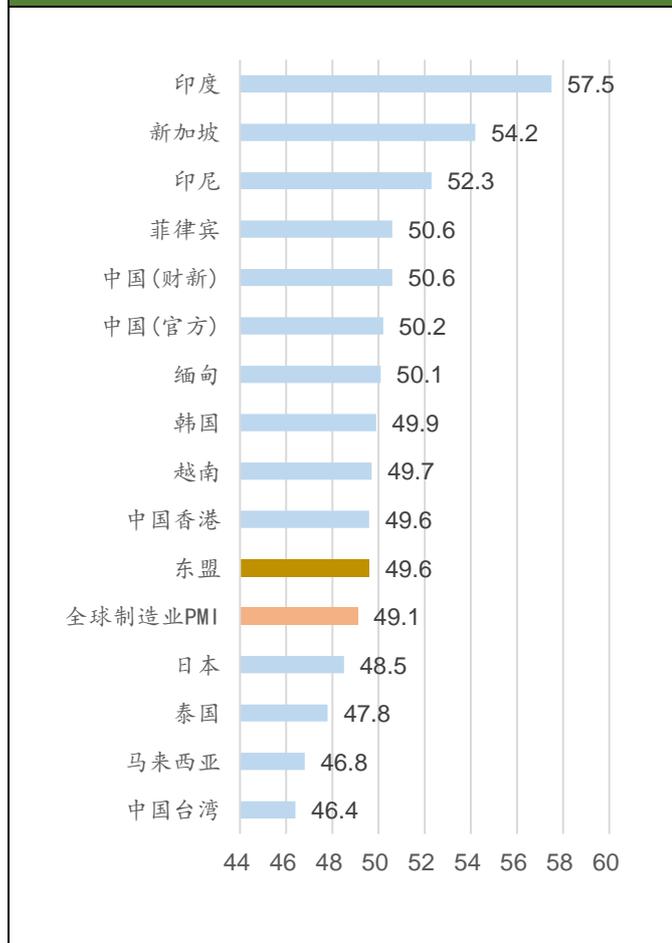


图 7: 亚洲区制造业 PMI (截至 9/2023 的 3 个月平均值)



来源: S&P Global、国家统计局、农银国际证券

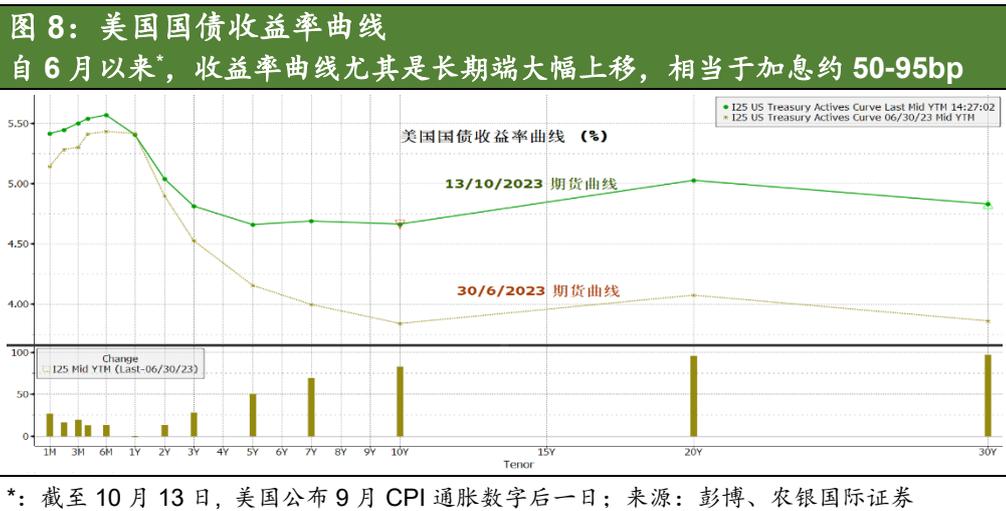
五、 美国长期国债收益率大幅上升 为应对美国第二轮金融危机做好准备

“黑天鹅”事件虽然出乎意料，但通常有早期征兆。美联储和美国金融市场在第一季度成功遏制了美国多家地区性银行倒闭引发的金融危机。然而，危机并没有真正结束，因为危机的根源——美国国债收益率曲线上移（即债价下跌）——在第一季度之后正在加剧。

自6月末以来，美国国债收益率曲线的上移，尤其是长期端（5-30年期）的上移，相当于加息约50-95bp，长期债价格大幅下跌，导致长债持有人在第三季度遭遇重大估值损失。10月首两周美国国债收益率曲线进一步上移，意味着国债价格进一步下跌带来的估值损失正在扩大。国债收益率曲线上移也将推高部分以国债收益率为定价基础的固定收益证券的收益率。简单来说，美国国债价格的下跌也会对其他以美元计价或与美元挂钩的固定收益证券的价格产生下行压力。

谁是输家？尽管媒体和金融市场几乎每天都会报道美国国债收益率的走势，但很少报道谁是持有美国国债的主要输家。当美国国债收益率曲线持续上移（即债券价格持续下移）时，美国银行业是潜在的主要输家。今年一季度美国多家地区性银行的倒闭，足以说明美国国债价格下跌对银行业造成的不利影响。一季度之后，美国国债收益率曲线仍在上移，表明美国银行业持有的美国国债的潜在估值损失正在扩大。美国国债持有者偏向自身利益，当然希望市场预期美联储停止加息，因为这预期是支撑债券价格的积极催化剂，至少可以减缓债券价格的下跌。

给投资者一个风险提示，过去（2000年以来），美国经济衰退并不是在美国国债收益率曲线倒挂时发生的。经济衰退发生当美国国债收益率曲线从倒挂形状变为向上形状时，即长期债券收益率持续上升但短期债券收益率相对稳定，且前者逐渐升超越后者。



六、 下周展望

下周，中国将于 10 月 18 日公布 GDP、规模以上工业生产、工业产能利用率、社会消费品零售总额、失业率、居民收支情况、固定资产投资、房地产开发和销售等统计数据。市场关注的焦点应该是那些数字将呈现怎样的宏观和微观经济趋势。目前，市场预计 GDP 同比增速将从第二季度的 6.3% 放缓至第三季度的 4.5%。工业生产同比增速将从 8 月的 4.5% 放缓至 9 月的 4.3%。零售额同比增速将从 8 月的 4.6% 升至 9 月的 4.9%。固定资产投资增速将稳定在 3.2%。9 月份失业率将稳定在 5.2%。房地产投资将维持下降趋势。三季度或前九个月经济数据公布后，2023 年的变数将减小，长线投资者的关注点将逐渐从 2023 年转向 2024 年。本周，国际货币基金组织(IMF) 的最新预测预计中国经济今年将增长 5.0%，但明年将放缓至 4.2%。IMF 是第一家超国家金融机构下调中国明年经济增速。过去几周，经合组织和世界银行预测 2024 年中国经济将分别增长 4.6% 和 4.4%。结合这些超国家金融机构 2024 年的预测和今年第三季度经济增速预测，他们预计未来几个季度中国经济增速将维持稳定在 4.5% 左右，这将逐渐形成市场对明年经济前景的预判。由于内需增长成为支撑经济增长的主要动力，下周将发布的宏观经济数据中，我们特别关注城镇居民可支配收入实际增长（即扣除通胀影响后的增长率）。可支配收入增长影响消费信心和能力。可支配收入实际增速从 2021 年的 7.1% 放缓至 2022 年的 1.9%，然后反弹至今年第一季度的 2.7% 和今年上半年的 4.7%。上半年城镇居民可支配收入实际增长比全国经济实际增长低 0.8 个百分点。如果前 9 个月收入实际增速继续回升至 5% 左右水平，居民消费信心将会增强，这将是内需增强的积极催化剂。相反，如果收入增长没有改善或放缓，消费信心和消费需求紧迫性将会受到压制。

图 9：城镇居民人均可支配收入实际同比增长
 可支配收入增长是推动内需增长的动力来源之一，收入增长正在恢复，但尚未稳定



权益披露

分析员陈宋恩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。

评级的定义

评级	定义
买入	股票投资回报 \geq 市场回报(约 9%)
持有	负市场回报 (约-9%) \leq 股票投资回报 $<$ 市场回报(约 9%)
卖出	股票投资回报 $<$ 负市场回报(约-9%)

注：股票收益率=未来 12 个月股票价格预期百分比变化+总股息收益率

市场回报率=自 2006 年以来的平均市场回报率（恒指总回报指数于 2006-22 年间平均增长率为 8.4%）

股票评级可能与所述框架有所偏离，原因包括但不限于：公司治理、市值、相对于相应基准指数的历史价格波动率、相对于股票市值的平均每日成交量、公司于相应行业的竞争优势等。

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 2023 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)2147 8863