



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED



港股市场一周回顾

2023 年 10 月 20 日

港股市场一周回顾

20/10/2023

- 本周能源资源股和电子股逆势上扬
- 原油期货曲线变化反映供给风险和 demand 风险变化
- 绿色航空制造业发展顶层设计
- 电子行业尚未走出困境
- 下周展望

一、 本周能源资源股和电子股逆势上扬

尽管中国第三季度经济增长 4.9% 好于市场预期的 4.5%，但本周股市更多的是对个别行业趋势和不利外部因素的反应。本周，恒生指数下跌约 3.6%，受互联网及电商股、医药股及中资地产股拖累，但能源资源股和电子股逆势上扬。据国家统计局，实物商品网上零售额同比增速从上半年的 10.8% 下降至前 8 个月的 9.5% 和前 9 个月的 8.9%，表明三季度网上零售额增速放缓至 5% 左右以及 9 月份放缓至 4% 左右，趋势不利互联网及电商股。统计局数据显示，9 月份医药制造业增加值同比下降 7.7%，前 9 个月同比下降 5.2%，数据表明三季度医药制造业盈利能力下滑速度加快，趋势不利制药股。制药和互联网电子商务股票的下跌反映了投资者对这些行业基本面疲软的反应。碧桂园（2007 HK）的财务困境和金地集团（600383 CH）的管理层突然改变继续削弱投资者对中国房地产股的信心。国家统计局数据显示，9 月份新住宅销售金额环比反弹近 40%，但同比下降约 20%。尽管行业表现环比改善，但碧桂园 9 月份合同销售额环比下降 23%，同比下降 82%；金地集团 9 月份合同销售额环比反弹 5%，同比下降 54%。

中东地缘政治冲突持续提升市场避险情绪，也加剧市场对原油供应风险的担忧，原油价格和能源资源股受到提振。此外，中国国内煤炭价格也从 6 月底到 10 月初反弹近两成。华为在国内、苹果在海外的热销持续提振电子供应链股。可以看出投资者正在追捧基本面改善的行业个股。

整体而言，股市反应理性，互联网及电商股为恒生指数权重股，其下跌拖累指数走低。

二、 原油期货曲线变化反映供给风险和需求风险变化

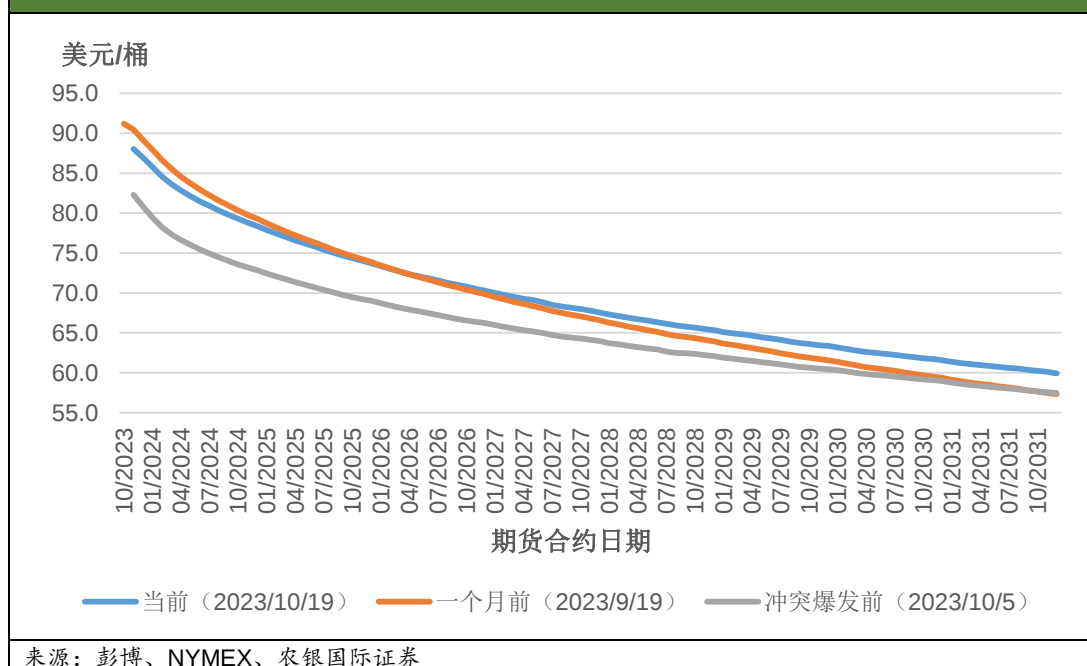
中东地缘政治紧张局势引发市场对原油供应风险的担忧，相应推升原油价格。这种市场关注和市场反应已被媒体广泛报道。我们认为这解释或没有充分考虑需求风险。我们绘制三个不同的日期的原油期货曲线来说明需求风险和供给风险的变化（见图 1）。

9 月中旬至 10 月第一周（以哈冲突爆发前），WTI 原油期货曲线逆时针旋转（即短期期货合约价格下跌，长期期货合约价格向上）。期货曲线逆时针走势是出于对需求风险的担忧。全球经济疲软将抑制原油需求和未来油价。

以哈冲突爆发后，整体期货曲线向上移动（即短期到长期期货合约的价格上涨）。中东地缘政治紧张局势导致供应风险增加，推动期货曲线上移。尽管短期期货合约价格有所上涨，但价格仍低于 9 月中旬。

需求风险担忧仍大于供给风险担忧。中东战争风险推升供应风险，推动原油期货在 10 月第二周上涨。但全球经济疲软带来的原油需求风险限制了原油期货的反弹。因此，冲突爆发一周多后，当前原油短期期货价格仍低于 9 月中旬。原油价格是否会攀升至 9 月高点之上，要看供应风险会否进一步增加以超过需求风险，即预期供应下降速度会否快于需求下降速度。

图 1: 美国 WTI 原油期货曲线图



来源：彭博、NYMEX、农银国际证券

三、 绿色航空制造业发展顶层设计

工信部、科技部、财政部、民航局等四部门最近发布关于《绿色航空制造业发展纲要（2023-2035 年）的通知》（《通知》）。中国新能源汽车的成功和快速发展是市场多年前没有预料到的。新能源汽车市场的发展有利于国内供应链的建立，有利于国内新能源汽车企业进军海外市场。中国找到了与世界最大汽车制造商竞争的新赛道。车辆、船舶和飞机是运输工具，我们相信新型绿色能源航空设备将在未来几年涌现。各类绿色交通装备的共同点是高动力电池作为主要动力来源，这是我国绿色能源业务发展的竞争优势。绿色航空制造业发展未来几年它将成为明星产业。

中国绿色航空制造业发展面临重大战略机遇。机遇来自以下几方面。一是中国航空运输、物流配送、城市空运、航空应急救援等领域均具有巨大潜在市场。二是中国电动汽车、轨道交通等新能源装备领域积累了技术优势，形成了先进工业基础，为航空制造业绿色化发展提供了契机。三是新一轮科技革命推动新能源、新材料、新一代信息技术与航空科学技术加速融合，电池、电机、传感器、飞控系统等相关技术不断突破，共享出行、智能城市等新模式不断发展，为航空制造业绿色化智能化转型带来了重大机遇。《通知》要求大力推进制造强国、交通强国、航空强国建设，为中国航空制造业开辟绿色航空新赛道提供了难得的历史性机遇。

发展目标。到 2025 年，国产民用飞机节能、减排、降噪性能进一步提高，航空绿色制造水平全面提升，绿色航空产业发展取得阶段性成果，安全有效的保障体系基本建成。使用可持续航空燃料的国产民用飞机实现示范应用，电动通航飞机投入商业应用，电动垂直起降航空器（eVTOL）实现试点运行，氢能源飞机关键技术完成可行性验证，绿色航空基础设施不断夯实，形成一批标准规范和技术公共服务平台，有效支撑绿色航空生产体系、运营体系建设。到 2035 年，建成具有完整性、先进性、安全性的绿色航空制造体系，新能源航空器成为发展主流，国产民用大飞机安全性、环保性、经济性、舒适性达到世界一流水平，以无人化、电动化、智能化为技术特征的新型通用航空装备实现商业化、规模化应用。

发展路径。《通知》中明确要求小型航空器以电动为主攻方向，干支线等中大型飞机坚持新型气动布局、可持续航空燃料和混合动力等多种路线并存；同时，积极探索氢能源、液化天然气（LNG）等技术路线，前瞻布局未来产业。加快航空绿色制造体系建设，推动民机企业生产工艺和流程的绿色化。开辟电动航空新领域。面向城市空运、应急救援、物流运输等应用场景，加快 eVTOL、轻小型固定翼电动飞机、新能源无人机等创新产品应用，形成以典型场景为导向的电动

航空器供给能力、运营支持能力和产业化发展能力，打造新经济增长极。鼓励开展绿色航空示范运营，推动轻小型固定翼电动飞机、eVTOL 实现商业运营。加快将 eVTOL 融入综合立体交通网络，建立统一的空地智联管理平台，打造低空智联网，初步形成安全、便捷、绿色、经济的城市空运体系。针对市场应用场景需求，结合纯电推进技术及涡轮混合电推进技术发展，由小到大开展新能源商用飞机预先研究。

我们认为会快速增长的发展路径之一是电动垂直起降航空器 eVTOL。发展 eVTOL 的门槛将低于中大型飞机或直升机。该产品市场适合私营企业或国有企业参与。尤其是美国 and 欧洲的新 eVTOL 初创企业得到了资本市场和欧美政府的大力支持。中国、美国 and 欧洲都希望在 eVTOL 市场上享有先发优势。《通知》中提到鼓励珠三角、长三角、环渤海、成渝等优势地区，设立低空经济示范区，开展轻小型电动飞机规模化示范运营，eVTOL 商业示范运营，推动电动航空应用场景、产品规范、运营体系、客户服务方案等领域的论证试点。《通知》反映政府已为 eVTOL 商业化找到了应用的合适场景。

四、 电子行业尚未走出困境

全球最大的芯片代工厂台积电（2330 TT；TSM US）、全球第二大的手机芯片代工厂联发科（2454 TT）和全球最大的电子代工厂商鸿海精密（2317 TT）公布了9月份的月度营收额。他们的月度营收趋势将为市场提供洞察，以评估电子行业的供应链景气周期。我们绘制他们的月度收入图表来说明他们最新的营收趋势(见图 2-4)。他们的营收额仍处于负增长趋势，表明电子行业尚未走出困境。随着第四季度消费电子行业进入传统旺季，10-12 月销量环比改善将为未来几个月市场带来一些积极预期。

图 2：全球最大的芯片代工厂台积电月度营收自今年 3 月以来，连续 7 个月收入同比下降

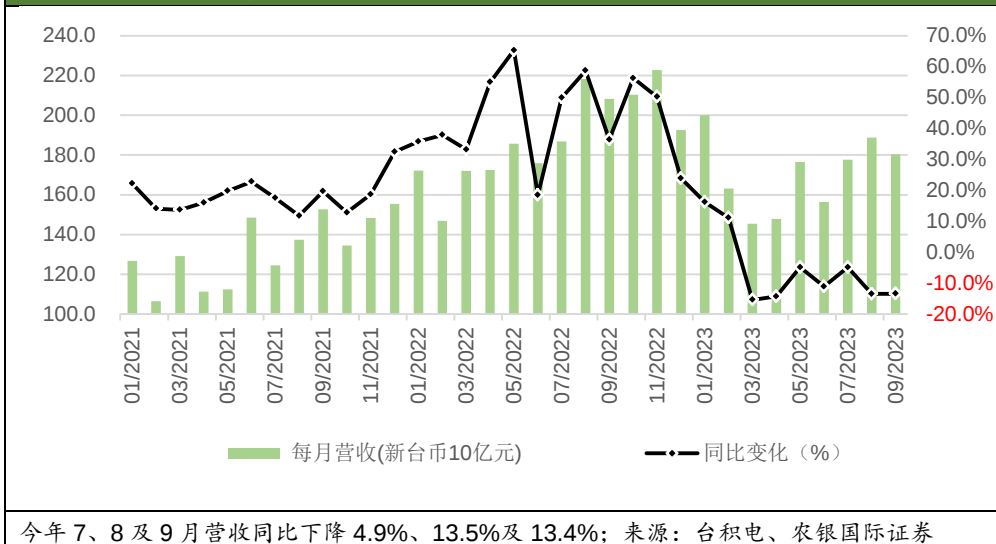
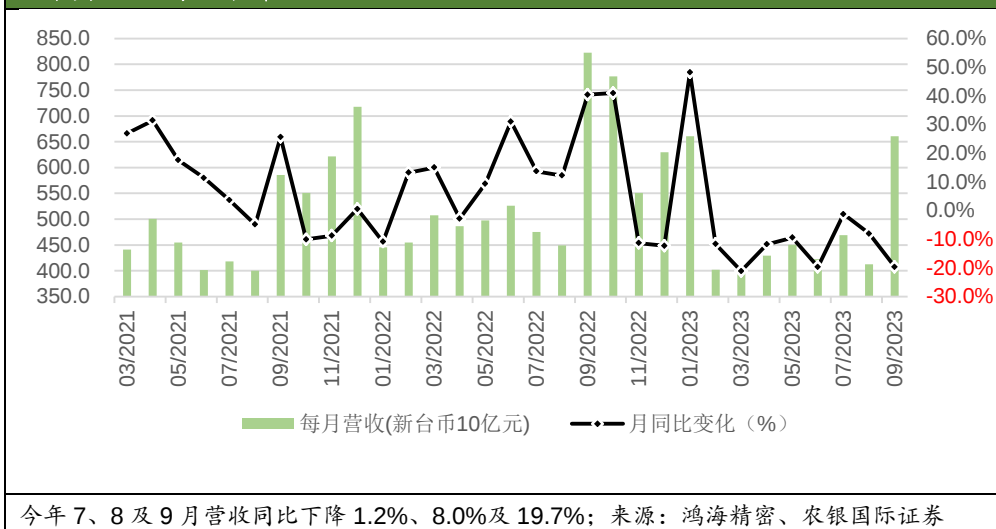


图 3：全球最大的电子代工厂商鸿海精密月度营收自今年 2 月以来，连续 8 个月收入同比下降



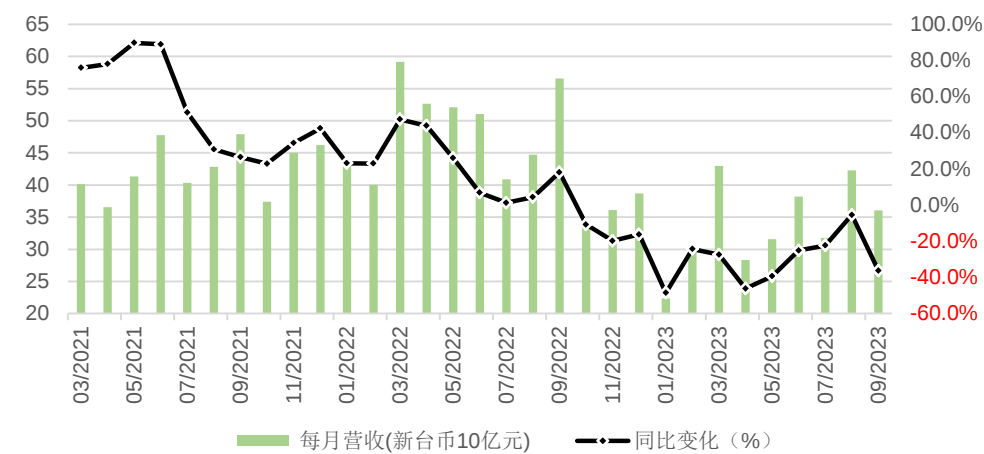


農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED

图 4：全球第二大的手机芯片代工厂联发科月度营收
自去年 10 月以来，连续 12 个月收入同比下降



今年 7、8 及 9 月营收同比下降 22.3%、5.5%及 36.2%；来源：联发科、农银国际证券

五、 下周展望

上周，市场焦点集中在国内经济数据和外部地缘政治紧张局势上。下周是上市公司第三季度财报的高峰期。市场焦点将从宏观经济转向微观经济，以及地缘政治带来资产配置变化。大盘股公布季度业绩，包括能源资源股、绿色和传统电力股、国有银行和保险股国有房地产开发商。鉴于第三季度发电量增加，预计电力股利润将强劲增长。鉴于过去 12 个月的原油价格走势，能源资源股第三季度利润同比下降，但环比大幅反弹。6 月 LPR 下调的影响将体现在银行第三季度业绩中，但 9 月份存量个人住房贷款利率下调的负面影响和存款利率下调的正面影响将在银行四季度业绩中得到较大体现。第三季度 A 股和港股市场的下跌对保险公司投资组合的不利影响也将从保险公司的季度业绩中反映出来。海外市场端，地缘政治紧张局势将持续影响基金经理的资产配置。6 月底以来(截至 10 月 19 日)，美国长期(5 年至 30 年期)国债收益率已上涨 50-118bp，美元计价债券价格的大幅下跌也将反映在持有大量美国国债或美元债的金融机构季度财报上。

尽管负面因素较多，这些负面因素是市场已知的，应该反映在股价中。季度业绩公布后，将排除过度悲观和过度乐观观点。自 6 月末以来，恒生指数下跌近 8%，当前指数水平相当于 2023 年预测市盈率约 9.0 倍，今年二季度以来平均为 9.4 倍，过去 5 年平均为 11.4 倍。当前市盈率低于平均是负面因素已得到市场较充分考虑。

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