



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED



# 港股市场一周回顾

2024年6月21日

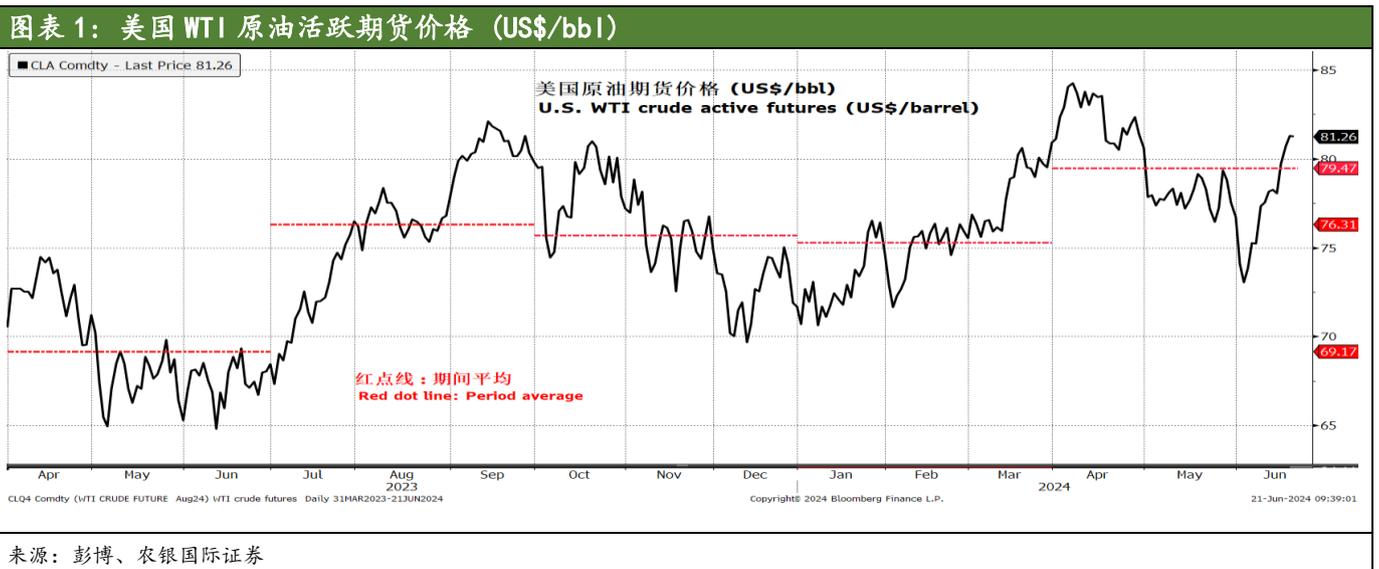
## 港股市场一周回顾

21/6/2024

- 原油价格上涨带动中资能源股创一年高位
- 中国零售消费市场表现是强还是弱？
- 中国猪肉价格上涨但牛肉价格暴跌，肉品股波动变大
- 中证国新港股通央企红利指数 ETF

### 一、原油价格上涨带动中资能源股创一年高位

本周，恒生指数成分股中，中资能源股中海油（883 HK）和中国神华（1088 HK）创下 52 周新高，但药明康德（2359 HK）和理想汽车（2015 HK）创下 52 周新低。6 月初以来国际原油价格持续反弹引发中资能源股价上涨。此外，即将在 A 股上市以追踪香港上市央企股的 ETF 产品也让市场相信内地将出现一些新的资金在不久的将来买入权重国有能源股。本周市场对药明康德 A 股（603259 CH）的看跌情绪加剧，其 A 股的卖空增加引发了其 H 股和 A 股的抛售。理想汽车的 MEGA 车型的销售比预期低，引发美国投资者对理想汽车误导他们提起诉讼。我们特别关注原油价格走势。本周美国 WTI 活跃原油期货价格反弹至 80 美元/桶上方，表明能源通胀压力正在上升。2023 年第二季度和第三季度，平均原油价格分别约为 69 美元/桶和 76 美元/桶。2024 年第二季度迄今为止，平均原油价格约为 79 美元/桶。本周，原油价格攀升至 80 美元/桶以上。如果原油价格在 7-8 月维持在 80 美元/桶以上，能源成本驱动的通胀压力仍不低。这将影响市场对美联储何时降息的预期。特别是，目前市场预计美联储将在 9 月降息。如果原油价格在 7-8 月维持在 80 美元/桶以上，这种市场预期可能会消退。



## 二、 中国零售消费市场表现是强还是弱？

大家对中国零售消费市场势头的看法很容易受到国家统计局公布的月度零售额统计数据的影响。据国家统计局，社会消费品零售总额同比增速从 4 月份的 2.3% 上升至 5 月份的 3.7%。虽然增速有所上升，但由于增速不高，市场仍可能认为增长动力不强。其中，5 月份限额以上单位（即大型零售商）消费品零售额同比增长 3.4%，低于社会消费品零售总额增速 0.3 个百分点，这意味着大型零售商的零售额增长低于小型零售商。上述增长数据被媒体以及许多经济学家和零售业分析师的分析报告广泛报道。

为什么关注大型零售商的零售额增长？因为上市的零售股大多是大型零售企业。或许，读者或投资者需要关注国家统计局调查不同规模的零售企业零售额同比增速的定义。在对限额以上单位零售商的调查中，调查中公布的增长率为可比同比增长率，该增速并非基于所有大型零售商今年与去年同期零售额绝对值的变化。简单来说，可比同比增长率只反映一些零售商于今年和去年持续经营业务的销售增长率。因此，在计算可比同比变化时，不包括今年新增零售商的零售额和今年度已停止经营业务零售商去年的零售额，也不包括不符合调查标准的零售商。我们举下面的例子来解释。

图表 2：例子-限额以上单位零售收入

零售企业 (万元)	A	B	C	D	E	限额以上 可比单位为 A+B	限额以上 单位	总体
5/2023	333	300	250	未开业	201	633	1084 (A+B+C+E)	1084
5/2024	319	330	已停业	566	100 收入减小，不 算是限额以上 单位	649	1215 (A+B+D)	1315
变化	-4.2%	10.0%	-	-		可比同比 增长 2.5%	同比增长 12.1%	同比增长 21.3%

来源：农银国际证券

依据上述例子，按可比口径计算，5 月份限额以上单位零售额同比增长 2.5%。实际上，5 月份限额以上单位零售额同比增长 12.1%。这 12.1% 的增长率不错，至少不弱。而且，如果算上 E 企业在 5 月的零售额，实际总增速可能高达 21.3%。当然，上述的例子只是为了说明在不同定义之下的同比增长率可能让读者带来完全不同的观点。按照国家统计局调查办法，对限额以上单位（即大型零售商）进行全数调查，对限额以下单位进行抽样调查。

5 月份，国家统计局数据显示，限额以上单位餐饮零售商零售额同比增长 2.5%，看起来增长

很弱。这一增长率是基于可比同比增长率。另据国家统计局，今年5月限额以上单位餐饮零售额为1215亿元，而去年5月为1084亿元，同比增长12.1%，这增长率不低。尽管这两个增长率存在显著差异，但它们都具有参考价值。2.5%的可比同比增长率表明去年至今的现有大型餐饮零售商处境艰难。它们为何苦苦挣扎？因为今年一些新的大型餐饮零售商加入市场，改变了竞争格局。若统计加上新增大型餐饮零售商销售额，大型餐饮零售商零售总额同比增长12.1%，而不是2.5%。

5月份，国家统计局数据显示，限额以上单位商品零售额同比增长3.5%，低于全社会消费品零售增长，但这一增长率是基于可比同比增长率。另据国家统计局数据，今年5月限额以上单位商品零售额为13773亿元，而去年5月为12949亿元，这意味着同比增长6.4%，好于全社会消费品零售增速。这表明一些新加入的大型新零售商取得了不俗的业绩，拉动了5月份大型零售商的零售总额。

**实物商品网上零售同比增长11.5%，还是同比增长0.5%？** 另据国家统计局，今年前五个月实物商品网上零售额同比增长11.5%，而前四个月同比增长11.1%。这增速数据或让读者认为网上零售市场仍保持两位数增长，且大幅高于全社会消费品零售增长。然而，国家统计局解释说，公布的网上零售额同比增长是可比同比增长率。今年首5个月网络零售额为48280亿元，相比去年首5个月的48055亿元，这意味着同比增长0.5%。如果读者考虑到网络零售额只增长0.5%，读者可能会对网络零售市场有完全不同的看法。当然，统计调查本身也会有合理的偏差，但上述不同定义的增长率出现较大的差异值得读者警惕。

事实上，国家统计局并没有刻意误导读者或市场。国家统计局在公布的零售调查报告底部为各项增长率的定义进行了解释。读者在使用这些增长率数据进行分析或判断时，需要了解各项增长率的定义。

**图表 3：限额以上单位零售**

	5/2024 (亿元)	统计局公布的 同比增长*	5/2023 (亿元)	零售额比较 5/2024 vs 5/2023
限额以上单位餐饮收入	1215	2.5%	1084	12.1%
限额以上单位商品零售收入	13773	3.5%	12949	6.4%
	1-5/2024 (亿元)	统计局公布的 同比增长*	1-5/2023 (亿元)	零售额比较 1-5/2024 vs 1-5/2023
实物商品网上零售额	48280	11.5%	48055	0.5%

注\*：这增长率是可比同比增长；来源：国家统计局、农银国际证券

### 三、 中国猪肉价格上涨但牛肉价格暴跌，肉品股波动变大

据商务部每周调查显示,6月份第二周猪肉批发价格飙升至23.59元/公斤,同比上涨约22%,二季度迄今上涨约18%,也较5月末上涨近7%。与此同时,牛肉批发价格暴跌至59.47元/公斤,同比下跌约19%,二季度迄今已下跌约10%,也较5月末下跌近3%。

猪肉批发价近月的上涨趋势是自5月初开始。牛肉批发价格近月的下跌趋势是自4月初开始。从名义价格比较,牛肉价格虽然下降不少,猪肉价格也上涨不少,但牛肉价格仍然高于猪肉价格。从相对价格比较,自2023年以来,牛肉价格平均是猪肉的3.4倍。近期,这比例下降至2.5倍。从消费者角度看,牛肉的购买力提升,但猪肉消费应该仍是主流,因后者仍较便宜。

猪肉价格的上涨对于生猪养殖场经营者来说是利好消息,但对于猪肉包装食品生产商来说是负面消息,因为猪肉价格上涨意味着包装食品生产商的原材料成本增加。

河南双汇(000895 CH)A股价格较3月份高点下跌约18%。2023财年,其包装肉制品贡献了总收入的近40%和总毛利润的近82%;生鲜肉产品贡献了总收入的47%和总毛利润的17%。它的收入主要来自生鲜肉销售,但整体利润仍是主要来自包装肉制品销售,它的股价对包装肉制品市场变化更为敏感。

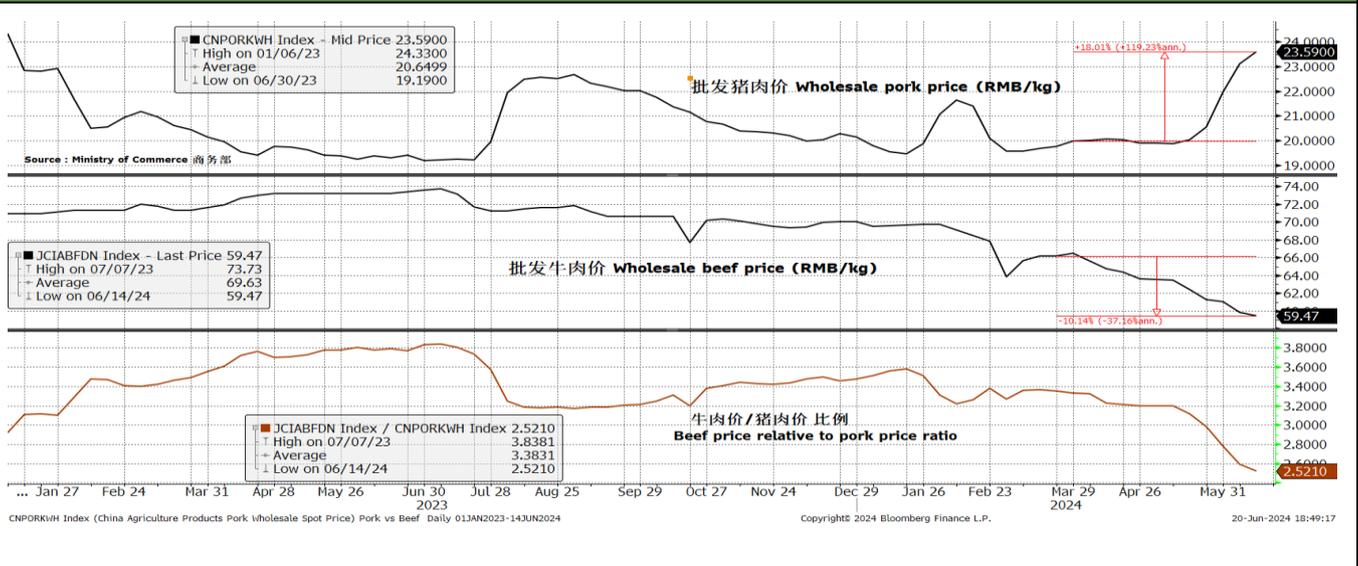
河南双汇控股股东万洲国际(288 HK)股价较3月高点下跌约11%。2023财年,其包装肉类贡献了总收入的约52%和各部门总利润的约139%。换句话说,其它业务线亏损。万洲国际总体业务也是对包装肉制品市场更为敏感。

香港上市的中粮家佳康食品(1610 HK),其股价自5月高点下降约14%。它的业务包括销售生猪,鲜猪肉及包装肉制品。过去两年,鲜猪肉销售亏损,但销售生猪及包装肉制品为主要利润来源。猪肉价格上涨,对销售包装肉制品利润带来压力,但有利于鲜猪肉销售减亏和利好生猪销售利润。另一家A股猪肉制品公司湖南新五丰(600975 CH),它也供应牲畜及冻肉给香港市场,股价较5月高点下跌约18%。

牛肉价格下跌对养牛场经营者来说是负面因素,但对下游牛肉包装食品生产商来说是正面因素。牛肉价格的暴跌也反映供应链上游的供应过剩状况。牛奶零售价格也在下跌。据商务部统计,6月前两周牛奶零售价格跌至12.21-12.22元/升,创2020年8月以来最低水平,反映市场供过于求。蒙牛乳业(2319 HK)股价在6月第二周触及52周新低至12.54港元。

也许读者会问猪肉和牛肉价格波动是否会影响中国通胀前景？畜肉类（包括猪肉、牛肉、羊肉等）占CPI总权重约3%。这意味着平均畜肉类价格每变化10%，将导致CPI变化约0.3个百分点。畜肉类占CPI总权重不高，除非价格变化非常大才会对通胀带来明显影响。近月，猪肉价上涨对CPI的影响被牛肉和羊肉价下降所抵消。因为这个原因，5月，畜肉类CPI同比下降2.2%，环比下降0.4%。

图表 4：2023 年以来猪肉、牛肉批发价趋势 (RMB/kg)



注：截至 6 月 14 日。来源：商务部、彭博、农银国际证券

图表 5：2019 年中以来牛奶零售价趋势 (RMB/kg)



注：截至 6 月 14 日。来源：商务部、彭博、农银国际证券

#### 四、 中证国新港股通央企红利指数 ETF

本周，有消息指中国国新控股有限责任公司旗下的国新投资认购了新发行的南方中证国新港股通央企红利 ETF（暂定 520660，仍未上市）、景顺长城国新港股通央企红利 ETF（暂定 520990，仍未上市）和广发中证国新港股通央企红利 ETF（暂定 520900，仍未上市）。这让市场相信内地将有新的资金在不久的将来买入香港上市的权重国有股。5 月，中国证监会批准成立这 3 支 ETF。本周开始发行筹集资金。

2023 年 9 月 13 日，中证国新港股通央企红利指数 (CSI China Reform HK Connect Central-SOEs High Dividend Yield Index, 931722) 正式发布。这指数以追踪香港上市央企股。截止目前，中证国新港股通央企红利指数有 48 支成分股。在 5 月末，前五大权重成分股分别为中海油（883 HK）、中国石油（857 HK）、中国神华（1088 HK）、中石化（386 HK）和中国移动（941 HK），它们共占指数约 54% 权重。第 6 至 10 大权重成分股分别为中国电信（728 HK）、中国联通（762 HK）、中煤能源（1898 HK）、中广核电力（1816 HK）以及华润电力（836 HK）。这前 10 大权重成分股共占指数约 71% 权重。在 10 大权重成分股里面，有五家为能源央企，三家通信服务央企，两家电力央企。这反映国新港股通央企红利 ETF 产品的资金主要配置在这 10 支成分股，特别是其中有高于一半的资金配置在前五大权重成分股。从另一个角度看，该指数以及对应的 ETF 股价未来表现主要受上述 3 个行业内 10 支成分股股价表现所影响。在这 10 大权重成分股里，除了中煤能源和中广核电力，其余 8 支成分股都在恒生指数和恒生中国企业指数内。未来当 ETF 资金流入或流出这些股份也将影响恒生指数和恒生中国企业指数表现。

总体来看，在 5 月末，国新港股通央企红利指数内 48 支成分股的权重分布为，能源股占 48.2%，通信服务股占 21.7%，工业股占 11.9%，公共事业股占 8.8%。这 4 个行业共占指数约 91% 权重。

## 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 7%)
持有	负市场回报 (约-7%) $\leq$ 股票投资回报 $<$ 市场回报(约 7%)
卖出	股票投资回报 $<$ 负市场回报(约-7%)

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 2005 年以来的平均市场回报率（恒指总回报指数于 2005-23 年间平均增长率为 7.4%）

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 2024 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、复制或以任何其它形式分发

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