



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED



港股市场一周回顾

2024 年 5 月 24 日

港股市场一周回顾

24/5/2024

- 受工业产出持续增长带动，部分工业用金属期货价格本周触及 52 周高点
- 股市对央行支持房市的新举措反应积极
- 中国电信服务业收入增速呈现持续放缓态势
- 新能源汽车企业正在转型

一、 受工业产出持续增长带动，部分工业用金属期货价格本周触及 52 周高点

中国工业增加值实质增速从 2022 年的 3.6% 升至 2023 年的 4.3%，2024 年第一季度为 6.1%，2023 年首四个月增速进一步扩大至 6.3%。月度同比实质增速从 3 月份的 4.5% 上升至 4 月份的 6.7%。工业产出的持续增长加强了市场对工业用金属原材料需求持续增长的预期。大宗商品期货市场交易者积极推高铜、铝、锌等基本金属期货。上海期货市场，铜和铝活跃期货本周触及 52 周新高，年初至今（24/5）分别上涨约 22% 和 8%。与 52 周低点相比，它们的价格分别上涨约 28% 和 17%。

国际市场方面，伦敦金属交易所内的铜、锌、铅、原铝 3 个月远期期货价格本周也创 52 周新高，年初至今（23/5）分别上涨约 22%、15%、12% 和 10%。与 52 周低点相比，它们的期货价格分别上涨约 33%、38%、17% 和 24%。全球制造业 PMI 从 2022 年 9 月至 2023 年 12 月连续 16 个月低于 50，但今年已连续 4 个月高于 50，显示制造业今年以来持续复苏。工业用金属原材料需求复苏也带动了相应散货运输服务的需求。波罗的海干散货指数（BDIY Index）较 1 月低点上涨约 38%，较 52 周低点飙升近 96%。我们认为 2022-23 年全球制造业活动持续收缩抑制上游工业金属供应商产能。今年全球制造业活动只是温和复苏，已导致部分工业金属供需失衡，进而推高价格。

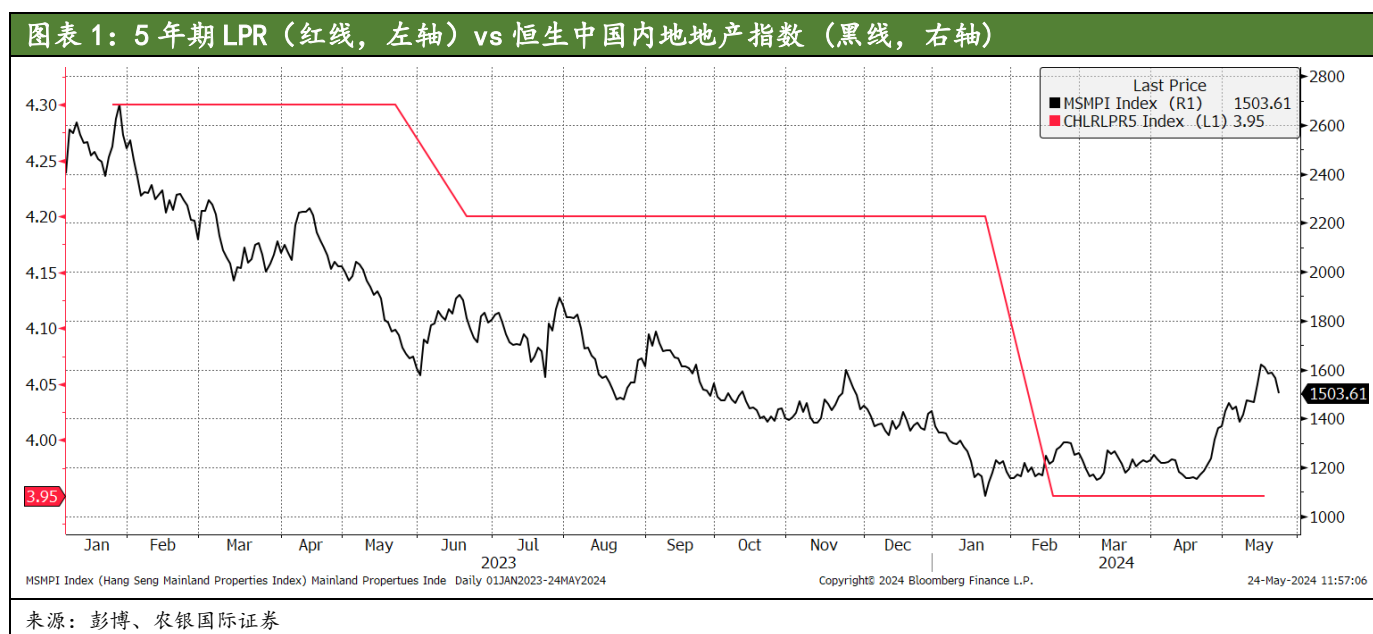
工业生产活动的恢复对宏观经济和工业企业有利，但也给生产企业带来了新的挑战，即生产过程中工业用金属原材料成本大幅上升。家用电器和汽车制造商正面临金属原材料成本上涨的问题。当制造商耗尽低成本材料库存并在未来几个月开始以高成本补充材料时，成本压力将会上升。

上游工业用金属原材料开采公司和供应商预计将受益于基础材料期货价格上涨。港股市场亦作出相应反应。自 2023 年末以来，恒生综合原材料业指数（HSCIMT Index）已上涨约 38%，而恒生指数（HSI Index）上涨约 9%，恒生科技指数（HSTECH Index）上涨约 1%。本周，五矿资源（1208 HK）、中国铝业（2600 HK）、江西铜业（358 HK）、紫金矿业（2899 HK）和中国有色矿业（1258 HK）股价均创 52 周新高。

二、 股市对央行支持房市的新举措反应积极

追踪在香港股市上市的主要中国房地产股的恒生中国内地地产指数（MSMPI Index），5月份迄今飙升9%。自第一季度末以来，该指数已飙升约22%。此次反弹最初是由传言央行将对房地产市场采取支持措施推动的。5月17日，央行公布四项支持房地产市场的措施，包括

1. 发放3000亿元再贷款，鼓励商业银行向企业发放贷款给地方国有企业并将贷款购买住房转为保障性住房；
2. 将首套房和二套房最低首付比例分别下调至15%和25%；
3. 将住房贷款最低利率的制定交给地方政府，实现房贷利率市场化；
4. 下调各期限品种住房公积金贷款利率0.25个百分点。调整后，五年以上首套房个人住房公积金贷款利率为2.85%，可更好满足住房公积金缴存人住房需求。



设立 3000 亿元保障性住房再贷款

这个安排是鼓励引导金融机构按照市场化、法治化原则，支持地方国有企业以合理价格收购已建成未出售商品房，用作配售型或配租型保障性住房，央行预计将带动银行贷款 5000 亿元。我们假设所有再贷款全部使用，考虑借款地方国有企业可提供 30%-50% 的自有资金用于购房，若贷款与抵押品价值比率 50%-70%，购房总金额将在 7000 亿至 1 万亿元之间。假设购房均价 10000

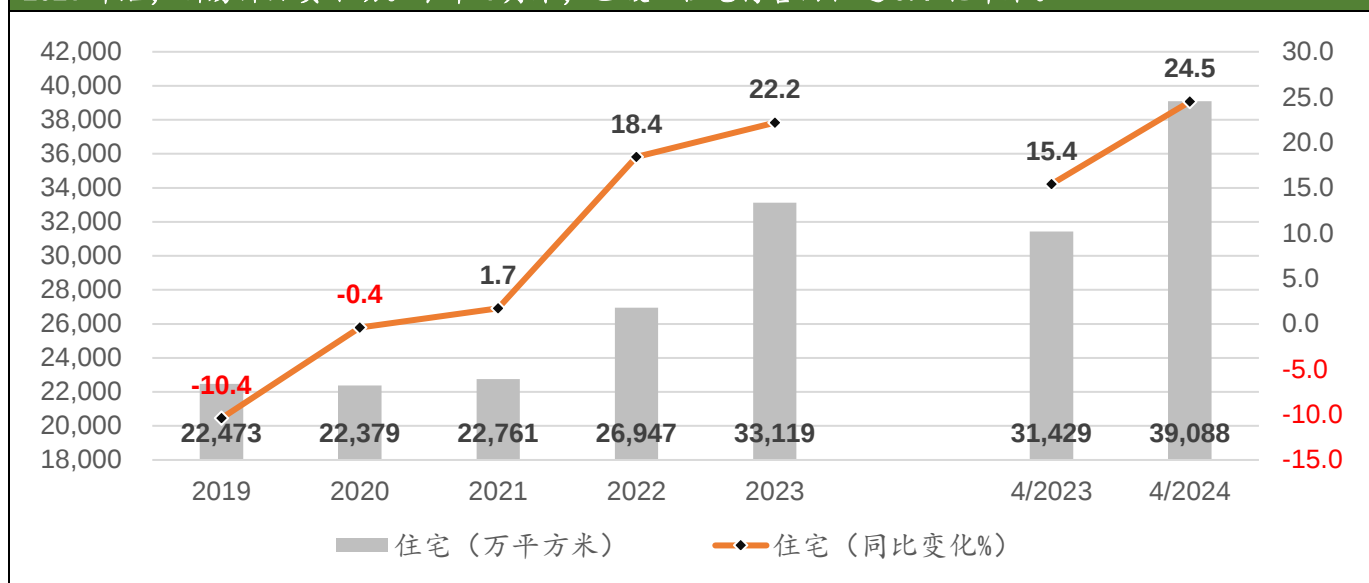
元/平方米。潜在住房购买量 71-100 百万平方米。相当于 2024 年 4 月底已完工但未售出住房数量的 18-25%。

情景分析

- 保障性住房再贷款：3000 亿元（相当于商业银行向企业发放的贷款的 60%）
- 商业银行向企业发放的购房贷款：5000 亿元
- 假设贷款与抵押品价值比率：50-70%
- 借款人（地方国有企业）提供资金：2100-5000 亿元
- 借款人提供资金加商业银行贷款：7100-10000 亿元
- 假设购房均价 10000 元/平方米
- 潜在住房购买量：71-100 百万平方米

图表 2：期末商品住宅待售面积*（左轴（面积），右轴（同比变化））

2021 年后，新房开始卖不动。今年 4 月末，已竣工住宅待售面积达 3.9 亿平米。



注*：商品住宅待售面积指报告期末已竣工的可供销售或出租的商品房屋建筑面积中，尚未销售或出租的商品住宅建筑面积，包括以前年度竣工和本期竣工的房屋面积。

来源：国家统计局、农银国际证券

投资银行业的机遇是什么？ 从地方国有企业为借款人的角度来看，从市场上购买住房转为保障性住房将占用大量的财务资源，这将危害企业的财务健康。投资银行或证券公司可以帮助地方国企将保障性住房打包成 REITs，将 REITs 出售给养老基金、保险基金、财富管理等资本市场投资者。

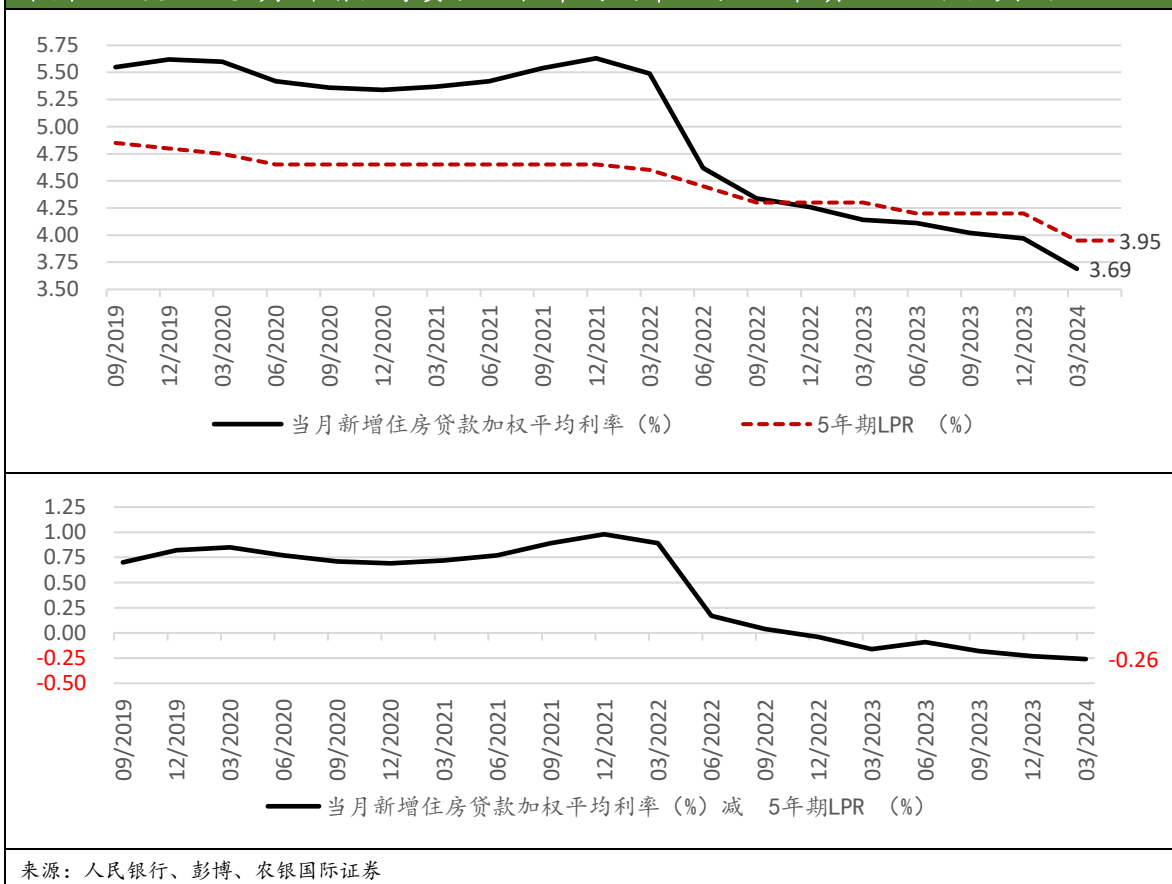
首套房和二套房最低首付比例从 20%和 30%分别下调至 15%和 25%

据国家统计局数据，今年前四个月，全国新住房交均价为 9978 元/平方米，新住房销售额 24453 亿元，新住房销售面积 24507 万平方米。对于一个 100 平方米的住房，假设价格在 10000 元/平方米左右，首付将减少约 5 万元。

取消全国层面个人住房贷款利率政策下限

首套房和二套房贷利率均不再设置政策下限，实现房贷利率市场化。据央行统计，3 月份新增住房贷款加权平均利率为 3.69%，较 2023 年 12 月下降 28 个基点，也比 5 年期 LPR 低 26 个基点。正如人民银行所说，银行业金融机构应根据各省级市场利率定价自律机制确定的利率下限（如有），结合本机构经营状况、客户风险状况等因素，合理确定每笔贷款的具体利率水平。我们认为新安排将有利于能够协商较低住房贷款利率的高净值借款人。从银行角度来看，住房贷款市场的利润空间正在变薄。

图表 3: 上图： 当月新增住房贷款加权平均利率 (%) vs 5 年期 LPR (%)
 下图： 利差 = 当月新增住房贷款加权平均利率 减 5 年期 LPR (百分点)

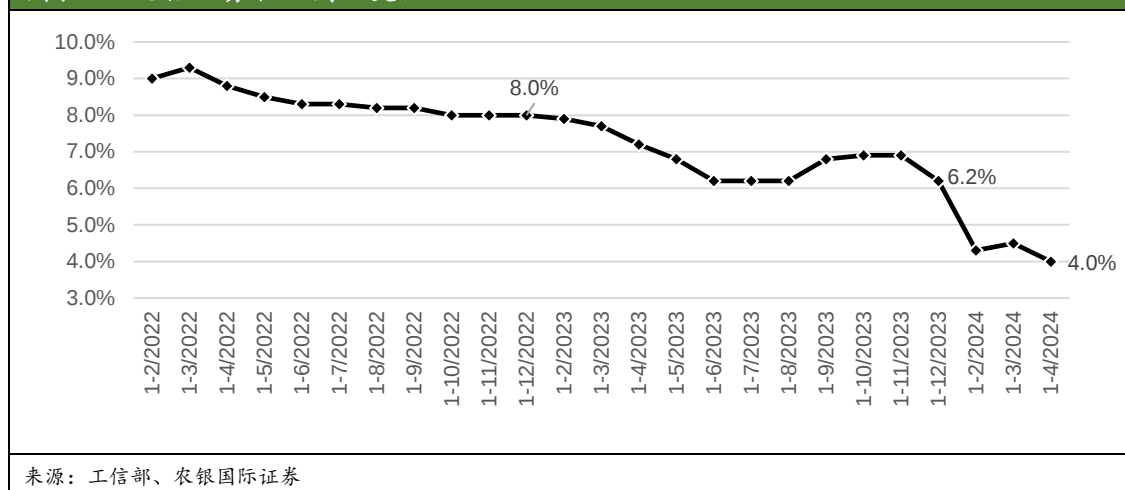


来源：人民银行、彭博、农银国际证券

三、 中国电信服务业收入增速呈现持续放缓态势

据工信部，1—4 月份，电信业务收入累计完成 5924 亿元，同比增长 4%。按照上年不变价计算的电信业务总量同比增长 12.5%。从绝对收入增速来看，增长动力不断减弱。电信服务收入同比增速从 2023 年前四个月的 7.2% 放缓至 2023 年全年的 6.2%，2024 年第一季度的 4.5% 和 2024 年前四个月的 4.0%。累计收入增速放缓意味着 4 月份收入增速可能放缓至 2-3% 左右。

图表 4：电信业务收入同比变化



电信服务收入的主要来源中，移动数据流量业务、新兴业务（包括 IPTV、互联网数据中心、大数据、云计算、物联网等）和互联网宽带业务是三大主要来源。2024 年前四个月，这三大主要收入来源分别占电信服务总收入的 36.6%、25.5% 和 15.1%，合计占比 77.2%。

移动数据服务方面，该细分市场是电信服务业最大的收入来源。2023 年首 4 个月收入增长持平，2023 年全年收入同比下降 0.9%，2024 年第 1 季度收入同比下降 1.3%。2024 年首 4 个月收入同比下降 1.0% 至 2169 亿元。该业务板块的增长势头可视为边际下滑趋势。因此，该细分市场并不是收入增长的驱动力，而是成为行业总收入增长的拖累。

从新兴业务来看，今年正处于较高增长阶段，但增速较去年明显放缓。1—4 月份，IPTV、互联网数据中心、大数据、云计算、物联网等新兴业务共收入 1508 亿元，同比增长 11.2%。新兴业务收入同比增速从 2023 年首四个月的 22.3% 放缓至 2023 年全年的 19.1%、2024 年第一季度的 12.2% 和 2023 年首四个月的 11.2%。这意味着该业务 4 月份收入增长放缓至 8-9% 左右。

云计算服务收入同比增速从 2023 年首四个月的 50.7% 放缓至 2023 年全年的 37.5%、2024 年

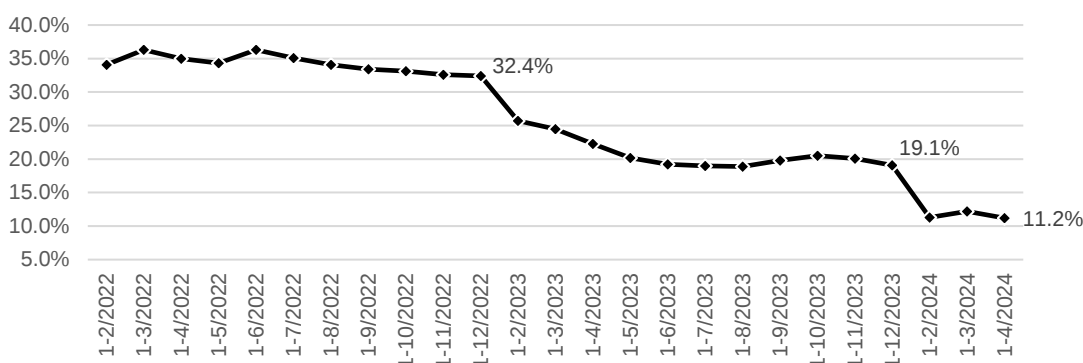
第一季度的 17.4% 和 2024 年首四个月的 16.0%，这意味着 4 月份收入增速放缓至 11-12%。

物联网业务收入同比增速从 2023 年首四个月的 26.1% 放缓至 2023 年全年的 20.3%、2024 年第一季度的 14.3% 和 2024 年首四个月的 14.5%，这意味着 4 月份收入增速反弹至 15% 左右。

大数据服务收入同比增速从 2023 年首四个月的 45.4% 放缓至 2023 年全年的 37.5% 和 2024 年第一季度的 37.3%，但 2024 年首四个月同比增速上升至 44.1%，这意味着 4 月份收入增速大幅反弹至 65% 左右。

统计数据显示，云计算服务应占新兴业务总收入的主要部分，因此云计算服务收入增速放缓导致新兴业务总收入增速大幅放缓。公有云和私有云服务提供商之间的价格战可能是云计算服务收入增长大幅放缓的原因。

图表 5: 新兴业务收入同比变化



来源：工信部、农银国际证券

宽带业务收入是电信服务业第三大收入来源。增长势头也在放缓。收入同比增速从 2023 年首四个月的 5.9% 改善至 2023 年全年的 7.7%，但在 2024 年第一季度回落至 6.1%，在 2024 年首四个月回落至 5.6%，这意味着 4 月份的增长率放缓至 4% 左右。

传统语音服务收入仍呈下降趋势。2024 年首 4 个月，固网语音和移动语音收入同比下降 0.9% 和 3.1%。这两项业务约占电信服务总收入的 7.2%。

总体而言，鉴于移动数据服务收入持续下降以及宽带和新兴业务增长疲软，电信服务行业收入增长放缓趋势可能会持续。

图表 6：三家基础电信企业电信业务收入趋势

	1-4/2023	1-6/2023	1-12/2023	1-3/2024	1-4/2024
按照上年不变价计算的电信业务总量同比增长	17.6%	17.1%	16.8%	13.4%	12.5%
电信业务收入(亿元)	5,699	8,688	16,835	4,437	5,924
同比变化	7.2%	6.2%	6.2%	4.5%	4.0%
其中主要项目：					
1. 移动数据流量业务收入(亿元)	2,191	3,356	6,368	1,598	2,169
同比变化	0.0%	0.2%	-0.9%	-1.3%	-1.0%
2. IPTV、互联网数据中心、大数据、云计算、物联网等新兴业务收入(亿元)	1,250	1,880	3,564	1,174	1,508
同比变化	22.3%	19.2%	19.1%	12.2%	11.2%
其中：					
云计算收入同比变化	50.7%	38.1%	37.5%	17.4%	16.0%
大数据收入同比变化	45.4%	45.3%	37.5%	37.3%	44.1%
物联网业务收入同比变化	26.1%	25.7%	20.3%	14.3%	14.5%
3. 互联网宽带业务收入(亿元)	847	1,301	2,626	662	892
同比变化	5.9%	6.3%	7.7%	6.1%	5.6%
4. 固定语音业务收入(亿元)	62.8	96	185	44.7	62.2
同比变化	-9.4%	-7.5%	-8.0%	-6.3%	-0.9%
5. 移动语音业务收入(亿元)	378.6	572	1,108	267.0	366.4
同比变化	0.6%	-2.5%	-2.5%	-4.5%	-3.1%

来源：工信部、农银国际证券

四、 新能源汽车企业正在转型

新能源汽车制造商公布了第一季度业绩。其中特别值得我们关注的亮点之一是其非汽车销售收入的增长以及相应的利润率。鉴于中国新能源汽车行业激烈的市场竞争，我们认为一些汽车制造商试图将其收入来源从整车销售扩大到非整车销售，如销售服务、充电站、配件、科技服务等。例如，特斯拉 (TSLA US) 反复表示，它不是一家汽车公司，而是一家科技公司，汽车只是销售技术服务的手段或工具。

2024 年一季度，小鹏汽车 (9868 HK) 的汽车销售收入 55.4 亿元，而非汽车销售收入 10.0 亿元。然而，汽车销售毛利率为 5.5% 低，而非汽车销售毛利率为 53.9% 高。这两个业务板块的毛利率差异较大导致汽车销售毛利润 3.02 亿元，非汽车销售毛利润 5.41 亿元，非汽车销售已成为公司主要利润贡献者。

类似的情况也发生在理想汽车 (2015 HK) 身上。2024 年第一季度，非汽车销售收入增至 13.8 亿元，同比增长 200%。非汽车销售毛利润增至 5.9 亿元，同比增长 186%。同期，汽车销售收入和毛利分别增至 243 亿元和 47 亿元，分别增长 32% 和 29%。尽管汽车销售仍占营收和毛利的主要部分，但非汽车销售的增长势头大幅高于汽车销售。2024 年第一季度，非汽车销售毛利率为 43.0%，而汽车销售毛利率为 19.3%。

尽管理想汽车和小鹏汽车成功提高了非汽车销售的收入和毛利润，但蔚来 (9866 HK) 却未见效。蔚来尚未公布 2024 年第一季度业绩。2023 年第 4 季度，其非汽车销售收入为 16.6 亿元，同比增长 27.6%，但该业务板块录得毛亏损 5.6 亿元。

新能源汽车企业也试图扩大销售网络以提高销量。我们认为，提高销量并不是一件容易的事。每家门店的销售量将是评估销售网络效率的有用参数。我们认为产品和销售人员的竞争实力可以从单店日均销售量上更好地体现。

截至 2024 年第一季度末，小鹏汽车在 178 个城市运营 574 家门店。一季度交付 21821 辆。这表明第一季度平均每家店销量约为 38 辆，即第一季度内平均每家店每天销 0.418 辆。也就是说，每家门店平均需要 2.4 天才能销售一辆车。

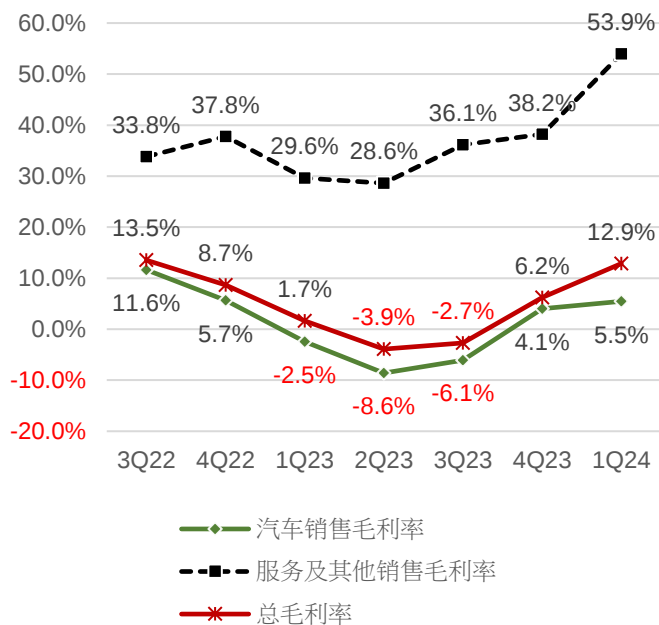
截至 2024 年第一季度末，零跑汽车 (9863 HK) 在 182 个城市运营 510 家门店。一季度交付 33410 辆。这表明第一季度平均每家店销量约为 66 辆，即第一季度内平均每家店每天销 0.717

辆。也就是说，每家门店平均需要 1.4 天才能销售一辆车。

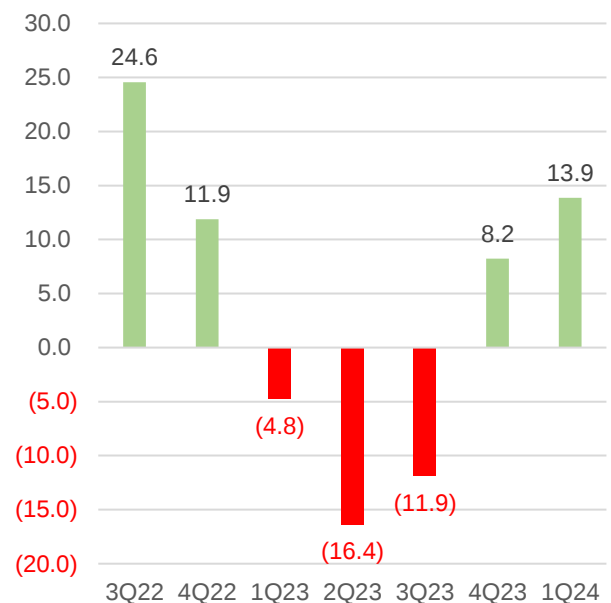
截至 2024 年第一季度末，理想汽车在 142 个城市运营 474 家门店。一季度交付 80400 辆。这表明第一季度平均每家店销量约为 170 辆，即第一季度内平均每家店每天销量 1.848 辆。

相比上述三家车企，理想汽车的销售效率更好。从店内销售人员的角度来看，商店的销售业绩越好，销售人员的佣金收入就越高。销售人员通常都是聪明人，他们会去可以赚取更多销售奖励商店工作。从这个角度来看，如何招募和留住高素质的销售人员以提高单店销量是一项具有挑战性的工作。

图表 7：小鹏汽车毛利率趋势



图表 8：平均单台车毛利润 (RMB'000/辆)



来源：小鹏汽车、农银国际证券

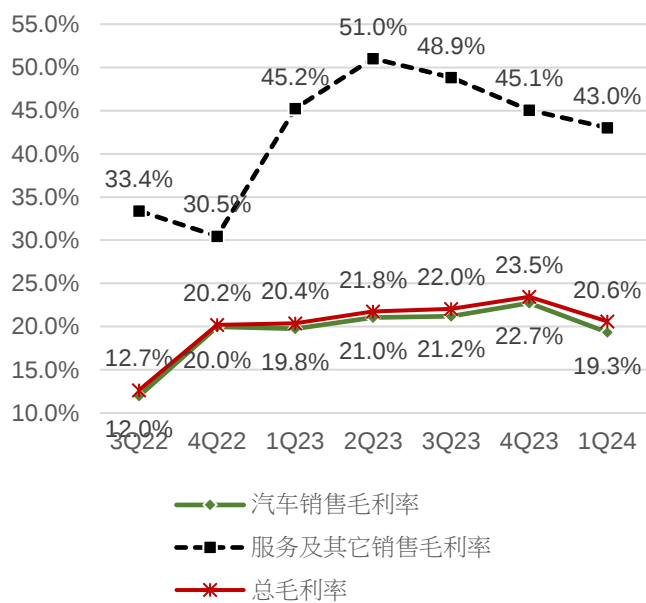


農銀國際

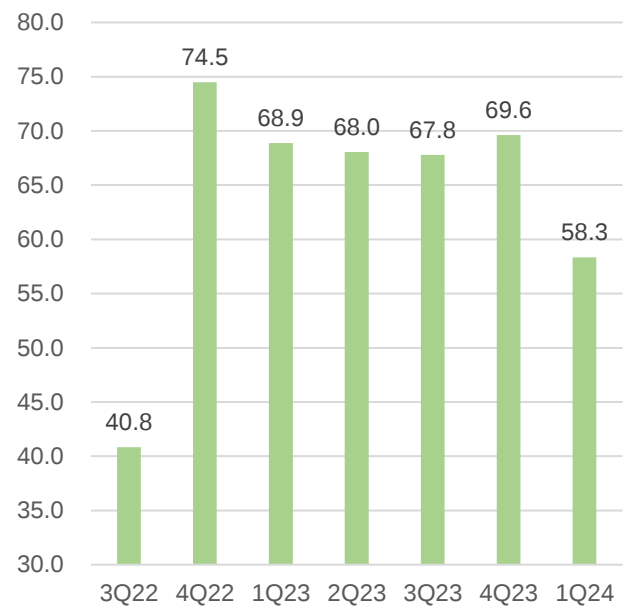
ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED

图表 9：理想汽车毛利率趋势

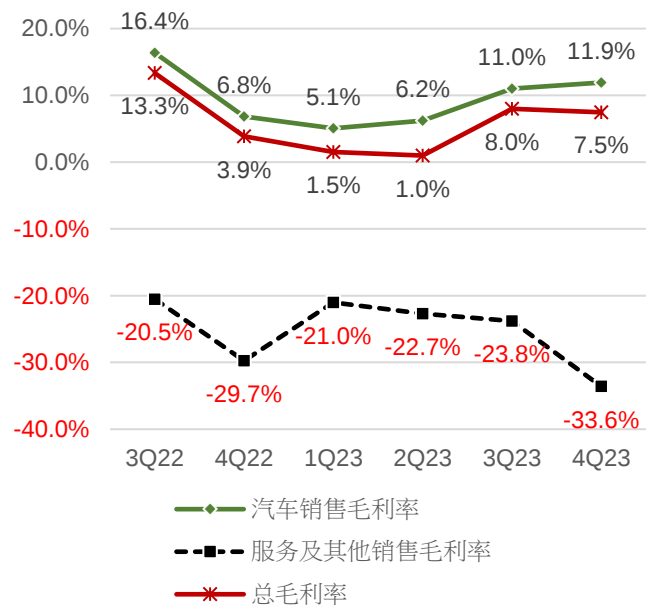


图表 10：平均单台车毛利润 (RMB'000/辆)

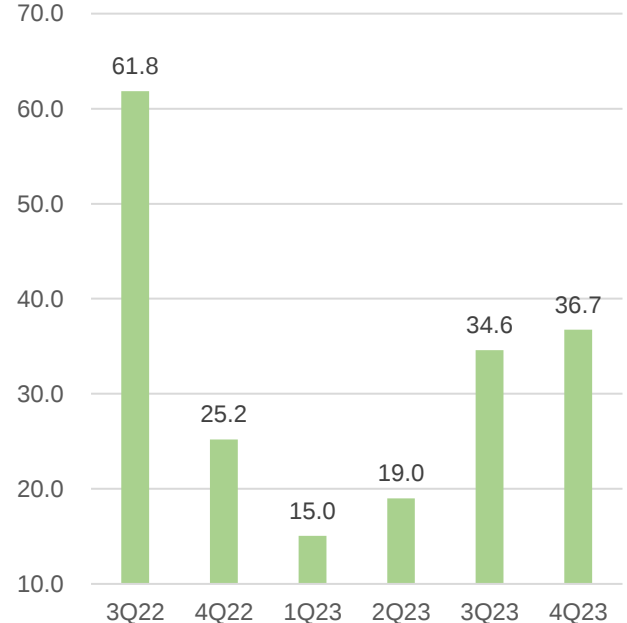


来源：理想汽车、农银国际证券

图表 11：蔚来集团毛利率趋势



图表 12：平均单台车毛利润 (RMB'000/辆)



来源：蔚来集团、农银国际证券

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