

港股市场一周回顾

31/8/2023

本周恒指延续上周反弹态势行情震荡上行。 受上周日（27/8）国内监管机构提出降 A 股交易印花税、控 IPO、限减持、增融资融券杠杆等多项资本市场供给侧改革措施出台，以及 A 股股指本周初急升，港股恒指本周高开后全周震荡上行。基本面方面，上周日统计局发布七月份规模以上工业企业利润同比下降 6.7%，是自三月分以来连续 4 个月同比降幅收窄，显示工业企业经营情况在持续改善过程中。八月最后一周截至八月末，恒生指数、恒生中国企业指数和恒生科技指数分别上升约 2.4%、2.5% 和 3.0%。整个八月份，恒生指数、恒生中国企业指数和恒生科技指数分别下跌约 8.5%、8.2%和 8.1%。

资本市场对中国房地产和制造业持谨慎态度。 恒生综合指数 8 月份下跌近 9%。恒生综合指数内 12 个主要行业分类指数中，能源业指数和电讯业指数逆势上涨 2.7%和 0.8%。7 月初以来油价的上涨提振了 8 月份能源股的上涨。中国三大电信服务公司宣布良好的中期股息也支撑了 8 月份的股价。8 月份工业指数、地产建筑业指数以及公用事业指数下跌超过 10%，是行业分类指数中跌幅排名前三位的分项指数。

PMI 统计数据反映经济总体复苏步伐缓慢、基础不牢固。 8 月末，国家统计局公布 PMI 统计数据，其中制造业 PMI 仍低于 50，但自 6 月份以来连续三个月回升；非制造业 PMI 虽维持在 50 以上水平，但自 4 月份以来已连续五个月回落。8 月份，中国制造业 PMI 和非制造业 PMI 分别为 49.7 和 50.1。

整体工业企业利润降幅呈收窄趋势，部分行业利润逆势加快增长。 8 月 27 日，国家统计局公布前 7 个月全国规模以上工业企业利润同比下降 15.5%。看来工业企业盈利能力仍面临较大压力，但周期改善趋势明显。工业企业利润同比降幅由 3 月份的 19.2%收窄至 4 月份的 18.2%、5 月份的 12.6%、6 月份的 8.3%和 7 月份的 6.7%。供应链利润正在从上游向中游转移的现象。从供应链利润分配来看，上游采矿业利润降幅呈扩大趋势，制造业利润降幅呈收窄趋势，公用事业利润增速呈扩大趋势。尽管整体形势看起来充满挑战，但一些行业利润却逆势而上，

实现了利润的强劲增长。1—7月份，分行业看，电气机械行业受光伏设备、锂离子电池、家用空调等产品带动，利润增长 33.7%，增速较 1—6 月份加快 4.6 个百分点；随着迎峰度夏电力保供持续发力，发电量增长加快，电力行业利润增长 51.2%，增速较 1—6 月份加快 4.7 个百分点；铁路船舶航空航天运输设备行业受船舶、海洋工程装备、动车组等产品带动，利润增长 30.4%；通用设备、仪器仪表行业利润分别增长 14.5%、12.4%，均保持较快增长。

境外投资者净卖出 A 股，内地投资者净买入港股。8 月，境外投资者通过沪深港股通累计净卖出 897 亿元人民币 A 股；而内地投资者通过沪深港股通累计净买入总额达 755 亿港元港股。这反映出境外投资者对 A 股企业盈利前景非常谨慎，尽管监管机构在 8 月份出台了多项提振经济、支持中国股市的措施。相反，在 8 月份港股大幅调整后，中国大陆投资者逢低买入港股。8 月末，沪深 300 指数市净率(P/B)为 1.64 倍，相当于 5 年平均值减去一个标准差；恒生指数市净率为 0.99 倍，相当于 5 年平均值减去一个标准差。

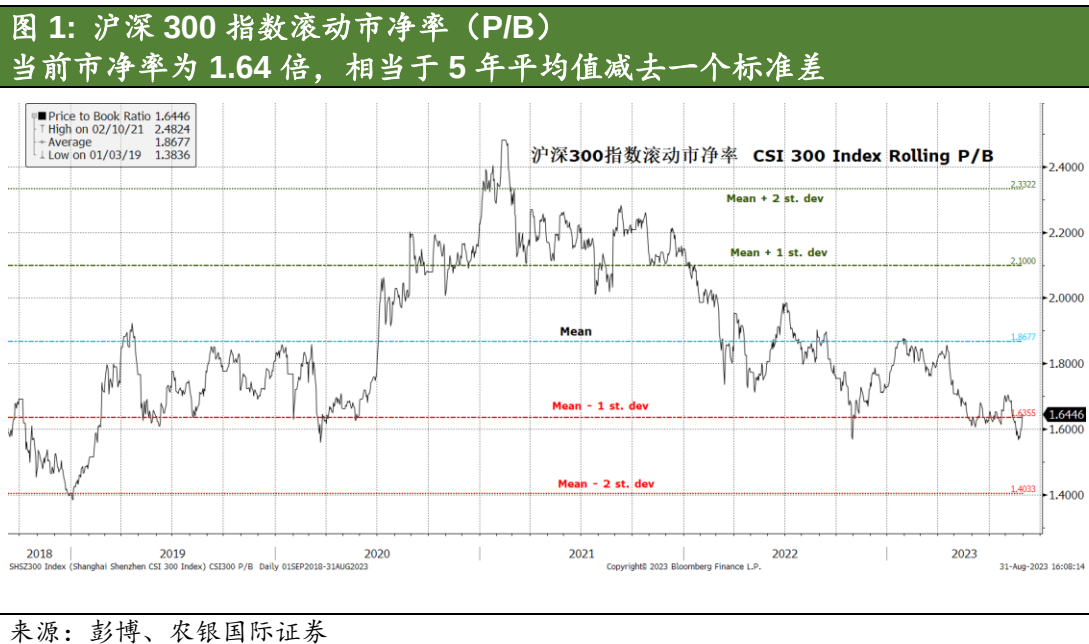


图 2：恒生指数滚动市净率 (P/B)
当前市净率为 0.99 倍，相当于 5 年平均值减去一个标准差



来源：彭博、农银国际证券

图 3：恒生指数预测市盈率 (PER)
目前预测市盈率为 9.3 倍。自二季度初以来，该指数在市盈率 8.5-10.0 倍区间波动



来源：彭博、农银国际证券

造车新势力二季度业绩表现参差 但预期三季度环比大幅增长

理想汽车(2015 HK)、蔚来(9866 HK)、小鹏汽车 (9868 HK)和零跑汽车(9863 HK) 等四家造车新势力的新能源汽车制造商已公布第二季度业绩。他们的业务表现差异很大。其中，只有理想汽车实现净利润并能够保持较高的毛利率。第二季度，理想汽车净利润 22.93 亿元；但蔚来净亏损 60.56 亿元，小鹏汽车净亏损 28.05 亿元，零跑汽车净亏损 11.43 亿元。

第二季度，理想汽车毛利率达到 21%，蔚来毛利率为 6.2%。第二季度，小鹏汽车和零跑汽车录得毛亏损，毛利率分别为 -8.6%和 -5.2%。从第二季度实际入账的平均每辆车售价来看，理想汽车均价为 32.3 万元，蔚来为 30.5 万元，小鹏汽车为 19.1 万元，零跑汽车为 12.9 万元。对比售价来看，理想和蔚来的平均售价接近，属于直接竞争关系。虽然零跑汽车也有部分车型价格接近小鹏汽车，但从零跑汽车实际入账的均价来看，其主要客户群体与小鹏汽车不同。从二季度平均单车毛利润情况看，理想汽车平均每辆车售出毛利润为 6.79 万元，蔚来为 1.90 万元，小鹏汽车平均每辆车毛亏损为 1.64 万元，零跑汽车平均每辆车毛亏损为 6.74 千元。汽车行业是资金密集型、竞争激烈的行业，经济规模效应对利润率的影响起着重要作用。理想汽车的销量解释了其为何能够取得较高的利润率。

理想汽车、蔚来、小鹏汽车看好第三季度交付量。理想汽车预计交付量将从二季度的 86,533 辆增至三季度的 100,000-103,000 辆，环比增 15.6-19.0%；蔚来预计交付量将从二季度的 23,520 辆增至三季度的 55,000-57,000 辆，环比增 134-142%；小鹏汽车预计交付量将从二季度的 23,205 辆增加到三季度的 39,000-41,000 辆，环比增 68-77%。第三季度交付量的大幅增长主要是由于第二季度新车型的推出带动的。从这个角度来看，他们第三季度的交付目标很大可能实现。我们判断第四季度的交付量才至关重要，因为这将告诉市场新车型对第三季度销量的积极刺激能否持续至第四季和明年。三大造车新势力在三季度环比出货量强劲对于其他竞争对手来说可能不是好消息，这意味着竞争对手的市场增长空间将被三大造车新势力侵蚀。

截至二季度末，蔚来拥有共 315 亿元现金、短期投资和长期定期存款；小鹏汽车相应金额为 337 亿元，零跑汽车为 102 亿元，理想汽车为 738 亿元。6 月末，他们的借款总额分别为 113.8 亿元、96.5 亿元、23.3 亿元、141 亿元。7 月，蔚来融资 7.4 亿美元资本，小鹏汽车也融资 7 亿美元资本。由于汽车行业属于资本密集型行业，零跑汽车现金状况相对较低，将制约其未来的产品开发和业务发展。零跑汽车迫切需要新的大投资者来增强其财务状况，以保持未来的竞争力。在研发开支方面，二季度，蔚来支出 33 亿元、理想汽车支出 24 亿元、小鹏汽车 14 亿元、零跑汽车 4 亿元。对比手上现金与季度研发开支，过百亿元现金在汽车行业不够用。

下周展望。宏观方面，市场需要时间来消化 8 月份出台的刺激措施以及 8 月底公布的中国 PMI。此外，亚洲国家和发达国家的 PMI 数据将于 9 月第一周公布。重点关注中国主要贸易伙伴美国、欧洲、日本和东盟的 PMI。市场预计中国商业银行将在 9 月份下调长期定期存款利率。长期存款利率下调后，将为银行下调 5 年期 LPR 提供空间。市场还预计央行将下调存款准备金率以增加银行信贷投放以支持实体经济。**微观方面**，上市公司半年报季已经结束。市场焦点将转向他们第三季度的业务表现。新能源汽车制造商将在 9 月第一周公布 8 月份销量或交付量。中国主要房地产开发商将在 9 月前两周公布 8 月份合同销量。

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。

权益披露

农银国际证券有限公司及/或与其联属公司,曾在过去 12 个月内,与本报告提及的零跑汽车 (9863 HK)有投资银行业务关系。

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