



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABC SECURITIES COMPANY LIMITED

经济周期

中国

美国及欧元区

農銀國際中國/香港證券研究

2023 年下半年經濟展望及投資策略報告

中國經濟反彈將優于發達經濟體

30.06.2023



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED

目錄

2023 年下半年全球經濟展望	4	姚少華 (經濟師)
2023 年下半年中國經濟展望	7	經濟展望 yaoshaohua@abci.com.hk
2023 年下半年投資策略	13	852-2147 8863
香港 IPO 市場	20	陳宋恩 (研究部主管)
中國銀行業 - 正面	23	投資策略 philipchan@abci.com.hk
中國房地產業 - 正面	27	852-2147 8805
中國互聯網業- 正面	29	歐宇恒 (分析員)
中國消費業 - 正面	32	中國銀行業
中國電信業 - 正面	36	johannesau@abci.com.hk
注：		852-2147 8802
(1)于 2023 年 6 月 30 日發布		周秀成 (分析員)
(2)鑒于農銀國際的內部政策，本報告 所提及及推薦的股票範圍受限，或 未能涵蓋所有股票		中國互聯網業 stevechow@abci.com.hk 852-2147 8809
		潘泓興 (分析員)
		中國消費業 paulpan@abci.com.hk 852-2147 8829
		黎柏堅 (分析員)
		中國電信業 rickylai@abci.com.hk 852-2147 8895

經濟師：姚少華

經濟展望

2023 年下半年



2023 年下半年全球經濟展望

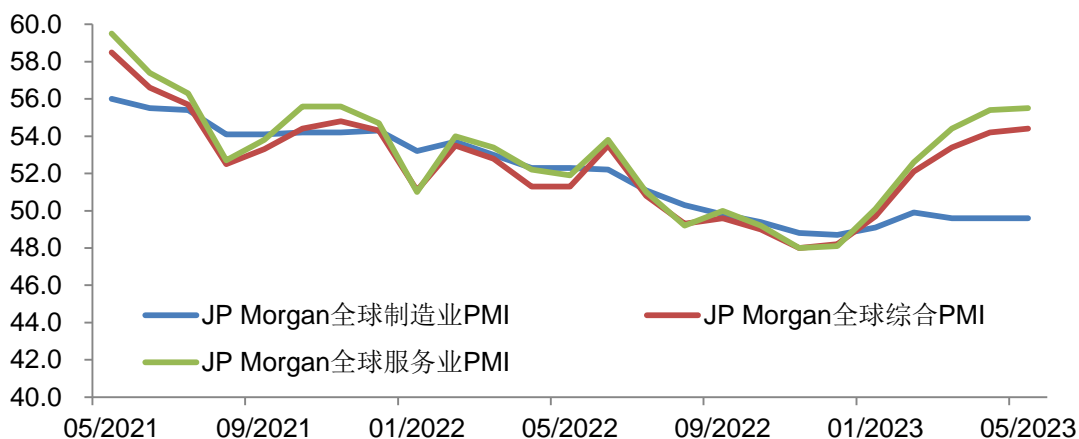
經濟師：姚少華

- 全球經濟在 2023 年上半年增長疲弱，主要因為大多數主要經濟體的貨幣政策收緊對金融部門造成了不利影響。主要經濟體的勞動力市場在 2023 年上半年繼續緊繃，失業率處于低位，勞動力短缺情況持續存在
- 許多國家的整體通脹在 2023 年上半年放緩，主要因為貨幣政策收緊、供應鏈改善以及能源和糧食價格下降。然而，撇除食品及能源價格外的核心通脹在不少國家尚未達到峰值
- 展望未來，有見于大多數經濟體金融條件收緊、債務水平高企、核心通脹仍處于較高水平以及俄烏衝突持續，我們預計 2023 年下半年全球經濟增長將繼續放緩
- 我們預計 2023 年美國、中國、歐元區、日本和英國經濟分別增長 1.1%、5.0%、0.8%、1.2% 及 0.2%，相比而言，上述國家在 2022 年經濟分別增長 2.1%、3.0%、3.5%、1.1% 及 4.1%

2023 年上半年全球經濟復蘇遲緩

在 2023 年上半年，全球經濟經歷了脆弱的復蘇，主要因為大多數主要經濟體貨幣政策收緊對金融部門造成了負面影響。美國的一些中小型銀行倒閉，暴露出金融部門面臨嚴重的利率期限錯配風險。投資者對瑞信信心的喪失導致其被瑞銀收購。儘管全球服務業表現出色，帶動 JP Morgan 全球綜合 PMI 在 2023 年上半年保持在 50 以上，但 JP Morgan 全球製造業 PMI 仍處于收縮區間，顯示全球製造業和服務業的復蘇不太均衡 (圖 1)。根據 5 月 31 日發布的最新 WTO 商品貿易晴雨錶，2023 年上半年全球商品貿易增長似乎失去動力。商品貿易晴雨錶指數顯示商品貿易增長放緩，該指數為 95.6，大幅低于榮枯綫 100。

圖 1: 摩根大通全球 PMIs (%)



來源：彭博、農銀國際證券



2023 年第 1 季度主要經濟體的 GDP 增速表現不一。今年首季美國、中國、歐元區、日本和英國的經濟同比增速分別為 1.8%¹、4.5%、1.0%、1.9% 和 0.2%，而 2022 年第 4 季度分別為 0.9%、2.9%、1.8%、0.4% 和 0.6%(圖 2)。主要經濟體的勞動力市場在 2023 年上半年繼續緊繃，失業率處于低位，勞動力短缺情況持續存在。

圖 2: 全球主要經濟體的 GDP 增長 (%)

實際 GDP 增長 (同比)	2022	4Q22	1Q23
美國	2.1	0.9	1.8
中國	3.0	2.9	4.5
歐元區	3.5	1.8	1.0
日本	1.1	0.4	1.9
英國	4.3	0.6	0.2

來源：彭博、農銀國際證券

許多國家在 2023 年上半年整體通脹有所放緩，主要因為貨幣政策收緊、供應鏈改善以及能源和食品價格下降。然而，撇除食品及能源價格外的核心通脹在不少國家尚未達到峰值。根據 IMF 的估計，由于食品和能源價格下降以及全球需求放緩，2023 年全球整體通脹將從 2022 年的 8.7% 下降到 7.0%，但核心通脹可能僅緩慢回落。大多數國家的通脹不太可能在 2025 年之前恢復到目標水平。雖然大多數發展中國家的工資增速仍屬可控，但由于勞動力市場緊張，部分發達經濟體在 2023 年上半年出現了工資明顯上漲。

由于通脹高企，除中國人民銀行和日本央行外，全球主要央行在 2023 年上半年繼續收緊貨幣政策，這亦導致了全球主要國債利率上升。美聯儲在 2023 年上半年將聯邦基金利率目標區間提高了 75 基點至 5.00-5.25%，同時繼續減少資產負債表規模。隨著整體通脹放緩，美聯儲在 6 月的 FOMC 會議上維持利率不變，但暗示在 2023 年下半年將再加息兩次。在 6 月的會議上，歐洲央行將主要再融資利率、邊際貸款利率和存款機制利率分別提升 25 基點至 4.00%、4.25% 和 3.50%。歐洲央行表示將在 2023 年下半年繼續提高政策利率。英倫銀行、加拿大央行和澳洲聯儲銀行自 2023 年年初以來均提高了主要政策利率。然而，由于通脹壓力溫和，中國人民銀行和日本央行維持寬鬆的貨幣政策以支持經濟增長。

2023 年下半年全球經濟增速或保持疲弱

展望未來，有見于大多數經濟體金融條件收緊、債務水平高企、核心通脹仍處于較高水平以及俄烏衝突持續，我們預計 2023 年下半年全球經濟增長將繼續放緩。在 4 月份的預測中，WTO 預測 2023 年全球商品貿易量增長將從 2022 年的 2.7% 下降至 1.7%。根據世界銀行在 2023 年 6 月發布的最新《全球經濟展望》，2023 年全球經濟將增長 2.1%，低于 2022 年的 3.1% 增速(圖 3)。OECD 在 2023 年 6 月發布的最新《經濟展望》中預計今年全球經濟將增長 2.7%，低于 2022 年的 3.3% 的增速。

由于金融條件收緊、核心通脹仍然高企以及財政刺激退出，我們預計美國經濟 2023 年的增速將從 2022 年的 2.1% 降至 1.1%。儘管較低的失業率和不斷上升的工資水平將支持家庭支出，但疲軟的消費者信心和房價進一步調整可能阻礙家庭消費。大規模的財政刺激退出亦將拖累經濟增長。利率的上升將對投資產生負面影響，尤其是住宅投資。雖然整體通脹將在 2023 年下半年緩解，但核心通脹可能仍然高企，且遠高于美聯儲 2% 的目標。貨幣政策方面，我們預計美聯儲將在 2023 年下半年加息一次，到 2023 年底聯邦基金利率的目標區間將達到 5.25-5.50%。美聯儲將在 2023 年下半年繼續減持美國國債以及住宅和商業抵押貸款支持證券。

¹除另有指明外，本報告列示的變動比率均為按年變化

有見于宏觀政策的支持以及低基數效應，我們預計中國經濟增速在 2023 年將反彈。我們預計中國經濟在 2023 年將增長 5.0%，高于 2022 年 3.0% 的增速。消費的顯著回暖以及房地產投資的溫和復蘇將是 2023 年下半年經濟增長的主要推動力。通脹將在 2023 年下半年維持溫和態勢，料不構成宏觀政策的制約因素。貨幣政策方面，我們預期人民銀行將繼續維持中性偏松的貨幣政策。人民銀行預計將保持流動性充裕以支持對製造業企業及中小企業的信貸供給。我們預期人民銀行或在 2023 年下半年繼續宣布下調 RRR 和基準利率。我們預期中央政府將在 2023 年下半年繼續采用積極的財政政策來穩定增長，政策措施主要集中于減稅降費、加速基建投資以及出臺鼓勵消費的政策。

我們預計歐元區 2023 年的 GDP 增速將從 2022 年的 3.5% 下降到 0.8%，主要因為歐洲央行不斷加息的滯後效應，儲蓄率和購買力的下降亦將拖累經濟增長。私人消費在 2023 年下半年或得到強勁勞動力市場的支持，但融資成本的上升和不確定性增加將拖累私人投資。緊張的勞動力市場將繼續支持今年下半年的工資增長。能源和食品價格的下降將繼續緩解 2023 年下半年的整體通脹，但核心通脹料保持在較高水平。我們預計歐洲央行的主要再融資利率將在 2023 年第 3 季度升至 4.50%，并在年底前保持不變。此外，英國經濟在 2023 年預計增長 0.2%，大幅低于 2022 年的 4.1%，主要因為緊縮的貨幣政策抑制了消費支出和商業投資。英國的貨幣政策將繼續收緊，我們預計英倫銀行的政策利率在 2023 年年底升至 5.50%。

得益于強勁的內需和寬鬆的貨幣政策，我們預計 2023 年日本經濟增速將從 2022 年的 1.1% 略微反彈至 1.2%。然而，外需將受到發達經濟體貨幣政策收緊的影響。相較于其它發達經濟體，日本在 2023 年下半年的通脹壓力將較溫和，預計核心通脹將降至約 2%。有見于通脹前景仍疲弱，日本的寬鬆貨幣政策在今年下半年將維持不變。日本央行通過收益率曲綫控制將 10 年期日本政府債券收益率維持在 0% 左右，并在不超出±0.50% 的範圍內波動。日本央行短期政策利率料在 2023 年底維持在-0.10% 的利率水平不變。

圖 3: 全球主要經濟體的 GDP 增長預測(%)

實際 GDP 增長 (同比)	2022	2023 預測
美國	2.1	1.1
中國	3.0	5.0
歐元區	3.5	0.8
日本	1.1	1.2
英國	4.1	0.2
全球	3.1*	2.1*

*世界銀行的估計和預測

來源：世界銀行、彭博、農銀國際證券預測



2023 年下半年中國經濟展望

經濟師：姚少華

- 隨著與疫情相關的限制措施放寬，中國經濟在 2023 年第 1 季度增長 4.5%，不僅高于 2022 年第 4 季度的 2.9%，亦超過市場預測的 4.0%。然而，隨著補償性需求消退和房地產行業持續疲軟，中國經濟在 2023 年第 2 季度按季增長顯著放緩
- 儘管 2023 年第 2 季度的 GDP 按季增長或乏力，但在一系列穩增長措施支持下我們預計中國經濟將在 2023 年下半年實現溫和反彈。整體來說，我們預計 2023 年全年中國經濟將增長 5.0%，與我們之前的估計一致
- 我們預計 2023 年下半年中國通脹將保持溫和態勢。我們估計 2023 年 CPI 通脹或僅上升 1.5%，低于 2022 年的 2.0%。隨著中國經濟增長在 2023 年下半年加快，核心 CPI 可能略有回升。我們預測 2023 年 PPI 通脹將從 2022 年的上升 4.2% 轉為下跌 1.0%
- 我們預計中國人民銀行將在 2023 年下半年繼續推出包括降准減息在內的偏寬鬆的貨幣政策措施以穩定經濟增長。2023 年年底 1 年期 LPR 和 5 年期 LPR 的利率或分別從 2023 年上半年的 3.55% 和 4.20% 降至 3.50% 和 4.10%。我們預計 2023 年年底大型存款類金融機構的 RRR 降至 9.0%，中型存款類金融機構降至 7.0%，而小型存款類金融機構的 RRR 則維持在 5.0% 不變
- 我們預期 2023 年下半年中央政府將繼續採用積極的財政政策來穩定增長，政策措施主要集中于減稅降費、出臺鼓勵消費的政策以及部分支持基建投資的政策。我們預計後續新增專項債發行有望邊際提速，并在三季度基本發完，後續政策將側重支持專項債儘快形成實物工作量、提升資金使用效益，以更好發揮穩增長功效

2023 年第 2 季度中國經濟顯著放緩

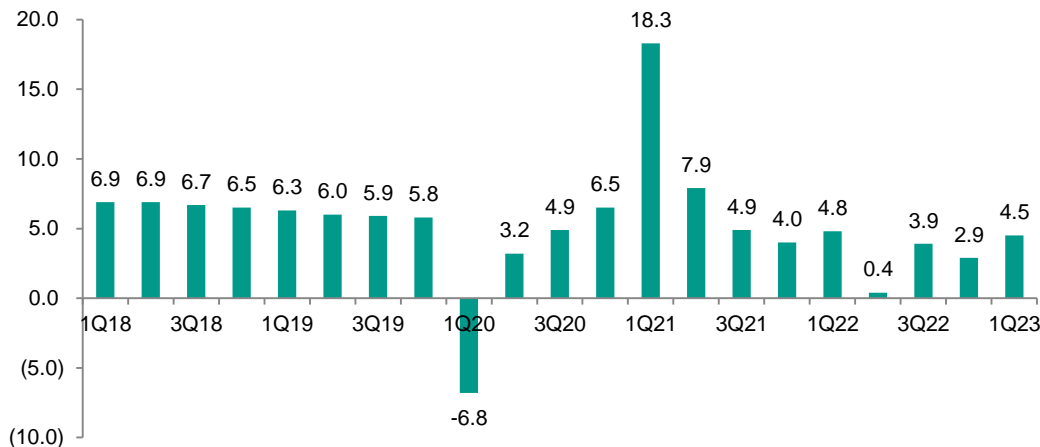
隨著與疫情相關的限制措施放寬，中國經濟在 2023 年第 1 季度增長 4.5%²，不僅高于 2022 年第 4 季度的 2.9%，亦超過市場預測的 4.0% (圖 1)。然而，隨著補償性需求消退和房地產行業持續疲軟，中國經濟在 2023 年第 2 季度按季增長顯著放緩。從環比增長的角度來看，4 月和 5 月的經濟活動表現出疲軟的勢頭。按月增速看，城鎮固定資產投資、零售銷售和工業產出在 4 月分別僅增長 -0.8%、0.2% 和 -0.3%，5 月分別僅增長 0.1%、0.4% 和 0.6%。

然而，由于去年同期疫情限制導致極低的基數效應，2023 年 4 月和 5 月的部分經濟數據同比增長顯著反彈。例如，零售銷售分別在今年 4 月和 5 月同比增長 18.4% 和 12.7%，而在 2022 年同期分別下降了 11.1% 和 6.7%，亦大幅高于 2023 年第 1 季度的 5.8% 增速。

除另有指明外，本報告列示的變動比率均為按年變化



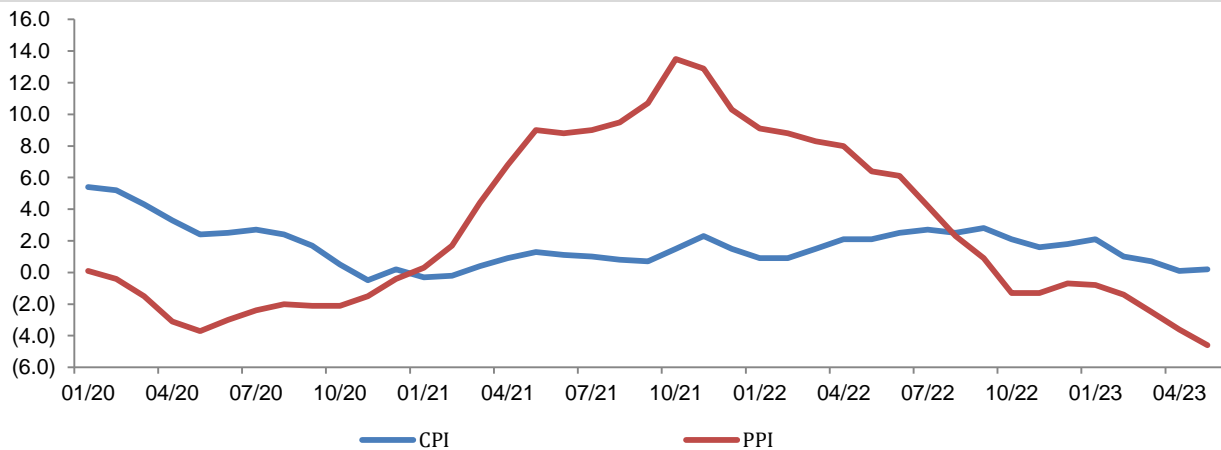
圖 1：中國 GDP 同比增長(%)



來源：國家統計局、農銀國際證券

由于整體經濟活動需求疲弱，2023 年上半年通縮壓力加大(圖 2)。由于非食品通脹放緩和食品通脹回落，特別是豬肉價格下跌，CPI 在 2023 年第 1 季度上升 0.7%後，4 月僅上漲 0.1%，5 月僅上漲 0.2%。排除食品與能源價格外的核心 CPI 在 4 月與 5 月分別上漲 0.7%及 0.6%，低于第 1 季度的 0.8%的升幅。4 月份 PPI 下跌 3.6%，5 月下跌 4.6%，而 2023 年第 1 季度下跌 1.6%。PPI 顯著回落主要是由于高基數效應以及石油、有色金屬、黑色金屬等大宗商品價格大幅放緩所致。

圖 2：中國的 CPI 與 PPI (%)



來源：國家統計局、農銀國際證券

貨幣政策方面，2023 年年初至今人民銀行採用了偏松的貨幣政策來支持經濟增長。年初至今人民銀行實施降准及下調 LPR 利率來支持實體經濟，特別針對中小企業及民營企業。2023 年 5 月份廣義貨幣供給(M2)的增速由去年 5 月份的 11.1%反彈至 11.6%，2023 年首 5 個月衡量實體經濟從金融體系獲得資金多寡的社會融資規模增量亦從去年同期的 15.7 萬億元人民幣升至 17.3 萬億元人民幣。



2023 年下半年經濟活動有望反彈

儘管 2023 年第 2 季度的 GDP 按季增長或乏力，但在一系列穩增長措施支持下我們預計中國經濟將在 2023 年下半年實現溫和反彈。消費的穩步復蘇和房地產投資的適度回升將是主要的增長動力。相反，疲軟的外需和部分地方政府的債務高企將是 2023 年下半年的主要挑戰。

內需方面，我們預計整體固定資產投資有望在 2023 年下半年加快，主要因為房地產開發商的融資條件以及居民按揭貸款利率或進一步得到政策支持，房地產投資在下半年料溫和反彈。房地產銷售或在消費者信心改善下有所反彈。有見于外需放緩，2023 年下半年製造業投資以及民間投資或略有放緩，然而，高新技術製造業投資將在宏觀政策的支持下保持較快增長。2023 年下半年基建投資將在財政政策支持下維持快速增長。居民收入上升和失業率回落料支持消費者支出。特別是在中央和地方促進汽車消費的政策推動下，占整體零售額 10% 的汽車零售額有望在今年下半年維持較快增長。

外需方面，由于全球經濟在大多數經濟體收緊金融環境、通脹仍高企以及俄烏衝突持續下放緩，2023 年下半年中國出口特別是對發達經濟體的出口預計將明顯放緩。不過，RECP 的生效將顯著幫助中國在今年下半年與亞洲經濟體的貿易，尤其是與日本的貿易。此外，隨著經濟合作的深化，中國對非洲、一帶一路國家，尤其是俄羅斯的出口將維持快速增長。重新開放將促進中國旅游的輸入與輸出，基礎設施投資將使原材料進口保持高位。

在宏觀政策的支持和經濟動力的恢復下，我們認為中國經濟增長有望在 2023 年下半年按季反彈。整體來說，我們預計 2023 年全年中國經濟將增長 5.0%，與我們之前的估計一致(圖 3)。

我們預計 2023 年下半年中國通脹將保持溫和態勢。我們估計 2023 年 CPI 通脹或僅上升 1.5%，低於 2022 年的 2.0%。隨著中國經濟增長在 2023 年下半年加快，核心 CPI 可能略有回升。由于大宗商品價格回落、國內需求較疲軟和高基數效應，我們預測 2023 年 PPI 通脹將從 2022 年的上升 4.2% 轉為下跌 1.0%。今年下半年通脹料不構成宏觀政策的制約因素。

貨幣政策方面，我們預期人民銀行在 2023 年下半年將繼續維持偏寬鬆的貨幣政策以穩定經濟增長。人民銀行料保持流動性合理充裕來增加對製造業企業、房地產企業以及中小企業的信貸。我們預計 2023 年新增人民幣貸款與新增社會融資規模或分別達至 23.0 萬億人民幣及 35.5 萬億人民幣。另外，為降低實體經濟的融資成本，我們預期人民銀行在 2023 年下半年將繼續下調基準利率。我們預計 2023 年年底 1 年期與 5 年期 LPR 的利率水平分別下調在 3.55% 及 4.10%。為增加金融市場流動性，我們預期 2023 年下半年人民銀行將繼續下調 RRR 一次。我們預計 2023 年底大型存款類金融機構的 RRR 為 9.0%，中型存款類金融機構為 7.0%，而小型存款類金融機構的 RRR 則維持在 5.0% 不變。2023 年底廣義貨幣供給(M2) 預計增長 11.0%。匯率方面，由于中國經濟或反彈以及貿易順差仍處于高位，我們預期 2023 年年底美元兌人民幣在岸現貨價或為 6.8000 左右，而 2022 年年底為 6.8986。

我們預期 2023 年下半年中央政府將繼續采用積極的財政政策來穩定增長，政策措施主要集中于減稅降費、出臺鼓勵消費的政策以及部分支持基建投資的政策。土地市場的顯著降溫將為地方政府財政收入帶來壓力。5 月中旬以來，財政部已將今年剩餘地方債額度下達至各省市，後續新增專項債發行有望邊際提速，并在 3 季度基本發完，後續政策將側重支持專項債儘快形成實物工作量、提升資金使用效益，以更好發揮穩增長功效。



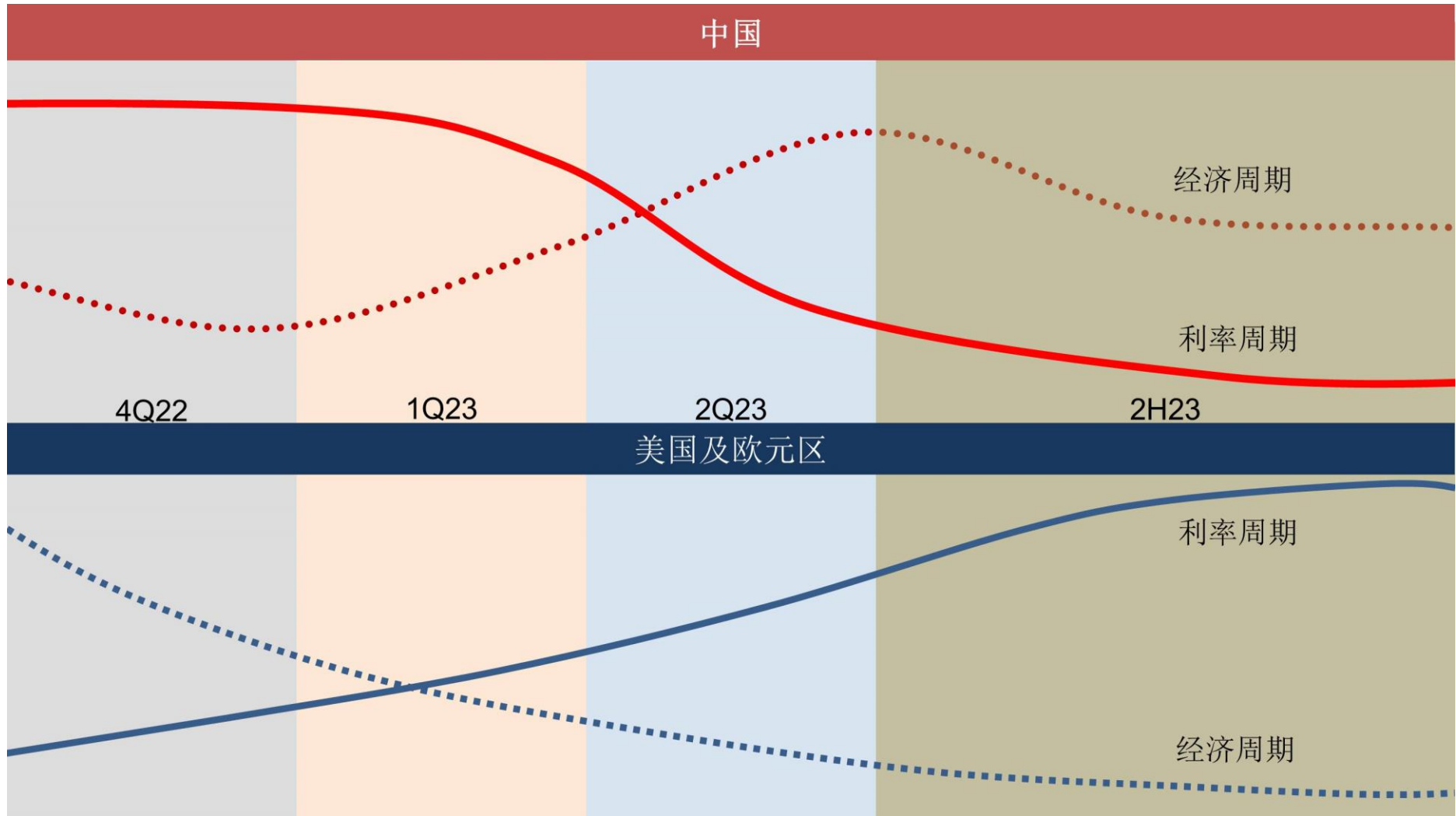
圖 3: 經濟預測

經濟指標	2021 年	2022 年	2023 預測
實際 GDP 增長 %	8.1	3.0	5.0
固定資產投資增長, %	4.9	5.1	5.0
零售銷售增長, %	12.5	-0.2	8.0
美元計價出口增長%	29.9	7.0	1.5
美元計價進口增長 %	30.1	1.1	2.5
工業生產增長%	9.6	3.6	4.5
消費價格指數 %	0.9	2.0	1.5
生產者價格指數 %	8.1	4.2	-1.0
M2 增長, %	9.0	11.8	11.0
社會融資規模(人民幣, 10 億元)	31,400	32,010	35,500
新增人民幣貸款(人民幣, 10 億元)	19,900	21,310	23,000
年終現匯美元兌人民幣匯率	6.3561	6.8986	6.8000
一年期貸款市場報價利率 %	3.80	3.65	3.50
五年期貸款市場報價利率 %	4.65	4.30	4.10

來源：國家統計局、中國人民銀行、農銀國際證券預測



中國與美國及歐元區的利率/經濟周期



來源：農銀國際證券

研究部主管：陳宋恩

投資策略

2023 年下半年



2023 年下半年投資策略

保持現金頭寸，把握中港市場價值投資機會

研究部主管：陳宋恩

- 保持現金頭寸，優先考慮短期投資級債券，發達國家股市還未够便宜，中港股指估值較低。恒生指數的預期市盈率為 9.3 倍，較其五年平均市盈率低 20%
- 下半年美聯儲將對貨幣政策進行微調，避免激進措施，抑制衰退風險并保持通脹下行趨勢
- 預計美國和歐元區下半年進一步邊際加息的效果將有所削弱
- 2023 年下半年，美國和歐元區通脹率下降可能會因工資和租金等服務價格彈性較低而受到阻力
- 預計美國和歐元區經濟增速將趨緩，風險資產和大宗商品價格面臨壓力

瞭解市場預期，并對這些預期持審慎態度。市場預期會影響期貨市場的資產價格(包括利率、匯率、債券價格、股票價格和大宗商品價格)；期貨市場則會對現貨市場的資產價格產生影響。

市場利率預期屢屢失准，并持續不斷修正。在 2022 年第四季度，市場曾預期美聯儲基金利率會在 2023 年第一季度達到頂峰。然而事實證明這一預期是錯誤的。到了 2023 年第一季度，市場又預測美聯儲基金利率將在 2023 年第二季度見頂，接著在 2023 年第四季度回落。事實證明，這一預期也部分失准。目前，市場預計美聯儲基金利率將在 2023 年 7 月達到頂點，并持續至 2023 年第四季度。這意味著高利率環境將在今年剩餘時間維持。

俄烏戰爭爆發後，市場對全球原油和糧食價格持續高位的預期被證明是錯誤的。

- 當前美國 WTI 原油現貨價格約為 69 美元/桶，較 2022 年峰值下降約 44%，低于 2021 年第四季度 77 美元/桶的平均價格約 10%。
- 當前布倫特原油現貨價格約為 74 美元/桶，較 2022 年峰值下降約 44%，低于 2021 年第四季度平均價格水平 79 美元/桶約 6%。
- 目前美國和歐洲的原油價格已跌至 2021 年第四季度平均價格水平以下(即低于俄羅斯和烏克蘭衝突爆發之前的價格水平)。
- 2023 年 5 月世界糧食價格指數為 123.06，為 2021 年 7 月以來的 22 個月低點。根據聯合國糧農組織的數據，世界糧食價格指數在 2022 年 3 月同比上漲 34%後，2023 年 5 月同比下降 21.3%。

2022 年的一些主要市場預期在 2023 年被證明是錯誤的，原因可能有以下幾點：

- 美聯儲和歐洲央行目前正試圖通過提高金融市場的貨幣成本以及資本和商品市場的機會成本來調整市場環境，但它們并未積極從金融市場撤回流動性。這種充足的流動性供應有助于緩解衰退風險，但同時削弱了美國和歐元區加息的有效性。因此，在較長時間內維持高利率環境將逐步抑制需求，這是為了平衡市場所需付出的代價。
 - 發達經濟體的央行采取更為靈活的貨幣政策以控制通貨膨脹，并避免經濟陷入衰退。儘管自 2021 年底至 2023 年 6 月，美聯儲加息了 500 個基點，但同期其資產負債表



僅溫和收縮了 3.4%。美聯儲在縮表方面的謹慎策略有助于緩解利率大幅上升所帶來的負面影響。目前，美聯儲資產負債表相較于 2019 年底擴大了 101%，較 2021 年底擴大了 13.6%。

- 歐洲央行在今年上半年放緩了縮表的步伐。自 2021 年底以來，歐洲央行將存款便利利率上調了 400 個基點，同期資產負債表收縮了 9.8%，但其資產負債表仍比 2019 年底擴大了 66%，比 2021 年底擴大了 10%。
- 由于需求收縮幅度大于供應減少預期，自 2022 年下半年開始，原油價格持續呈現下跌趨勢。在原油供應方面，美國及其盟友對俄羅斯實施的原油出口禁令效果未能如預期般發揮作用，美國原油產量增長幅度超過了 OPEC (石油輸出國組織)原油產量的減少幅度。在原油需求方面，發達國家高利率環境限制了製造業活動，導致能源需求表現疲軟。
 - OPEC 一直表示要減少產量供應以支持原油價格。實際上，2023 年 5 月的原油日產量為 2,526 萬桶/日，同比略微下降 1.6%。與此同時，5 月份美國的原油日均產量為 1,241 萬桶/日，同比增長 6.7%。美國原油生產商侵蝕了 OPEC 的市場份額，這也是美國與中東石油出口國關係緊張的原因之一。
 - 雖然美國及其盟友對俄羅斯原油出口進行了禁令，但俄羅斯已停止公布相關的原油產量和出口數據，市場難以評估其影響。從全球原油價格走勢來看，俄羅斯可能在相當程度上維持了原油出口。標準普爾全球數據顯示，2023 年 5 月俄羅斯製造業 PMI 升至 53.5，這意味著自 2022 年 5 月起連續 16 個月保持在 50 以上。根據中國海關統計，俄羅斯原油月均進口量從 2022 年 1-5 月的 681 萬噸增加至 2023 年 1-5 月的 842 萬噸；俄羅斯液化天然氣月均進口量從 2022 年 1-5 月的 0.37 百萬噸增加到 2023 年 1-5 月的 0.61 百萬噸。印度商務工業部數據顯示，2023 年 1-4 月俄羅斯石油進口量激增 2400%，達到 2800 萬噸。
 - 發達國家的高利率環境限制了製造業活動，導致能源需求表現疲弱。2023 年 5 月全球製造業 PMI 降至 49.6，這是自 2022 年 8 月以來連續第 9 個月低于 50 的水平。

我們的判斷

- 推動歐美通脹的因素已發生變化。在 2023 年上半年，美國和歐元區的食品及能源價格上漲帶來的通脹壓力有所減緩。而 2023 年下半年，抵禦通脹率下降的主要因素將是工資、租金等服務價格。這兩個因素在短期內調整彈性較小，且在中期內具有較高的政治敏感性。從二季度開始，美國的核心 CPI 高于整體 CPI，這一現象表明服務價格已經替代食品和能源成為通脹的主要驅動因素。
- 利率邊際上升的效應逐漸減弱。從 2021 年底至 2023 年上半年，美聯儲和歐洲央行已加息 500 個基點(bp)和 400 個基點。經歷過過去 18 個月的大幅加息後，2023 年下半年進一步加息的邊際效應正在降低。除非在 2023 年下半年出現“黑天鵝”事件，否則央行不會輕易降息。在 2023 年上半年美國地區銀行危機期間，美聯儲更傾向于擴大資產負債表而非降息。美聯儲向金融市場傳遞了明確的信息：在應對類似規模的金融危機時，擴張資產負債表是首選。
- 我們判斷 2023 年下半年美聯儲貨幣政策將進入微調階段，一方面避免經濟衰退的發生，另一方面將通脹率維持在下行通道。快速抑制通脹的方法是通過進一步大幅上升利率觸發服務業收縮，但這將導致失業率上升，工資和租金下降。我們認為美國和歐洲央行不希望

看到這種情況發生。然而，利率邊際變化的影響將會遞減。我們認為，只要 2023 年下半年通脹率處于下行通道，央行就會傾向于微調貨幣政策。

- **2023 年下半年歐美經濟局面 - 高利率、低經濟增長和緩慢下降通脹的局面，這是合理預期的場景。**美聯儲成功地影響了債券市場投資者的通脹預期。通脹保值國債(TIPS)市場表明，債券市場預計未來 12 個月通脹率將降至 2%左右，並在未來幾年維持在這一通脹水平。債券市場預計通脹擔憂將在未來 12 個月內大幅減弱，但通縮恐懼尚未成爲主流。這爲美聯儲提供了微調貨幣政策而不是采取激進舉措的靈活性。
- **美國中國名義利差擴大和美國中國通脹差距縮小，導致人民幣兌美元貶值壓力加大。**
 - **美國中國名義利差擴大，利好美元兌人民幣升值。**美聯儲向金融市場發出明確信息，聯邦基金利率將在 2023 年下半年進一步上調。因此，美國仍處于加息周期。與此同時，中國的銀行在 6 月份下調了存款利率和 LPR。中國降息後，一些經濟學家仍預計央行將在 2023 年下半年進行邊際降息。中美利率方向的分歧導致中美名義利差擴大。爲了說明這一點，我們考慮中美一年期國債收益率差距。美國中國一年期名義收益率差距已從 2022 年底的 2.59 個百分點擴大至 2023 年 6 月 21 日的 3.32 個百分點。(注：美國中國名義利差是指美國利率減去中國利率)
 - **美國中國通脹差距縮小，利好美元兌人民幣升值。**2022 年，中國城市 CPI 在 9 月份達到同比 2.7%的峰值，此後城市 CPI 一直處于下降趨勢。2023 年 5 月城市 CPI 同比增長 0.2%。美國城市 CPI 也處于下降趨勢，但其下降速度快于中國。美國城市 CPI 同比從 2022 年 9 月的 8.2%下降至 2023 年 5 月的 4.0%。美國中國城市 CPI 差距從 2022 年 3 月的 6.9 個百分點縮小至 2022 年 9 月的 5.5 個百分點，2022 年 12 月的 4.7 個百分點，2023 年 3 月的 4.3 個百分點，2023 年 5 月爲 3.8 個百分點。(注：美國中國通脹差距是指美國通脹率減去中國通脹率)
 - **美國中國實際利差擴大，加大人民幣兌美元貶值壓力。**美中實際利率差距擴大將導致貨幣交易者賣出人民幣并買入美元。貨幣交易活動將導致人民幣兌美元貶值壓力加大。

美中實際利率差距

= 美國實際利率減去中國實際利率

= (美國名義利率減去美國通脹率) - (中國名義利率減去中國通脹率)

= (美國名義利率減去中國名義利率) - (美國通脹率減去中國通脹率)

= 美國中國名義利差 - 美國中國通脹差



資產配置策略

- 投資組合的現金頭寸需保持充足。2023 年下半年美元和歐元現金回報率可能進一步小幅上升。
- 優先選擇短期投資級債券。除非“黑天鵝”事件發生并引發美聯儲或歐洲央行在短時間內大幅降息，否則我們認為 2023 年下半年貨幣政策微調的可能性較大。美國和歐元區央行在 2023 年下半年仍在收縮資產負債表。在這種情況下，短期利率將保持堅挺。
- 發達國家股市還未够便宜，中港股指估值較低。
 - MSCI 世界指數(2023 年 6 月 26 日為 2895 點)的預期市盈率為 17.4 倍，比 18.7 倍的 5 年平均市盈率低 7%。便宜估值範圍約為 15.0 倍，約為 5 年平均市盈率減一個標準差。
 - 標普 500 指數(2023 年 6 月 26 日為 4328 點)的預期市盈率為 19.8 倍，比其 5 年平均市盈率 20.4 倍低 3%。便宜估值範圍約為 16.9 倍，約為 5 年平均市盈率減一個標準差。
 - A 股及港股市場較低估值，價值投資好時機。截至 2023 年 6 月 26 日，恒生指數的預期市盈率為 9.3 倍，較其五年平均市盈率 11.6 倍低 20%;富時中國 A50 指數預期市盈率為 10.6 倍，比 11.7 倍的 5 年平均市盈率低 10%。

圖 1：基準股票市場指數的市場估值

	26/6/2023 指數	預期 市盈率	5 年平均 市盈率	5 年市盈率 高 / 低
MSCI 世界指數	2895	17.4	18.7	29.3/13.0
MSCI 亞太區(不包括日本) 指數	512	14.2	15.1	23.7/11.0
MSCI 亞洲新興市場指數	529	14.3	13.5	21.4/9.6
標準普爾 500 指數	4328	19.8	20.4	31.3/14.0
納斯達克 100 指數	14689	27.8	25.6	38.5/16.7
道瓊斯指數	33715	18.3	19.2	28.0/13.5
斯托克 50 指數	4280	12.2	15.4	25.5/9.9
富時 100 指數	7453	10.4	13.7	27.5/8.3
日經 225 指數	32699	20.4	21.4	40.4/14.3
恒生指數	18794	9.3	11.6	17.1/8.3
富時中國 A50 指數	12457	10.6	11.7	16.9/8.5

來源：彭博、農銀國際證券



恒生指數 (HSI)

- **2023 年下半年合理交易區間：17,700-23,600(8.7-11.6x 2023 年預期市盈率)**
- **累積股票範圍：17,700-20,700 (8.7x-10.2x 2023 年預期市盈率)**
- **獲利了結範圍：20,700-23,600 (10.2-11.6x 2023 年預期市盈率)**

我們預計 2023 年下半年恒指市盈率估值區間為 8.7 倍至 11.6 倍，原因如下：

1. 五年平均市盈率為 11.6 倍，標準差 (SD) 為 1.43。
2. 鑒于下半年全球經濟風險和恒指股票盈利增長預期，指數市盈率估值或將維持在歷史平均水平以下。
3. 市場普遍預期指數股票 2023 年盈利平均增長 9-10%。我們認為，以下因素將影響盈利增長：
 - a) 盈利在 2020-22 年連續三年下降後，2022 年盈利比較基數較低
 - b) 大盤互聯網股成本效率提升，有助提升 2023 年核心業務盈利能力。大盤互聯網股占恒生指數總權重約 26%。
 - c) 假設中國經濟在 2023 年下半年將加快復蘇，大型國有銀行將減少信貸損失撥備，以抵消淨息差收縮的不利影響，以維持利潤增長。中資商業銀行股占恒生指數總權重約 11%。
 - d) 保險公司將在 2023 年采用新的會計處理方法，並重述 2022 年的財務報表。因此，2023 年的利潤增長可能會受到雙向影響，並將反映在半年業績中。保險股占恒生指數總權重約 11%。
 - e) 香港及海外的高利率環境提高了香港銀行的盈利能力，香港銀行股占恒生指數總權重約 10%。
 - f) 中資地產股盈利前景黯淡，但占指數總權重不足 2.5%。雖然地產行業的新聞通常引起高度市場關注，但中資地產股對指數的影響甚輕微。
 - g) 原油和煤炭價格下跌將拖累下半年行業國企利潤，但將提振發電股盈利能力。原油和煤炭股占恒指總權重不足 5%。
 - h) 由于消費細分市場的復蘇情況各不相同，中國消費相關股票將成為波動因素。電信服務股利潤將增長約 10%；國家統計局數據顯示，2023 年首 5 個月餐飲零售額同比增長 22.6%，說明餐飲股盈利能力將有所回升。
4. 考慮到預期盈利增長，合理的市盈率/盈利增長率(PEG 比率)約為 0.9-1.1 倍，相當于該指數 2023 年預期盈利的 8.1-11.0 倍。
5. 考慮到 PEG 比率和歷史市盈率範圍，我們將恒生指數的合理估值範圍設定為 8.7-11.6 倍預計 2023 年市盈率或指數範圍四捨五入至 17,700-23,600。
6. 我們設定 17,700-20,700(或 8.7x-10.2x 2023 P/E)為累積區域，20,700-23,600(10.2-11.6x 2023 P/E)為獲利了結區域。

圖 2：恒生指數財務及估值預測摘要

	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E
每股收益(HK\$)	2,443.1	2,146.1	2,091.7	1,856.9	2,030.2	2,223.6
同比變化	1.7%	-12.2%	-2.5%	-11.2%	9.3%	9.5%
市盈率	-	-	-	10.12	9.26	8.45
淨值 (HK\$)	22,344.9	23,720.1	20,813.2	17,908.0	18,360.0	19,905.9
同比變化	10.1%	6.2%	-12.3%	-14.0%	2.5%	8.4%
市淨率	-	-	-	1.05	1.02	0.94
每股股息 (HK\$)	992.53	653.7	593.53	665.86	720.64	784.63
同比變化	-1.0%	-34.1%	-9.2%	12.2%	8.2%	8.9%
股息率	-	-	-	3.54%	3.83%	4.17%
每股收益 / 平均淨值	11.5%	9.3%	9.4%	9.6%	11.2%	11.6%

恒生指數：18,794 (26/6/2023)

來源：彭博預測、農銀國際證券

圖 3：市盈率估值區間 (6/2018-6/2023)


來源：彭博、農銀國際證券

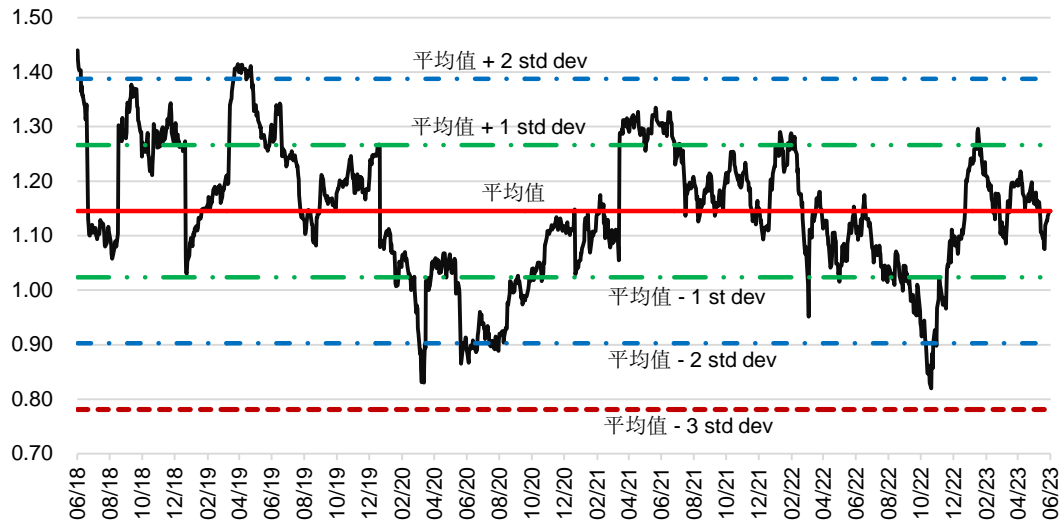
圖 4：市盈率統計

市盈率 (5 年高)	17.11
市盈率(5 年低)	8.26
市盈率(5 年平均)	11.58
標準差 (SD)	1.43
平均 + 3 SD	15.87
平均 + 2 SD	14.44
平均 + 1 SD	13.01
平均	11.58
平均 - 1 SD	10.15
平均 - 2 SD	8.72
平均 - 3 SD	7.29

來源：彭博、農銀國際證券



圖 5: 市淨率估值範圍 (6/2018-6/2023)



來源：彭博、農銀國際證券

圖 6: 市淨率統計

滾動市淨率(5 年高)	1.44
滾動市淨率(5 年低)	0.82
滾動市淨率(5 年平均)	1.15
標準差 (SD)	0.12
平均 + 3 SD	1.51
平均 + 2 SD	1.39
平均 + 1 SD	1.27
平均	1.15
平均 - 1 SD	1.02
平均 - 2 SD	0.90
平均 - 3 SD	0.78

來源：彭博、農銀國際證券



香港 IPO 市場展望

分析員:周秀成

- **2023 年前 6 個月香港 IPO 市場籌資 21 億美元，而 2022 年為 134 億美元**
- **IPO 市場受到經濟疲軟、全球地緣政治風險等多種因素的衝擊**
- **在互聯網/科技行業的推動下，香港 IPO 市場未來應會改善**

2023 年前 6 個月(截至 2023 年 6 月 26 日)，香港 IPO 市場籌資 21 億美元，而 2022 年為 134 億美元。2023 年前 6 個月，共有 26 宗 IPO 發行，平均發行規模為 0.8 億美元。

香港 IPO 市場受到經濟環境疲軟、地緣政治局勢等因素的影響。

在行業結構方面，必需消費品占 2023 年前 6 個月 IPO 數量的 27%，其次是非必需消費品 (16%)、工業 (15%)、醫療保健(9%)、通訊(9%) 和其他 (23 %)。特別是，規模較大的 IPO 數量較少，2023 年前 6 個月的平均交易規模較小，為 0.8 億美元，而 2022 年為 1.6 億美元。

從積極的方面來看，香港 IPO 市場預計將在未來幾個月逐步改善。香港聯交所最近推出了針對特專科技公司的新上市制度，包括新一代信息技術、先進硬件、先進材料、新能源及節能環保、新食品及農業技術。此外，阿里巴巴(9988 HK)宣布了業務重組和分拆計劃，計劃把雲、菜鳥、盒馬等多個業務部門在不久的將來單獨上市。這預計將有助於香港 IPO 市場未來幾個季度的增長。

圖 1: 2023 年前 6 個月香港 IPO 市場

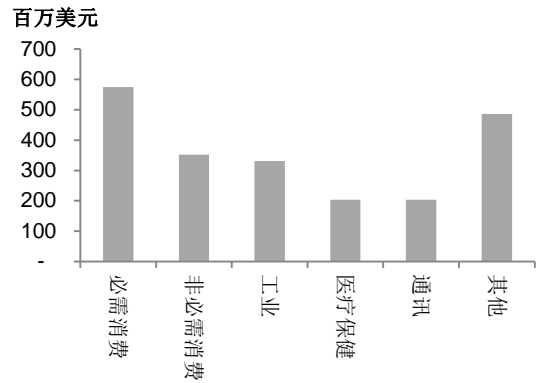
行業*	總集資額 (百萬美元)	平均集資額 (百萬美元)
必需消費	575	192
非必需消費	352	88
工業	331	66
醫療保健	204	68
通訊	203	41
其他	486	81

*按彭博行業分類

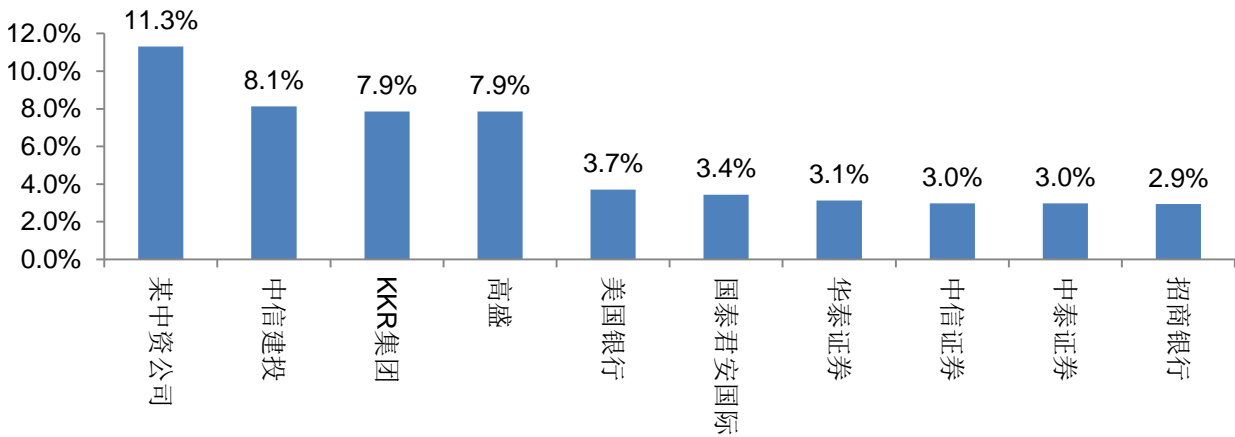
來源: 彭博，農銀國際證券

圖 2: 香港 IPO 市場 (百萬美元)


來源: 彭博、農銀國際證券
截至 2023 年 6 月 26 日

圖 3: 香港 IPO 集資額行業*分布 (2023 年首 6 個月)


*按彭博行業分類
來源: 彭博、農銀國際證券

圖 4: 主要承銷商市場份額 (2023 年首 6 個月*)


*截至 6 月 26 日
來源: 彭博、農銀國際證券

分析師

行業展望

2023 年下半年

注：鑒于農銀國際的內部政策，本報告所提及及推薦的股票範圍受限，或未能涵蓋所有股票



正面 中國銀行業-行業基本面取决于宏觀經濟復甦情況 歐宇恒

主要數據		行業表現	絕對 (%)	相對 (%)
H 股		H 股 (相對於 MSCI 中國指數)		
2023E 市盈率均值(x)	3.56	1 個月	(1.88)	(2.24)
2023E 年市淨率均值(x)	0.38	3 個月	0.75	8.18
2023E 股息率均值(%)	8.64	6 個月	6.28	12.14
A 股		A 股相對於 CSI300 指數)		
2023 年市盈率均值(x)	4.80	1 個月	(4.37)	(3.33)
2023 年市淨率均值(x)	0.52	3 個月	(2.30)	2.91
2023 年股息率均值(%)	6.45	6 個月	(3.18)	(1.18)
來源:彭博、農銀國際證券預測		來源:彭博、農銀國際證券		
<ul style="list-style-type: none"> ▶ 行業平均淨息差壓力逐步減低，預期 LPR 將在 2023 年下半年進一步下降 ▶ 淨手續費收入增長勢頭有待加強，主要取决于宏觀經濟復甦的步伐 ▶ 投資者對行業的焦點從資產質量風險轉向至未來營收增長前景 ▶ 重申對銀行業的正面評級，A 股及 H 股的估值修復時間點很大程度上取决于未來幾個季度的宏觀經濟增長。我們維持偏好大型銀行較穩定的基本面及股息收益率 				

淨息差趨勢取决于宏觀經濟復甦速度。我們認為宏觀經濟情況是目前對中國銀行業基本面最具影響力的因素。考慮到近期平均貸款和存款利率的趨勢，我們預期銀行業在淨息差上的壓力在未來幾個季度有望逐漸下降，特別在經歷 1Q23 貸款重新定價的衝擊後。具體而言，根據央行的數據，2023 年 3 月份的新增貸款加權平均利率較去年 12 月份環比升 20 個基點至 4.34%。與此同時，隨著政策方向驅動，銀行自 2022 年 9 月開始逐步降低存款利率以壓抑存款遷移所帶來的資金成本壓力。理論上，這讓銀行在 2023 年餘下時間面臨的淨息差壓力趨緩。然而，如果宏觀經濟復甦的步伐較預期弱，進一步降息將為銀行淨息差帶來不可避免的新壓力，并受重定價因素影響，相關壓力將持續至 2024 年。根據全國銀行間同業拆借中心的數據，1 年期和 5 年期 LPR 自 2023 年 5 月的 3.65% 及 4.30% 下降至 2023 年 6 月的 3.55% 和 4.20%。我們預期 1 年期和 5 年期 LPR 將在 2023 年末進一步下降至 3.50% 及 4.10%。而根據中國銀保監會的數據，1Q23 行業平均淨息差環比下降 17 個基點，或同比下降 23 個基點至 1.74%。按照類別劃分，大型銀行因承擔更大的社會責任而下降較多，其 1Q23 淨息差環比下降 21 個基點，對比股份制銀行及城市商業銀行環比下降 16 和 4 個基點。資產負債表增速及結構優化仍將是對抗淨息差壓力的差异化因素。總的來說，我們預計行業平均淨息差在 2023 年將同比下降 8-15 個基點。

淨手續費收入重回正增長。從銀行 1Q23 業績看，目前行業淨手續費收入增長動力仍然較弱，主要延續了去年資本市場表現較差及零售消費意欲疲軟的情況。我們認為，未來銀行淨手續費收入的增長勢頭很大程度取决于宏觀經濟恢復的速度。如果資本市場表現逐漸改善，加上平均存款利率下行，定存資金或繼續遷移至理財產品中。這一方面將增加銀行淨手續費收入增長，同時降低銀行淨息差上的壓力。此外，經濟活動加強亦有望推動銀行消費和交易相關的淨手續費收入。然而，考慮到 1Q23 開局較弱的情況，預期 2023 年銀行淨手續費收入錄得強勁增長的概率較低，淨手續費收入增長速度轉強較合理情況將在 2024 年出現。假設宏觀經濟復甦步伐在 2Q23 及 3Q23 穩定提升，我們估計部份上市銀行的淨手續費收入增長動力最早將在 3Q23 體現。



資產質量風險的憂慮逐步下降。我們認為，投資者對銀行資產質量風險的憂慮自 1Q23 起正逐步減輕。大部分上市銀行 1Q23 不良率環比保持穩定，可以看到銀行仍然積極處置不良以抵消新發生不良的影響。儘管房地產行業仍然是新增不良的主因，部分銀行在 1Q23 開始針對性處理相關貸款。總體而言，我們預計行業平均不良率將在 2023 年餘下時間將維持穩定。仍然，我們認為銀行的資產質量與中國宏觀經濟復蘇步伐息息相關，這意味著宏觀經濟增速上的波動或會重新引發投資者對銀行風險因素的關注。截至 2023 年 3 月末，行業平均不良率環比下降 1 個基點至 1.62%。行業平均撥備率和撥備覆蓋率在 1Q23 分別環比下降 4 及 61 個基點至 3.32% 和 205.24%。根據銀保監會的統計數據，行業淨利潤同比跌 1.3%，或環比下降 12.4%。

長綫展望

政策和宏觀經濟風險仍然是影響中國銀行業的關鍵因素，其中大型銀行無可避免需承擔更大社會責任來支持國家發展。而在政策層面上，嚴格監管并自律的經營環境是行業基本面的長遠正面因素，但短期股價將因政策不確定性增加而波動。

短綫展望

投資者關注點已從資產質量轉移至銀行營收表現上。我們一再重申，這與中國的宏觀經濟展望高度相關，因此未來幾個季度的經濟增長勢頭將是行業估值水平的決定性因素。同時，我們認為價值投資者將以更保守的態度來觀察基本面持續改善的證據。

股票推薦

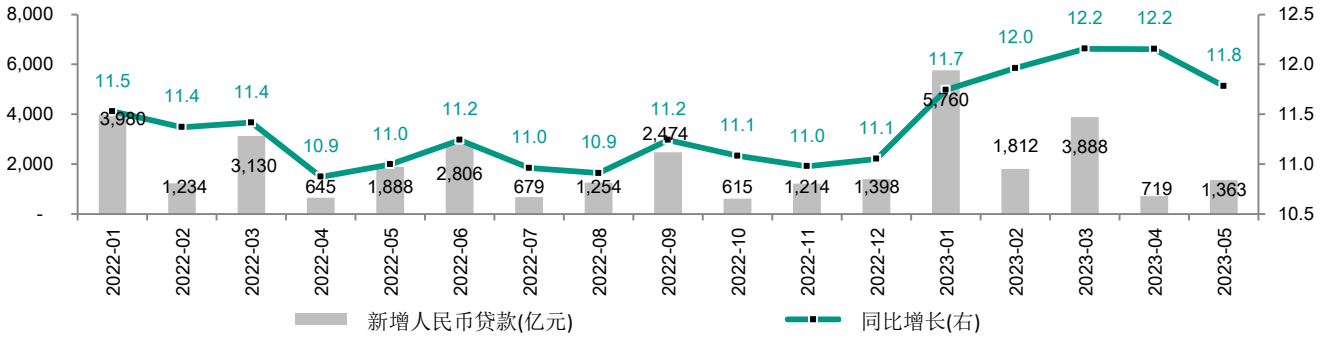
我們重申對 A/H 股市場中資銀行板塊的正面評級，這是由于我們認為當前估值水平尚未充分考慮到宏觀經濟恢復對行業帶來的影響。然而，行業估值修復的時間點高度取決於未來中國的宏觀經濟展望和政策方向。我們偏好大型銀行，因其基本面及股息收益率均較穩定。而在股份制銀行當中，我們較偏好招行(3968 HK, 600036CH)，因其盈利能力和風險抵補能力均在行業中領先。

風險因素

1) 行業基本面受宏觀經濟不確定性影響；2) 特定區域的資產質量急速惡化；3) 進一步降息或為淨利差帶來額外壓力；4) 淨手續費收入恢復較預期慢。

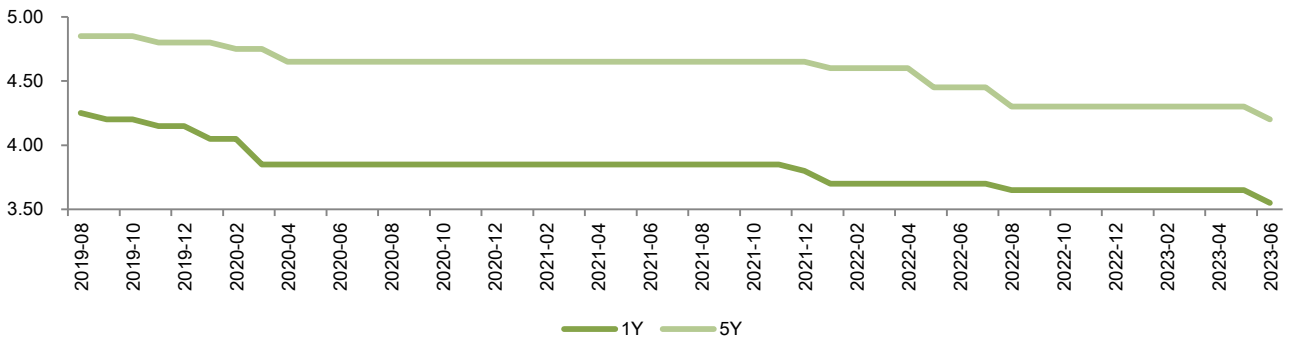


圖 1: 每月新增貸款(億元)與同比增長(%)



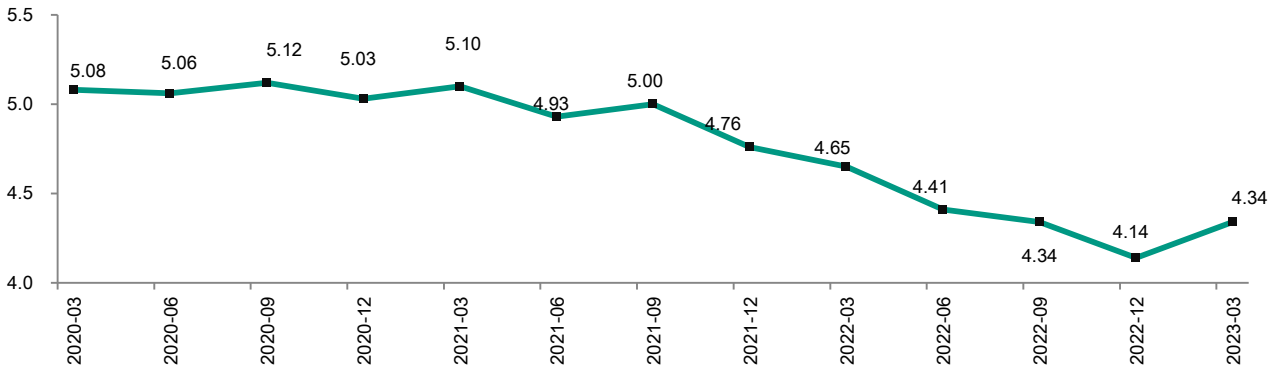
來源：中國人民銀行、農銀國際證券

圖 2: 中國 LPR (%)



來源：全國銀行間同業拆借中心、農銀國際證券

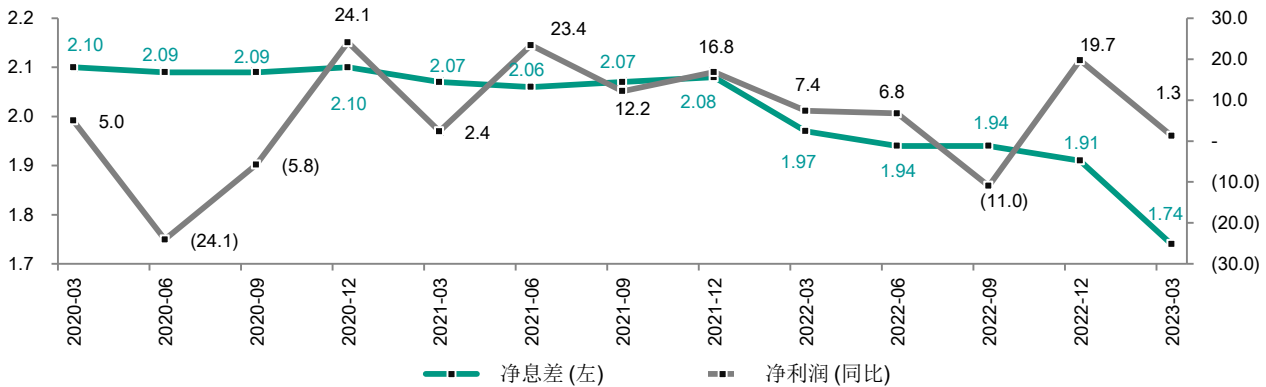
圖 3: 平均貸款收益率(%)



來源：中國人民銀行、農銀國際證券

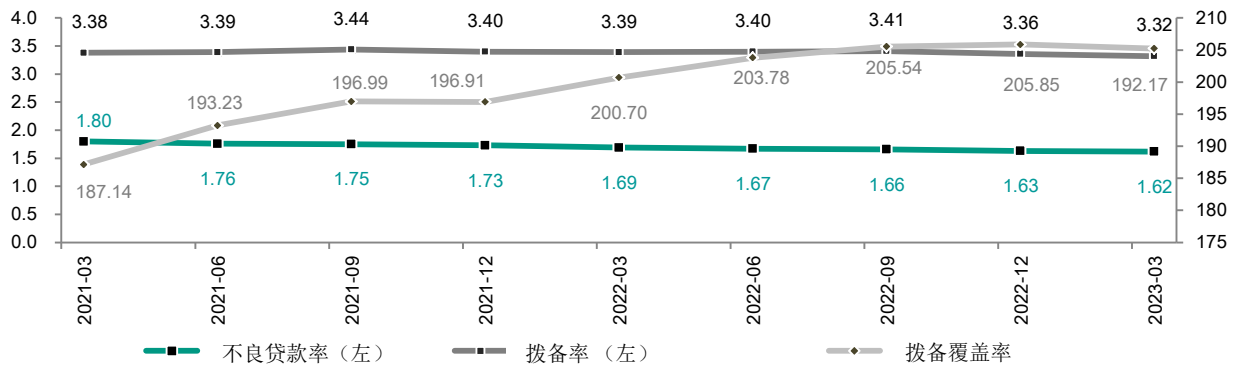


圖 4: 行業平均淨息差與行業淨利潤同比增長率(%)



來源：金融監管總局、農銀國際證券

圖 5: 主要資產質量指標(%)



來源：金融監管總局、農銀國際證券

H 股行業首選 (截至 2023 年 6 月 26 日)

公司	代號	評級	目標價 (港幣)	上升空間 (%)	FY23E 市盈率 (x)	FY24E 市盈率 (x)	FY23E 市淨率 (x)	FY24E 市淨率 (x)	FY23E 股息率 (%)	FY24E 股息率 (%)
招商銀行	3968 HK	買入	53.05	51.36	5.42	4.80	0.87	0.77	6.09	6.87

*截至 2023 年 6 月 26 日, 四大國有銀行因合規原因暫時禁止研究

來源：彭博、農銀國際證券預測

A 股行業首選 (截至 2023 年 6 月 26 日)

公司	代號	評級	目標價 (人民幣)	上升空間 (%)	FY23E 市盈率 (x)	FY24E 市盈率 (x)	FY23E 市淨率 (x)	FY24E 市淨率 (x)	FY23E 股息率 (%)	FY24E 股息率 (%)
招商銀行	600036CH	買入	46.73	43.30	5.44	4.82	0.88	0.78	6.06	6.84

*截至 2023 年 6 月 26 日, 四大國有銀行因合規原因暫時禁止研究

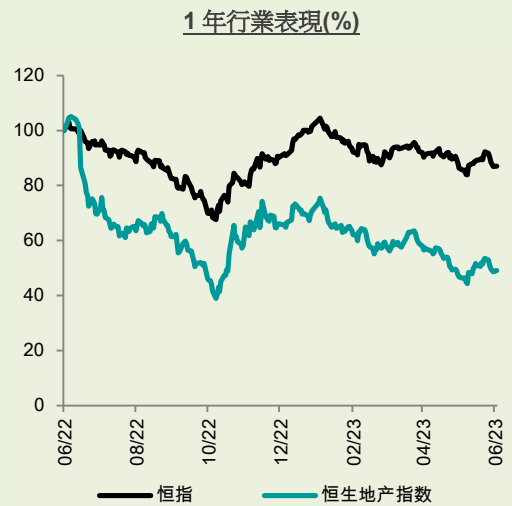
來源：彭博、農銀國際證券預測



正面 中國房地產業—經濟疲軟的跡象促使政策刺激 農銀國際證券

關鍵數據	行業表現((相對於恒指))	絕對 (%)	相對 (%)	
2023E 市盈率均值(x)	6.14	1 個月	10.09	3.19
2023E 市淨率均值(x)	1.14	3 個月	23.11	10.13
2023E 股息率均值(%)	6.25	6 個月	(12.03)	0.13
來源：彭博、農銀證券預測	來源：彭博、農銀證券			

- 預期潛在的利率和準備金率降低將在短期內支持開發商的股價表現，但重建購房者信心需要時間
- 我們預測 2023 年下半年合同銷售額持平，2024 年實現適度回升，同比增長 5%。過去 12 個月的土地收購放緩限制了銷售恢復
- 在中國開發商中，我們更傾向於選擇**中國海外(688 HK)**，因為其財務狀況強勁且銷售業績優於競爭對手。在物業管理行業，我們青睞**華潤萬象(1209 HK)**，因為它在購物中心管理中占據主導地位，並在并購方面積極主動



來源：彭博、農銀國際證券

銷售勢頭減緩，需要進一步刺激。2023 年 1 月至 5 月，中國商業住房銷售額同比增長 8.4%，達到 4.979 萬億元人民幣。然而，同比增長速度較 1 月至 4 月的 8.8% 增長有所放緩。另一方面，商業住房銷售面積同比下降 0.9%，至 4.64 億平方米，相較 1 月至 4 月的 0.4% 下降幅度更大。

據我們測算，5 月份商業住房銷售額同比增長 6.8%，達到 1.004 萬億元人民幣。這一增速遠低於 4 月份觀察到的 28.0% 的增長。相較 4 月份的 5.5% 同比增長，5 月份商業住房銷售面積同比下降 3.0%，至 8800 萬平方米。

儘管 5 月份的銷售仍然呈現同比增長，但這可以歸因於去年上海和長三角地區嚴重的 COVID-19 疫情造成的較低基數。然而，銷售額的增長速度已經明顯放緩，表明受疫情影響的前一個季度的積壓需求已經釋放。為保持復蘇勢頭，需要更多政策措施刺激需求。

房地產企業的銷售增長持續分化。民營開發商尚未找到明確的解決海外債務違約問題的辦法，這導致購房者對他們的預售項目產生擔憂。房地產市場的復蘇仍依賴於國有企業保持其主導地位。

近幾個月，國內多家銀行已降低存款利率，市場將此舉解讀為降息的準備。利率下調和準備金率降低的消息預計將推高開發商的股價。然而，恢復購房者信心并反映在銷售數據中可能需要相當長的時間。

房價增速放緩為進一步放鬆政策提供空間。此外，2023 年 5 月，70 個大中城市新建商品住宅銷售價格環比增速下降，二手住宅價格也出現下降。在這 70 個城市中，商品住宅銷售價格環比增長的城市數量減少。新建商品住宅銷售價格環比增長的城市有 46 個，二手住宅銷售價格環比增長的城市有 15 個。與上月相比，分別減少了 16 個和 21 個城市。

觀察新建商品住宅，5 月份，一線城市銷售價格環比上漲 0.1%，較上月下降 0.3 個百分點。其中，北京、上海、廣州分別環比上漲 0.2%、0.3% 和 0.1%，而深圳下降 0.2%。二線城市新建商品住宅銷售價格環比上漲 0.2%，較上月下降 0.2 個百分點。三線城市新建商品住宅銷售價格環比從上月的 0.2% 上漲變為持平。



股票推薦

開發商：

推薦國有企業優于民營企業。我們預計購房者和投資者會更傾向于選擇國有企業，而非民營企業，因為國有企業具備更好的再融資能力，以確保項目順利完成。國有開發商**中國海外(688 HK)**和**越秀地產(123 HK)**的合同銷售額在 2023 年前五個月分別增長了 55%和 101%，而同期上市公司的平均同比增長僅為 8%。在大市值股票中，我們最看好的是**中國海外**，因為截至 2022 年 12 月，公司的淨負債率為 43%，融資成本平均為 3.57%(僅比 2021 年高約 2 個基點)。憑藉強大的資產負債表，中國海外在擴大土地儲備和進行并購方面具有優勢。同時，我們還看好中小市值股票**越秀地產**，因為其盈利的以交通為導向的發展(TOD)模式以及得到戰略股東廣州地鐵的支持。

物業管理公司：

公共項目保證國有企業有更好的增長前景。對於物業管理行業，我們更傾向于國有企業，因為它們在獲取新的公共項目方面具有更好的前景。**華潤萬象(1209 HK)**是我們在大市值股票中的首選，因為它在購物中心管理方面占據主導地位，并積極參與并購。我們看好的中小市值股票是**越秀服務(6626 HK)**，該公司專注于交通為導向(TOD)的物業管理。

風險因素

開發商：

1) 降價導致的毛利率下滑；2) 由于房地產價格大幅下跌而導致的未售房屋減值準備；3) 債券再融資未能成功

物業管理公司：

1)由于大量關聯方交易導致的公司治理問題；2) 對母公司新項目的過度依賴；3) 并購活動可能導致的毛利率下滑；4) 母公司開發商的債務償還增加了配售風險。

行業首選股票的估值(截至 2023 年 6 月 26 日的數據)

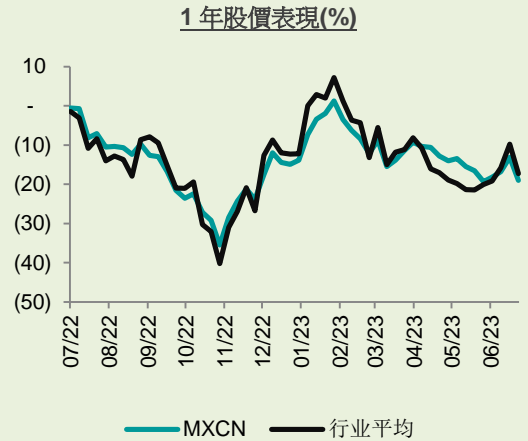
公司	代號	評級	目標價 (港幣)	上升 空間 (%)	FY23E 市盈率 (x)	FY24E 市盈率 (x)	FY23E 市淨率 (x)	FY24E 市淨率 (x)	FY23E 股息率 (%)	FY24E 股息率 (%)
中國海外	688 HK	買入	31.50	37.7	5.9	5.0	0.62	0.58	5.4	6.4
越秀地產	123 HK	買入	13.25	6.4	5.6	5.0	0.52	0.49	7.2	8.1
華潤萬象	1209 HK	買入	36.60	34.9	30.8	21.1	4.87	4.19	1.0	1.4
越秀服務	6626 HK	買入	4.71	44.7	7.7	5.1	1.45	1.21	3.9	5.9

來源：彭博、農銀證券預測

正面 中國互聯網業—好壞參半 周秀成

主要數據	行業表現(相對於MXCN)	絕對 (%)	相對 (%)
2023E 市盈率均值(x)	25.5	1 個月	3.2 (0.3)
2023E 市淨率均值(x)	3.2	3 個月	(7.8) (7.4)
2023E 股息率均值(%)	1.3	6 個月	(9.4) (5.8)
來源:彭博、農銀國際證券預測	來源:彭博、農銀國際證券		

- 電子商務的利潤壓力總體可控
- 在綫游戲受更多新游戲推出帶動
- 阿里巴巴和騰訊的研發支出領先同業，為發展人工智能奠下基礎



電子商務 -利潤壓力可控。在疫情期間實施了嚴格的成本控制之後，主要電子商務平臺正在通過增加用戶激勵和價格補貼來提升其營銷。我們認為，由于疫情和經濟環境疲軟，網購者在過去幾年變得更加注重價格，促使電子商務平臺提高價格競爭力。此外，抖音等短視頻平臺正在進入到店市場，導致該領域的競爭加劇。從好的方面來看，我們認為主要電子商務平臺在過去幾年通過運營改善和成本控制，能夠應對近期的利潤壓力。

在宏觀層面上，中國實體商品的在綫銷售增長在 2023 年前 5 個月達到 11.8%，而 2022 年為 6.2%。在綫購物滲透率在 2023 年前 5 個月為 25.6%，而 2022 年為 27.2%，表明綫上和綫下消費模式在後疫情階段趨于正常化。特別是，食品和雜貨的在綫銷售在 2023 年前 5 個月分別增長了 8.4%和 11.5%，低於行業平均水平，反映隨著疫情緩解，消費者對食品和雜貨產品進行了去庫存。

在綫游戲：新游戲帶動增長。與電子商務市場相比，在綫游戲市場在近期可能會有更好的前景：1)2022 年行業增長較弱，可比基數較低；2)由于近幾個月新游戲的監管批准已經恢復，未來將有更多新游戲推出。例如，騰訊 (700 HK)的在綫游戲收入在 2023 年第一季度恢復了 11%的增長，而在 2022 年第四季度下降了 2%。在接下來的幾個月裏，預計騰訊將推出約 5 款新游戲，提高近期增長的可見度；3)新游戲批准的監管門檻和大型游戲的長開發周期阻礙了潛在的新競爭者，例如短視頻平臺，導致市場競爭環境相對穩定，騰訊、網易 (9999 HK; NTES US)和米哈游占據主導地位。

研發支出是人工智能發展的關鍵。最近人工智能已成為重點研發領域，主要互聯網平臺計劃開發各自的人工智能產品。該行業仍處于長期競爭的早期階段，研發資源將是決定人工智能產品長期競爭力的關鍵因素。在中國的主要在綫平臺中，阿里巴巴和騰訊一直是研發支出的領導者。它們更大的運營規模和更強的財務狀況使它們能夠繼續投資于新技術，包括人工智能，以增加長期競爭力。

股票推薦

騰訊(700 HK)：我們看好騰訊在在綫娛樂市場的領先地位和人工智能發展的長期潛力。騰訊的核心利潤增長在最近幾個季度改善(22 年第三季度/第四季度/23 年第一季度同比增長分別為 2%、19%和 27%)，反映經營環境正在改善。核心淨利潤率從 22 年第一季度的 18.9% 提高到 23 年第一季度的 21.7%，反映持續的成本優化。網絡游戲 23 年第一季度收入同比增長 11%，而上一季度則同比下降 2%。在未來幾個月，公司預計將推出約 5 款新游戲。23 年

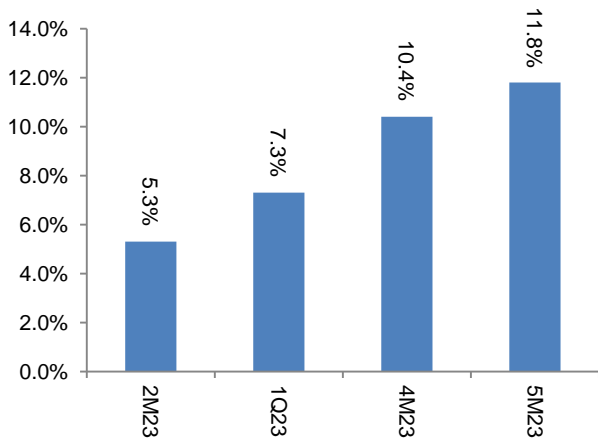
第一季度在綫廣告收入同比增長 17%。由于商業支付的恢復，23 年第一季度金融科技和商業服務的收入同比增長 14%，而 22 年第四季度則下降了 1%。

阿里巴巴(9988 HK/BABA US)：作為中國最大的電子商務平臺，我們認為其目前的估值為長綫投資者提供了機會。公司計劃在 12 個月內通過股票股利分配方式完全剝離其雲業務。對於與核心電子商務業務協同性較低的業務，如數字媒體和娛樂，我們認為阿里巴巴可能會採取類似的剝離策略，剝離全部或大部分股權。對於與電子商務協同性更高的業務單元(菜鳥、本地服務、全球數字商務)，在它們各自進行首次公開募股後，阿里巴巴很可能會保持相當大的持股比例。總體而言，提升股東回報的潛力將取決于未來 IPO/資產處置所籌集的資金。

風險因素

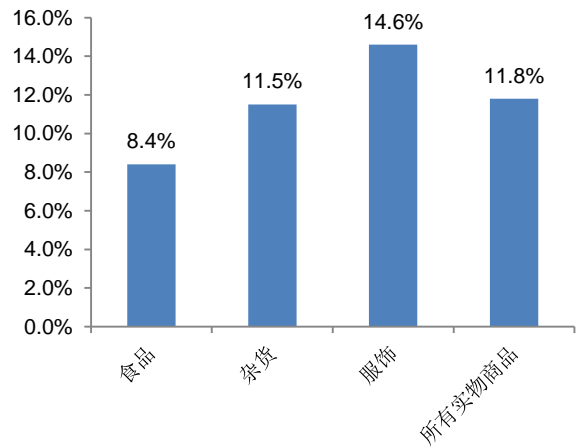
1) 反壟斷調查等監管風險; 2) 電子商務和互聯網金融業務放緩; 3) 非美國通用會計準則財務。

圖 1: 中國實物商品網上銷售同比增長(%)



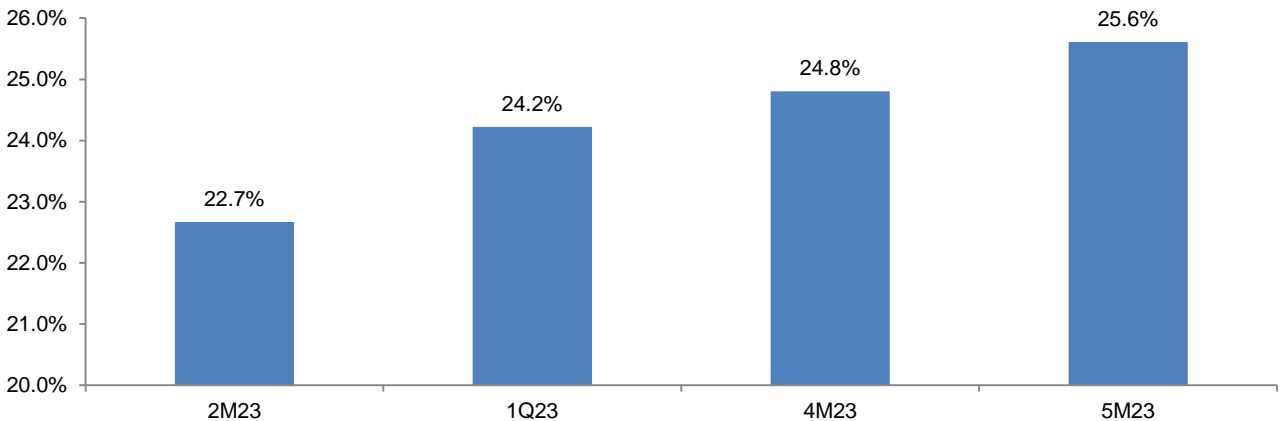
來源：國家統計局、農銀國際證券

圖 2: 中國實物商品網上銷售同比增長 (2023 年首 5 個月) (%)



來源：國家統計局、農銀國際證券

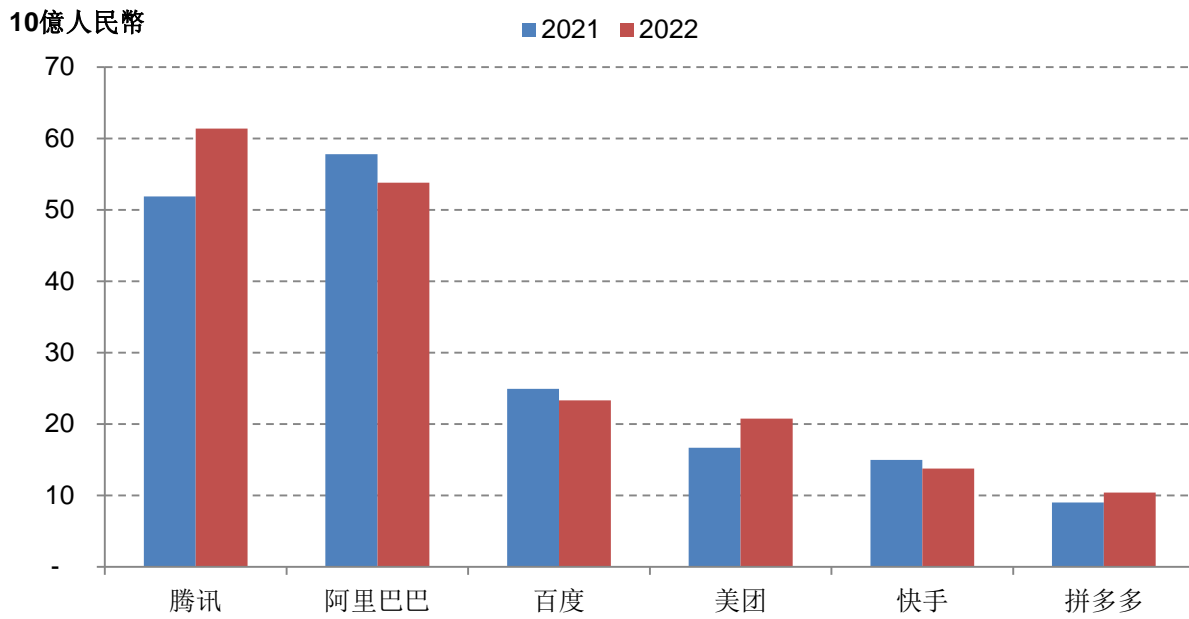
圖 3: 在綫購物滲透率



來源：國家統計局、農銀國際證券



圖 4: 研發支出



來源：公司、農銀國際證券

行業估值及首選股評估(截至 2023 年 6 月 26 日的數據)

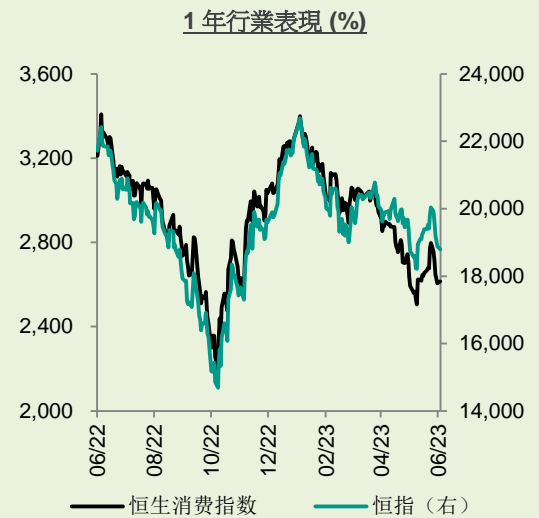
公司名稱	代碼	評級	目標價 (港元)	上升空間 (%)	FY23E 市盈率 (x)	FY24E 市盈率 (x)	FY23E 市淨率 (x)	FY24E 市淨率 (x)	FY23E 股息率 (%)	FY24E 股息率 (%)
阿里巴巴-SW	9988 HK	買入	130	55.7	55.7%	10.2	9.1	1.4	1.3	NA
騰訊	700 HK	買入	450	35.5	35.5%	20.4	17.3	3.6	3.2	0.7%

來源：彭博、農銀國際證券預測

正面 中國消費業 - 疫情後行業復蘇仍充滿挑戰 潘泓興

主要數據	行業表現 (相對於恒指)	絕對值 (%)	相對值 (%)
2023E 市盈率均值 (x)	17.46	1 個月	0.8
2023E 市淨率均值 (x)	2.88	3 個月	(14.4)
2023E 股息率均值 (%)	3.43	6 個月	(13.8)
來源：彭博、農銀國際證券		來源：彭博、農銀國際證券	

- 疫情後消費行業的復蘇勢頭有所減弱，然而部分子行業仍有比較好的表現
- 自 2023 年初以來，通脹壓力如我們預期保持較低的水平
- 預計地方政府將進一步推出政策措施刺激消費
- 電商領域生態的變化反映了行業內競爭正在加劇
- 我們的行業首選是百勝中國(YUMC US/9987 HK)，因今年全國首 5 個月的餐飲零售額增長強勁，而且公司也錄得較好的 1 季度業績



來源：彭博、農銀國際證券

疫情後消費行業出現短暫復蘇，但行業維持增長動能仍充滿挑戰。儘管在取消新冠疫情相關防控措施後，全國零售銷售增長在 2023 年初有反彈迹象，但增長的勢頭在 1 季度過後開始減弱。全國零售銷售的同比增速從 4 月的 18.4% 下降到 5 月的 12.7%。此外，根據我們的計算，4 月份規模以上企業所有產品類別的零售額都出現了環比下跌；其中“化妝品”和“文化辦公用品”的環比降幅超過 25%。我們認為，總體經濟前景和就業狀況的不確定性，是導致疫情後的消費行業復蘇和報復性消費的程度低於預期的主要原因。儘管如此，某些細分市場顯示出持續的復蘇。其中餐飲業的零售銷售，在 2023 年 3 月、4 月和 5 月經歷了較高的增長，同比增長率分別為 26.3%、43.8% 和 35.1%。該行業的零售銷售增長遠超其他消費品行業類別，顯示出外就餐需求在新冠疫情結束後上升。

通貨膨脹壓力仍保持溫和。自 2023 年開始，CPI 保持下跌，突顯出國內主要商品價格存在下行壓力。肉類產品價格的下降幅度較為明顯。在今年 5 月，CPI 同比達到 0.2%，環比達到 -0.2%，而今年 1 月同比和環比分別為 2.1% 和 0.8%。今年 5 月豬肉 CPI 同比為 -3.2%，是所有食品類別中最低的。此外，根據農業部的數據，截至 2023 年 6 月第三周，豬肉、雞肉、雞蛋的周平均批發價格的年初至今下降幅度分別為 28%、5%、11%。溫和的通脹壓力預計將有利於減緩消費者支出壓力，對消費板塊復蘇有利。

預期會有更多促消費政策出臺。為了刺激消費，部分地方政府在最近幾個月推出了一些相關的政策措施。

- 在 4 月份，湖北省公布《湖北省關於更好服務市場主體推動經濟穩健發展接續政策》30 條提到，將設立 500 億元湖北消費貸，首期安排 300 億元，對省內居民購買汽車、家電家具和裝修等給與支持；在 2023 年 4 月 1 日至 12 月 31 日期間，個人新增單筆消費貸達到 1 萬元以上的，省級財政將按照年化利率 1.5% 給與貼息，期限兩年，最高累計貼息 3000 元。
- 在 6 月 21 日，海南省出臺《2023 年海南省促進消費若干措施》，其中包括通過舉辦活動、促進文旅消費、發放消費券等方式促進消費，並舉辦超百場促消費主題活動，發放旅游消費券、離島免稅消費券、新能源汽車消費券等；省商務廳將發放 3000 萬元離島免稅消費券，第一期 1000 萬元將從 6 月 22 日起至 7 月 12 日，每天 10 時至 23 時在銀聯雲閃付 APP 發放；同時省財政安排 7000 萬元分配至各市縣專門發放消費券和舉辦促消費活動，並組織各地商貿企業、金融機構、電商平臺、物流企業、景區景點等共同參與，營造促消費氛圍。

我們預期其他地方政府將在未來幾個月陸續推出政策，以加快消費復蘇的速度。這些措施的效果將取決於政策對消費意願的刺激作用和宏觀經濟的改善程度。

電商生態的改變反映消費行業競爭的加劇。針對今年的 618 促銷活動，各主要平臺公布的數據顯示直播相關活動錄得高增長。其中淘寶公布淘寶達人直播間數量同比激增 139%；破億直播間數量同比大增 66%。抖音公布其 618 活動期間銷量同比增長 66%。快手(1024 HK)公布短視頻掛車下單訂單量按年增長近 210%。隨著網上購物體驗的互動元素越來越重要，傳統電子商務平臺不可避免地將會面臨直播和視頻等新式網購平臺的競爭。我們認為，電子商務領域生態變化也反映疫情後消費市場競爭的加劇，企業將需要更加積極地採取行動來引起消費者的興趣，提高產品的知名度，並加大促銷活動的力度。企業將需要在此類活動上投入更多資金，以擴大其市場影響力。

行業內企業表現不一。行業內企業表現基本上反映了宏觀經濟趨勢。雖然部分餐飲行業企業經營業績保持穩健增長，但其他子行業企業則面臨增速放緩現象。2023 年 5 月的宏觀經濟數據表明，該行業內企業的表現將進一步分化。我們預期，各企業之間增長和基本面變化(如財務杠杆上升)，將促使股價波動加劇。

長綫展望

儘管出生率和人口下降將會對消費行業帶來長期的風險，但該行業的企業將繼續受益於中國龐大且多樣化的消費需求。

短綫展望

短期內消費市場仍將會受到宏觀經濟的不確定性和行業復蘇速度低於預期的影響。我們預期，行業內企業運營和財務表現將會繼續分化，從而導致股價的波動性增加；疫情後消費需求的復蘇對企業的參差影響也會是影響股價的主要因素。

股份推薦

我們的行業評級為正面。餐飲行業企業的運營表現將會繼續受益於疫情後持續的需求復蘇。除了宏觀經濟因素，我們認為在行業復蘇過程中，企業的基本面變化(包括利潤率表現、增長復蘇狀況、財務杠杆上升等)將會導致各企業的股價波動加劇。我們認為行業龍頭企業的防守性仍具有吸引力。我們預期，一旦宏觀經濟出現好轉跡象，該行業目前受壓的估值水平將會得到改善。**百勝中國(YUMC US/9987 HK)**是我們目前的首選。

風險因素

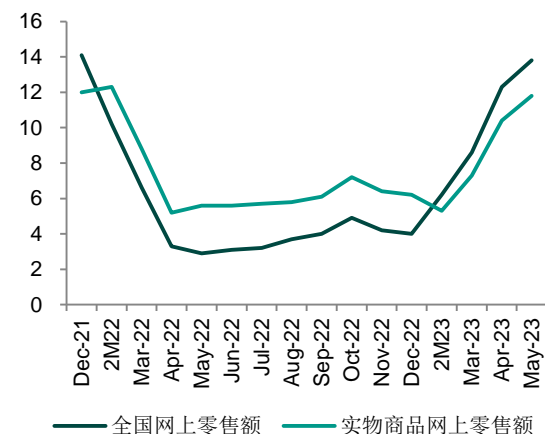
1)宏觀經濟風險；2)監管/政策風險；3)產品質量/安全風險；4)消費者需求偏好的變化；5)部分企業財務杠杆較高。

圖 1: 零售銷售變化(同比 %)

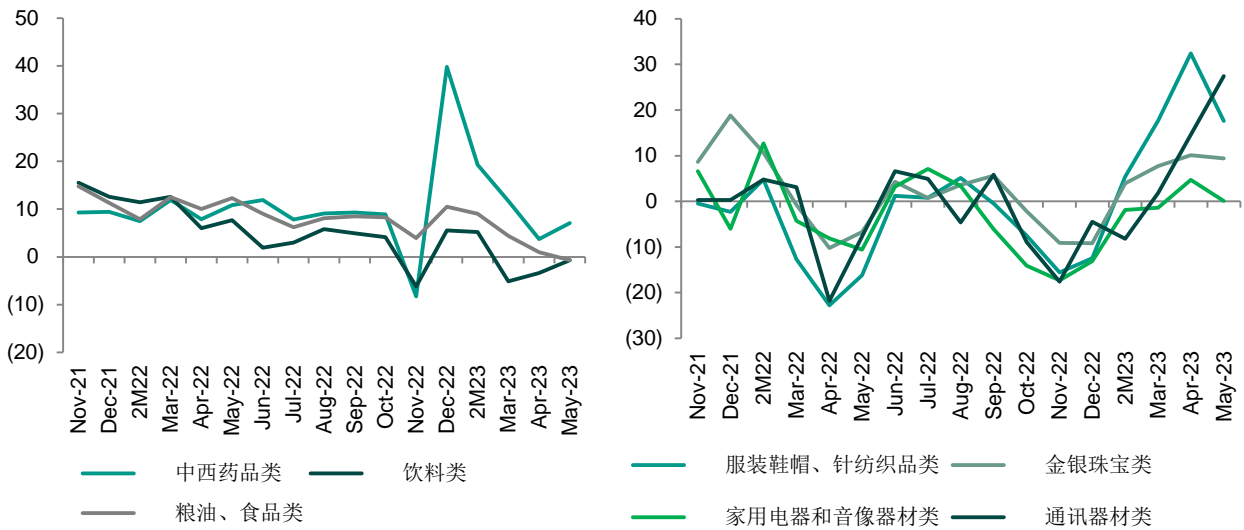


來源: 國家統計局、農銀國際證券

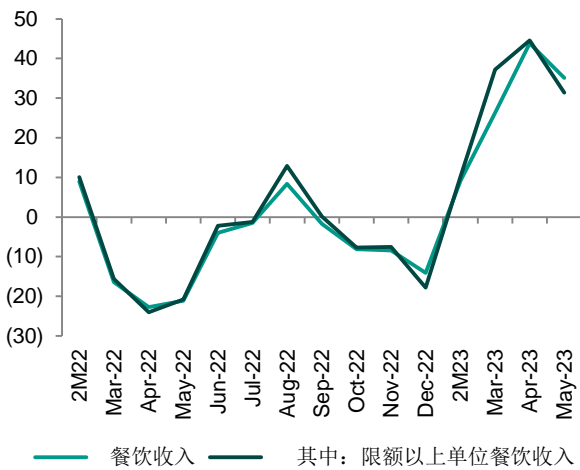
圖 2: 網上零售銷售變化(累計同比 %)



來源: 國家統計局、農銀國際證券

圖 3: 部分產品類別零售銷售變化 (同比 %)


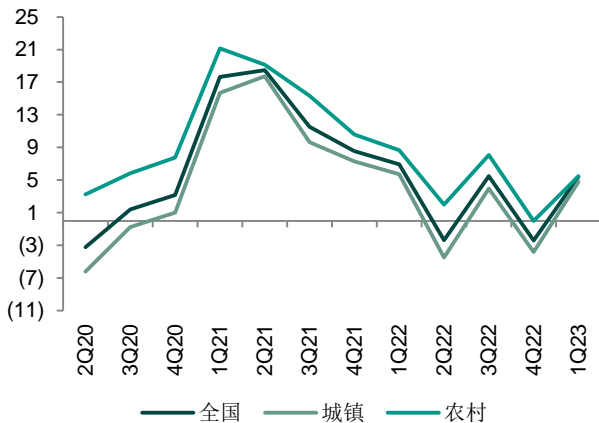
來源: 國家統計局、農銀國際證券

圖表 4: 餐飲行業零售銷售變化 (同比 %)


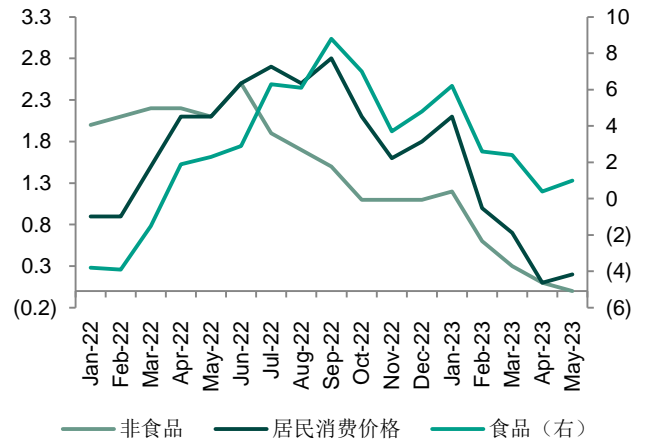
來源: 國家統計局、農銀國際證券

圖表 5: 居民平均可支配收入變化 (同比 %)

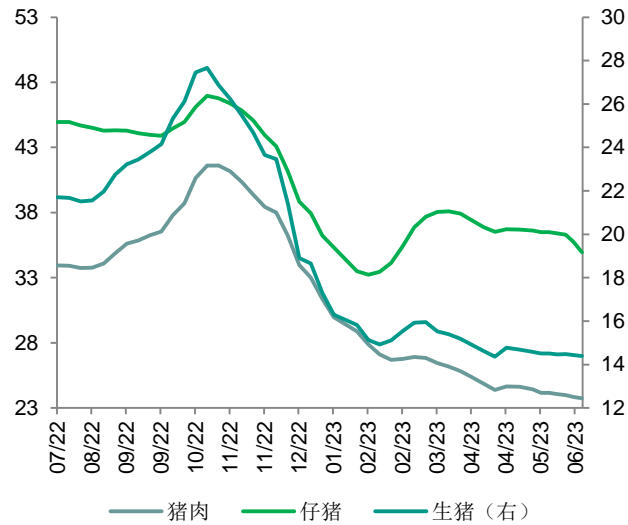

來源: 國家統計局、農銀國際證券

圖表 6: 居民平均支出變化 (同比 %)


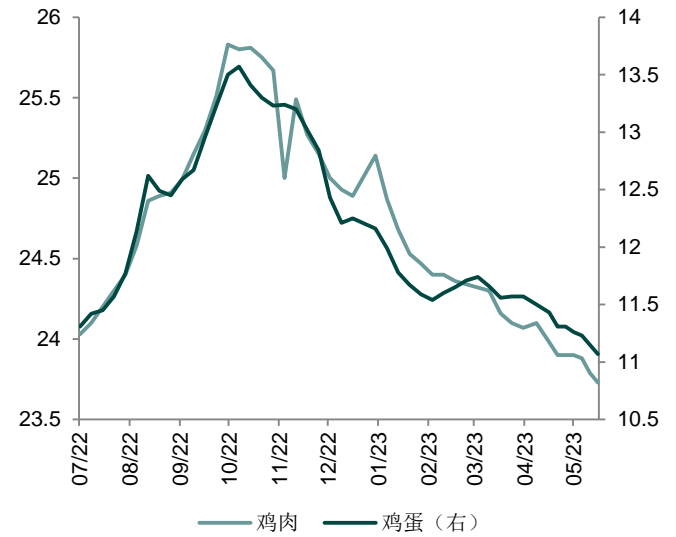
來源: 國家統計局、農銀國際證券

圖表 7: CPI (同比 %)


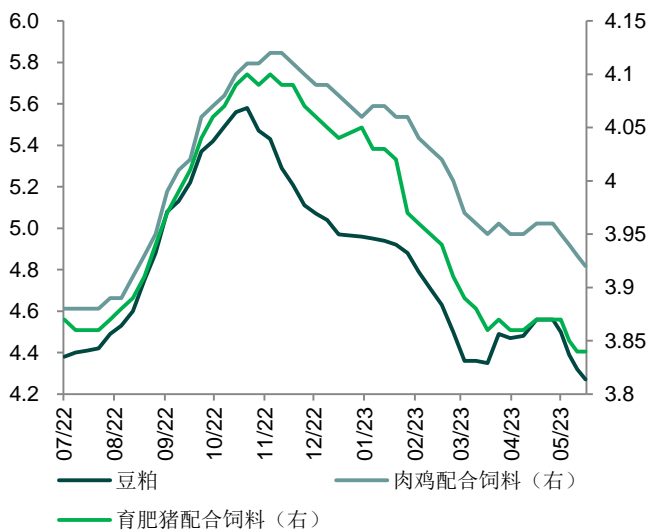
來源: 國家統計局、農銀國際證券

圖表 8: 周均批發價格 – 豬肉、仔豬、生豬 (人民幣/公斤)


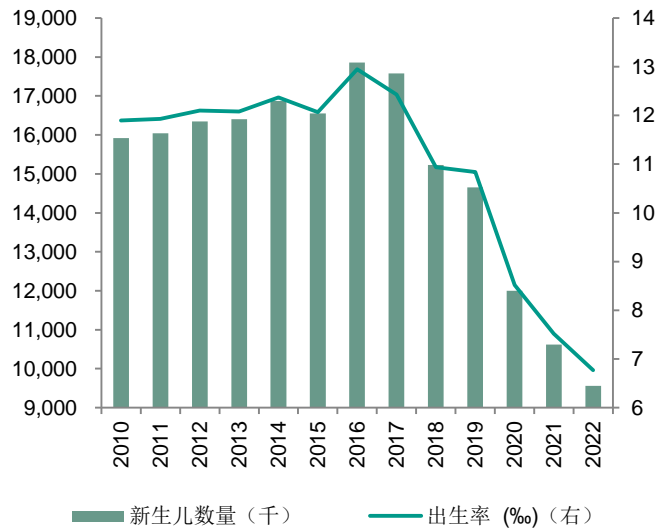
來源: 農業部、農銀國際證券

圖表 9: 周均批發價格 – 雞肉、雞蛋 (人民幣/公斤)


來源: 農業部、農銀國際證券

圖表 10: 周均批發價格 – 豆粕、育肥豬配合飼料、肉雞配合飼料 (人民幣/公斤)


來源: 農業部、農銀國際證券

圖表 11: 全國出生率和新生兒數量


來源: 國家統計局、農銀國際證券

行業估值及首選股評估(截至 2023 年 6 月 26 日的數據)

公司	代號	評級	目標價	上升空間 (%)	FY22E 市盈率 (x)	FY23E 市盈率 (x)	FY22E 市淨率 (x)	FY23E 市淨率 (x)	FY22E 股息率 (%)	FY23E 股息率 (%)
百勝中國	YUMC US	買入	US\$ 72.7	29.09	27.31	22.37	3.35	2.96	0.9	0.9
	9987 HK	買入	HK\$ 570.3	27.93	27.58	22.57	3.38	2.99	0.9	0.8

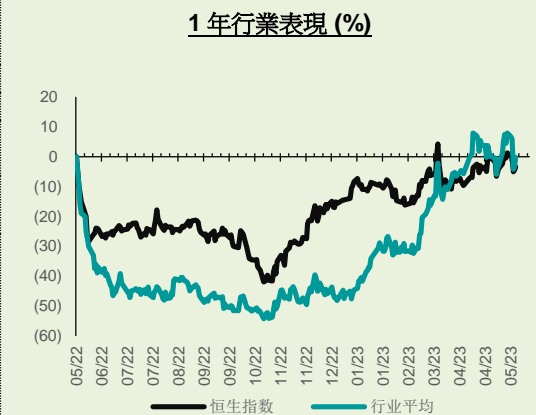
美元/港幣: 7.85

來源: 彭博、農銀國際證券預測

正面 中國電信業- 國內發展數字經濟 黎柏堅

主要數據		行業表現 (相對於 恒指)		
			絕對 (%)	相對 (%)
2023E 市盈率均值 (x)	8.10	1 個月	(6.6%)	(0.8%)
2023E 市淨率均值 (x)	1.10	3 個月	(2.4%)	3.7%
2023E 股息率均值 (%)	7.50	6 個月	1.6%	1.6%
來源：彭博、農銀國際證券預測		來源：彭博、農銀國際證券		

- 2023 年國內發展數字經濟，加快 5G 網絡、數據中心等新型基礎設施建設
- 電信運營商受益於新興業務(工業互聯網、數據中心、雲計算)的增長
- 預計 2023 年中國 5G 基站總數將達到 291 萬個，將進一步提升 5G 網絡覆蓋
- 中國移動 (941 HK/ 600941 CH) 因其高股息收益率、雲業務的增長和在中國電信市場的主導地位而成爲我們的行業首選



國內發展數字經濟。2023 年國內發展數字經濟，雲平臺應用的需求上升，預計電信運營商 2023 年新興業務(工業互聯網、數據中心、雲計算)的收入將保持高增長。由於雲平臺應用的上升和政策的支持，預計 2023 年電信運營商的新興業務收入(工業互聯網、數據中心、雲計算)將保持強勁增長。通過與企業的合作，預計電信運營商可以從雲平臺解決方案的規模效應中受益。國家發改委推出了“東數西算”策略，在西部地區發展數據中心，以提高數據處理能力並促進雲計算的採用。

預計 2023 年 5G 用戶滲透率將達 39.0%。2023 年底，在 5G 網絡覆蓋的改善和進取定價策略的推動下，5G 用戶滲透率將達 39.0%。受益於 5G 網絡覆蓋的提升、豐富的資源和高效的營銷策略，中國移動在 5G 市場保持主導地位。到 2023 年，我們預計國內 5G 基站總數將達到 291 萬個，可以支撐基站設備商的業務。2023 年整體移動基站總數將達到 1143 萬個。此外，電信運營商正在將其 5G 電信網絡升級爲獨立標準，以提高網絡質量，從而支持電信設備提供商的發展。

預計 2023 年電信運營商的資本開支將同比增長 2.0%，用於發展雲計算和數據中心。電信運營商正在開發數據中心，這可以提高電信設備和供應商收入。預計 2023 年三大電信運營商(中國移動[941 HK/ 600941 CH]/中國聯通[762 HK]/中國電信[728 HK/601728 CH])的資本開支合計爲 3,591 億元人民幣，同比增長 2.0%。預計資本支出的增加將使電信設備製造商和服務提供商受益。

全球智能手機出貨量疲軟將影響電子零部件的需求。IDC 數據顯示，2023 年第 1 季度全球智能手機出貨量同比下降 14.6 %至 2.68 億。這是由於海外市場通脹及經濟放緩所致。預計智能手機出貨量疲軟將影響上游電子零部件需求。

長綫展望

從長遠來看，我們預計電信運營商將受益於 5G 網絡和新興業務的發展。更高的 5G 用戶滲透率、人均移動數據使用量和移動 ARPU 將有助於電信運營商改善商業模式。電信運營商正在引入更進取的定價策略，以增加新的 5G 用戶。由於有政策提升 5G 電信服務和新興業務的滲透率，有助電信運營商提高收入增長。國家發改委出臺了“東數西算”策略，在西部地區發展數據中心，以提高數據處理能力，促進雲計算的採用。

短綫展望

我們預計新興業務將成爲電信運營商的增長動力。許多商業公司可以將他們的業務轉移到雲平臺將有助於提高採用率。由於更高的移動數據使用量和 5G 用戶的增長，可改善移動 ARPU，我們預計電信運營商將在移動服務收入增長有所改善。

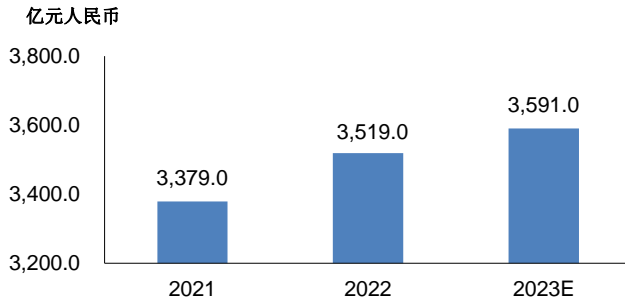
股份推薦

中國移動是我們的行業首選。由于 5G 用戶基數增加，我們預計中國移動的移動 ARPU 將有所改善。中國移動憑藉更好的覆蓋和資源的網絡優勢，保持其最大的 5G 市場份額。H 股 (941 HK) 的目標價為 88.00 港元，相當于 3.8 倍的 2023 年 EV/EBITDA，A 股 (600941 CH) 的目標價為人民幣 128.00 元，相當于 6.6 倍的 2023 年 EV/EBITDA。

風險因素

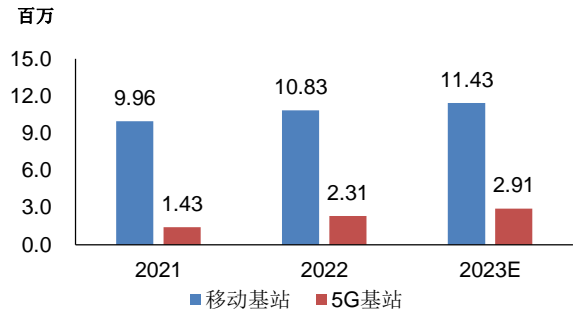
1) 工信部要求進一步降低服務資費；2) 用戶飽和；3) 市場競爭加劇；4) 智能手機出貨量增長放緩；5) 5G 網絡發展放緩。

圖 1: 電信運營商的資本開支



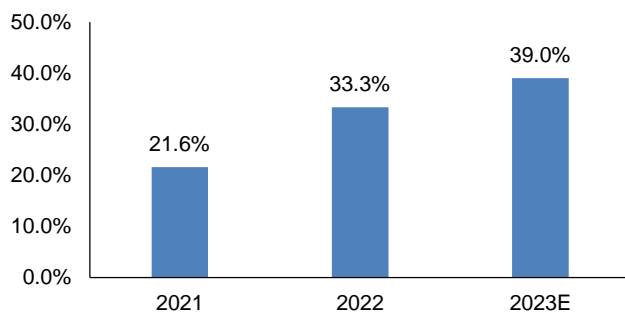
來源：工信部、農銀國際證券預測

圖 2: 整體移動及 5G 基站



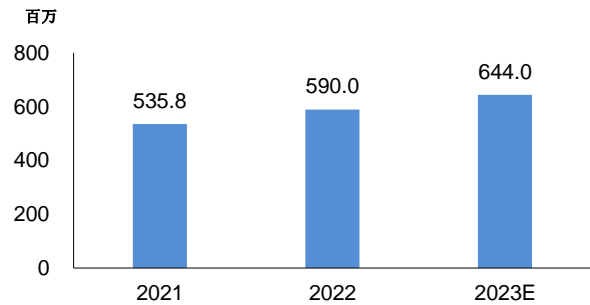
來源：工信部、農銀國際證券預測

圖 3: 5G 用戶普及率



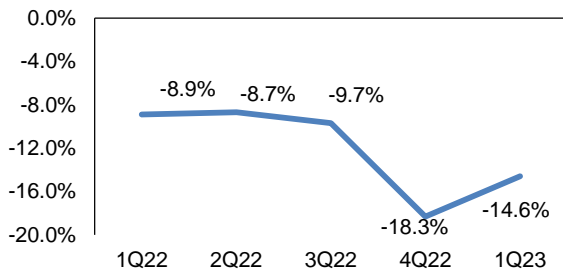
來源：工信部、農銀國際證券預測

圖 4: 固網用戶數



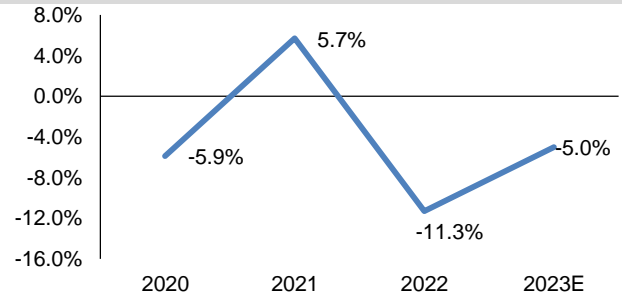
來源：工信部、農銀國際證券預測

圖 5: 季度智能手機出貨量(同比增長)



來源：IDC、農銀國際證券

圖 6: 年度智能手機出貨量(同比增長)



來源：IDC、農銀國際證券預測

行業估值及首選股評估(截至 2023 年 6 月 26 日的數據)

公司	代號	評級	目標價	上升空間 (%)	FY23E 市盈率 (x)	FY24E 市盈率 (x)	FY23E 市淨率 (x)	FY24E 市淨率 (x)	FY23E 股息率 (%)	FY24E 股息率 (%)
中國移動	941 HK	買入	88.0 港幣	38.8	8.6	7.2	0.98	0.89	8.0	9.5
中國移動	600941 CH	買入	128.0 元人民幣	37.6	14.5	12.0	1.51	1.40	4.8	5.9
中國聯通	762 HK	買入	6.20 港幣	22.5	7.9	7.0	0.58	0.49	6.6	7.3
中國電信	728 HK	買入	4.80 港幣	29.7	10.1	8.4	0.82	0.71	5.8	6.1
中國電信	601728 CH	買入	7.70 元人民幣	36.3	17.6	15.1	1.30	1.21	4.9	5.2
瑞聲科技	2018 HK	賣出	12.50 港幣	(28.7)	18.0	15.6	0.85	0.79	0.0	1.2
舜宇光學	2382 HK	持有	93.00 港幣	27.5	25.0	22.5	1.90	1.40	1.2	1.4
中國鐵塔	788 HK	買入	1.10 港幣	27.9	14.2	11.9	0.83	0.75	3.7	4.6
小米集團	1810 HK	持有	12.00 港幣	15.2	13.5	12.8	1.02	1.00	2.7	3.0

來源：彭博、農銀國際證券預測

權益披露

分析員陳宋恩、姚少華、歐宇恒、周秀成、潘泓興、黎柏堅作為本研究報告全部或部分撰寫人，謹此證明有關就研究報告中提及的所有公司及/或該公司所發行的證券所做出的觀點，均屬分析員之個人意見。分析員亦在此證明，就研究報告內所做出的推薦或個人觀點，分析員并無直接或間接地收取任何補償。此外，分析員及分析員之關聯人士并没有持有(除以下披露權益)研究報告內所推介股份的任何權益，并且沒有擔任研究報告內曾提及的上市法團的高級工作人員。

權益披露

農銀國際證券有限公司及/或與其聯屬公司，曾在過去12個月內，與本報告提及的中信建投(6066 HK)及越秀地產(123 HK)有投資銀行業務關係。

評級的定義

評級	定義
買入	股票投資回報 \geq 市場回報(~9%)
持有	市場回報(~-9%) \leq 股票投資回報 < 市場回報(~+9%)
賣出	股票投資回報 < 市場回報(~-9%)

股票投資回報是未來12個月預期的股價百分比變化加上股息收益率

市場回報是5年市場平均回報率

市場回報率:自 2006 年以來的平均市場回報率(恒生指數總回報指數 2006-22 的平均增長率為 8.4%)

目標價的時間範圍:12 個月

股票評級可能與所述框架不同，原因包括但不限于:公司治理、市值、相對於相應基準指數的歷史價格波動、股票相對於股票市場的平均每日成交量、競爭力、相應行業的優勢等

免責聲明

該報告只為客戶使用，并只在適用法律允許的情況下分發。本研究報告并不牽涉具體使用者的投資目標、財務狀況和特殊要求。該等信息不得被視為購買或出售所述證券的要約或要約邀請。我等并不保證該等信息的全部或部分可靠、準確、完整。該報告不應代替投資人自己的投資判斷。文中分析建立在大量的假設基礎上，我等并不承諾通知閣下該報告中的任何信息或觀點的變動，以及由于使用不同的假設和標準，造成的與其它分析機構的意見相反或不一致。分析員(們)負責報告的準備，為市場信息采集、整合或詮釋，或會與交易、銷售和其它機構人員接觸。農銀國際證券有限公司不負責文中信息的更新。農銀國際證券有限公司對某一或某些公司內部部門的信息進行控制，阻止內部流動或者進入其它部門及附屬機構。負責此研究報告的分析員的薪酬完全由研究部或高層管理者(不包括投資銀行)決定。分析員薪酬不取決于投行的收入，但或會與農銀國際證券有限公司的整體收入(包括投行和銷售部)有關。報告中所述證券未必適合在其它司法管轄區銷售或某些投資人。文中所述的投資價格和價值、收益可能會有波動，歷史表現不是未來表現的必然指示。外幣匯率可能對所述證券的價格、價值或收益產生負面影響。如需投資建議、交易執行或其它諮詢，請您聯繫當地銷售代表。農銀國際證券有限公司或任何其附屬機構、總監、員工和代理，都不為閣下因依賴該等信息所遭受的任何損失而承擔責任。進一步的信息可應要求而提供。

版權所有 2023 年農銀國際證券有限公司

該材料的任何部分未經農銀國際證券有限公司的書面許可不得複印、影印、複製或以任何其他形式分發

辦公地址: 香港中環紅棉路 8 號東昌大廈 13 樓農銀國際證券有限公司

電話: (852) 2868 2183