

港股市场一周回顾

06/10/2023

- 恒生指数本周再创年内新低
- 香港政府债收益率高于股息收益率，对香港资本市场有何影响
- 恒生指数 2023 年每股收益趋势，企业盈利前景因素影响港股估值
- 世界银行下调中国明年经济增速，影响市场预期
- 新能源汽车市场“金九银十”
- 欧盟对中国产电动汽车进行反补贴调查，背后的目的是什么
- 下周展望

一、 恒生指数本周再创年内新低

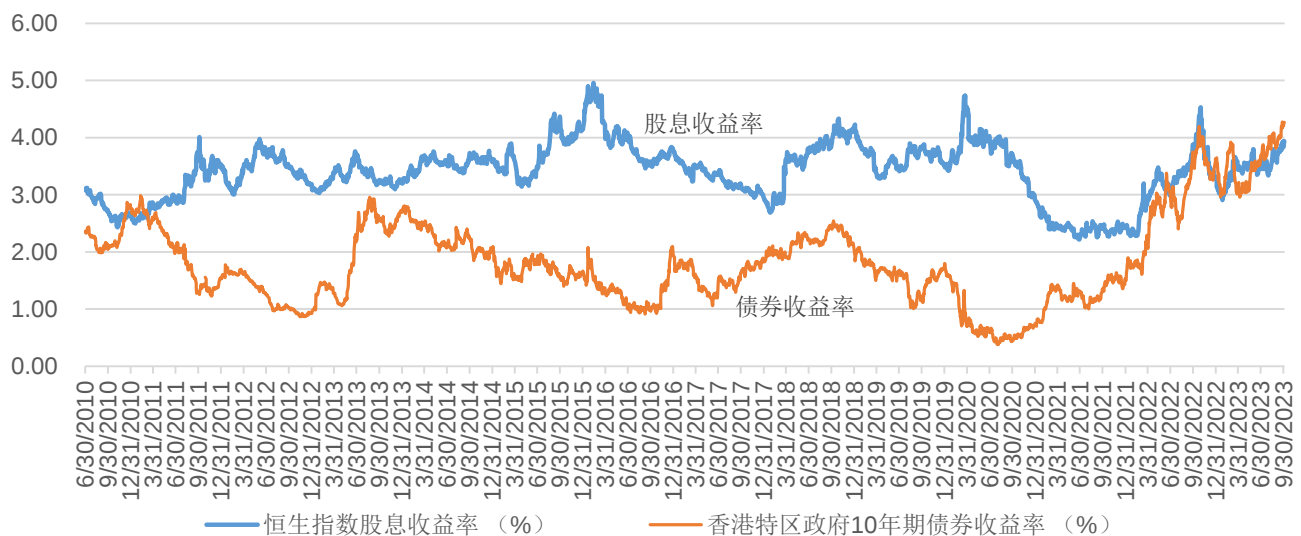
恒生指数今年迄今已下跌约 12%，较 1 月下旬的今年高点下跌约 23%。目前，恒生指数（6/10/2023：17485.98）相当于 8.8 倍 2023 年预测市盈率估值。今年到目前为止，该指数市盈率估值在 2023 年预测市盈率的 8.7 至 10.0 倍范围内波动，中位值约为 9.4 倍。我们认为以下基本面因素和流动性驱动因素将继续对恒生指数市场估值和指数交易区间产生重大影响。首先，自第一季度末以来，市场不断下调恒生指数成分股 2023 年和 2024 年盈利预测。盈利前景持续疲弱导致该指数市盈率估值偏低。其次，香港特区政府债券收益率不断上升，导致低风险政府债券与高风险股本证券之间的替代效应不断增强，流动性从港股流出。我们将在本报告的后面部分讨论这两个因素。最后，由于国庆长假，港股通本周关闭，内地投资者的购买动力消失，这是短期的利空因素。9 月份，中国内地投资者通过港股通购买港股约占股本证券日均交易额近两成。下周港股通长假后重开，内地投资者将再次带来购买港股动力。

本周，原油股和医药股跌幅较大，领跌恒生指数成员股。金融市场预期美国高利率环境将持续较长时间，这一预期导致本周美国长期国债收益率大幅上涨。然而，高利率环境持续的时间越长，能源需求受到抑制的时间就越长，本周原油价格大幅下跌，中资原油股下跌，带动恒生指数走低。国家统计局上周公布，前八个月医药制造业收入和利润同比分别下降 3.3%和 18.3%。此外，中国国家药监局继续收紧仿制药注册，大型医药股下跌，加剧本周恒生指数进一步下行压力。本周香港地产股逆势企稳。香港 8 月失业率下降跌至 2.8%，为 2019 年中期以来的最低水平，中国大陆游客赴港同比增加近 70 倍，以及市场还预期香港政府于 10 月公布降低物业交易印花税。这些因素对香港房地产公司，尤其是购物中心运营商来说是个好消息。

二、 香港政府债收益率高于股息收益率，对香港资本市场有何影响

一般来说，资本市场会认为同一地区的政府债证券风险低于股票证券风险。因此，市场在大多数时候都会要求股票股息收益率高于政府债券收益率。较高的股票股息收益率是为了补偿投资者承担的风险。当债券收益率上升并超过股票股息收益率时，股票的相对回报率将会减少，并鼓励投资者增加持有债券而不是股票。

图 1： 香港特区政府 10 年期债券收益率 vs 恒生指数股息收益率

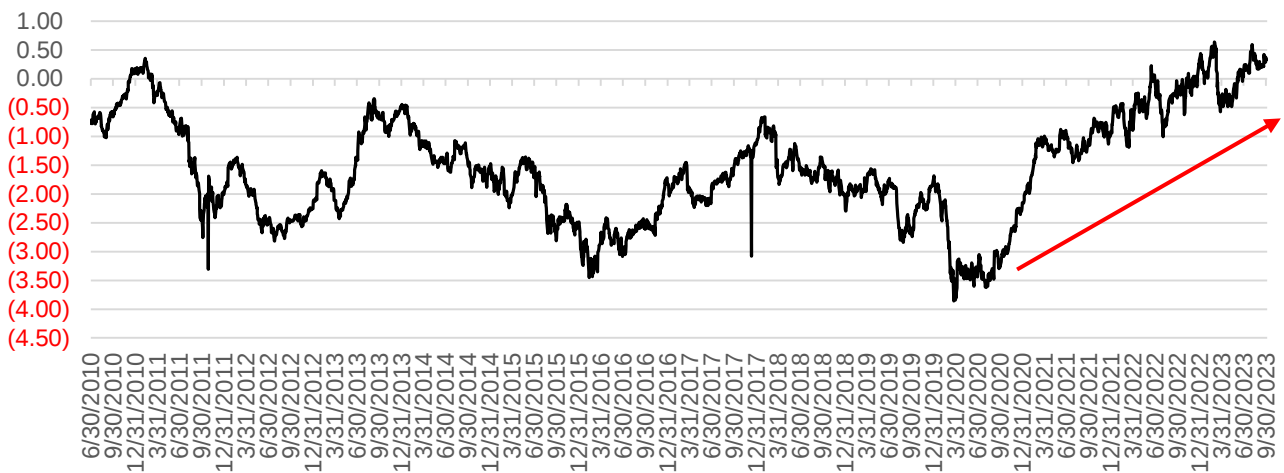


来源：彭博、农银国际证券

为何香港特区政府债收益率攀升至恒生指数股息收益率之上？（见图 1）这种现象会持续到第四季度吗？对香港资本市场有何影响？港股市场的股票换手率相对较低，反映出大部分投资者都是中长期投资者。据港交所统计，中资企业的股票年度换手率约为 75%，即投资者平均持有中资企业股票至少五个季度。因此，他们的投资决策或资产配置策略对股息收益率和债券收益率的变化很敏感。从中长期投资者的角度来看，股息收益率是投资回报的主要组成部分之一，债券收益率的变化会影响股息相对回报率。今年二季度以来，恒生指数股息率不断上升，主要是蓝筹股股价下跌所致。由于港美联系汇率机制，香港利率周期跟随美国。今年以来，香港政府债券收益率的上升速度快于股息收益率。自第三季度初以来，香港特区政府 10 年期债券收益率已攀升至恒生指数股息收益率之上。截至 9 月底，10 年期债券收益率较股息收益率高出 0.33 个百分点（见图 2 和 3）。过去 10 年，债券收益率平均比股息收益率低 1.60 个百分点。从当前中长期投资者的角度来看，股息收益率虽然有所上升，但与债券收益率相比并不具有吸引力。此外，美国加息周期尚未见顶，市场预计第四季度高利率环境将持续。因此，香港政府债券收益率可能会在

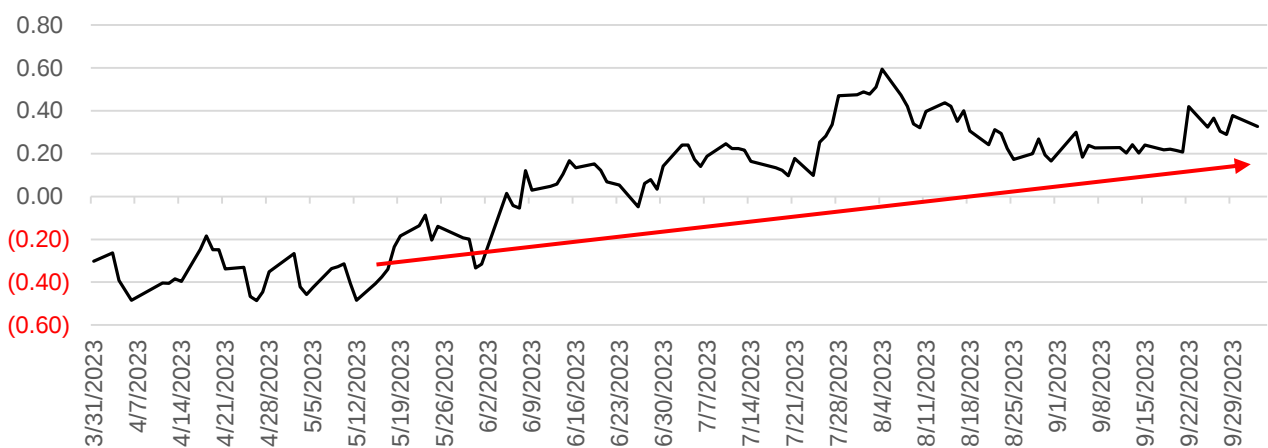
第四季度维持在高于股息收益率的水平，除非蓝筹股股价在本季度大幅下跌或多数企业表示大幅增加派息以提高股息收益率。若债券收益率高于股息收益率持续，对港股市场的负面连锁反应是二级市场股票成交量下降，市场估值将受到压制，一级市场股票集资能力减弱。香港股市日均成交额由第一季度的 1,277 亿港元收缩至第二季度的 1,027 亿港元和第三季度的 983 亿港元。前三季度香港主板 IPO 市场共 44 只新股上市（去年同期：49 只），融资总额为 246.05 亿元（去年同期：731.47 亿元）。

图 2：收益率差 = 香港特区政府 10 年期债券收益率 减 恒生指数股息收益率（百分点）
 收益率利差上升降低香港蓝筹股吸引力



来源：彭博、农银国际证券

图 3：收益率差 = 香港特区政府 10 年期债券收益率 减 恒生指数股息收益率（百分点）
 今年 7 月以来，债券收益率高于股息收益率



来源：彭博、农银国际证券

三、 恒生指数 2023 年每股收益趋势， 企业盈利前景因素影响港股估值

今年年初，市场分析师对中国经济的过度乐观预期引发大幅上调企业盈利前景。然而，一季度后以来，市场不断下调蓝筹股 2023 年、2024 年盈利预测，导致估值重心下移。自第二季度起，恒生指数预测 2023 年市盈率在 8.7-10 倍区间波动，中值约为 9.4 倍。第三季度下旬，市盈率接近估值区间的下限波动。这些情况一方面反映出市场已经从年初过度乐观转变为悲观，另一方面也反映市场已考虑了大部分负面因素，估值风险已较充分释放，但仍缺乏积极因素扭转市场目前的悲观看法。展望四季度，10 月下旬，大部分上市公司将公布三季度业绩或前九个月业绩。业绩公布后，之前过度悲观的预期将被排除。近月公布的制造业 PMI 新订单指数持续两个月上升，显示企业基本面持续改善，预示这种改善将延续至四季度。前 8 个月规模以上工业企业利润降幅收窄，9 月份利润转为正增长，这是工业企业利润由降转升的早期信号。企业盈利积极信号正在累积。结合基本面因素和流动性因素，我们判断恒生指数第四季度估值的区间为 8.5-9.5 倍 2023 年市盈率，按目前盈利预测及预期估值区间推算恒生指数区间为 16800-18800。

图 4: 市场预期恒生指数 2023 年每股收益趋势(HK\$)
 一季度后以来，市场下调 2023 年每股收益近 7.5%，市场已考虑了大部分负面因素



来源：彭博、农银国际证券

四、 世界银行下调中国明年经济增速，影响市场预期

世界银行发布东亚和太平洋地区半年度经济展望报告,把对中国明年的经济增长预测从 4.8% 下调至 4.4%，但对中国今年的增长预测维持在 5.1%。受中国增速放缓影响，世界银行也下调了对东亚和太平洋地区今明两年的经济增长预测，把今年的 GDP 增长预测从 5.1% 下调至 5.0%，明年的预测从 4.8% 降至 4.5%。报告指出，中国的发展状况对整个地区都很重要，中国经济增长每下降 1 个百分点，地区增长就会下降 0.3 个百分点。对于中国增速放缓的原因，报告分析，中国过去的经济增长主要由基础设施和房地产投资带动，但由于基础设施饱和导致回报递减、住房供应过剩导致房价下跌，企业和地方政府陷入债务负担。报告还说，中国面临的外部环境也更具挑战性。外部需求疲软在短期内影响中国经济增长，地缘经济的紧张局势也限制中国获取关键技术。

9 月中旬，OECD (经合组织) 下调今年中国经济增速 0.3 个百分点至 5.1%，并下调明年经济增速 0.5 个百分点至 4.6%。

第四季度刚刚开始，也是越来越接近 2023 年末，市场焦点将逐渐转向 2024 年经济前景。世界银行和经合组织分别在几周内发表的报告将影响市场对中国明年经济的预期。由于中国上半年经济增速为 5.5% 及第二季度增长 6.3%，鉴于此背景，这两家超级机构预测 2023 年全年增速为 5.1%，意味着间接暗示下半年增速将大幅放缓至 5% 以下。而且，他们预测下半年的增长放缓情况将延续到明年，他们预计明年的增长率将进一步放缓至 4.4-4.6%。当然，他们的预测还需要很长时间才能得到证实。然而，悲观的前景预测将引发金融及资本市场对中国经济风险的担忧，这很容易导致投资或商业决策形成负反馈循环。

五、 新能源汽车市场“金九银十”

10月首周，主要新能源汽车企业公布了9月销量情况或交付量。新能源汽车市场“金九”销售旺季出现在大多数主要品牌中。录得强劲的9月环比销量或交付量增长的新能源汽车品牌包括小鹏、零跑、岚图、埃安，分别录得约12%、11%、25%、15%环比增长。比亚迪和理想分别录得约4.8%和3.3%环比增长。然而，蔚来和吉利极氪分别录得约19%和1.2%环比下降。

从投资者的角度来看，他们可能会更多地关注车企第三季度销量情况而不是单一个月的销量情况来评估车企第三季度财务业绩。我们结合7月至9月份的销量或交付量情况来评估他们第三季度的经营情况。比亚迪（1211 HK）和理想汽车（2015 HK）第三季度的表现继续优于其他新能源汽车制造商。

比亚迪第三季度销量82.40万辆，同比增长53%，环比增长17%。1-9月销量207.96万辆，同比增长76%。比亚迪今年的目标是实现300万辆的年销量目标。这是一个具有挑战性的目标。要实现这一目标，第四季度需要销量约92万辆，或环比增长近12%。为了实现这一目标，比亚迪需要在第四季度加大营销和生产力度。这对于其竞争对手来说是个负面消息，特别是针对中价位新能源或燃油汽车的车企。

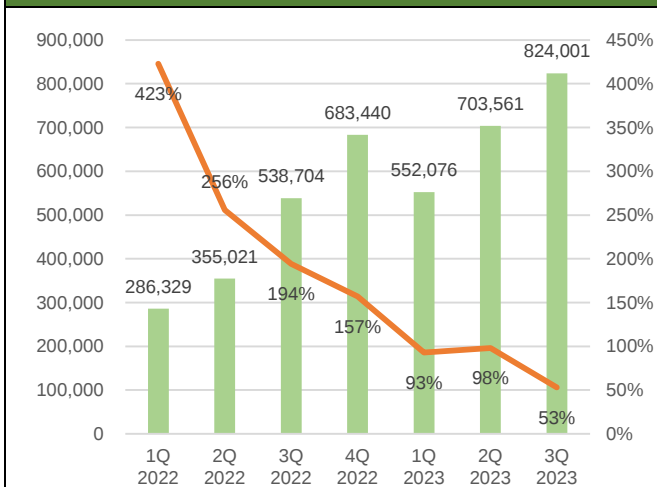
理想汽车的表现优于蔚来（9866 HK）。理想汽车第三季度交付汽车105,108辆，同比增长296%，环比增长21%。第三季度的交付量好于公司先前指引的10.0-10.3万辆。理想汽车前9个月交付汽车244,225辆，同比增长181%。其竞争对手蔚来第三季度交付汽车55,432辆，同比增长75%，环比增长136%。蔚来在第三季度的交付量接近先前指引5.5-5.7万辆的低端范围。

零跑汽车（9863 HK）的交付量超过小鹏汽车（9868 HK）。小鹏汽车第三季度交付汽车40,008辆，同比增长35%，环比增长72%。第三季度的交付量接近公司先前指引3.9-4.1万辆的中点。1-9月交付汽车81,443辆，同比下降17%。零跑汽车第三季度交付汽车44,325辆，同比增长25%，环比增长30%。1-9月交付汽车88,827辆，同比增长1.4%。

吉利（175 HK）第三季度新能源汽车销量142,005辆，同比增长31%，环比增长49%。其中，极氪品牌销量36,295辆，同比增长77%，环比增长32%。今年以来，吉利新能源汽车销量处于快速增长期。吉利前9个月，新能源汽车销量299,894辆，同比增长37%。此外，其非新能源汽车销量今年前9个月也录得约11%的增长至855,384辆。

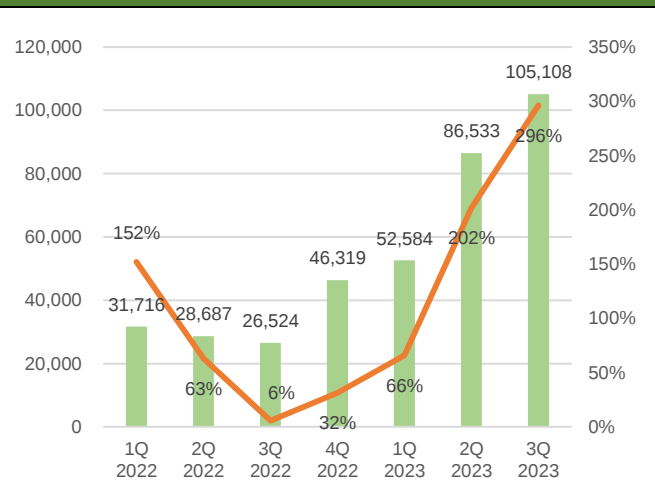
进入 10 月，市场期待“银十”销售旺季出现。令市场担忧的是蔚来，因为他 9 月份的交付量环比下降，其第三季度的交付量接近之前预期范围的低端。这反映出其之前高估了市场需求。比亚迪和理想汽车 9 月环比增速虽然较低，但他们销量基数较高，较低比例的环比增长率也将代表较高的绝对值的环比增加。9-10 月是汽车行业传统的销售旺季。第四季度竞争将加剧，不仅是新能源汽车行业，新能源汽车和非新能源汽车行业的竞争也将更加激烈。在传统旺季也出现销售疲软的品牌，这意味着相应的汽车品牌正在将客户流失到竞争对手手中。

图 5: 比亚迪 (1211 HK) 季度新能源汽车销量 vs. 同比变化



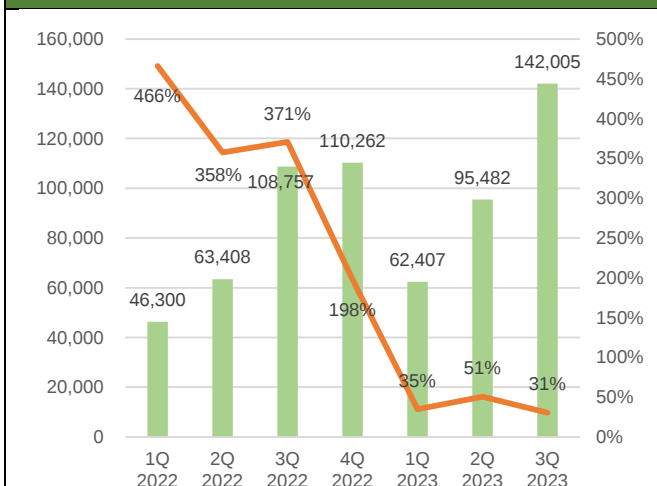
来源：公司公告、农银国际证券

图 6: 理想(2015 HK)季度新能源汽车交付量 vs. 同比变化



来源：公司公告、农银国际证券

图 7: 吉利(175 HK)季度新能源汽车销量 vs. 同比变化



来源：公司公告、农银国际证券

图 8: 蔚来(9866 HK)季度新能源汽车交付量 vs. 同比变化



来源：公司公告、农银国际证券



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

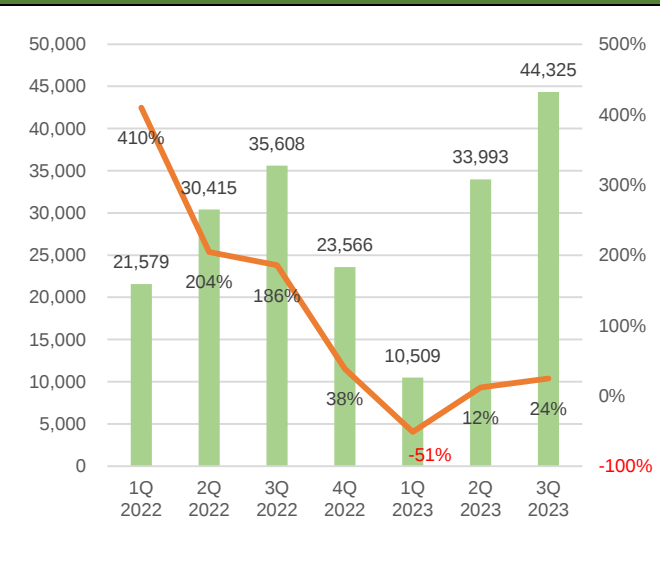
ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED

图 9：小鹏(9868 HK)季度新能源汽车交付量 vs. 同比变化



来源：公司公告、农银国际证券

图 10：零跑 (9863 HK)季度新能源汽车交付量 vs. 同比变化



来源：公司公告、农银国际证券



六、 欧盟对中国产电池汽车进行反补贴调查，背后的目的是什么

据欧洲汽车制造商协会（ACEA, <http://www.acea.auto>）的数据，2023 年前 7 个月欧盟销售了 128.3 万辆电动汽车。今年前 7 个月，中国向欧盟出口电动汽车约 33 万辆。2023 年首 7 个月，出口欧盟前五名的中国产电池汽车品牌为特斯拉、大众、宝马、奥迪和奔驰，合计占 2023 年前 7 个月对欧盟出口总量的 47%。排名第 6-10 的电池汽车品牌为名爵、现代、起亚、斯柯达和沃尔沃。排名第 11-15 的电池汽车品牌为标致、雷诺、欧宝、菲亚特和极星。2023 年前 7 个月，中国产电池汽车出口前 10/15 名企业占对欧盟出口总量的 68%/82%。除沃尔沃和极星（中国拥有品牌）外，其余 13 个品牌均为外资品牌（主要是美国品牌、欧洲品牌和韩国品牌），其生产由外资独资公司或中外合资企业进行。

调查背后的目的。我们读到欧盟的文件，欧盟担心中国产的低价电池汽车会对欧盟国内汽车业产生不利影响。但是，统计数据表示欧盟对中国产电池汽车进行反补贴调查，将对生产国外品牌电池汽车出口的外资独资或中外合资企业产生较大影响。也许，欧盟的调查是为了阻止那些外国品牌在中国扩大生产设施把中国成为出口欧盟的生产中心。如果真是这样，外资品牌车企将放缓在华扩张计划，不利影响将通过国内市场供应链传导至上游，对中国经济的不利影响是巨大的。由于目前国内品牌电池汽车出口欧盟的市场份额很小，我们相信大多数国内品牌车企会认为欧盟反补贴调查对他们造成的不利影响不大。然而，我们也应该看到欧盟的调查是为了阻止国内品牌车企进一步扩大在欧盟的市场份额。

什么是补贴？上市汽车企业财务报表中的补贴是狭义的会计定义。欧盟定义的补贴是一个具有广泛意义的定义。

欧盟定义的补贴。补贴做法除其他外包括（1）直接转移资金和潜在的直接转移资金或负债，（2）放弃或未收取的政府收入，以及（3）政府以低于适当报酬的方式提供商品或服务。而且，欧盟认为补贴包括中国国有银行以优惠条件提供的各种赠款、贷款、出口信贷和信贷额度；国有银行和其他金融机构以优惠条件承销的债券、提供出口保险优惠等；所得税减免、股息税豁免、进出口退税；增值税减免和退税；政府以低于适当报酬的方式提供商品（例如原材料、投入材料以及零部件）和服务。

我们可以预见，欧盟的反补贴调查结果将会认为中国的电池汽车车企获得了大量欧盟定义的补贴，中欧贸易争端将会加剧。

七、 下周展望

下周一（10月9日），中国A股市场在国庆长假后重开。9月初，A股市场证券交易所发布《关于加强程序化交易管理有关事项的通知》，程序化交易即市场所谓的程序交易或量化交易，这一监管措施将于10月9日生效。新办法将提高券商向程序化交易投资者提供服务需要向监管机构报告的要求。下周港股通长假后重开，内地投资者将再次带来购买港股动力。

美国9月通胀数据将为判断美联储11月FOMC会议是否加息提供早期依据。美国将于10月12日（美国时间）公布9月CPI。目前，市场预计美国9月CPI同比变化将从8月的3.7%下降至9月的3.6%；核心CPI将从8月的4.3%下降至9月的4.1%。如果结果符合预期，即CPI下降，这将为美联储在11月1日FOMC会议后维持利率不变提供灵活性。但如果9月CPI结果不降反升，市场对利率前景的预期将随之改变。然而，9月份美国服务业PMI就业指数为53.4和制造业PMI就业指数反弹升至51.2。两个指数显示美国9月份就业市场持续扩张，表明美国经济在持续高利率环境下具有韧性，美联储也有空间加息来进一步拉低通胀。目前，利率期货市场反映美联储在11月FOMC会议后加息25个基点的可能性约略多于两成。

下周，中国将公布9月份一系列宏观数据，包括金融数据（货币供应量增速、人民币新增贷款、社会融资增量等）、通胀数据（CPI和PPI）和商品贸易数据。市场将人民币贷款强劲增长解读为经济增长的积极催化剂。考虑季节性因素，预计9月新增人民币贷款和社会融资增量将呈现环比将强劲上升。2019-2022年期间，9月新增人民币贷款约为8月新增人民币贷款的1.4-1.9倍；10月新增人民币贷款约为9月新增人民币贷款的0.25-0.50倍。市场预计中国通缩风险大幅降低，但通胀压力很小。市场预计9月份CPI将由8月份的0.1%小幅上涨至9月份的0.2%，PPI将从8月份的-3.0%收窄至9月份的-2.4%。在这种情况下，中国人民银行在第四季度有更大的灵活性允许更多的货币宽松政策来支持经济。市场预计9月贸易数据将继续显示进出口同比下降，但降幅将收窄。我们想警告的是对中国贸易领域潜在的新负面冲击之一是东盟市场的突然恶化。9月东盟制造业PMI意外从8月的51.0降至9月的49.6，这是自2021年11月以来首次低于50。东盟制造业突然疲软的不利影响将在9-10月对中国贸易领域造成冲击。今年前8个月，东盟已成为中国第一大贸易伙伴，欧盟位居第二，美国位居第三。贸易部门的持续疲软，将导致政府在第四季度或需进一步加强刺激内需政策以支持经济。

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