



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED



港股市场一周回顾

2024 年 1 月 5 日

港股市场一周回顾

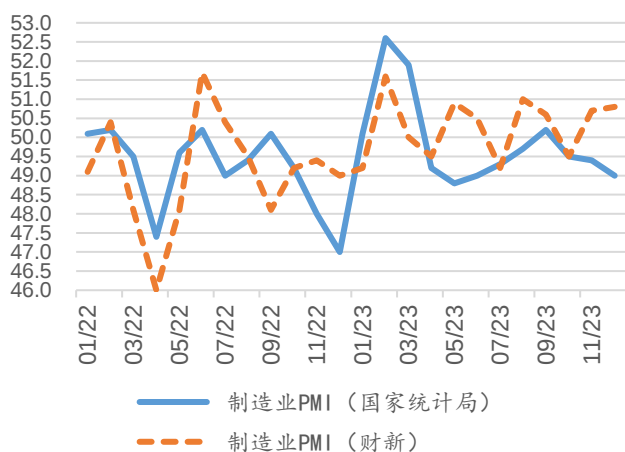
5/1/2024

- 统计局制造业 PMI 与财新制造业 PMI 呈背驰，显示中国经济形势分化
- 消费相关股仍面对较大抛售压力，市净率估值较 5 年历史平均大幅折让
- 中国建筑业受益于央行扩张资产负债表，将加快推进“三大工程”项目
- 中欧运费上涨带动航运股飙升
- 12 月政府债券净增量和通胀数据是下周市场焦点

一、 统计局制造业 PMI 与财新制造业 PMI 呈背驰，显示中国经济形势分化

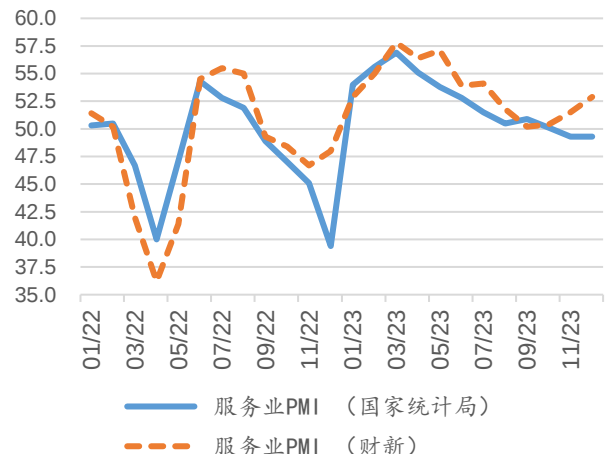
本周国家统计局公布的 12 月制造业 PMI 跌至 49.0, 为去年四季度以来的三个月新低。此外，国家统计局制造业 PMI 上季度连续三个月低于 50, 从 10 月的 49.5 下降至 11 月的 49.4 和 12 月的 49.0, 表明制造业活动连续三个月收缩，数据利淡股市。本周，财新也公布 PMI，制造业 PMI 从 10 月的 49.5 上升至 11 月的 50.7 和 12 月的 50.8, 显示上季度制造业正在扩张。两组数据都得到了资本市场的认可，但这一次却显示出制造业活动趋势呈现相反方向。我们了解趋势的差异可能是由于样本规模和调查对象的不同而造成的，也显示中国经济形势分化。2022 年以来，统计局制造业 PMI 与财新制造业 PMI 走势多次出现背驰，如 2022 年 9 月和 2023 年 5 月，结果是财新制造业 PMI 走势最终将追随统计局 PMI 走势。从投资者的角度来看，重要的是要知道股市对国家统计局的 PMI 数据反应更大，本周在统计局的 PMI 数据公布后，股市反应消极。2024 年第一周，恒生指数下跌 3.0%，沪深 300 指数下跌 3.0%。

图表 1：中国制造业 PMI



来源：国家统计局、财新、S&P Global、农银国际证券

图表 2：中国服务业 PMI



来源：国家统计局、财新、S&P Global、农银国际证券

二、 消费相关股仍面对较大抛售压力，市净率估值较 5 年历史平均大幅折让

本周，大盘消费相关股如啤酒行业股华润啤酒(291 HK)和海伦司 (9869 HK)，体育用品行业股安踏体育(2020 HK)和特步(1368 HK)，餐饮连锁店股海底捞(6862 HK) 及九毛九(9922 HK)，住宿连锁店股华住集团(1179 HK)等其股价创 52 周新低。上周，乳制品股蒙牛乳业(2319 HK)及飞鹤(6186 HK)，免税连锁购物中心股中国中免(1880 HK) 等股价创 52 周新低。不同大盘消费股创 52 周新低，它们大多是相应消费领域的市场领先公司，其股价持续下跌表明投资组合基金经理持续减少对中国消费股的投资仓位。基金经理 2023 年底和 2024 年初对中国消费行业的悲观看法与他们在 2023 年初的乐观看法相反，反映出他们正在从 2023 年初的过度乐观观点转向 2024 年初的过度悲观观点。

恒生消费指数(HSCGSI Index) 2023 年下跌 25%，2024 年首周再下跌近 4.9%。恒生综合消费必需品指数 (HSCICS Index) 市净率已从 2023 年高点的 2.8 倍降至 2023 年末的 1.9 倍，下跌 32%，其 5 年平均市净率约 2.9 倍。恒生综合非必需消费品指数 (HSCICD Index) 市净率已从 2023 年高点的 2.8 倍降至 2023 年末的 2.0 倍，下降 29%，其 5 年平均市净率约 2.6 倍。消费必需品指数和非必需消费品指数市净率估值较 5 年历史平均水平分别大幅折让 34% 和 23%，显示估值吸引力及大部分市场风险因素已计入股价。

图表 3：恒生消费指数 (4/2022 – 1/2024)



注：恒生消费指数 (HSCGSI Index)旨在反映提供与日常消费相关的消费品制造及服务的香港上市证券之整体表现，指数包括 50 只香港上市的消费行业股票
来源：彭博、农银国际证券

三、 中国建筑业受益于央行扩张资产负债表，将加快推进“三大工程”项目

据国家统计局数据，12 月份建筑业商务活动指数（建筑业 PMI）达到 56.9，创 2023 年 6 月以来七个月新高。建筑业 PMI 从 10 月份的 53.5 升至 11 月份的 55.0 和 12 月份的 56.9。这一趋势表明去年第四季度建筑活动快速扩张。建筑业新订单指数也从 11 月的 48.6 上升至 12 月的 50.6，表明新订单流量有所增加。

国家统计局的另一组数据显示，水泥价格从 2021 年 10 月的高点到 2023 年 9 月的低点暴跌超过 50%。自 2023 年 9 月的低点以来，水泥价格已反弹近 11%。四季度水泥价格的反弹表明建筑材料需求在经历了近 24 个月的下降后正在复苏。我们认为，去年 9 月以来水泥价格的反弹是建筑活动复苏的又一个信号。

建筑活动的复苏并非由私人房地产开发项目推动。据统计局统计，去年前 11 个月，商品房房地产开发项目新开工面积同比下降 21%，商品房总施工面积同比下降 7%。从这个角度来看，商品房建筑活动不太可能拉动建筑业 PMI 或建筑材料水泥价格上涨。

统计局的商品房是指私人房地产开发项目，不包括非商品房如保障性住房等公共住房项目。我们认为，政府推动“三大工程”和基础设施项目拉动建筑业 PMI 或建筑材料水泥价格。“三大工程”是指保障性住房、城中村改造、平急两用基础设施。特别是保障性住房和平急两用基础设施建设都是由地方政府主导的，如果地方政府有财力的话，这些项目的启动速度会非常快。城中村的业主多元化，重建项目启动前需要很长时间才能获得业主同意。

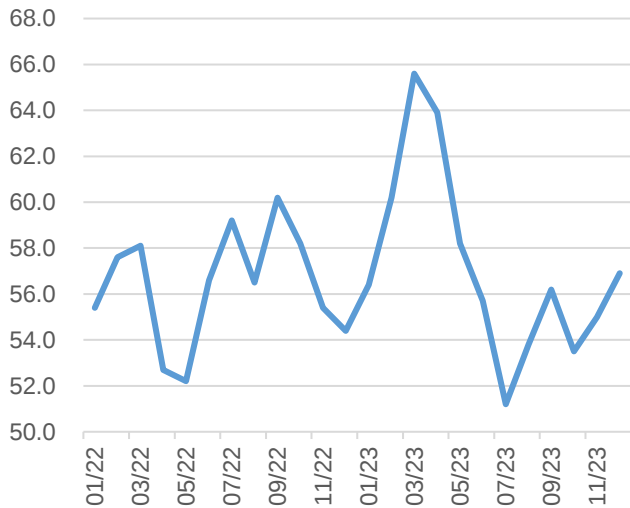
据中国人民银行，12 月份，国家开发银行、中国进出口银行、中国农业发展银行净新增抵押补充贷款 3500 亿元。期末抵押补充贷款余额为 32522 亿元。央行通过这三家政策性银行向实体经济注入流动性，我们认为这净新增的 3500 亿元就是用于这“三大工程”。兴建保障性住房、城中村改造或平急两用基建，早期受益行业之一就是建筑业。建筑活动的扩大将拉动建筑材料的需求，建筑材料生产行业也将是早期受益者之一。去年四季度建筑业 PMI 走势和水泥价格走势是一个早期指标。

然而，“三大工程”也意味着房地产市场的竞争格局将发生变化，因为未来几年政府主导的公营住房供应将会增加。因此，公营房屋的供应将与私人房屋即商品房的供应竞争。我们认为公营房屋的价格或租金应该低于私人房屋的价格或租金。从这个角度来看，私人房屋面对的价格竞争压力很大。特别是，一些现有需求可能会等待新的公营房屋供应。民营房地产开发商的机会是

参与城中村重建项目。但鉴于目前民营地产开发商财力有限，他们未必能抓住这个机会。

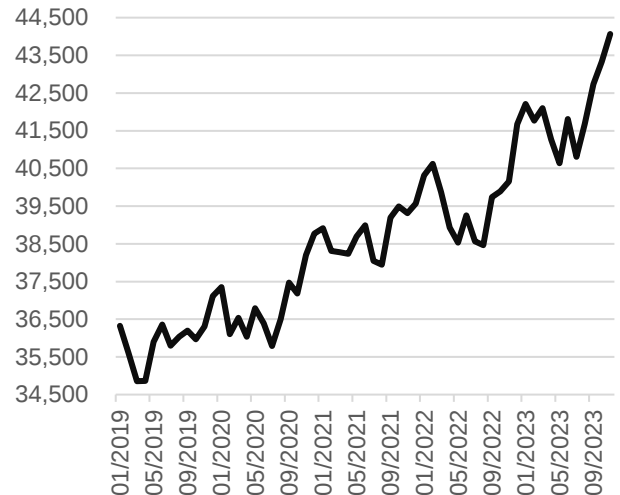
总体来看，央行已经提供了资金来源，“三大工程”项目将加快推进，建筑业是较早受益行业之一。

图表 4：中国建筑业 PMI 趋势



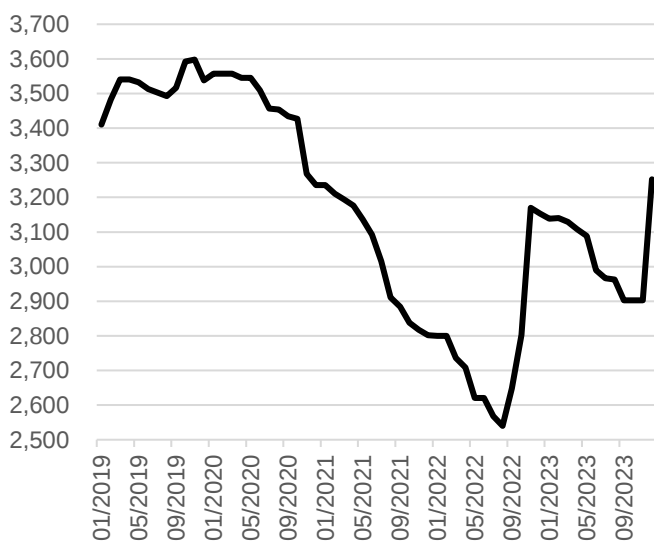
注：数据截至 2023 年 12 月
来源：国家统计局、农银国际证券

图表 5：人民银行资产规模（RMB 10 亿元）



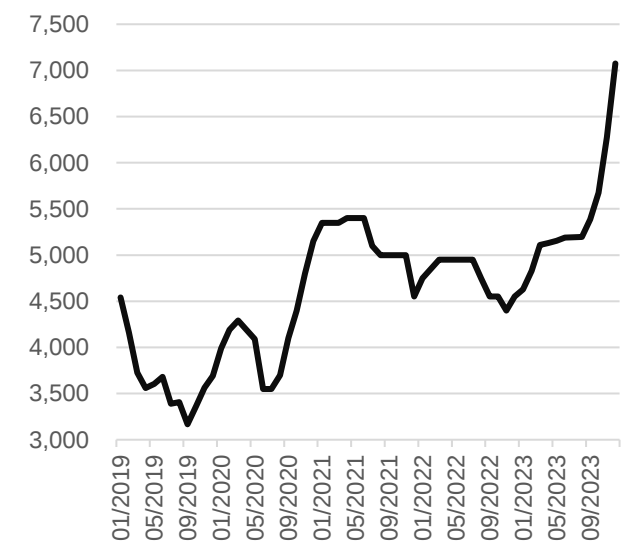
注：数据截至 2023 年 11 月
来源：人民银行、农银国际证券

图表 6：抵押补充贷款（PSL）
余额（RMB 10 亿元）



注：数据截至 2023 年 12 月
来源：人民银行、农银国际证券

图表 7：中期借贷便利（MLF）
余额（RMB 10 亿元）



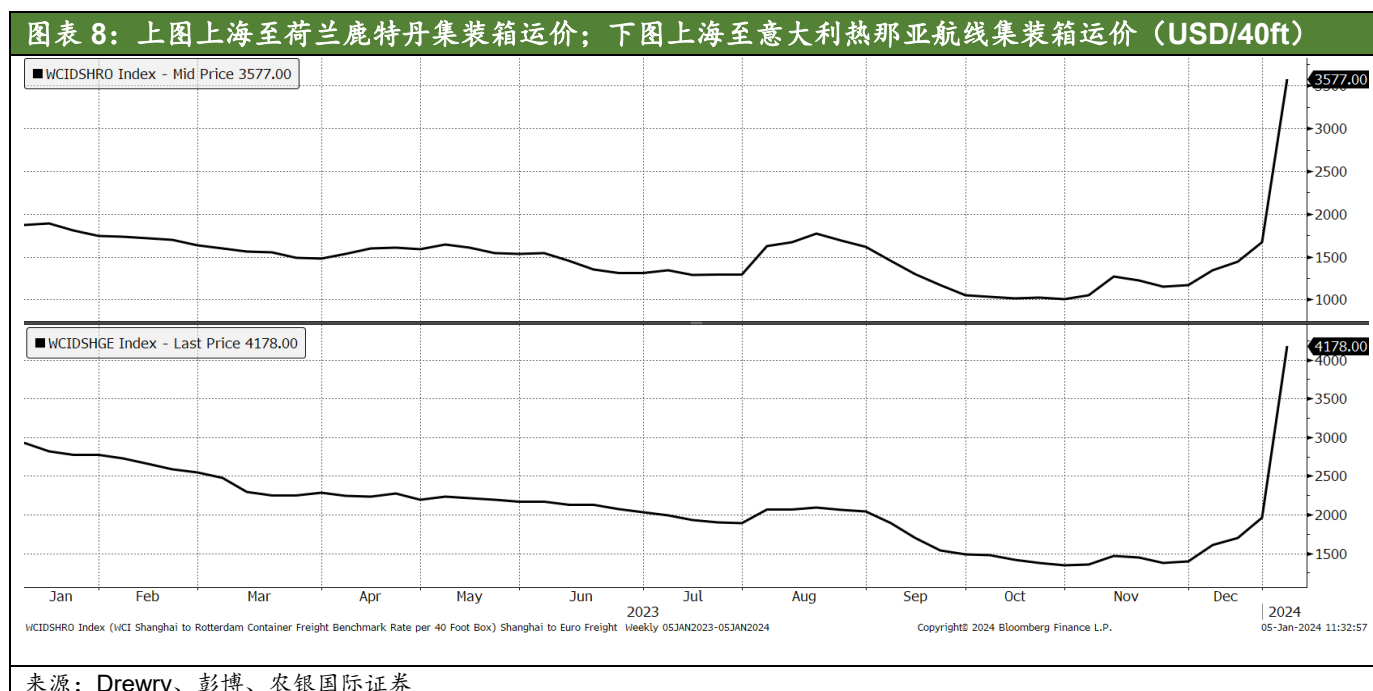
注：数据截至 2023 年 12 月
来源：人民银行、农银国际证券

四、 中欧运费上涨带动航运股飙升

中欧航线即期运价和期货运价大幅上涨。Drewry 世界集装箱指数显示，与 2023 年最后一周相比，2024 年第一周上海至荷兰鹿特丹、上海至意大利热那亚航线集装箱运价分别上涨 115%和 114%。自 2023 年 11 月底以来，这两条航线的集装箱运价分别上涨了 205%和 199%。此外，集装箱运价(欧洲服务航线)指数 2024 年 4 月期货合约价在 2024 年第一周也上涨近 40%；自 2023 年 11 月底以来，2024 年 4 月期货合约价格已上涨 174%。

运价大幅上涨引发投资者追捧集装箱航运股。自 11 月底以来，中远海控 H 股(1919 HK)及东方海外国际(316 HK)股价分别上涨 15%及 26%。2023 年上半年，中远海控欧洲地区集装箱航运收入占总航运收入 22%；欧洲地区码头收入占总码头收入 45%。2023 年上半年，欧洲航线市场约占东方海外国际总收入的 20%。中欧集装箱运费上涨对航运公司来说是利好因素。然而，需求下跌风险和成本上涨风险是负面因素。目前的形势是运费上涨利好的因素主导了投资者的心态。目前中远海控 H 股及东方海外国际股价，分别相当于市净率 0.60 倍和 0.86 倍，过去 5 年平均市净率分别为 1.18 倍和 1.05 倍，过去 2 年平均市净率分别为 0.77 倍和 1.14 倍。

以美国为首的盟国本周表达了平息红海地缘政治紧张局势的强烈意愿。它们的盟友态度可能会暂时平息集装箱货运期货市场的涨势。不过，我们认为短期内航运运营商可能会采取观望态度来规避风险。除非船公司增加对欧洲航线的运力供应，否则 1-2 月航运运价可能会维持在较高水平。

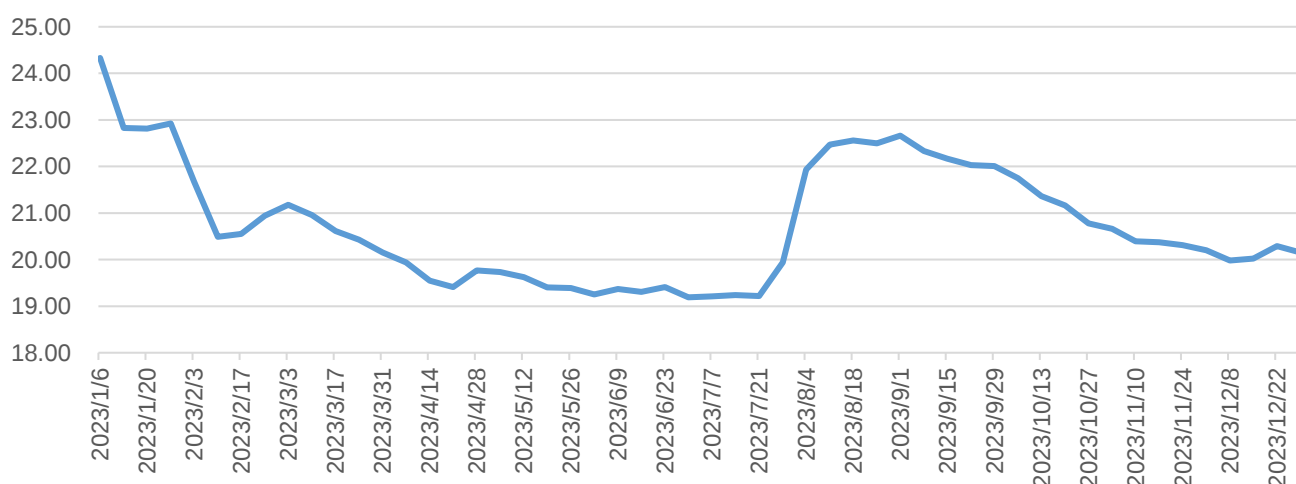


五、 12 月政府债券净增量和通胀数据是下周市场焦点

下周中，央行将公布 12 月份货币供应量、新增贷款和社会融资规模等金融数据。市场关注的焦点之一是政府债券净增量，这将表明政府财政扩张政策的力度。2023 年底前政府债券净增量将为 2024 年一季度经济发展提供支撑。此外，政府债券发行增加也有助于缓解部分地方政府债务压力。2023 年上半年，政府债券月均净增 5,631 亿元。2023 年 7 月至 11 月，政府债券月均净增量增至 10588 亿元。本周，人民银行统计公布数据显示，12 月份，央行向银行体系净注入 3500 亿元 PSL、8000 亿元 MLF 和 131 亿元 SLF。这三项公开市场操作合计向银行体系净注入 11631 亿元。我们相信央行正在为支持 2024 年第一季度的经济增长提供强有力的资金支持。

市场预计中国 12 月消费和生产领域仍面对通缩压力。国家统计局将于 1 月 12 日（下周五）公布 12 月通胀数据。目前，市场预计 12 月 CPI 为 -0.3%，较 11 月的 -0.5% 收窄 0.2 个百分点。市场预计 12 月 PPI 为 -2.7%，较 11 月的 -3.0% 收窄 0.3 个百分点。市场预计中国 12 月消费和生产领域仍面对通缩压力。展望 1 月份通胀趋势，有两个波动因素。首先，2023 年猪肉批发价格呈先高后低的形态，如果 2023 年 12 月猪肉批发价格延续至 2024 年 1 月，2024 年 1 月猪肉批发价格可能同比下降 10-15% 左右，这将增加 CPI 通缩压力。其次，政府刚在 2024 年 1 月第一周上调了汽油及柴油价格，与 2023 年 1 月同期的汽油及柴油价格相比，最新价格分别同比上涨约 10% 和 4%，这将增加 CPI 通胀动力。

图表 9：猪肉批发价格（RMB/kg）



注：2023 年 1 月周均价为 23.2/kg, 2023 年 12 月周均价为 20.1/kg

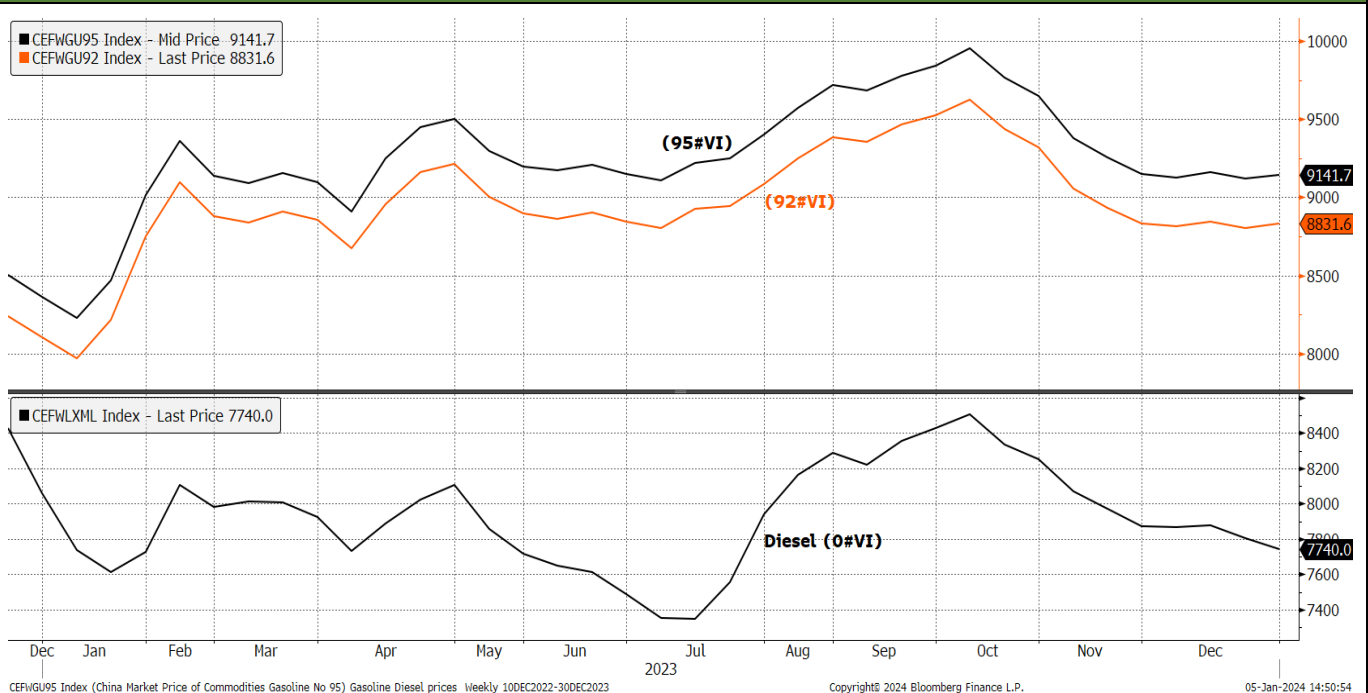
来源：商务部、彭博、农银国际证券

图表 10:

上图: 汽油 (95#国 VI 标准) 和 汽油 (92#国 VI 标准) (RMB/吨)

下图: 柴油 (0#国 VI 标准) (RMB/吨)

于 2024 年 1 月 4 日, 汽油及柴油分别每吨提价 200 元及 190 元



注: 数据截至 2023 年 12 月下旬。

来源: 国家统计局、发改委、彭博、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