

港股市场一周回顾

22/9/2023

- 低估值和高股息率的大盘股领涨
- 中国 R&D 经费支出趋势预示哪些行业正在打造全球竞争力及哪里将诞生大部分高科技公司
- 前七个月中国大陆和中国香港持有美国国债余额合共减少 542 亿美元
- 中国增持黄金储备
- OECD 下调中国经济增速预测但上调美国经济增速
- 美联储对经济和利率预期
- 中国 8 月份快递行业收入和数量增速加快
- 下周展望

一、 低估值和高股息率的大盘股领涨

9 月至今，中国 H 股银行股、中国能源股、中国电信服务股逆势走强，跑赢恒生指数。自 8 月底以来，恒生指数和恒生国企指数分别下跌 1.8% 和 1.1%。9 月初大型银行下调长期定期存款利率以及维持 5 年期 LPR 不变，增强了市场对银行股的信心。7 月初以来原油价格上涨，本周上海原油期货价格上涨至相当于 95.4 美元桶，较 8 月末上升近 9%，提振能源资源股。大型中国银行股、能源股和电信服务股有两个共同点，一是他们都是央企，二是他们的股息收益率很高。他们的股价走强反映了市场投资者鉴于当前的经济形势正在寻找低估值和高股息率的大盘股。上周国家统计局公布的 8 月份统计数据显示，8 月份新房销售依然疲弱，网上零售额增速放缓，中资地产股及电商股走弱，拖累恒生指数和恒生国企指数。新能源汽车股在 9 月份走软，拖累恒生科技指数 9 月至今下跌 4.5%。负面因素包括欧盟启动对中国新能源汽车企业的补贴调查、蔚来汽车 (9866 HK) 拟发行 10 亿美元可转债引发其及同业股被大量做空、个人大股东减持理想汽车 (2015 HK) 股份等。强势板块和弱势板块都有其基本面原因导致，反映出投资者注重由基本面变化驱动资产配置。

二、 中国 R&D 经费支出趋势预示哪些行业正在打造全球竞争力及哪里将诞生大部分高科技公司

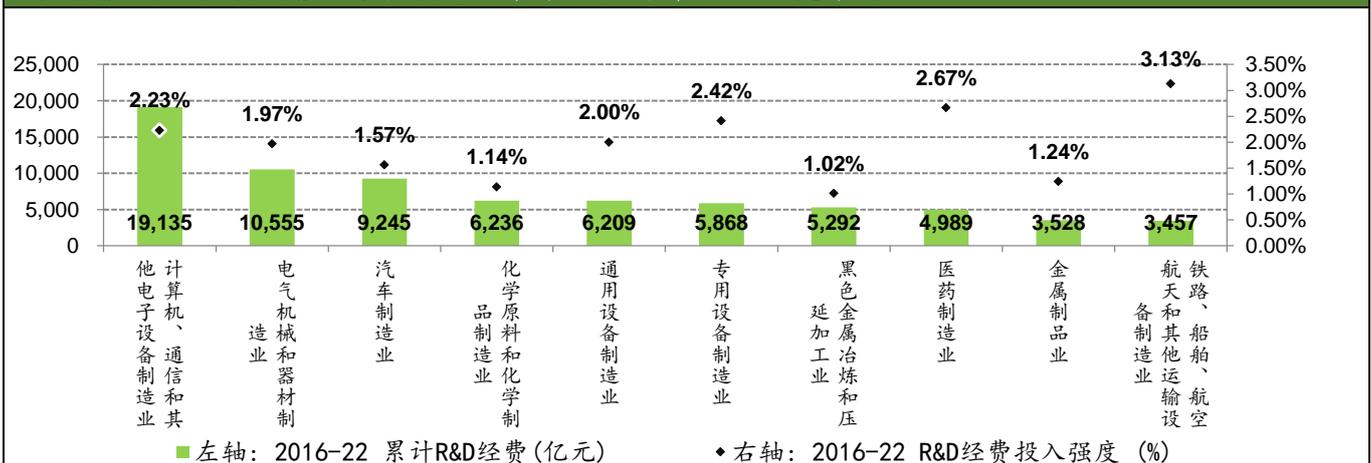
本周国家统计局公布主要制造业 R&D 经费支出情况。中国哪些行业正在打造全球竞争力？2022 年，研发费用超千亿元的制造业有 7 个，按研发费用从大到小排列，分别是计算机、通信和其他电子设备制造业、电气机械和器材制造业、汽车制造业、通用设备制造业、专用设备制造业、医药制造业和 化学原料和化学制品制造业，他们的研发费用分别为 4100 亿元、2099 亿元、

1652 亿元、1191 亿元、1150 亿元、1049 亿元和 1005 亿元。计算和通信技术的研发经费明显超过其他制造业，这将增强相关制造领域的全球竞争力。我们相信太阳能、电池等绿色能源的快速发展带动电气机械和器材制造业的大规模研发。此外，汽车电池材料的发展也拉动了化学原料和化学制品制造业的研发活动。汽车行业尤其是新能源汽车的激烈竞争也需要强有力的研发支持。芯片产业、太阳能产业、电池产业以及新能源汽车产业新建生产设施的需求，也需要通用设备和专用设备的强大研发支持。尽管国家统计局公布的研发数据是去年的，但请记住，过去的研发工作是为了支持未来的成功。因此，这七大制造业领域投入巨额研发费用将增强相关行业未来几年的竞争实力。

从投资者的角度来看，哪些区域可能拥有相对更有实力的高科技公司？据国家统计局预计，2022 年，以下地区的研发费用将接近或超过 2000 亿元。他们分别是广东、江苏、北京、浙江、山东和上海，他们的研发经费分别为 4412 亿元、3835 亿元、2843 亿元、2417 亿元、2180 亿元和 1982 亿元。广东和江苏的研发费用明显高于其他地区。这些地区有相对较高的概率能诞生硬核科技公司。

我们仍为更重要的是看累计研发投入，一家企业、一个行业、一个地区的竞争实力能否持续是累计研发投入的结果，而不是单一年研发投入的结果。我们结合 2016 年到 2022 年的累计研发投入来看，各个制造业行业之间差异很大，各区域之间竞争力分化明显（见图 1 和 2）。

图 1：中国产业未来展望 — 十大高研发支出产业打造全球竞争力
研发支出和研发强度决定了该行业未来在全球市场上的竞争力

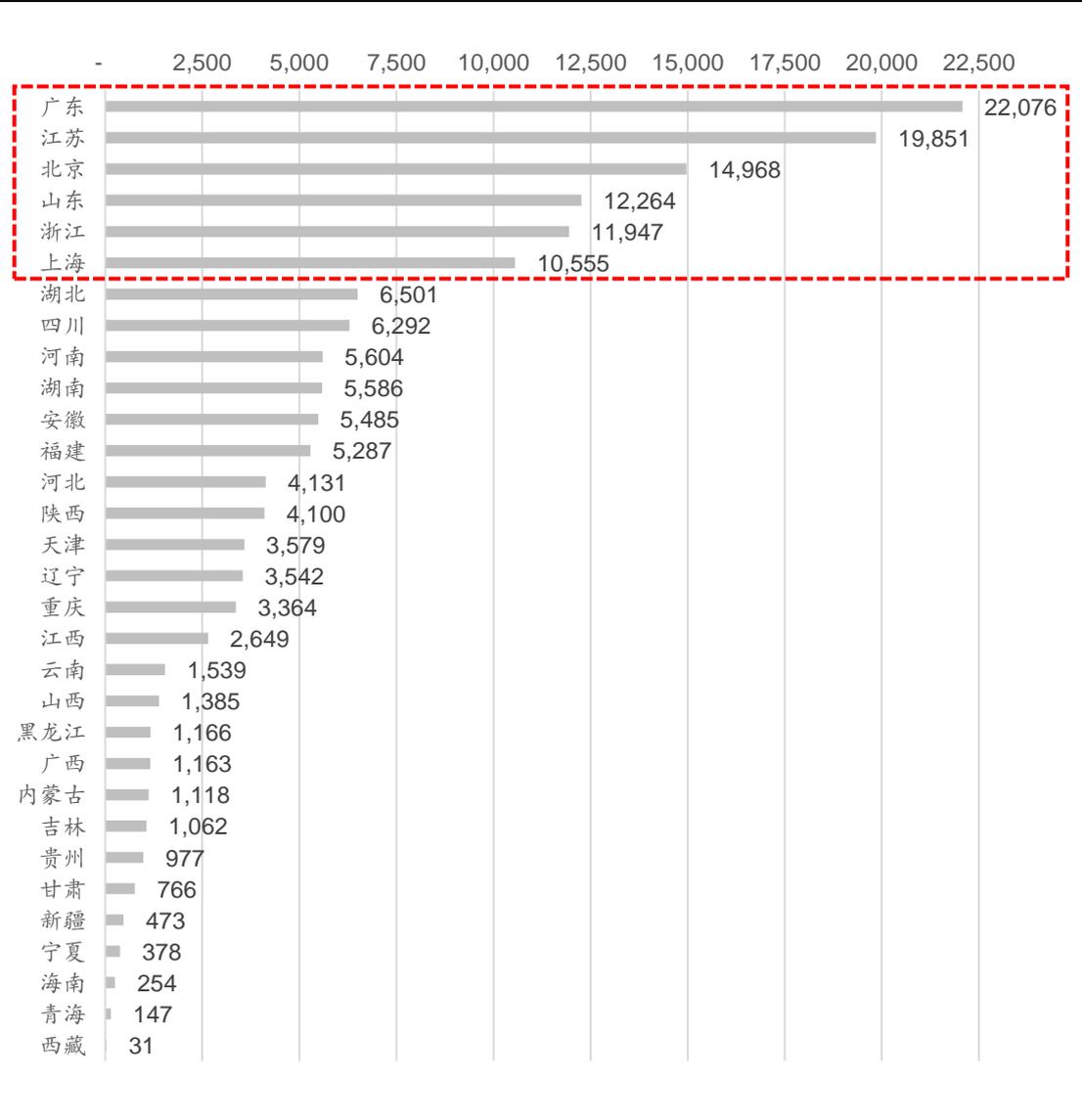


来源：国家统计局、农银国际证券



图 2： 2016-22 各地区累计 R&D 经费(亿元)

区域之间累计研发投入分化明显，地区竞争力能否持续是累计研发投入的结果



来源：国家统计局、农银国际证券

三、 前七个月中国大陆和中国香港持有美国国债余额合共减少 542 亿美元

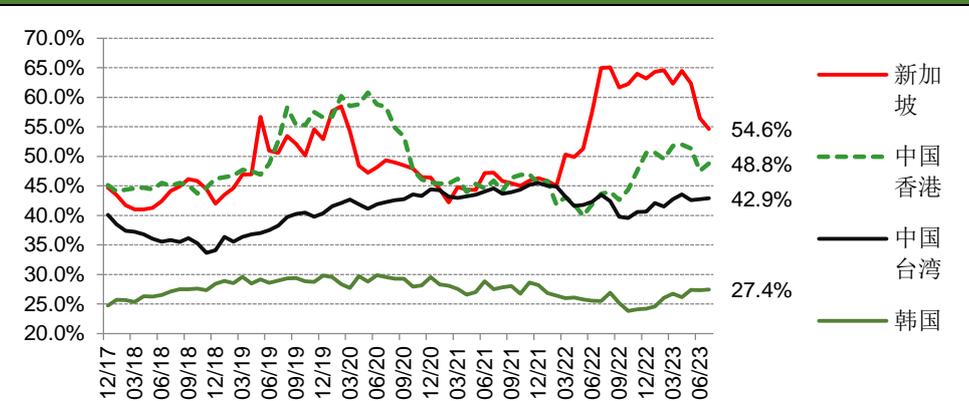
本周美国财政部披露了外国持有的美国国债情况。虽然美国高利率环境吸引大多数发达经济体增加持有美国国债，但中国大陆、沙特阿拉伯、德国和澳大利亚减持。今年前七个月，外资持有的美国国债余额增加了约 5%，即 3648 亿美元，达到 76549 亿美元。其中，中国大陆持有的美国国债余额减少约 5.2%至 8218 亿美元，中国香港持有的美国国债余额减少约 4%至 2056 亿美元。中国大陆和中国香港持有的美国国债总余额减少约 5%至 10274 亿美元。与此同时，日本和英国持有的美国国债余额分别增长 3.5%和 3.6%至 11125 亿美元和 6624 亿美元。根据美国财政部的数据，日本、中国大陆和英国是持有美国国债最多的三个地区。前七个月，沙特阿拉伯、德国和澳大利亚分别减持美国国债约 9%、5%和 5%；相反，韩国、中国台湾、印度、新加坡、加拿大、西班牙、荷兰、法国、意大利和瑞士则分别增持美国国债约 13%、8%、4%、2%、37%、43%、39%、20%、17%和 12%。除德国外，西欧主要国家大幅增持美国国债。

图 3: 地区持有的美国国债/相应地区的外汇储备比率



来源：中国人民银行、日本财务省、美国财政部、农银国际证券

图 4: 地区持有的美国国债/相应地区的外汇储备比率



来源：香港金管局、新加坡金管局、台湾中央银行、韩国银行、美国财政部、农银国际证券

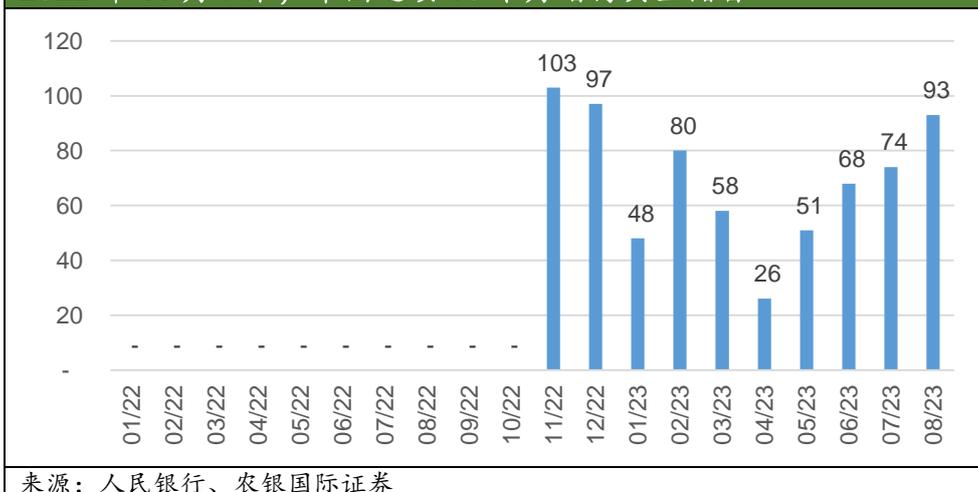
四、 中国增持黄金储备

据人民银行,2022年11月以来至今年8月末,中国黄金储备已增加698万金衡盎司(“盎司”),是连续10个月增加(见图5和6)。我们估计自2022年11月以来,中国已动用约131亿美元增加698万盎司黄金储备。截至2023年8月末,中国黄金储备增至6962万盎司,同比增加11.1%,或较去年末增加7.7%。按目前黄金现货价格约1924美元/盎司计算,中国黄金储备市值约1339亿美元。传统上,美元高利率环境应该会压制金价,但今年以来金价已上涨近5.5%。央行对黄金需求的增加有助于抵消高利率对黄金需求的不利影响。据人民银行,8月末,官方储备资产额达到3.358万亿美元和6962万盎司黄金,分别较去年末增513.5亿美元和498万盎司。

图 5: 中国黄金储备 (万盎司)



图 6: 中国黄金储备每月增(减) (万盎司)
2022年11月以来,中国连续10个月增持黄金储备



五、 OECD 下调中国经济增速预测但上调美国经济增速

OECD (经合组织)上调今年世界经济增长预测 0.3 个百分点至 3.0%，但下调明年经济增长 0.2 个百分点至 2.7%。与此同时，OECD 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%；OECD 上调今年美国经济增长 0.6 个百分点至 2.2%，上调明年增速 0.3 个百分点至 1.3%；OECD 还下调今明两年欧元区经济增速至 0.8%和 1.1%。

这些经济预测有何影响？临近第三季度末，资本市场对 2023 年任何过度乐观或过度悲观的经济预测都可能需要调整至更合理的增长水平。上半年，中国经济增长 5.5%。OECD 对中国的年度经济预测意味着这个组织预计中国下半年经济增速将放缓至 5%以下。根据美国经济分析局，最新初步统计，美国经济一季度同比增长 1.8%，二季度同比增长 2.5%。OECD 对美国的经济增长预测意味着美国下半年或明年不会出现经济衰退。OECD 预计欧元区经济今年面临较大的下行风险，但明年前景较好。美国和欧盟分别是中国第二和第三大贸易伙伴。任何欧美经济风险都会通过国际贸易直接蔓延到中国。基于 OECD 的预测，正面冲击是美国经济走强，负面冲击是欧元区经济持续疲软和下半年中国经济疲软。当然，经合组织的经济预测可能并不准确；但重点是它的预测影响资本市场对经济风险判断以及全球金融资产配置。美国的金融资产将因衰退风险溢价下降和经济前景改善而受到提振。相反，中国的金融资产将因经济风险溢价的上升而受到不利影响。

图 7: 风险溢价

在其他因素不变的情况下，风险溢价的上升（下降）将抑制（提升）资产估值。然而，较高的风险溢价也表明大多数风险因素已纳入资产的市场估值中，反之亦然

国家	风险溢价	风险溢价
	21/9/2023	30/6/2023
中国	11.516% (上升)	10.945%
欧元区	9.743% (上升)	9.491%
日本	9.351% (下降)	9.769%
英国	6.977% (下降)	7.235%
美国	5.946% (下降)	6.411%

注：上升(下降)是 21/9/2023 的风险溢价对比 30/6/2023 的风险溢价

来源：彭博社、农银国际证券

六、 美联储对经济和利率预期

在 9 月份的 FOMC 会议，美联储发布 2023 年、2024 年和 2025 年第四季度的经济预测，包括联邦基金利率、GDP、失业率和通胀率。我们准备图表将最新的美联储预测与 3 月份和 6 月份的预测进行比较，让投资者知道哪些预期正在发生变化。我们强调两件事——趋势和预期。美联储披露经济预测的目的之一是为了影响市场预期，以实现其使命——促进经济、遏制通胀。根据美联储最新预测，美联储预计明年将降息，但降息幅度低于此前预期，即高息环境持续。美联储预期经济韧性较好及优于之前预期，即不会预期会出现衰退。失业率将在今年第四季度反弹，并在 2024 年继续上升，但上升速度及幅度低于之前预期。通胀率将会下降，但下降速度将慢于此前的预期。当然，市场可能并不完全同意美联储提出的经济前景预测。根据纽约联储的经济衰退预测模型，8 月末，该模型显示未来 12 个月美国陷入衰退的可能性为 60.8%。5 月末时，该模型显示美国在接下来的 12 个月内陷入衰退的可能性为 70.9%。数据表明，美国陷入衰退的可能性有所降低，但发生的可能性仍然很高。

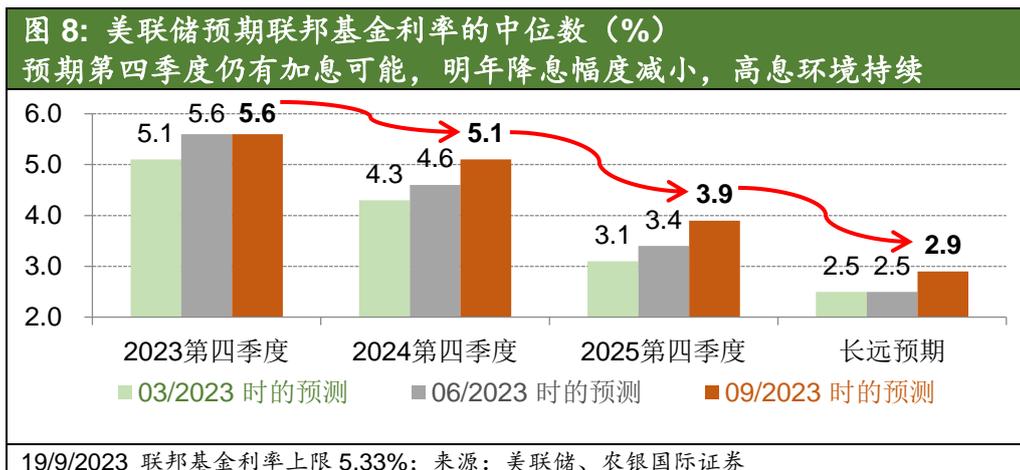
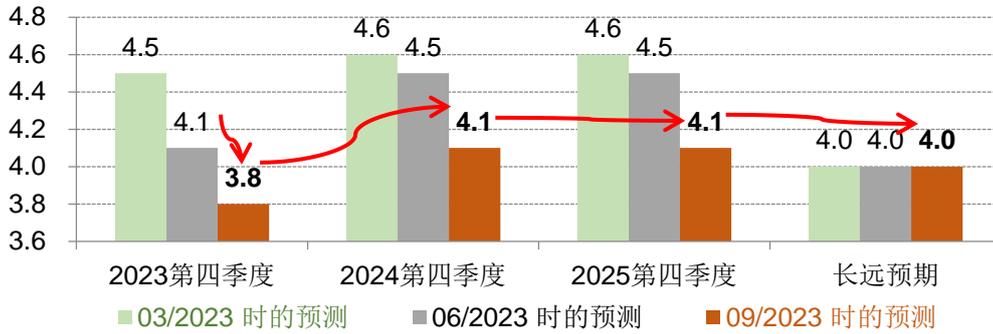


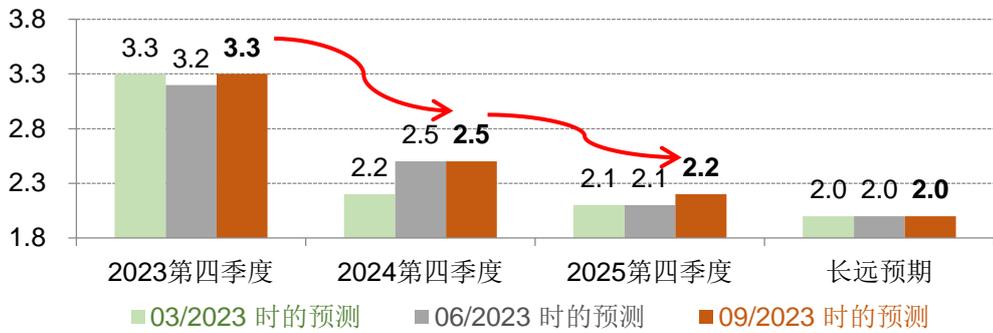


图 10: 美联储预期失业率的中位数 (%)
预期失业率上升速度及幅度低于之前预期



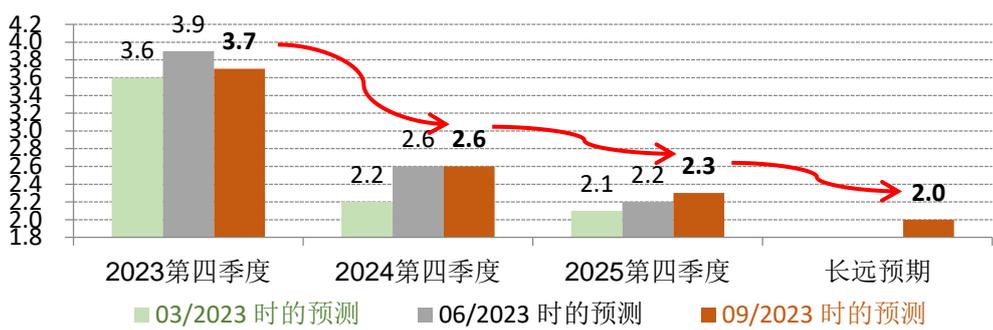
8/2023 失业率 3.8%; 来源: 美联储、农银国际证券

图 11: 美联储预期 PCE 个人消费支出通胀的中位数 (%)
预期通胀要到 2025 年后才达到 2% 目标



7/2023 PCE 通胀 3.3%; 来源: 美联储、农银国际证券

图 12: 美联储预期核心 PCE 个人核心消费支出通胀的中位数 (%)



7/2023 核心 PCE 通胀 4.2%; 来源: 美联储、农银国际证券

七、 中国 8 月份快递行业收入和数量增速加快

据国家邮政局数据，8 月份快递业收入和业务量同比分别增长 12.3%和 18.3%，增速比 7 月份分别提高 6.3 个和 6.6 个百分点。8 月份，快递行业收入和销量环比分别增长 4.2% 和 3.6%。前 8 个月，快递业收入和业务量分别同比增长 10.7%和 15.9%。增长主要得益于异地快递和跨境快递的持续高增长以及同城快递的回升。8 月份，跨境快递量和异地快递量，分别同比增长 50.8%和 19.3%，增速比 7 月份分别提高 1.4 个和 5.7 个百分点。同城快递增速从 7 月份同比下跌 6.9% 反弹至 8 月份同比增 6.3%。8 月份，跨境快递，异地快递和同城快递量环比分别增长 3.4%，3.3%和 6.0%。前 8 个月，跨境快递量和异地快递量大幅增长，分别同比增长 56.3%和 17.3%；同城快递量同比小幅增长 0.2%。跨境快递量的强劲增长也表明跨境电商平台运营商正处于高速增长阶段。

第三季度即将结束，资本市场关注焦点将转向快递企业三季度经营业绩。结合 7 月和 8 月的行业统计数据，我们可以洞察第三季度的经营情况。7-8 月，快递行业收入和业务量分别同比增长 9.2%和 15.0%。其中，跨境快递和异地快递业务量分别同比增长 50.1%和 16.4%，这两是推动行业增长来源，但同城快递业务量同比下滑 0.5%。快递量增长速度远快于收入增长速度，表明每件包裹的服务费下降。价格竞争将加速行业整合，大型运营商将获得更多的市场份额，因为运营经济规模能提高成本效率，成本效率的提高使得高效的运营商能够降低价格来打击竞争对手。

快递行业主要运营商中，A 股上市公司顺丰控股(002352 CH)将赴港 IPO，其招股书更新稿已于九月初发布港交所网站。上半年，顺丰控股净利润 41.8 亿元人民币，同比增长 66%。从快递包裹递送量的市场份额来看，中通快递（2057 HK）是最大的快递公司。上半年，中通快递净利润同比增长 55%至 42.1 亿元人民币。对比上半年净利润规模和增速，顺丰控股与中通快递不相上下。同城快递运营商顺丰同城（9699 HK）成功扭亏为盈，今年上半年净利润为 3.0 千万元人民币，而去年上半年净亏损 1.44 亿元人民币。从事空海运及国际快递服务的运营商圆通国际快递（6123 HK）半年净利润为 1.08 亿港元，同比下降近 12%。下降的原因是尽管国际快递业务收入有所增加，但空运及海运业务收入却下降了。据中通快递，第二季度其每件快递包裹平均营业利润和调整后的净利润分别为 0.37 元人民币和 0.33 元人民币，单个包裹利润只有几分钱。其数十亿的利润主要来源于庞大的业务量。因此，快递行业有利于大型运营商实现更高的经济及利润规模。

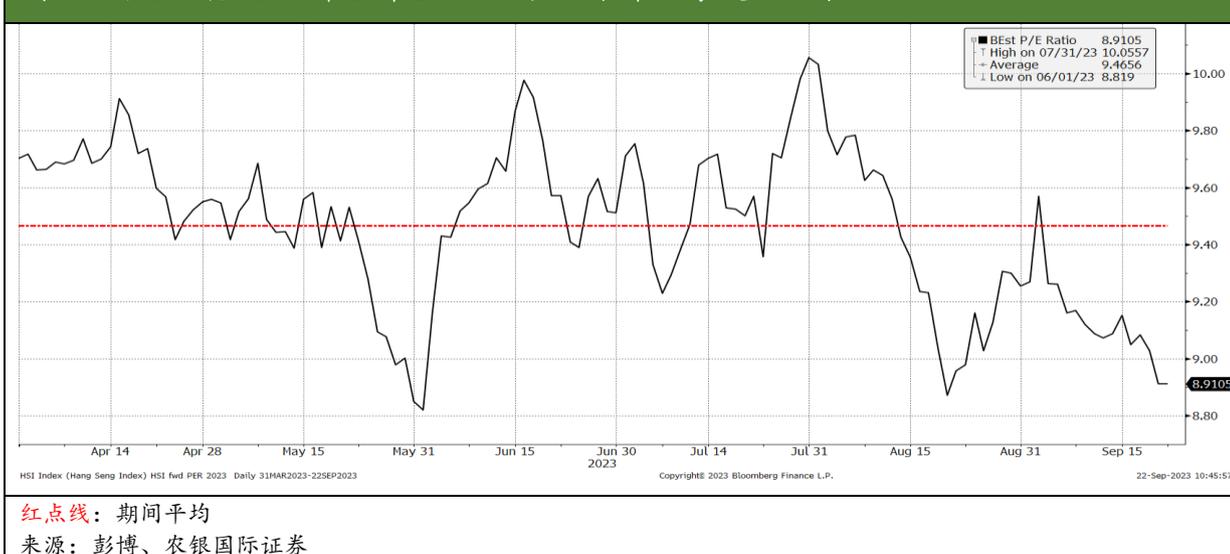
八、 下周展望

下周是9月份的最后一周。中国宏观方面，我们关注两组数据，分别是8月工业企业利润数据（9月27日周三发布）和9月PMI数据（9月30日周六发布）。工业企业利润同比降幅由1-2月的22.9%收窄至3月的19.2%、4月的18.2%、5月的12.6%、6月的8.3%和7月的6.7%。虽然工业企业利润同比降幅已经连续5个月收窄，但投资者仍希望看到利润趋势由下降趋势转为上升趋势。工业企业盈利能力的持续改善产生以下连锁反应。工业企业偿债能力相应增强，这对银行业来说是利好消息。工业企业增加生产设施投资的信心将增强，固定资产投资增速将有所提升。

中国9月制造业PMI的焦点是新订单指数。新订单指数继4至7月低于50后，8月回升至50水平以上，达到50.2。新订单指数是先行指标，产出指数是滞后指标。9月份新订单指数将为第四季度第一个月的经济形势提供初步洞察。随着中国PMI数据于下周六公布，港股市场将在10月第一周做出反应。海外宏观方面，美国和欧元区9月PMI初值将于香港时间9月22日周五港股市场收盘后公布，关注PMI数据暗示欧元区衰退风险上升和美国经济韧性情况，港股市场将在下周初做出反应。

目前，恒生指数水平相当于2023年预测市盈率约8.9倍。自今年二季度初以来，恒生指数的市盈率水平一直维持在约8.8至10倍之间，中位约为9.5倍。这一现象表明，投资者总体上认为港股股市是值得获得高个位数的市盈率估值，但缺乏坚实的理由来获得更高的估值。我们相信，当上市公司于10月底开始公布第三季度业绩时，投资者将重新审视目前的估值判断。

图 13: 恒生指数预测市盈率波动区间（今年二季度初以来）



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