農銀國際
ABC INTERNATIONAL
ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED

港股市场一周回顾

2024 年 1 月 12 日

港股市场一周回顾

12/1/2024

- **2024 年首两周港股市场仍笼罩悲观情绪**
- **国际粮价通缩有助于缓解 2024 年通胀压力**
- **中国白家电行业产量逆势上扬 由内需及出口推动**
- **鸿海精密 12 月营收数据显示电子行业旺季提前一个月结束**
- **台积电第四季度营收波动 表明电子行业供应链的复苏步伐不稳**

一、 2024 年首两周港股市场仍笼罩悲观情绪

2024 年首两周港股市场仍笼罩悲观情绪。继 2023 年下跌 13.8%之后，恒生指数 2024 年迄今已下跌约 4.7%。 2024 年迄今截至 1 月 11 日，恒生指数成分股中，有 18 只股股价触及 52 周新低，主要是中资消费类股、中资地产股和中资保险股。市场仍担心消费市场将因楼市低迷而受到不利影响。保险公司的盈利能力将受到中港股市表现疲软的拖累。今年以来，中资能源股和中资电力股逆势上扬。中国提高煤炭进口关税，提振国内煤炭股价。红海紧张局势吸引投资者追逐石油股。据国家统计局行业统计，由于 2023 年煤价较 2022 年低以及电力消费增加， 提振电力公司 2023 年利润增长。

本周联合国和世界银行分别发布 2024 年经济展望报告，其中预期 2024 年中国经济增长放缓至 4.5-4.7%。两家机构均预计 2024-25 年中国经济增速将连续两年放缓，其预期将影响资本市场对中国经济风险的判断，进而影响全球基金经理的区域资产配置。联合国预期中国经济增长将从 2022 年的 3%提高到 2023 年的 5.3%，但放缓至 2024 年的 4.7%和 2025 年的 4.5%; 世界银行预期中国经济增长将从 2023 年的 5.2%，放缓至 2024 年的 4.5%和 2025 年的 4.3%。下周，国家统计局将公布主要宏观经济数据，目前市场预期中国经济增速将从 2023 年第 3 季度的同比增长 4.9%提高至第 4 季度的同比增长 5.2%，市场预计 2023 全年经济将增长 5.2%。

中国实质利率因通胀率下降而上升，抑制消费和投资动机。 12 月份中国 CPI 和 PPI 分别同比下降 0.3%和 2.7%。去年四季度 CPI 连续三个月同比下降，而 PPI 已连续 15 个月同比下降。CPI 从 2022 年的 2.0%下降到 2023 年的 0.2%，下降 1.8 个百分点。 PPI 从 2022 年的 4.1%下降到 2023 年的 -3.0%，下降 7.1 个百分点。 中国一年期 LPR 从 2022 年 12 月的 3.65%降至 2023 年 12 月的 3.45%，下降 0.2 个百分点。中国一年期定期存款利率从 2022 年 12 月的 1.65%降至 2023 年 12 月的 1.45%，下降 0.2 个百分点。如果用 1 年期定期存款利率和 CPI 来表示实

质利率变化，实质利率上升了 1.6 个百分点。如果用 1 年期 LPR 和 PPI 来表示实质利率变化，实质利率上升了 6.9 个百分点。实质利率上升或高企通常会鼓励储蓄，抑制消费和投资。不同的投资者可能采用不同的参数来衡量实质利率变化趋势，上述计算是为了从不同的计量角度说明实质利率的变化趋势以供参考。

美国通胀压力显现粘性，但利率期货市场仍预期美联储有相对较高的机会在 3 月降息 25 个基点以实现今年首轮降息。美国 12 月 CPI 同比增速从 11 月的 3.1%反弹至 12 月的 3.4%；核心 CPI 同比增速从 11 月的 4.0%放缓至 12 月的 3.9%。CPI 与核心 CPI 走势的背离将令资本市场投资者感到困惑，关键是市场对哪一组通胀数据更敏感。从利率期货市场反应来看，市场对核心 CPI 走势更为敏感。尽管近几个月 CPI 有所波动，但核心 CPI 近几个月呈下降趋势。本周早些时候 (1 月 8 日），市场预计美联储 3 月份降息 25 个基点的可能性为 58%。本周美国通胀数据公布后(1 月 11 日），这一可能性回升至约 69%。这也间接表明市场预计今年 1 月和 2 月的通胀数据将进一步走软，并允许美联储最早在 3 月降息。风险是市场低估美国通胀粘性。通胀粘性可以从 CPI 环比变化反映出来，过去 12 个月 CPI 月度平均环比变化为 0.28%。 12 月份，CPI 环比变化为 0.3%。

二、 国际粮价通缩有助于缓解 2024 年通胀压力

食品类商品国际价格指数已回落至俄乌冲突前水平。 食品价格项目是主要工业国家 CPI 的主要组成部分，食品价格的走势将影响各国通胀走势，进而影响利率及货币政策预期。 联合国粮农组织跟踪食品类商品国际价格趋势，有助了解由粮食价格引起的通胀或通缩趋势。2023 年 12 月，联合国粮农组织食品价格指数平均为 118.5 点，环比下降 1.5%，同比下跌 10.1%。 2023 年食品价格指数下降 13.7%。2023 年，粮农组织重点监测的五类食品中，除食糖外，其它四类食品——谷物、植物油、肉类和乳制品价格均出现下降趋势。 2022 年俄乌冲突爆发导致全球粮价大幅上涨, 2022 年食品价格指数上升 14.3%。联合国粮农组织最新统计数据显示，食品价格指数已回落至冲突前水平，反映供给增加成功抑制粮价通胀压力。当前， 2023 年食品价格指数较 2021 年下降 1.4%。

粮农组织调查的要点如下：

植物油价格指数从 2022 年同比上升 13.9%，转为 2023 年同比下降 32.7%， 2023 年价格指数较 2021 年下降 23.4%。12 月，植物油价格指数环比下降 1.4%，反映了对棕榈油、大豆油、菜籽油和葵花籽油的采购需求较为疲软。其中大豆油价格跌幅尤为明显，原因一方面是生物柴油行业的需求趋缓，另一方面则是巴西部分主要种植区的天气条件改善。

乳制品价格指数从 2022 年同比上升 19.5%，转为 2023 年同比下降 16.5%, 2023 年价格指数较 2021 年下降 0.3%。12 月，粮农组织乳制品价格指数环比上涨了 1.6%, 但同比下跌 16.1%。12 月指数的涨幅主要受黄油和奶酪报价上涨的推动，原因是西欧节前内部销量强劲。与此同时，在旺盛的全球进口需求支撑下，全脂奶粉国际价格 12 月亦走强。

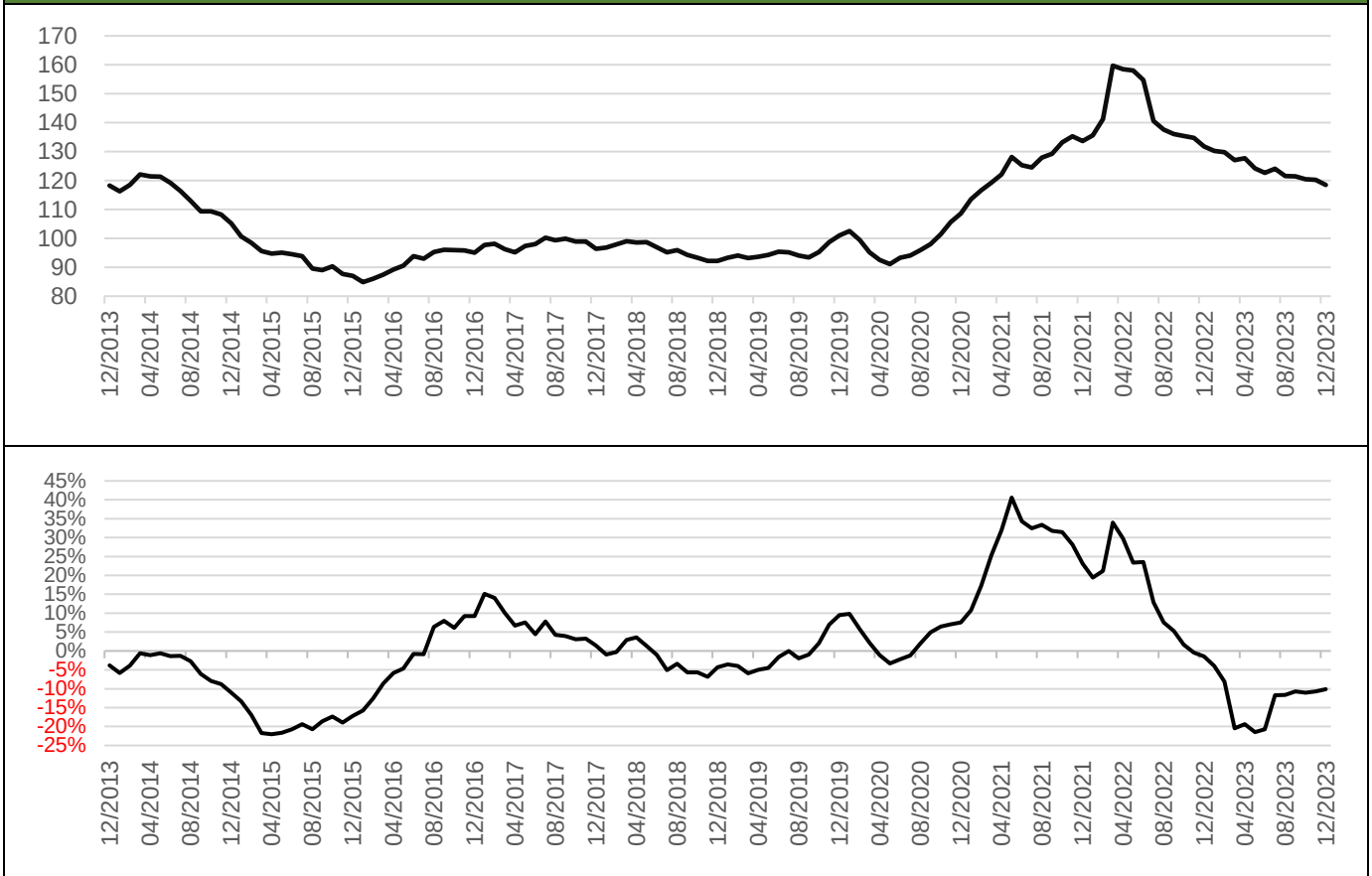
谷物价格指数从 2022 年同比上升 17.9%，转为 2023 年同比下降 15.4%， 2023 年价格指数较 2021 年下降 0.2%。 12 月，粮农组织报告指出谷物价格指数环比上涨 1.5%，小麦、玉米、大米和大麦的价格 12 月均上行，部分反映出物流中断对一些主要出口国运输的影响。 不过粮农组织警告大米价格指数显示国际大米价格在 2023 年上涨了 21%，主要驱动因素是对大米生产可能会受厄尔尼诺现象影响的担忧，以及印度对大米出口实施的限制。

肉类价格指数从 2022 年同比上升 10.3%，转为 2023 年同比下降 3.5%，2023 年较 2021 年上升 6.4%。12 月，粮农组织肉类价格指数环比下降 1.0%，同比下跌 1.8%，主要源于亚洲对猪肉的进口需求持续疲软。与此同时，粮农组织报告指出部分地区对牛肉和禽肉的购买意愿减弱，

而主产区的出口供应充足。相比之下，羊肉价格在节前出现增长。

食糖价格指数从 2022 年同比上升 4.7%，2023 年进一步上升 26.7%， 2023 年价格指数较 2021 年上升 32.6%。12 月，粮农组织食糖价格指数环比下降 16.6%，创九个月来的最低纪录，但同比上升 14.9%。12 月国际食糖报价大幅下探的主要原因包括巴西强劲的生产以及印度用于乙醇生产的甘蔗用量减少。【注：年度价格指数同比变化为当年该指数的 12 个月平均值与前一年的 12 个月平均值相比。12 月数据为初步数据，未来几个月可能会进一步修订。所以，我们更关注变化的规模、方向和趋势。】

图表 1：上图粮农组织（FAO）食品价格指数；下图食品价格指数同比变化



来源：联合国粮农组织、农银国际证券

图表 2：食品价格指数

	食品价格指数	谷物	植物油	糖	乳制品	肉类
2021	125.73	131.15	164.85	109.34	119.11	107.72
2022	143.65	154.67	187.78	114.46	142.36	118.78
2022 vs 2021	14.3%	17.9%	13.9%	4.7%	19.5%	10.3%
2023	123.99	130.88	126.30	145.01	118.81	114.58
2023 vs 2022	-13.7%	-15.4%	-32.7%	26.7%	-16.5%	-3.5%
2023 vs 2021	-1.4%	-0.2%	-23.4%	32.6%	-0.3%	6.4%

来源：联合国粮农组织、农银国际证券

三、 中国白家电行业产量逆势上扬 由内需及出口推动

据国家统计局统计，去年 1-11 月份，家电产品产量明显增长。或许，在楼市疲软的情况下，读者可能会对这个增长趋势感到奇怪。我们判断，家电需求对房产竣工增速的敏感度高于对房产销售增速的敏感度。

据国家统计局，去年 1-11 月份，商品房销售面积 100509 万平方米，同比下降 8.0%。其中，住宅销售面积 85964 万平方米，同比下降 7.3%。住宅销售面积占总销售面积的 86%。或许，读者会担心房地产销量下降最终会导致家电需求下降。我们认为，中国房地产市场的情况比较特殊，尤其是过去两年尽管房地产市场低迷，但销售面积仍然明显大于竣工面积。

2023 年 1-11 月份，房屋销售面积是竣工面积的 1.5 倍。其中，住宅销售面积是竣工面积的 1.8 倍。房屋竣工面积 65237 万平方米，增长 17.9%。 其中，住宅竣工面积 47581 万平方米，增长 18.5%。住宅竣工面积占总竣工面积的 73%。 统计数据显示，竣工量正以较快的速度增长。由于销售面积大幅高于竣工面积，假设开发商继续建设已售楼面面积，竣工面积将保持较高量。

2022 年，房屋竣工面积 86222 万平方米，下降 15.0%。其中，住宅竣工面积 62539 万平方米，下降 14.3%。同期销售面积 135837 万平方米，下降 24.3%。其中，住宅销售面积 114631 万平方米，下降 26.8%。2022 年销量和竣工量有所下降，但住宅销售面积是竣工面积的 1.8 倍。

已售住宅竣工面积增长将代表家电产品需求的潜在增长。如果只是考虑 2022 年和 2023 年前 11 个月的统计数据，已售未竣工住宅面积共 90475 万平方米。如果考虑到 2022 年之前已出售但未竣工的住宅，已售未竣工住宅的面积更大。中国房地产市场的特点是每年销量高但竣工量低，导致未来几年竣工面积较大，这将继续带动未来几年对家用电器的需求。

据国家统计局，1-11 月份，家用电冰箱（家用冷冻冷藏箱）产量 8815.4 万台，增长 14.5%；家用冷柜（家用冷冻箱）产量 2327.5 万台，增长 14.5%；房间空气调节器产量 22334.1 台，增长 12.6%；家用洗衣机产量 9535.8 万台，增长 20.0%。2023 年 1-11 月份，冰箱、空调、洗衣机等主要白色家电产量增速在 12.6-20.0%之间，同期住宅竣工面积增速为 18.5%。它们的增长率具有可比性。风险是已售未竣工住宅项目烂尾，导致已售住宅竣工面积下降，影响国内家电产品需求。

除了国内市场需求外，家电出口需求也良好。或许，读者可能会有这样的印象：全球经济疲软和中国出口部门疲软将损害家电出口行业。中国海关显示家电出口强劲。据中国海关统计，家用电器出口量同比增速从 2023 年一季度的 -2.8% 上升至上半年的 1.4%，进一步上升至前九个

月的 7.0%，及全年的 11.2%。统计数据显示，2023 年下半年家用电器出口量增速加快。以人民币计算，出口额同比增速也从 2023 年上半年的 5.2%提升至 2023 年全年的 9.9%。我们判断一些小型家电如冰箱、微波炉、吸尘器、电扇等下半年出口增速较快。由于部分发达国家电价过高，将继续抑制当地对高耗能或非必需的家用电器如空调等进口需求。1-11 月份，中国出口空调 4437 万台，增长 3.8%；出口冰箱 6138 万台，增长 19.4%；出口洗衣机 2642 万台，增长 40.4%；出口吸尘器 13060 万台，增长 15.9%；出口微波炉 6011 万台，增长 7.7%；出口电扇 39419 万台，增长 23.1%。全球对中国家电的需求体现了行业的竞争力。

图表 3：中国家用电器出口量（累计同比变化）- 2023 年下半年增长加快

	1-3/2023	1-6/2023	1-9/2023	1-11/2023
家用电器	-2.8%	1.4%	7.0%	9.6%
其中：				
洗衣机	25.3%	40.7%	40.8%	40.4%
空调	-5.7%	-1.5%	1.7%	3.8%
冰箱	-14.2%	1.4%	12.5%	19.4%
微波炉	-8.1%	-3.6%	4.2%	7.7%
吸尘器	-9.3%	2.3%	14.1%	15.9%
电扇	15.0%	19.1%	20.2%	23.1%

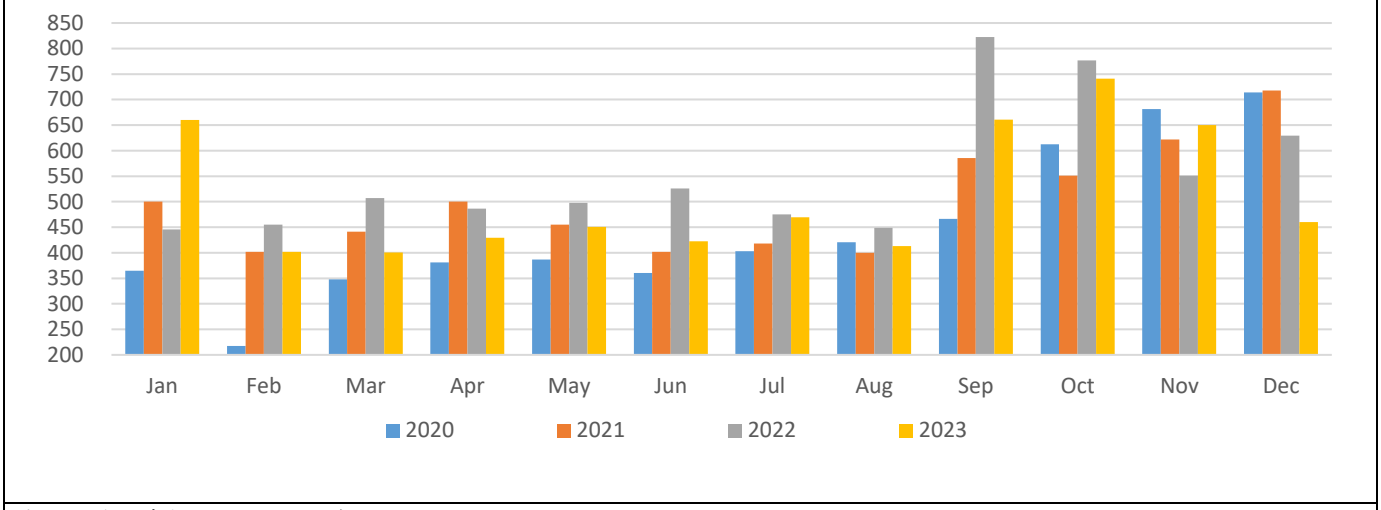
注： 2023 年全年细分项目数据未公布。

来源：中国海关、农银国际证券

四、 鸿海精密 12 月营收数据显示电子行业旺季提前一个月结束

全球领先的消费电子产品代工制造商鸿海精密(2317 TT)公布的2023年 12 月份营收数据令人失望。 12 月收入环比下降 29.2%，同比下降 26.9%。 12 月份的收入变化对电子行业产生了负面影响。历史表现表明，一年中的旺季通常是 9 月至 12 月，因为大多数知名国际消费电子产品品牌都会在一年的最后四个月推出新品。因此，鸿海每年最后四个月的营收表现将反映这些新产品的需求情况。鸿海 12 月份营收增长不佳，向市场发出了消费电子行业的警示信号。

图表 4：鸿海精密工业每月营收(新台币 10 亿元)
2023 年 12 月旺季不旺，旺季提前一个月结束



来源：鸿海精密、农银国际证券

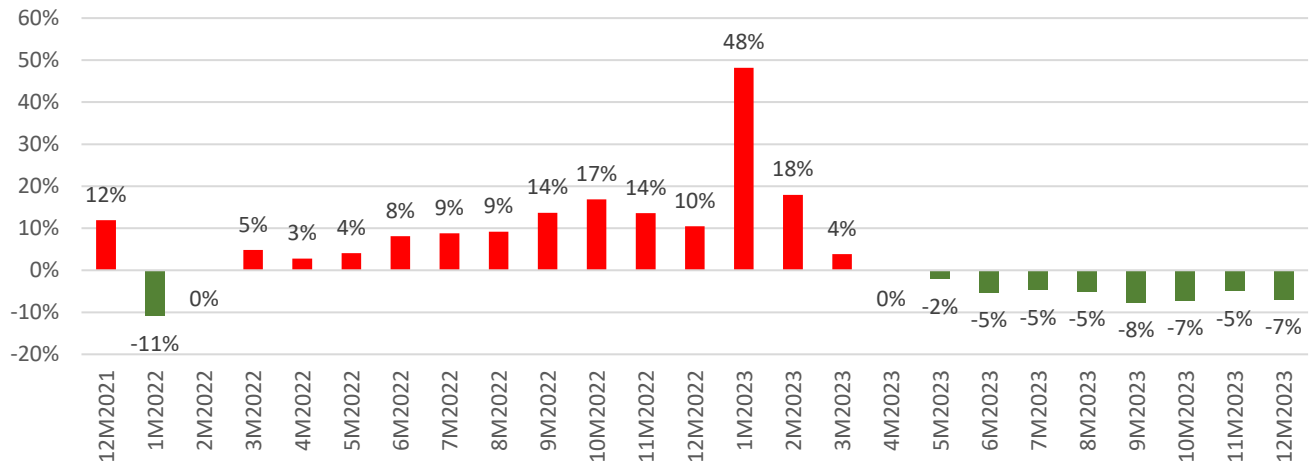
鸿海表示，12 月份环比和同比下降是由于电脑相关产品和智能消费电子产品的业务收入下降。简单来说，销量下滑是受到电脑、笔记本电脑、手机、平板电脑等消费电子产品的拖累。由于生产是根据客户订单进行的，这意味着下游客户对其新产品的需求持谨慎态度。12 月份，云端相关产品收入环比正增长，但同比下降。零部件销售收入环比和同比均实现正增长。

2023 年第四季度或 2023 年，三大主要产品类别- 电脑相关产品，智能消费电子产品和云端相关产品收入同比下降。2023 年，鸿海收入同比下降 6.98%。 2023 年第四季度，在旺季期间，其收入同比下降 5.4%。 行业面临的进一步季节性波动风险是，每年的淡季通常是在每年的第一季度和第二季度。因此，该行业正在从 2023 年第四季度的旺季过渡到 2024 年第一季度的淡季。

鸿海 12 月或 2023 年第四季度的疲弱销售表现不仅对消费电子行业产生负面影响，也对其子公司富士康工业互联网（601138 CH）的业绩发出警告信号。后者的营收额构成鸿海营收的一部

分。富士康工业互联网 A 股股价较 2023 年 7 月高点已下跌近 53%，同期沪深 300 指数下跌约 16%。 富士康工业互联网 A 股股价在 2023 年上半年业务淡季时股价大幅上涨，业务进入旺季时股价开始下跌。投资者抓住了商业季节性波动，在旺季之前积累股票，并在旺季开始时逐步地获利了结。本周，富士康工业互联网 A 股股价触及 2023 年 4 月以来新低。

图表 5：鸿海精密累计营收（同比变化）



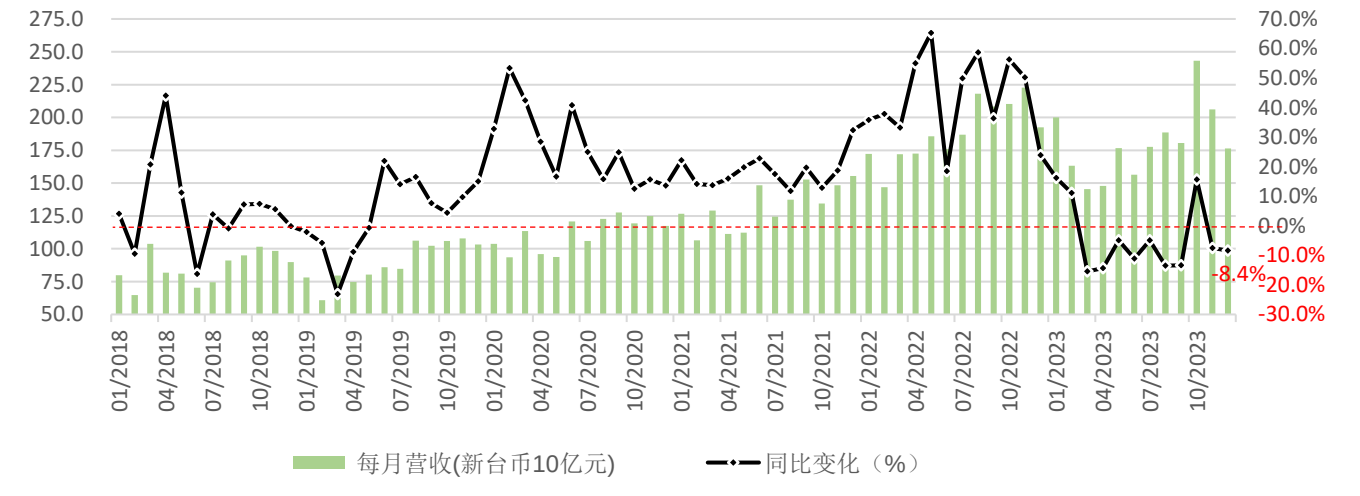
来源：鸿海精密、农银国际证券

五、 台积电第四季度营收波动 表明电子行业供应链的复苏步伐不稳

全球最大芯片代工厂台积电 (TSM US; 2330 TT) 是全球电子行业产业链最上游重点企业之一，其月度的营收趋势可以洞察全球电子行业的商业趋势。 台积电公布 11 月至 12 月营收连续两个月环比和同比下降，但其第四季度营收好于公司预期。台积电 12 月营收同比下滑 8.4%、环比下滑 14.4%至 1,763 亿元新台币。11 月份营收同比下滑 7.5%、环比下滑 15.3%至新台币 2,060 亿元。第四季度营收持平，为 6,255 亿元新台币（或约 197 亿美元，按 2023 年第四季度 31.819 元新台币/美元平均汇率计算）。公司第四季度营收指引为 188-196 亿美元。第四季度收入能够略高于预期主要归功于 10 月份的强劲销售。10 月营收为 2,432 亿元新台币 ，同比增长 15.7%，环比增长 34.8%。10 月份的强劲营收增长或是由于苹果及其竞争对手推出新智能手机带动手机芯片需求造成的，但这高需求现象未能持续至 11-12 月，导致 11- 12 月营收连续两个月环比大幅下跌。

尽管第四季度收入处于指引的高端，实际上同比持平， 11-12 月的收入环比下跌趋势也表明业务遇到了强劲的逆风。 2023 年最后三个月的营收波动，表明电子行业供应链的复苏步伐不稳定。在上一节中，我们分析全球最大电子产品代工制造商鸿海精密的 12 月营收趋势，环比大幅下跌，旺季提前一个月结束。鸿海精密是全球电子行业产业链中游重点企业之一。结合台积电和鸿海精密月度营收趋势，电子行业尚未走出景气下行周期。

图表 6：台积电营收趋势



来源：台积电、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≥市场回报(约 7%)
持有	负市场回报 (约-7%)≤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