

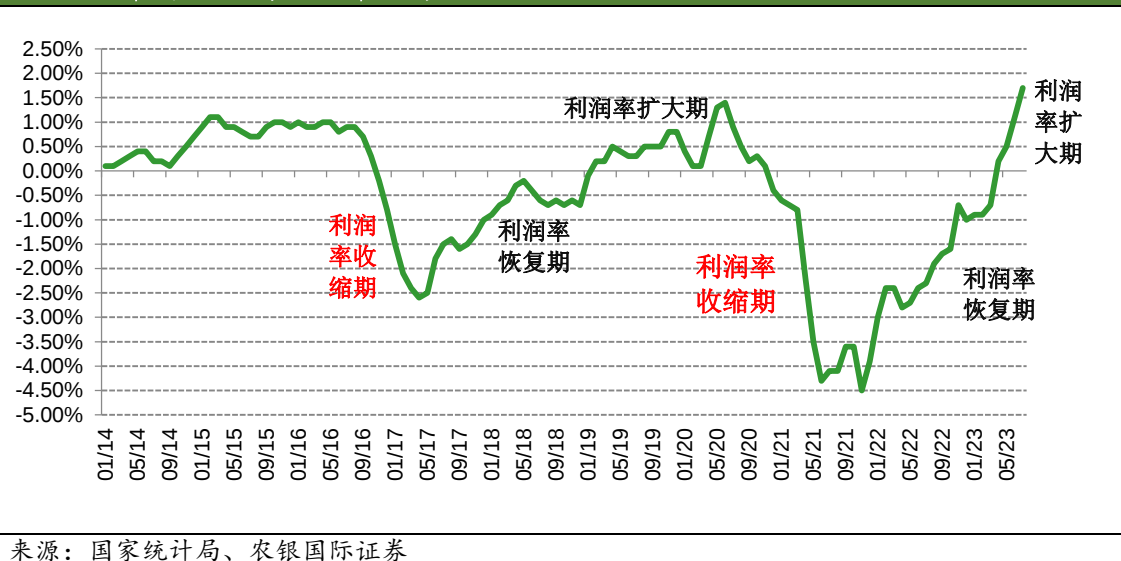
港股市场一周回顾

11/8/2023

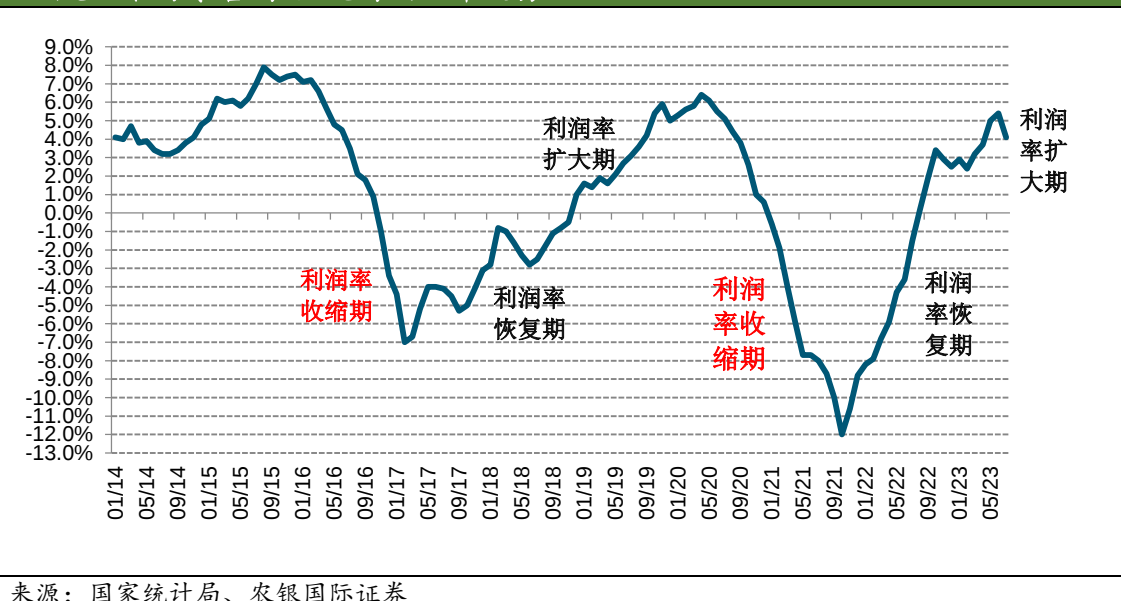
本周，发生一系列负面因素，风险厌恶情绪上升，恒生指数震荡下行。正如我们上周报告所警告的，中国进出口贸易收缩和 CPI 数据显示通缩风险升温，这两个风险因素如期出现。然而，意想不到的风险包括大型民营房地产开发商碧桂园离岸债券延迟付息，消息震动市场，其在岸及离岸债券价格及股价大幅下挫，引发其他大型房地产股的抛售。而且，8月9日美国白宫公布加大限制对中国科技公司投资的措施等，在这特别提醒这新的限制措施也包括香港和澳门。由于具体科技领域的细节和边界尚未确定，因此在细节公布之前，今年剩余时间市场将面临不确定性。特别是，如果中国科技公司寻求在香港上市，但该科技公司属于白宫指定的科技领域，美国投资者可能会被禁止投资。我们不应低估对香港资本市场的潜在影响。本周，恒生指数、恒生中国企业指数和恒生科技指数分别下跌 2.4%、2.9% 和 5.0%。

中国通缩风险，实际利率上升风险。7月份，CPI 和 PPI 同比分别下降 0.3% 和 4.4%。市场的反应总体上是负面的，因为市场将负增长数字解读为内需疲软的结果。我们并不完全同意这一含义。从投资角度来看，价格下降出现在收入端和成本端。如果成本下降速度快于价格下降速度，盈利能力就会增强，反之亦然。我们用图表来说明我们的论点。我们的观点是，供应链上的利润正在从上游向中游和下游转移。图表 1，工业生产者购进价格下降速度快于工业生产者出厂价格，即我们前面说的成本下降速度快于出厂售价。出厂价是批发商和零售商的买入成本价。图表 2，CPI 与 PPI 的差距正在扩大，这意味着批发商和零售商的买入产品成本正在下降。利润率正处于恢复阶段。我们强调趋势而不是单月统计数据。我们观察到的趋势表明，供应链的盈利能力正在从上游转向中下游。本周市场经常提到的另一个风险是实际利率（即名义利率减去通货膨胀率）的上升风险。实际利率的潜在上升将带来低投资、低消费、高储蓄的情况。由此看来，央行有空间通过降低名义利率来降低实际利率。

图表 1: 出厂价 PPI 减 进厂价 PPI
- 反映中游制造商利润率趋势



图表 2: CPI 减 出厂价 PPI
- 反映下游零售商/批发商利润率趋势



图表 3: 中美实际利率比较

- 中国名义利率低于美国，但实际利率高于美国

	2 年期政府 债券收益率	7 月 CPI	政府债券收益率 减去 CPI
中国	2.1%	-0.3%	2.4%
美国	4.8%	3.2%	1.6%

来源：国家统计局、Bloomberg、农银国际证券

中国三大电信服务公司中国数字经济日益重要的受益者。中国移动 (941 HK)、中国联通 (762 HK)和中国电信 (728 HK)本周公布上半年业绩，他们均宣布中期股息。他们成为高分红股票以吸引长期投资者。他们的利润增长主要受到数据中心、云、大数据、物联网等新兴业务增长以及折旧费用增速放缓的推动。虽然移动数据服务是主要收入来源，但增速基本持平。他们正在将业务模式从传统的移动通信/数据服务转变为数据平台服务提供商。从资产回报率(ROAA)或股本回报率(ROAE)来看，三大电信服务公司盈利能力不高，但他们规模较大，绝对利润值较高。为了吸引投资者提振股价，高股息支付是支撑股价的有效工具。

图表 4：三大电信服务公司 2023 上半年业绩

亿元 人民币	经营 收入	EBITDA	集团 净利	公司 权益 持有者 应占 净利	每股 盈利 人民币	每股 中期 股息 (含税) 人民币	分红 比率	半年 ROAA	半年 ROAE
中国移动	5,307	1,835	762	762	3.56	HK\$2.43	62.1%	3.9%	5.8%
同比变化	6.8%	5.5%	8.4%	8.4%	8.2%	10.5%	--	--	--
中国联通	1,918	536	125	124	0.40	0.203	50.8%	1.9%	3.6%
同比变化	8.8%	4.1%	13.7%	13.1%	11.1%	23.0%	--	--	--
中国电信	2,607	733	202	202	0.22	0.1432	65.1%	2.4%	4.6%
同比变化	7.6%	5.0%	9.9%	10.2%	10.0%	12.1%	--	--	--

ROAA = 集团净利润/平均总资产

ROAE = 公司权益持有者应占净利/平均权益归属于本公司权益持有者

分红比率 = 每股中期股息 (含税) / 每股盈利

来源：公司中期报告、农银国际证券

资金流向显示市场对 IT 股和非必需消费品股抱有较高预期。从流动性流入和流出行业来看，我们观察到以下明显的趋势。截至本周的过去六周，资金持续流入 IT 指数和非必需消费品指数的股票，资金持续流出能源、电信、公用事业、医疗保健、房地产、工业和材料领域。这些趋势自 7 月份以来就已出现，反映了基金经理第三季度的资产配置方向。我们判断有几个原因。中央政府刺激消费的政策，主要侧重于汽车、消费电子产品和家居产品等非必需消费品。随着消费者通过在线市场增加消费，电商平台必将受益。7 月初，央行公布对阿里巴巴 (9988 HK) 的蚂蚁科技和支付宝 (中国) 网络技术、腾讯 (700 HK) 的财付通的处罚决定。尽管处罚金额较大，但市场将此举解读为风险获得充分释放。随后，

政府明确表态支持民营经济，市场也解读这是对平台经济的积极信号。近两周，两只平台经济股猫眼娱乐（1896 HK）、快手（1024 HK）发布盈喜公告，预计上半年盈利将大幅上升。政策面、监管面、基本面均利好以平台经济股为主的 IT 指数。

展望下周，宏观和微观都有重要数据要发布。宏观方面，8月15日中国将公布主要宏观数据，包括失业率、零售销售、固定资产投资、工业产出、房地产投资和全国房价走势。目前，市场预期7月份零售、固投和工业产出维持低增长率，房地产投资继续下滑，失业率稳定，经济总体格局企稳。微观方面，下周平台经济相关个股成市场焦点，他们密集发布二季度及半年业绩。以下主要平台经济股公布业绩。8月15日有腾讯音乐娱乐（1698 HK）；8月16日有腾讯（700 HK）、京东物流（2618 HK）；8月17日有京东健康（6618 HK）、猫眼娱乐（1896 HK）、哔哩哔哩（9626 HK）。新能源汽车个股小鹏汽车（9868 HK）于8月18日。

图表 5：上市公司业绩分析会时间表

上市公司	业绩分析会参会通道
腾讯音乐娱乐（1698 HK） (网会：北京/香港时间 8月15日 7:00pm)	https://webcast.tencentmusic.com/3c8apw
腾讯(700 HK) (网会：北京/香港时间 8月16日 8:00pm)	中国大陆（腾讯会议）： https://meeting.tencent.com/dw/rDO2w8e3Zk4t 国际（VooV 会议）： https://voovmeeting.com/dw/rDO2w8e3Zk4t
京东物流(2618 HK) (电话会议 北京/香港 时间 8月16日 7:00pm)	中国大陆 400 810 8228（普通话）／ 400 810 8128（英文） 中国香港 +852 3005 1355（普通话）／ +852 3005 1313（英文） 普通话频道参会者密码： 474709 英文频道参会者密码： 946957
京东健康 (6618 HK) (电话会议 北京/香港 时间 8月17日 9:30am)	中国大陆 400 810 8228（普通话）/ 400 810 8128（英文） 中国香港 +852 3005 1355（普通话）/ +852 3005 1313（英文） 普通话频道参会者密码： 451353



	英文频道参会者密码: 121808
哔哩哔哩 (9626 HK) (网会: 北京/香港时间 8月17日 8:00pm)	https://edge.media-server.com/mmc/p/xs4vzrwf/
猫眼娱乐(1896 HK) (电话会议 北京/香港 时间 8月18日 8:00am)	需要提前注册链接: https://ir.maoyan.com/Earnings-Conference?item=4
小鹏汽车(9868 HK) (网会: 北京/香港时间 8月18日 8:00pm)	https://edge.media-server.com/mmc/p/aa5qwzip/

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