



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED



# 港股市场一周回顾

2024年5月31日

## 港股市场一周回顾

31/5/2024

- 二季度以来港股二级市场好转，但一级市场依然低迷
- 制造业利润最高的十大子行业盈利趋势
- 电气化经济提速 - 利好电力行业
- 主要发达经济体二季度经济前景优于一季度
- 美联储关注个人消费支出（PCE）物价通胀的趋势如何

### 一、 二季度以来港股二级市场好转，但一级市场依然低迷

5 月份，恒生指数于 5 月 20 日创下年内新高至 19706 点。根据当前市场对 2024 年盈利的预期，这年内高点相当于 2024 年市盈率约 9.8 倍。该指数本月收盘上涨 1.8%。一季度末以来，恒生指数累计上涨 9.3%。今年前五个月，恒生指数上涨 6.1%。

4 月至 5 月，即第二季度首两个月，恒生指数波动区间为 16044-19706，相当于 2024 年市盈率区间为 8.0-9.8 倍左右。前五个月，该指数交易区间为 14794-19706，相当于 2024 年市盈率区间为 7.7-9.8 倍左右。恒生指数的交易区间显示，投资者平均预期该指数的合理价值的市盈率区间约为 8-10 倍，中间值约为 9 倍（相当于 18100 左右）。前五个月，大部分大盘股公司已公布 2023 年和 2024 年一季度业绩，透明度的提高有助于消除对上市公司盈利前景的过度悲观或过度乐观预期。因此，恒生指数的市盈率估值在高个位数附近徘徊，但这一估值区间仍低于 5 年平均水平约 11 倍。若大盘股公司于二、三季度盈利表现较好，估值有望恢复至历史平均水平。

在资产配置方面，今年前 5 个月，港股和 A 股市场表现较好的板块是能源业、原材料业等经济周期敏感板块；而表现不佳的板块是与必需品相关的行业，例如医疗保健业和消费必需品业。这些现象表明投资者普遍看好中国经济前景，因此增加了周期性敏感板块的资产配置，减少了防御性板块的配置。

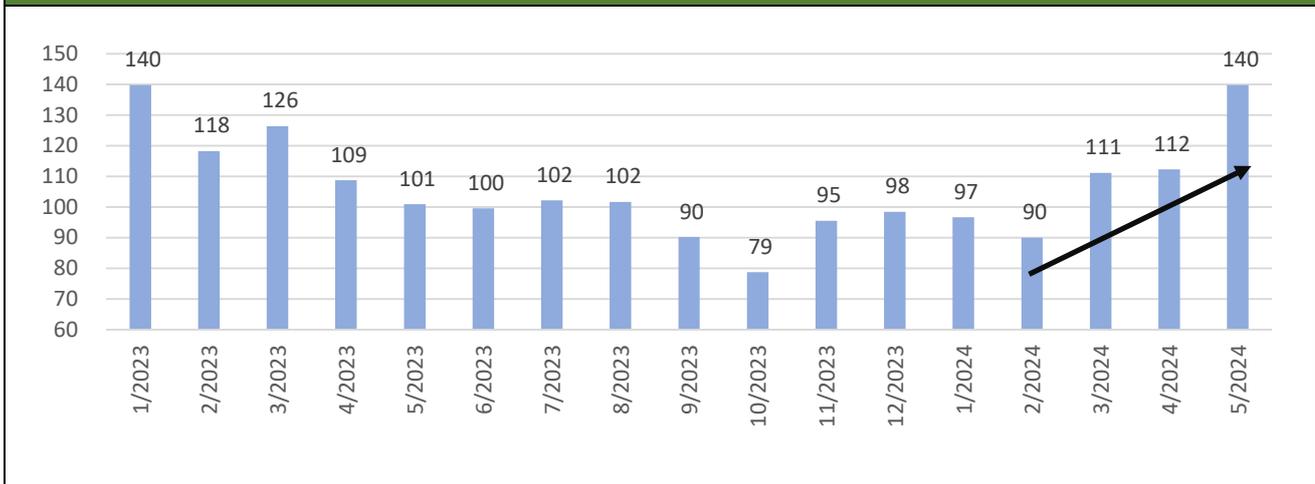
5 月份一级市场有所好转，但依然低迷。虽然 IPO 公司上市数量由 4 月份的 3 家增至 5 月份的 6 家，但 IPO 集资额由 4 月份的 31 亿港元下降至 5 月份的 17 亿港元。5 月份 IPO 平均每宗集资额不足 3 亿港元。今年前五个月，共有 21 家 IPO 公司上市，共集资约 96 亿港元，平均每宗集资额为 4.6 亿港元。去年前五个月，共有 25 家 IPO 公司上市，共集资约 158 亿港元，平均每宗集资额为 6.3 亿港元。

**图表 1: 2024 年 1-5 月\*指数表现**

	恒生综合行业指数	沪深 300 指数	MSCI 亚太区	MSCI 欧洲指数	标准普尔 500
<b>基准指数</b>	<b>5.8%</b>	<b>4.3%</b>	<b>4.3%</b>	<b>7.8%</b>	<b>9.8%</b>
能源指数	43.5%	28.1%	10.1%	5.3%	7.9%
原材料指数	37.3%	14.6%	-8.2%	4.9%	5.5%
电信业务指数	14.6%	7.3%	6.7%	5.8%	19.7%
信息技术指数	11.4%	-7.8%	8.4%	15.6%	16.9%
公用事业指数	8.8%	19.3%	11.8%	-3.9%	12.3%
金融指数	7.7%	9.1%	8.5%	12.1%	8.8%
工业指数	7.3%	5.4%	7.1%	11.8%	6.9%
可选消费指数	-3.8%	9.2%	3.5%	5.6%	0.2%
主要消费指数	-7.7%	-0.3%	-4.9%	-1.4%	6.6%
地产指数	-8.0%	-8.1%	-4.7%	0.4%	-7.1%
医药卫生指数	-24.3%	-15.0%	-6.5%	9.5%	3.6%

注\*: A 股及港股市场统计截至 5 月 31 日, MSCI 指数及标普 500 指数统计截至 5 月 30 日。

来源: 彭博、农银国际证券

**图表 2: 香港主板日均交易金额 (HK\$10 亿/日)**


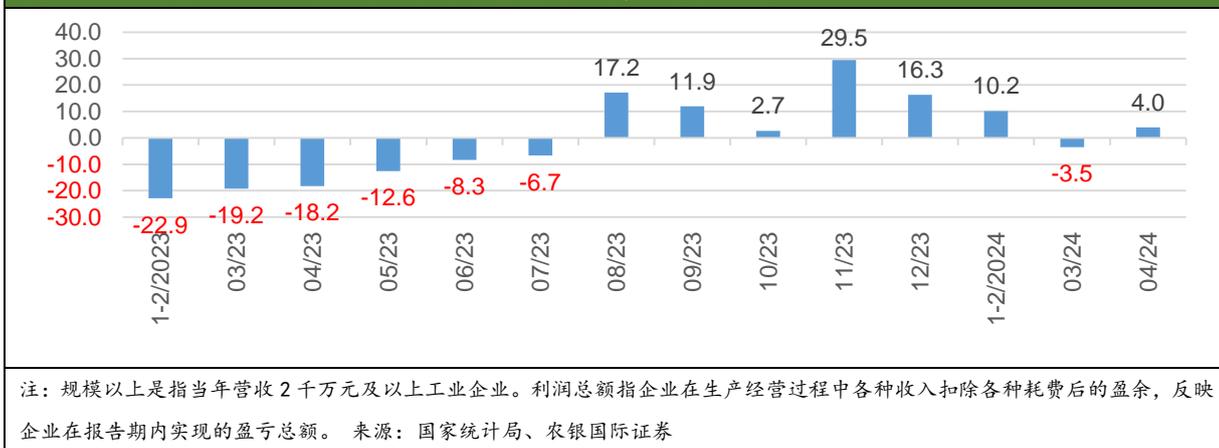
来源: 彭博、港交所、农银国际证券

## 二、制造业利润最高的十大子行业盈利趋势

5月下旬，投资者关注的焦点是工业企业2024年第二季度的盈利前景。国家统计局发布2024年首四个月全国规模以上工业企业财务运行情况月度调查。该调查将深入了解第二季度主要行业的财务表现。我们通过对前期调查来了解4月份主要行业利润增长动能。

4月份工业企业利润总额同比增长4.0%，而3月份同比下跌3.5%。2024年首4个月利润同比增长4.3%，2024年首3个月同比增长4.3%。或许，读者会问，既然今年首4个月和今年首3个月的利润增长率相同，为什么4月份的利润增长率低于4.3%。主要原因是调查报告中的增长率代表的是可比同比增长率，而不是两个不同时期绝对值的同比变化。

图表 3：规模以上工业企业实现利润总额可比同比增长 (%)



图表 4：规模以上工业企业利润总额

	1-4/2024 利润总额 亿元	1-4/2024 利润总额 同比增长 (%)	1-3/2024 利润总额 同比增长 (%)	1-4/2023 利润总额 同比增长 (%)
总计	20,946.9	4.3	4.3	(20.6)
其中：				
制造业	14,439.8	8.0	7.9	(27.0)
采矿业	3,923.9	(18.6)	(18.5)	(12.3)
电力、热力、燃气及水生产和供应业	2,583.2	36.9	40.0	34.1

来源：国家统计局、农银国际证券

制造业利润最高的十大子行业中，计算机、通信和其他电子设备制造业（即消费电子）、有色金属冶炼和压延加工业和汽车制造业在今年前四个月利润同比分别增长约76%、57%和29%。这三个行业是在10大高利润制造业中，利润上升幅度最高首3名。它们的利润规模分别排第二，

第九和第三。

图表 5：规模以上工业企业：制造业前 10 大利润总额最高行业

	1-4/2024 利润总额 亿元	1-4/2024 利润总额 同比增长 (%)	1-3/2024 利润总额 同比增长 (%)	1-4/2023 利润总额 同比增长 (%)
电气机械和器材制造业	1,502.5	(4.7)	(6.9)	30.1
计算机、通信和其他电子设备制造业	1,441.7	75.8	82.5	(53.2)
汽车制造业	1,427.9	29.0	32.0	2.5
化学原料和化学制品制造业	1,234.4	8.4	(3.5)	(57.3)
医药制造业	1,114.8	2.3	(2.7)	(23.8)
酒、饮料和精制茶制造业	1,016.0	8.7	11.1	11.6
烟草制品业	917.5	3.7	3.7	6.7
通用设备制造业	870.4	6.2	7.9	20.7
有色金属冶炼和压延加工业	754.8	56.6	57.2	(55.1)
专用设备制造业	654.0	(7.3)	(7.2)	(7.4)

来源：国家统计局、农银国际证券

去年前四个月，计算机、通信和其他电子设备制造业和有色金属冶炼和压延加工业的利润分别同比大幅下跌约 53%和 55%。与去年首 4 个月的利润增长率相比，我们认为这两个行业今年首 4 个月强劲的利润增长势头很大程度上得益于去年低基数效应。

去年前四个月，汽车制造业利润同比微升 2.5%，但今年利润增长明显加快至 29%，这是行业好转趋势。然而，汽车制造业利润首季度同比增长 32%。这预示该行业的利润同比增长在 4 月放慢至约 20%左右。

在 10 大高利润制造业中，利润额排首位是电气机械和器材制造业。它今年首 4 个月利润同比下跌 4.7%，跌幅较首季度收窄 2.2 个百分点，预示该行业的利润在 4 月同比下跌约 2%左右。该行业去年同期利润同比上升约 30%。也许，这些统计数据是对太阳能和电池产品制造商财务业绩的警告信号，因为电气机械和器材制造业包括上述产品。

在 10 大高利润制造业中，利润额排末位是专用设备制造业。它今年首 4 个月利润同比下跌 7.3%，去年同期利润同比下跌 7.4%，预示该行业的情况仍未好转。通用设备制造业情况好于专用设备制造业。通用设备制造业今年首 4 个月利润同比上升 6.2%，去年同期同比上升约 21%。在去年高增长后，今年增速明显放慢。通用设备制造业利润规模排第八高。

医药制造业也是在 10 大高利润制造业中，利润规模排第五。4 月份医药制造业盈利能力有所

改善。它今年首 4 个月利润同比上升 2.3%，但首季度利润同比下降 2.7%，预示 4 月份的利润同比大幅上升约 17%。医药制造业去年首 4 个月利润同比下跌约 24%。医药制造业利润波动较大，是行业风险的体现。

酒、饮料和精制茶制造业和烟草制品业也是在 10 大高利润制造业中，利润规模分别排第六和第七。这两必需品制造业今年利润增速比去年也放慢。它们今年首 4 个月利润分别同比增长 8.7% 和 3.7%，去年同期利润分别同比增长 11.6% 和 6.7%。

**图表 6：规模以上工业企业：采矿业及公共事业利润总额较高行业**

	1-4/2024 利润总额 亿元	1-4/2024 利润总额 同比增长 (%)	1-3/2024 利润总额 同比增长 (%)	1-4/2023 利润总额 同比增长 (%)
<b>采矿业前 5 大利润总额最高行业：</b>				
煤炭开采和洗选业	1,998.9	(34.2)	(33.5)	(14.6)
石油和天然气开采业	1,358.9	4.3	3.8	(6.0)
有色金属矿采选业	251.3	1.6	(14.9)	6.7
黑色金属矿采选业	212.5	64.2	103.8	(42.8)
非金属矿采选业	99.2	(4.6)	1.8	10.8
<b>公共事业前 3 大利润总额最高行业：</b>				
电力、热力生产和供应业	2,197.4	44.1	47.5	47.2
燃气生产和供应业	268.4	(0.4)	(2.0)	(4.7)
水的生产和供应业	117.4	26.0	42.0	5.8

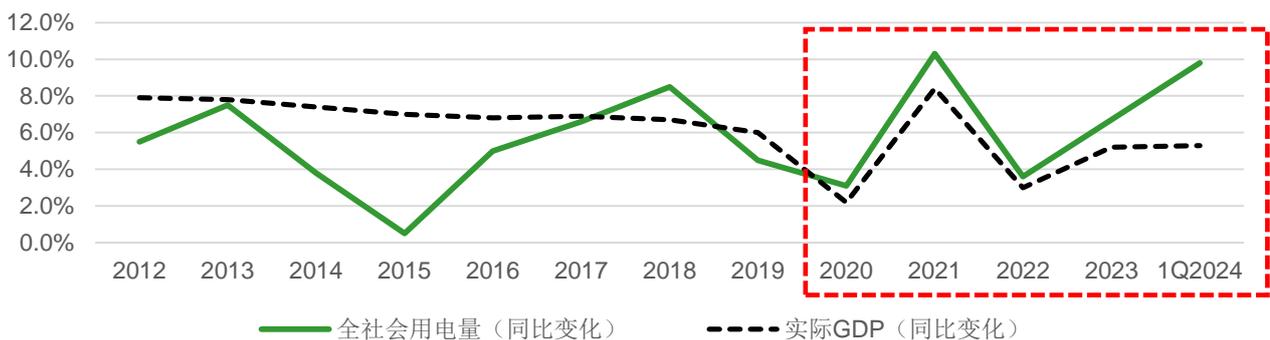
来源：国家统计局、农银国际证券

### 三、 电气化经济提速 - 利好电力行业

电力行业是去年和今年公用事业领域工业企业的亮点。据国家统计局，2023 年和 2024 年前四个月，电力、热力生产和供应业利润总额同比分别增长 71.9%和 44.1%。

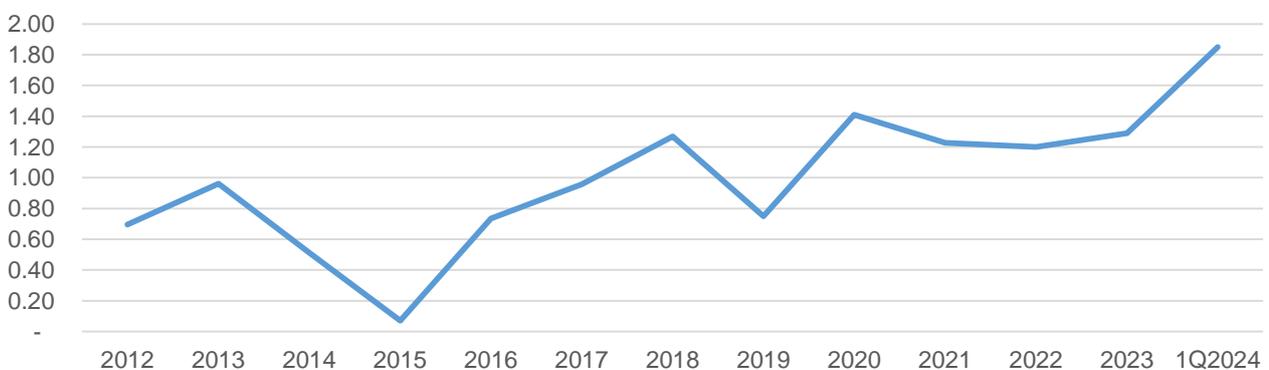
最近几年，一种特殊的宏观和微观现象引起了我们的注意。2020 年之前，实体经济增速大部分年份高于用电量增速。2019 年之后，这一现象出现逆转。2020 年以来用电量增速高于实际 GDP 增速。2024 年一季度，全国用电量同比增长 9.8%，增速比同期实际 GDP 增速 5.3%高出 4.5 个百分点。2023 年，全社会用电量同比增长 6.7%，高于实际 GDP 增速 1.5 个百分点。2023 年以来，用电量增长与实际 GDP 增长之间的差距正在扩大。如果这种现象持续下去，这对发电行业来说是个好消息。发电属于资本密集型行业，具有固定成本高的特点。行业盈利能力对需求增长敏感，需求增长较快将带来更好的资产利用率。

**图表 7: 全社会用电量 (同比变化) vs 实际 GDP (同比变化)**  
 2020 年以来用电量增速高于实际 GDP 增速



来源：国家统计局、国家能源局、农银国际证券

**图表 8: 用电需求比例 = 全社会用电量增长/实际 GDP 增长**



来源：国家统计局、国家能源局、农银国际证券

或许，有些人会担心经济消耗更多的电力但生产不多，导致这种现象。我们认为当前这种现象是政府积极推动绿色经济发展造成的成果。为什么过去几年电力消费增长速度快于实际经济增长速度？

在供给方面，我们观察到太阳能、风电、核电装机的增加导致绿色电力供应的增加。今年首季度，全国发电装机容量同比增加 14.5%，其中太阳能和风电分别上升 55.0%和 21.5%。2023 年，全国发电装机容量同比增加 13.9%，其中太阳能和风电分别上升 55.2%和 20.7%。

需求方面，新能源汽车普及率提升和电气化铁路网络扩展拉动交通对电力需求；金属冶炼行业为了限制碳排放，电锅炉取代了化石燃料燃烧锅炉；生产企业增加生产设施中绿色电力的消耗以获得更高的 ESG 评级；在北方地区，以电力为基础的家庭供热正在取代以化石燃料为基础的供热。

所有这些在供给和需求方面变化导致经济增长可以减少对化石燃料能源消耗的依赖，但增加对电力能源特别是绿色电力的依赖。减少对化石燃料能源消耗的依赖导致煤炭价格自 2023 年以来下行，有利火电行业提升盈利能力。

发电业受益于这一发展趋势。据国家统计局数据，2022 年、2023 年和 2024 年前四个月，电力、热力生产和供应业利润总额同比分别增长 86.3%、71.9%和 44.1%。

#### 四、 主要发达经济体二季度经济前景优于一季度

2024 年以来，美国、欧元区、英国、日本等主要发达经济体综合产出 PMI 显示经济持续改善。根据 4 月和 5 月的综合产出 PMI，2024 年第二季度的经济前景或优于 2024 年第一季度。美国、欧元区、英国、日本的综合产出 PMI 季度平均值呈现上升趋势，4-5 月的平均值预示二季度的平均值或将高于一季度。特别是欧元区的综合产出 PMI 从去年第三季度连续三个季度收缩后，或将在今年第二季度重回到扩张区间。

**图表 9：发达经济体综合产出 PMI（平均值）趋势**

	美国	日本	欧元区	英国
4-5/2024	52.9	52.4	52.0	53.5
1Q 2024	52.2	51.3	49.1	52.9
4Q 2023	50.8	50.0	47.2	50.5
3Q 2023	50.8	52.3	47.5	49.3
2Q 2023	53.6	53.1	52.3	53.9
1Q 2023	49.7	51.6	52.0	51.3

注：2024 年 5 月数据是初值。我们重点看平均值的趋势，不易受个别月度数据波动影响。来源：S&P Global、农银国际证券

在制造业活动方面，美国市场继去年收缩后，今年开始持续扩张；日本、英国市场今年二季度初显扩张信号；欧元区市场第一季度收缩步伐放缓，第二季度收缩可能进一步放缓。制造业活动的持续扩张和改善是全球贸易复苏的积极催化剂，同时也引发了今年工业金属价格的上涨。

**图表 10：发达经济体制造业 PMI（平均值）趋势**

	美国	日本	欧元区	英国
4-5/2024	50.5	50.1	46.6	50.2
1Q 2024	51.6	47.8	46.4	48.3
4Q 2023	49.1	48.3	43.9	46.1
3Q 2023	48.9	49.2	43.2	44.2
2Q 2023	48.3	50.0	44.7	47.1
1Q 2023	47.8	48.6	48.2	48.1

注：2024 年 5 月数据是初值。我们重点看平均值的趋势，不易受个别月度数据波动影响。来源：S&P Global、农银国际证券

服务业活动的扩大为主要发达经济体提供了有力支持。2024 年以来，服务业活动扩张速度加快。从 4、5 月服务业 PMI 来看，二季度服务业前景应优于一季度。服务业的持续扩张将造成服务价格的通胀压力，从而抵抗通胀率的下降趋势，进而影响央行的货币政策决策。

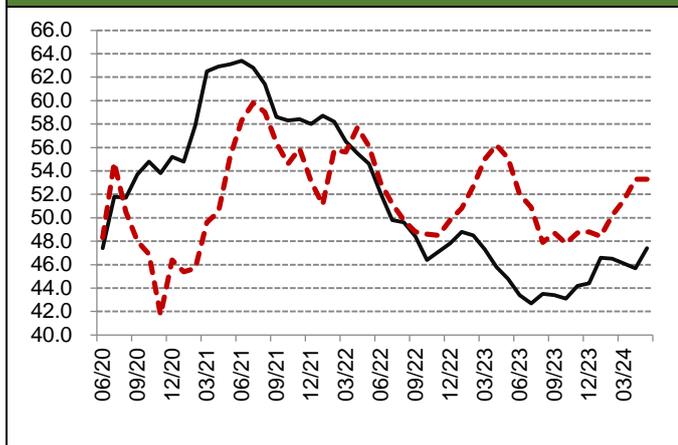
图表 11：发达经济体服务业 PMI（平均值）趋势

	美国	日本	欧元区	英国
4-5/2024	53.1	54.0	53.3	54.0
1Q 2024	52.2	53.4	50.0	53.7
4Q 2023	50.9	51.3	48.4	51.3
3Q 2023	51.0	54.0	49.2	50.1
2Q 2023	54.3	55.1	54.4	54.9
1Q 2023	50.0	53.8	52.8	51.7

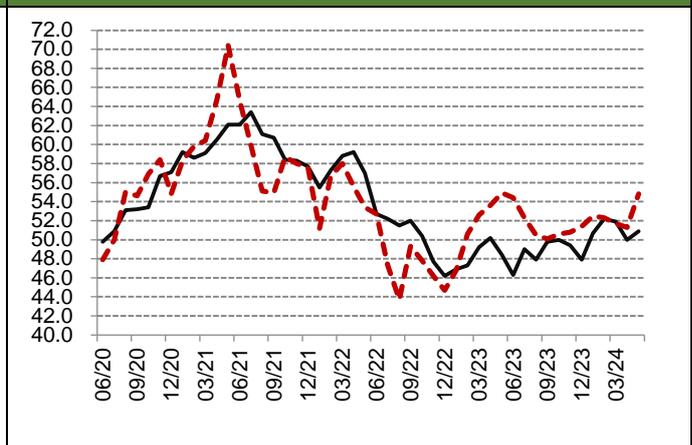
注：2024 年 5 月数据是初值。我们重点看平均值的趋势，不易受个别月度数据波动影响。来源：S&P Global、农银国际证券

从制造业和服务业 PMI 走势来看，发达经济体面临的挑战在于供给侧。供给侧的扩张速度可能不足以跟上需求侧的增长。因此，我们观察国际海运运价、主要工业金属价格、原油价格今年以来以来的大幅反弹。

图表 12：欧元区 PMI 趋势

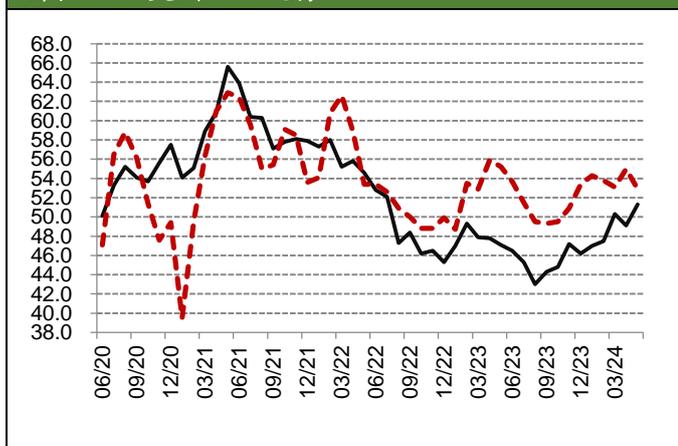


图表 13：美国 PMI 趋势

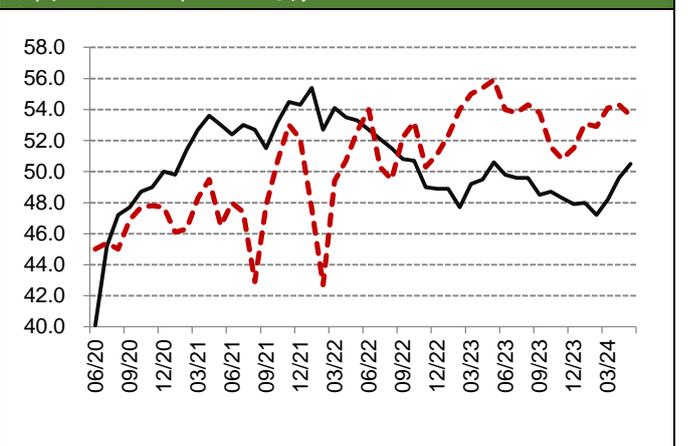


注：黑线：制造业 PMI；红点线：服务业 PMI  
来源：S&P Global、农银国际证券

图表 14：英国 PMI 趋势



图表 15：日本 PMI 趋势

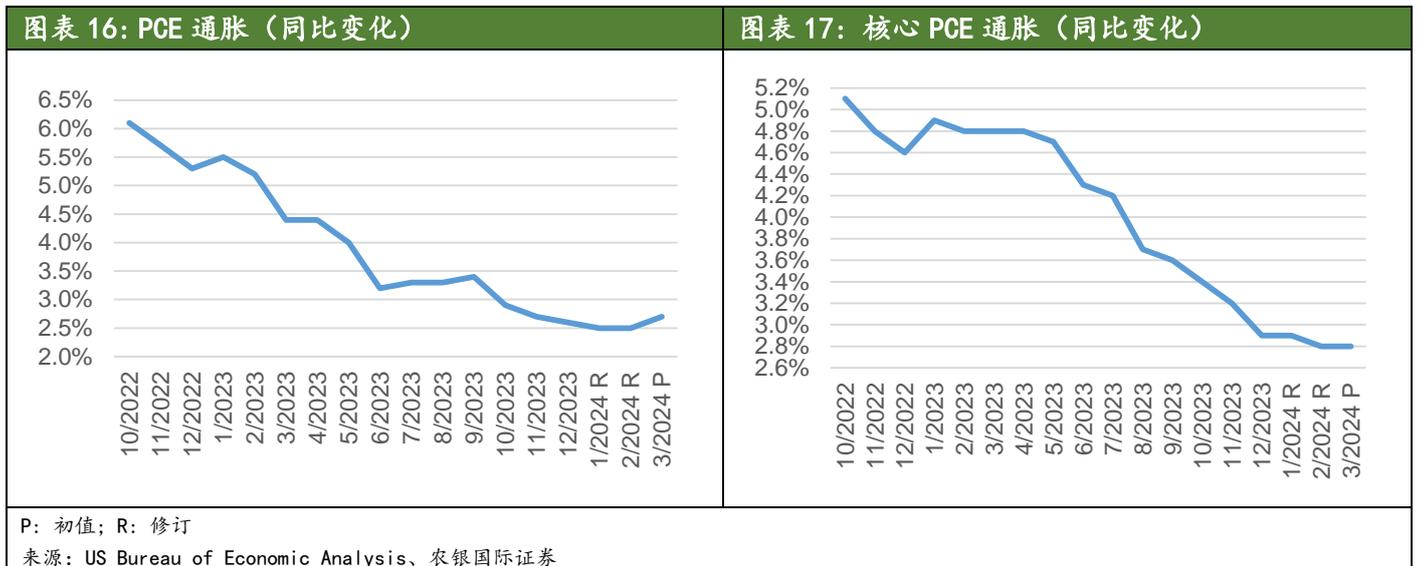


注：黑线：制造业 PMI；红点线：服务业 PMI  
来源：S&P Global、农银国际证券

## 五、 美联储关注个人消费支出（PCE）物价通胀的趋势如何

5月31日（美国时间），4月PCE物价通胀率将公布。衡量经济通胀压力的通胀指标有多种，如CPI、PPI、PCE等，但PCE物价通胀指标是美联储评估通胀压力和趋势的重点。通常，CPI通胀会比PCE通胀早一到两周公布。而且，对CPI进行调查的政府部门与对PCE进行调查的部门是不同的。虽然CPI和PCE代表的通胀数据会有所不同，但我们的分析表明它们具有相似的方向趋势，并且具有很强的统计相关性。由于CPI通常早于PCE发布，因此CPI是PCE的先行指标。

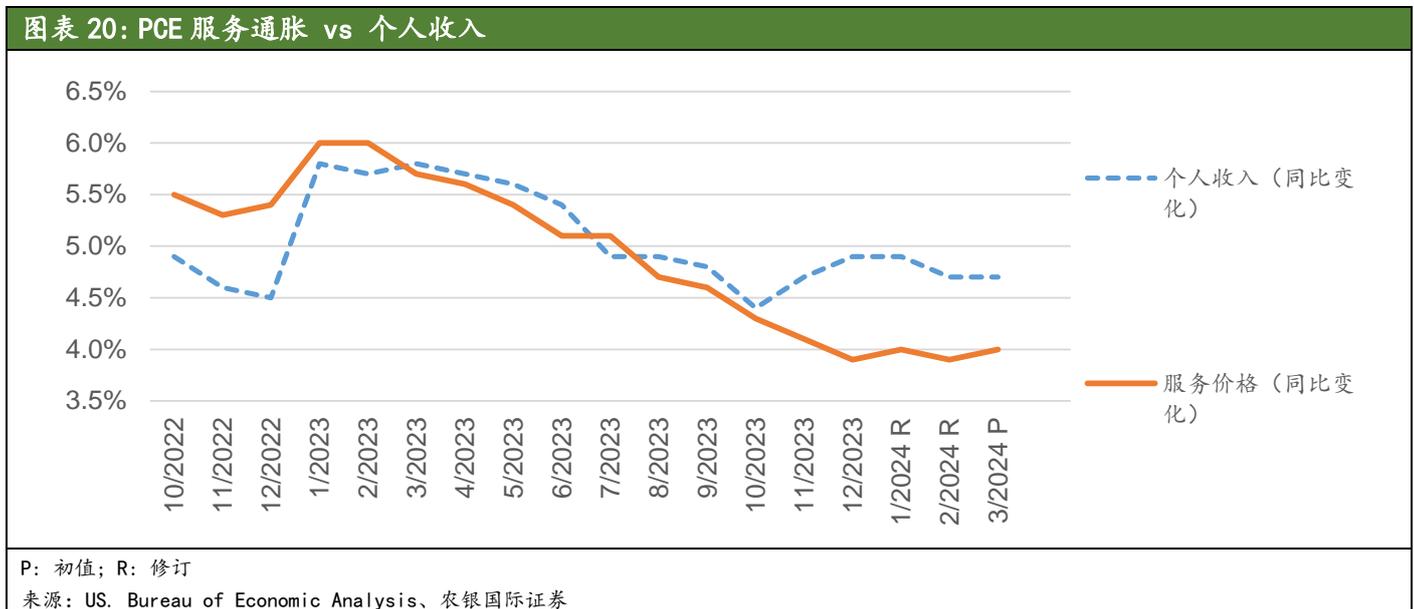
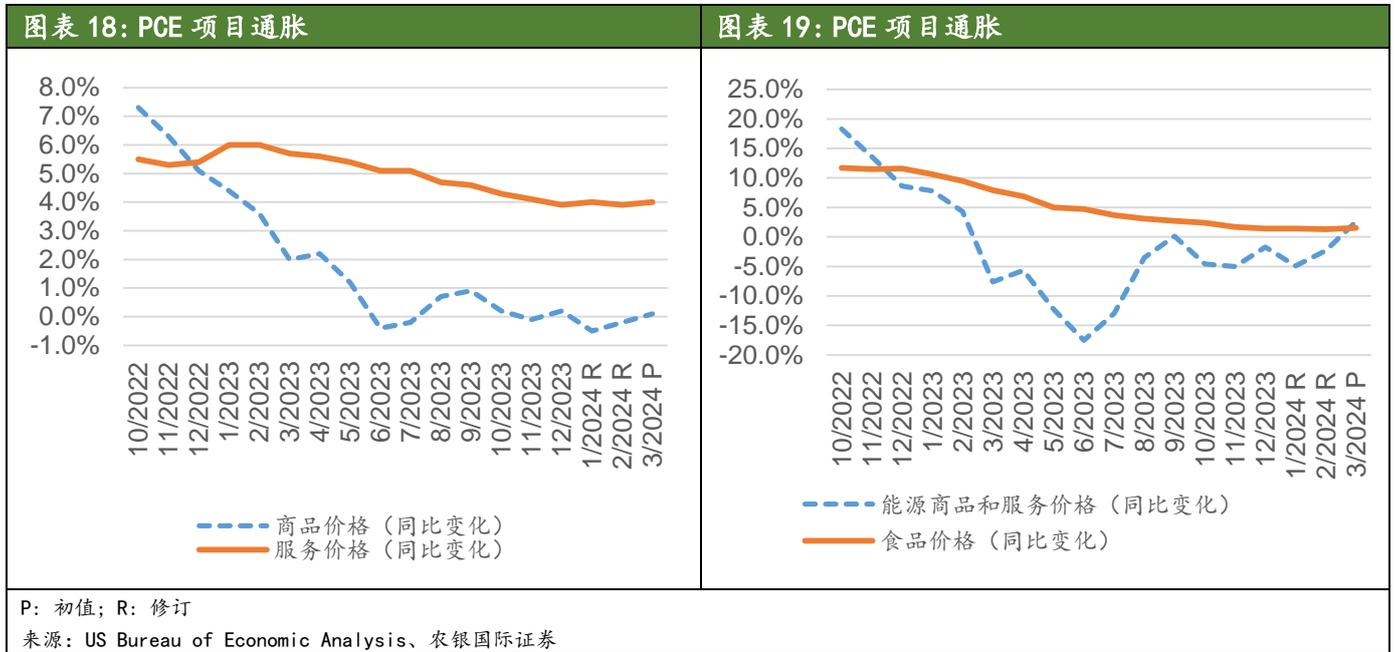
2022年中至2023年末，PCE物价通胀呈下降趋势，通胀压力持续缓解。因此，市场此前预计美联储将在2024年开始大幅降息。不过，2024年至今，PCE的跌幅正在放缓。因此，市场预计美联储不会急于降息。利率前景影响投资决策和金融资产估值。我们有必要了解为什么2024年以来PCE通胀下降速度放缓。



我们的分析表明，有两个因素阻碍 PCE 通胀下降。首先，PCE 服务业通胀居高不下，下降速度非常缓慢。我们认为，强劲的服务业以及个人收入或工资的增长导致 PCE 服务通胀保持高位。其次，2024 年至今原油价格的上涨推高了 PCE 能源通胀上升压力。第三，PCE 商品和食品通胀压力依然较低。因此，服务业通胀和能源通胀是影响 PCE 通胀的主要因素。美国服务业 PMI 显示服务业表现强劲，PCE 服务业通胀压力难以迅速缓解。由于去年同期基数较低，5、6 月份能源通胀压力可能加大。由于 2023 年 9 月至 10 月的高基数效应，2024 年 9 月至 10 月 PCE 能源通胀率可能会放缓。

PCE 通胀数据是否明显高于美联储目标？答案是不。3 月份 PCE 和核心 PCE 通胀初值数据分

别为同比 2.7%和 2.8%。美联储此前预计 2024 年第四季度 PCE 和核心 PCE 通胀率将分别降至 2.4% 和 2.6%。不过，美联储更关注的是通胀趋势，而不是单月份通胀率。由于 2024 年至今较高的服务业通胀压力和能源通胀反弹抵制了 PCE 通胀的下行趋势，导致美联储在降息方面犹豫不决。



## 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、复制或以任何其它形式分发

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