



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED



港股市场一周回顾

2023 年 11 月 24 日

港股市场一周回顾

24/11/2023

- 恒生指数成份股权重产生变化
- 宏观审慎管理局接手拟订房地产金融领域的宏观信贷指导政策
- 9-10月电信服务收入增速加快
- 沃尔玛(Walmart)抓住不断变化的消费者行为 在中国的销售却逆势上扬
- 全球芯片销售处于缓慢复苏周期
- 下周展望

一、 恒生指数成份股权重产生变化

恒生指数成份股将加入新能源汽车生产商理想汽车(2015 HK)及临床医学药品研究服务商药明康德(2359 HK)，于12月4日生效。恒指成份股将从80支增至82支。成份股的变化也带来不同行业及个股在指数的权重产生变化。

成份股改变后，金融行业的权重约32.76%，其中，非H股金融、H股银行、H股保险权重分别约为19.78%、9.95%、3.03%。H股金融股权重显著低于非H股金融股。金融板块仍是影响指数主力军，特别是中资金融股对国内宏观经济敏感但非中资金融对境外宏观形势敏感。

地产板块权重约5.60%，其中，中资地产股权重约1.95%。虽然地产股波动大，吸引市场眼球，但板块权重低，并非影响指数大幅变化的推手。

电商及互联网行业板块是另一个权重行业，约占恒指26.15%权重，他们对于国内宏观特别是消费行业敏感。消费电子、部件及先进制造业权重约4.51%。

其他主要板块的权重不高，汽车业、能源开采业、电信服务业、餐饮及食品业、医药制造业(不包电商)、公用事业的权重分别为4.83%、4.37%、3.65%、3.31%、3.29%、2.98%。

金融业和电商及互联网行业权重合计近59%。恒生指数变化趋势主要受这两个行业板块影响较大。

本周恒指升0.6%。11月以来恒指升2.6%，主要受电商及互联网板块、金融板块、地产板块上涨推动，中资地产股领涨。

二、 宏观审慎管理局接手拟订房地产金融领域的宏观信贷指导政策

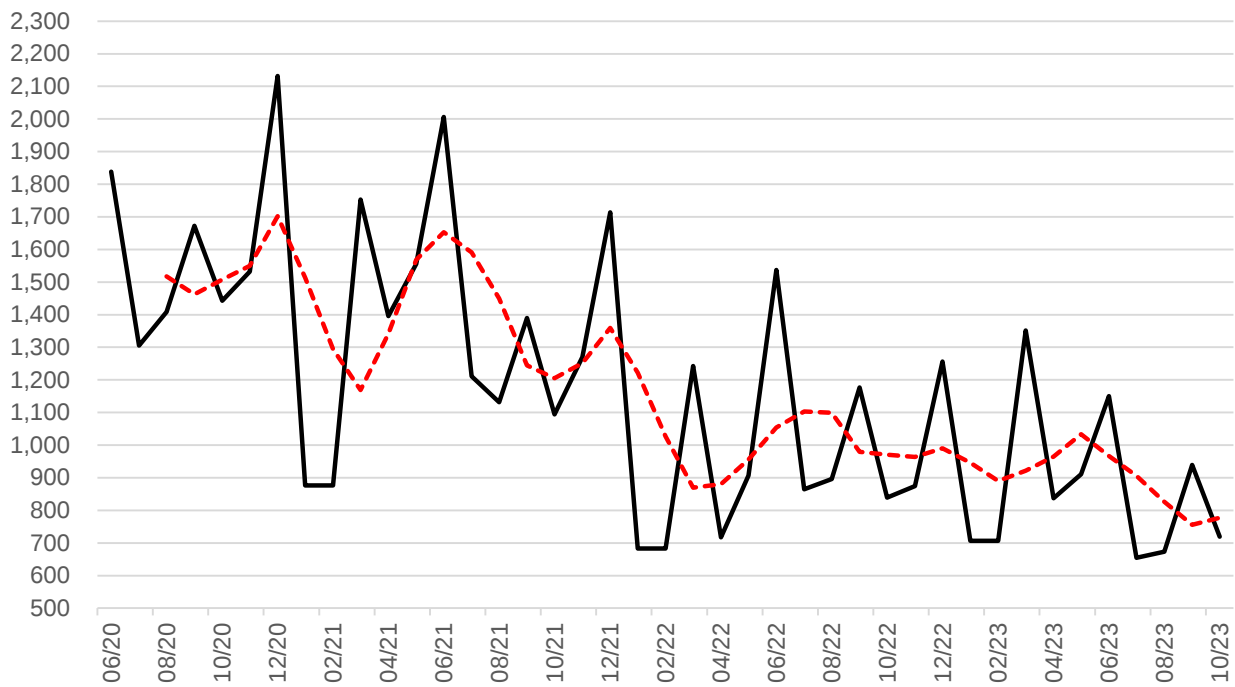
近几周来，有较多有关宏观金融措施利好中国房地产市场的传闻。尽管传言尚未得到证实，但大部分中资地产股及债券反应积极。香港证监会持牌分析师不允许散布谣言，我们在这不重复市场未得到证实传闻。然而，我们想提醒一下央行内对房地产金融监管实际上已发生了变化。了解了实际的变化，大家就会明白为什么市场对近期中国楼市的支持措施有各种积极预期。

10月中旬，国务院宣布中国人民银行、金融监督管理总局、证监会之间的部分工作职责发生调整。在房地产金融监管方面，国务院宣布将人民银行内的金融市场司所承担拟订并组织实施宏观信贷指导政策中涉及房地产金融领域的相关职责，划入人民银行内的宏观审慎管理局。我们认为，央行内部监管房地产金融部门的变化体现了房地产金融不仅仅被视为一个行业事情，房地产金融被认为将对宏观金融和经济稳定产生重大影响。

6月份，5年期LPR下调10bp，当时市场预期楼市将会反弹。其后，国家统计局公布的数据显示，7、8月份房地产销售依然低迷，且多家大型房地产开发商面临财务压力（参考图表1-2）。6月以后的楼市形势表明，房地产市场需要更加多协调的金融措施来支持。其实不仅是支持楼市，还需要支持开发商。我们判断，宏观审慎管理局在10月份接手制定房地产金融政策后，将拟订多项房地产金融政策新举措，目标是避免房地产金融触发出现的新系统性风险。

从资本市场投资者角度看，对楼市扶持措施的积极预期将降低行业风险溢价。风险溢价降低对于持有房地产公司债券和股票的投资者来说是个好消息，因而过去一周大部分中资地产股及债券反应积极。然而，房地产市场是透明的。每个月初，大部分上市的房企都会公布上一个月的房产销售数据。开发商11月销售情况将于12月前两周公布。投资者的思路认为，房地产开发商销售复苏意味着其偿债能力提高，财务困境风险下降将导致股票和债券估值提升。未来几个月房地产销售趋势的持续复苏是市场期待的。

图表 1: 新建商品住宅月度销售 (10 亿元人民币) — 趋势反映支持楼市不能单靠降息



注：3 个月平均线（上图红点线）平滑短期月度波动以显示趋势； 来源：国家统计局、农银国际证券

图表 2: 五年期 LPR

	5 年期 LPR 变化	变化后 5 年期 LPR
11/2019	-5bp	4.80%
2/2020	-5bp	4.75%
4/2020	-10bp	4.65%
1/2022	-5bp	4.60%
5/2022	-15bp	4.45%
8/2022	-15bp	4.30%
6/2023	-10bp	4.20%

来源：人民银行、农银国际证券

三、 9-10 月电信服务收入增速加快

据工信部称, 2023 年首 10 个月, 中国三大电信服务提供商的电信服务收入同比增长 6.9%。工信部调查显示, 9-10 月服务业收入增速回升。工信部调查主要覆盖三大电信服务提供商。因此, 统计数据为这三个电信服务提供商提供了市场洞察。

2023 年首 6 个月至 2023 年首 8 个月, 电信服务收入同比增速稳定在 6.2%, 2023 年首 9 个月和 2023 年首 10 个月分别增至 6.8%和 6.9%。我们推算 9-10 月隐含平均同比增长率为 9.7%。收入增长动力的增加主要来源于新兴业务(包括 IPTV、数据中心、云服务、大数据和物联网等)和固网宽带业务。

新兴业务板块的收入增速从 2023 年首 8 个月同比增长 18.9%增至 2023 年首 10 个月同比增长 20.5%。我们推算 9-10 月隐含平均同比增长率为 26.9%。1-10 月, 云计算服务、大数据服务和物联网的收入同比增长 41.5% (首 8 个月同比增长 35.4%)、41.4% (首 8 个月同比增长 44.8%) 和 21.2% (首 8 个月同比增长 24.8%)。9-10 月新兴业务板块收入增速的提升主要是由云计算服务增长拉动。我们预计云服务需求的增长是由政府服务数字化和一些政府控制企业运营的增长推动的。政府机构或政府控制的企业可能更愿意采购国有电信服务提供商提供的数据中心、云计算和大数据服务。新兴业务板块是行业第二大收入板块, 贡献了电信服务总收入的 21.3%。该业务收入的快速增长对中国移动 (941 HK)、中国电信 (728 HK)和中国联通 (762 HK)有利。

固网宽带服务领域是另一个收入增长动力。固网宽带服务部门是第三大收入部门, 首 10 个月收入占电信服务总收入的 15.5%。首 10 个月, 该领域的收入同比增长 9.3% (首 8 个月同比增长 7.3%)。我们推算 9-10 月平均隐含收入同比增长率为 17.3%。9-10 月宽带业务收入大幅增长对中国移动和中国电信来说是利好因素。

移动数据服务领域是最大的收入领域, 首 10 个月收入占电信服务总收入的 38.3%。然而, 该细分市场的增长持平。首 10 个月, 收入同比增长 0.5% (首 8 个月同比增长 0.5%)。移动数据业务的高渗透率限制了该细分市场的增长动力。该细分市场的低增长削弱了整体电信服务收入的增长动力。

四、 沃尔玛 (Walmart) 抓住不断变化的消费者行为 在中国的销售却逆势上扬

全球最大连锁店运营商沃尔玛(Walmart, WMT US)在 11 月中召开业绩分析会议, 讨论截至 10 月 31 日止三个月的季度业绩。我们关注其在中国市场的业绩表现, 其中国市场业绩能反映消费者最新的购物行为趋势。

按固定汇率计算, 沃尔玛上一财季其在中国的净销售额同比增长 25.3%, 而前一财季度的同比增长率为 21.7%; 上一财季度同店销售额同比增长 18.6%, 前一财季度同比增长 17.2%。增长数字反映总销售额的增长是主要由同店销售高增长所推动的。

电商渠道销售高增长是沃尔玛在中国市场销售高增长的另一个驱动力。上一财季度其中国市场电商渠道销售同比增长 38%, 而前一财季度为同比增长 44%。电商渠道销售额占中国市场总销售额的 45%。公司解释称, 沃尔玛的山姆会员店(Sam's Club)和电商的销售显示销售增长强劲, 沃尔玛和山姆会员店的店内客流量增加, 中秋节销售额录得两位数增长。公司补充称, 因为销售渠道构成发生变化, 毛利下降。然而, 由于运营效率的提高以及销售渠道构成的变化, 营业利润有所增加。我们认为电商渠道的毛利率可能较低, 但运营成本也较低, 因此电商渠道的销售额增加可能会抑制毛利润表现, 但最终会提高运营利润。

据国家统计局, 1-10 月份, 除汽车以外的消费品零售同比增长 7.0%, 增速比上半年低 1.3 个百分点。按零售业态分, 1-10 月份, 限额以上零售业单位中, 便利店、专业店、品牌专卖店、百货店零售额同比分别增长 7.3%、4.7%、3.6%、7.2%, 增速分别比上半年增速低 0.9、0.7、1.0、2.6 个百分点; 1-10 月份, 超市零售额同比下降 0.6%, 降速比上半年扩大 0.2 个百分点。

统计局数字反映了各销售渠道普遍存在以下的现象, 一是下半年前四个月增长势头较上半年放缓, 二是零售增速不高, 三是只有超市渠道出现销售下滑。如果根据这些数字, 很容易得出消费市场和消费情绪非常疲弱的结论, 尤其是超市。沃尔玛在中国的销售增长及其电商渠道销售增长均大幅超过市场整体零售额增长。

沃尔玛在中国的销售业绩却逆势上扬。在这种情况下, 消费情绪疲软并不是解释整体零售市场状况的唯一原因。在同一个宏观经济背景下, 我们认为重点是商店经营者是否能抓住不断变化的消费者行为, 通过提高市场份额达到高于市场平均增速。当前, 消费者更喜欢在非传统销售渠道购物, 例如沃尔玛在中国经营的线上店及线下山姆会员店。沃尔玛在中国市场的出色表现也意味着其竞争对手正在失去市场份额。

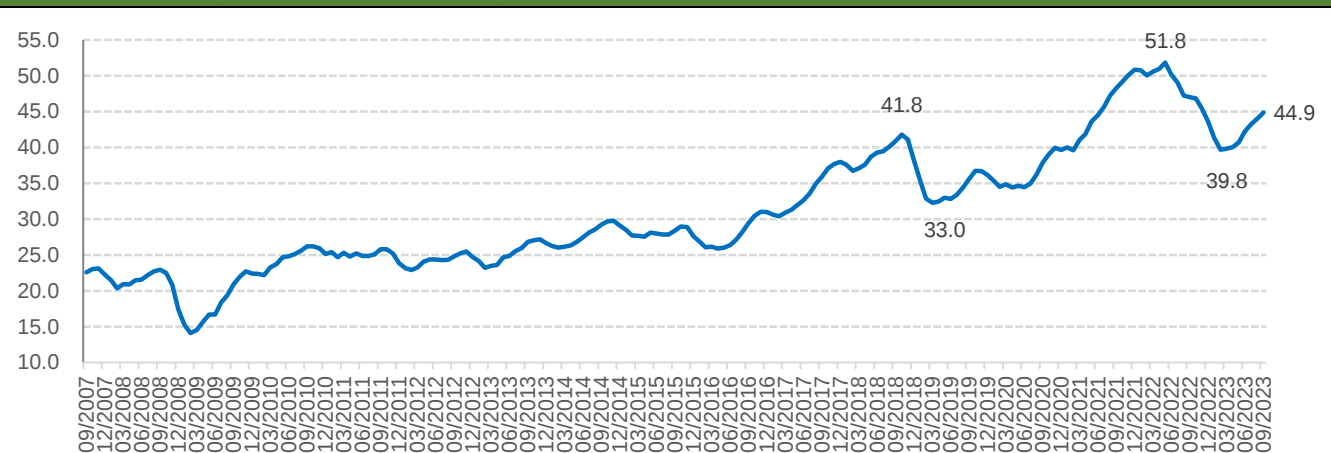
五、 全球芯片销售处于缓慢复苏周期

据半导体行业协会最新调查显示，9 月份，全球芯片销售额同比下降 4.5%，这已是连续 13 个月同比下降。然而，9 月份全球芯片销售额环比增长 1.9%，这是连续 7 个月环比增长。同比和环比变化的相反方向表明全球芯片销售正在复苏（参考图表 3）。在中国市场，根据行业协会的数据，9 月份芯片销售额同比下降 9.4%，这已是连续 15 个月同比下降。然而，9 月份芯片销售额环比增长 0.5%，这是连续 7 个月环比增长。中国芯片市场也在持续缓慢复苏中。风险是行业统计数据显示环比增长动力有放缓态势（参考图表 4），预示全球芯片销售处于缓慢复苏周期。

根据中国最大芯片代工厂商 中芯国际(981 HK)本月的分析师会议，管理层表示中国客户渠道的芯片库存已大幅清理，因此补充库存的采购订单正在增加。然而，欧洲和美国客户的库存水平仍然较高，这表明来自那里的采购订单仍然疲软。

据全球最大芯片代工厂商 台积电（2330 TT； TSM US）月度销售额统计，其 10 月销售额同比增长 15.7%，这是连续 7 个月同比下跌后，首次录得同比增长；而 10 月份销售额环比增长 34.8%，但 9 月环比下跌 4.4%和 8 月环比增长 6.2%。台积电 10 月份的销售表现受每年第四季度手机旺季影响（参考图表 5）。台积电销售复苏态势不稳定，这是行业复苏不稳风险提示。

图表 3：全球半导体月销售额（2007 年至今）（10 亿美元）



来源：SIA、农银国际证券

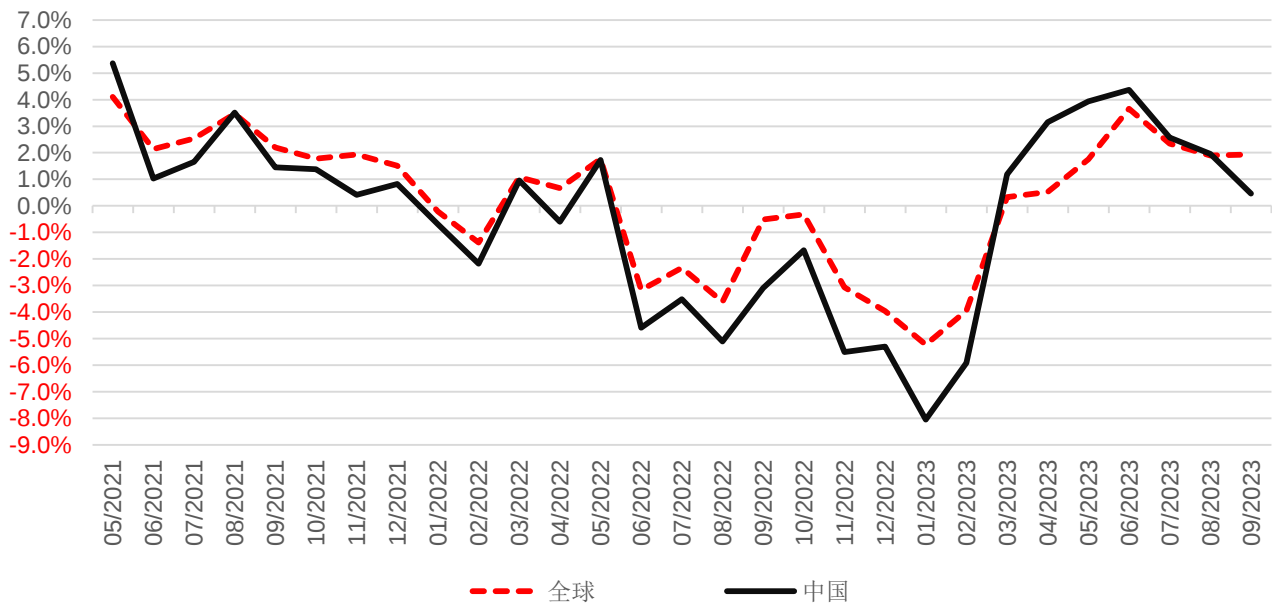


農銀國際

ABC INTERNATIONAL

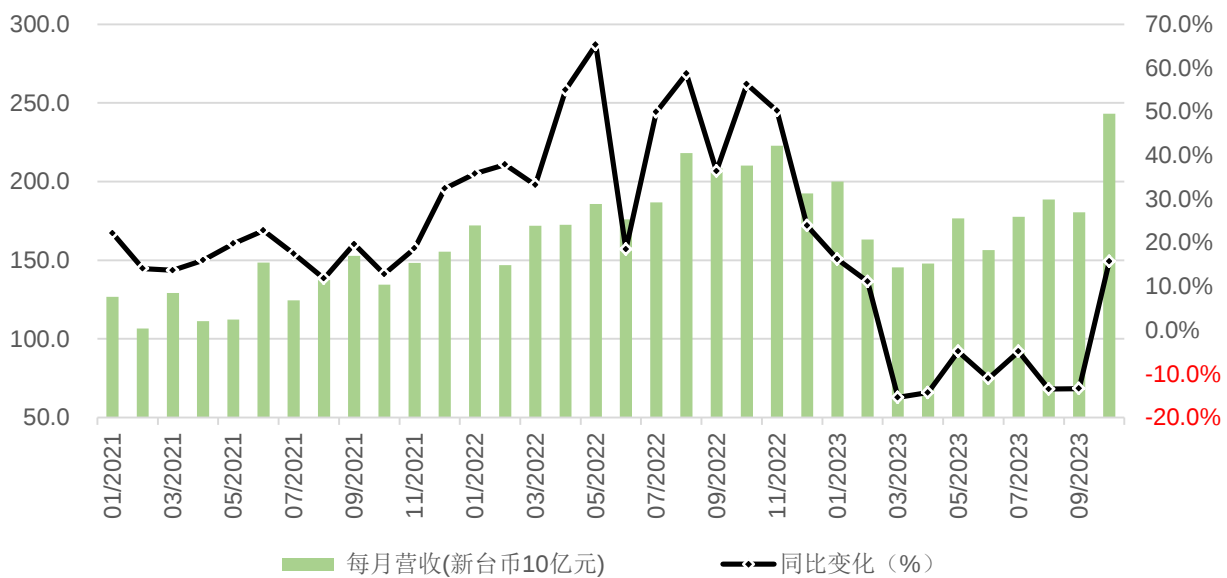
ABC SECURITIES COMPANY LIMITED

图表 4：全球及中国市场半导体销售额月环比变化 - 环比增长动力有放缓风险



来源：SIA、农银国际证券

图表 5：台积电（2330 TT； TSM US）月度销售额 和 同比变化



来源：台积电、农银国际证券

六、 下周展望

宏观方面， 下周将是 11 月的最后一周，也是 2023 年最后一个月的开始。中国宏观方面，重点关注工业企业 10 月利润统计数据（11 月 27 日周一发布）和 11 月 PMI（11 月 30 日周四发布）。宏观经济增长揭示经济产出和企业收入潜在趋势情况；但资本市场对行业及相应企业的盈利趋势更为敏感。3 至 7 月，工业企业利润连续六个月同比下降，8 月和 9 月利润同比分别增长 17.2% 和 11.9%。三季度数据显示，工业企业利润呈现强劲回升。工业企业 10 月利润统计数据是市场关注的焦点，这是工业企业利润增长势头能否在四季度持续的信号。对于 11 月 PMI，市场预期 11 月中国制造业 PMI 将维持在 50 以下，10 月制造业 PMI 为 49.5。市场对中国制造业活动的复苏保持非常谨慎的态度。不过，市场预期 11 月份非制造业 PMI 将小幅上升，维持在 50 以上。10 月份，非制造业 PMI 为 50.6。

微观方面， 与往常一样，主要纯新能源汽车制造商将于 12 月 1 日周五公布 11 月份销量，这是传统“金九银十”销售旺季之后的销售表现。下周，电商平台 美团（3690 HK）和 哔哩哔哩（9626 HK）将公布季度业绩。

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