



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABC SECURITIES COMPANY LIMITED



农银国际中国/香港证券研究

2024 年下半年经济展望及投资策略报告

经济坚韧支持收益增长

28.06.2024

目录

| | | |
|------------------------|----|---------------------------------|
| 2024 年下半年全球经济展望 | 4 | 姚少华 (经济师) |
| 2024 年下半年中国经济展望 | 7 | 经济展望 yaoshaohua@abci.com.hk |
| 2024 年下半年投资策略 | 12 | 852-2147 8863 |
| 香港 IPO 市场 | 24 | 陈宋恩 (研究部主管) |
| 中国银行业 - 正面 | 27 | 投资策略 philipchan@abci.com.hk |
| 中国互联网业- 正面 | 32 | 852-2147 8805 |
| 正面中国消费业 - 正面 | 35 | 欧宇恒 (分析员) |
| 先进制造业- 正面 | 43 | 中国银行业 johannesau@abci.com.hk |
| 注: | | 852-2147 8802 |
| (1)于 2024 年 6 月 28 日发布 | | 周秀成 (分析员) |
| | | 中国互联网业 stevechow@abci.com.hk |
| | | 852-2147 8809 |
| | | 潘泓兴 (分析员) |
| | | 中国消费业 paulpan@abci.com.hk |
| | | 852-2147 8829 |
| | | 白炯(分析员) |
| | | 先进制造业 alexbai@abci.com.hk |
| | | 852-2147 8825 |

鉴于农银国际的内部政策，本报告所提及及推荐的股票范围受限，或未能涵盖所有股票

经济师：姚少华博士

经济展望

2024 年下半年

2024 年下半年全球经济展望

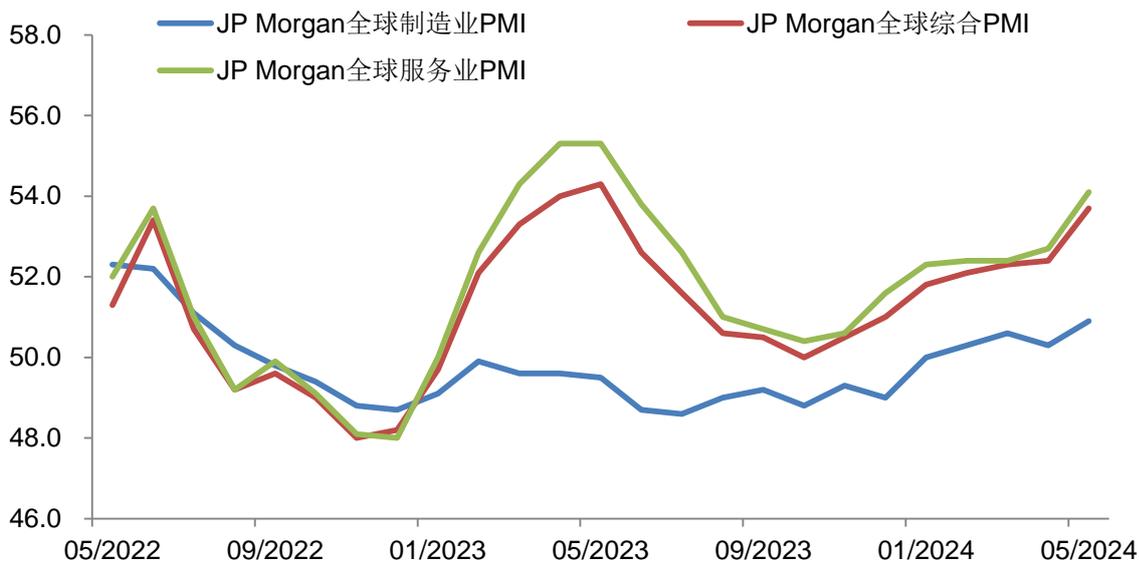
经济师：姚少华

- 2024 年上半年全球经济表现出强劲的韧性，主要归因于全球通胀明显放缓，以及就业和收入保持稳定增长。由于货币政策依旧偏紧，能源和食品价格下降，加上供应链压力的持续缓解，许多国家的整体通胀开始放缓
- 在通胀趋缓的背景下，全球主要央行在 2024 年上半年开始放宽货币政策，这导致全球主要国家的国债利率下降。中国人民银行、欧洲央行、加拿大银行和瑞士国家银行都降低了它们的主要政策利率
- 展望未来，尽管地缘政治冲突持续，但我们预计 2024 年下半年全球经济增长将保持稳定，主要因为全球贸易增长或改善，以及货币政策的宽松将支持发达国家和发展中国家的投资增长
- 我们预计 2024 年美国、中国、欧元区、日本和英国的经济分别增长 2.2%、5.0%、0.8%、0.6%和 0.5%， 相比而言，上述国家在 2023 年经济分别增长 2.5%、5.2%、0.5%、1.9%和 0.1%

2024 年上半年全球经济保持韧性

2024 年上半年，全球经济活动展现出惊人的韧性，主要归因于全球通胀显著降低，以及就业和收入保持稳定增长。自 2024 年年初以来，JP Morgan 全球制造业 PMI、服务业 PMI 以及综合 PMI 持续高于 50 临界点水平，表明制造业和服务业均广泛复苏（图表 1）。根据 WTO 在 3 月 8 日发布的最新商品贸易晴雨表，2024 年上半年全球商品贸易增长似乎有所复苏。商品贸易晴雨表总指数达到 100.6，略高于 100 的基准值，显示全球商品贸易在 2024 年上半年开始呈现适度的增长。

图 1: 摩根大通全球 PMIs (%)



来源：彭博、农银国际证券

2024 年第 1 季度全球主要经济体的 GDP 增速表现分化。美国和中国的经济增长较为强劲，而欧洲国家和日本的经济增长则相对疲弱。数据显示 2024 年第 1 季度美国、中国、欧元区、日本和英国



的经济分别同比增长 2.9%¹、5.3%、0.4%、-0.1%和 0.2%，相比之下，2023 年第 4 季度上述国家的经济分别同比增长 3.1%、5.2%、0.2%、1.1%和-0.2%（图 2）。在 2024 年上半年，全球主要经济体的劳动力市场继续紧绷，失业率处于低位，劳动力短缺情况持续存在。

图 2: 全球主要经济体的 GDP 增长 (%)

| 实际 GDP 增长 (同比) | 2023 | 4Q23 | 1Q24 |
|----------------|------|------|------|
| 美国 | 2.5 | 3.1 | 2.9 |
| 中国 | 5.2 | 5.2 | 5.3 |
| 欧元区 | 0.5 | 0.2 | 0.4 |
| 日本 | 1.9 | 1.1 | -0.1 |
| 英国 | 0.1 | -0.2 | 0.2 |

来源：彭博、农银国际证券

许多国家在 2024 年上半年整体通胀有所放缓，主要因为货币政策依然偏紧、供应链改善以及能源和食品价格下降。撇除食品及能源价格外的核心通胀在不少国家亦回落，但由于工资上涨较快，核心通胀放缓程度不及整体通胀。根据世界银行在六月份的估计，受益于全球需求的减弱，2024 年全球整体通胀预计将从 2023 年的 7.9%降至 3.5%。然而，由于服务价格的快速上涨，核心通胀的下降可能更为缓慢。预计直到 2026 年底，大多数国家的通胀率才能回到央行的目标水平。虽然大多数发展中国家的工资增速仍属可控，但由于劳动力市场紧张，部分发达经济体在 2024 年上半年出现了工资明显上涨。

随着全球通胀逐步缓解，全球主要央行在 2024 年上半年开始放宽货币政策，这亦导致了全球主要国家的国债利率下降。尽管美联储在上半年将联邦基金利率的目标区间保持在 5.25%-5.50%不变，但从 6 月开始美联储放缓了其缩表速度，将美国国债的每月赎回上限从 600 亿美元降至 250 亿美元。随着通胀放缓，美联储预期在下半年开始降息。在 6 月的会议上，欧洲央行下调了其再融资利率、边际贷款利率和存款机制利率各 25 个基点，下调后的利率分别为 4.25%、4.50%和 3.75%。此外，欧洲央行还计划在 2024 年下半年平均每月减持 75 亿欧元的紧急抗疫购计划（PEPP）资产。同时，中国人民银行、加拿大银行和瑞士国家银行在上半年亦下调了其政策利率。然而，由于通胀和工资上升，日本央行在 3 月将其政策利率从-0.10%提升至 0.00%-0.10%，这是 17 年来的首次加息。日本银行还取消了对 10 年期国债收益率 1.00%的参考上限。

2024 年下半年全球经济增长或保持稳定

展望未来，尽管高度的地缘政治紧张局势或持续，但我们预计 2024 年下半年全球经济增长将保持稳定，主要因为全球贸易增长或改善以及货币政策的宽松将促进发达国家和发展中国家的投资活动。根据 WTO 在 4 月的贸易预测报告，2024 年全球商品贸易量预计将增长 2.6%，而 2023 年则出现了 1.2%的下降。此外，根据世界银行在 2023 年 6 月发布的《全球经济展望》，2024 年全球经济增速预计将维持在 2.6%，与 2023 年持平（图 3）。OECD 在 2024 年 5 月发布的最新《经济展望》报告中，亦预测 2024 年全球经济将以 3.1%的增速扩张，与 2023 年相同。

由于工资增长的减缓、疫情期间积累的储蓄耗尽，以及仍然偏高的利率水平，我们预计 2024 年美国经济将增长 2.2%，较 2023 年的 2.5%的增速有所下降。我们预计消费支出将恢复常态，主要因为实际可支配收入增长或放缓，以及失业率或上升。持续的利率高企亦会拖累房地产投资。尽管如此，

除另有指明外，本报告列示的变动比率均为按年变化

美国政府对芯片与科学法案和通胀削减法案的资金支持将继续推动高端制造业的发展。我们预计 2024 年美国整体通胀将显著下降，但核心通胀仍可能超过美联储 2% 的目标。由于通胀将下降以及就业市场供不应求的状况缓解，我们预计美联储在 2024 年下半年将降息两次。我们预计到 2024 年底，联邦基金利率的目标区间将降到 4.75%-5.00%。在 2024 年下半年，美联储每月将继续减持 250 亿美元的国债以及 350 亿美元的住宅和商业抵押贷款支持证券。

有见于房地产行业或持续疲弱，我们预计中国 2024 年的经济增速将从 2023 年的 5.2% 略降至 5.0%。出口的显著复苏以及基建和制造业投资的温和回升将是 2024 年下半年经济增长的主要推动力。通胀将在 2024 年下半年维持温和态势，料不构成宏观政策的制约因素。货币政策方面，我们预期人民银行将继续维持中性偏松的货币政策。人民银行预计将保持流动性充裕以支持对制造业企业及中小企业的信贷供给。我们预期人民银行或在 2024 年下半年继续宣布下调 RRR 和基准利率。我们预期中国政府将在 2024 年下半年继续采用积极的财政政策来支持增长。

我们预计欧元区的经济增速将从 2023 年的 0.5% 小幅回升至 2024 年的 0.8%，主要因为政策利率的降低和实际收入的持续恢复。在 2024 年下半年，偏紧的劳动力市场带来的工资增长将支持私人消费，而利率的降低和复苏与韧性基金的持续拨款将有利于私人投资。虽然能源和食品价格的下降将继续缓解 2024 年下半年的整体通胀，但由于服务价格的粘性，核心通胀将维持高位。货币政策方面，有见于欧元区疲弱的经济增长动能，我们预计欧洲央行将在 2024 年下半年降息两次。我们预期欧洲央行在 2024 年底将主要再融资利率、边际贷款利率以及存款机制利率分别调降至 3.75%、4.00% 及 3.25%。此外，我们预计 2024 年英国经济将增长 0.5%，较 2023 年的 0.1% 增速有所提升，主要因为宽松的货币政策将支持商业投资，以及实际工资的强劲增长将帮助私人消费。货币政策将继续放宽，我们预计到 2024 年年底英格兰银行的政策利率将降至 4.50%。

由于疲弱的外需将拖累出口增长，以及实际家庭收入增长放慢或拖累国内需求，我们预计 2024 年日本的经济增速将从 2023 年的 1.9% 放缓至 0.6%。随着进口的能源和食品价格的回落，日本在 2024 年下半年的整体通胀压力将有所缓解，而核心通胀预计将在 2024 年年底放缓至 2% 左右。货币政策方面，日本央行将继续逐步提高短期政策利率。我们预计到 2024 年底短期政策利率或上升至 0.15%-0.25%。

图 3：全球主要经济体的 GDP 增长预测 (%)

| 实际 GDP 增长(同比) | 2023 | 2024 预测 |
|---------------|------|---------|
| 美国 | 2.5 | 2.2 |
| 中国 | 5.2 | 5.0 |
| 欧元区 | 0.5 | 0.8 |
| 日本 | 1.9 | 0.6 |
| 英国 | 0.1 | 0.5 |
| 全球 | 2.6* | 2.6* |

*世界银行的估计和预测

来源：世界银行、彭博、农银国际证券预测



2024 年下半年中国经济展望

经济师:姚少华

- 得益于净出口和工业产出的支持，中国经济在 2024 年第 1 季同比增长 5.3%，不仅高于 2023 年第 4 季的 5.2%，亦优于市场预测的 4.8%。然而，2024 年第 2 季中国经济略有放缓，主要因为房地产行业依然疲软，以及宏观经济的通缩压力未见明显改善
- 尽管 2024 年第 1 季的中国 GDP 的增速优于市场预期，但有见于房地产行业或持续偏疲弱、部分地方政府降低债务水平以及消费者信心疲弱，我们预计中国经济增速在 2024 年下半年将小幅放缓。总体来看，我们预计 2024 年全年中国经济增长 5.0%，与我们之前的估计一致
- 2024 年下半年通胀将在较低基数效应下反弹。我们预计 2024 年 CPI 通胀或从 2023 年的 0.2% 上升至 0.5%。我们预计 2024 年 PPI 通胀将从 2023 年的-3.6%反弹至-1.5%
- 货币政策方面，我们预期人民银行在 2024 年下半年将继续维持偏宽松的货币政策。人民银行料保持流动性合理充裕来增加对五大领域的贷款增长，包括科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融和数字金融。另外，为降低实体经济的融资成本，我们预期人民银行在 2024 年下半年将继续下调基准利率
- 由于 2024 年上半年财政支出增速较慢，我们预期中央政府在下半年将加快财政支出的进度。虽然地方政府正在推进化债工作，但新增的专项债以及超长期的特别国债的发行将支持基建投资。同时财政资金亦将支持大规模设备更新以及消费品的以旧换新计划
- 中共二十届三中全会将于 7 月在北京召开，会议将重点研究进一步全面深化改革、推进中国式现代化问题。我们预计本次三中全会的改革的焦点将包括以下四个主要领域：财税体制改革、发展新质生产力、推动现代企业制度改革以及金融市场改革

2024 年上半年中国经济增速略有回升

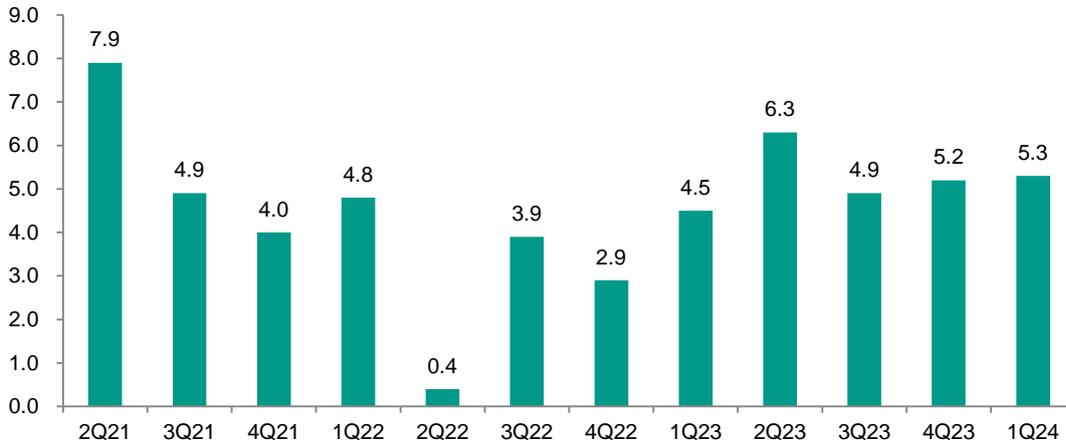
得益于净出口和工业产出的支持，中国经济在 2024 年第 1 季同比增长 5.3%²，不仅高于 2023 年第 4 季的 5.2%，亦优于市场预测的 4.8%（图 1）。国内生产总值各个组成部分的分析显示，消费仍然是 2024 年第 1 季经济增长的主要推动力，贡献整体经济增长 3.9 个百分点。投资对整体经济增长贡献了 0.6 个百分点，而货物和服务的净出口贡献了 0.8 个百分点。

然而，2024 年第 2 季中国经济略有放缓，主要因为房地产行业依然疲软，以及宏观经济的通缩压力未见明显改善。整体经济活动特别是内需在 4 月及 5 月表现较为疲弱。社会消费品零售销售在 4 月及 5 月分别增长 2.3%和 3.7%，低于 2024 年第 1 季 4.7%的增速。4 月和 5 月的城镇固定资产投资增速亦从第 1 季的 4.5%分别减缓至 3.5%和 3.4%。

除另有指明外，本报告列示的变动比率均为按年变化



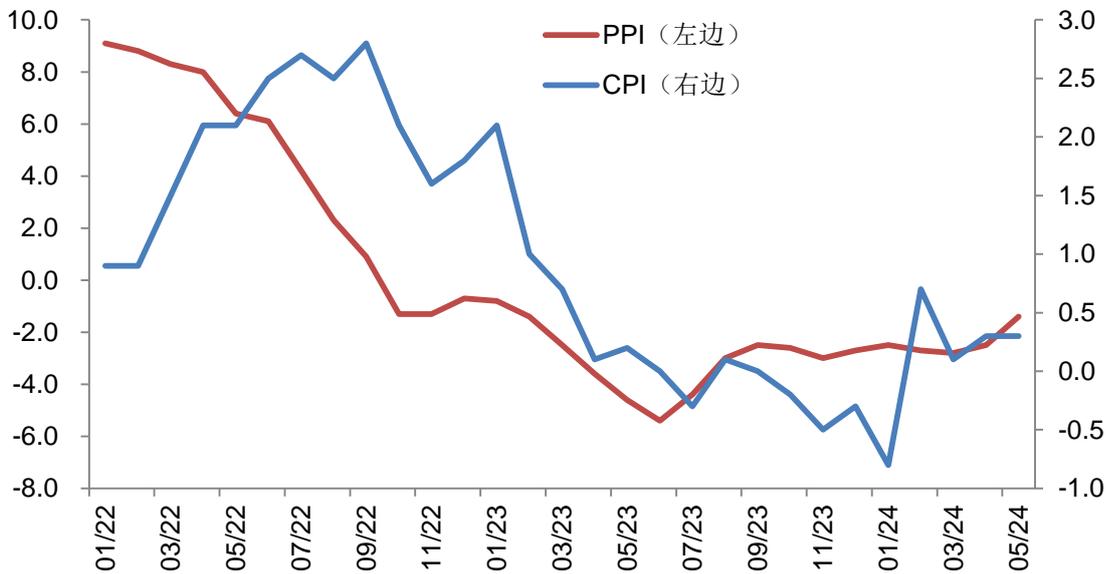
图 1: 中国的 GDP 同比增长 (%)



来源: 国家统计局、农银国际证券

由于整体经济活动的有效需求疲弱, 2024 年上半年通缩压力仍持续存在(图 2)。在 2024 年前 5 个月 CPI 仅上涨了 0.1%, 主要因为非食品价格保持温和, 而食品价格明显放缓。同期剔除食品和能源价格外的核心 CPI 通胀亦保持在 0.7% 的较低水平。由于包括能源和黑色金属在内的大宗商品价格放缓, PPI 在 2024 年前 5 个月下降 2.4%。

图 2: 中国的 CPI 和 PPI (%)



来源: 国家统计局、农银国际证券

货币政策方面, 2024 年年初至今人民银行采用了偏松的货币政策来支持经济增长。年初至今人民银行实施降准及下调 LPR 利率来支持实体经济, 特别针对中小企业及民营企业。2024 年 5 月末衡量实体经济从金融体系获得资金多寡的社会融资规模存量同比增长 8.4%, 广义货币供给(M2)同比增长 7.0%, 两者均超过名义 GDP 增速。5 月份新发放贷款的利率仅为 3.67%, 处于较低水平。



2024 年下半年中国经济增速或小幅放缓

尽管 2024 年第 1 季的中国 GDP 的增速优于市场预期，但有见于房地产行业或持续偏疲弱、部分地方政府降低债务水平以及消费者信心疲弱，我们预计中国经济增速在 2024 年下半年将小幅放缓。外需的持续恢复以及制造业投资的温和回升将是经济增长的主要推动力。相反，仍偏疲弱的房地产行业和部分地方政府高企的债务水平将是主要挑战。总体来看，我们预计 2024 年全年中国经济增长 5.0%，与我们之前的估计一致（图 3）。

内需方面，我们预计 2024 年下半年整体投资将保持温和增长，主要因为制造业和基建投资的强劲增长将被房地产投资的疲软所抵消。有见于外需复苏、PPI 反弹以及制造业大规模的设备更新，2024 年制造业投资在 2024 年下半年将维持较快增长。同时，高新技术制造业投资或在宏观政策的支持下获得快速增长。2024 年下半年基建投资将在财政政策支持下略有加快。尽管中国已公布了包括汽车和家用电器在内的消费品以旧换新计划，但由于收入增长缓慢和消费者信心不足，我们预计消费在 2024 年下半年或继续低迷。

外需方面，由于发达国家特别是美国将继续补库存，以及在各类新增关税生效前增加从中国的进口，我们预计 2024 年下半年中国的出口增长或加快。此外，随着经济合作的深化，中国对非洲、一带一路国家，尤其是俄罗斯的出口将维持强劲增长。由于内需较疲弱导致原材料的进口难于明显反弹，我们预计 2024 年下半年进口增长将保持稳定。

我们预计 2024 年下半年通胀将在较低基数效应下反弹。我们预计 2024 年 CPI 通胀或从 2023 年的 0.2% 上升至 0.5%。2024 年下半年猪肉价格或因供应趋紧和低基数效应上涨。核心 CPI 预计将保持稳定。有见于大宗商品价格回升和低基数效应，我们预计 2024 年 PPI 通胀将从 2023 年的 -3.6% 反弹至 -1.5%。2024 年下半年通胀料不构成宏观政策的制约因素。

货币政策方面，我们预期人民银行在 2024 年下半年将继续维持偏宽松的货币政策。人民银行料保持流动性合理充裕来增加对五大领域的贷款增长，包括科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融和数字金融。随着对资金空转套利的监管加强，我们预计 2024 年新增人民币贷款与新增社会融资规模或分别为 20.0 万亿人民币及 30.0 万亿人民币，低于 2023 年的 22.8 万亿人民币和 35.6 万亿人民币。另外，为降低实体经济的融资成本，我们预期人民银行在 2024 年下半年将继续下调基准利率。我们预计 2024 年年底 1 年期与 5 年期 LPR 的利率水平分别下调至 3.25% 及 3.75%。为增加金融市场流动性，我们预期 2024 年下半年人民银行将继续下调 RRR 一次。我们预计 2024 年年底大型存款类金融机构的 RRR 为 8.00%，中型存款类金融机构为 6.00%，而小型存款类金融机构的 RRR 则维持在 5.00% 不变。2024 年年底广义货币供给(M2)预计增长 7.0%。汇率方面，由于美联储下半年或开始降息，以及中国贸易顺差仍处于高位，我们预期 2024 年年底美元兑人民币在岸现货价或为 7.0000 左右，而 2023 年年底为 7.0827。

由于 2024 年上半年财政支出增速较慢，我们预期中央政府在下半年将加快财政支出的进度。虽然地方政府正在推进化债工作，但新增的专项债以及超长期的特别国债的发行将支持基建投资。同时财政资金亦将支持大规模设备更新以及消费品的以旧换新计划。由于房地产行业大幅收缩，地方政府性基金预算收入在 2024 年上半年显着下跌。为增强地方财政统筹能力，我们预期中央财政对地方的转移支付在 2024 年下半年将进一步扩大。整体来说，中国经济在 2024 年下半年将更多依赖财政政策的支持。



中共二十届三中全会将于7月在北京召开，会议将重点研究进一步全面深化改革、推进中国式现代化问题。我们预计本次三中全会的改革的焦点将包括以下四个主要领域：财税体制改革、发展新质生产力、推动现代企业制度改革以及金融市场改革。

图 3：经济预测

| 经济指标 | 2022 | 2023 | 2024 预测 |
|------------------|--------|--------|---------|
| 实质 GDP 增长, % | 3.0 | 5.2 | 5.0 |
| 固定资产投资增长, % | 5.1 | 3.0 | 4.0 |
| 零售销售增长, % | -0.2 | 7.2 | 5.0 |
| 以美元计出口增长, % | 7.0 | -4.6 | 5.0 |
| 以美元计进口增长, % | 1.1 | -5.5 | 3.0 |
| 工业产出增长, % | 3.6 | 4.6 | 5.5 |
| 消费物价通胀, % | 2.0 | 0.2 | 0.5 |
| 生产物价通胀, % | 4.2 | -3.6 | -1.5 |
| M2 增长, % | 11.8 | 9.7 | 7.0 |
| 社会融资规模增量, 十亿人民币 | 32,010 | 35,590 | 30,000 |
| 整体新增人民币贷款, 十亿人民币 | 21,310 | 22,750 | 20,000 |
| 年底每美元兑人民币在岸现货价 | 6.8986 | 7.0827 | 7.0000 |
| 1 年期 LPR, % | 3.65 | 3.45 | 3.25 |
| 5 年期 LPR, % | 4.30 | 4.20 | 3.75 |

来源：国家统计局、中国人民银行、农银国际证券预测

研究部主管：陈宋恩

投资策略

2024 年下半年



2024 年下半年投资策略 香港股市展望 研究部主管：陈宋恩

2024 年下半年恒生指数 (HSI)

2024 年上半年，恒生指数波动区间为 14,794.16-19,706.12，对应市盈率约为 2024 年预期收益的 7.2-9.7 倍。积极的一面是，市场上调了大型互联网/电子商务和能源股的盈利预测。相反，在同一时期，中国商业银行、保险、电信服务、房地产、医疗和制药、汽车、消费电子和电气、食品和饮料、香港房地产和银行金融业以及澳门博彩和娱乐业等多个行业的大型公司的盈利预测均被下调。尽管进行了这些修订，但上调对权重互联网/电子商务股票的盈利预测提升了 2024 年恒生指数的整体盈利前景。大型公司盈利预测的此次修订归因于 1 季度业绩公布和 2024 年 1-5 月 宏观经济数据发布后提高市场及经济透明度。

今年前两个季度股市成交金额有所改善。主板日均成交额从 2023 年第 4 季度的 909 亿港元/天增至 2024 年第 1 季度的 993 亿港元/天，并预期于 2024 年第 2 季度升至约 1210 亿港元/天。在 IPO 市场，2024 年上半年的融资额与去年同期相比依然低迷。我们预期 2024 年上半年主板有 29 宗 IPO，总融资额约为 130 亿港元（平均每单 IPO 募资规模约为 4.5 亿港元）。2023 年，平均每单 IPO 募资规模约为 6.8 亿港元。

我们将恒生指数下半年的市盈率范围设定为 8.0-10.0 倍，相当于指数范围为 ~16,300-20,400（四舍五入到最接近的百位数）。

图 1：主板市场日均成交额（10 亿港元）

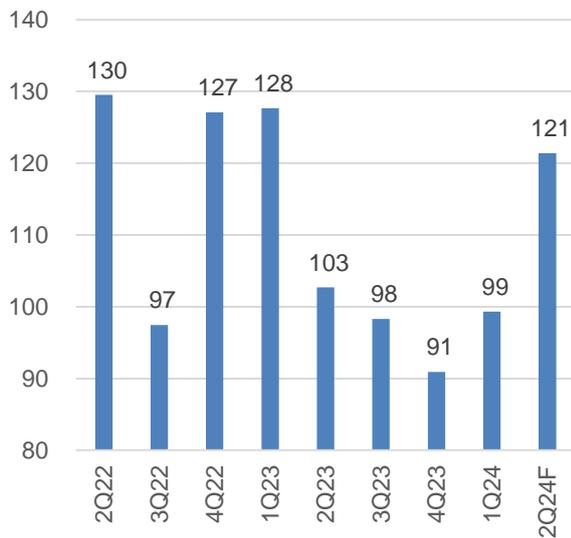
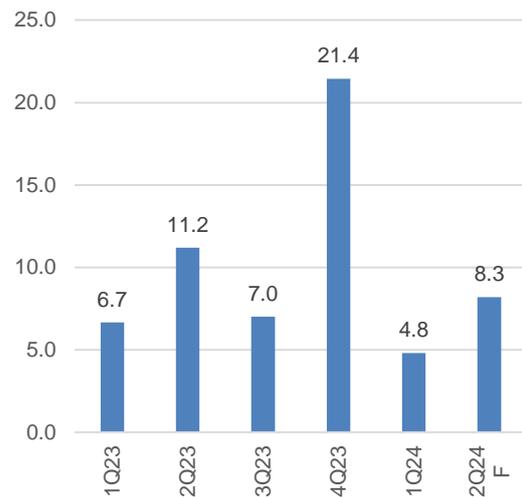


图 2：香港主板 IPO 融资额（10 亿港元）



来源：香港交易所、彭博、农银国际证券预测



图 3: 恒生指数估值摘要 (截至 2024 年 6 月 26 日, 指数为 18089.93)

| 年度 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024F | 2025F | |
|-----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------|--------------|
| 每股收益(HK\$) | 2,076.1 | 1,886.8 | 1,886.2 | 2,042.1 | | 2,177.6 |
| 同比变化 | -3.26% | -9.12% | -0.0% | 8.3% | | 6.6% |
| 当前指数市盈率 (PE) | - | - | 9.59 | 8.86 | | 8.31 |
| 每股净值(HK\$) | 20,750.3 | 17,606.7 | 16,972.4 | 18,247.7 | | 19,747.2 |
| 同比变化 | -12.2% | -15.1% | -3.6% | 7.5% | | 8.2% |
| 当前指数市净率 (PB) | - | - | 1.07 | 0.99 | | 0.92 |
| 每股分红(HK\$) | 593.5 | 665.9 | 692.4 | 773.3 | | 776.5 |
| 当前指数股息收益率 | - | - | 3.8% | 4.3% | | 4.3% |
| 平均股本回报率 (ROAE) | 9.4% | 9.8% | 10.9% | 11.6% | | 11.5% |
| 每股分红/每股收益 | 29% | 35% | 37% | 38% | | 36% |
| | | | | | 2024 预测 | |
| 恒生中国企业指数 | 2021 | 2022 | 2023 | 1H24 | 下半年 | 2025F |
| 高点 | 31,183.36 | 25,050.59 | 22,700.85 | 19,706.12 | 20,420.70 | 22,185.14 |
| 低点 | 22,665.25 | 14,597.31 | 15,972.31 | 14,794.16 | 16,336.56 | 18,270.12 |
| | | | | | 2024 预测 | |
| 市盈率 (PE) | 2021 | 2022 | 2023 | 1H24 | 下半年 | 2025F |
| 高点 | 15.0 | 13.3 | 12.0 | 9.7 | 10.0 | 10.2 |
| 低点 | 10.9 | 7.7 | 8.5 | 7.2 | 8.0 | 8.4 |
| | | | | | 2024 预测 | |
| 市净率 (PB) | 2021 | 2022 | 2023 | 1H24 | 下半年 | 2025F |
| 高点 | 1.50 | 1.42 | 1.34 | 1.08 | 1.12 | 1.12 |
| 低点 | 1.09 | 0.83 | 0.94 | 0.81 | 0.90 | 0.93 |
| | | | | | 2024 预测 | |
| 股息收益率 | 2021 | 2022 | 2023 | 1H24 | 下半年 | 2025F |
| 高点 | 2.62% | 4.56% | 4.34% | 5.23% | 4.73% | 4.25% |
| 低点 | 1.90% | 2.66% | 3.05% | 3.92% | 3.79% | 3.50% |

来源: 彭博、农银国际证券预测

我们的观点基于以下考虑:

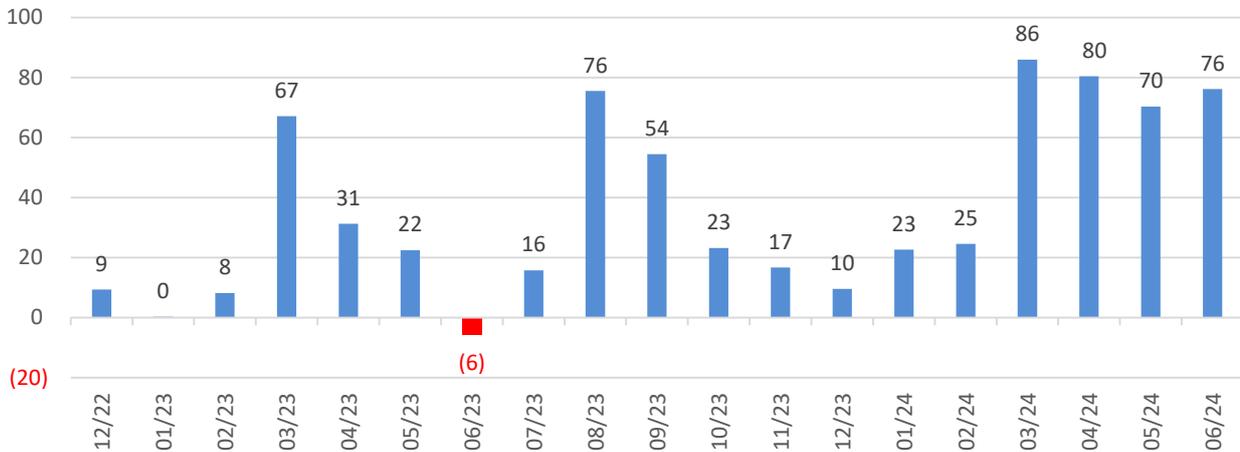
1. 中国内地投资者的定价能力正在增强, 这从他们持续净买入港股可以看出。2024 年 1 月至 5 月, 中国内地投资者净买入港股 2,840 亿港元, 而 2023 年同期净买入 1,290 亿港元。我们估计, 2024 年上半年中国内地投资者将净买入 3,600 亿港元港股。2023 年, 他们净买入港股约 3,190 亿港元。中国内地持续流入香港股市的流动性导致 A 股与香港股市对应股票之间的价格差距缩小。恒生沪深港通 AH 股溢价指数从 2 月份的高点 161.36 点下跌至 5 月份的低点 132.44 点, 表明价格差距缩小了约 18 个百分点。

图 4: 内地投资者通过港股通持有部分大型港股持股比例

| 股号 | 港股 | 24/6/2024* | 股号 | 港股 | 24/6/2024* |
|------|-------|------------|------|----------------|------------|
| 1398 | 工商银行 | 28.51% | 941 | 中国移动 | 11.99% |
| 939 | 建设银行 | 9.15% | 762 | 中国联通 | 11.19% |
| 3988 | 中国银行 | 21.89% | 728 | 中国电信 | 62.73% |
| 3968 | 招商银行 | 8.20% | 3690 | 美团 | 13.30% |
| 388 | 香港交易所 | 5.86% | 9626 | 哔哩哔哩 | 15.69% |
| 883 | 中海油 | 20.07% | 2020 | 安踏体育 | 7.13% |
| 857 | 中石油 | 19.20% | 2331 | 李宁 | 20.09% |
| 1088 | 神华能源 | 46.08% | 1810 | 小米 | 13.40% |
| 836 | 华润电力 | 19.27% | 3033 | 南方东英恒生科技指数 ETF | 48.84% |
| 1816 | 中广核电力 | 39.87% | 2800 | 盈富基金 ETF | 4.02% |

注*: 持股比例代表香港上市已发行股份或 ETF 单位的总百分比。例如, 6月24日, 工行(1398)在香港上市已发行股份中有 28.51% 由港股通投资者持有。

来源: 香港交易所

图 5: 内地投资者通过港股通每月净买入(卖出) 香港股票 (10 亿港元)


注: 数据截至 2024 年 6 月 24 日。

来源: 香港交易所、彭博、农银国际证券

2. 中国内地投资者对主要大盘股的持股增加, 对应着中国境外投资者的持股减少。
3. 盈利前景限制了恒生指数市盈率区间的潜在向上扩张。宏观经济方面, 根据国家统计局的数据, 2024 年前 5 个月, 规模以上工业企业利润总额同比增长 3.4%。财政部的数据表明, 2024 年前五个月, 非金融类国有企业利润总额同比增长 2.3%。目前, 根据彭博, 市场预计 2024 年恒生指数每股收益将同比增长 8.3%。盈利势头的温和增长限制了市盈率区间的上行潜力。



图 6：非金融类国有企业营业收入同比增长

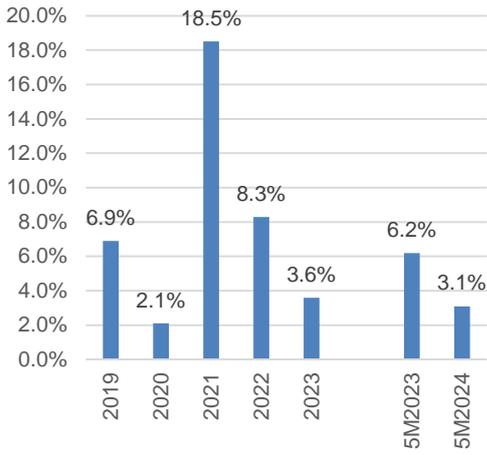
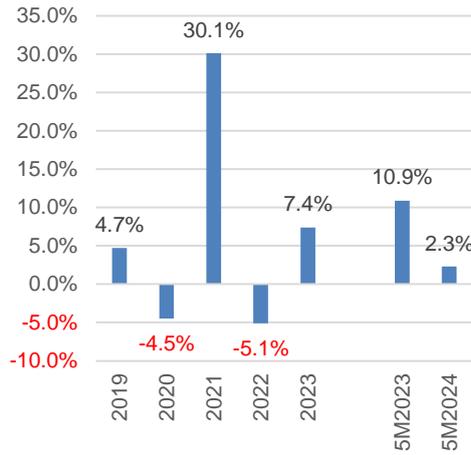


图 7：非金融类国有企业利润同比增长



来源：财政部、农银国际证券

5M: 1月至5月

图 8：工业企业利润同比变化 (%)，分行业

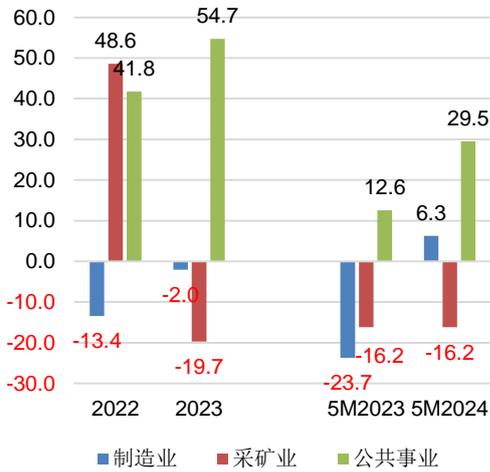
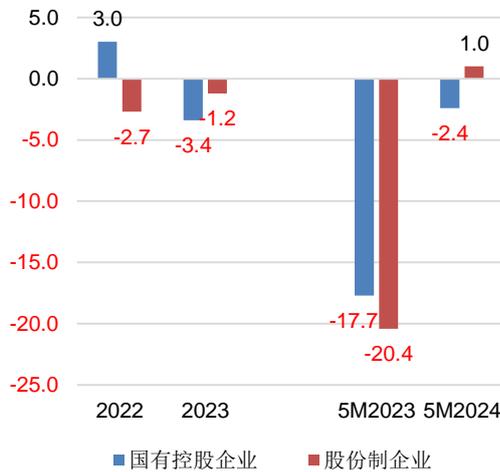


图 9：工业企业利润同比变化(%)



来源：国家统计局、农银国际证券

5M: 1月至5月

- 由于美国和香港的利率高企，中国境外投资者持有港股的机会成本较高。2024 年上半年，香港特区政府 10 年期债券收益率波动区间为 3.2%-4.0%，而美国 10 年期国债收益率波动区间为 3.9%-4.7%。长期投资者经常将蓝筹股的股息收益率与政府债券等低风险资产的回报进行比较。对于 2024 年，恒指的预期股息允许 2024 年上半年的交易区间为 3.92%-5.23%的预测总股息收益率。这表明，整体投资者需求是要求恒指提供与低风险政府债券相当的股息收益率。

图 10: 恒生指数总股息收益率（上图）与香港特别行政区政府债券收益率（中图）
收益率差距（股息收益率减 债券收益率，下图）



来源：彭博

2024 年下半年股市风险分析

以下宏观和微观经济风险将对上市公司的盈利前景和风险溢价产生不利影响，并进而影响其股权估值。

| 风险 | 我们的观点 |
|---------------------|---|
| 有效需求不足 | 2024 年前 5 个月，规模以上工业增加值增长 6.2%，社会消费品零售总额增长 4.1%，供给侧增长快于需求侧增长。 |
| 部分行业产能过剩 | 2024 年前 5 个月，制造业、公共事业和交通运输业的固定资产投资分别增长 9.6%、23.7%和 7.1%。在竞争激烈的市场中，新的高效生产设备将取代低效设备。产能过剩问题多发生在低效的生产设备上。 |
| 社会预期偏弱 | 我们认为消费者信心和商业信心将逐步恢复。城镇失业率已从 2022 年 12 月的 5.5%下降至 2023 年 12 月的 5.1%，再下降至 2024 年 5 月的 5.0%。过去 60 个月（2019 年 6 月-2024 年 5 月）的平均失业率为 5.3%。2024 年 1 季度，人均消费支出增长 8.3%，人均可支配收入增长 6.2%。就业市场和收入的持续改善是改善市场信心的支持因素。 |
| 国内大循环存在堵点 | 运输和物流服务业将受益于政府努力消除国内流通中的障碍点。根据国家邮政局的数据，2024 年前五个月，快递服务业收入增长 16.6%，包裹量增长 24.4%。 |
| 外部环境的复杂性、严峻性、不确定性上升 | 不稳定的国际政治和经济环境，可能会对中国的出口及外国对中国的投资产生负面影响 |
| 房地产风险 | 自 2023 年以来，政府和监管机构采取了各种措施来控制房地产市场风险。然而，我们建议读者对房地产市场不要抱有不合理的预期。根据国家统计局的数据，2023 年非私营企业年平均工资为 120,698 元人民币，增长 5.8%；私营企业年平均工资为 68,340 元 |



| | |
|-----------|--|
| | 人民币，增长 4.8%。住房的大量需求就是这些平均收入水平的人群。2024 年前 5 个月，新住宅总交易额和交易量为 31,163 亿元人民币和 30,744 万平方米，平均售价为 10,136 元人民币/平方米。如果供给侧与可负担需求不匹配，就会出现房地产开发风险。 |
| 地方政府债务风险 | 我们认为主要风险在于地方国有企业的偿债能力。他们的偿债能力依赖于其业务盈利能力。根据财政部的数据，2024 年前五个月，非金融类国有企业利润总额增长 2.3%。根据国家统计局的数据，2024 年前五个月，工业国有企业利润总额下降 2.4%。 |
| 汇率及货币危机风险 | 2024 年前五个月，人民币兑美元和英镑贬值，但兑日元、欧元和加元升值。人民币汇率波动是风险因素之一但不一定是影响投资者决策的主导因素。根据中国结算和上海清算所的数据显示，2024 年前五个月，境外机构持有的境内人民币债券或债务证券余额增加 5,519 亿元人民币，至 42,208 亿元人民币。 |
| 国际地缘政治风险 | 包括中国与美国同盟国之间的对抗在内的地缘政治不稳定可能会影响中国的对外贸易和外国投资流入，从而影响经济表现。 |
| 境外金融传导风险 | 根据国家外汇管理局的数据，截至 2023 年末，中国境外证券投资（不包括外汇储备资产）已达 10,984 亿美元，其中债券和股票投资分别为 4,758 亿美元和 6,226 亿美元。这些金融资产在境外市场的价格、信用和汇率风险将影响中国境内持有者的财务状况。 |

来源：国家统计局、邮政局、财政部、外管局、中国结算、上海清算、农银国际证券



图 11: 恒生中国企业指数 (HSCEI) 估值摘要 (截至 2024 年 6 月 26 日, 指数为 6477.24)

| 年度 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024F | 2025F | |
|----------------|-----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 每股收益(HK\$) | 942.2 | 711.2 | 716.8 | 772.1 | 844.2 | |
| 同比变化 | -6.5% | -24.5% | 0.8% | 7.7% | 9.3% | |
| 当前指数市盈率 (PE) | - | - | 9.04 | 8.39 | 7.67 | |
| 每股净值(HK\$) | 7,389.6 | 6,111.4 | 6,172.2 | 6,674.6 | 7,326.1 | |
| 同比变化 | -18.5% | -17.3% | 1.0% | 8.1% | 9.8% | |
| 当前指数市净率 (PB) | - | - | 1.05 | 0.97 | 0.88 | |
| 每股分红(HK\$) | 232.2 | 252.6 | 232.2 | 244.7 | 255.2 | |
| 当前指数股息收益率 | - | - | 3.6% | 3.8% | 3.9% | |
| 平均股本回报率 (ROAE) | 11.4% | 10.5% | 11.7% | 12.0% | 12.1% | |
| 每股分红/每股收益 | 25% | 36% | 32% | 32% | 30% | |
| | | | | | 2024 预测 | |
| 恒生中国企业指数 | 2021 | 2022 | 2023 | 1H24 | 下半年 | 2025F |
| 高点 | 12,271.60 | 8,822.80 | 7,773.61 | 6,986.20 | 7,335.24 | 8,505.33 |
| 低点 | 8,011.03 | 4,919.03 | 5,443.60 | 4,943.24 | 5,404.91 | 6,379.00 |
| | | | | | 2024 预测 | |
| 市盈率 (PE) | 2021 | 2022 | 2023 | 1H24 | 下半年 | 2025F |
| 高点 | 13.0 | 12.4 | 10.8 | 9.0 | 9.5 | 10.1 |
| 低点 | 8.5 | 6.9 | 7.6 | 6.4 | 7.0 | 7.6 |
| | | | | | 2024 预测 | |
| 市净率 (PB) | 2021 | 2022 | 2023 | 1H24 | 下半年 | 2025F |
| 高点 | 1.66 | 1.44 | 1.26 | 1.05 | 1.10 | 1.16 |
| 低点 | 1.08 | 0.80 | 0.88 | 0.74 | 0.81 | 0.87 |
| | | | | | 2024 预测 | |
| 股息收益率 | 2021 | 2022 | 2023 | 1H24 | 下半年 | 2025F |
| 高点 | 2.90% | 5.14% | 4.27% | 4.95% | 4.53% | 4.00% |
| 低点 | 1.89% | 2.86% | 2.99% | 3.50% | 3.34% | 3.00% |

来源: 彭博市场预测、农银国际证券预测



图 12: 恒生科技指数估值摘要 (截至 2024 年 6 月 26 日, 指数为 3689.68)

| 年度 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024F | 2025F | |
|----------------|-----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 每股收益(HK\$) | 152.7 | 117.0 | 163.5 | 220.2 | 282.9 | |
| 同比变化 | -26.4% | -23.4% | 39.7% | 34.7% | 28.4% | |
| 当前指数市盈率 (PE) | - | - | 22.57 | 16.75 | 13.04 | |
| 每股净值(HK\$) | 1,767.3 | 1,688.0 | 1,735.4 | 1,932.7 | 2,155.0 | |
| 同比变化 | 15.4% | -4.5% | 2.8% | 11.4% | 11.5% | |
| 当前指数市净率 (PB) | - | - | 2.13 | 1.91 | 1.71 | |
| 每股分红(HK\$) | 23.0 | 25.5 | 27.7 | 32.8 | 35.3 | |
| 当前指数股息收益率 | - | - | 0.7% | 0.9% | 1.0% | |
| 平均股本回报率 (ROAE) | 9.3% | 6.8% | 9.6% | 12.0% | 13.8% | |
| 每股分红/每股收益 | 15% | 22% | 17% | 15% | 12% | |
| | | | | | 2024 预测 | |
| 恒生科技指数 | 2021 | 2022 | 2023 | 1H24 | 下半年 | 2025F |
| 高点 | 11,001.78 | 5,923.45 | 4,825.59 | 4,162.51 | 4,184.56 | 4,808.79 |
| 低点 | 5,427.94 | 2,720.38 | 3,527.45 | 2,984.90 | 3,083.36 | 3,677.31 |
| | | | | | 2024 预测 | |
| 市盈率 (PE) | 2021 | 2022 | 2023 | 1H24 | 下半年 | 2025F |
| 高点 | 72.1 | 50.6 | 29.5 | 18.9 | 19.0 | 17.0 |
| 低点 | 35.6 | 23.2 | 21.6 | 13.6 | 14.0 | 13.0 |
| | | | | | 2024 预测 | |
| 市净率 (PB) | 2021 | 2022 | 2023 | 1H24 | 下半年 | 2025F |
| 高点 | 6.23 | 3.51 | 2.78 | 2.15 | 2.17 | 2.23 |
| 低点 | 3.07 | 1.61 | 2.03 | 1.54 | 1.60 | 1.71 |
| | | | | | 2024 预测 | |
| 股息收益率 | 2021 | 2022 | 2023 | 1H24 | 下半年 | 2025F |
| 高点 | 0.42% | 0.94% | 0.78% | 1.10% | 1.06% | 0.96% |
| 低点 | 0.21% | 0.43% | 0.57% | 0.79% | 0.78% | 0.73% |

来源: 彭博市场预测、农银国际证券预测



图 13: 富时中国 A50 指数估值摘要 (截至 2024 年 6 月 26 日, 指数为 12133.21)

| 年度 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024F | | 2025F |
|----------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 每股收益(RMB) | 1,202.8 | 1,107.0 | 1,022.7 | 1,141.5 | | 1,251.9 |
| 同比变化 | 6.5% | -8.0% | -7.6% | 11.6% | | 9.7% |
| 当前指数市盈率 (PE) | - | - | 11.86 | 10.63 | | 9.69 |
| 每股净值(RMB) | 7,879.8 | 7,543.7 | 7,828.3 | 8,797.5 | | 9,868.5 |
| 同比变化 | -8.7% | -4.3% | 3.8% | 12.4% | | 12.2% |
| 当前指数市净率 (PB) | - | - | 1.55 | 1.38 | | 1.23 |
| 每股分红(RMB) | 320.0 | 389.1 | 372.7 | 426.3 | | 469.2 |
| 当前指数股息收益率 | - | - | 3.1% | 3.5% | | 3.9% |
| 平均股本回报率 (ROAE) | 14.6% | 14.4% | 13.3% | 13.7% | | 13.4% |
| 每股分红/每股收益 | 27% | 35% | 36% | 37% | | 37% |
| | | | | | | |
| | | | | | 2024 预测 | |
| 富时中国 A50 指数 | 2021 | 2022 | 2023 | 1H24 | 下半年 | 2025F |
| 高点 | 20,547.73 | 15,775.90 | 14,307.43 | 12,923.25 | 13,698.12 | 15,641.33 |
| 低点 | 14,560.29 | 11,205.55 | 11,003.77 | 10,675.21 | 10,844.35 | 11,731.00 |
| | | | | | 2024 预测 | |
| 市盈率 (PE) | 2021 | 2022 | 2023 | 1H24 | 下半年 | 2025F |
| 高点 | 17.1 | 14.3 | 14.0 | 11.3 | 12.0 | 12.5 |
| 低点 | 12.1 | 10.1 | 10.8 | 9.4 | 9.5 | 9.4 |
| | | | | | 2024 预测 | |
| 市净率 (PB) | 2021 | 2022 | 2023 | 1H24 | 下半年 | 2025F |
| 高点 | 2.61 | 2.09 | 1.83 | 1.47 | 1.56 | 1.58 |
| 低点 | 1.85 | 1.49 | 1.41 | 1.21 | 1.23 | 1.19 |
| | | | | | 2024 预测 | |
| 股息收益率 | 2021 | 2022 | 2023 | 1H24 | 下半年 | 2025F |
| 高点 | 2.20% | 3.47% | 3.39% | 3.99% | 3.93% | 4.00% |
| 低点 | 1.56% | 2.47% | 2.60% | 3.30% | 3.11% | 3.00% |

来源: 彭博市场预测、农银国际证券预测



图 14: 沪深 300 指数估值摘要 (截至 2024 年 6 月 26 日, 指数为 3480.27)

| 年度 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024F | | 2025F |
|------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------|--------------|
| 每股收益(RMB) | 296.1 | 280.1 | 268.8 | 290.4 | | 327.4 |
| 同比变化 | 30.8% | -5.4% | -4.0% | 8.0% | | 12.7% |
| 当前指数市盈率 (PE) | - | - | 12.95 | 11.98 | | 10.63 |
| 每股净值(RMB) | 2,258.1 | 2,225.1 | 2,359.1 | 2,517.7 | | 2,779.1 |
| 同比变化 | -1.1% | -1.5% | 6.0% | 6.7% | | 10.4% |
| 当前指数市净率 (PB) | - | - | 1.48 | 1.38 | | 1.25 |
| 每股分红(RMB) | 81.2 | 94.0 | 95.7 | 104.2 | | 117.9 |
| 当前指数股息收益率 | - | - | 2.7% | 3.0% | | 3.4% |
| 平均股本回报率 (ROAE) | 13.0% | 12.5% | 11.7% | 11.9% | | 12.4% |
| 每股分红/每股收益 | 27% | 34% | 36% | 36% | | 36% |
| | | | | | 2024 预测 | |
| 沪深 300 指数 | 2021 | 2022 | 2023 | 1H24 | 下半年 | 2025F |
| 高点 | 5,930.91 | 4,961.45 | 4,268.15 | 3,703.03 | 3,775.46 | 4,286.18 |
| 低点 | 4,663.90 | 3,495.95 | 3,283.99 | 3,108.35 | 3,194.62 | 3,626.77 |
| | | | | | 2024 预测 | |
| 市盈率 (PE) | 2021 | 2022 | 2023 | 1H24 | 下半年 | 2025F |
| 高点 | 20.0 | 17.7 | 15.9 | 12.8 | 13.0 | 13.1 |
| 低点 | 15.7 | 12.5 | 12.2 | 10.7 | 11.0 | 11.1 |
| | | | | | 2024 预测 | |
| 市净率 (PB) | 2021 | 2022 | 2023 | 1H24 | 下半年 | 2025F |
| 高点 | 2.63 | 2.23 | 1.81 | 1.47 | 1.50 | 1.54 |
| 低点 | 2.07 | 1.57 | 1.39 | 1.23 | 1.27 | 1.31 |
| | | | | | 2024 预测 | |
| 股息收益率 | 2021 | 2022 | 2023 | 1H24 | 下半年 | 2025F |
| 高点 | 1.74% | 2.69% | 2.91% | 3.35% | 3.26% | 3.25% |
| 低点 | 1.37% | 1.89% | 2.24% | 2.81% | 2.76% | 2.75% |

来源: 彭博市场预测、农银国际证券预测



图 15: 标普 500 指数估值摘要 (截至 2024 年 6 月 25 日, 指数为 5469.30)

| 年度 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024F | | 2025F |
|------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------|--------------|
| 每股收益(USD) | 198.3 | 223.7 | 221.5 | 244.9 | | 277.4 |
| 同比变化 | 38.8% | 12.8% | -1.0% | 10.6% | | 13.3% |
| 当前指数市盈率 (PE) | - | - | 24.70 | 22.34 | | 19.71 |
| 每股净值(USD) | 967.5 | 982.3 | 1,064.3 | 1,207.7 | | 1,344.8 |
| 同比变化 | 6.9% | 1.5% | 8.4% | 13.5% | | 11.4% |
| 当前指数市净率 (PB) | - | - | 5.14 | 4.53 | | 4.07 |
| 每股分红(USD) | 60.5 | 67.6 | 70.9 | 76.1 | | 80.7 |
| 当前指数股息收益率 | - | - | 1.3% | 1.4% | | 1.5% |
| 平均股本回报率 (ROAE) | 21.2% | 22.9% | 21.6% | 21.6% | | 21.7% |
| 每股分红/每股收益 | 31% | 30% | 32% | 31% | | 29% |
| | | | | | 2024 预测 | |
| 标普 500 指数 | 2021 | 2022 | 2023 | 1H24 | 下半年 | 2025F |
| 高点 | 4,808.93 | 4,818.62 | 4,793.30 | 5,505.53 | 5,631.55 | 6,103.46 |
| 低点 | 3,662.71 | 3,491.58 | 3,794.33 | 4,682.11 | 4,162.45 | 4,716.31 |
| | | | | | 2024 预测 | |
| 市盈率 (PE) | 2021 | 2022 | 2023 | 1H24 | 下半年 | 2025F |
| 高点 | 24.3 | 21.5 | 21.6 | 22.5 | 23.0 | 22.0 |
| 低点 | 18.5 | 15.6 | 17.1 | 19.1 | 17.0 | 17.0 |
| | | | | | 2024 预测 | |
| 市净率 (PB) | 2021 | 2022 | 2023 | 1H24 | 下半年 | 2025F |
| 高点 | 4.97 | 4.91 | 4.50 | 4.56 | 4.66 | 4.54 |
| 低点 | 3.79 | 3.55 | 3.57 | 3.88 | 3.45 | 3.51 |
| | | | | | 2024 预测 | |
| 股息收益率 | 2021 | 2022 | 2023 | 1H24 | 下半年 | 2025F |
| 高点 | 1.65% | 1.94% | 1.87% | 1.62% | 1.83% | 1.71% |
| 低点 | 1.26% | 1.40% | 1.48% | 1.38% | 1.35% | 1.32% |

来源: 彭博市场预测、农银国际证券预测



图 16: 纳斯达克 100 指数估值摘要 (截至 2024 年 6 月 25 日, 指数为 19701.13)

| 年度 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024F | | 2025F |
|-------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------|--------------|
| 每股收益(USD) | 507.6 | 532.8 | 557.6 | 681.4 | | 811.2 |
| 同比变化 | 40.6% | 5.0% | 4.7% | 22.2% | | 19.0% |
| 当前指数市盈率 (PE) | - | - | 35.33 | 28.91 | | 24.29 |
| 每股净值(USD) | 1,760.0 | 1,865.2 | 2,248.9 | 2,710.8 | | 3,141.8 |
| 同比变化 | 21.6% | 6.0% | 20.6% | 20.5% | | 15.9% |
| 当前指数市净率 (PB) | - | - | 8.76 | 7.27 | | 6.27 |
| 每股分红(USD) | 101.0 | 108.5 | 146.8 | 163.3 | | 174.3 |
| 当前指数股息收益率 | - | - | 0.7% | 0.8% | | 0.9% |
| 平均股本回报率 (ROAE) | 31.7% | 29.4% | 27.1% | 27.5% | | 27.7% |
| 每股分红/每股收益 | 20% | 20% | 26% | 24% | | 21% |
| | | | | | 2024 预测 | |
| Nasdaq 100 Index | 2021 | 2022 | 2023 | 1H24 | 下半年 | 2025F |
| 高点 | 16,764.86 | 16,513.87 | 16,969.17 | 19,979.93 | 20,442.30 | 24,335.10 |
| 低点 | 12,208.39 | 10,440.64 | 10,696.42 | 16,249.19 | 14,991.02 | 16,223.40 |
| | | | | | 2024 预测 | |
| 市盈率 (PE) | 2021 | 2022 | 2023 | 1H24 | 下半年 | 2025F |
| 高点 | 33.0 | 31.0 | 30.4 | 29.3 | 30.0 | 30.0 |
| 低点 | 24.1 | 19.6 | 19.2 | 23.8 | 22.0 | 20.0 |
| | | | | | 2024 预测 | |
| 市净率 (PB) | 2021 | 2022 | 2023 | 1H24 | 下半年 | 2025F |
| 高点 | 9.53 | 8.85 | 7.55 | 7.37 | 7.54 | 7.75 |
| 低点 | 6.94 | 5.60 | 4.76 | 5.99 | 5.53 | 5.16 |
| | | | | | 2024 预测 | |
| 股息收益率 | 2021 | 2022 | 2023 | 1H24 | 下半年 | 2025F |
| 高点 | 0.83% | 1.04% | 1.37% | 1.01% | 1.09% | 1.07% |
| 低点 | 0.60% | 0.66% | 0.86% | 0.82% | 0.80% | 0.72% |

来源: 彭博市场预测、农银国际证券预测



香港 IPO 市場展望 分析员:周秀成

- 2024 年前 6 个月（截至 2024 年 6 月 26 日），香港 IPO 市场筹资 15 亿美元，而 2023 年为 58 亿美元
- 针对特专科技公司的新上市制度开始有所成效

2024 年前 6 个月（截至 2024 年 6 月 26 日），香港 IPO 市场筹资 15 亿美元，而 2023 年为 58 亿美元。共有 27 宗 IPO 发行，包括主板和创业板，平均发行规模为 0.55 亿美元。

在行业结构方面，必需消费占 2024 年前 6 个月 IPO 数量的 23%，其次是科技(19%)、工业 (14%)、医疗保健(13%)、通讯(12%)和其他 (18 %)。特别是，规模较大的 IPO 数量较少，2024 年前 6 个月的平均交易规模较小，为 0.55 亿美元，而 2023 年为 0.88 亿美元。

从好的方面看，近期首只特专科技公司成功于香港上市，而第二只特专科技公司亦已通过上市聆讯，反映香港联交所之前推出针对特专科技公司的新上市制度有所成效。回顾一下，香港联交所之前推出了针对特专科技公司的新上市制度，包括新一代信息技术、先进硬件、先进材料、新能源及节能环保、新食品及农业技术。

总的来说，香港 IPO 市场受到经济环境疲软、地缘政治局势等因素的影响。展望未来，这些因素或会在短期内持续影响市场。

图 1: 2024 年截至 6 月 26 日香港 IPO 市场

| 行业* | 总集资额 (百万美元) | 平均集资额 (百万美元) |
|------|-------------|--------------|
| 必需消费 | 344 | 172 |
| 科技 | 281 | 56 |
| 工业 | 213 | 43 |
| 医疗保健 | 195 | 49 |
| 通讯 | 174 | 29 |
| 其他 | 271 | 45 |

*按彭博行业分类

来源: 彭博、农银国际证券

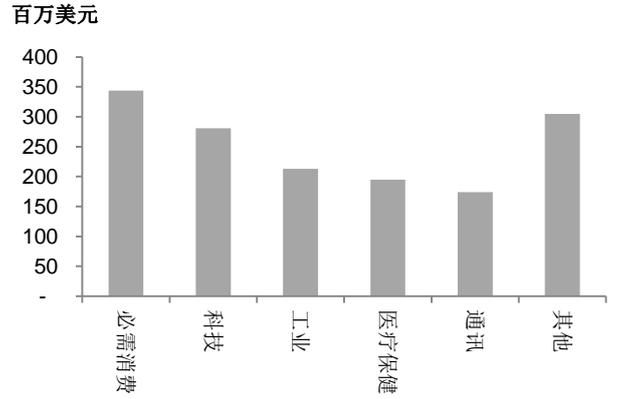


图 2: 香港 IPO 市場 (百万美元)



来源: 彭博、农银国际证券
截至 2024 年 6 月 26 日

图 3: 香港 IPO 集资额行业*分布 (2024 年截至 6 月 26 日)



*按彭博行业分类
来源: 彭博、农银国际证券

分析师

行业展望

2024 年下半年

注：鉴于农银国际的内部政策，本报告所提及及推荐的股票范围受限，或未能涵盖所有股票



正面
中国银行业- 静候营收增长动力恢复
欧宇恒

| 主要数据 | | 行业表现 | 绝对值 (%) | 相对值 (%) |
|---|------|----------------------------|---------|---------|
| H 股 | | H 股 (相对于 MSCI 中国指数) | | |
| 24E 市盈率均值(x) | 4.17 | 1 个月 | (3.21) | 0.49 |
| 24E 市净率均值(x) | 0.42 | 3 个月 | 12.69 | 4.63 |
| 24E 股息率均值(%) | 7.48 | 6 个月 | 25.61 | 15.29 |
| A 股 | | A 股相对于 CSI300 指数) | | |
| 24E 市盈率均值(x) | 5.38 | 1 个月 | (0.15) | 2.87 |
| 24E 市净率均值(x) | 0.53 | 3 个月 | 4.05 | 5.48 |
| 24E 股息率均值(%) | 5.72 | 6 个月 | 14.34 | 9.13 |
| 来源:彭博、农银国际证券预测 | | 来源:彭博、农银国际证券 | | |
| <ul style="list-style-type: none"> ➢ 银行业基本面前景仍然面临挑战，但预期改善讯号将逐渐呈现 ➢ 由于资产收益率下行压力持续，资金成本及资产负债表管理成为抵御净息差收窄的关键因素 ➢ 预期客户存款资金逐渐流入理财产品，这或成为银行营收增长动力回复的正面因素 ➢ 资产质量前景保持稳健，并具有充足的风险抵补能力 ➢ 中期股息的派发或改变内银股的惯性股价走势 ➢ 重申 A / H 市场银行业正面评级，偏好 H 股大型银行较高的防御性、有保证的股息收益率及其相对 A 股较低的估值。其中，工行-H (1398HK) 和建行-H(939HK)是我们的行业首选 | | | | |

预计净息差下行压力逐渐减少。根据金监总局数据，行业平均净息差在 1Q24 环比下降 15 个基点，或同比收窄 20 个基点至 1.54%。我们认为净息差下行主要是由于我国正处于利率下行周期,加上政策在 4Q23 引导银行下调存量房贷利率所致。尽管有关下调存量房贷利率的影响目前很大程度已经反映，我们预期持续的贷款重新定价过程及进一步的利率下调仍会为银行净息差带来压力。因此，我们预计未来银行净息差将持续受压，但按季度的环比收窄幅度将有所减少。与此同时，政府推动银行资源倾斜于金融五篇大文章（科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融和数字金融）有望对净息差带来正面支持，这在 2024 年 3 月份的新增贷款平均利率较 2023 年 12 月上升 16 个基点至 3.99% 已有所反映。尽管如此,在持续支持实体经济的前提下,我们预期新增贷款平均利率或继续呈下行趋势。而取决于宏观经济增长复苏的步伐，我们不排除未来进一步降息的可能。目前，我们农银国际的经济师预测到 2024 年末 1 年期和 5 年期 LPR 将从 2024 年 6 月的 3.45% 和 3.95% 分别下降至 3.25% 和 3.75%。按不同银行类别，大型银行和股份制银行的平均净息差在 1Q24 年度同比下降了 22 个基点和 21 个基点至 1.47% 和 1.62%，同期城商行/农商行的平均净息差同比分别下降 18 个基点和 13 个基点至 1.45% 和 1.72%，主要由于前者所承担的社会责任较大。鉴于资产端收益率持续下行，我们认为资金成本管理与资产负债表的增速及结构优化将成为个别银行净息差能否跑赢同业的关键。总的来说，我们预计行业平均净息差在 FY24E 将同比收窄 10-15 个基点。值得注意的是，自 2024 年初以来，监管机构已多次明确提及要维持银行净息差和盈利能力在合理水平，我们认为这将有利行业净息差未来走向。

净手续费收入增长或在 FY25E 迎来拐点。作为净息差管理的一部分，我们在 1Q24 注意到大部份银行正积极降低存款利率并减少发行高息存款产品。这或会令客户存款资金为了获得更高回报而逐渐流入理财产品之中。然而，资金转移的速度亦很大程度上取决于整体投资气氛及资本市场表现。整体而言,我们认为大型银行相较中小型银行拥有更稳健的存款基础，而这有助于抵御相关影响。从财务上看，客户存款资金转移至理财产品中一方面会减少银行利息支出,同时增加理财产品相关的手续费收入，两者均有助于提高银行营收水平。但鉴于 1Q24 银行整体净手续费收入增长势头仍然疲弱，我们认为



按年计银行业净手续费收入更合理地预期要到 FY25E 才能回复至正增长区间。这已充分考虑了在 4Q23 由监管机构引导银行下调手续费率所带来的残余影响。与此同时，除了资本市场表现外，未来几个季度零售消费需求的复苏也可能成为加快银行净手续费收入增长的驱动因素。

预期资产质量前景维持稳定。银行业整体资产质量在 1Q24 保持稳定 - 截至 2024 年 3 月末，行业平均不良率环比持平在 1.59%。按不同银行类别看，大型银行/股份制银行的平均不良率环比均下降了 1 个基点至 1.25%；同期城商行的平均不良率环比上升 3 个基点至 1.78%，而农商行的平均不良率则环比持平在较高的 3.34%。我们相信，尽管如房地产业的特定领域后续仍有风险暴露的可能性，我们有信心大部份银行有能力在 2024 年余下时间内保持资产质量稳定。这与监管机构强调在高质量金融发展同时把控好风险管理的理念一致。仍然，由于我国银行业资产质量依然高度依赖于宏观经济的复苏，任何与经济有关的风险都可能令投资者将焦点重新放到银行的资产质量上。尽管我们注意到目前投资者对银行业资产质量上的忧虑趋于中性。此外，截至 2024 年 3 月末，行业平均拨备率和拨备覆盖率环比分别下降了 1 个基点和 60 个基点至 3.26%和 204.54%，反映目前银行的风险抵补能力较为充足，有助应对资产质量上的波动。

股价惯性波动或出现改变。在大型银行的带领下，一些股份制银行亦已明言将在 8 月下旬的业绩期公布中期股息的安排。即使包括派息比率及股息发放日期等具体安排尚未落实，我们认为这是对于内银股价的一个支持因素。尽管如此，我们预期中期股息的安排将令内银股价在过去的惯性波动有所改变。就过去情况看，内银股大部份时间有特定股价移动模式，即银行股价一般在每年 2 季度末股息除权后延续下行周期，至近 4 季度末重拾上升动力。但在中期股息常态化后，我们预期大概率内银股价周期会分为两个阶段，而每个阶段的股价波动性将较现时低。这将更有利于长期以收股息为目标的投资者，因可获得更为频繁的现金流及相对低的股价波动。

长线展望

政策和宏观经济风险仍然是影响中国银行业的关键因素，其中大型银行无可避免需承担更大社会责任来支持国家发展。而在政策层面上，集中监管及自律的经营环境是行业基本面的长远正面因素，但短期股价将因政策不确定性增加而波动。

短线展望

营收增长的拐点是目前投资者重点关注之一，而这与中国的宏观经济展望息息相关。因此，未来几个季度的经济增长势头将是行业估值水平的关键因素。同时，我们认为价值型投资者仍将以保守的态度来观察基本面持续改善的证据。

股票推荐

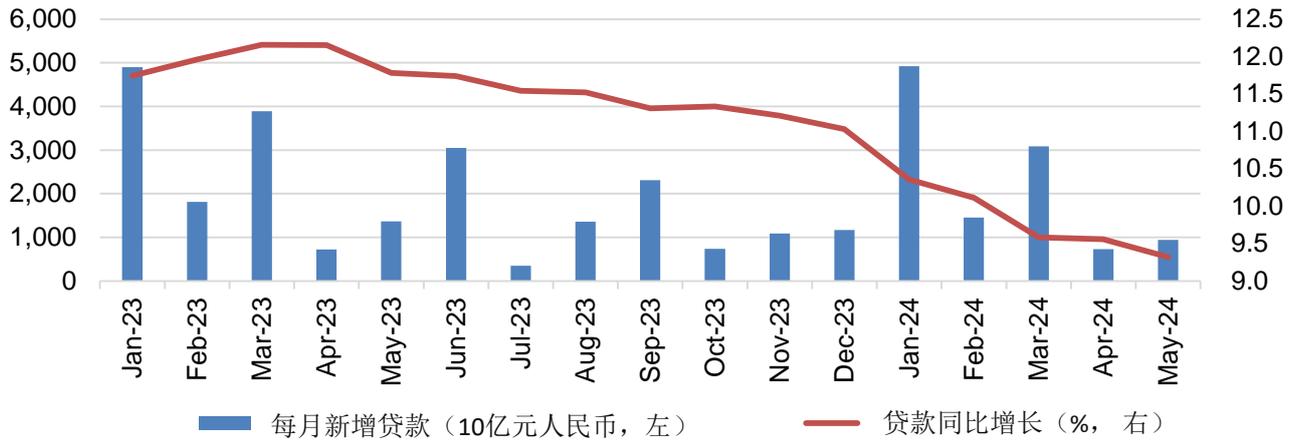
在目前的估值下，我们重申对 A / H 股两个市场中国银行业的**正面**评级。这主要基于我们预期银行的营收增速将逐步得到改善，同时预期未来资产质量的展望将维持稳定。然而，要引发行业估值修复，则虽要从基本面上看到持续改善的实证。我们较偏好 H 股大型银行的防守性、其有保证的股息收益率及其相对 A 股较低的估值，其中工行-H (1398 HK) 和建行-H (939 HK) 是我们行业首选。

风险因素

1)在强监管和政策主导的环境下发生政策方向出现急剧变化;2)来自非银金融机构的竞争加剧;3)特定地区资产质量急剧恶化;4)缓慢的宏观经济复苏可能增加银行的社会责任和政策风险;5)净息差压力持续，净手续费收入增速恢复缓慢;6) ROAA 和 ROAE 呈下行趋势;7) 为满足监管要求银行或需发行额外资本工具及和 TLAC 非资本工具。

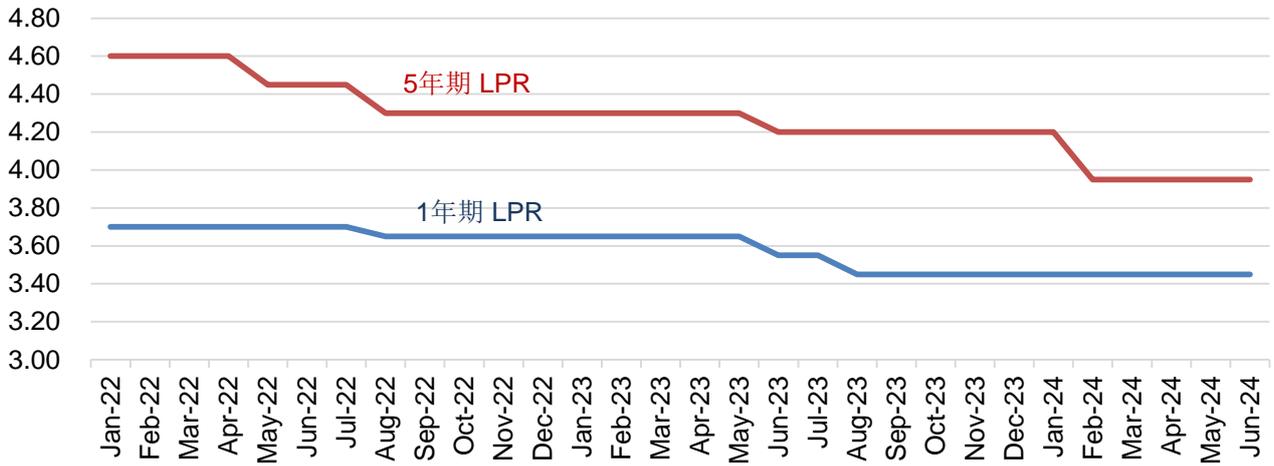


图 1: 每月新增人民币贷款(10 亿元人民币, 左)与人民币贷款同比增长(% , 右)



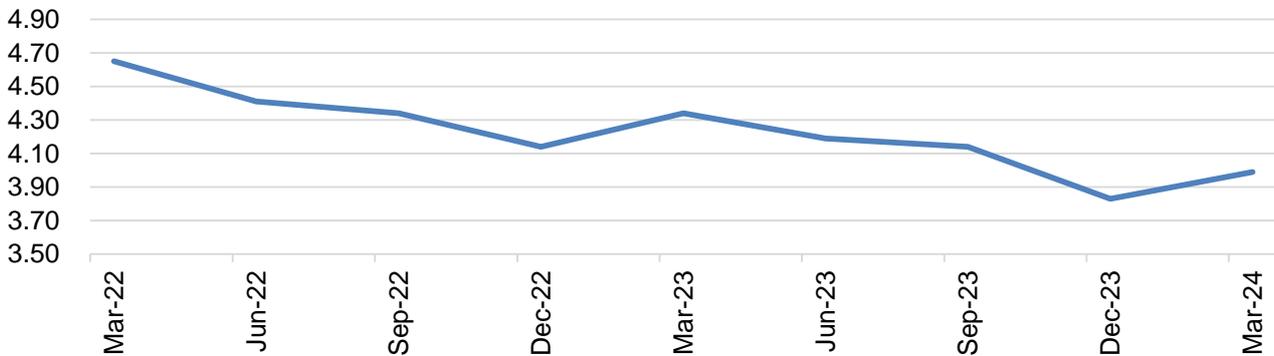
来源: 中国人民银行、农银国际证券

图 2: 中国 LPR (%)



来源: 全国银行间同业拆借中心、农银国际证券

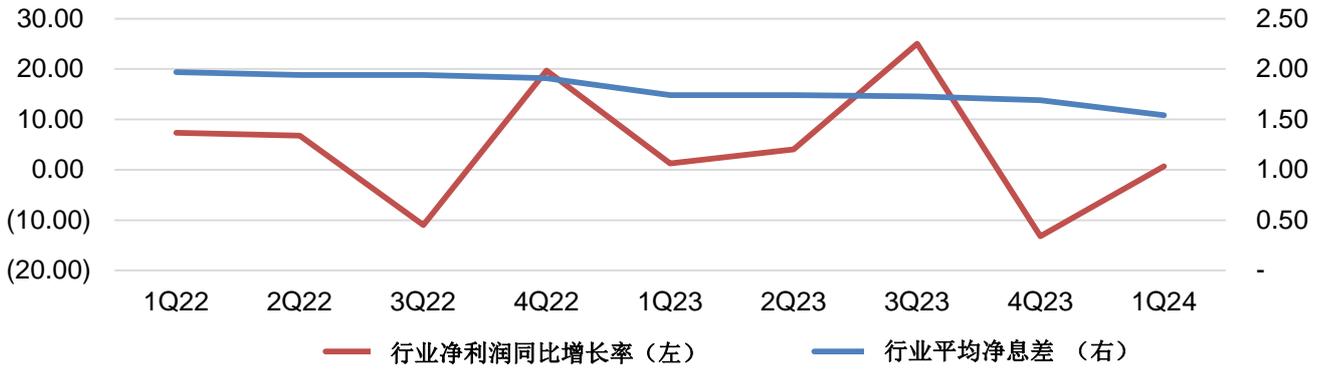
图 3: 行业平均新增贷款收益率(%)



来源: 中国人民银行、农银国际证券

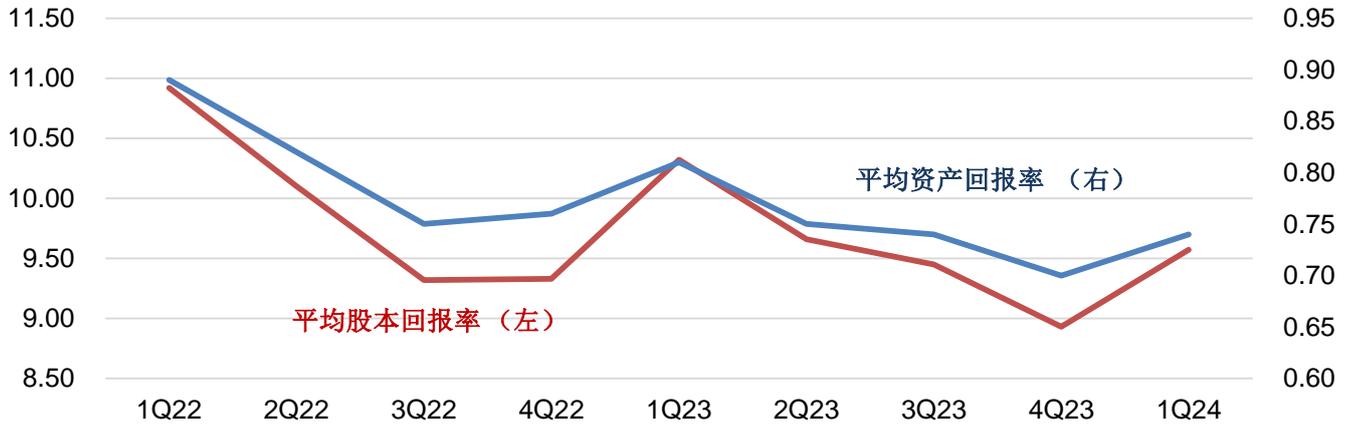


图 4: 行业净利润同比增长率(%)与行业平均净息差(年化, %)



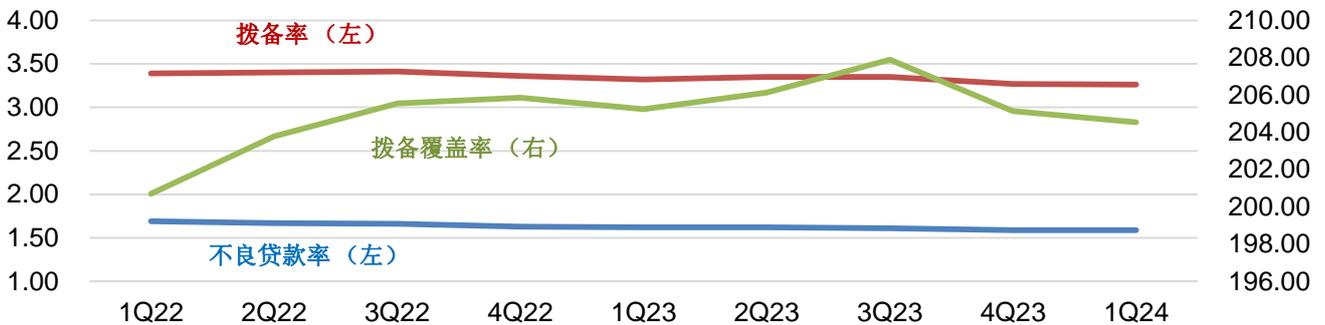
来源: 金监总局、农银国际证券

图 5: 行业平均 ROAA(年化, 右)与行业平均 ROAE(年化, 左) (%)



来源: 金监总局、农银国际证券

图 6: 行业平均资产质量指标(期末,%)



来源: 金监总局、农银国际证券



H 股 行业首选 (截至 2024 年 6 月 26 日)

| 公司 | 代号 | 评级 | 目标价 (港币) | 上升空间 (%) | FY24E 市净率 (x) | FY25E 市净率 (x) | FY24E 市盈率 (x) | FY25E 市盈率 (x) | FY24E 股息率 (%) | FY25E 股息率 (%) |
|------|---------|----|-------------|-------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|
| 工商银行 | 1398 HK | 买入 | 5.17 | 11.90 | 0.42 | 0.39 | 4.32 | 4.19 | 7.20 | 7.39 |
| 建设银行 | 939 HK | 买入 | 6.33 | 9.33 | 0.42 | 0.40 | 4.00 | 3.86 | 7.48 | 7.80 |

彭博、农银国际证券预测



正面 中国互联网业- 挑选赢家 周秀成

| 主要数据 | | 行业表现 (相对于 MXCN) | 绝对值 (%) | 相对值 (%) |
|----------------|------|--------------------|------------|------------|
| 24E 年市盈率均值 (x) | 12.4 | 1 个月 | (2.6) | 1.8 |
| 24E 年市净率均值 (x) | 2.1 | 3 个月 | 12.3 | 3.0 |
| 24E 年股息率均值 (%) | 1.7 | 6 个月 | 13.0 | 3.9 |

来源：彭博、农银国际证券预测

- 主要互联网平台积极提高股东回报
- 直播和跨境电商平台正变得越来越受欢迎
- 主要互联网平台已开发出大型语言模型，导致竞争加剧



提高股东回报。主要互联网平台通过发放股息、回购股份、处置非核心资产等多种举措积极提高股东回报。然而，这些举措可能受到各个平台海外资金存量的限制。

生成型人工智能：竞争加剧。自 2023 年 6 月以来，已有超过 540 个人工智能模型/算法成功在中国监管机构注册。小米(1810 HK)、百度(BIDU US, 9888 HK)、蚂蚁集团、网易(9999 HK, NTES US)、美团 (3690 HK)、华为、抖音等多家互联网公司均已开发出各自的大型语言模型，从而加剧了竞争。此外，一些平台采用了开源策略，允许其他企业基于其开源模型构建自己的 AI 模型，从而降低了 AI 模型开发的门槛，尤其是对于小型企业而言。这些生成型 AI 模型提供互动功能，如互动对话和内容（文本和图形）生成。平台可以利用这些功能改善用户体验和粘性，并探索盈利机会。据中国大型语言模型测试平台 CLUE，这些中国模型的测试分数近期有显着提升，一些中国模型超过了 GPT3.5 并正在逐步缩小与 GPT4 在中文环境中的差距。另一方面，美国对高端 AI 芯片的出口控制可能会长期阻碍行业发展，因为训练和运行这些 AI 模型需要大量的计算能力。

在线购物：直播和跨境电商正成为新星。在线购物在经济放缓的背景下近年有所减缓，我们预计这一趋势将持续。根据国家统计局的数据，2024 年前 5 个月，实物商品的在线销售同比增长了 11.5%。按产品类别分，食品、杂货和服装的在线销售分别增长了 19.6%、10.8%和 9.0%。从积极的角度来看，近年在线购物的渗透率一直呈上升趋势，反映消费从线下向线上结构性转移。我们认为在线购物者已变得对价格更为敏感，增加了性价比高的电商平台如拼多多(PDD US)的“钱包份额”。这一趋势促使主要电商平台通过提高用户激励和价格补贴来增加销售。从积极的方面来看，直播和跨境电商正在兴起。如拼多多和 Shein 等平台正在积极发展跨境电商，并在各个海外市场获得增长。

本地服务：业务整合。部分本地服务平台（包括美团）对社区团购扩张计划进行合理化调整之后，成本压力有所缓解。这些平台通过降低补贴和提高价格等方式，重新聚焦于增长质量而非市场份额的提升。随着疫情后食品和杂货电商需求的正常化，社区团购市场对于本地服务平台的吸引力有所下降。对平台而言，将更多资源投入到其他业务可能是明智的选择。在食品配送市场方面，经济下行期间食品配送骑手的供应增加，缓解了由于提高用户补贴/激励以刺激需求而带来的成本压力。此外，由于即时配送网络的进入门槛较高，食品配送市场的竞争也相对减少。

在线游戏：竞争稳定。线上游戏市场的竞争低于电子商务市场，主要平台已经建立了各自的市场地位。新游戏审批和大型游戏长周期的开发阻碍了新进入者（如短视频平台）扩展到游戏领域。尽管如

此，对于年轻用户的游戏时间、游戏内容和盈利方式等的监管正在收紧，线上游戏平台需要在不断变化的环境中灵活调整其商业模式。

股票推荐

拼多多 (PDD US): 拼多多近几个季度实现了强劲的收入增长，这反映其在市场份额上对同行构成了挑战。我们认为，这可以归因于以下几点：(1) 高性价比-在经济放缓和消费者变得更加节俭的背景下，拼多多作为“物有所值”的平台，在行业中占据了坚实的位置；(2) 增强的货币化能力- 通过运营改进推动货币化能力增强；(3) 优化的产品组合-通过与品牌加深合作和持续在农业及其他领域的投资，实现产品组合优化；(4) Temu 对总收入的贡献逐渐增加。然而，海外业务的监管风险仍然是一个关注点，公司通过加强对商家产品的合规监控以及努力开拓 Temu 在美国以外的市场，以缓解有关风险。

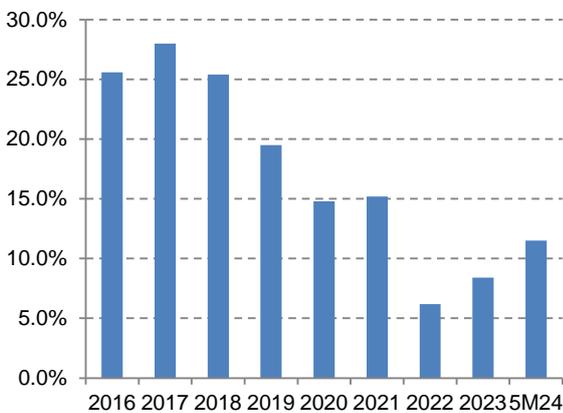
快手 (1024 HK): 近年来，快手成功利用其用户流量发展直播电商业务。目前，它已成为中国三大直播平台之一，在电子商务市场中的市场份额估计为中个位数。我们估计，其来自电商活动的收入贡献（包括电商商家的在线广告支出、服务费等）大致在 30%左右。

网易 (9999 HK/NTES US): 网易拥有强大的自主游戏产品组合，是中国在线游戏行业的第二大参与者。多年来，公司开发了多款热门游戏，如《梦幻西游》和《大话西游》系列。我们估计，得益于其游戏组合的持续发展，其在线游戏收入目前约占中国最大在线游戏平台的 40%，相较于 2020 年的约 35%有所增长。

风险因素

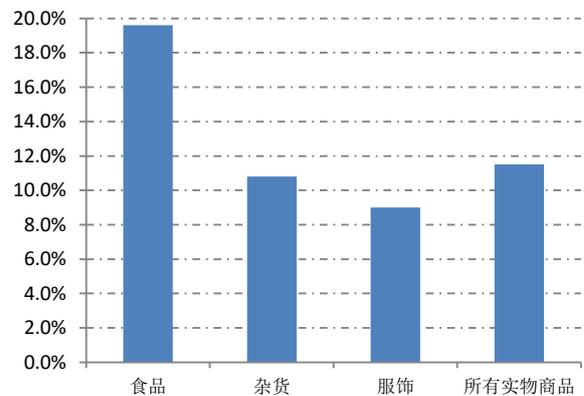
1) 反垄断调查等监管风险； 2) 电子商务和互联网金融放缓； 3) 非通用会计准则财务报表

图 1: 实体商品的在线销售 (同比变化)



来源：国家统计局、农银国际证券

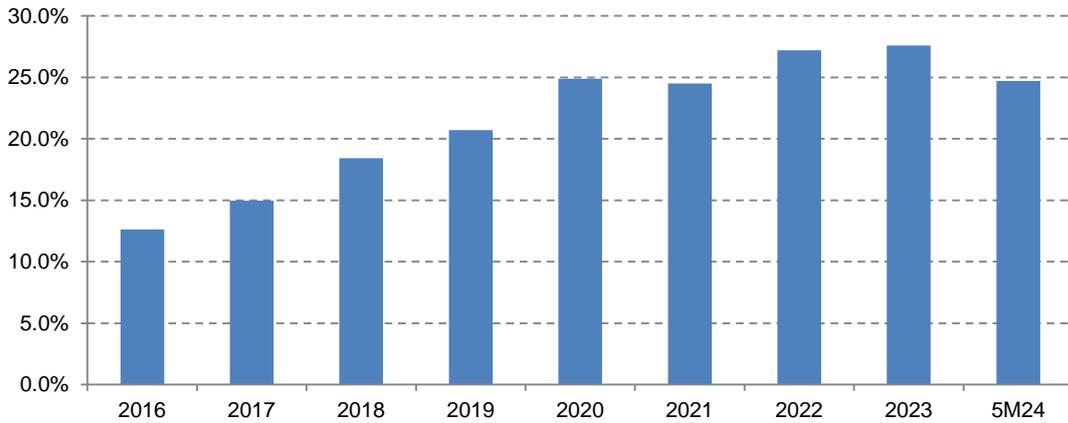
图 2: 按类别划分的实体商品在线销售 (24 年首 5 个月) (同比变化)



来源：国家统计局、农银国际证券



图 3: 网购渗透率



来源: 国家统计局、农银国际证券

行业首选 (截至 2024 年 6 月 26 日)

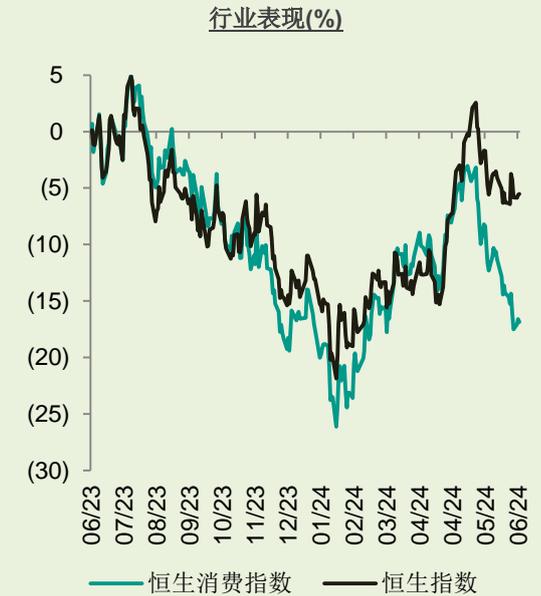
| 公司 | 代号 | 评级 | 目标价 (港币) | 上升空间 (%) | FY 24E 市销率 (x) | FY 25E 市销率 (x) | FY 24E 市盈率 (x) | FY 25E 市盈率 (x) | FY 24E 股息率 (%) | FY 25E 股息率 (%) |
|--------|---------|----|----------|----------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 快手 | 1024 HK | 买入 | HK\$75 | 58.6 | 1.5 | 1.3 | 11.7 | 8.9 | NA | NA |
| 拼多多 | PDD US | 买入 | US\$200 | 39.1 | 3.9 | 3.0 | 14.8 | 11.1 | NA | NA |
| 网易-S | 9999 HK | 买入 | HK\$200 | 45.7 | 3.7 | 3.3 | 11.8 | 10.8 | 3.4 | 3.7 |
| 网易-ADR | NTES US | 买入 | US\$128 | 42.7 | 3.7 | 3.3 | 12.9 | 11.8 | 3.1 | 3.4 |

来源: 彭博、农银国际证券预测

正面 中国消费行业 – 消费模式显示市场存在复苏潜力 潘泓兴

| 主要数据 | | 行业表现(相对于恒指) | 绝对值 (%) | 相对值 (%) |
|----------------|------|--------------|---------|---------|
| 24E 市盈率均值(x) | 17.2 | 1个月 | (7.7) | (4.9) |
| 24E 市净率均值(x) | 2.4 | 3个月 | (4.8) | (14.4) |
| 24E 股息率均值(%) | 3.9 | 6个月 | (0.3) | (11.0) |
| 来源:彭博、农银国际证券预测 | | 来源:彭博、农银国际证券 | | |

- 消费市场的缓慢复苏，而零售销售增长表现和今年的"618"购物节销售总额增长表现也反映了这一点
- 24年上半年主要节假日的消费呈现较高增长，显示在宏观经济条件适宜的情况下，消费市场可以有强劲复苏
- 针对推动"消费促进年"的政策支持将有助于缓解消费市场的部分压力
- 行业评级为**正面**，但我们预期企业的表现将受到市场复苏缓慢的影响；企业需要直面竞争加剧和市场动态的变化；我们预计运动服装公司将有较佳表现，原因是今年将会有多项体育盛事（如即将举办的奥运会），以及注重健康的消费群体扩大将会拉动对文化和体育相关活动的需求增加



来源:彭博、农银国际证券

消费市场仍未完全复苏。消费市场的基本面依然疲软，仍处于复苏状态之中。从 2024 年首两个月至 2024 年 4 月，零售销售增速呈下降趋势，在 5 月略有反弹。此外，根据星图数据公布，今年 "618" 购物节全网销售总额出现该购物节举办以来的首次下降。然而，与旅游和节假日相关的消费仍呈现较高增长。我们预计，在消费市场尚未全面复苏的情况下，在未来一段时间内，不同细分市场将出现增长波动和发展不均衡的情况。

宏观经济挑战持续拖累零售销售增长。零售销售额的同比增长率从 2024 年首两个月的 5.5% 降至 2024 年 4 月的 2.3%，在 2024 年 5 月稍微回升至 3.7%。餐饮零售额的同比增长率则从 2023 年 12 月的 30% 大幅度下降至 2024 年 5 月的 5%。同时，各类不同的零售产品增长幅度也出现波动。此外，尽管电商平台简化参与规则并提供更多优惠折扣，但是今年 "618" 网络购物节的销售总额出现了该活动举办以来的首年下滑。星图数据显示，今年 "618" 购物节全网销售总额同比下降约 7%；综合电商平台销售总额同比下降 6.9%；社区团购销售总额同比下降 16.8%；而新零售和直播电商的销售总额分别同比增长 2.5% 和 12.1%。以上数据显示，消费者在非必须消费方面表现得更加节制，在必须消费方面则表现得更加保守。考虑性价比在消费者群体中变得越来越普遍。消费市场增长的基础仍然依赖于健康的宏观经济环境和强劲的消费信心。因此我们相信，一旦宏观经济环境改善，消费者信心也会随之增强，消费市场的增长也将重新进入上升轨道。

差异性消费模式显示消费市场复苏潜力仍存在。尽管零售额增速出现下滑，但 24 年上半年主要节假日期间的出游相关的消费仍录得较强的增长。据文化和旅游部测算，2024 年春节假期 8 天全国国内旅游出游 4.74 亿人次，同比增长 34.3%，按可比口径较 2019 年同期增长 19.0%；国内游客出游总花费 6326.87 亿元人民币（下同），同比增长 47.3%，按可比口径较 2019 年同期增长 7.7 个百分点。此外，根据商务部数据，2024 年春节假期全国电影票房和观影人次分别达到 80.16 亿元和 1.63 亿，同比增长率分别为 18.47% 和 26.36%；重点零售和餐饮企业收入同比增长 8.5%；重点电商平台餐饮销售额同比增长 40.8%。2024 年清明节期间，据文化和旅游部测算，2024 年清明节假期 3 天全国国内旅游出游 1.19 亿人次，按可比口径较 2019 年同期增长 11.5%；国内游客出游花费 539.5 亿元，按可比口径较 2019 年同期增长 12.7%。为期 5 天的劳动节也有一些值得关注的消费模式。据文化和旅游

部测算，2024年劳动节全国国内旅游出游合计2.95亿人次，同比增长7.6%，按可比口径较2019年同期增长28.2%；国内游客出游花费1668.9亿元人民币，同比增长12.7%，按可比口径较2019年同期增长13.5%。从假日消费和全国零售额数据来看，出游消费仍然是消费者愿意花钱的一个领域，重大节日活动是拉动消费增长的主要来源。然而，清明节和劳动节的假日消费出现了增长放缓的迹象，这可能是由于消费市场复苏缓慢所致。我们认为，市场将重点关注即将到来的暑假和国庆假期的消费表现，并以此判断消费市场复苏程度。

通胀的影响有限。近几个月来，某些原材料的价格正在上涨，而有些则在下降。在2024年5月，猪肉的同比CPI达到4.6%，而牛肉的同比CPI达到-12.9%。价格走势参差将导致通胀温和回升，对消费行业的影响有限。我们认为，某些消费品公司，尤其是猪肉产品公司，会受到较大影响，因为其原材料面临更大的价格上涨压力。

政策支持推动“消费促进年”。商务部将2024年指定“消费促进年”，把培育壮大新型消费、稳定和扩大传统消费、扩大服务消费、优化消费环境作为拉动消费市场增长的重要举措。为拉动消费，中央多个部门也出台了多项政策来挖掘潜在的增长动力，其中包括《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》和《关于促进农村电子商务高质量发展的实施意见》。此外，2024年3月发布的政府工作报告也强调了刺激消费增长的重要性，并增加了提高消费市场水平和优化消费市场环境的目标。2024年6月，国家发改委公布了《关于打造消费新场景培育消费市场新增长点的措施》，针对餐饮、文旅体育相关消费、购物消费、大宗消费品消费、养老托幼、社区消费等6个重点领域提出了促进消费的措施。我们认为，对培育消费增长的重视以及相关政策措施的公布和实施，将对行业企业的业绩产生积极影响。我们预计，中央政府还将公布更多的政策来完善现有的政策组合，这将为消费市场的复苏铺平道路。

市场竞争加剧导致企业估值受到限制。充满挑战的经营环境、消费市场的缓慢增长以及消费者对性价比要求提高，导致2024年市场竞争加剧，企业表现参差。可以主动培育新的增长引擎或在捕捉新兴增长机遇的企业将能够巩固其领先地位或提高市场份额。企业还需要在不牺牲质量的前提下，通过提供更多折扣或超值优惠来迎合消费者日益增长的性价比需求，这就需要对定价策略和产品组合进行动态调整，并对价值链进行整合。我们预计，企业的增长和利润表现将因此出现分化，行业估值可能会受到抑制。一旦宏观经济状况和企业基本面出现好转迹象，估值水平也将随之进入修复通道。

长线展望

由于宏观经济挑战仍未解决，企业和消费者都正在调整其目标和预期，从而影响到整个市场的供求关系和消费行为的演变。企业需要进一步评估其产品和战略，以适应这种变化带来的潜在风险和机遇

短线展望

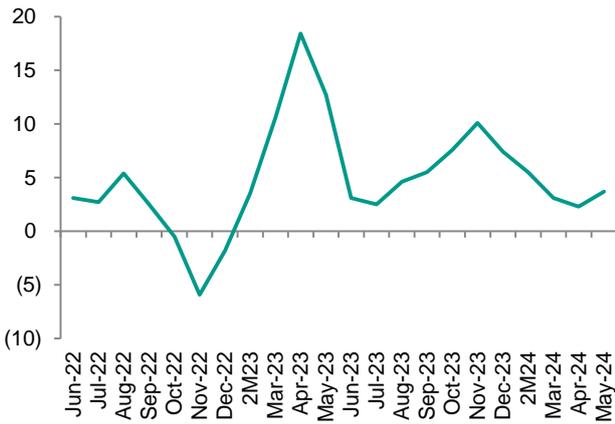
短期宏观经济挑战和低于预期的经济复苏仍将是该行业企业面临的主要障碍。市场仍有增长机遇，但企业必须适应消费者信心的变化和消费行为的转变。行业内企业经营业绩的差异将导致股价波动和估值差异。

行业评级

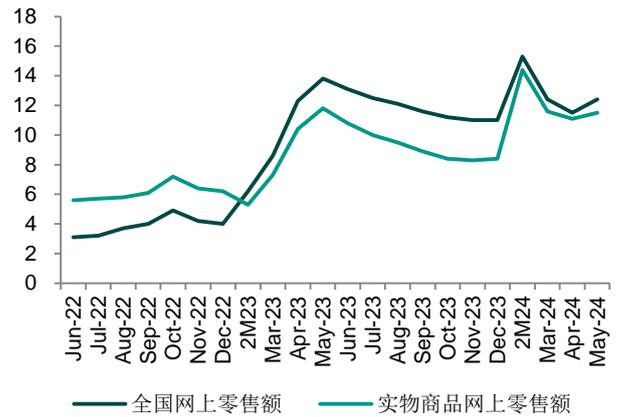
行业评级为**正面**。然而，我们认为消费市场的缓慢复苏将拖累行业内企业的表现，这将反映在参差的股价和估值表现上。龙头企业仍在享受其市场地位所带来的优势，但我们认为一些细分市场正面临更多竞争，威胁到龙头企业的主导地位。我们认为，由于今年将举办奥运会等多项大型运动盛事，以及注重健康的消费群体对文化和体育相关活动的需求不断增加，运动服装细分市场的表现会较好。

风险因素

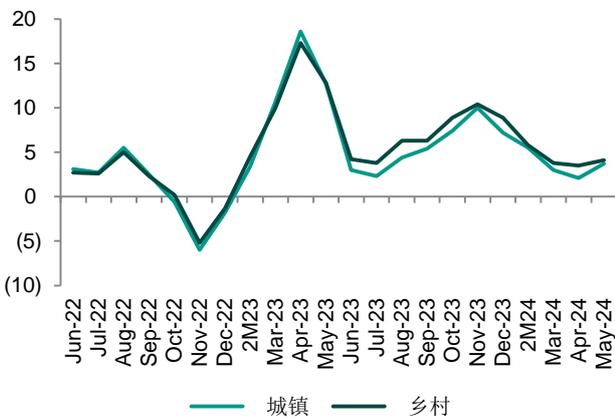
1) 宏观经济风险；2) 原材料价格上升风险；3) 政策法规风险；4) 产品质量安全风险；5) 消费者偏好转变。

图 1: 全国零售销售增长(同比%)


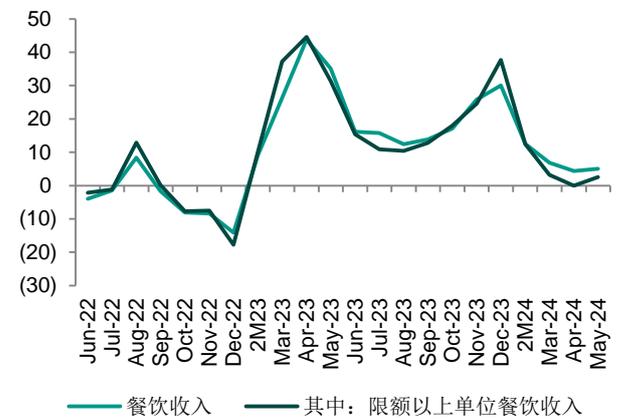
来源: 国家统计局、农银国际证券

图 2: 网上零售销售(累计同比%)


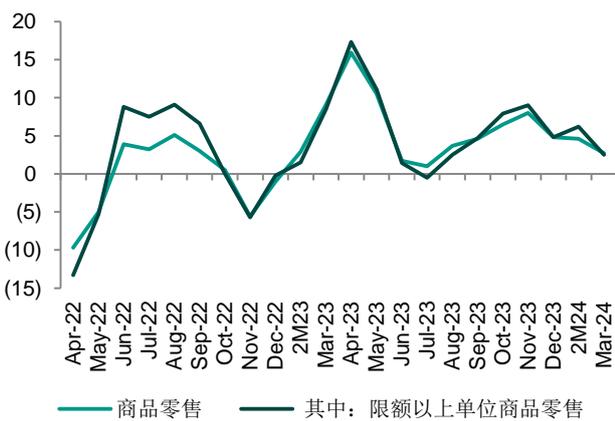
来源: 国家统计局、农银国际证券

图 3: 地区零售销售(同比%)


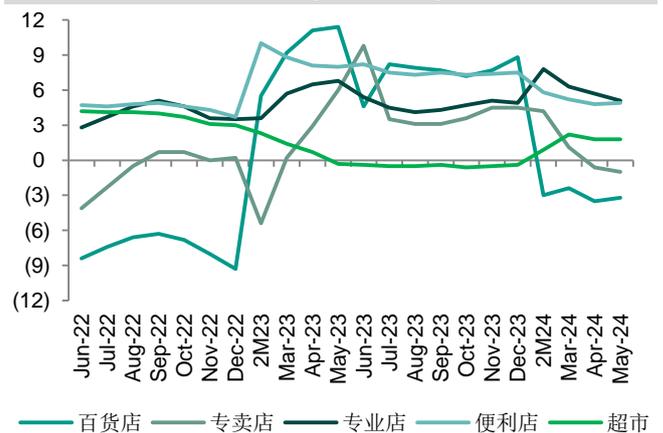
来源: 国家统计局、农银国际证券

图 4: 餐饮零售销售(同比%)


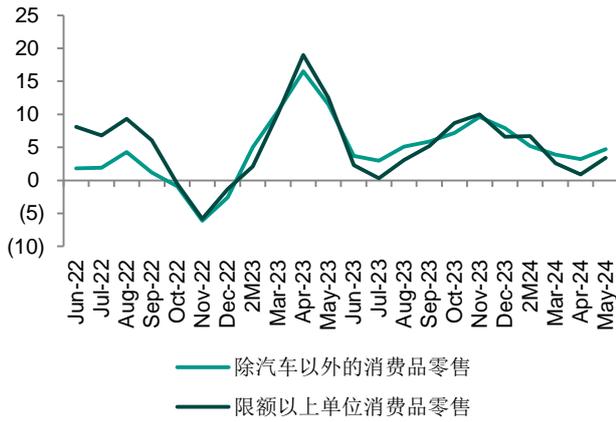
来源: 国家统计局、农银国际证券

图 5: 商品零售销售(同比%)


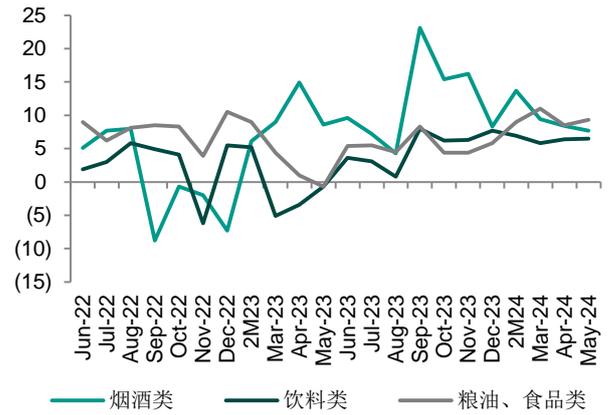
来源: 国家统计局、农银国际证券

图 6: 零售销售-按业态分类(累计同比%)


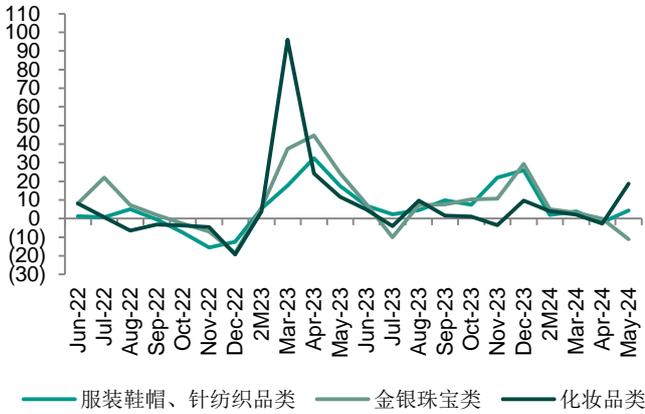
来源: 国家统计局、农银国际证券

图 7:除汽车以外及限额以上单位消费品零售额 (同比%)


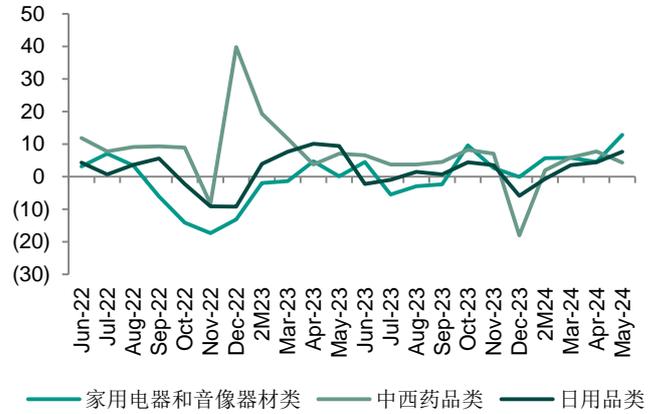
来源: 国家统计局、农银国际证券

图 8: 部分商品零售销售 (同比%)


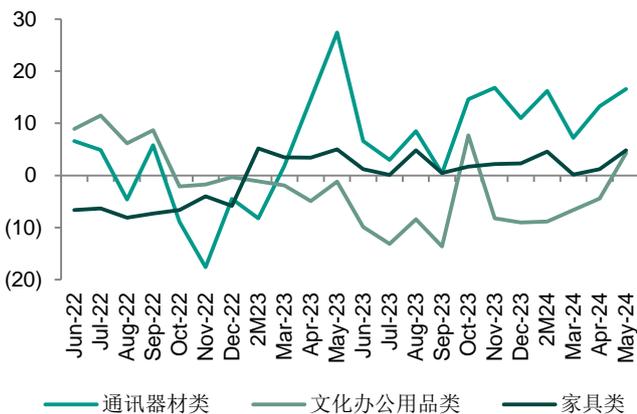
来源: 国家统计局、农银国际证券

图 9: 部分商品零售销售 (同比%)


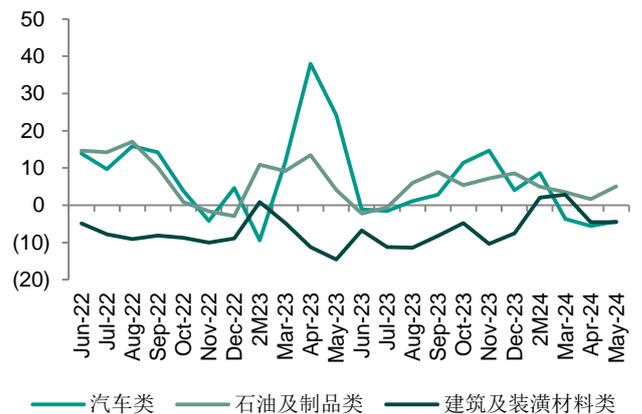
来源: 国家统计局、农银国际证券

图 10: 部分商品零售销售 (同比%)


来源: 国家统计局、农银国际证券

图 11: 部分商品零售销售 (同比%)


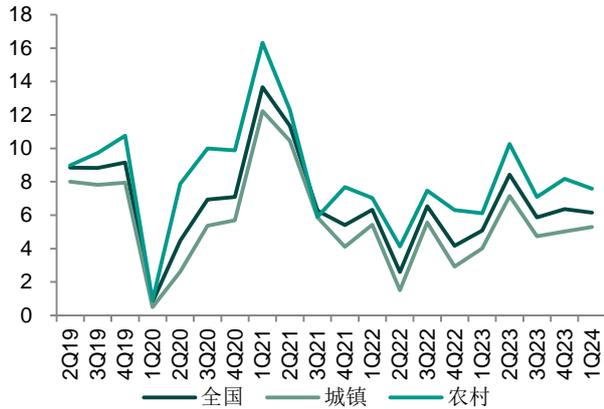
来源: 国家统计局、农银国际证券

图 12: 部分商品零售销售 (同比%)


来源: 国家统计局、农银国际证券

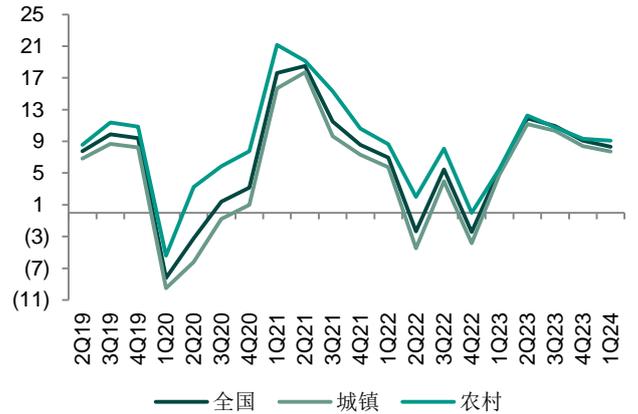


图 13: 人均可支配收入 (同比 %)



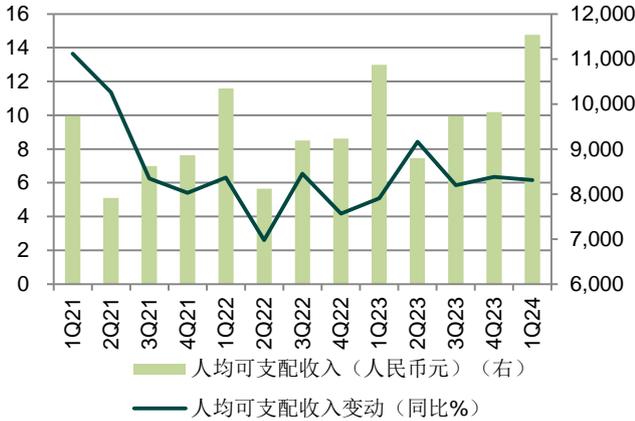
来源: 国家统计局、农银国际证券

图 14: 人均支出 (同比 %)



来源: 国家统计局、农银国际证券

图 15: 全国人均可支配收入水平及变动



来源: 国家统计局、农银国际证券

图 16: 全国人均支出水平及变动



来源: 国家统计局、农银国际证券

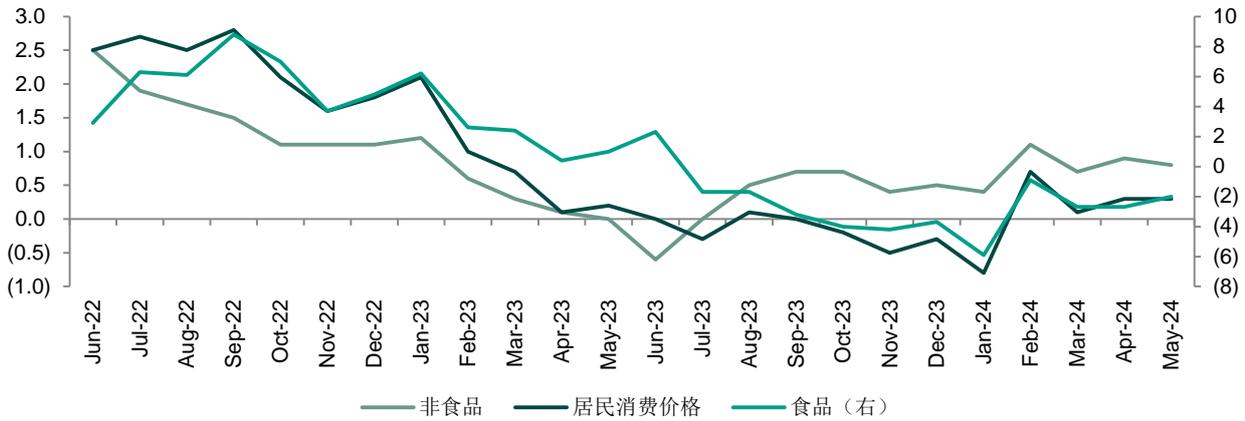
图 17: 人均支出/可支配收入比例 (%)



来源: 国家统计局、农银国际证券

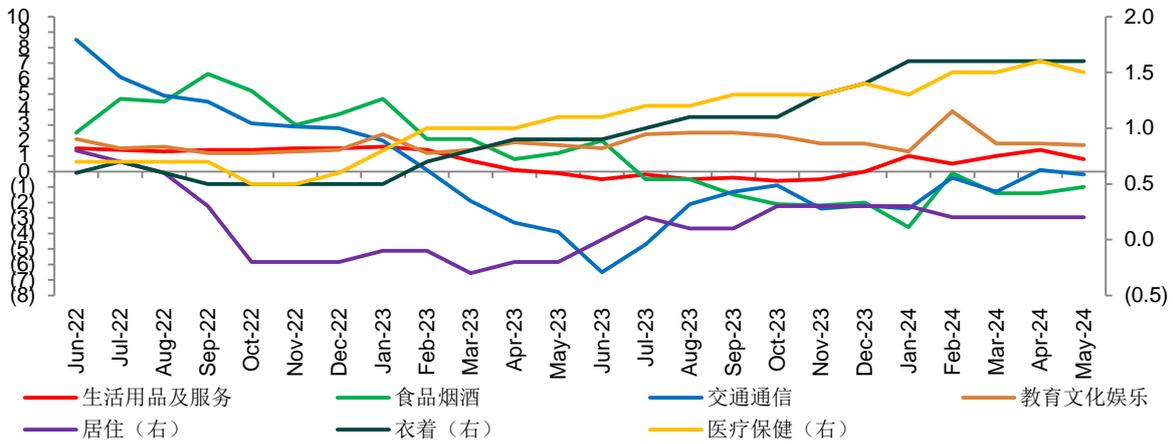


图 18: CPI (同比 %)



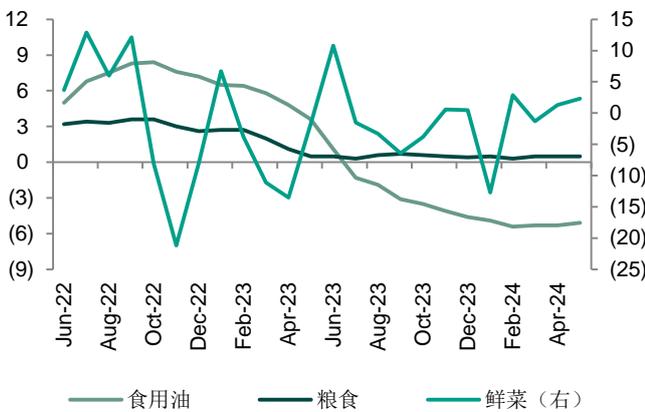
来源：国家统计局、农银国际证券

图 19: 主要产品类别 CPI (同比 %)



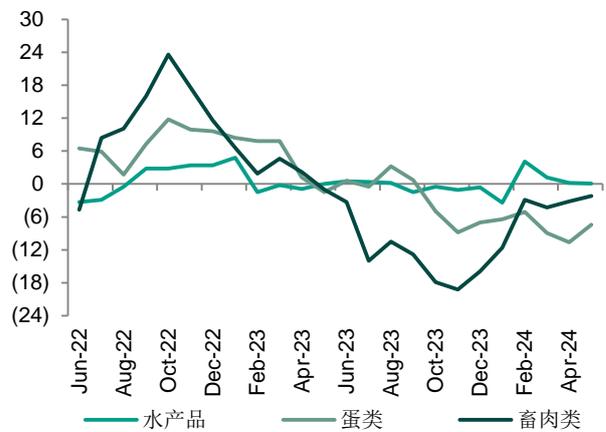
来源：国家统计局、农银国际证券

图 20: CPI - 粮食、食用油、鲜菜 (同比%)

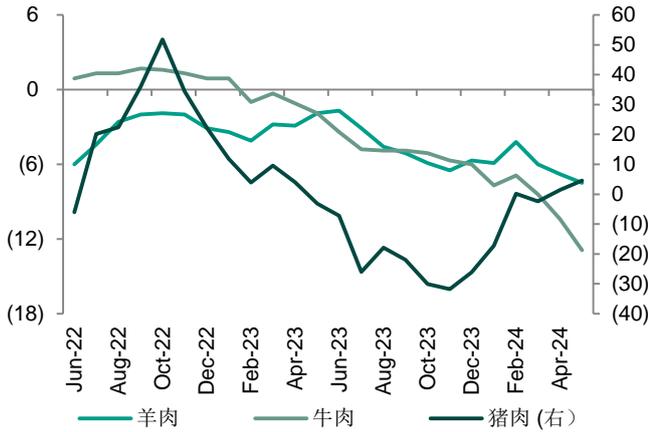


来源：国家统计局、农银国际证券

图 21: CPI - 畜肉类、水产品、蛋类 (同比%)



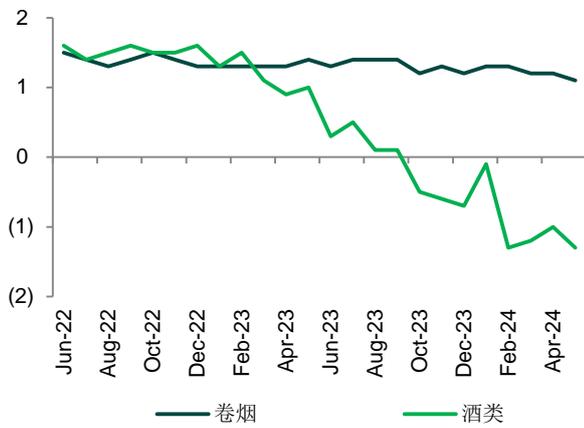
来源：国家统计局、农银国际证券

图 22: CPI -猪肉、牛肉、羊肉 (同比%)


来源: 国家统计局、农银国际证券

图 23: CPI -奶类、鲜果 (同比%)


来源: 国家统计局、农银国际证券

图 24: CPI -卷烟、酒类 (同比%)


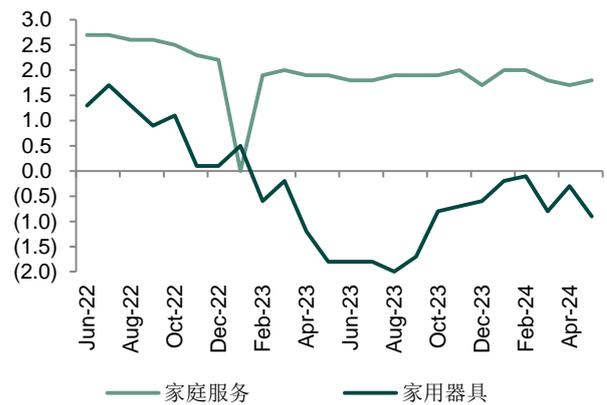
来源: 国家统计局、农银国际证券

图 25: CPI -服装、鞋类 (同比%)


来源: 国家统计局、农银国际证券

图 26: CPI -租赁房房租、水电燃料 (同比%)

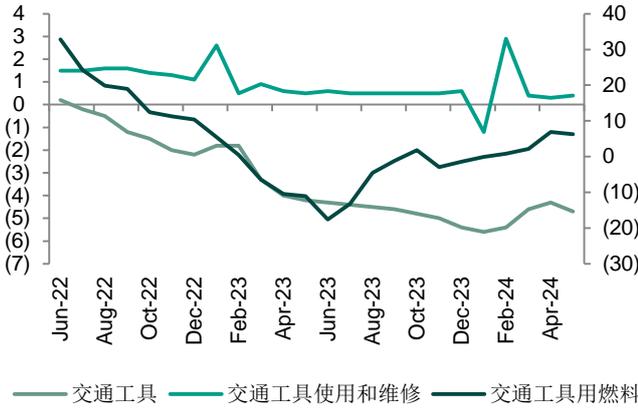

来源: 国家统计局、农银国际证券

图 27: CPI -家用器具、家庭服务 (同比%)


来源: 国家统计局、农银国际证券

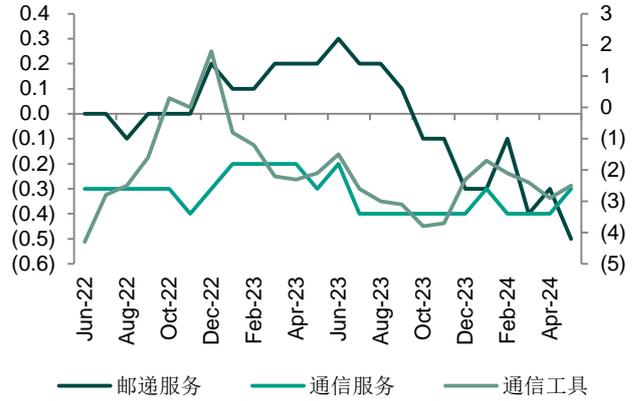


图 28: CPI -交通通信类商品服务 (同比%)



来源: 国家统计局、农银国际证券

图 29: CPI -交通通信类商品服务 (同比%)



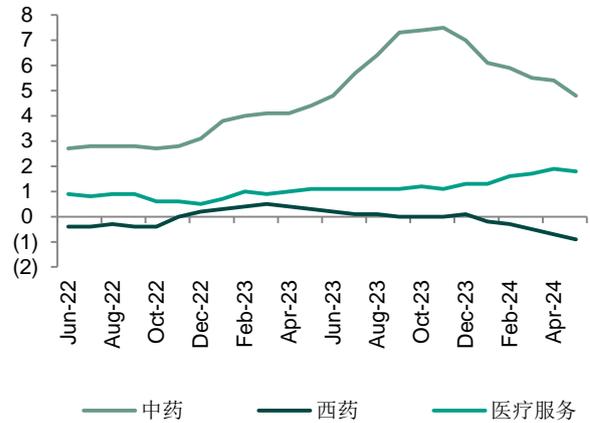
来源: 国家统计局、农银国际证券

图 30: CPI -教育服务、旅游 (同比%)



来源: 国家统计局、农银国际证券

图 31: CPI -中药、西药、医疗服务 (同比%)



来源: 国家统计局、农银国际证券

行业首选 (截至 2024 年 6 月 26 日)

| 公司名称 | 代码 | 评级 | 目标价 (港币) | 目前价格 (港币) | FY24E 市盈率(x) | FY25E 市盈率(x) | FY24E 市净率(x) | FY25E 市净率(x) | FY24E 股息率 (%) | FY25E 股息率 (%) |
|------|---------|----|----------|-----------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|
| 安踏 | 2020 HK | 买入 | 102 | 77.9 | 16.4 | 13.8 | 3.5 | 3.0 | 2.9 | 3.5 |

来源: 彭博、农银国际证券预测

正面 先进制造业- 国产替代持续推动行业成长 白驹

| 主要数据 | | 行业表现 (相对于恒生指数) | 绝对值 (%) | 相对值 (%) |
|-----------------|------|-------------------|------------|------------|
| 24 年市盈率均值 (x) | 39.1 | 1 个月 | 12.20 | 14.37 |
| 24E 年市净率均值 (x) | 1.2 | 3 个月 | 11.20 | 0.93 |
| 24E 年股息率均值 (%) | 0.4 | 6 个月 | (6.51) | (12.54) |
| 来源: 彭博、农银国际证券预测 | | 来源: 彭博、农银国际证券 | | |

- 人工智能的持续发展, 显著拉动了芯片行业的需求
- 英伟达是当前 AI 浪潮的最大受益者
- 预计 2024 年半导体产业整体向好, 高端芯片的需求将持续增长
- 中国市场对半导体产品的需求仍然强劲
- 政策支持与市场需求共同助力, 中国半导体设备商或将持续受益



人工智能的持续发展, 显著拉动了芯片行业的需求。随着人工智能技术在各个领域的应用愈加广泛, 高性能算力和大数据处理的需求也与日俱增, 芯片成为不可或缺的关键部件。尤其在深度学习、自然语言处理和智能驾驶等前沿技术的推动下, 高性能、低功耗的专用芯片的需求急剧上升。这不仅加速了芯片技术的创新步伐, 也为整个半导体行业带来了机遇和挑战。

英伟达 (NVDA US) 是当前 AI 浪潮的最大受益者。近年来随着生成式 AI 和大语言模型的兴起, 科技巨头对算力芯片的需求急速上升。而英伟达的长期在 GPU 方面的投入使其在行业内保持了绝对领先的地位。英伟达计划在 2024 年下半年发布新一代 AI 芯片 Blackwell, 并在未来几年每年推出一代新型芯片。我们认为当前各个科技巨头在 AI 领域的竞争仍然处于早期阶段, 这些科技巨头将持续增加对算力芯片的投入以保持竞争力。根据 IDC, 全球算力投资额将在未来 5 年以 16.5% 的复合增长率增长。目前英伟达在算力芯片的优势或将令其在未来几年持续保持强劲增长。

预计 2024 年半导体产业整体向好, 高端芯片的需求将持续增长。世界半导体贸易统计组织预测, 2024 年全球半导体市场规模将增加 16.0% 至 6112 亿美元, 2025 年将进一步增长 12.5% 至 6874 亿美元。其中, 亚太地区是占比最大的市场。受益于 AI 算力需求, 存储芯片的市场规模将取得快速增长。

中国市场对半导体产品的需求仍然强劲。根据美国半导体行业协会 (SIA) 统计, 中国半导体市场规模约占全球市场 30%, 是目前对半导体产品需求最大的市场。中国在消费电子、新能源汽车、人工智能等方面的快速发展将持续提升中国市场对半导体产品的需求。中国半导体产业链也将持续受益于中国市场的强劲需求而取得全面发展。

政策支持与市场需求共同助力, 中国半导体设备商或将持续受益。2024 年 5 月, 中国成立国家芯片基金三期, 继续促进中国半导体行业发展。我们认为当前中国芯片产业链与全球先进水平差距仍然较大, 主要体现在半导体设备、材料及制造等方面。国家芯片基金一期和二期的投入已经展现出一定效果, 三期基金将聚焦于中国芯片产业链的薄弱环节, 或将加大对半导体设备如光刻机、蚀刻机、薄膜设备等关键领域的投入。在中国政策的支持以及中国市场的需求下, 中国半导体设备的国产化率提升是大势所趋, 中国半导体设备商或将持续发展。

长线展望

从全球视角看，人工智能或将是未来科技发展的主旋律。在大模型、智能驾驶、机器人的带动下，先进制程算力芯片的需求将持续火热。全球头部芯片企业或将持续保持快速增长。成熟制程芯片或将继续保持较为激烈的竞争，而展现一定的周期性。中国市场在政策支持及国产替代的促进下，中国半导体企业或将抓住机遇取得持续增长。

短线展望

2024 年消费电子行业出现复苏，带动芯片行业的短期需求复苏，全球芯片行业整体需求拐点已现。中国市场仍然是芯片行业的主要市场，短期需求维持强劲，中国半导体企业的仍将维持增长。

风险因素

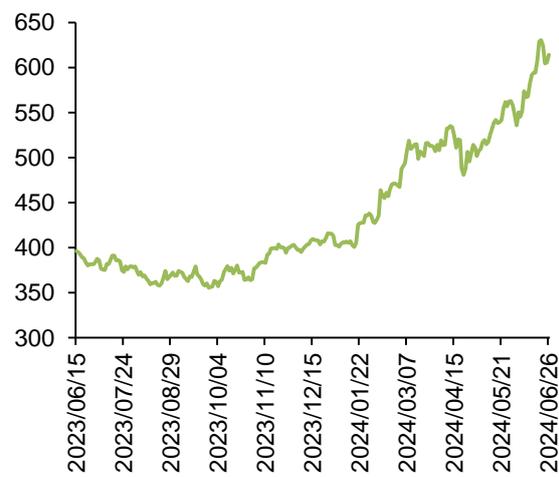
1) 需求可能不及预期; 2) 地缘政治风险; 3) 竞争可能加剧。

图 1: 费城半导体指数(SOX Index)



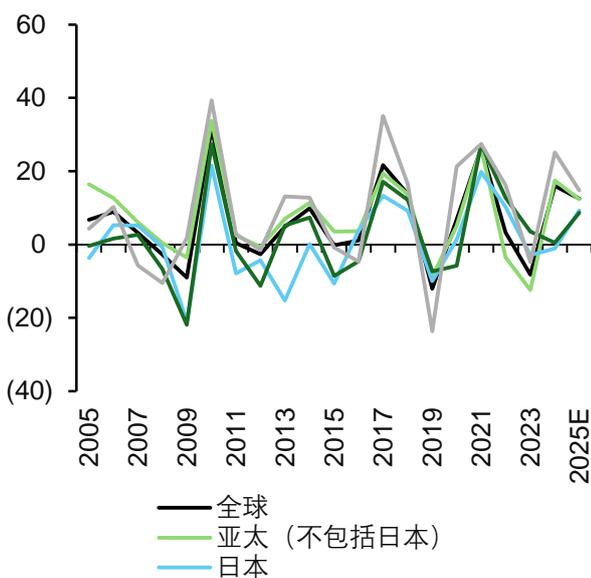
来源：彭博、农银国际证券

图 2: 中国台湾半导体指数(TWSESCI Index)



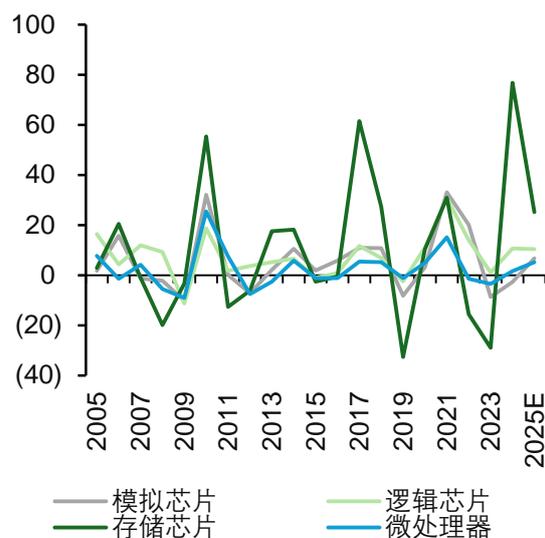
来源：彭博、农银国际证券

图 3: 全球半导体市场销量变化（同比增速%）



来源：世界半导体贸易统计组织预测、农银国际证券

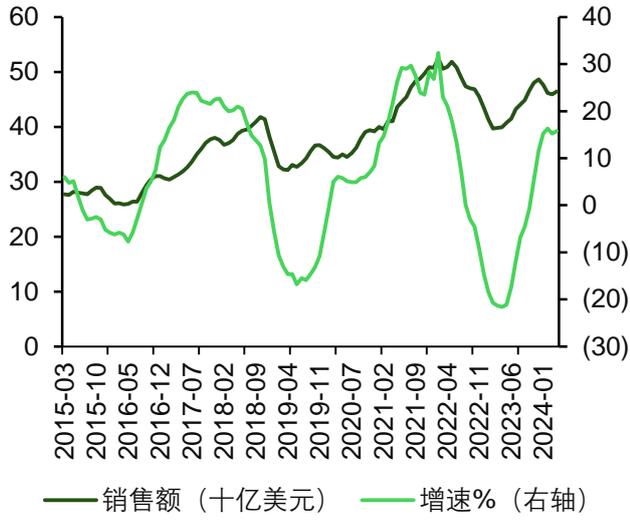
图 4: 分产品看全球半导体市场销量变化（同比增速%）



来源：世界半导体贸易统计组织预测、农银国际证券

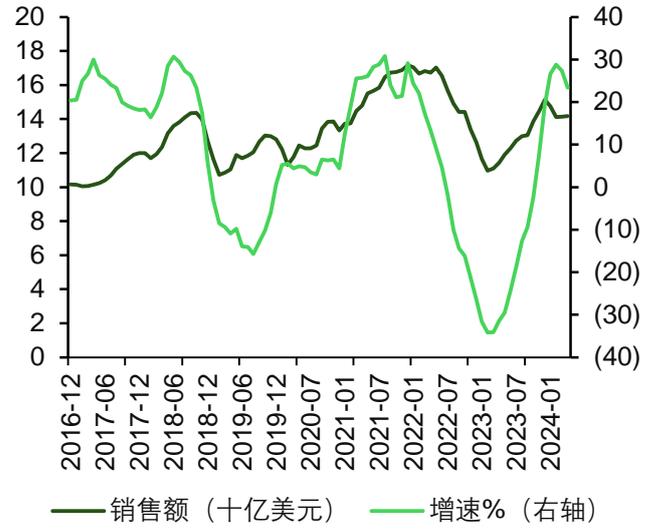


图 5: 全球半导体市场月度销售额



来源: 美国半导体行业协会、农银国际证券

图 6: 中国半导体市场月度销售额



来源: 美国半导体行业协会、农银国际证券

权益披露

分析员陈宋恩、姚少华、欧宇恒、周秀成、潘泓兴、白舸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(除以下披露权益)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。

权益披露

农银国际证券有限公司及/或与其附属公司,曾在过去12个月内,与本报告提及的中国工商银行、中国建设银行、中国石油股份、中国银行、小米集团、招商银行及百度集团有投资银行业务关系。

评级的定义

| 评级 | 定义 |
|----|--|
| 买入 | 股票投资回报 \geq 市场回报($\sim 7\%$) |
| 持有 | 市场回报($\sim 7\%$) \leq 股票投资回报 $<$ 市场回报($\sim +7\%$) |
| 卖出 | 股票投资回报 $<$ 市场回报($\sim -7\%$) |

股票投资回报是未来12个月预期的股价百分比变化加上股息收益率

市场回报是5年市场平均回报率

市场回报率:自 2005 年以来的平均市场回报率(恒生指数总回报指数 2005-23 的平均增长率为 7.4%)

目标价的时间范围:12 个月

股票评级可能与所述框架不同，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、股票相对于股票市场的平均每日成交量、竞争力、相应行业的优势等

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) 2868 2183