



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED



農銀國際中國/香港證券研究

2024 年下半年經濟展望及投資策略報告

經濟堅韌支持收益增長

28.06.2024



目錄

2024 年下半年全球經濟展望	4	姚少華 (經濟師)
2024 年下半年中國經濟展望	7	經濟展望 yaoshaohua@abci.com.hk
2024 年下半年投資策略	12	852-2147 8863
香港 IPO 市場	24	陳宋恩 (研究部主管)
中國銀行業 - 正面	27	投資策略 philipchan@abci.com.hk
中國互聯網業- 正面	32	852-2147 8805
中國消費業 - 正面	35	
先進製造業- 正面	43	歐宇恒 (分析員)
		中國銀行業 johannesau@abci.com.hk
		852-2147 8802
		周秀成 (分析員)
		中國互聯網業 stevechow@abci.com.hk
		852-2147 8809
		潘泓興 (分析員)
		中國消費業 paulpan@abci.com.hk
		852-2147 8829
		白綱(分析員)
		先進製造業 alexbai@abci.com.hk
		852-2147 8825

注：

(1) 於 2024 年 6 月 28 日發布

鑑於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

經濟師：姚少華博士

經濟展望

2024 年下半年

2024 年下半年全球經濟展望

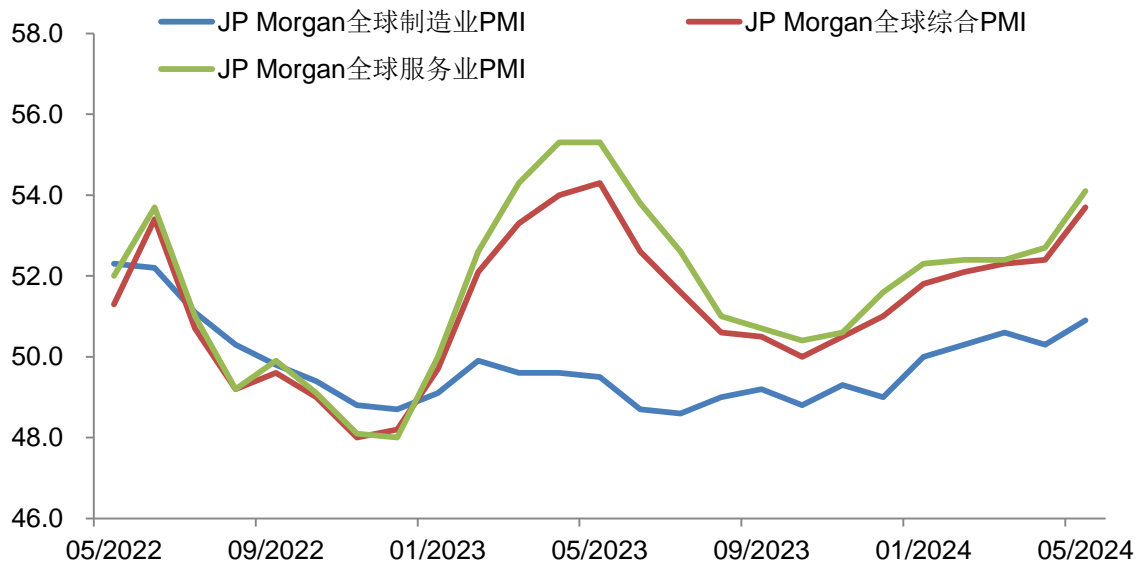
經濟師：姚少華

- 2024 年上半年全球經濟表現出強勁的韌性，主要歸因於全球通脹明顯放緩，以及就業和收入保持穩定增長。由於貨幣政策依舊偏緊，能源和食品價格下降，加上供應鏈壓力的持續緩解，許多國家的整體通脹開始放緩
- 在通脹趨緩的背景下，全球主要央行在 2024 年上半年開始放寬貨幣政策，這導致全球主要國家的國債利率下降。中國人民銀行、歐洲央行、加拿大銀行和瑞士國家銀行都降低了它們的主要政策利率
- 展望未來，儘管地緣政治衝突持續，但我們預計 2024 年下半年全球經濟增長將保持穩定，主要因為全球貿易增長或改善，以及貨幣政策的寬鬆將支持發達國家和發展中國家的投資增長
- 我們預計 2024 年美國、中國、歐元區、日本和英國的經濟分別增長 2.2%、5.0%、0.8%、0.6%和 0.5%， 相比而言，上述國家在 2023 年經濟分別增長 2.5%、5.2%、0.5%、1.9%和 0.1%

2024 年上半年全球經濟保持韌性

2024 年上半年，全球經濟活動展現出驚人的韌性，主要歸因於全球通脹顯著降低，以及就業和收入保持穩定增長。自 2024 年年初以來，JP Morgan 全球製造業 PMI、服務業 PMI 以及綜合 PMI 持續高於 50 臨界點水平，表明製造業和服務業均廣泛復甦（圖表 1）。根據 WTO 在 3 月 8 日發布的最新商品貿易晴雨錶，2024 年上半年全球商品貿易增長似乎有所復甦。商品貿易晴雨錶總指數達到 100.6，略高於 100 的基準值，顯示全球商品貿易在 2024 年上半年開始呈現適度的增長。

圖 1: 摩根大通全球 PMIs (%)



來源：彭博、農銀國際證券

2024 年第 1 季度全球主要經濟體的 GDP 增速表現分化。美國和中國的經濟增長較為強勁，而歐洲國家和日本的經濟增長則相對疲弱。數據顯示 2024 年第 1 季度美國、中國、歐元區、日本和英國

的經濟分別同比增長 2.9%¹、5.3%、0.4%、-0.1%和 0.2%，相比之下，2023 年第 4 季度上述國家的經濟分別同比增長 3.1%、5.2%、0.2%、1.1%和-0.2%（圖 2）。在 2024 年上半年，全球主要經濟體的勞動力市場繼續緊繃，失業率處於低位，勞動力短缺情況持續存在。

圖 2: 全球主要經濟體的 GDP 增長 (%)

實際 GDP 增長 (同比)	2023	4Q23	1Q24
美國	2.5	3.1	2.9
中國	5.2	5.2	5.3
歐元區	0.5	0.2	0.4
日本	1.9	1.1	-0.1
英國	0.1	-0.2	0.2

來源：彭博、農銀國際證券

許多國家在 2024 年上半年整體通脹有所放緩，主要因為貨幣政策依然偏緊、供應鏈改善以及能源和食品價格下降。撇除食品及能源價格外的核心通脹在不少國家亦回落，但由於工資上漲較快，核心通脹放緩程度不及整體通脹。根據世界銀行在六月份的估計，受益於全球需求的減弱，2024 年全球整體通脹預計將從 2023 年的 7.9% 降至 3.5%。然而，由於服務價格的快速上漲，核心通脹的下降可能更為緩慢。預計直到 2026 年底，大多數國家的通脹率才能回到央行的目標水平。雖然大多數發展中國家的工資增速仍屬可控，但由於勞動力市場緊張，部分發達經濟體在 2024 年上半年出現了工資明顯上漲。

隨著全球通脹逐步緩解，全球主要央行在 2024 年上半年開始放寬貨幣政策，這亦導致了全球主要國家的國債利率下降。儘管美聯儲在上半年將聯邦基金利率的目標區間保持在 5.25%-5.50% 不變，但從 6 月開始美聯儲放緩了其縮表速度，將美國國債的每月贖回上限從 600 億美元降至 250 億美元。隨著通脹放緩，美聯儲預期在下半年開始降息。在 6 月的會議上，歐洲央行下調了其再融資利率、邊際貸款利率和存款機制利率各 25 個基點，下調後的利率分別為 4.25%、4.50% 和 3.75%。此外，歐洲央行還計劃在 2024 年下半年平均每月減持 75 億歐元的緊急抗疫購計劃（PEPP）資產。同時，中國人民銀行、加拿大銀行和瑞士國家銀行在上半年亦下調了其政策利率。然而，由於通脹和工資上升，日本央行在 3 月將其政策利率從 -0.10% 提升至 0.00%-0.10%，這是 17 年來的首次加息。日本銀行還取消了對 10 年期國債收益率 1.00% 的參考上限。

2024 年下半年全球經濟增長或保持穩定

展望未來，儘管高度的地緣政治緊張局勢或持續，但我們預計 2024 年下半年全球經濟增長將保持穩定，主要因為全球貿易增長或改善以及貨幣政策的寬鬆將促進發達國家和發展中國家的投資活動。根據 WTO 在 4 月的貿易預測報告，2024 年全球商品貿易量預計將增長 2.6%，而 2023 年則出現了 1.2% 的下降。此外，根據世界銀行在 2023 年 6 月發布的《全球經濟展望》，2024 年全球經濟增速預計將維持在 2.6%，與 2023 年持平（圖 3）。OECD 在 2024 年 5 月發布的最新《經濟展望》報告中，亦預測 2024 年全球經濟將以 3.1% 的增速擴張，與 2023 年相同。

由於工資增長的減緩、疫情期間積累的儲蓄耗盡，以及仍然偏高的利率水平，我們預計 2024 年美國經濟將增長 2.2%，較 2023 年的 2.5% 的增速有所下降。我們預計消費支出將恢復常態，主要因為實

除另有指明外，本報告列示的變動比率均為按年變化

際可支配收入增長或放緩，以及失業率或上升。持續的利率高企亦會拖累房地產投資。儘管如此，美國政府對芯片與科學法案和通脹削減法案的資金支持將繼續推動高端製造業的發展。我們預計 2024 年美國整體通脹將顯著下降，但核心通脹仍可能超過美聯儲 2% 的目標。由於通脹將下降以及就業市場供不應求的狀況緩解，我們預計美聯儲在 2024 年下半年將降息兩次。我們預計到 2024 年底，聯邦基金利率的目標區間將降到 4.75%-5.00%。在 2024 年下半年，美聯儲每月將繼續減持 250 億美元的國債以及 350 億美元的住宅和商業抵押貸款支持證券。

有見於房地產行業或持續疲弱，我們預計中國 2024 年的經濟增速將從 2023 年的 5.2% 略降至 5.0%。出口的顯著復甦以及基建和製造業投資的溫和回升將是 2024 年下半年經濟增長的主要推動力。通脹將在 2024 年下半年維持溫和態勢，料不構成宏觀政策的制約因素。貨幣政策方面，我們預期人民銀行將繼續維持中性偏松的貨幣政策。人民銀行預計將保持流動性充裕以支持對製造業企業及中小企業的信貸供給。我們預期人民銀行或在 2024 年下半年繼續宣布下調 RRR 和基準利率。我們預期中國政府將在 2024 年下半年繼續採用積極的財政政策來支持增長。

我們預計歐元區的經濟增速將從 2023 年的 0.5% 小幅回升至 2024 年的 0.8%，主要因為政策利率的降低和實際收入的持續恢復。在 2024 年下半年，偏緊的勞動力市場帶來的工資增長將支持私人消費，而利率的降低和復甦與韌性基金的持續撥款將有利於私人投資。雖然能源和食品價格的下降將繼續緩解 2024 年下半年的整體通脹，但由於服務價格的粘性，核心通脹將維持高位。貨幣政策方面，有見於歐元區疲弱的經濟增長動能，我們預計歐洲央行將在 2024 年下半年降息兩次。我們預期歐洲央行在 2024 年底將主要再融資利率、邊際貸款利率以及存款機制利率分別調降至 3.75%、4.00% 及 3.25%。此外，我們預計 2024 年英國經濟將增長 0.5%，較 2023 年的 0.1% 增速有所提升，主要因為寬鬆的貨幣政策將支持商業投資，以及實際工資的強勁增長將幫助私人消費。貨幣政策將繼續放寬，我們預計到 2024 年年底英倫銀行的政策利率將降至 4.50%。

由於疲弱的外需將拖累出口增長，以及實際家庭收入增長放慢或拖累國內需求，我們預計 2024 年日本的經濟增速將從 2023 年的 1.9% 放緩至 0.6%。隨著進口的能源和食品價格的回落，日本在 2024 年下半年的整體通脹壓力將有所緩解，而核心通脹預計將在 2024 年年底放緩至 2% 左右。貨幣政策方面，日本央行將繼續逐步提高短期政策利率。我們預計到 2024 年底短期政策利率或上升至 0.15%-0.25%。

圖 3：全球主要經濟體的 GDP 增長預測 (%)

實際 GDP 增長(同比)	2023	2024 預測
美國	2.5	2.2
中國	5.2	5.0
歐元區	0.5	0.8
日本	1.9	0.6
英國	0.1	0.5
全球	2.6*	2.6*

*世界銀行的估計和預測

來源：世界銀行、彭博、農銀國際證券預測



2024 年下半年中國經濟展望

經濟師:姚少華

- 得益於淨出口和工業產出的支持，中國經濟在 2024 年第 1 季同比增長 5.3%，不僅高於 2023 年第 4 季的 5.2%，亦優於市場預測的 4.8%。然而，2024 年第 2 季中國經濟略有放緩，主要因為房地產行業依然疲軟，以及宏觀經濟的通縮壓力未見明顯改善
- 儘管 2024 年第 1 季的中國 GDP 的增速優於市場預期，但有見於房地產行業或持續偏疲弱、部分地方政府降低債務水平以及消費者信心疲弱，我們預計中國經濟增速在 2024 年下半年將小幅放緩。總體來看，我們預計 2024 年全年中國經濟增長 5.0%，與我們之前的估計一致
- 2024 年下半年通脹將在較低基數效應下反彈。我們預計 2024 年 CPI 通脹或從 2023 年的 0.2% 上升至 0.5%。我們預計 2024 年 PPI 通脹將從 2023 年的-3.6% 反彈至-1.5%
- 貨幣政策方面，我們預期人民銀行在 2024 年下半年將繼續維持偏寬鬆的貨幣政策。人民銀行料保持流動性合理充裕來增加對五大領域的貸款增長，包括科技金融、綠色金融、普惠金融、養老金融和數字金融。另外，為降低實體經濟的融資成本，我們預期人民銀行在 2024 年下半年將繼續下調基準利率
- 由於 2024 年上半年財政支出增速較慢，我們預期中央政府在下半年將加快財政支出的進度。雖然地方政府正在推進化債工作，但新增的專項債以及超長期的特別國債的發行將支持基建投資。同時財政資金亦將支持大規模設備更新以及消費品的以舊換新計劃
- 中共二十屆三中全會將於 7 月在北京召開，會議將重點研究進一步全面深化改革、推進中國式現代化問題。我們預計本次三中全會的改革的焦點將包括以下四個主要領域：財稅體制改革、發展新質生產力、推動現代企業制度改革以及金融市場改革

2024 年上半年中國經濟增速略有回升

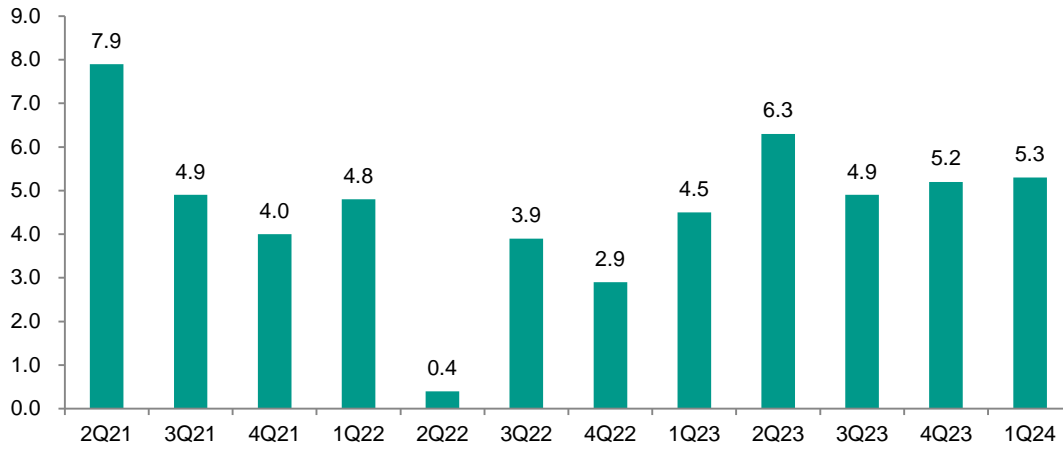
得益於淨出口和工業產出的支持，中國經濟在 2024 年第 1 季同比增長 5.3%²，不僅高於 2023 年第 4 季的 5.2%，亦優於市場預測的 4.8%（圖 1）。國內生產總值各個組成部分的分析顯示，消費仍然是 2024 年第 1 季經濟增長的主要推動力，貢獻整體經濟增長 3.9 個百分點。投資對整體經濟增長貢獻了 0.6 個百分點，而貨物和服務的淨出口貢獻了 0.8 個百分點。

然而，2024 年第 2 季中國經濟略有放緩，主要因為房地產行業依然疲軟，以及宏觀經濟的通縮壓力未見明顯改善。整體經濟活動特別是內需在 4 月及 5 月表現較為疲弱。社會消費品零售銷售在 4 月及 5 月分別增長 2.3% 和 3.7%，低於 2024 年第 1 季 4.7% 的增速。4 月和 5 月的城鎮固定資產投資增速亦從第 1 季的 4.5% 分別減緩至 3.5% 和 3.4%。

除另有指明外，本報告列示的變動比率均為按年變化



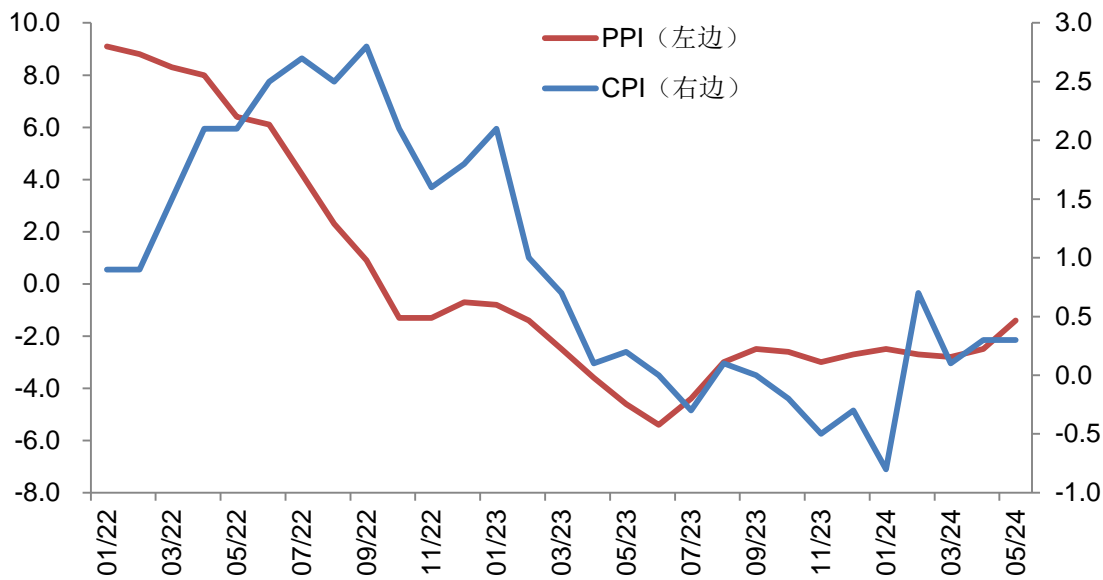
圖 1：中國的 GDP 同比增長 (%)



來源：國家統計局、農銀國際證券

由於整體經濟活動的有效需求疲弱，2024 年上半年通縮壓力仍持續存在（圖 2）。在 2024 年前 5 個月 CPI 僅上漲了 0.1%，主要因為非食品價格保持溫和，而食品價格明顯放緩。同期剔除食品和能源價格外的核心 CPI 通脹亦保持在 0.7% 的較低水平。由於包括能源和黑色金屬在內的大宗商品價格放緩，PPI 在 2024 年前 5 個月下降 2.4%。

圖 2：中國的 CPI 和 PPI (%)



來源：國家統計局、農銀國際證券

貨幣政策方面，2024 年年初至今人民銀行採用了偏松的貨幣政策來支持經濟增長。年初至今人民銀行實施降准及下調 LPR 利率來支持實體經濟，特別針對中小企業及民營企業。2024 年 5 月末衡量實體經濟從金融體系獲得資金多寡的社會融資規模存量同比增長 8.4%，廣義貨幣供給(M2)同比增長 7.0%，兩者均超過名義 GDP 增速。5 月份新發放貸款的利率僅為 3.67%，處於較低水平。



2024 年下半年中國經濟增速或小幅放緩

儘管 2024 年第 1 季的中國 GDP 的增速優於市場預期，但有見於房地產行業或持續偏疲弱、部分地方政府降低債務水平以及消費者信心疲弱，我們預計中國經濟增速在 2024 年下半年將小幅放緩。外需的持續恢復以及製造業投資的溫和回升將是經濟增長的主要推動力。相反，仍偏疲弱的房地產行業和部分地方政府高企的債務水平將是主要挑戰。總體來看，我們預計 2024 年全年中國經濟增長 5.0%，與我們之前的估計一致（圖 3）。

內需方面，我們預計 2024 年下半年整體投資將保持溫和增長，主要因為製造業和基建投資的強勁增長將被房地產投資的疲軟所抵消。有見於外需復甦、PPI 反彈以及製造業大規模的設備更新，2024 年製造業投資在 2024 年下半年將維持較快增長。同時，高新技術製造業投資或在宏觀政策的支持下獲得快速增長。2024 年下半年基建投資將在財政政策支持下略有加快。儘管中國已公布了包括汽車和家用電器在內的消費品以舊換新計劃，但由於收入增長緩慢和消費者信心不足，我們預計消費在 2024 年下半年或繼續低迷。

外需方面，由於發達國家特別是美國將繼續補庫存，以及在各類新增關稅生效前增加從中國的進口，我們預計 2024 年下半年中國的出口增長或加快。此外，隨著經濟合作的深化，中國對非洲、一帶一路國家，尤其是俄羅斯的出口將維持強勁增長。由於內需較疲弱導致原材料的進口難於明顯反彈，我們預計 2024 年下半年進口增長將保持穩定。

我們預計 2024 年下半年通脹將在較低基數效應下反彈。我們預計 2024 年 CPI 通脹或從 2023 年的 0.2% 上升至 0.5%。2024 年下半年豬肉價格或因供應趨緊和低基數效應上漲。核心 CPI 預計將保持穩定。有見於大宗商品價格回升和低基數效應，我們預計 2024 年 PPI 通脹將從 2023 年的 -3.6% 反彈至 -1.5%。2024 年下半年通脹料不構成宏觀政策的制約因素。

貨幣政策方面，我們預期人民銀行在 2024 年下半年將繼續維持偏寬鬆的貨幣政策。人民銀行料保持流動性合理充裕來增加對五大領域的貸款增長，包括科技金融、綠色金融、普惠金融、養老金融和數字金融。隨著對資金空轉套利的監管加強，我們預計 2024 年新增人民幣貸款與新增社會融資規模或分別為 20.0 萬億人民幣及 30.0 萬億人民幣，低於 2023 年的 22.8 萬億人民幣和 35.6 萬億人民幣。另外，為降低實體經濟的融資成本，我們預期人民銀行在 2024 年下半年將繼續下調基準利率。我們預計 2024 年年底 1 年期與 5 年期 LPR 的利率水平分別下調至 3.25% 及 3.75%。為增加金融市場流動性，我們預期 2024 年下半年人民銀行將繼續下調 RRR 一次。我們預計 2024 年年底大型存款類金融機構的 RRR 為 8.00%，中型存款類金融機構為 6.00%，而小型存款類金融機構的 RRR 則維持在 5.00% 不變。2024 年年底廣義貨幣供給(M2)預計增長 7.0%。匯率方面，由於美聯儲下半年或開始降息，以及中國貿易順差仍處於高位，我們預期 2024 年年底美元兌人民幣在岸現貨價或為 7.0000 左右，而 2023 年年底為 7.0827。

由於 2024 年上半年財政支出增速較慢，我們預期中央政府在下半年將加快財政支出的進度。雖然地方政府正在推進化債工作，但新增的專項債以及超長期的特別國債的發行將支持基建投資。同時財政資金亦將支持大規模設備更新以及消費品的以舊換新計劃。由於房地產行業大幅收縮，地方政府性基金預算收入在 2024 年上半年顯著下跌。為增強地方財政統籌能力，我們預期中央財政對地方的轉移支付在 2024 年下半年將進一步擴大。整體來說，中國經濟在 2024 年下半年將更多依賴財政政策的支持。



中共二十屆三中全會將於 7 月在北京召開，會議將重點研究進一步全面深化改革、推進中國式現代化問題。我們預計本次三中全會的改革的焦點將包括以下四個主要領域：財稅體制改革、發展新質生產力、推動現代企業制度改革以及金融市場改革。

圖 3：經濟預測

經濟指標	2022	2023	2024 預測
實質 GDP 增長，%	3.0	5.2	5.0
固定資產投資增長，%	5.1	3.0	4.0
零售銷售增長，%	-0.2	7.2	5.0
以美元計出口增長，%	7.0	-4.6	5.0
以美元計進口增長，%	1.1	-5.5	3.0
工業產出增長，%	3.6	4.6	5.5
消費物價通脹，%	2.0	0.2	0.5
生產物價通脹，%	4.2	-3.6	-1.5
M2 增長，%	11.8	9.7	7.0
社會融資規模增量，十億人民幣	32,010	35,590	30,000
整體新增人民幣貸款，十億人民幣	21,310	22,750	20,000
年底每美元兌人民幣在岸現貨價	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

來源：國家統計局、中國人民銀行、農銀國際證券預測

研究部主管：陳宋恩

投資策略

2024 年下半年



2024 年下半年投資策略

香港股市展望

研究部主管：陳宋恩

2024 年下半年恒生指數 (HSI)

2024 年上半年，恒生指數波動區間為 14,794.16-19,706.12，對應市盈率約為 2024 年預期收益的 7.2-9.7 倍。積極的一面是，市場上調了大型互聯網/電子商務和能源股的盈利預測。相反，在同一時期，中國商業銀行、保險、電信服務、房地產、醫療和製藥、汽車、消費電子和電氣、食品和飲料、香港房地產和銀行金融業以及澳門博彩和娛樂業等多個行業的大型公司的盈利預測均被下調。儘管進行了這些修訂，但上調對權重互聯網/電子商務股票的盈利預測提升了 2024 年恒生指數的整體盈利前景。大型公司盈利預測的此次修訂歸因於 1 季度業績公布和 2024 年 1-5 月 宏觀經濟數據發布後提高市場及經濟透明度。

今年前兩個季度股市成交金額有所改善。主板日均成交額從 2023 年第 4 季度的 909 億港元/天增至 2024 年第 1 季度的 993 億港元/天，並預期於 2024 年第 2 季度升至約 1210 億港元/天。在 IPO 市場，2024 年上半年的融資額與去年同期相比依然低迷。我們預期 2024 年上半年主板有 29 宗 IPO，總融資額約為 130 億港元（平均每單 IPO 募資規模約為 4.5 億港元）。2023 年，平均每單 IPO 募資規模約為 6.8 億港元。

我們將恒生指數下半年的市盈率範圍設定為 8.0-10.0 倍，相當於指數範圍為 ~16,300-20,400（四捨五入到最接近的百位數）。

圖 1：主板市場日均成交額（10 億港元）

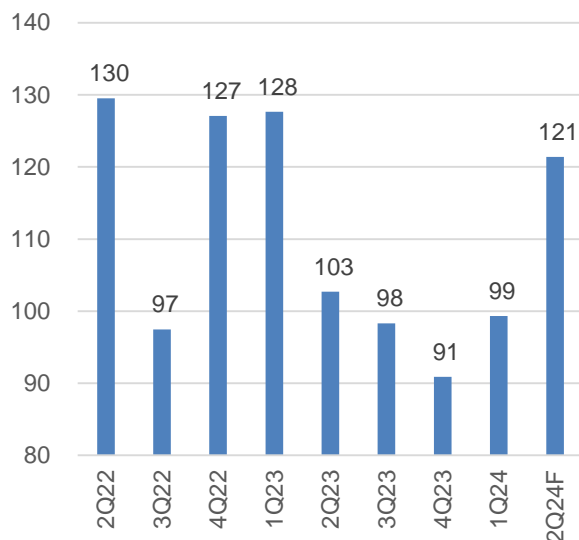
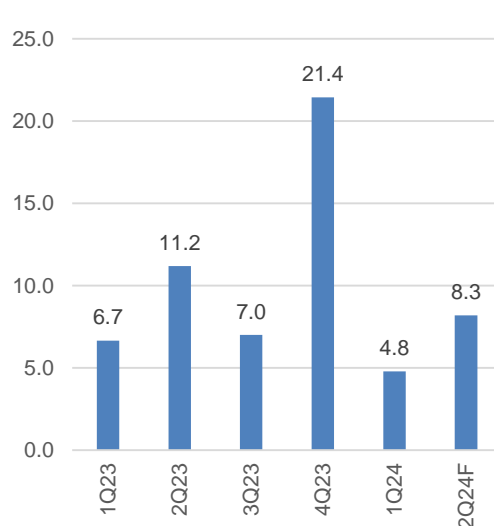


圖 2：香港主板 IPO 融資額（10 億港元）



來源：香港交易所、彭博、農銀國際證券預測

圖 3: 恒生指數估值摘要 (截至 2024 年 6 月 26 日, 指數為 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
同比變化	-3.26%	-9.12%	-0.0%	8.3%		6.6%
當前指數市盈率 (PE)	-	-	9.59	8.86		8.31
每股淨值(HK\$)	20,750.3	17,606.7	16,972.4	18,247.7		19,747.2
同比變化	-12.2%	-15.1%	-3.6%	7.5%		8.2%
當前指數市淨率 (PB)	-	-	1.07	0.99		0.92
每股分紅(HK\$)	593.5	665.9	692.4	773.3		776.5
當前指數股息收益率	-	-	3.8%	4.3%		4.3%
平均股本回報率 (ROAE)	9.4%	9.8%	10.9%	11.6%		11.5%
每股分紅/每股收益	29%	35%	37%	38%		36%
					2024 預測	
恒生中國企業指數	2021	2022	2023	1H24	下半年	2025F
高點	31,183.36	25,050.59	22,700.85	19,706.12	20,420.70	22,185.14
低點	22,665.25	14,597.31	15,972.31	14,794.16	16,336.56	18,270.12
					2024 預測	
市盈率 (PE)	2021	2022	2023	1H24	下半年	2025F
高點	15.0	13.3	12.0	9.7	10.0	10.2
低點	10.9	7.7	8.5	7.2	8.0	8.4
					2024 預測	
市淨率 (PB)	2021	2022	2023	1H24	下半年	2025F
高點	1.50	1.42	1.34	1.08	1.12	1.12
低點	1.09	0.83	0.94	0.81	0.90	0.93
					2024 預測	
股息收益率	2021	2022	2023	1H24	下半年	2025F
高點	2.62%	4.56%	4.34%	5.23%	4.73%	4.25%
低點	1.90%	2.66%	3.05%	3.92%	3.79%	3.50%

來源：彭博、農銀國際證券預測

我們的觀點基於以下考慮：

1. 中國內地投資者的定價能力正在增強，這從他們持續淨買入港股可以看出。2024 年 1 月至 5 月，中國內地投資者淨買入港股 2,840 億港元，而 2023 年同期淨買入 1,290 億港元。我們估計，2024 年上半年中國內地投資者將淨買入 3,600 億港元。2023 年，他們淨買入港股約 3,190 億港元。中國內地持續流入香港股市的流動性導致 A 股與香港股市對應股票之間的價格差距縮小。恒生滬深港通 AH 股溢價指數從 2 月份的高點 161.36 點下跌至 5 月份的低點 132.44 點，表明價格差距縮小了約 18 個百分點。



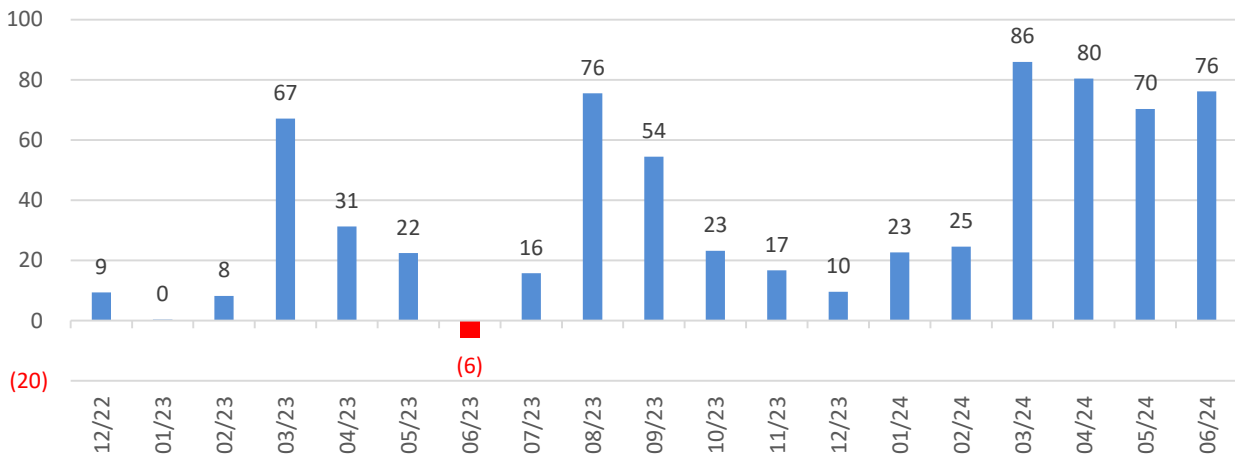
圖 4: 內地投資者通過港股通持有部分大型港股持股比例

股號	港股	24/6/2024*	股號	港股	24/6/2024*
1398	工商銀行	28.51%	941	中國移動	11.99%
939	建設銀行	9.15%	762	中國聯通	11.19%
3988	中國銀行	21.89%	728	中國電信	62.73%
3968	招商銀行	8.20%	3690	美團	13.30%
388	香港交易所	5.86%	9626	嗶哩嗶哩	15.69%
883	中海油	20.07%	2020	安踏體育	7.13%
857	中石油	19.20%	2331	李寧	20.09%
1088	神華能源	46.08%	1810	小米	13.40%
836	華潤電力	19.27%	3033	南方東英恒生科技指數 ETF	48.84%
1816	中廣核電力	39.87%	2800	盈富基金 ETF	4.02%

注*: 持股比例代表香港上市已發行股份或 ETF 單位的總百分比。例如，6 月 24 日，工行（1398）在香港上市已發行股份中有 28.51% 由港股通投資者持有。

來源：香港交易所

圖 5: 內地投資者通過港股通每月淨買入（賣出）香港股票（10 億港元）



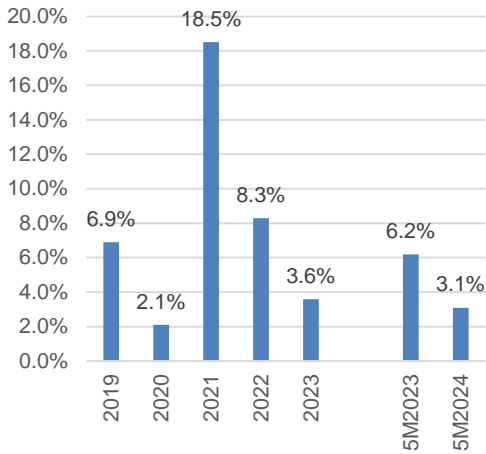
注：數據截至 2024 年 6 月 24 日。

來源：香港交易所、彭博、農銀國際證券

2. 中國內地投資者對主要大盤股的持股增加，對應著中國境外投資者的持股減少。
3. 盈利前景限制了恒生指數市盈率區間的潛在向上擴張。宏觀經濟方面，根據國家統計局的數據，2024 年前 5 個月，規模以上工業企業利潤總額同比增長 3.4%。財政部的數據表明，2024 年前五個月，非金融類國有企業利潤總額同比增長 2.3%。目前，根據彭博，市場預計 2024 年恒生指數每股收益將同比增長 8.3%。盈利勢頭的溫和增長限制了市盈率區間的上行潛力。

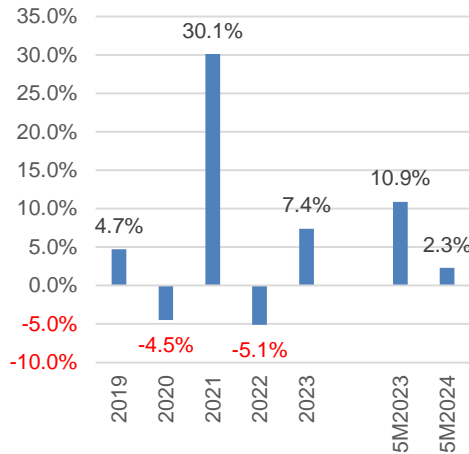


圖 6：非金融類國有企業營業收入同比增長



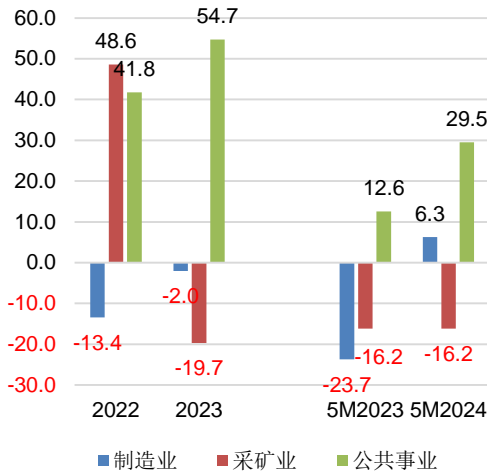
來源：財政部、農銀國際證券

圖 7：非金融類國有企業利潤同比增長



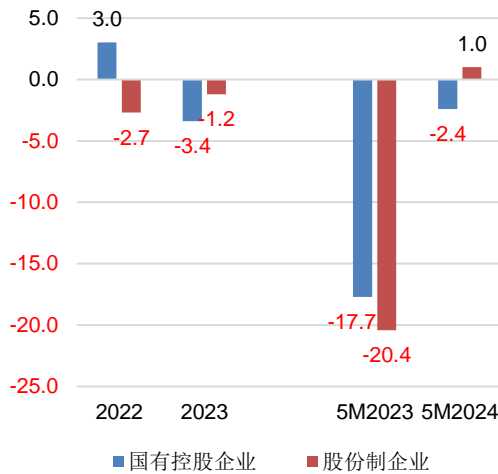
5M: 1月至5月

圖 8：工業企業利潤同比變化(%)，分行業



來源：國家統計局、農銀國際證券

圖 9：工業企業利潤同比變化(%)

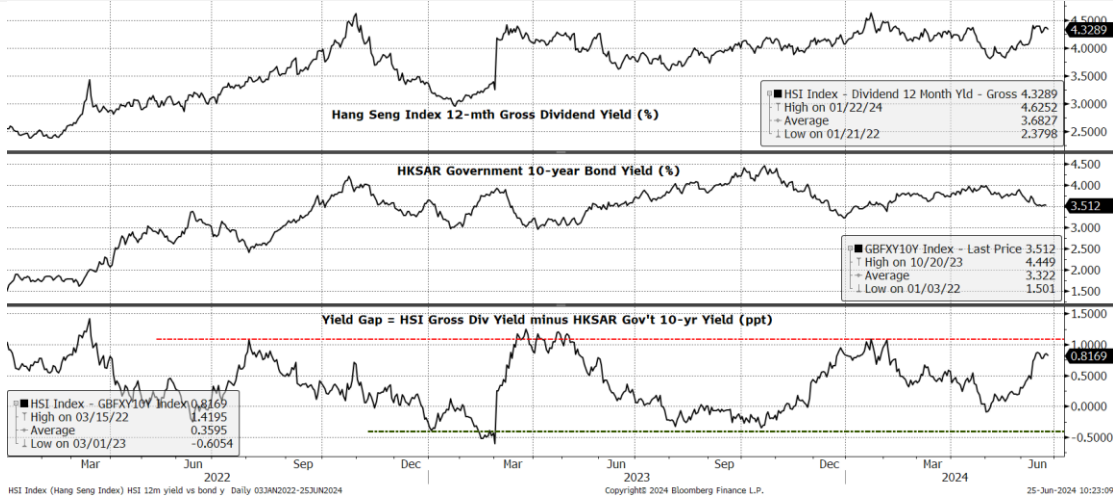


5M: 1月至5月

- 由於美國和香港的利率高企，中國境外投資者持有港股的機會成本較高。2024 年上半年，香港特區政府 10 年期債券收益率波動區間為 3.2%-4.0%，而美國 10 年期國債收益率波動區間為 3.9%-4.7%。長期投資者經常將藍籌股的股息收益率與政府債券等低風險資產的回報進行比較。對於 2024 年，恒指的預期股息允許 2024 年上半年的交易區間為 3.92%-5.23%的預測總股息收益率。這表明，整體投資者需求是要求恒指提供與低風險政府債券相當的股息收益率。



圖 10: 恒生指數總股息收益率（上圖）與香港特別行政區政府債券收益率（中圖）
收益率差距（股息收益率減 債券收益率，下圖）



來源：彭博

2024 年下半年股市風險分析

以下宏觀和微觀經濟風險將對上市公司的盈利前景和風險溢價產生不利影響，並進而影響其股權估值。

風險	我們的觀點
有效需求不足	2024 年前 5 個月，規模以上工業增加值增長 6.2%，社會消費品零售總額增長 4.1%，供給側增長快於需求側增長。
部分行業產能過剩	2024 年前 5 個月，製造業、公共事業業和交通運輸業的固定資產投資分別增長 9.6%、23.7%和 7.1%。在競爭激烈的市場中，新的高效生產設備將取代低效設備。產能過剩問題多發生在低效的生產設備上。
社會預期偏弱	我們認為消費者信心和商業信心將逐步恢復。城鎮失業率已從 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%。過去 60 個月（2019 年 6 月-2024 年 5 月）的平均失業率為 5.3%。2024 年 1 季度，人均消費支出增長 8.3%，人均可支配收入增長 6.2%。就業市場和收入的持續改善是改善市場信心的支持因素。
國內大循環存在堵點	運輸和物流服務業將受益於政府努力消除國內流通中的障礙點。根據國家郵政局的數據，2024 年前五個月，快遞服務業收入增長 16.6%，包裹量增長 24.4%。
外部環境的複雜性、嚴峻性、不確定性上升	不穩定的國際政治和經濟環境，可能會對中國的出口及外國對中國的投資產生負面影響
房地產風險	自 2023 年以來，政府和監管機構採取了各種措施來控制房地產市場風險。然而，我們建議讀者對房地產市場不要抱有不合理的預期。根據國家統計局的數據，2023 年非私營企業年平均工資為 120,698 元人民幣，增長 5.8%；私營企業年平均工資為 68,340 元人民幣，增長 4.8%。住房的大量需求就是這些平均收入水平的人群。2024 年前 5 個月，新住宅總交易額和交易量為 31,163 億元人民幣和 30,744 萬平方米，平均售價為 10,136 元人民幣/平方米。如果供給側與可負擔需求不匹配，就會出現房地產開發風險。
地方政府債務風險	我們認為主要風險在於地方國有企業的償債能力。他們的償債能力依賴於其業務盈利能力。根據財政部的數據，2024 年前五個月，非金融類國有企業利潤總



	額增長 2.3%。根據國家統計局的數據，2024 年前五個月，工業國有企業利潤總額下降 2.4%。
匯率及貨幣危機風險	2024 年前五個月，人民幣兌美元和英鎊貶值，但兌日元、歐元和加元升值。人民幣匯率波動是風險因素之一但不一定是影響投資者決策的主導因素。根據中國結算和上海清算所的數據顯示，2024 年前五個月，境外機構持有的境內人民幣債券或債務證券餘額增加 5,519 億元人民幣，至 42,208 億元人民幣。
國際地緣政治風險	包括中國與美國同盟國之間的對抗在內的地緣政治不穩定可能會影響中國的對外貿易和外國投資流入，從而影響經濟表現。
境外金融傳導風險	根據國家外匯管理局的數據，截至 2023 年末，中國境外證券投資（不包括外匯儲備資產）已達 10,984 億美元，其中債券和股票投資分別為 4,758 億美元和 6,226 億美元。這些金融資產在境外市場的價格、信用和匯率風險將影響中國境內持有者的財務狀況。

來源：國家統計局、郵政局、財政部、外管局、中國結算、上海清算、農銀國際證券



圖 11: 恒生中國企業指數 (HSCEI) 估值摘要 (截至 2024 年 6 月 26 日, 指數為 6477.24)

年度	2021	2022	2023	2024F	2025F	
每股收益(HK\$)	942.2	711.2	716.8	772.1		844.2
同比變化	-6.5%	-24.5%	0.8%	7.7%		9.3%
當前指數市盈率 (PE)	-	-	9.04	8.39		7.67
每股淨值(HK\$)	7,389.6	6,111.4	6,172.2	6,674.6		7,326.1
同比變化	-18.5%	-17.3%	1.0%	8.1%		9.8%
當前指數市淨率 (PB)	-	-	1.05	0.97		0.88
每股分紅(HK\$)	232.2	252.6	232.2	244.7		255.2
當前指數股息收益率	-	-	3.6%	3.8%		3.9%
平均股本回報率 (ROAE)	11.4%	10.5%	11.7%	12.0%		12.1%
每股分紅/每股收益	25%	36%	32%	32%		30%
					2024 預測	
恒生中國企業指數	2021	2022	2023	1H24	下半年	2025F
高點	12,271.60	8,822.80	7,773.61	6,986.20	7,335.24	8,505.33
低點	8,011.03	4,919.03	5,443.60	4,943.24	5,404.91	6,379.00
					2024 預測	
市盈率 (PE)	2021	2022	2023	1H24	下半年	2025F
高點	13.0	12.4	10.8	9.0	9.5	10.1
低點	8.5	6.9	7.6	6.4	7.0	7.6
					2024 預測	
市淨率 (PB)	2021	2022	2023	1H24	下半年	2025F
高點	1.66	1.44	1.26	1.05	1.10	1.16
低點	1.08	0.80	0.88	0.74	0.81	0.87
					2024 預測	
股息收益率	2021	2022	2023	1H24	下半年	2025F
高點	2.90%	5.14%	4.27%	4.95%	4.53%	4.00%
低點	1.89%	2.86%	2.99%	3.50%	3.34%	3.00%

來源：彭博市場預測、農銀國際證券預測



圖 12: 恒生科技指數估值摘要 (截至 2024 年 6 月 26 日, 指數為 3689.68)

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

來源：彭博市場預測、農銀國際證券預測

**圖 13: 富時中國 A50 指數估值摘要 (截至 2024 年 6 月 26 日, 指數為 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
同比變化	6.5%	-8.0%	-7.6%	11.6%		9.7%
當前指數市盈率 (PE)	-	-	11.86	10.63		9.69
每股淨值(RMB)	7,879.8	7,543.7	7,828.3	8,797.5		9,868.5
同比變化	-8.7%	-4.3%	3.8%	12.4%		12.2%
當前指數市淨率 (PB)	-	-	1.55	1.38		1.23
每股分紅(RMB)	320.0	389.1	372.7	426.3		469.2
當前指數股息收益率	-	-	3.1%	3.5%		3.9%
平均股本回報率 (ROAE)	14.6%	14.4%	13.3%	13.7%		13.4%
每股分紅/每股收益	27%	35%	36%	37%		37%
					2024 預測	
富時中國 A50 指數	2021	2022	2023	1H24	下半年	2025F
高點	20,547.73	15,775.90	14,307.43	12,923.25	13,698.12	15,641.33
低點	14,560.29	11,205.55	11,003.77	10,675.21	10,844.35	11,731.00
					2024 預測	
市盈率 (PE)	2021	2022	2023	1H24	下半年	2025F
高點	17.1	14.3	14.0	11.3	12.0	12.5
低點	12.1	10.1	10.8	9.4	9.5	9.4
					2024 預測	
市淨率 (PB)	2021	2022	2023	1H24	下半年	2025F
高點	2.61	2.09	1.83	1.47	1.56	1.58
低點	1.85	1.49	1.41	1.21	1.23	1.19
					2024 預測	
股息收益率	2021	2022	2023	1H24	下半年	2025F
高點	2.20%	3.47%	3.39%	3.99%	3.93%	4.00%
低點	1.56%	2.47%	2.60%	3.30%	3.11%	3.00%

來源：彭博市場預測、農銀國際證券預測

**圖 14: 滬深 300 指數估值摘要 (截至 2024 年 6 月 26 日, 指數為 3480.27)**

年度	2021	2022	2023	2024F		2025F
每股收益(RMB)	296.1	280.1	268.8	290.4		327.4
同比變化	30.8%	-5.4%	-4.0%	8.0%		12.7%
當前指數市盈率 (PE)	-	-	12.95	11.98		10.63
每股淨值(RMB)	2,258.1	2,225.1	2,359.1	2,517.7		2,779.1
同比變化	-1.1%	-1.5%	6.0%	6.7%		10.4%
當前指數市淨率 (PB)	-	-	1.48	1.38		1.25
每股分紅(RMB)	81.2	94.0	95.7	104.2		117.9
當前指數股息收益率	-	-	2.7%	3.0%		3.4%
平均股本回報率 (ROAE)	13.0%	12.5%	11.7%	11.9%		12.4%
每股分紅/每股收益	27%	34%	36%	36%		36%
					2024 預測	
滬深 300 指數	2021	2022	2023	1H24	下半年	2025F
高點	5,930.91	4,961.45	4,268.15	3,703.03	3,775.46	4,286.18
低點	4,663.90	3,495.95	3,283.99	3,108.35	3,194.62	3,626.77
					2024 預測	
市盈率 (PE)	2021	2022	2023	1H24	下半年	2025F
高點	20.0	17.7	15.9	12.8	13.0	13.1
低點	15.7	12.5	12.2	10.7	11.0	11.1
					2024 預測	
市淨率 (PB)	2021	2022	2023	1H24	下半年	2025F
高點	2.63	2.23	1.81	1.47	1.50	1.54
低點	2.07	1.57	1.39	1.23	1.27	1.31
					2024 預測	
股息收益率	2021	2022	2023	1H24	下半年	2025F
高點	1.74%	2.69%	2.91%	3.35%	3.26%	3.25%
低點	1.37%	1.89%	2.24%	2.81%	2.76%	2.75%

來源：彭博市場預測、農銀國際證券預測

**圖 15: 標普 500 指數估值摘要 (截至 2024 年 6 月 25 日, 指數為 5469.30)**

年度	2021	2022	2023	2024F		2025F
每股收益(USD)	198.3	223.7	221.5	244.9		277.4
同比變化	38.8%	12.8%	-1.0%	10.6%		13.3%
當前指數市盈率 (PE)	-	-	24.70	22.34		19.71
每股淨值(USD)	967.5	982.3	1,064.3	1,207.7		1,344.8
同比變化	6.9%	1.5%	8.4%	13.5%		11.4%
當前指數市淨率 (PB)	-	-	5.14	4.53		4.07
每股分紅(USD)	60.5	67.6	70.9	76.1		80.7
當前指數股息收益率	-	-	1.3%	1.4%		1.5%
平均股本回報率 (ROAE)	21.2%	22.9%	21.6%	21.6%		21.7%
每股分紅/每股收益	31%	30%	32%	31%		29%
					2024 預測	
標普 500 指數	2021	2022	2023	1H24	下半年	2025F
高點	4,808.93	4,818.62	4,793.30	5,505.53	5,631.55	6,103.46
低點	3,662.71	3,491.58	3,794.33	4,682.11	4,162.45	4,716.31
					2024 預測	
市盈率 (PE)	2021	2022	2023	1H24	下半年	2025F
高點	24.3	21.5	21.6	22.5	23.0	22.0
低點	18.5	15.6	17.1	19.1	17.0	17.0
					2024 預測	
市淨率 (PB)	2021	2022	2023	1H24	下半年	2025F
高點	4.97	4.91	4.50	4.56	4.66	4.54
低點	3.79	3.55	3.57	3.88	3.45	3.51
					2024 預測	
股息收益率	2021	2022	2023	1H24	下半年	2025F
高點	1.65%	1.94%	1.87%	1.62%	1.83%	1.71%
低點	1.26%	1.40%	1.48%	1.38%	1.35%	1.32%

來源：彭博市場預測、農銀國際證券預測



圖 16: 納斯達克 100 指數估值摘要 (截至 2024 年 6 月 25 日, 指數為 19701.13)

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

來源：彭博市場預測、農銀國際證券預測



香港 IPO 市場展望

分析員:周秀成

- **2024 年前 6 個月（截至 2024 年 6 月 26 日），香港 IPO 市場籌資 15 億美元，而 2023 年為 58 億美元**
- **針對特專科技公司的新上市制度開始有所成效**

2024 年前 6 個月（截至 2024 年 6 月 26 日），香港 IPO 市場籌資 15 億美元，而 2023 年為 58 億美元。共有 27 宗 IPO 發行，包括主板和創業板，平均發行規模為 0.55 億美元。

在行業結構方面，必需消費占 2024 年前 6 個月 IPO 數量的 23%，其次是科技(19%)、工業 (14%)、醫療保健(13%)、通訊(12%)和其他 (18%)。特別是，規模較大的 IPO 數量較少，2024 年前 6 個月的平均交易規模較小，為 0.55 億美元，而 2023 年為 0.88 億美元。

從好的方面看，近期首只特專科技公司成功於香港上市，而第二隻特專科技公司亦已通過上市聆訊，反映香港聯交所之前推出針對特專科技公司的新上市制度有所成效。回顧一下，香港聯交所之前推出了針對特專科技公司的新上市制度，包括新一代信息技術、先進硬件、先進材料、新能源及節能環保、新食品及農業技術。

總的來說，香港 IPO 市場受到經濟環境疲軟、地緣政治局勢等因素的影響。展望未來，這些因素或會在短期內持續影響市場。

圖 1: 2024 年截至 6 月 26 日香港 IPO 市場

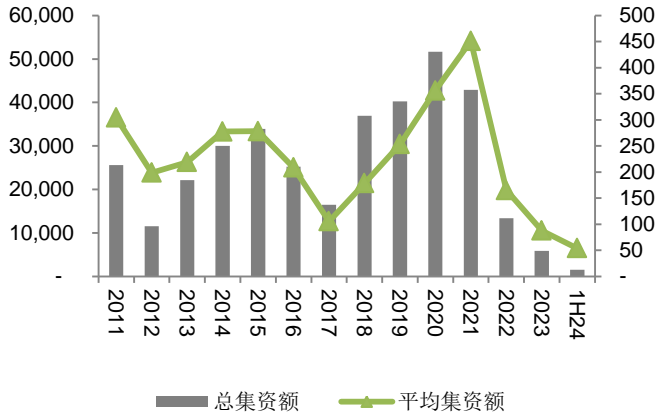
行業*	總集資額 (百萬美元)	平均集資額 (百萬美元)
必需消費	344	172
科技	281	56
工業	213	43
醫療保健	195	49
通訊	174	29
其他	271	45

*按彭博行業分類

來源: 彭博、農銀國際證券

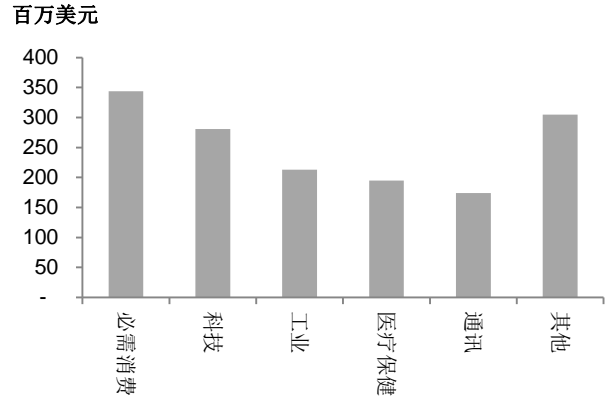


圖 2: 香港 IPO 市場 (百萬美元)



來源: 彭博、農銀國際證券
截至 2024 年 6 月 26 日

圖 3: 香港 IPO 集資額行業*分布 (2024 年截至 6 月 26 日)



*按彭博行業分類
來源: 彭博、農銀國際證券

分析師

行業展望

2024 年下半年

注：鑒於農銀國際的內部政策，本報告所提及及推薦的股票範圍受限，或未能涵蓋所有股票



正面 中國銀行業- 靜候營收增長動力恢復 歐宇恒

主要數據		行業表現	絕對值 (%)	相對值 (%)
H 股		H 股 (相對於 MSCI 中國指數)		
24E 市盈率均值(x)	4.17	1 個月	(3.21)	0.49
24E 市淨率均值(x)	0.42	3 個月	12.69	4.63
24E 股息率均值(%)	7.48	6 個月	25.61	15.29
A 股		A 股相對於 CSI300 指數)		
24E 市盈率均值(x)	5.38	1 個月	(0.15)	2.87
24E 市淨率均值(x)	0.53	3 個月	4.05	5.48
24E 股息率均值(%)	5.72	6 個月	14.34	9.13
來源:彭博、農銀國際證券預測		來源:彭博、農銀國際證券		
<ul style="list-style-type: none"> ➢ 銀行業基本面前景仍然面臨挑戰，但預期改善訊號將逐漸呈現 ➢ 由於資產收益率下行壓力持續，資金成本及資產負債表管理成爲抵禦淨息差收窄的關鍵因素 ➢ 預期客戶存款資金逐漸流入理財產品，這或成爲銀行營收增長動力恢復的正面因素 ➢ 資產質量前景保持穩健，並具有充足的風險抵補能力 ➢ 中期股息的派發或改變內銀股的慣性股價走勢 ➢ 重申 A / H 市場銀行業正面評級，偏好 H 股大型銀行較高的防禦性、有保證的股息收益率及其相對 A 股較低的估值。其中，工行-H (1398HK) 和建行-H(939HK)是我們的行業首選 				

預計淨息差下行壓力逐漸減少。根據金監總局數據，行業平均淨息差在 1Q24 環比下降 15 個基點，或同比收窄 20 個基點至 1.54%。我們認爲淨息差下行主要是由於我國正處於利率下行周期,加上政策在 4Q23 引導銀行下調存量房貸利率所致。儘管有關下調存量房貸利率的影響目前很大程度已經反映，我們預期持續的貸款重新定價過程及進一步的利率下調仍會爲銀行淨息差帶來壓力。因此，我們預計未來銀行淨息差將持續受壓，但按季度的環比收窄幅度將有所減少。與此同時，政府推動銀行資源傾斜於金融五篇大文章（科技金融、綠色金融、普惠金融、養老金融和數字金融）有望對淨息差帶來正面支持，這在 2024 年 3 月份的新增貸款平均利率較 2023 年 12 月上升 16 個基點至 3.99%已有所反映。儘管如此,在持續支持實體經濟的前提下,我們預期新增貸款平均利率或繼續呈下行趨勢。而取決於宏觀經濟增長復甦的步伐，我們不排除未來進一步降息的可能。目前，我們農銀國際的經濟師預測到 2024 年末 1 年期和 5 年期 LPR 將從 2024 年 6 月的 3.45%和 3.95%分別下降至 3.25%和 3.75%。按不同銀行類別，大型銀行和股份制銀行的平均淨息差在 1Q24 年度同比下降了 22 個基點和 21 個基點至 1.47%和 1.62%，同期城商行/農商行的平均淨息差同比分別下降 18 個基點和 13 個基點至 1.45%和 1.72%，主要由於前者所承擔的社會責任較大。鑒於資產端收益率持續下行，我們認爲資金成本管理與資產負債表的增速及結構優化將成爲個別銀行淨息差能否跑贏同業的關鍵。總的來說，我們預計行業平均淨息差在 FY24E 將同比收窄 10-15 個基點。值得注意的是，自 2024 年初以來，監管機構已多次明確提及要維持銀行淨息差和盈利能力在合理水平，我們認爲這將有利行業淨息差未來走向。

淨手續費收入增長或在 FY25E 迎來拐點。作爲淨息差管理的一部分，我們在 1Q24 注意到大部份銀行正積極降低存款利率並減少發行高息存款產品。這或會令客戶存款資金爲了獲得更高回報而逐漸流入理財產品之中。然而，資金轉移的速度亦很大程度上取決於整體投資氣氛及資本市場表現。整體而言,我們認爲大型銀行相較中小型銀行擁有更穩健的存款基礎，而這有助於抵禦相關影響。從財務上看，客戶存款資金轉移至理財產品中一方面會減少銀行利息支出,同時增加理財產品相關的手續費收入，兩者均有助於提高銀行營收水平。但鑒於 1Q24 銀行整體淨手續費收入增長勢頭仍然疲弱，我們認爲



按年計銀行業淨手續費收入更合理地預期要到 FY25E 才能回復至正增長區間。這已充分考慮了在 4Q23 由監管機構引導銀行下調手續費率所帶來的殘餘影響。與此同時，除了資本市場表現外，未來幾個季度零售消費需求的復甦也可能成為加快銀行淨手續費收入增長的驅動因素。

預期資產質量前景維持穩定。銀行業整體資產質量在 1Q24 保持穩定 - 截至 2024 年 3 月末，行業平均不良率環比持平在 1.59%。按不同銀行類別看，大型銀行/股份制銀行的平均不良率環比均下降了 1 個基點至 1.25%；同期城商行的平均不良率環比上升 3 個基點至 1.78%，而農商行的平均不良率則環比持平在較高的 3.34%。我們相信，儘管如房地產業的特定領域後續仍有風險曝露的可能性，我們有信心大部份銀行有能力在 2024 年餘下時間內保持資產質量穩定。這與監管機構強調在高質量金融發展同時把控好風險管理的理念一致。仍然，由於我國銀行業資產質量依然高度依賴於宏觀經濟的復甦，任何與經濟有關的風險都可能令投資者將焦點重新放到銀行的資產質量上。儘管我們注意到目前投資者對銀行業資產質量上的憂慮趨於中性。此外，截至 2024 年 3 月末，行業平均撥備率和撥備覆蓋率環比分別下降了 1 個基點和 60 個基點至 3.26%和 204.54%，反映目前銀行的風險抵補能力較為充足，有助應對資產質量上的波動。

股價慣性波動或出現改變。在大型銀行的帶領下，一些股份制銀行亦已明言將在 8 月下旬的業績期公布中期股息的安排。即使包括派息比率及股息發放日期等具體安排尚未落實，我們認為這是對於內銀股價的一個支持因素。儘管如此，我們預期中期股息的安排將令內銀股價在過去的慣性波動有所改變。就過去情況看，內銀股大部份時間有特定股價移動模式，即銀行股價一般在每年 2 季度末股息除權後延續下行周期，至近 4 季度末重拾上升動力。但在中期股息常態化後，我們預期大概率內銀股價周期會分為兩個階段，而每個階段的股價波動性將較現時低。這將更有利於長期以收股息為目標的投資者，因可獲得更為頻繁的現金流及相對低的股價波動。

長線展望

政策和宏觀經濟風險仍然是影響中國銀行業的關鍵因素，其中大型銀行無可避免需承擔更大社會責任來支持國家發展。而在政策層面上，集中監管及自律的經營環境是行業基本面的長遠正面因素，但短期股價將因政策不確定性增加而波動。

短線展望

營收增長的拐點是目前投資者重點關注之一，而這與中國的宏觀經濟展望息息相關。因此，未來幾個季度的經濟增長勢頭將是行業估值水平的關鍵因素。同時，我們認為價值型投資者仍將以保守的態度來觀察基本面持續改善的證據。

股票推薦

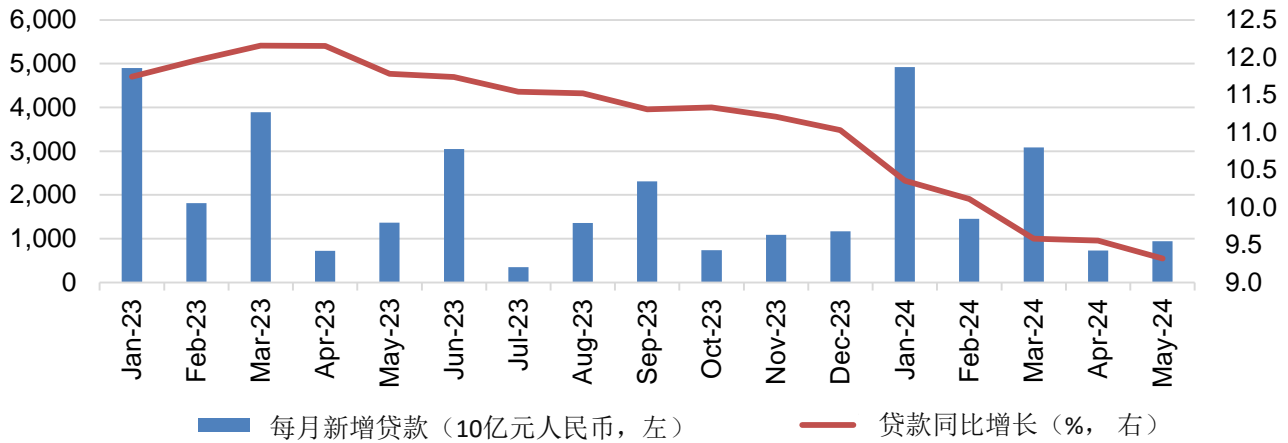
在目前的估值下，我們重申對 A / H 股兩個市場中國銀行業的**正面**評級。這主要基於我們預期銀行的營收增速將逐步得到改善，同時預期未來資產質量的展望將維持穩定。然而，要引發行業估值修復，則雖要從基本面上看到持續改善的實證。我們較偏好 H 股大型銀行的防守性、其有保證的股息收益率及其相對 A 股較低的估值，其中工行-H (1398 HK) 和建行-H (939 HK) 是我們行業首選。

風險因素

1) 在強監管和政策主導的環境下發生政策方向出現急劇變化；2) 來自非銀金融機構的競爭加劇；3) 特定地區資產質量急劇惡化；4) 緩慢的宏觀經濟復甦可能增加銀行的社會責任和政策風險；5) 淨息差壓力持續，淨手續費收入增速恢復緩慢；6) ROAA 和 ROAE 呈下行趨勢；7) 為滿足監管要求銀行或需發行額外資本工具及和 TLAC 非資本工具。

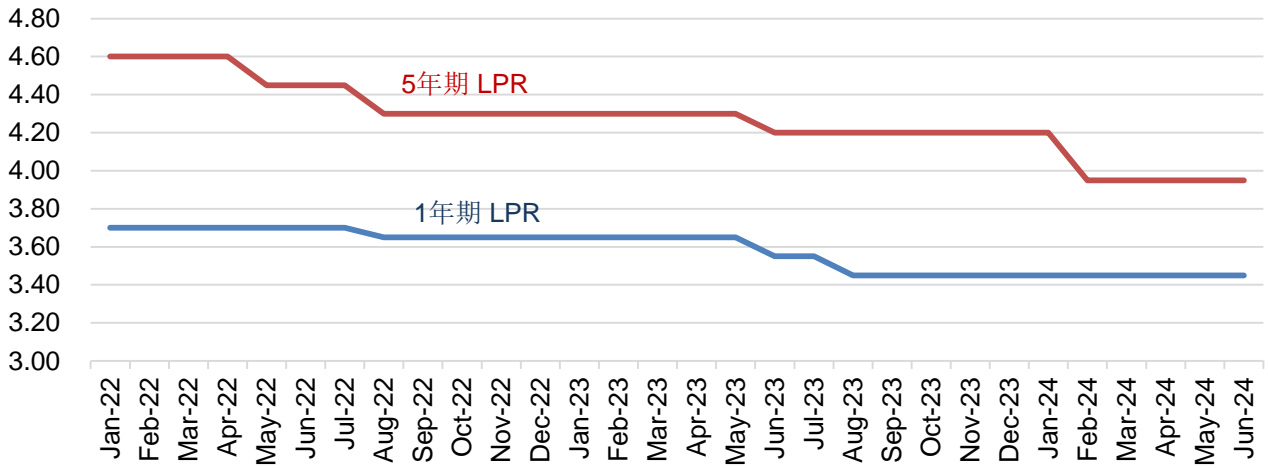


圖 1: 每月新增人民幣貸款(10 億元人民幣, 左)與人民幣貸款同比增長(% , 右)



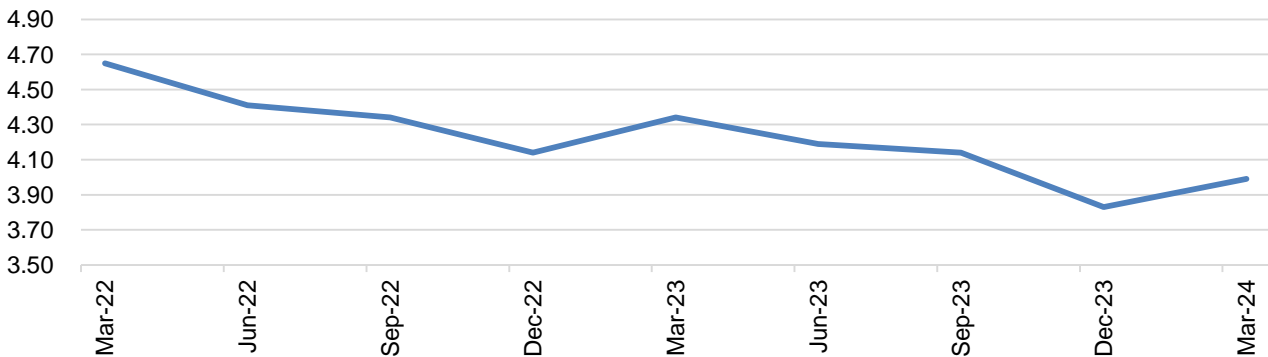
來源：中國人民銀行、農銀國際證券

圖 2: 中國 LPR (%)



來源：全國銀行間同業拆借中心、農銀國際證券

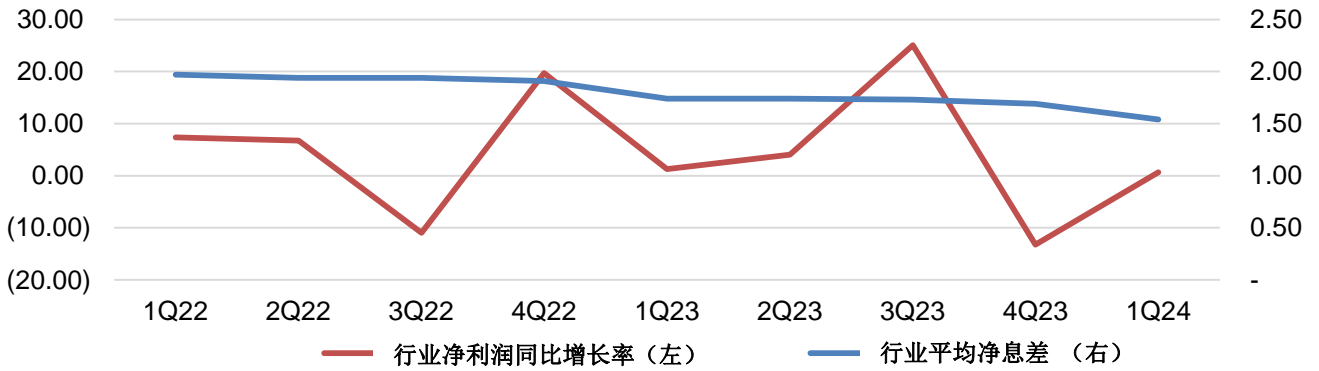
圖 3: 行業平均新增貸款收益率(%)



來源：中國人民銀行、農銀國際證券

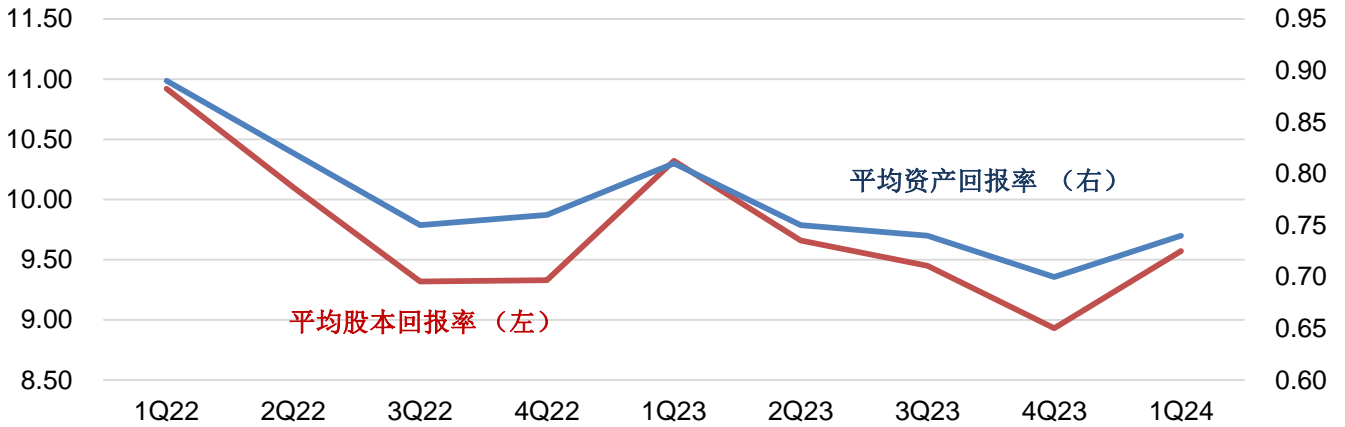


圖 4: 行業淨利潤同比增長率(%)與行業平均淨息差(年化, %)



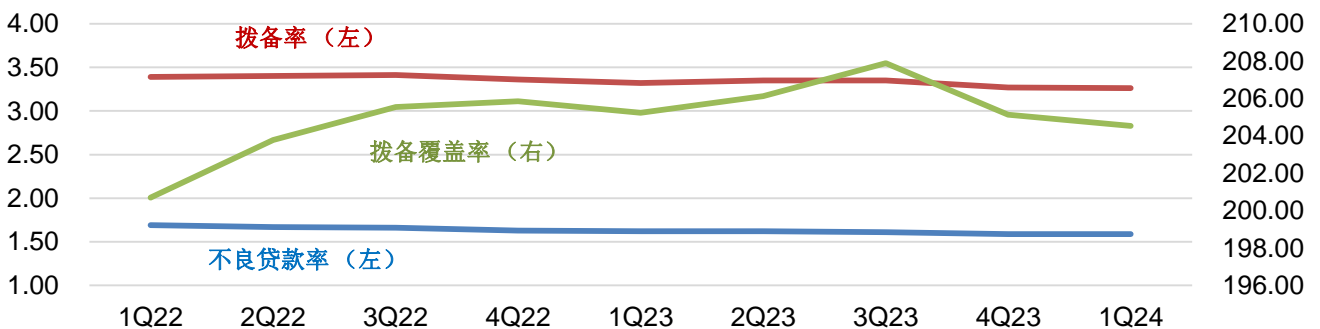
來源：金監總局、農銀國際證券

圖 5: 行業平均 ROAA(年化, 右)與行業平均 ROAE(年化, 左) (%)



來源：金監總局、農銀國際證券

圖 6: 行業平均資產質量指標(期末,%)



來源：金監總局、農銀國際證券



H 股行業首選 (截至 2024 年 6 月 26 日)

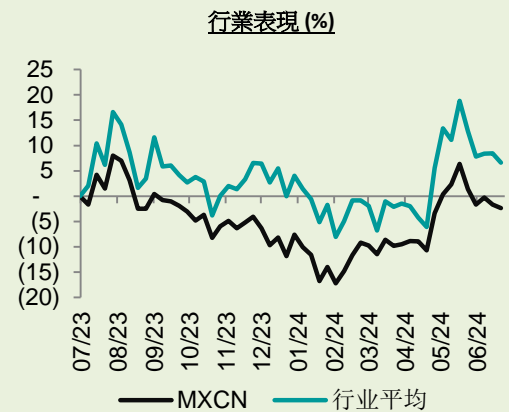
公司	代號	評級	目標價 (港幣)	上升空間 (%)	FY24E 市淨率 (x)	FY25E 市淨率 (x)	FY24E 市盈率 (x)	FY25E 市盈率 (x)	FY24E 股息率 (%)	FY25E 股息率 (%)
工商銀行	1398 HK	買入	5.17	11.90	0.42	0.39	4.32	4.19	7.20	7.39
建設銀行	939 HK	買入	6.33	9.33	0.42	0.40	4.00	3.86	7.48	7.80

彭博、農銀國際證券預測



正面 中國互聯網業- 挑選贏家 周秀成

主要數據		行業表現 (相對於 MXCN)	絕對值 (%)	相對值 (%)
24E 年市盈率均值 (x)	12.4	1 個月	(2.6)	1.8
24E 年市淨率均值 (x)	2.1	3 個月	12.3	3.0
24E 年股息率均值 (%)	1.7	6 個月	13.0	3.9
來源：彭博、農銀國際證券預測		來源：彭博、農銀國際證券		



來源：彭博、農銀國際證券

- 主要互聯網平台積極提高股東回報
- 直播和跨境電商平台正變得越來越受歡迎
- 主要互聯網平台已開發出大型語言模型，導致競爭加劇

提高股東回報。 主要互聯網平台通過發放股息、回購股份、處置非核心資產等多種舉措積極提高股東回報。然而，這些舉措可能受到各個平台海外資金存量的限制。

生成型人工智能：競爭加劇。 自 2023 年 6 月以來，已有超過 540 個人工智能模型/算法成功在中國監管機構注冊。小米(1810 HK)、百度(BIDU US, 9888 HK)、螞蟻集團、網易(9999 HK, NTES US)、美團 (3690 HK)、華為、抖音等多家互聯網公司均已開發出各自的大型語言模型，從而加劇了競爭。此外，一些平台採用了開源策略，允許其他企業基於其開源模型構建自己的 AI 模型，從而降低了 AI 模型開發的門檻，尤其是對於小型企業而言。這些生成型 AI 模型提供互動功能，如互動對話和內容（文本和圖形）生成。平台可以利用這些功能改善用戶體驗和粘性，並探索盈利機會。據中國大型語言模型測試平台 CLUE，這些中國模型的測試分數近期有顯著提升，一些中國模型超過了 GPT3.5 並正在逐步縮小與 GPT4 在中文環境中的差距。另一方面，美國對高端 AI 芯片的出口控制可能會長期阻礙行業發展，因為訓練和運行這些 AI 模型需要大量的計算能力。

在線購物：直播和跨境電商正成爲新星。 在線購物在經濟放緩的背景下近年有所減緩，我們預計這一趨勢將持續。根據國家統計局的數據，2024 年前 5 個月，實物商品的在線銷售同比增長了 11.5%。按產品類別分，食品、雜貨和服裝的在線銷售分別增長了 19.6%、10.8%和 9.0%。從積極的角度來看，近年在線購物的滲透率一直呈上升趨勢，反映消費從線下向線上結構性轉移。我們認爲在線購物者已變得對價格更爲敏感，增加了性價比高的電商平台如拼多多(PDD US)的“錢包份額”。這一趨勢促使主要電商平台通過提高用戶激勵和價格補貼來增加銷售。從積極的方面來看，直播和跨境電商正在興起。如拼多多和 Shein 等平台正在積極發展跨境電商，並在各個海外市場獲得增長。

本地服務：業務整合。 部分本地服務平台（包括美團）對社區團購擴張計劃進行合理化調整之後，成本壓力有所緩解。這些平台通過降低補貼和提高價格等方式，重新聚焦於增長質量而非市場份額的提升。隨著疫情後食品和雜貨電商需求的正常化，社區團購市場對於本地服務平台的吸引力有所下降。對平台而言，將更多資源投入到其他業務可能是明智的選擇。在食品配送市場方面，經濟下行期間食品配送騎手的供應增加，緩解了由於提高用戶補貼/激勵以刺激需求而帶來的成本壓力。此外，由於即時配送網絡的進入門檻較高，食品配送市場的競爭也相對減少。

在線遊戲：競爭穩定。 線上游戲市場的競爭低於電子商務市場，主要平台已經建立了各自的市場地位。新游戲審批和大型游戲長周期的開發阻礙了新進入者（如短視頻平台）擴展到游戲領域。儘管如

此，對於年輕用戶的遊戲時間、遊戲內容和盈利方式等的監管正在收緊，線上遊戲平台需要在不斷變化的環境中靈活調整其商業模式。

股票推薦

拼多多 (PDD US): 拼多多近幾個季度實現了強勁的收入增長，這反映其在市場份額上對同行構成了挑戰。我們認為，這可以歸因於以下幾點：(1) 高性價比-在經濟放緩和消費者變得更加節儉的背景，拼多多作為“物有所值”的平台，在行業中占據了堅實的位置；(2) 增強的貨幣化能力- 通過運營改進推動貨幣化能力增強；(3) 優化的產品組合-通過與品牌加深合作和持續在農業及其他領域的投資，實現產品組合優化；(4) Temu 對總收入的貢獻逐漸增加。然而，海外業務的監管風險仍然是一個關注點，公司通過加強對商家產品的合規監控以及努力開拓 Temu 在美國以外的市場，以緩解有關風險。

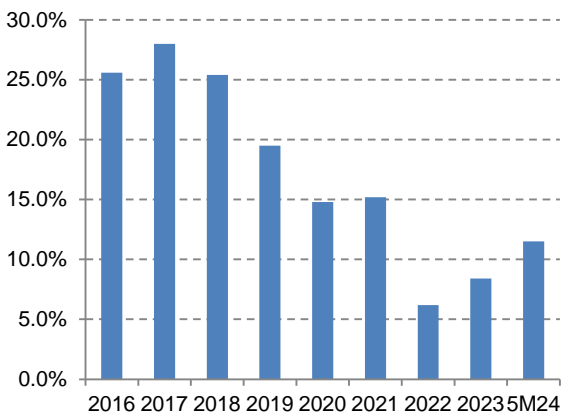
快手 (1024 HK): 近年來，快手成功利用其用戶流量發展直播電商業務。目前，它已成為中國三大直播平臺之一，在電子商務市場中的市場份額估計為中個位數。我們估計，其來自電商活動的收入貢獻（包括電商商家的在線廣告支出、服務費等）大致在 30% 左右。

網易 (9999 HK/NTES US): 網易擁有強大的自主遊戲產品組合，是中國在線遊戲行業的第二大參與者。多年來，公司開發了多款熱門遊戲，如《夢幻西遊》和《大話西遊》系列。我們估計，得益於其遊戲組合的持續發展，其在線遊戲收入目前約占中國最大在線遊戲平臺的 40%，相較於 2020 年的約 35% 有所增長。

風險因素

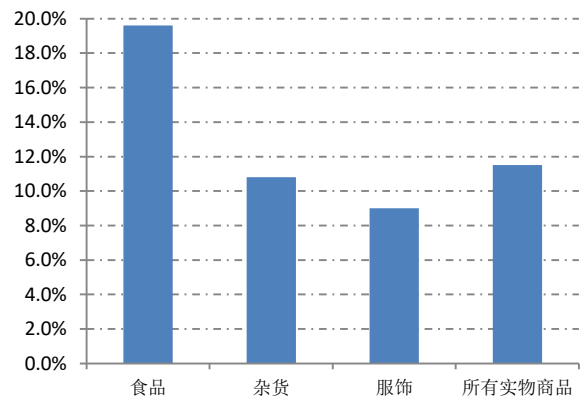
1) 反壟斷調查等監管風險； 2) 電子商務和互聯網金融放緩； 3) 非通用會計準則財務報表

圖 1: 實體商品的在線銷售 (同比變化)



來源：國家統計局、農銀國際證券

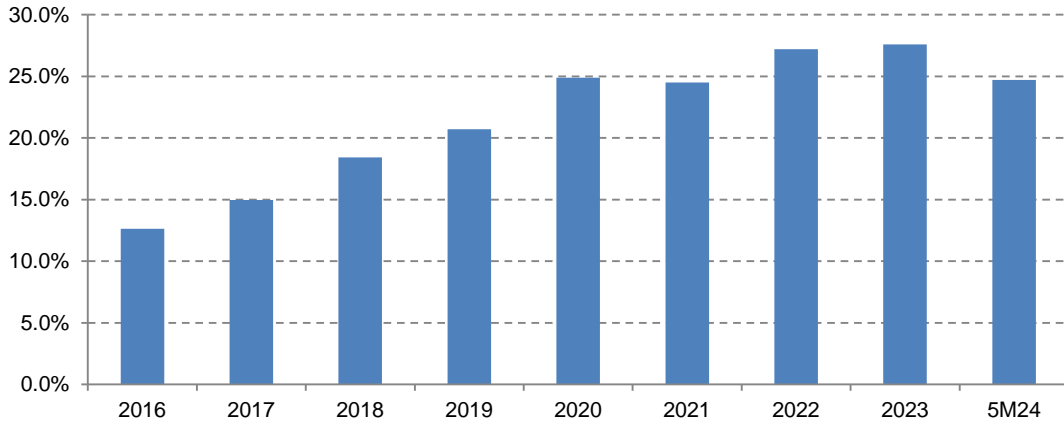
圖 2: 按類別劃分的實體商品在線銷售 (24 年首 5 個月) (同比變化)



來源：國家統計局、農銀國際證券



圖 3: 網購滲透率



來源：國家統計局、農銀國際證券

行業首選 (截至 2024 年 6 月 26 日)

公司	代號	評級	目標價 (港幣)	上升空間 (%)	FY 24E 市銷率 (x)	FY 25E 市銷率 (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	買入	HK\$75	58.6	1.5	1.3	11.7	8.9	NA	NA
拼多多	PDD US	買入	US\$200	39.1	3.9	3.0	14.8	11.1	NA	NA
網易-S	9999 HK	買入	HK\$200	45.7	3.7	3.3	11.8	10.8	3.4	3.7
網易-ADR	NTES US	買入	US\$128	42.7	3.7	3.3	12.9	11.8	3.1	3.4

來源：彭博、農銀國際證券預測

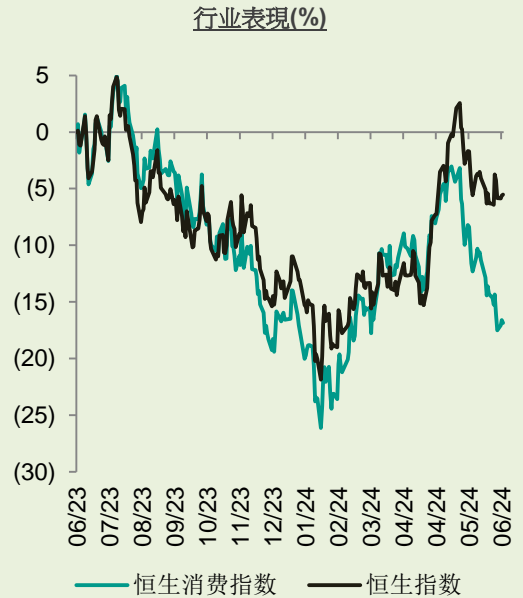
正面 中國消費業 – 消費模式顯示市場存在復甦潛力 潘泓興

主要數據		行業表現(相對於恒指)	絕對值 (%)	相對值 (%)
24E 市盈率均值(x)	17.2	1 個月	(7.7)	(4.9)
24E 市淨率均值(x)	2.4	3 個月	(4.8)	(14.4)
24E 股息率均值(%)	3.9	6 個月	(0.3)	(11.0)

來源:彭博、農銀國際證券預測

來源:彭博、農銀國際證券

- 消費市場的緩慢復甦，而零售銷售增長表現和今年的"618"購物節銷售總額增長表現也反映了這一點
- 24 年上半年主要節假日的消費呈現較高增長，顯示在宏觀經濟條件適宜的情況下，消費市場可以有強勁復甦
- 針對推動"消費促進年"的政策支持將有助於緩解消費市場的部分壓力
- 行業評級為**正面**，但我們預期企業表現將受到市場復甦緩慢的影響；企業需要直面競爭加劇和市場動態的變化；我們預計運動服裝公司將有較佳表現，原因是今年將會有多項體育盛事（如即將舉辦的奧運會），以及注重健康的消費群體擴大將會拉動對文化和體育相關活動的需求增加



來源:彭博、農銀國際證券

消費市場仍未完全復甦。消費市場的基本面依然疲軟，仍處於復甦狀態之中。從 2024 年首兩個月至 2024 年 4 月，零售銷售增速呈下降趨勢，在 5 月略有反彈。此外，根據星圖數據公布，今年"618"購物節全網銷售總額出現該購物節舉辦以來的首次下降。然而，與旅游和節假日相關的消費仍呈現較高增長。我們預計，在消費市場尚未全面復甦的情況下，在未來一段時間內，不同細分市場將出現增長波動和發展不均衡的情況。

宏觀經濟挑戰持續拖累零售銷售增長。零售銷售額的同比增長率從 2024 年首兩個月的 5.5%降至 2024 年 4 月的 2.3%，在 2024 年 5 月稍微回升至 3.7%。餐飲零售額的同比增長率則從 2023 年 12 月的 30%大幅度下降至 2024 年 5 月的 5%。同時，各類不同的零售產品增長幅度也出現波動。此外，儘管電商平台簡化參與規則並提供更多優惠折扣，但是今年"618"網絡購物節的銷售總額出現了該活動舉辦以來的首年下滑。星圖數據顯示，今年"618"購物節全網銷售總額同比下降約 7%；綜合電商平台銷售總額同比下降 6.9%；社區團購銷售總額同比下降 16.8%；而新零售和直播電商的銷售總額分別同比增長 2.5%和 12.1%。以上數據顯示，消費者在非必須消費方面表現得更加節制，在必須消費方面則表現得更加保守。考慮性價比在消費者群體中變得越來越普遍。消費市場增長的基礎仍然依賴於健康的宏觀經濟環境和強勁的消費信心。因此我們相信，一旦宏觀經濟環境改善，消費者信心也會隨之增強，消費市場的增長也將重新進入上升軌道。

差異性消費模式顯示消費市場復甦潛力仍存在。儘管零售額增速出現下滑，但 24 年上半年主要節日期間的出游相關的消費仍錄得較強的增長。據文化和旅游部測算，2024 年春節假期 8 天全國國內旅游出游 4.74 億人次，同比增長 34.3%，按可比口徑較 2019 年同期增長 19.0%；國內游客出游總花費 6326.87 億元人民幣（下同），同比增長 47.3%，按可比口徑較 2019 年同期增長 7.7 個百分點。此外，根據商務部數據，2024 年春節假期全國電影票房和觀影人次分別達到 80.16 億元和 1.63 億，同比增長率分別為 18.47%和 26.36%；重點零售和餐飲企業收入同比增長 8.5%；重點電商平台餐飲銷售額同比增長 40.8%。2024 年清明節期間，據文化和旅游部測算，2024 年清明節假期 3 天全國國內旅游出游 1.19 億人次，按可比口徑較 2019 年同期增長 11.5%；國內游客出游花費 539.5 億元，按可比口徑較 2019 年同期增長 12.7%。為期 5 天的勞動節也有一些值得關注的消費模式。據文化和旅游

部測算，2024年勞動節全國國內旅游出游合計2.95億人次，同比增長7.6%，按可比口徑較2019年同期增長28.2%；國內游客出游花費1668.9億元人民幣，同比增長12.7%，按可比口徑較2019年同期增長13.5%。從假日消費和全國零售額數據來看，出游消費仍然是消費者願意花錢的一個領域，重大節日活動是拉動消費增長的主要來源。然而，清明節和勞動節的假日消費出現了增長放緩的跡象，這可能是由於消費市場復甦緩慢所致。我們認為，市場將重點關注即將到來的暑假和國慶假期的消費表現，並以此判斷消費市場復甦程度。

通脹的影響有限。近幾個月來，某些原材料的價格正在上漲，而有些則在下降。在2024年5月，豬肉的同比CPI達到4.6%，而牛肉的同比CPI達到則達到-12.9%。價格走勢參差將導致通脹溫和回升，對消費行業的影響有限。我們認為，某些消費品公司，尤其是豬肉產品公司，會受到較大影響，因為其原材料面臨更大的價格上漲壓力。

政策支持推動“消費促進年”。商務部將2024年指定“消費促進年”，把培育壯大新型消費、穩定和擴大傳統消費、擴大服務消費、優化消費環境作為拉動消費市場增長的重要舉措。為拉動消費，中央多個部門也出台了多項政策來挖掘潛在的增長動力，其中包括《推動大規模設備更新和消費品以舊換新行動方案》和《關於促進農村電子商務高質量發展的實施意見》。此外，2024年3月發布的政府工作報告也強調了刺激消費增長的重要性，並增加了提高消費市場水平和優化消費市場環境的目標。2024年6月，國家發改委公布了《關於打造消費新場景培育消費市場新增長點的措施》，針對餐飲、文旅體育相關消費、購物消費、大宗消費品消費、養老托幼、社區消費等6個重點領域提出了促進消費的措施。我們認為，對培育消費增長的重視以及相關政策措施的公布和實施，將對行業企業的業績產生積極影響。我們預計，中央政府還將公布更多的政策來完善現有的政策組合，這將為消費市場的復甦鋪平道路。

市場競爭加劇導致企業估值受到限制。充滿挑戰的經營環境、消費市場的緩慢增長以及消費者對性價比要求提高，導致2024年消費市場競爭加劇，企業表現參差。可以主動培育新的增長引擎或在捕捉新興增長機遇的企業將能夠鞏固其領先地位或提高市場份額。企業還需要在不犧牲質量的前提下，通過提供更多折扣或超值優惠來迎合消費者日益增長的性價比需求，這就需要對定價策略和產品組合進行動態調整，並對價值鏈進行整合。我們預計，企業的增長和利潤表現將因此出現分化，行業估值可能會受到抑制。一旦宏觀經濟狀況和企業基本面出現好轉跡象，估值水平也將隨之進入修復通道。

長線展望

由於宏觀經濟挑戰仍未解決，企業和消費者都正在調整其目標和預期，從而影響到整個市場的供求關係和消費行為的演變。企業需要進一步評估其產品和戰略，以適應這種變化帶來的潛在風險和機遇。

短線展望

短期宏觀經濟挑戰和低於預期的經濟復甦仍將是該行業企業面臨的主要障礙。市場仍有增長機遇，但企業必須適應消費者信心的變化和消費行為的轉變。行業內企業經營業績的差異將導致股價波動和估值差異。

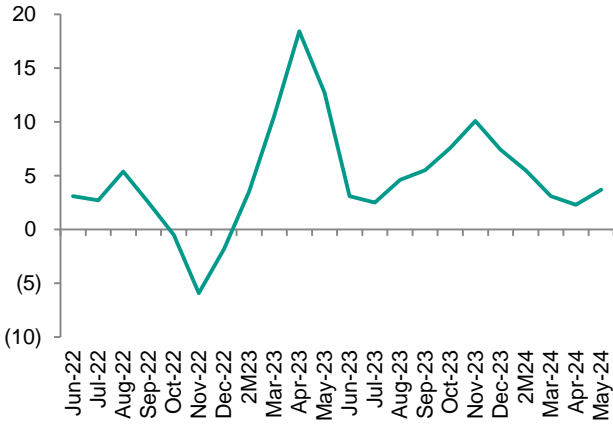
行業評級

行業評級為“正面”。然而，我們認為消費市場的緩慢復甦將拖累行業內企業的表現，這將反映在參差的股價和估值表現上。龍頭企業仍在享受其市場地位所帶來的優勢，但我們認為一些細分市場正面臨更多競爭，威脅到龍頭企業的主導地位。我們認為，由於今年將舉辦奧運會等多項大型運動盛事，以及注重健康的消費群體對文化和體育相關活動的需求不斷增加，運動服裝細分市場的表現會較好。

風險因素

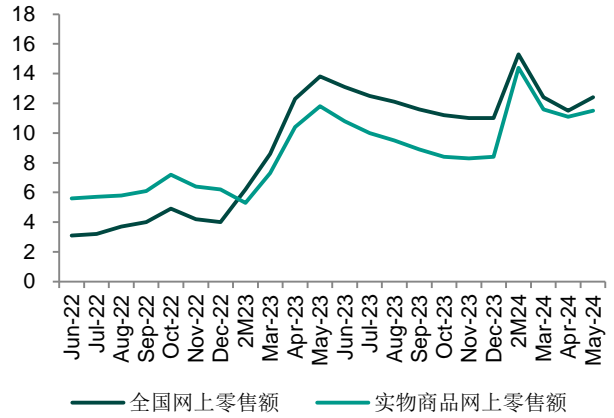
1) 宏觀經濟風險；2) 原材料價格上升風險；3) 政策法規風險；4) 產品質量安全風險；5) 消費者偏好轉變。

圖 1: 全國零售銷售增長(同比%)



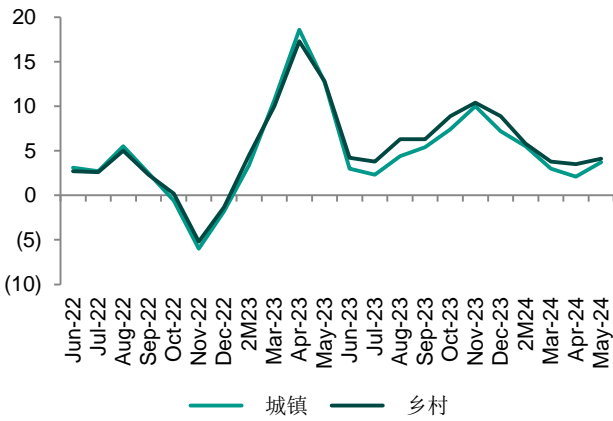
來源：國家統計局、農銀國際證券

圖 2: 網上零售銷售(累計同比%)



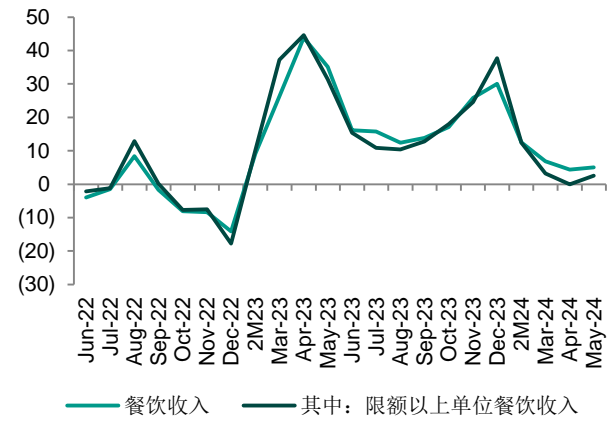
來源：國家統計局、農銀國際證券

圖 3: 地區零售銷售(同比%)



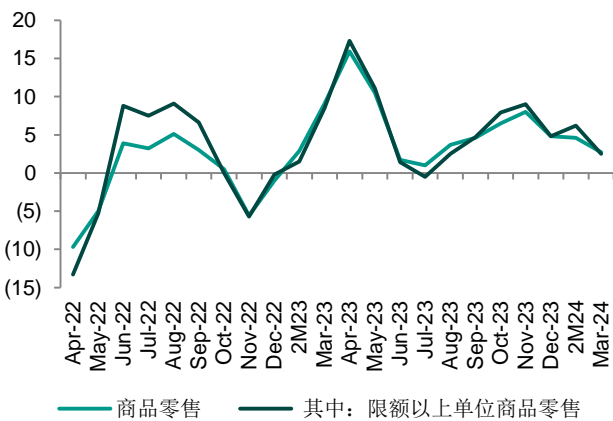
來源：國家統計局、農銀國際證券

圖 4: 餐飲零售銷售(同比%)



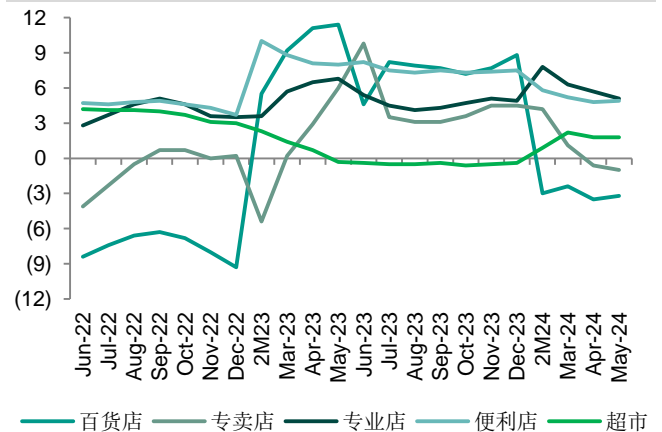
來源：國家統計局、農銀國際證券

圖 5: 商品零售銷售(同比%)



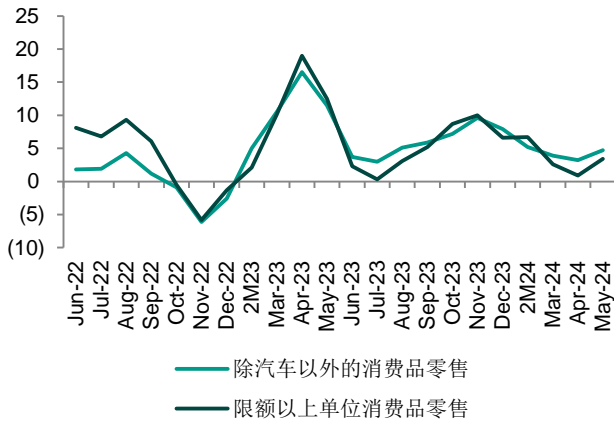
來源：國家統計局、農銀國際證券

圖 6: 零售銷售-按業態分類(累計同比%)



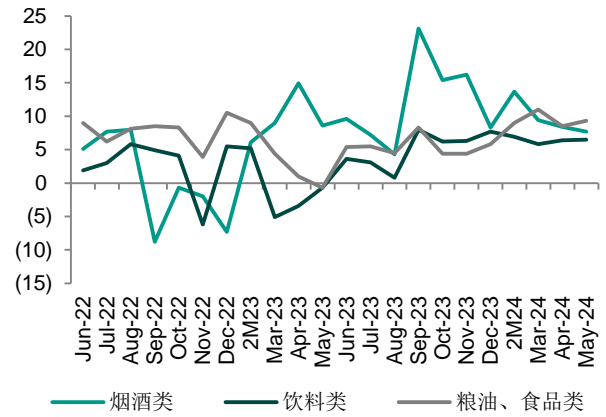
來源：國家統計局、農銀國際證券

圖 7: 除汽車以外及限額以上單位消費品零售額 (同比%)



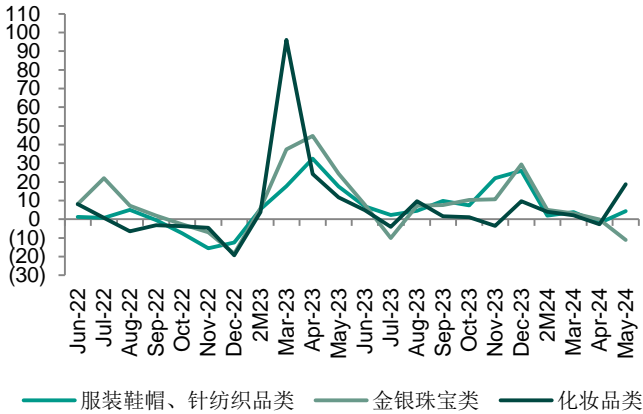
來源：國家統計局、農銀國際證券

圖 8: 部分商品零售銷售 (同比%)



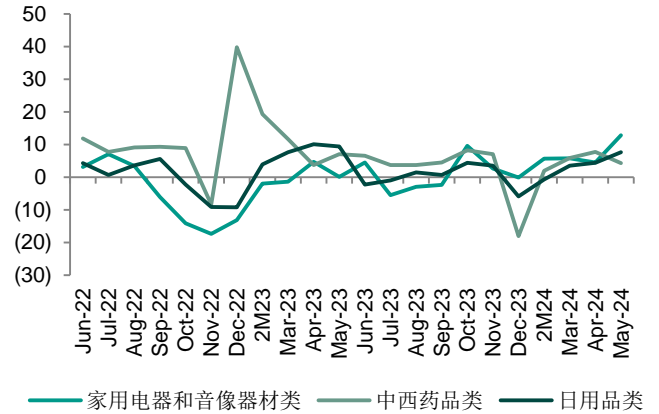
來源：國家統計局、農銀國際證券

圖 9: 部分商品零售銷售 (同比%)



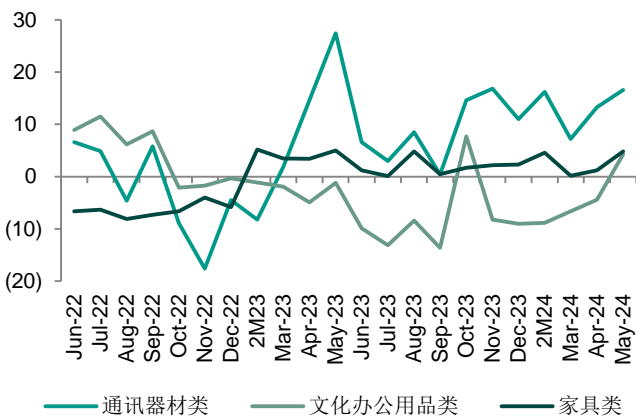
來源：國家統計局、農銀國際證券

圖 10: 部分商品零售銷售 (同比%)



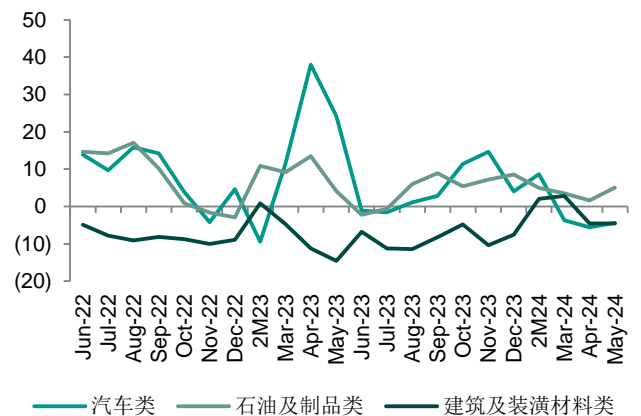
來源：國家統計局、農銀國際證券

圖 11: 部分商品零售銷售 (同比%)



來源：國家統計局、農銀國際證券

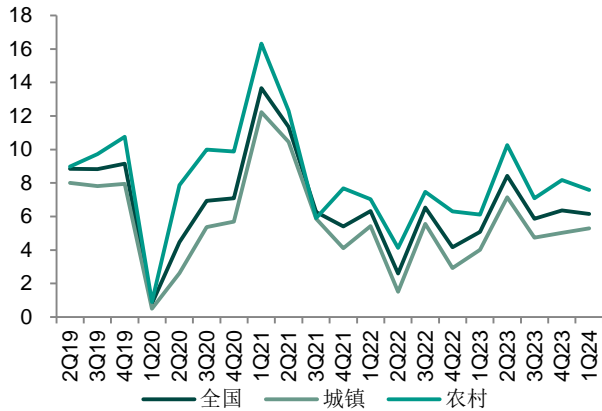
圖 12: 部分商品零售銷售 (同比%)



來源：國家統計局、農銀國際證券

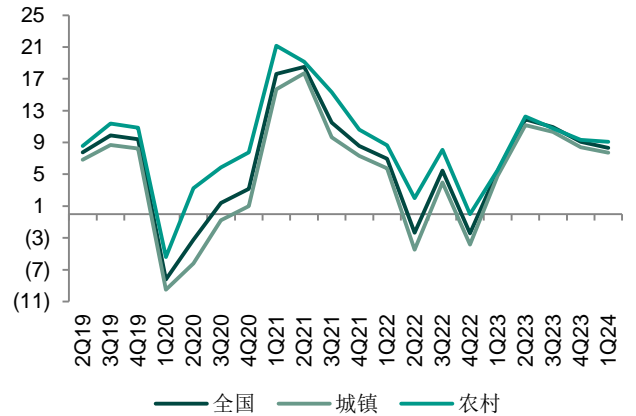


圖 13: 人均可支配收入 (同比 %)



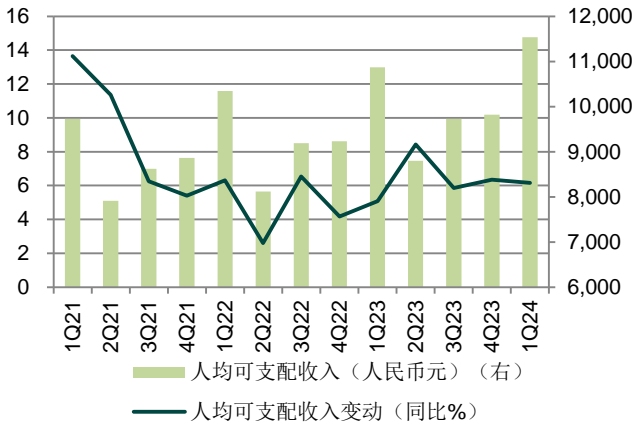
來源：國家統計局、農銀國際證券

圖 14: 人均支出 (同比 %)



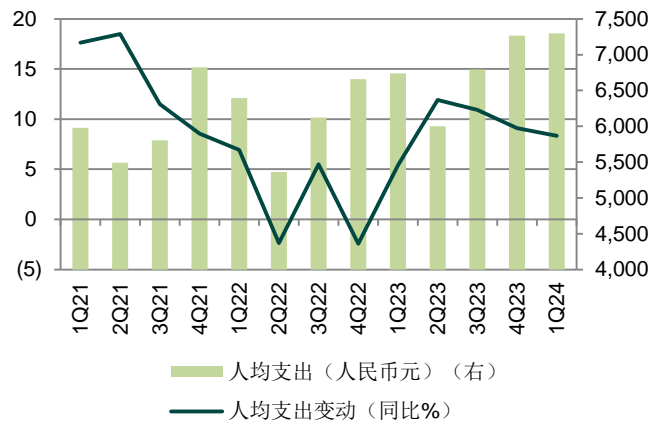
來源：國家統計局、農銀國際證券

圖 15: 全國人均可支配收入水平及變動



來源：國家統計局、農銀國際證券

圖 16: 全國人均支出水平及變動



來源：國家統計局、農銀國際證券

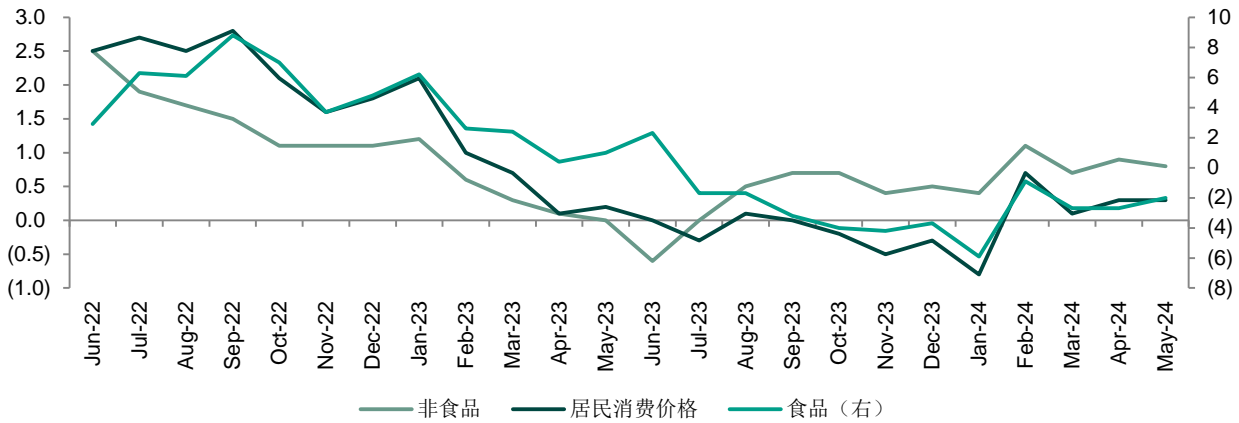
圖 17: 人均支出/可支配收入比例 (%)



來源：國家統計局、農銀國際證券

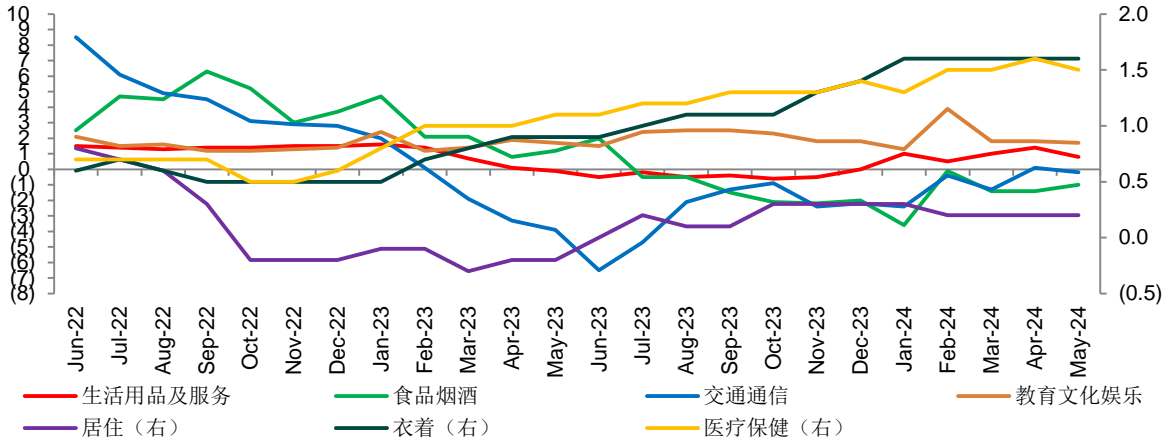


圖 18: CPI (同比 %)



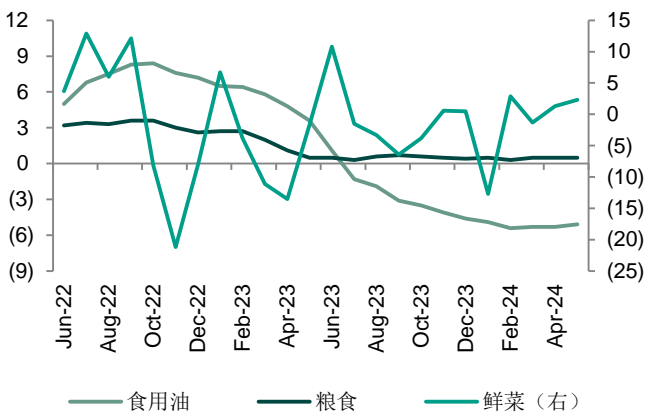
來源：國家統計局、農銀國際證券

圖 19: 主要產品類別 CPI (同比 %)



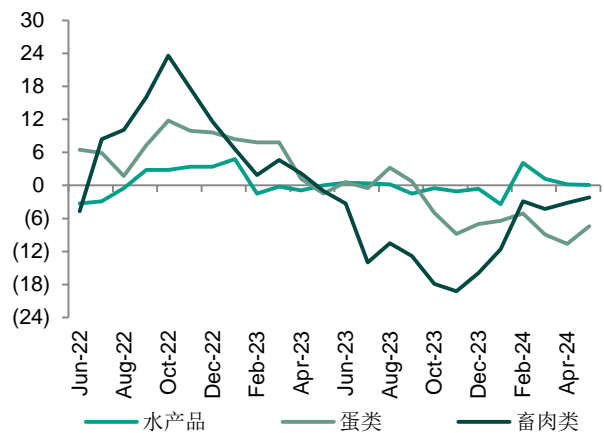
來源：國家統計局、農銀國際證券

圖 20: CPI - 糧食、食用油、鮮菜 (同比%)

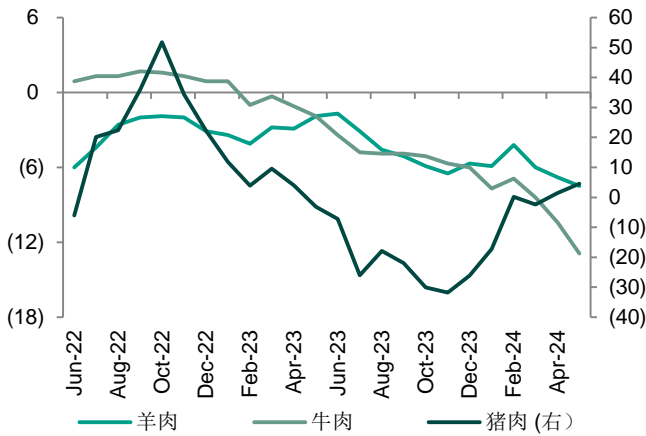


來源：國家統計局、農銀國際證券

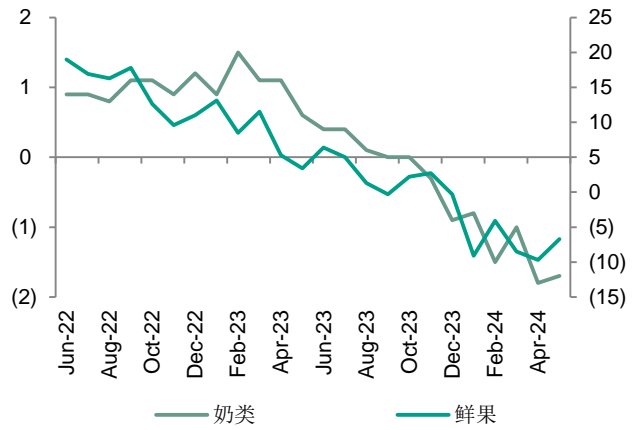
圖 21: CPI - 畜肉類、水產品、蛋類 (同比%)



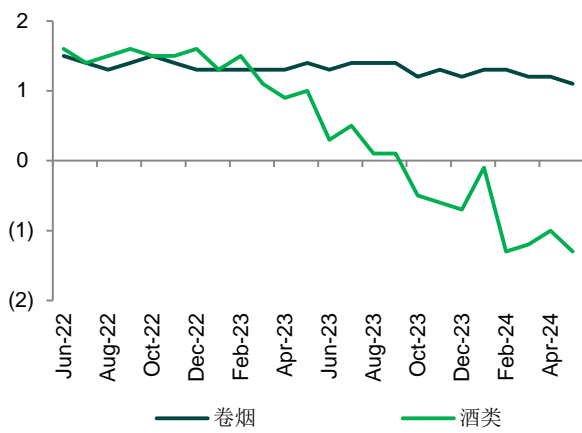
來源：國家統計局、農銀國際證券

圖 22: CPI -猪肉、牛肉、羊肉 (同比%)


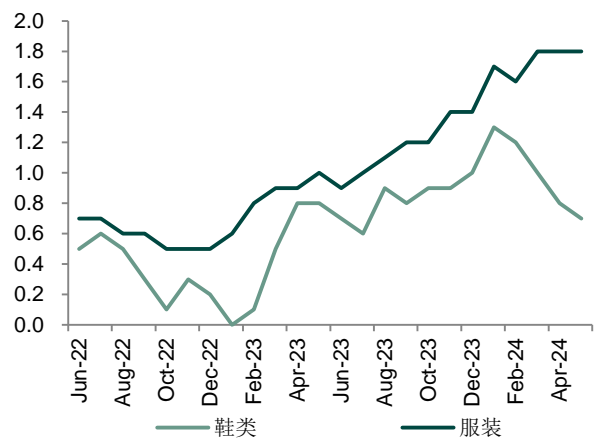
來源：國家統計局、農銀國際證券

圖 23: CPI -奶類、鮮果 (同比%)


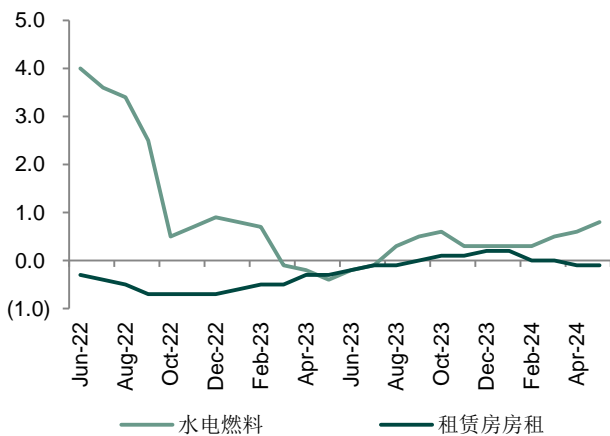
來源：國家統計局、農銀國際證券

圖 24: CPI -捲烟、酒類 (同比%)


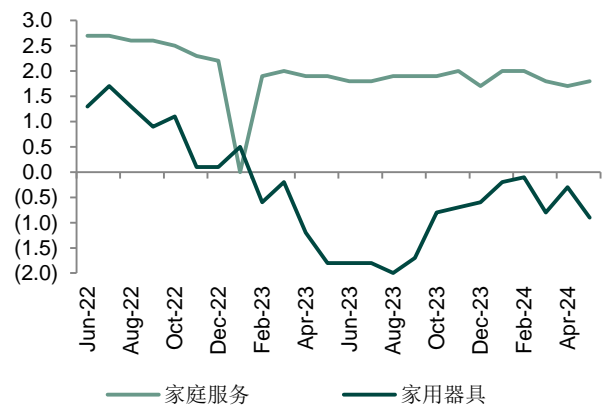
來源：國家統計局、農銀國際證券

圖 25: CPI -服裝、鞋類 (同比%)


來源：國家統計局、農銀國際證券

圖 26: CPI -租賃房租、水電燃料 (同比%)


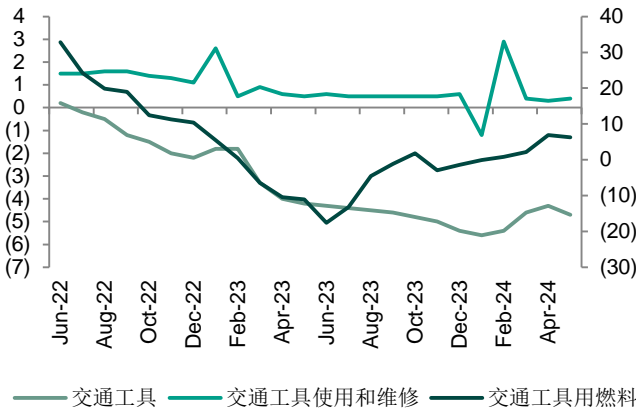
來源：國家統計局、農銀國際證券

圖 27: CPI -家用器具、家庭服務 (同比%)


來源：國家統計局、農銀國際證券

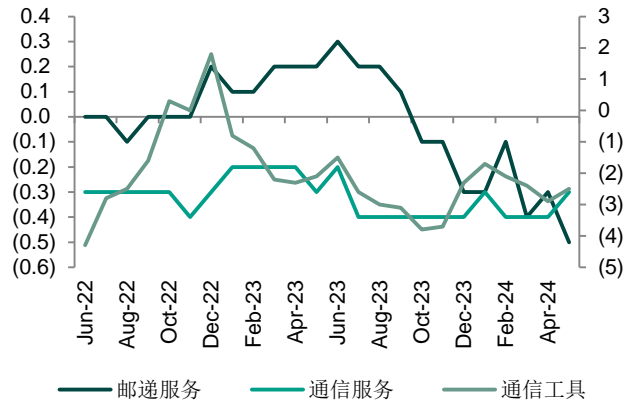


圖 28: CPI -交通通信類商品服務 (同比%)



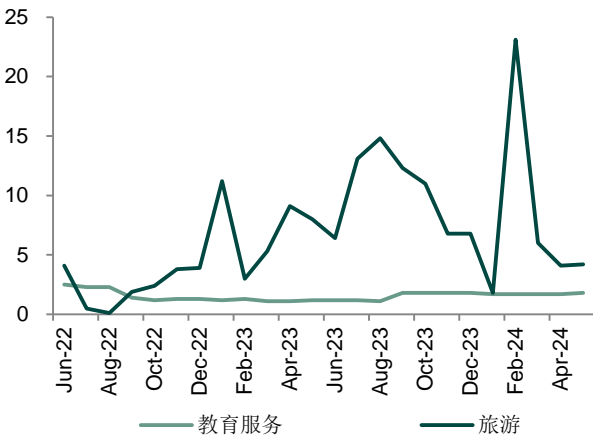
來源：國家統計局、農銀國際證券

圖 29: CPI -交通通信類商品服務 (同比%)



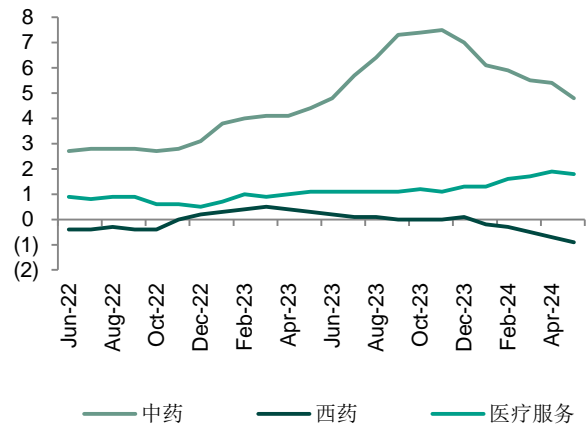
來源：國家統計局、農銀國際證券

圖 30: CPI -教育服務、旅游 (同比%)



來源：國家統計局、農銀國際證券

圖 31: CPI -中藥、西藥、醫療服務 (同比%)



來源：國家統計局、農銀國際證券

行業首選 (截至 2024 年 6 月 26 日)

公司名稱	代碼	評級	目標價 (港幣)	目前價格 (港幣)	FY24E 市盈率(x)	FY25E 市盈率(x)	FY24E 市淨率(x)	FY25E 市淨率(x)	FY24E 股息率 (%)	FY25E 股息率 (%)
安踏	2020 HK	買入	102	77.9	16.4	13.8	3.5	3.0	2.9	3.5

來源：彭博、農銀國際證券預測

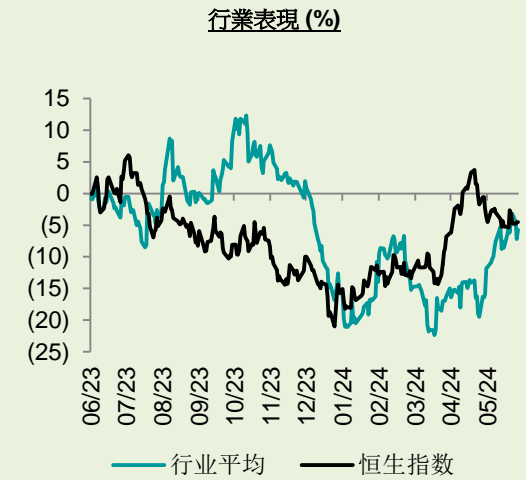
正面 先進製造業-國產替代持續推動行業成長 白帆

主要數據		行業表現 (相對於恒生指數)	絕對值 (%)	相對值 (%)
24年市盈率均值(x)	39.1	1個月	12.20	14.37
24E年市淨率均值(x)	1.2	3個月	11.20	0.93
24E年股息率均值(%)	0.4	6個月	(6.51)	(12.54)

來源：彭博、農銀國際證券預測

來源：彭博、農銀國際證券

- 人工智能的持續發展，顯著拉動了芯片行業的需求。
- 英偉達是當前 AI 浪潮的最大受益者
- 預計 2024 年半導體產業整體向好，高端芯片的需求將持續增長
- 中國市場對半導體產品的需求仍然強勁
- 政策支持與市場需求共同助力，中國半導體設備商或將持續受益



人工智能的持續發展，顯著拉動了芯片行業的需求。 隨著人工智能技術在各個領域的應用愈加廣泛，高性能算力和大數據處理的需求也與日俱增，芯片成為不可或缺的關鍵部件。尤其在深度學習、自然語言處理和智能駕駛等前沿技術的推動下，高性能、低功耗的專用芯片的需求急劇上升。這不僅加速了芯片技術的創新步伐，也為整個半導體行業帶來了機遇和挑戰。

英偉達 (NVDA US) 是當前 AI 浪潮的最大受益者。 近年來隨著生成式 AI 和大語言模型的興起，科技巨頭對算力芯片的需求急速上升。而英偉達的長期在 GPU 方面的投入使其在行業內保持了絕對領先的地位。英偉達計劃在 2024 年下半年發布新一代 AI 芯片 Blackwell，並在未來幾年每年推出一代新型芯片。我們認為當前各個科技巨頭在 AI 領域的競爭仍然處於早期階段，這些科技巨頭將持續增加對算力芯片的投入以保持競爭力。根據 IDC，全球算力投資額將在未來 5 年以 16.5% 的複合增長率增長。目前英偉達在算力芯片的優勢或將令其在未來幾年持續保持強勁增長。

預計 2024 年半導體產業整體向好，高端芯片的需求將持續增長。 世界半導體貿易統計組織預測，2024 年全球半導體市場規模將增加 16.0% 至 6112 億美元，2025 年將進一步增長 12.5% 至 6874 億美元。其中，亞太地區是占比最大的市場。受益於 AI 算力需求，存儲芯片的市場規模將取得快速增長。

中國市場對半導體產品的需求仍然強勁。 根據美國半導體行業協會 (SIA) 統計，中國半導體市場規模約占全球市場 30%，是目前對半導體產品需求最大的市場。中國在消費電子、新能源汽車、人工智能等方面的快速發展將持續提升中國市場對半導體產品的需求。中國半導體產業鏈也將持續受益於中國市場的強勁需求而取得全面發展。

政策支持與市場需求共同助力，中國半導體設備商或將持續受益。 2024 年 5 月，中國成立國家芯片基金三期，繼續促進中國半導體行業發展。我們認為當前中國芯片產業鏈與全球先進水平差距仍然較大，主要體現在半導體設備、材料及製造等方面。國家芯片基金一期和二期的投入已經展現出一定效果，三期基金將聚焦於中國芯片產業鏈的薄弱環節，或將加大對半導體設備如光刻機、蝕刻機、薄膜設備等關鍵領域的投入。在中國政策的支持以及中國市場的需求下，中國半導體設備的國產化率提升是大勢所趨，中國半導體設備商或將持續發展。

長線展望

從全球視角看，人工智能或將是未來科技發展的主旋律。在大模型、智能駕駛、機器人的帶動下，先進制程算力芯片的需求將持續火熱。全球頭部芯片企業或將持續保持快速增長。成熟制程芯片或將繼續保持較為激烈的競爭，而展現一定的周期性。中國市場在政策支持及國產替代的促進下，中國半導體企業或將抓住機遇取得持續增長。

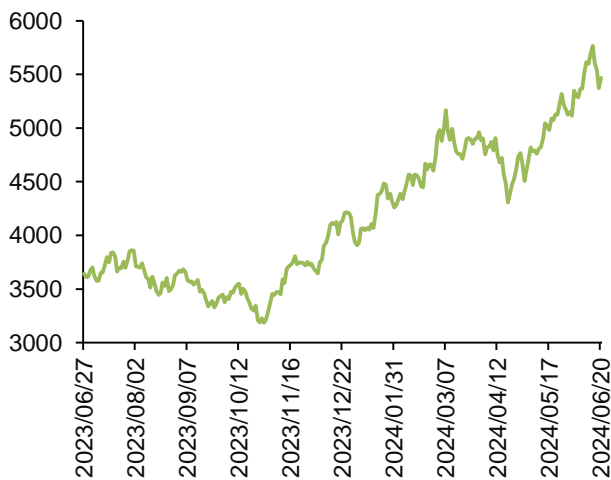
短線展望

2024 年消費電子行業出現復甦，帶動芯片行業的短期需求復甦，全球芯片行業整體需求拐點已現。中國市場仍然是芯片行業的主要市場，短期需求維持強勁，中國半導體企業的仍將維持增長。

風險因素

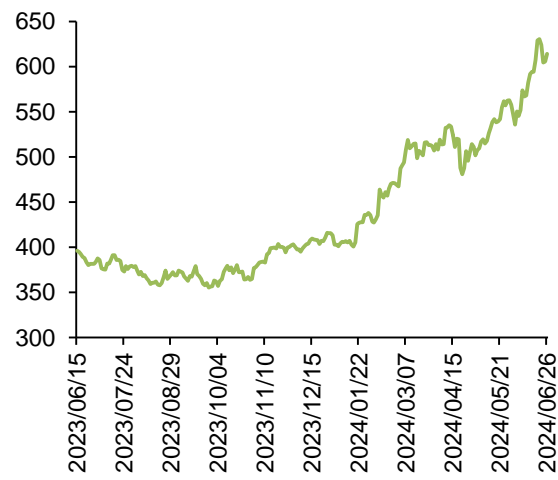
1) 需求可能不及預期; 2) 地緣政治風險; 3) 競爭可能加劇。

圖 1: 費城半導體指數(SOX Index)



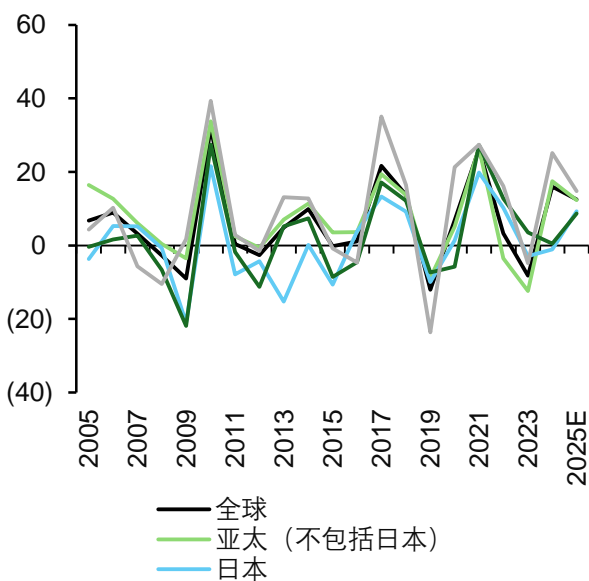
來源：彭博、農銀國際證券

圖 2: 中國台灣半導體指數(TWSESCI Index)



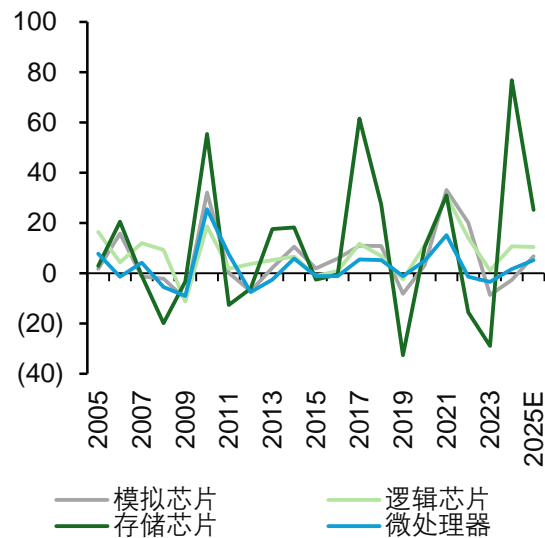
來源：彭博、農銀國際證券

圖 3: 全球半導體市場銷量變化 (同比增速%)



來源：世界半導體貿易統計組織預測、農銀國際證券

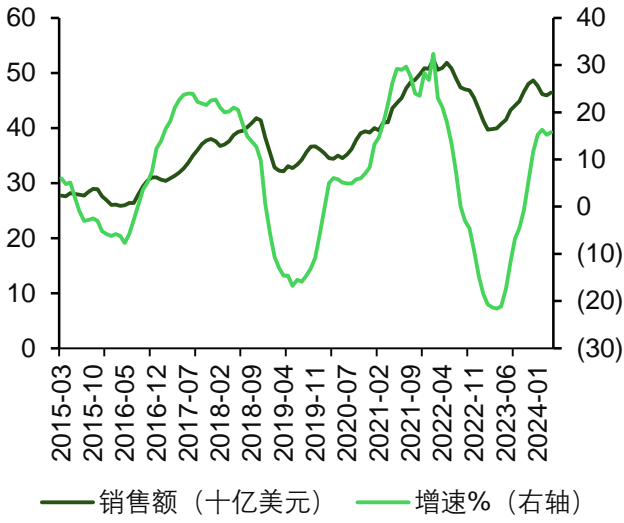
圖 4: 分產品看全球半導體市場銷量變化 (同比增速%)



來源：世界半導體貿易統計組織預測、農銀國際證券

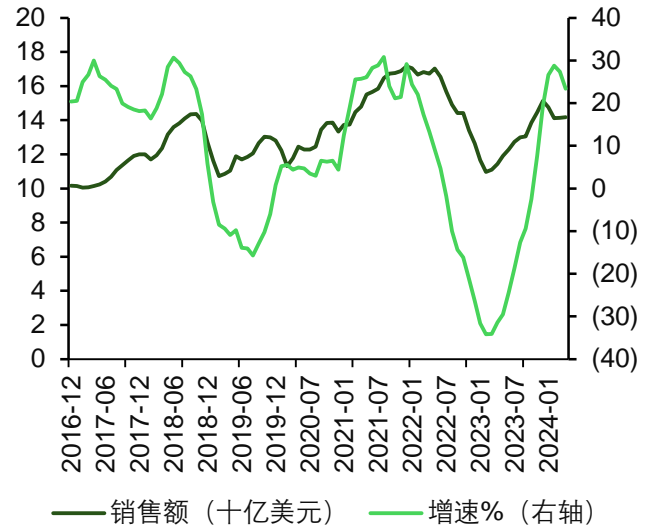


圖 5: 全球半導體市場月度銷售額



來源：美國半導體行業協會、農銀國際證券

圖 6: 中國半導體市場月度銷售額



來源：美國半導體行業協會、農銀國際證券

權益披露

分析員陳宋恩、姚少華、歐宇恒、周秀成、潘泓興、白舸作為本研究報告全部或部分撰寫人，謹此證明有關就研究報告中提及的所有公司及/或該公司所發行的證券所做出的觀點，均屬分析員之個人意見。分析員亦在此證明，就研究報告內所做出的推薦或個人觀點，分析員並無直接或間接地收取任何補償。此外，分析員及分析員之關聯人士並沒有持有(除以下披露權益)研究報告內所推介股份的任何權益，並且沒有擔任研究報告內曾提及的上市法團的高級工作人員。

權益披露

農銀國際證券有限公司及/或與其聯屬公司，曾在過去12個月內，與本報告提及的中國工商銀行、中國建設銀行、中國石油股份、中國銀行、小米集團、招商銀行及百度集團有投資銀行業務關係。

評級的定義

評級	定義
買入	股票投資回報 \geq 市場回報(~7%)
持有	市場回報(~7%) \leq 股票投資回報 < 市場回報(~+7%)
賣出	股票投資回報 < 市場回報(~-7%)

股票投資回報是未來12個月預期的股價百分比變化加上股息收益率

市場回報是5年市場平均回報率

市場回報率:自 2005 年以來的平均市場回報率(恒生指數總回報指數 2005-23 的平均增長率為 7.4%)

目標價的時間範圍:12 個月

股票評級可能與所述框架不同，原因包括但不限於:公司治理、市值、相對於相應基準指數的歷史價格波動、股票相對於股票市場的平均每日成交量、競爭力、相應行業的優勢等

免責聲明

該報告只為客戶使用，並只在適用法律允許的情況下分發。本研究報告並不牽涉具體使用者的投資目標、財務狀況和特殊要求。該等信息不得被視為購買或出售所述證券的要約或要約邀請。我等並不保證該等信息的全部或部分可靠、準確、完整。該報告不應代替投資人自己的投資判斷。文中分析建立於大量的假設基礎上，我等並不承諾通知閣下該報告中的任何信息或觀點的變動，以及由於使用不同的假設和標準，造成的與其它分析機構的意見相反或不一致。分析員(們)負責報告的準備，為市場信息採集、整合或詮釋，或會與交易、銷售和其它機構人員接觸。農銀國際證券有限公司不負責文中信息的更新。農銀國際證券有限公司對某一或某些公司內部部門的信息進行控制，阻止內部流動或者進入其它部門及附屬機構。負責此研究報告的分析員的薪酬完全由研究部或高層管理者(不包括投資銀行)決定。分析員薪酬不取決於投行的收入，但或會與農銀國際證券有限公司的整體收入(包括投行和銷售部)有關。報告中所述證券未必適合在其它司法管轄區銷售或某些投資人。文中所述的投資價格和價值、收益可能會有波動，歷史表現不是未來表現的必然指示。外幣匯率可能對所述證券的價格、價值或收益產生負面影響。如需投資建議、交易執行或其它諮詢，請您聯繫當地銷售代表。農銀國際證券有限公司或任何其附屬機構、總監、員工和代理，都不為閣下因依賴該等信息所遭受的任何損失而承擔責任。進一步的信息可應要求而提供。

版權所有 2024 年農銀國際證券有限公司

該材料的任何部分未經農銀國際證券有限公司的書面許可不得複印、影印、複製或以任何其他形式分發

辦公地址: 香港中環紅棉路 8 號東昌大廈 13 樓農銀國際證券有限公司

電話: (852) 2868 2183