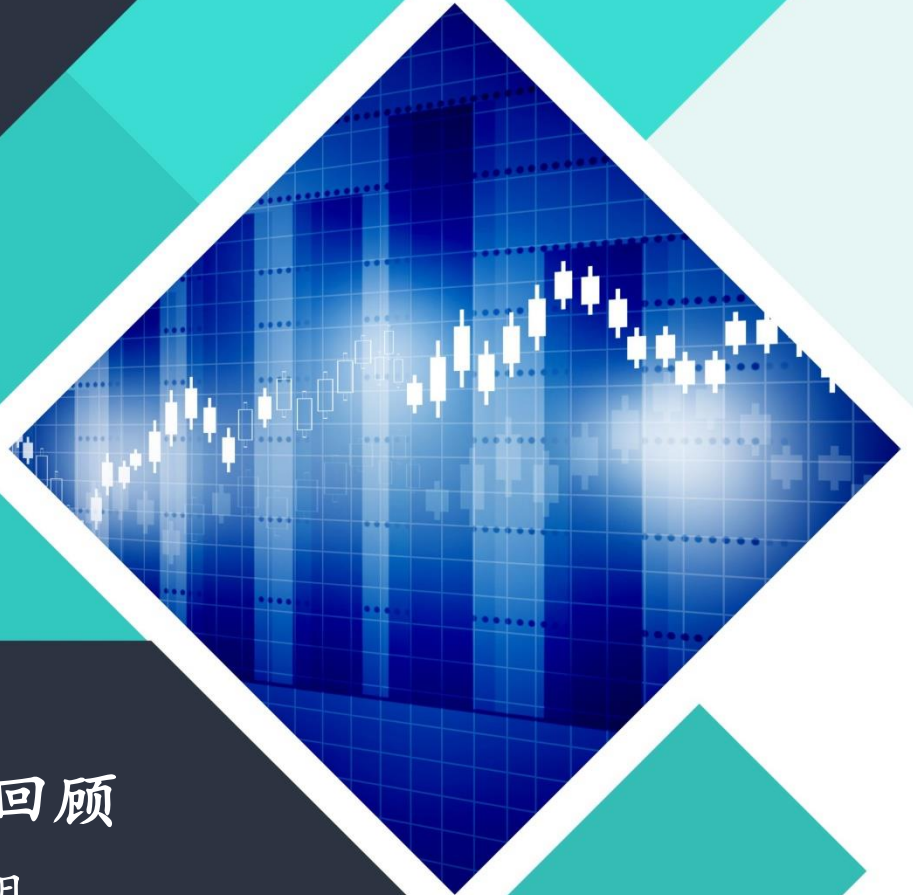




農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED



港股市场一周回顾

2024年3月28日

港股市场一周回顾

28/3/2024

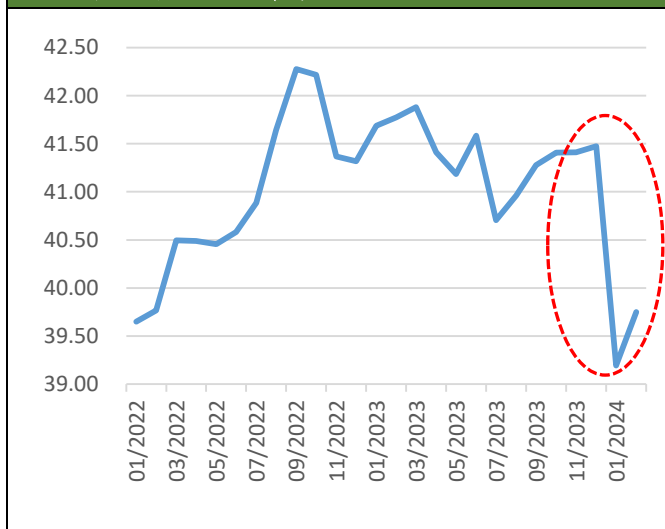
- 首季度能源、原材料、电信指数表现较好
- 恒生指数第二季展望 市场对权重股盈利前景持谨慎态度
- 部分大盘互联网和电商股重新分类为非必需消费品行业股
- 首两月工业企业利润同比增近一成 为首季业绩报告期提供洞察
- 划转充实社保基金国有股权及现金收益运作管理暂行办法

一、 首季度能源、原材料、电信指数表现较好

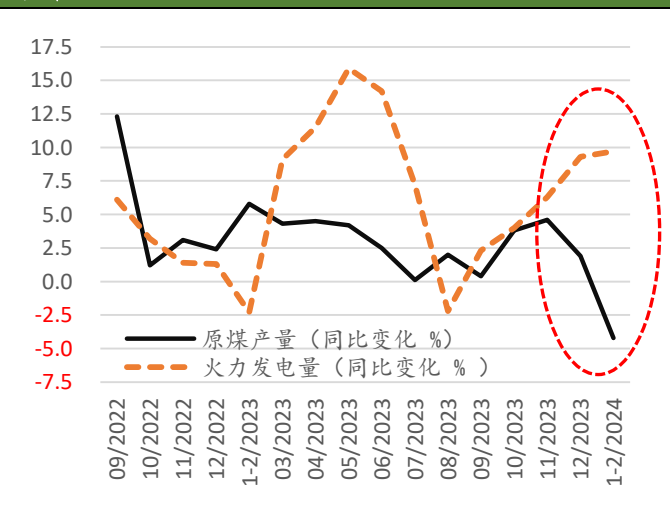
对比 A 股和港股市场一季度行业指数表现，两地投资者行为有很多相似之处。首季度（截至 3 月 28 日，港股一季度最后 1 个交易日），A 股及港股主要行业指数中，能源、原材料、电信指数表现较好，但地产和医疗保健业指数表现较差。

沪深 300 能源指数和恒生综合能源指数一季度分别上涨约 19%和 23%，主要是受一季度油价上涨、今年经济增长 5%左右带动对煤炭发电需求增加的以及领先的能源公司高分红。沪深 300 能源指数表现最好的 A 股是中海油(600938 CH)、中石油(601857 CH)和中国神华(601088 CH)；而恒生综合能源指数中表现最好的港股是中海油(883 HK)、中石油(857 HK)和兖矿能源(1171 HK)。中国和香港股市的投资者正在追逐能源行业的原油和煤炭龙头股。

图表 1: OPEC 和美国日均原油产量 (百万桶)
OPEC 和美国在今年首两个月原油大幅减产是首季度全球油价加快上升原油之一



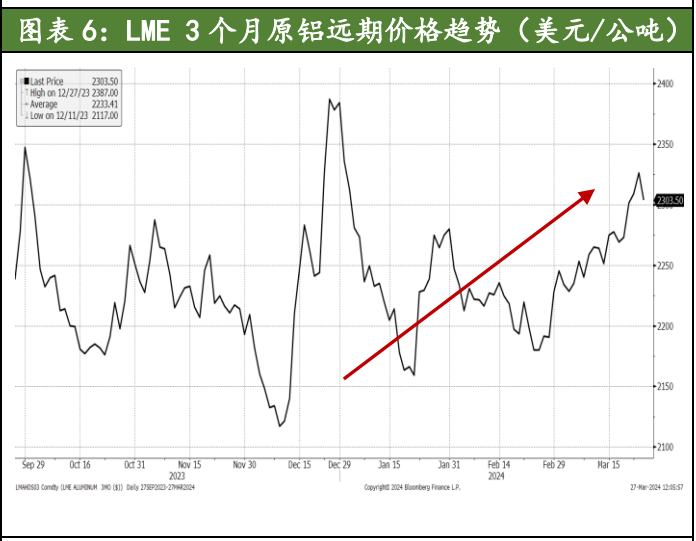
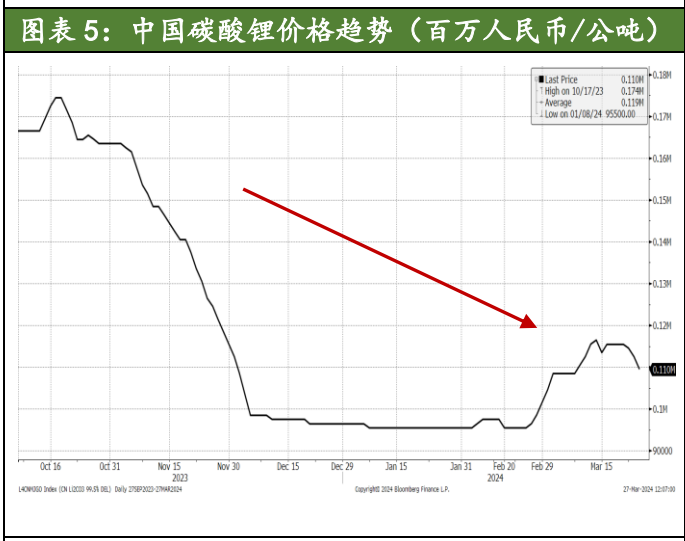
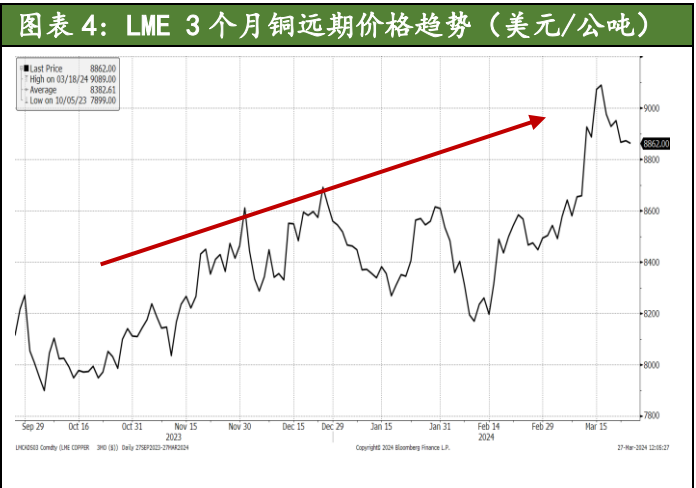
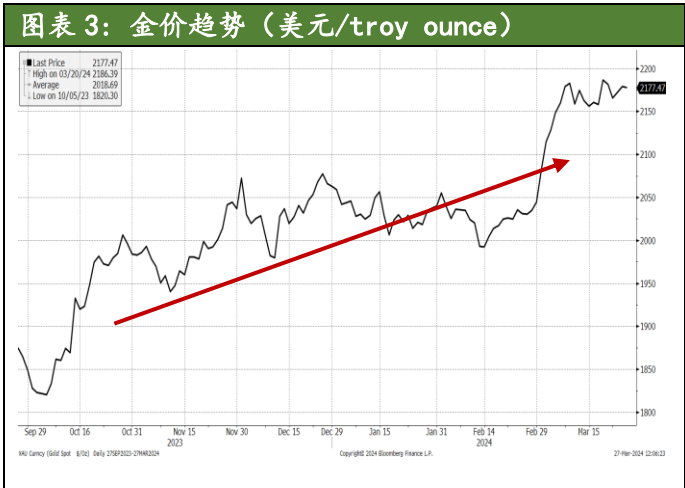
图表 2: 中国火力发电量趋势 vs 原煤产量趋势
去年第四季度以来，火力发电量上升，但原煤产量下降



注：数据截至 2024 年 2 月

来源：OPEC, US Department of Energy、国家统计局、彭博、农银国际证券

沪深 300 指数和恒生综合指数中的材料行业指数分别上涨约 9%和 19%。中港股市的投资者行为有相似之处。他们抛售锂相关材料股，买入金矿、铝矿和铜矿等有色金属材料股。一季度黄金、铝、铜价格的上涨引发投资者追逐相应产品矿业公司股票。汽车电池主要材料碳酸锂的价格疲软反映了供应严重过剩的情况，引发中港股市投资者抛售锂矿和锂材料股。股市的反应很大程度上反映了市场对相应商品价格走势的密切关注。



沪深 300 指数和恒生综合指数中的电信行业指数分别上涨约 9%和 4%。我们认为，领先的电信服务提供商的高股息支付吸引了中国和香港股市的投资者。在香港股市，投资者卖出香港电信服务股票并买入中国电信服务股票。虽然 A 股电信服务股也走强，但 A 股投资者更积极追逐受益于数字通信扩张的光模块股票。

沪深 300 指数和恒生综合指数中的公用事业指数分别上涨 12%和微跌 0.4%。A 股市场中，火电、核电股表现好于水电、风电、太阳能股。类似的现象也出现在港股市场。据国家统计局统计，1-2 月规模以上工业发电量，其中火电发电量占总发电量的 72.6%，同比增长 9.7%；风电和水电是第二和第三大电源，分别占总发电量的 10.1%和 9.4%，分别增长 5.8%和 0.8%；核电占总发电量的 4.7%，发电增长 3.5%。据能源局，1-2 月，火电、核电利用小时数的增加意味着运营商成本效率的提高。风电利用小时数下降意味着成本效率下降。

房地产指数和医疗保健指数是 A 股和港股市场表现最差的两个行业指数。这两个市场的投资者都会避开这两个行业。医疗保健指数正面临美国政府针对中国企业的监管风险。前两个月大型房企新房销售大幅下滑，表明楼市尚未复苏。据统计局，1-2 月，全国新建商品住宅销售额和面积分别同比大幅下降 32.7%和 24.8%，意味着平均价格同比下降 10.5%。销售进度缓慢，2 月末已竣工住宅待售面积同比大幅上升 23.8%至 4.05 亿平方米，较去年末增加 73.81 百万平方米。保交楼带来开支持续增加，但竣工后卖不动带来资金回款慢，成为地产公司和金融机构今年新挑战。

图表 7：地产公司和金融机构今年业务新挑战和风险

- 竣工后卖不动的住宅大幅增加，难免现房降价促销，或导致期房价格跟跌

| 期末 | 12/2022 | 12/2023 | 2/2024 |
|----------------------|-----------|-----------|----------|
| 已竣工*新建商品住宅待售面积（万平方米） | 26947 | 33119 | 40500 |
| 同比变化 | 18.4% | 22.2% | 23.8% |
| 时期 | 1-12/2022 | 1-12/2023 | 1-2/2024 |
| 期内月均销售面积（万平方米） | 9553 | 7900 | 4780 |
| 其中，现房月均销售面积（万平方米） | 1331 | 1480 | 1265 |
| 期房月均销售面积（万平方米） | 8222 | 6420 | 3515 |

注*：包括本期和之前竣工未售和未出租面积

来源：国家统计局、农银国际证券

图表 8：2024 年 1-3 月*指数表现

| | 沪深 300 指数 | 恒生综合行业指数 | MSCI 亚太区 | MSCI 欧洲指数 | 标准普尔 500 |
|-------------|-------------|--------------|-------------|-------------|--------------|
| 基准指数 | 2.6% | -3.2% | 4.4% | 6.8% | 10.0% |
| 能源指数 | 19.2% | 22.7% | 9.1% | 2.0% | 11.5% |
| 金融指数 | 3.9% | -5.4% | 5.8% | 9.7% | 11.3% |
| 地产指数 | -7.6% | -13.8% | -1.6% | -1.9% | -2.0% |
| 原材料指数 | 8.8% | 19.3% | -6.7% | 2.7% | 8.2% |
| 工业指数 | 2.7% | -3.6% | 7.3% | 9.7% | 10.5% |
| 可选消费指数 | 8.6% | -2.3% | 5.5% | 11.6% | 4.9% |
| 主要消费指数 | 1.0% | -6.0% | -4.4% | -1.8% | 6.6% |
| 医药卫生指数 | -11.5% | -22.1% | -0.8% | 6.6% | 8.3% |
| 电信业务指数 | 8.6% | 4.1% | 3.2% | 3.7% | 15.9% |
| 信息技术指数 | -4.5% | -0.4% | 9.4% | 18.2% | 12.6% |
| 公用事业指数 | 12.5% | -0.4% | 3.6% | -4.9% | 2.8% |

注*：截至 3 月 28 日，港股一季度最后 1 个交易日。

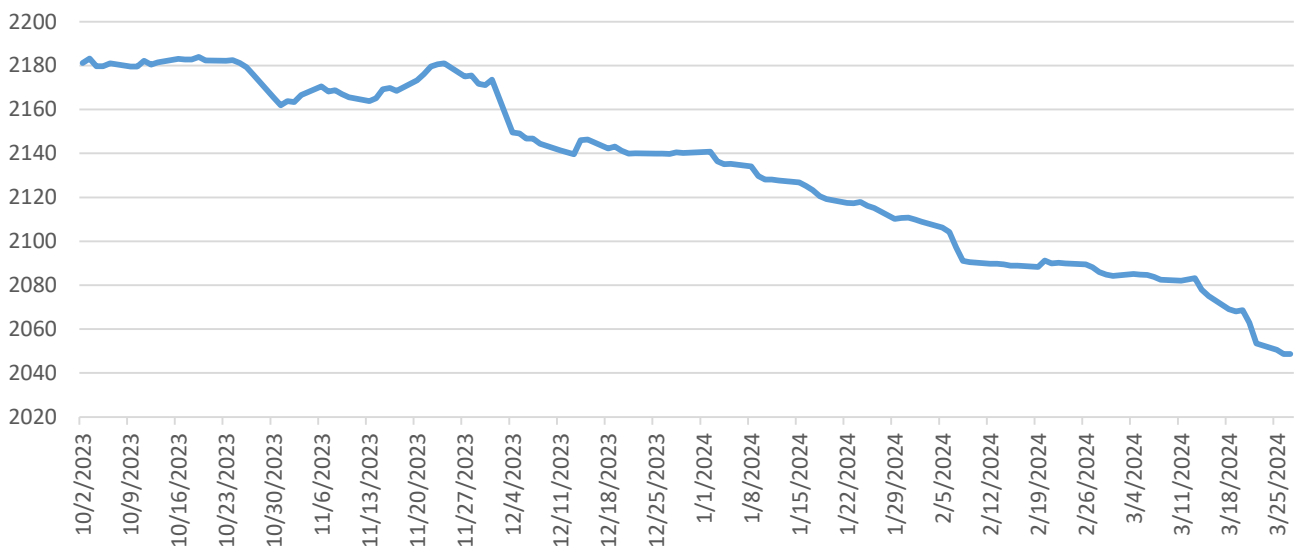
来源：彭博、农银国际证券

二、 恒生指数第二季展望 市场对权重股盈利前景持谨慎态度

一季度末，大部分大盘股公司已经公布了全年业绩。市场分析师通常会根据最新业绩和公司业务前景来预测 2024 年的业务表现。此外，市场投资者将焦点从历史业绩转向 2024-25 年的预期业务表现。因此，市场对盈利预期的走势将是跟踪市场分析师态度的一个很好的参数。

恒生指数 2024 年每股盈利预测在过去两个季度呈下降趋势。 到目前为止，我们没有观察到任何下跌趋势企稳的信号。我们准备图表来说明预测的每股收益趋势。从这个角度来看，投资者将要求更高的风险溢价来补偿盈利下降风险的潜在增加，这意味着投资者将要求更低的估值以适应盈利预测的进一步下调。从这个角度来看，恒生指数以市盈率来衡量的估值并没有理由拥有高市盈率。

图表 9: 恒生指数 2024 年每股盈利预测
呈下降趋势，未有企稳信号，反映之前过于乐观预测



注：预测影响风险方向判断以及资产配置
来源：彭博市场预测、农银国际证券

金融、信息技术和消费品板块总权重占恒生指数近 75%，它们主导恒生指数表现以及影响总体港股市场。 根据恒生指数公司的数据，截至 2 月底，金融、信息技术和消费品板块分别占该指数总权重的 34.01%、26.89%和 14.41%。展望二季度这三个板块，利率下行周期和楼市风险仍然是金融领域银行业和保险业的两大利空因素。大多数权重信息科技股例如电商平台或以广告收入为导向的互联网公司对中国消费市场都很敏感，但它们多表示通过合理化其业务模式和更好

的成本控制来提高盈利能力，它们于五月发布的第一季度业绩将证明是否达到。然而，投资者可能仍不满意，因为这种盈利改善主要是由成本效率和优化业务模式驱动的，而不是强劲的业务收入增长驱动。楼市低迷引发的负财富效应以及汽车市场价格战等耐用消费品市场激烈的竞争仍是市场投资者对二季度消费市场的担忧。

我们预计二季度恒指合理波动区间为 16200-18000 点。2023 年第四季度，恒生指数的波动区间为 15972.31 - 18290.91，相当于 2023 年预测每股收益的 8.4-9.2 倍市盈率。目前，市场预计 2024 年每股收益为 2048 港元。2024 年第一季度恒生指数波动区间为 14794.16 - 17214.67，相当于当前预测 2024 年每股收益的 7.2-8.4 倍市盈率。这个市盈率低吗？我们判断投资者认为当前盈利预测存在 10-15% 的下行风险。因此，投资者要求较低市盈率绝对值，以补偿 2024 年盈利预测进一步下降的潜在风险。我们预计二季度恒指合理波动区间为 16200-18000 点。政府成功应对房地产市场风险并提振消费市场推动恒指于二季度上行潜力。二季度下行风险冲击包括大型银行、电商或消费品企业于 5 月公布一季度业绩的收入增长动力持续减弱、房地产和汽车市场价格战加剧、11 月美国总统大选前夕中美对抗加剧、美国政府的财政扩张继续吸收全球流动性流入美国、美联储降息晚于预期导致美元走强加大人民币贬值风险。

三、 部分大盘互联网和电商股重新分类为非必需消费品行业股

近日恒生指数有限公司 (恒生指数公司)公布行业指数重新分类。恒生指数公司在 12 月和 1 月就开始了市场咨询, 因此行业指数的调整反映了市场的意见。

根据恒生指数公司咨询材料, 鉴于近年来电子商贸生态系统及数码环境发展日新月异, 恒生指数公司建议分拆信息科技业下的电子商贸及互联网服务业务子类别至信息科技业、非必需性消费及金融业下 4 个新业务子类别:

- (1) 信息科技业的互联网服务及基础设施子类别,
- (2) 非必需性消费的在线零售商子类别,
- (3) 非必需性消费的互动媒体及服务子类别,
- (4) 金融业的支付服务。

咨询材料也建议亦包括更新信息科技业下的业务子类别系统开发及信息科技顾问为数码解决方案服务。

目前, 市场咨询已完成, 恒生指数公司将实行新的分类方法。读者需要注意哪些重点。一是重新分类反映了市场意见。二是部分大盘互联网或电商股将被重新分类至非必需消费行业指数内。

科技只是商业运作的工具, 部分电商平台的商业本质还是消费行业。重新分类为非必需消费品的在线零售商子类别的大盘股包括如阿里巴巴(9988 HK)。为什么会出现这样的重分类结果。恒生指数公司认为在线零售商代表将科技与零售合为一体的新兴商业模式。这些在线零售商利用科技提升网上购物体验, 优化物流和供应链营运, 并提供高效及时的客户服务。虽然科技是在线零售商营运不可或缺的一部分, 但其核心功能是围绕满足消费者需求并提供属于非必需性开支的产品。

部分互联网公司商业的本质还是广告业促进消费, 科技只是商业运作的工具。重新分类为非必需消费品的互动媒体及服务子类别的大盘股包括如快手科技(1024 HK)和哔哩哔哩(9626 HK)。由科技赋能的在线广告公司已跃升为广告行业的新趋势和新管道, 它们的收入来源主要依靠提供在线广告。尽管具备科技创新, 但这些公司的核心业务一直是提供在线广告解决方案, 本质还是广告业促进消费。

近两年，当市场感受到中国消费市场转弱时，一些大盘互联网或电子商务股票就会下跌。这说明市场长期以来一直在考虑消费市场中股票的业务性质，科技只是经营业务的工具。

重新分类为信息科技业的数码解决方案服务子类别的大盘股包括如美团（3960 HK）。这是为了区分专门提供基于技术的解决方案或数码解决方案的公司。或许，读者也认为美团也是与消费相关的，但新的重新分类表明美团的业务本质是为其商户客户提供数字解决方案以连接消费者。

重新分类为信息科技业的数码解决方案服务子类别的大盘股包括如金山云（3896 HK）和万国数据（9698 HK）。它们主要提供如数据中心、云端网络和储存基础设施，还有一些提供包括互联网服务、网站设计、网站托管和电子邮件服务。

总体而言，业务本质更能反映收入在中长期波动的原因，在很多场合信息科技应用只是经营业务的工具。

四、 首两月工业企业利润同比增近一成 为首季业绩报告期提供洞察

按国家统计局，今年首两个月，全国规模以上工业企业实现利润总额 9140.6 亿元，同比增长 10.2%（按可比口径计算）。去年同期，实现利润同比下降 22.9%。

工业产业链利润从上游往中下游转移。在三大行业分类中，首两个月，公共事业如电力、热力、燃气及水生产和供应业实现利润增长 63.1%；制造业实现利润增长 17.4%；采矿业实现利润同比下降 21.1%。

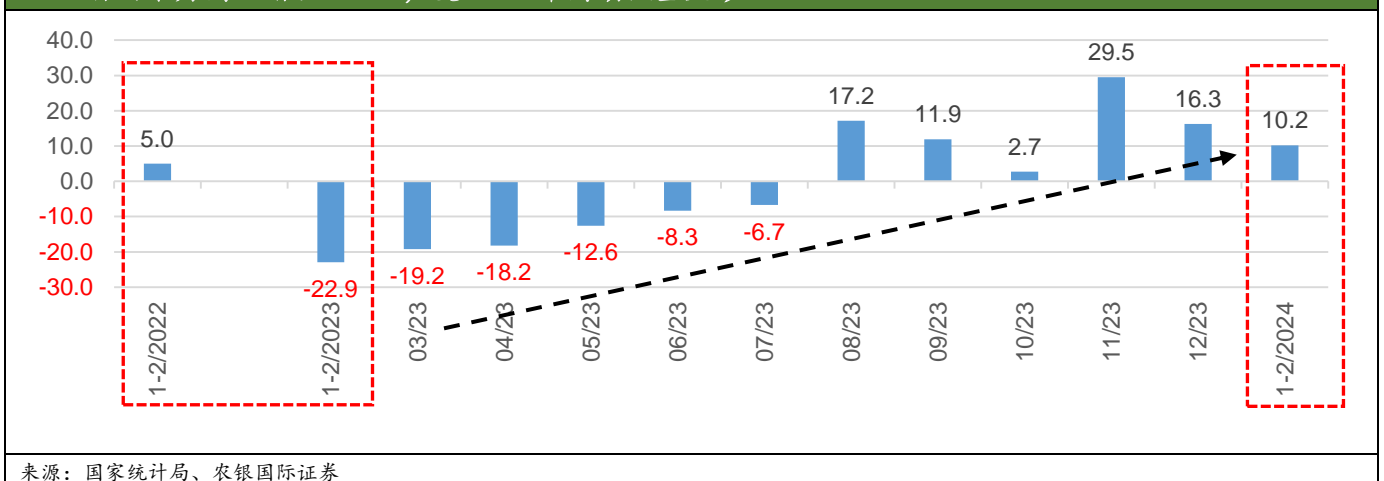
民营及外资工业企业利润反弹力度较高。首两个月，外商及港澳台投资企业实现利润总额同比增长 31.2%，私营企业实现利润增长 12.7%。股份制及国有工业企业利润反弹力度较低。首两个月，股份制企业实现利润增长 5.3%，国有控股企业实现利润增长 0.5%。

即将进入 4 月份上市公司首季业绩报告时期，各行业前两个月的盈利表现将为即将到来的首季业绩报告提供参考指引。

资本市场较关注的计算机、通信和其它电子设备制造业、电力、热力生产和供应业、汽车制造业、通用设备制造业和食品制造业首两个月利润总额分别同比增长 211%、69%、50%、21% 和 16%。然而，电气机械和器材制造业、医药制造业、专用设备制造业和煤炭开采和洗选业首两个月利润总额分别同比下降 2%、4%、17%和 37%。

首两个月，石油加工、炼焦和核燃料加工业和黑色金属冶炼和压延加工业录得亏损。

图表 10：规模以上工业企业实现利润同比增长 (%)
 2024 首两个月同比增长 10.2%，受 2023 年同期低基数影响

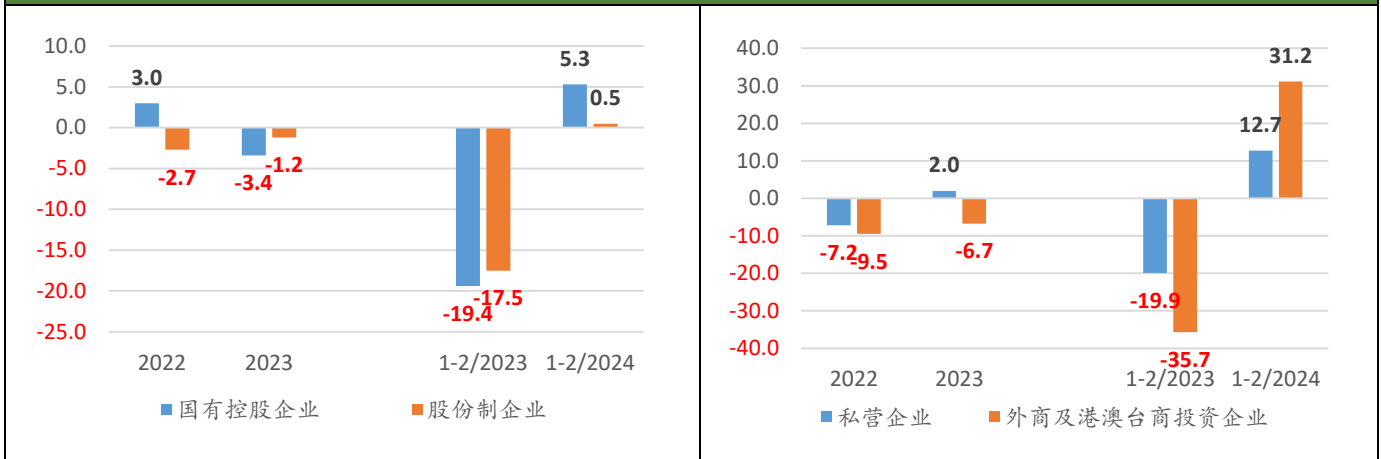


来源：国家统计局、农银国际证券



图表 11：不同权益类别规模以上工业企业实现利润同比增长（%）

民营及外资工业企业利润反弹力度较高，但股份制及国有工业企业利润反弹力度较低



来源：国家统计局、农银国际证券

图表 12：规模以上工业企业利润总额变化（按 2024 年首两个月增速排序）

| | 1-2/2024 利润总额 (RMB 亿) | 1-2/2024 同比变化 (%YoY) | 1-2/2023 同比变化 (%YoY) | 1-2/2022 同比变化 (%YoY) | 2023 年 利润总额 (RMB 亿) | 2023 年 同比变化 (%YoY) | 2022 年 同比变化 (%YoY) |
|-------------------|-----------------------------|----------------------------|----------------------------|----------------------------|---------------------------|--------------------------|--------------------------|
| 总计 | 9,140.6 | 10.2 | (22.9) | 5.0 | 76,858.3 | (2.3) | (4.0) |
| A. 采矿业 | 1,881.0 | (21.1) | (0.1) | 132.0 | 12,392.4 | (19.7) | 48.6 |
| B. 制造业 | 6,134.5 | 17.4 | (32.6) | (4.2) | 57,643.6 | (2.0) | (13.4) |
| C. 电、热、燃气及水生产和供应业 | 1,125.1 | 63.1 | 38.6 | (45.3) | 6,822.3 | 54.7 | 41.8 |

来源：国家统计局、农银国际证券

图表 13：规模以上采矿业工业企业利润总额变化（按 2024 年首两个月增速排序）

| | 1-2/2024 利润总额 (RMB 亿) | 1-2/2024 同比变化 (%YoY) | 1-2/2023 同比变化 (%YoY) | 1-2/2022 同比变化 (%YoY) | 2023 年 利润总额 (RMB 亿) | 2023 年 同比变化 (%YoY) | 2022 年 同比变化 (%YoY) |
|-----------|-----------------------------|----------------------------|----------------------------|----------------------------|---------------------------|--------------------------|--------------------------|
| A. 采矿业 | 1,881.0 | (21.1) | (0.1) | 132.0 | 12,392.4 | (19.7) | 48.6 |
| 黑色金属矿采选业 | 128.8 | 101.3 | (41.5) | 15.5 | 554.5 | 6.7 | (22.0) |
| 非金属矿采选业 | 53.4 | 22.5 | 1.2 | 30.5 | 416.2 | 0.6 | 6.2 |
| 石油和天然气开采业 | 652.2 | 1.8 | 8.6 | 156.7 | 2,984.7 | (16.0) | 109.8 |
| 有色金属矿采选业 | 96.0 | (25.8) | 30.3 | 49.0 | 785.6 | 8.1 | 37.3 |
| 煤炭开采和洗选业 | 954.8 | (36.8) | (2.3) | 155.3 | 7,628.9 | (25.3) | 44.3 |

来源：国家统计局、农银国际证券

图表 14：规模以上公共事业工业企业利润总额变化（按 2024 年首两个月增速排序）

| | 1-2/2024 利润总额 (RMB 亿) | 1-2/2024 同比变化 (%YoY) | 1-2/2023 同比变化 (%YoY) | 1-2/2022 同比变化 (%YoY) | 2023 年 利润总额 (RMB 亿) | 2023 年 同比变化 (%YoY) | 2022 年 同比变化 (%YoY) |
|-------------------|-----------------------------|----------------------------|----------------------------|----------------------------|---------------------------|--------------------------|--------------------------|
| C. 电、热、燃气及水生产和供应业 | 1,125.1 | 63.1 | 38.6 | (45.3) | 6,822.3 | 54.7 | 41.8 |
| 电力、热力生产和供应业 | 973.3 | 69.4 | 53.1 | (49.1) | 5,488.4 | 71.9 | 86.3 |
| 水的生产和供应业 | 48.8 | 69.4 | (9.2) | (25.7) | 443.1 | 10.0 | (11.3) |
| 燃气生产和供应业 | 103.0 | 18.8 | (1.0) | (32.0) | 890.8 | 9.1 | (15.4) |

来源：国家统计局、农银国际证券



图表 15：规模以上制造业工业企业利润总额变化（按 2024 年首两个月增速排序）

| | 1-2/2024 利润总额 (RMB 亿) | 1-2/2024 同比变化 (%YoY) | 1-2/2023 同比变化 (%YoY) | 1-2/2022 同比变化 (%YoY) | 2023 年 利润总额 (RMB 亿) | 2023 年 同比变化 (%YoY) | 2022 年 同比变化 (%YoY) |
|----------------------|-----------------------------|----------------------------|----------------------------|----------------------------|---------------------------|--------------------------|--------------------------|
| B. 制造业 | 6,134.5 | 17.4 | (32.6) | (4.2) | 57,643.6 | (2.0) | (13.4) |
| 造纸和纸制品业 | 64.2 | 336.7 | (52.3) | (57.7) | 508.4 | 4.4 | (29.8) |
| 计算机、通信和其它电子设备制造业 | 418.1 | 210.9 | (77.1) | (7.3) | 6,411.3 | (8.6) | (13.1) |
| 家具制造业 | 47.1 | 198.1 | (23.5) | (15.2) | 364.6 | (6.6) | 7.9 |
| 铁路、船舶、航空航天和其它运输设备制造业 | 78.9 | 90.1 | 64.8 | (34.7) | 893.8 | 22.0 | 44.5 |
| 有色金属冶炼和压延加工业 | 311.1 | 65.5 | (57.2) | 63.8 | 2,930.5 | 28.0 | (16.1) |
| 印刷和记录媒介复制业 | 40.5 | 57.0 | (24.3) | (11.2) | 389.6 | 1.7 | (3.7) |
| 金属制品、机械和设备修理业 | 17.1 | 55.5 | 24.4 | 485.7 | 160.6 | 18.6 | 5.0 |
| 纺织业 | 67.7 | 51.1 | (37.1) | 13.1 | 839.5 | 5.9 | (17.8) |
| 文教、工美、体育和娱乐用品制造业 | 86.5 | 50.4 | (9.6) | 10.5 | 624.3 | (1.7) | (2.2) |
| 橡胶和塑料制品业 | 183.0 | 50.2 | (15.3) | (31.8) | 1,691.3 | 14.6 | (5.6) |
| 汽车制造业 | 586.9 | 50.1 | (41.7) | (9.9) | 5,086.3 | 5.9 | 0.6 |
| 纺织服装、服饰业 | 78.9 | 31.1 | (13.5) | 5.0 | 613.8 | (3.4) | (6.3) |
| 金属制品业 | 190.0 | 27.8 | (23.7) | (0.6) | 1,903.1 | 4.5 | (10.5) |
| 通用设备制造业 | 325.1 | 20.7 | 0.2 | (15.7) | 3,427.8 | 10.3 | 0.4 |
| 食品制造业 | 285.1 | 15.8 | (7.3) | 12.3 | 1,666.8 | 4.2 | 7.6 |
| 酒、饮料和精制茶制造业 | 553.8 | 14.2 | 2.4 | 32.5 | 3,110.0 | 8.5 | 17.6 |
| 烟草制品业 | 663.1 | 3.9 | 9.6 | 9.1 | 1,526.7 | 15.3 | 11.9 |
| 化学原料和化学制品制造业 | 423.4 | 0.3 | (56.6) | 27.3 | 4,694.2 | (34.1) | (8.7) |
| 电气机械和器材制造业 | 599.1 | (2.0) | 41.5 | 5.7 | 6,334.5 | 15.7 | 31.2 |
| 仪器仪表制造业 | 60.9 | (3.2) | (4.5) | (14.9) | 1,049.9 | 2.3 | 4.3 |
| 医药制造业 | 545.2 | (4.4) | (16.3) | (17.6) | 3,473.0 | (15.1) | (31.8) |
| 农副食品加工业 | 147.7 | (7.3) | (6.3) | (29.4) | 1,391.2 | (11.0) | 0.2 |
| 专用设备制造业 | 215.1 | (17.0) | (8.9) | 4.0 | 2,878.0 | (0.4) | 3.4 |
| 非金属矿物制品业 | 180.9 | (32.1) | (39.2) | 5.2 | 3,222.2 | (23.9) | (15.5) |
| 废弃资源综合利用业 | 4.4 | (59.3) | (61.5) | 42.1 | 222.4 | (7.8) | (12.2) |
| 石油加工、炼焦和核燃料加工业 | (26.9) | (注 1) | (111.3) | (39.6) | 449.5 | 26.9 | (82.8) |
| 化学纤维制造业 | 24.3 | (注 1) | (97.2) | (32.7) | 270.7 | 43.8 | (62.2) |
| 黑色金属冶炼和压延加工业 | (146.1) | (注 1) | (151.1) | (56.5) | 564.8 | 157.3 | (91.3) |

注 1：上年同期为亏损

来源：国家统计局、农银国际证券

五、 划转充实社保基金国有股权及现金收益运作管理暂行办法

财政部、人力资源社会保障部和国务院国资委共同发《划转充实社保基金国有股权及现金收益运作管理暂行办法》的通知。我们认为这通知引导更多长期投资资金进入资本市场。

什么是现金收益

现金收益是指划转的中央和地方国有及国有控股大中型企业、金融机构的国有股权分红，以及通过国有股权及分红运作等形成的现金收益。具体包括：

(一) 直接划转和再投资形成的国有股权现金分红；

(二) 国有股权运作产生的转让收入、清算收入等现金收益；

(三) 替代或者补足无法追溯划转的国有股权而向承接主体缴纳的现金；现金收益运作产生的收益。

我们认为最常见的常规现金收益是从持有的股权中获得的现金分红。因此，该规定对现金红利再投资于资本或金融市场提供了指导。在 A 股和港股市场，许多政府控股的上市公司通常每年宣派一次股息。其中大部分在每年 6 月至 7 月期间派发现金股息。根据新指引，每年 6 月至 7 月期间部分现金红利将相应地再投资于市场。

主要投资运营主体

主要是全国社会保障基金理事会进行投资运营。扣除按规定上缴用于弥补企业职工基本养老保险基金缺口后的现金收益，中央层面由全国社会保障基金理事会进行投资运营；地方层面应当将不低于上年底累计现金收益的 50%，委托给全国社会保障基金理事会进行投资运营，剩余部分由各承接主体在限定范围内进行投资运营。

投资到哪里，有没有投资限制

(一) 银行存款，国债，中央银行票据，政策性、开发性银行债券，货币市场基金的投资比例合计不得低于资产净值的 40%。其中，银行存款的比例不得低于资产净值的 10%，在同一家银行的存款不得高于银行存款总额的 25%。

(二) 地方政府债券和信用资质良好的金融债、企业（公司）债、可转换债（含分离交易可

转换债)、短期融资券、中期票据、资产支持证券, 债券型证券投资基金, 货币型养老金产品、固定收益型养老金产品的投资比例合计不得高于资产净值的 30%。其中, 地方政府债券、企业(公司)债的投资比例合计不得高于资产净值的 20%, 可转换债(含分离交易可转换债)、资产支持证券的投资比例合计不得高于资产净值的 10%。

(三) 股票、股票型证券投资基金、混合型证券投资基金、股票型养老金产品、混合型养老金产品的投资比例合计不得高于资产净值的 40%。

(四) 对其它国有及国有控股企业、股权投资基金的投资比例合计不得高于资产净值的 30%。其中, 股权投资基金的投资比例不得高于资产净值的 10%。

(五) 债券正回购的资金余额在每个交易日均不得高于资产净值的 40%。股指期货、国债期货交易只能以套期保值为目的, 并按照中国金融期货交易所套期保值管理的有关规定执行。

总体而言, 至少 10%的现金收益存入银行存款, 因此至少 30%的现金收益投资于低风险国债或主权同等评级的政策性银行债券。这指引为股本证券和信用债券等其它类型风险资产的投资分配提供了很大的灵活性。

为什么这个指导此时此刻如此重要

我们认为目前国债的低收益率给投资经理带来业务挑战。目前, 国债收益率和银行存款利率都很低。如果低风险国债和银行存款比例较高, 平均投资回报将会被摊薄。投资管理人为了提升整体回报需要增加一些预期回报率较高的风险资产的配置, 但风险资产的比例较高由带来风险隐患。我们预计投资经理将把现金收益再投资于高股息收益率的大盘股或富裕城市政府或省份发行的长期地方政府债券。

权益披露

分析员陈宋恩作为本研究报告全部或部分撰写人，谨此证明有关就研究报告中提及的所有公司及/或该公司所发行的证券所做出的观点，均属分析员之个人意见。分析员亦在此证明，就研究报告内所做出的推荐或个人观点，分析员并无直接或间接地收取任何补偿。此外，分析员及分析员之关联人士并没有持有研究报告内所推介股份的任何权益，并且没有担任研究报告内曾提及的上市法团的高级工作人员。

评级的定义

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

注：股票收益率=未来 12 个月股票价格预期百分比变化+总股息收益率

市场回报率=自 2005 年以来的平均市场回报率（恒指总回报指数于 2005-23 年间平均增长率为 7.4%）

股票评级可能与所述框架有所偏离，原因包括但不限于：公司治理、市值、相对于相应基准指数的历史价格波动率、相对于股票市值的平均每日成交量、公司于相应行业的竞争优势等。

免责声明

该报告只为客户使用，并只在适用法律允许的情况下分发。本研究报告并不牵涉具体使用者的投资目标，财务状况和特殊要求。该等信息不得被视为购买或出售所述证券的要约或要约邀请。我等并不保证该等信息的全部或部分可靠，准确，完整。该报告不应代替投资人自己的投资判断。文中分析建立于大量的假设基础上，我等并不承诺通知阁下该报告中的任何信息或观点的变动，以及由于使用不同的假设和标准，造成的与其它分析机构的意见相反或不一致。分析员(们)负责报告的准备，为市场信息采集、整合或诠释，或会与交易、销售和其它机构人员接触。农银国际证券有限公司不负责文中信息的更新。农银国际证券有限公司对某一或某些公司内部部门的信息进行控制，阻止内部流动或者进入其它部门及附属机构。负责此研究报告的分析员的薪酬完全由研究部或高层管理者(不包括投资银行)决定。分析员薪酬不取决于投行的收入，但或会与农银国际证券有限公司的整体收入(包括投行和销售部)有关。报告中所述证券未必适合在其它司法管辖区销售或某些投资人。文中所述的投资价格和价值、收益可能会有波动，历史表现不是未来表现的必然指示。外币汇率可能对所述证券的价格、价值或收益产生负面影响。如需投资建议、交易执行或其它咨询，请您联系当地销售代表。农银国际证券有限公司或任何其附属机构、总监、员工和代理，都不为阁下因依赖该等信息所遭受的任何损失而承担责任。进一步的信息可应要求而提供。

版权所有 2024 年农银国际证券有限公司

该材料的任何部分未经农银国际证券有限公司的书面许可不得复印、影印、复制或以任何其它形式分发

办公地址：香港中环红棉路 8 号东昌大厦 13 楼农银国际证券有限公司

电话：(852)2147 8863