



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED



港股市场一周回顾

2024年4月19日

港股市场一周回顾

19/4/2024

- FTSE 中国 A50 指数今年迄今跑赢中国内地和香港股市基准指数
- 家用电器出口强劲
- 纯电动乘用车出口急降 但电式混合动力乘用车出口急升
- 企业家看好哪些行业，对哪些行业谨慎
- 部分行业产能过剩问题突出
- 已竣工待售的住房大幅堆积，近 4 万亿元资金被套牢

一、 FTSE 中国 A50 指数今年迄今跑赢中国内地和香港股市基准指数

FTSE 中国 A50 指数的上涨带动了在香港股市或 A 股市场上市的各类 A50 ETF 的表现优于其他一些主要指数跟踪 ETF。

中国 A50 指数本周创下年内新高，今年迄今或 4 月份至今表现优于沪深 300 指数和恒生指数。2023 年末以来，截至 4 月 18 日，中国 A50 指数上涨约 6.9%；恒生指数下跌 3.9%，沪深 300 指数上涨 4.0%。二季度以来，中国 A50 指数上涨 0.3%；恒生指数下跌 3.2%，沪深 300 指数下跌 0.3%。

今年以来，中国 A50 指数的上涨是由权重国有商业银行股、能源资源股、家电股的股价上涨带动的；但保险股、券商股、医药股、太阳能股则逆势下跌，导致指数涨幅收窄。A50 指数成分股的表现也反映了今年以来投资者的资产配置偏好。

银行可能会改变其分红政策，改为一年内多次分红，权重 A 股银行股价本周创 52 周高。尽管不少市场分析师警告商业银行将因息差收窄而遭受营业收入增长疲弱的影响，但部分权重国有商业银行和部分主要城商行 A 股股价本周创 52 周新高。监管机构鼓励上市公司一年内增加派息次数。高分红的商业银行可能会从每年分红一次改为每季度或每半年分红。这将吸引更多长期投资者投资商业银行股。此外，中央汇金宣布增持四大国有商业银行 A 股，也增强了市场对银行将维持分红回报控股股东的信心。本周，六大国有银行内有四家 A 股价创 52 周新高，华夏银行 A (600015 CH)、北京银行 (601169 CH)、上海银行 A (601229 CH)、江苏银行 A (600919 CH) 也创 52 周新高。

相反，部分大型券商股本周触及 52 周新低。按人民银行公布，首季度非金融企业境内股票融资 763 亿元，同比少 1386 亿元。此外，监管机构提出进一步提高 A 股 IPO 上市门槛，大型券

商的投行业务前景在中短期蒙上阴影。本周，中信证券 A (600030 CH)、广发证券 A (000776 CH)、国泰君安 A (601211 CH)、海通证券 A (600837 CH)、东方证券 A (600958 CH) 创 52 周新低。

房地产销售疲弱和房价下跌继续打压房地产股。万科企业的财务问题持续影响市场。企业及统计局数据反映销售仍疲弱及房价仍在下跌趋势。本周，万科 A(000002 CH)、保利发展 A(600048 CH) 创 52 周新低。此外，市场担心房市风险将蔓延至保险公司。从股价表现来看，金融板块的银行、保险、券商股票中，投资者更青睐银行股。

今年二季度国际原油价格攀升至 80 美元/桶以上，而去年二季度约为 65-75 美元/桶，市场对原油勘探公司盈利前景的乐观预期增强了其股价表现。

二、 家用电器出口强劲

尽管政府鼓励家庭更换电器以刺激消费，但 2024 年第一季度中国国内家用电器和音像器材类消费品零售额同比温和增长 5.8%，增速比全国零售额增速仅高 1.1 个百分点。

我们认为家电行业的主要利好消息是在出口市场。与去年增速比较，家电出口今年首季度增速显著加快。2024 年第一季度，按人民币计算，家用电器出口额同比增长 15.9%，数量同比增长 23.7%；音视频设备及其零件产品出口额一季度也同比增长 9.0%。2023 年，按人民币计算，家用电器出口额同比增长 9.9%，数量同比增长 11.2%；音视频设备及其零件产品出口额一季度也同比增长 0.9%。

从出口平均单价趋势来看，家用电器行业出口市场存隐忧。大部分家用电器类别的出口平均单价呈下降趋势，而且出口平均单价绝对值也不高。这反映进口国市场购买力不高，出口产品价格竞争激烈。

图表 1：家用电器出口金额及数量趋势 - 出口复苏趋势持续

	金额	金额	金额	数量	数量	数量
同比变化 (%)	2022	2023	1Q 2024	2022	2023	1Q 2024
家用电器	-10.9	9.9	15.9	-13.0	11.2	23.7
冰箱	-21.1	14.0	33.2	-22.9	22.4	34.4
洗衣机	-4.7	25.9	25.1	-5.9	39.8	30.0
吸尘器	-17.8	8.7	20.9	-25.1	20.0	28.5
电扇	6.9	10.1	18.9	-2.8	24.4	39.6
电视机	-19.0	16.3	9.4	10.0	7.5	-1.4
微波炉	-8.2	3.0	6.6	-16.7	8.7	10.5
空调	-3.4	2.6	5.6	-13.0	4.6	11.2
其它	-8.9	8.0	16.6	-13.9	8.9	21.7

注：出口金额变化按人民币计算；来源：中国海关、农银国际证券

图表 2：家用电器出口平均单价趋势

除了电视机，其它主要家电出口平均单价有下降趋势或低价类别产品出口的比重上升

(RMB/台)	平均单价	平均单价		平均单价	
	2022	2023	同比变化 (%)	1Q 2024	同比变化 (%)
家用电器	169	166	-1.6	167	-7.2
电视机	912	987	8.3	1,021	11.5
空调	1,100	1,079	-1.9	973	-5.0
冰箱	941	875	-7.0	887	-1.2
洗衣机	933	840	-10.0	843	-3.9
微波炉	376	356	-5.3	361	-3.7
吸尘器	291	264	-9.4	261	-6.2
电扇	108	94	-13.2	84	-19.7
其它	101	100	-1.9	98	-6.8

注：出口金额按人民币计算；来源：中国海关、农银国际证券

三、 纯电动乘用车出口急降 但电式混合动力乘用车出口急升

电动汽车企业出口产品策略发生显著变化，可能反映进口国充电基础设施不足带来的结果。据中国海关，首季度，纯电动乘用车（BEV）同比出口金额稍微同比上升 2.3%，出口数量同比上升 13.0%；插电式混合动力乘用车（PHEV）同比出口金额同比上升 127.1%，出口数量同比上升 110.7%；非插电式混合动力乘用车（HEV）同比出口金额同比上升 637.2%，出口数量同比上升 486.8%。

这三个类别电动乘用车出口增速的明显差异，不单反映车企出口产品策略变化，也反映进口国对不同类别电动乘用车需求的差异。另外，纯电动乘用车过去几年出口量大幅上升后，基数已较高，增长放慢是合理的现象，但首季度增速突然大幅急降也让投资者关注。

非纯电动乘用车出口强劲，反映进口国消费者对插电式混合动力和非插电式混合动力乘用车需求较强。中国市场的发展经验说明充电基础设施不足压制纯电动乘用车需求增长，从而让插电式混合动力和非插电式混合动力乘用车需求迅速上升。在国内，纯电动和插电式混合动力车被视为新能源汽车并获得政府支持消费，但非插电式混合动力车并不被视为新能源汽车。在国外一些国家，纯电动、插电式混合动力和非插电式混合动力车都被视为电动汽车，非插电式混合动力车也获得消费者青睐或政府支持，所以非插电式混合动力车出口也能大幅增长。

我们可以预期这三个类别电动乘用车在国外市场将出现激烈竞争，然而中国总体汽车出口业仍是收益者。

图表 3：电动载人汽车出口趋势 - 出口增速的明显差异

	金额	金额	金额	数量	数量	数量
同比变化 (%)	2022	2023	1Q 2024	2022	2023	1Q 2024
电动载人汽车	133.2	80.2	22.2	92.1	67.1	28.5
乘用车：						
非插电式混合动力乘用车	179.2	485.3	637.2	98.0	361.7	486.8
插电式混合动力乘用车	84.0	78.9	127.1	118.8	46.4	110.7
纯电动乘用车	145.3	76.4	2.3	89.4	64.1	13.0
客车：						
混合动力客车（10 座及以上）	59.0	-49.9	18,346.7	92.0	-50.8	1,700.0
纯电动客车（10 座及以上）	80.9	57.3	32.3	142.1	42.4	-19.6

注：出口金额变化按人民币计算；来源：中国海关、农银国际证券



图表 4：电动载人汽车出口平均单价趋势

(RMB/辆)	2023	同比变化 (%)	1Q 2024	同比变化 (%)
电动载人汽车	166,168	8.1	161,581	-4.7
乘用车：				
非插电式混合动力乘用车	146,551	26.8	151,427	25.7
插电式混合动力乘用车	220,661	22.2	215,090	7.9
纯电动乘用车	155,459	7.8	147,430	-9.2
客车：				
混合动力客车（10 座及以上）	952,434	1.8	1,131,667	928.8
纯电动客车（10 座及以上）	1,227,309	10.5	1,713,006	62.0

注：出口金额按人民币计算；来源：中国海关、农银国际证券

四、 企业家看好哪些行业，对哪些行业谨慎

市场上有各种调查来衡量经济或行业前景。我们认为，衡量前景的有用参数之一是各行业的固定资产投资增长率。如果企业家看好某些行业前景，他们愿意增加投资这些行业。相反，如果企业家对某些行业的前景持谨慎态度，他们就不太愿意增加投资。此外，企业家也会关注行业产能利用率情况。如果产能利用率高或回升，投资扩大产能的动力就会很高。相反，如果产能利用率较低或下降，进一步投资扩大产能的动力就会受到抑制。

图表 5： 固定资产投资（不含农户）同比增长（%）

期间	2023 全年	1-3/2023	1-3/2024
制造业	6.5	7.0	9.9
其中：			
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	3.1	-7.9	24.8
食品制造业	12.5	5.8	19.0
有色金属冶炼和压延加工业	12.5	10.8	18.8
农副食品加工业	7.7	10.1	17.4
金属制品业	3.5	2.2	16.1
计算机、通信和其他电子设备制造业	9.3	14.5	14.3
专用设备制造业	10.4	10.6	14.1
通用设备制造业	4.8	7.6	13.9
电气机械和器材制造业	32.2	43.1	13.9
纺织业	-0.4	-4.3	12.4
化学原料和化学制品制造业	13.4	19.2	11.9
医药制造业	1.8	-1.9	8.5
汽车制造业	19.4	19.0	7.4
采矿业	2.1	0.6	18.5
电力、热力、燃气及水生产和供应业	23.0	22.3	29.1
交通运输、仓储和邮政业	10.5	8.9	7.9
铁路运输业	25.2	17.6	17.6
道路运输业	-0.7	8.5	3.6

来源：国家统计局、农银国际证券

制造业中，与去年相比，今年首季度以下行业固定资产投资增速加快，包括铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业、食品制造业、有色金属冶炼和压延加工业、农副食品加工业、金属制品业、计算机、通信和其他电子设备制造业、专用设备制造业、通用设备制造业、纺织业、医药制造业，同比分别增长 24.8%、19.0%、18.8%、17.4%、16.1%、14.3%、14.1%、13.9%、12.4%和 8.5%。

相反，今年首季度固定资产投资增速明显放缓的两个制造行业是汽车制造业和电气机械和器

材制造业。汽车制造业的固投同比增速从去年 19.4%下降至今年首季度 7.4%。电气机械和器材制造业的固投同比增速从去年 32.2%下降至今年首季度 13.9%。这两个行业去年固定资产投资增速非常高，产能大幅增加导致产能利用率下降，闲置产能的增加又抑制了今年企业家对这两个行业增加投资。汽车制造产能利用率从去年首季的 72.0%和第四季度的 76.9%下降至今年首季的 64.9%。电气机械和器材制造业产能利用率从去年首季的 75.8%和第四季度的 77.1%下降至今年首季的 72.7%。

企业家加大对食品产业供应链的投资。今年首季食品制造业和农副食品加工业的固投分别同比增长 19.0%和 17.4%。我们关注食品制造行业产能利用率不高，但食品制造行业的激进投资将导致未来产能过剩，食品市场竞争加剧。去年第四季度食品制造行业的产能利用率为 71.3%，今年首季为 69.1%。

制药公司在改变看法，前景变得更加积极。今年首季医药制造业的固投同比增长 8.5%，而去年同比增长 1.8%。制药行业过去五个季度保持较高的产能利用率，去年首季为 75.2%，第四季度为 75.4%，今年首季为 76.0%。

电力、热力、燃气及水生产和供应业保持很高的固定资产投资增速，去年全年和今年首季分别同比增长 23.0%和 29.1%。这对于其上游机械设备供应商来说是一个利好消息。电力、热力、燃气及水生产和供应业固定资产投资大幅增长，意味着供给能力大幅提升，导致产能利用率从去年第四季度的 74.4%下降至今年首季的 71.2%。

铁路运输业 2023 年和今年首季度固定资产投资保持较高水平，2023 年同比增长 25.2%，今年首季度增长 17.6%。这对上游设备机械供应商，如机车供应商、工程机械供应商来说是个好消息。

五、 部分行业产能过剩问题突出

在 3 月份的 2024 年政府工作报告提到的部分行业产能过剩问题。这个风险发展情况如何？本周，国家统计局公布首季度产能利用率数据。新数据让市场合理评估风险。

部分行业产能过剩问题突出。2024 年首季度，工业增加值同比实质增长 6.1%，其中，制造业增加值实质同比增长 6.7%。然而，工业平均产能利用率从 2023 年首季度的 74.3%和 2023 年四季度的 75.9%下降至 2024 年首季度的 73.6%，其中，制造业产能利用率从 2023 年首季度的 74.5%和 2023 年四季度的 76.0%下降至 2024 年首季度的 73.8%。工业增加值增速与工业产能利用率下降的背离说明产能增速快于产出增速。这不完全是坏消息。首先，产能利用率下降可能造成生产利润率短期下行压力。不过，产能的增加却为未来的产出增长提供了空间。从生产商的角度来看，他们需要寻找新的业务订单来提高产能利用率。产能利用率低的行业在争夺新订单的过程中不可避免地会出现价格战。我们确定 2024 年一季度产能利用率大幅下降的行业有汽车制造业、非金属矿物制品业、电气机械和器材制造业计算机、通信和其他电子设备制造业、食品制造业等。产能利用率的下降通常伴随着单位生产成本的增加以及单位售价的潜在下降，这对生产商来说是负面因素。

图表 6: 工业产能利用率 (%)

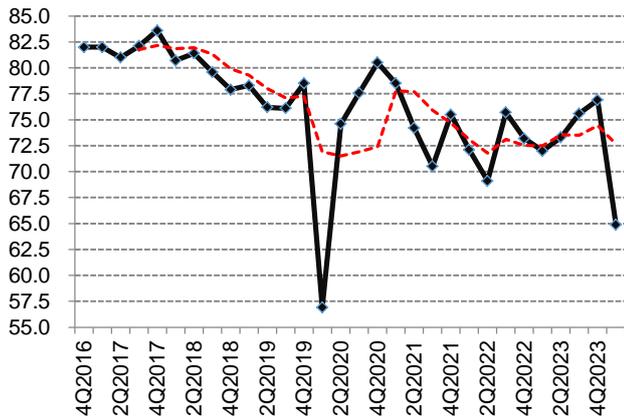
	2019-2023 年 季度度均	2024 年 首季度	变化 百分点
工业	75.8	73.6	(2.2)
其中:			
采矿业	75.0	75.0	0.0
电力、热力、燃气及水生产和供应业	72.8	71.2	(1.7)
制造业	76.1	73.8	(2.3)
其中: 化学纤维制造业	83.0	85.6	2.7
纺织业	76.8	78.0	1.2
化学原料和化学制品制造业	75.9	76.4	0.5
医药制造业	75.8	76.0	0.2
通用设备制造业	78.9	78.2	(0.8)
有色金属冶炼和压延加工业	79.3	78.2	(1.1)
专用设备制造业	78.1	77.0	(1.1)
黑色金属冶炼和压延加工业	78.4	77.3	(1.1)
食品制造业	71.8	69.1	(2.7)
计算机、通信和其他电子设备制造业	78.2	74.7	(3.5)
电气机械和器材制造业	78.4	72.7	(5.7)
非金属矿物制品业	67.8	62.0	(5.8)
汽车制造业	74.3	64.9	(9.4)

产能利用率
偏低行业

注：我们判断产能利用率偏低从历史平均水平和绝对值看。来源：国家统计局、农银国际证券

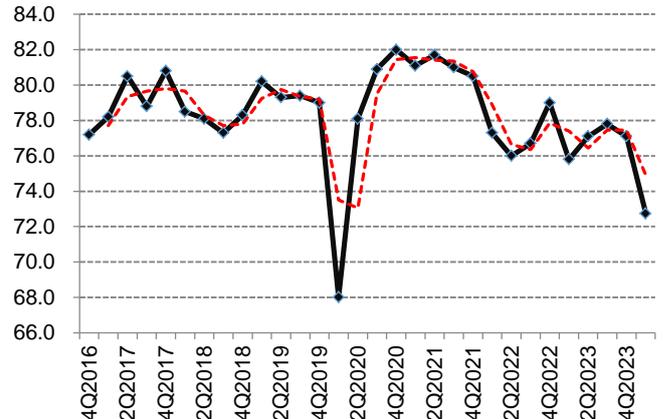


图表 7:汽车制造业产能利用率



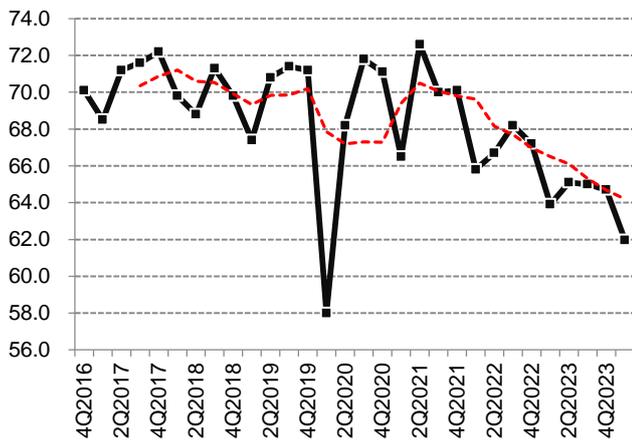
红线：4 个季度平均；来源：国家统计局、农银国际证券

图表 8:电气机械和器材制造业产能利用率



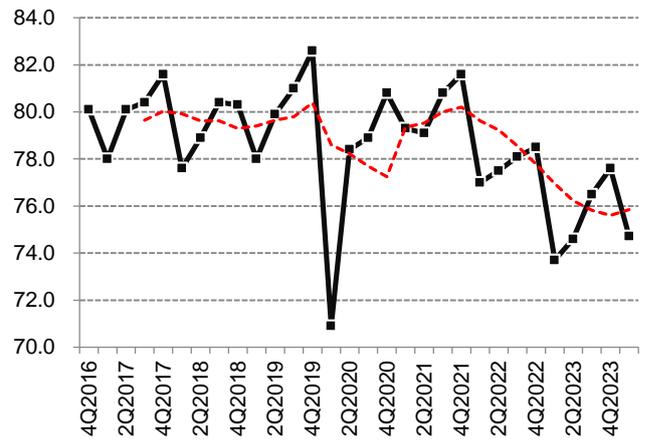
红线：4 个季度平均；来源：国家统计局、农银国际证券

图表 9:非金属矿物制品业产能利用率



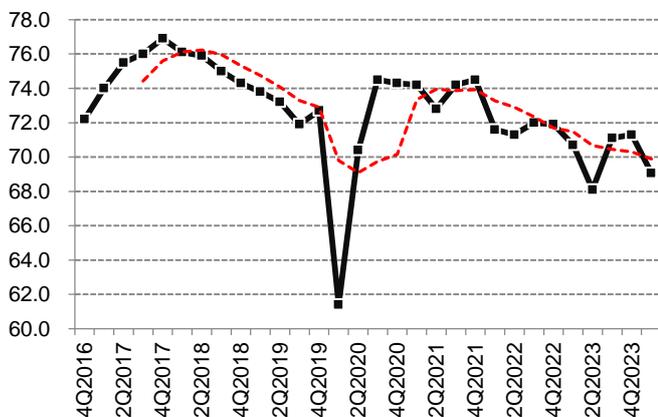
红线：4 个季度平均；来源：国家统计局、农银国际证券

图表 10:计算机、通信和其他电子设备制造业产能利用率



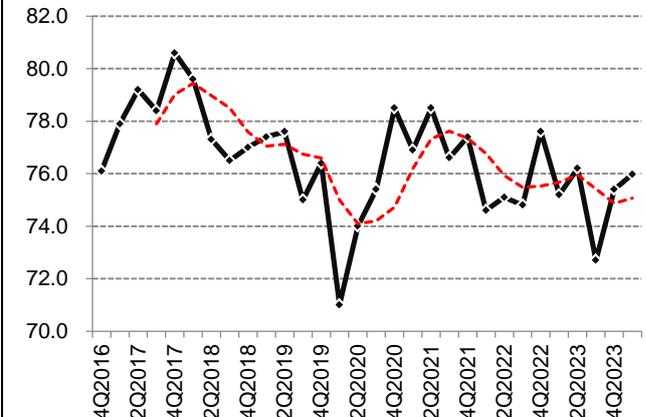
红线：4 个季度平均；来源：国家统计局、农银国际证券

图表 11:食品制造业产能利用率



红线：4 个季度平均；来源：国家统计局、农银国际证券

图表 12:医药制造业产能利用率



红线：4 个季度平均；来源：国家统计局、农银国际证券

六、 已竣工待售的住房大幅堆积，近 4 万亿元资金被套牢

2022-23 年，市场担心陷入财务困境的开发商无法完成预售房产形成烂尾。这一风险因素在政府和金融机构的政策支持下得到了很大程度的解决。我们观察到一个新的挑战，即已竣工但未售出的住房库存大幅增加。据统计局，截至今年 3 月末，已竣工待售住宅面积为 39,458 万平方米，同比增长 23.9%，较去年末增加 19.1%。今年首季度，平均每月住宅期房销售量为 4,615 万平方米，平均每月住宅现房销售量为 1,698.5 万平方米。如果按每月平均销售约 1,700 万平方米住宅现房来算，当前 39,458 万平方米竣工待售住宅或需要 23.2 个月或约近两年时间销售。

竣工待售住宅面积大幅增长意味着许多开发商的资金被套牢在已竣工待售的现房上。今年首季，新建商品住宅销售 1.85 万亿元，销售面积 1.89 亿平米，平均销售价为每平方 9779 元。3 月末，39,458 万平方米待售现住宅房，以每平值 9.8 千元计算，相当于开发商及金融机构约 3.9 万亿元资金被套牢。开发商出售房屋的现金回笼速度明显放缓，我们相信今年以来许多大型开发商都遇到了营运资金紧张的问题。为了应对这种情况，房地产开发商可能需要大幅降低住宅现房销售价格，以加快现金回笼速度。在这种情况下，这将对住宅期房价格造成下行压力。二手住宅房与一手现房住宅处于直接竞争状态，二手住宅房与一手新房价格将有同步下跌压力。二手住宅房质量或低于一手新房，二手住宅房价下跌压力应大于一手新房。3 月份，统计局数据也显示二手住宅房价下跌幅度明显大于新房。

图表 13: 3 月份商品住宅销售价格变化

	一线城市		二线城市		三线城市	
	新建住宅	二手住宅	新建住宅	二手住宅	新建住宅	二手住宅
同比变化	-1.5%	-7.3%	-2.0%	-5.9%	-3.4%	-5.7%
环比变化	-0.1%	-0.7%	-0.3%	-0.5%	-0.4%	-0.5%

来源：国家统计局、农银国际证券

图表 14: 主要大型地产商今年首季度销售情况 - 部分地产商销售跌幅高于全国平均跌幅

首季度销售额	亿元人民币	同比变化	环比变化
保利发展 (600048 CH)	629.84	-44.8%	-27.7%
中国海外发展 (688 HK)	602.06	-28.0%	-14.9%
万科 (2202 HK)	579.80	-42.8%	-39.3%
华润置地 (1109 HK)	507.20	-35.8%	-30.2%
招商局蛇口 (001979 CH)	402.08	-44.4%	-40.3%
全国新建商品房销售额	21355	-27.6%	-22.5%
其中，住宅销售额	18523	-30.7%	-21.8%

来源：国家统计局、公司公布数据（非审计数字）、农银国际证券

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。

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海外发展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(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