



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED



# 港股市场一周回顾

2024年8月23日

## 港股市场一周回顾

23/8/2024

- 市场焦点集中在企业业绩上
- 主要中资商业银行即将公布半年业绩 金监局发布行业调查提供洞察
- 美国零售巨头沃尔玛在中国市场表现突出
- SOFR 利率与联邦基金利率关系 SOFR 利率市场对美联储降息的预期较保守

### 一、 市场焦点集中在企业业绩上

过去两周,多家大型股公司公布了半年或二季度业绩。股市对业绩等微观经济因素更为敏感。一些大型互联网和电商平台公布了半年业绩,强劲的资产负债表和利润增长是它们的共同特征。股价反应积极。消费电子行业的复苏也帮助智能手机和零部件公司的盈利能力提升,其股价也做出了积极反应。那些资金雄厚的互联网和科技公司公布业绩后,就可以开始回购股票,它们的回购活动将为股价提供支撑。乘联会预计8月新能源汽车零售量同比增长约36.6%,环比增长约11.6%。受8月新能源汽车销量利好预期提振,本周新能源汽车股走强,领涨恒生科技指数成分股。不过,市场对中国消费疲软的担忧仍然存在。消费股蒙牛(2319 HK)、农夫山泉(9633 HK)、华润啤酒(291 HK)、滔搏国际(6110 HK)、九毛九国际(9922 HK)等股价本周均创52周新低。相反,业务重点针对Z世代年轻人的玩具零售商泡泡玛特(9992 HK)股价本周创下52周新高。像泡泡玛特这样的零售商能够捕捉消费者行为趋势吸引投资者的注意。下周,包括H股银行和H股保险公司在内的大型金融公司将公布半年业绩。金融监督管理总局已发布了银行业行业盈利调查。大型银行盈利增长乏力是市场普遍了解的,市场另一关注点是它们的半年分红预期。市场乐观情绪已提前反映,恒生中国内地银行指数自7月末以已上涨近4.5%。

图 1: 恒生中国内地银行指数



来源: 彭博、农银国际证券

## 二、 主要中资商业银行即将公布半年业绩 金监局发布行业调查提供洞察

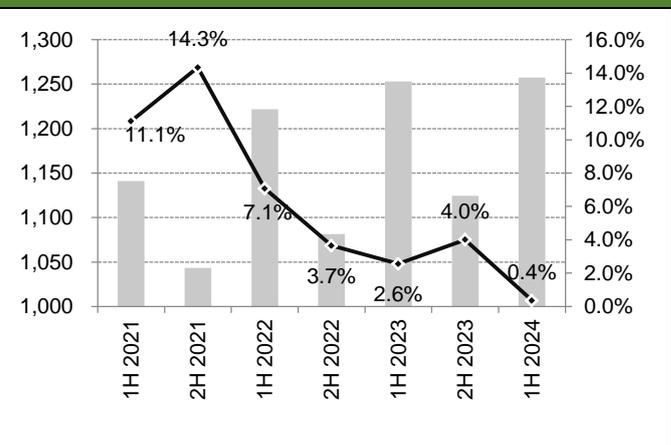
**净利润增速呈现下降趋势。**按国家金融监督管理总局（金监局）行业调查，今年上半年，商业银行累计实现净利润 1.26 万亿元，同比增长 0.4%。平均资本利润率年化为 8.91%，较上季末下降 0.65 个百分点。平均资产利润率年化为 0.69%，较上季末下降 0.05 个百分点。分季度看，今年首季度，商业银行净利润 6.7 千亿元，同比增长 0.7%；二季度，净利润 5.9 千亿元，同比持平，环比下跌 13%。银行业净利润有季节性波动特征。总体来看，二季度净利润低于一季度，三季度好于二季度，四季度低于三季度，季度净利润环比变化像波浪形状起伏。

图 2: 商业银行净利润 (10 亿元人民币) vs 同比变化



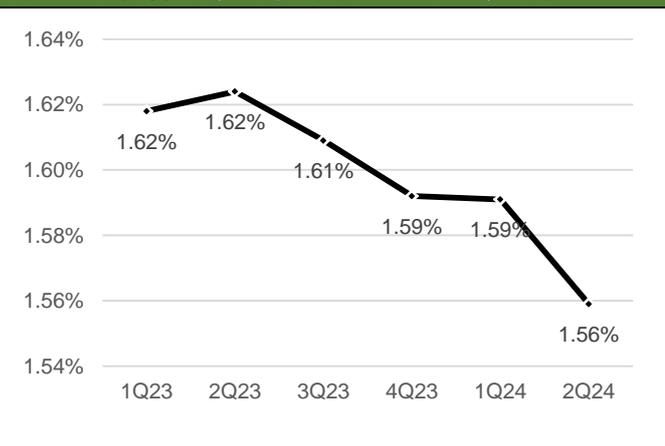
来源：金监局、农银国际证券

图 3: 商业银行半年度净利润 (10 亿元人民币) vs 同比变化



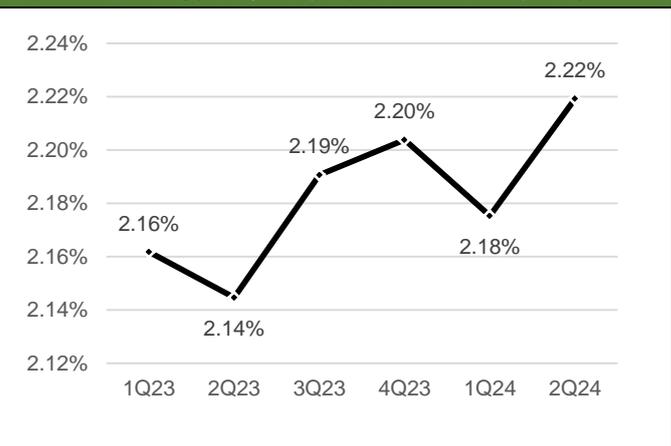
1H: 上半年; 2H: 下半年

图 4: 不良贷款率 (季度末) 呈现下降趋势



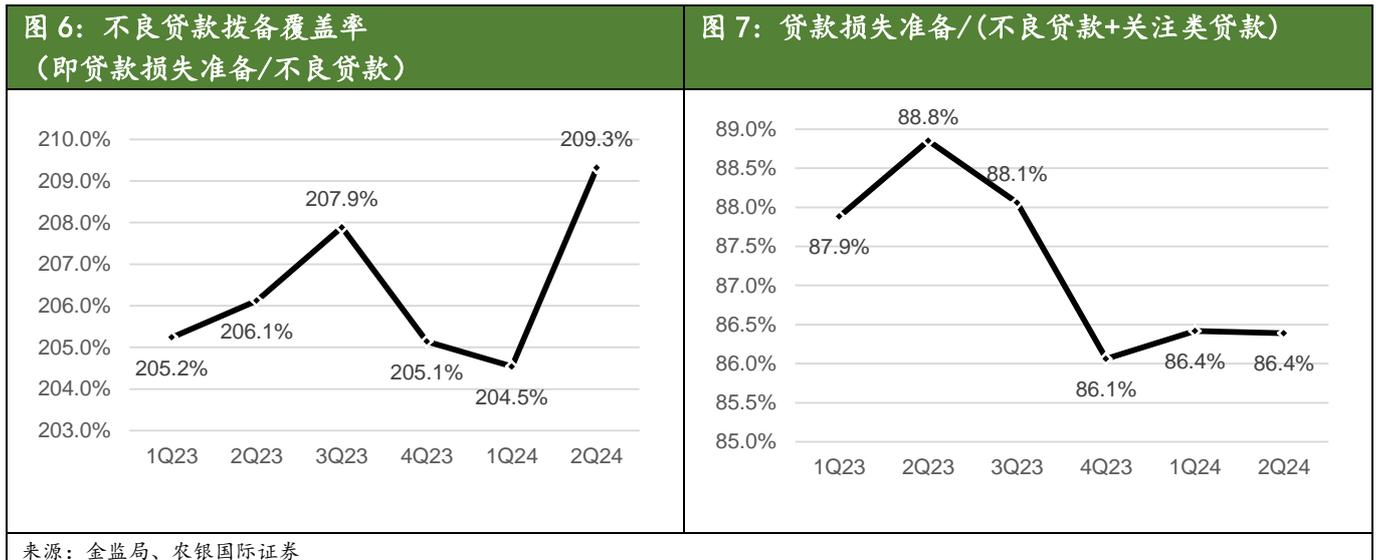
来源：金监局、农银国际证券

图 5: 关注类贷款率 (季度末) 呈现上升趋势



**不良贷款率呈下降趋势，但关注类贷款率呈上升趋势。**2024 年二季度末，商业银行不良贷款余额 3.34 万亿元，不良贷款率 1.56%，较上季末下降 0.03 个百分点；关注类贷款 4.75 万亿元，关注类贷款率 2.22%，较上季末上升 0.04 个百分点。不良贷款率从 2022 年底的 1.63% 下降

至 2023 年 6 月底的 1.62%、2023 年底的 1.59% 和 2024 年 6 月底的 1.56%。虽然不良贷款率呈现下降趋势,但银行仍在逐步提高不良贷款拨备覆盖率,从 2023 年底的 205.14% 提高到 2024 年 6 月底的 209.32%。或许,投资者常常会问,不良贷款拨备覆盖率是否过高,银行是否过于审慎。我们认为考虑到关注类贷款数额接近 1.4 倍不良贷款额,前者未来有可能变成不良贷款,较高的拨备金额是有必要的。例如,贷款拨备金额与关注类和不良类贷款总和的比例从 2023 年第二季度的 88.8% 下降到今年第二季度的 86.4%,银行是降低了风险缓冲,而不是增加风险缓冲。



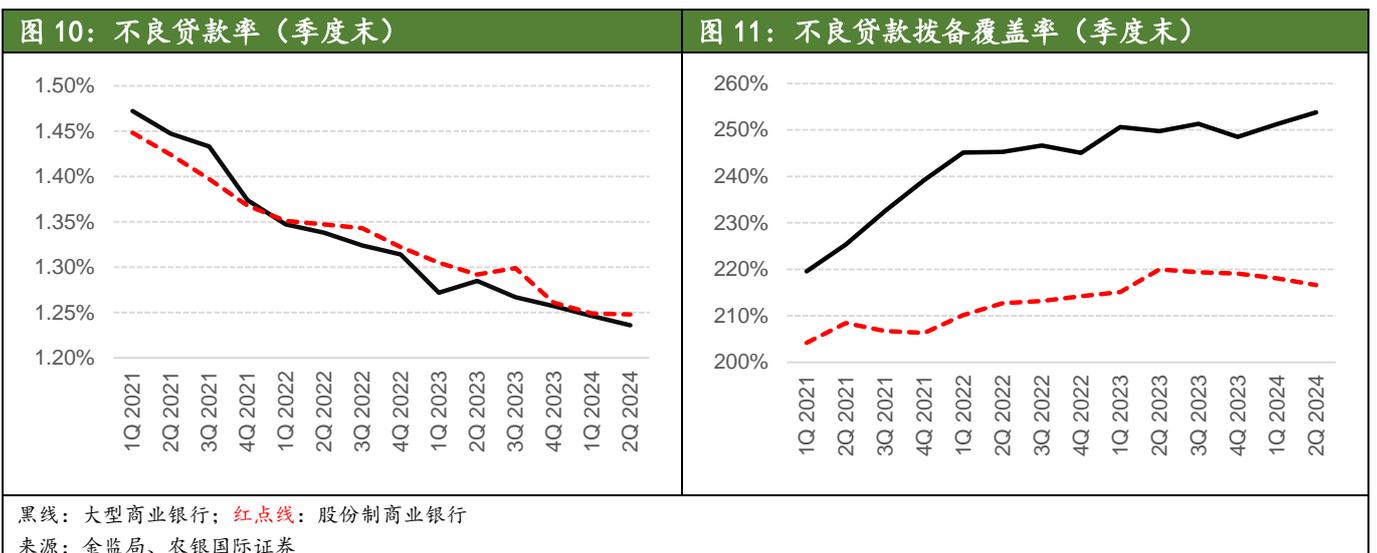
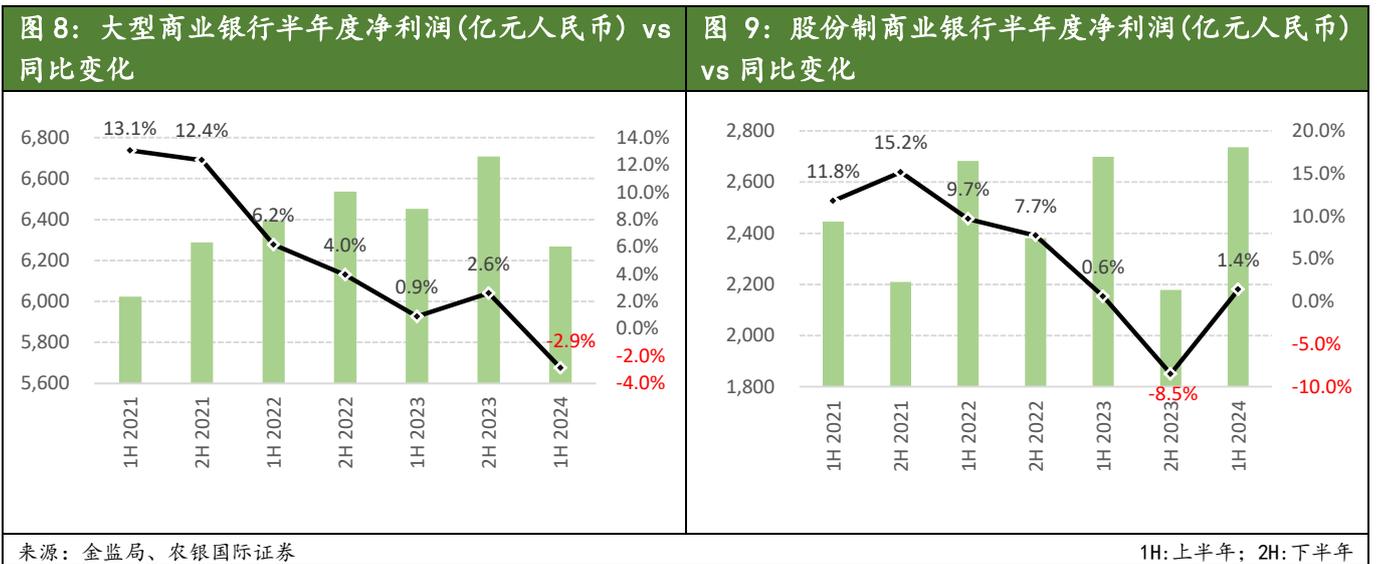
市场担忧的是银行业净息差收窄,压低银行业盈利能力。行业净息差从 2022 年的 1.91% 下降至 2023 年的 1.69%,再下降至 2024 年上半年的 1.54%。净息差下滑,导致银行业资本利润率由 2022 年的 9.33% 下滑至 2023 年的 8.93% 和今年上半年的 8.91%。资本利润率持续下降也令市场降低对银行业股的市净率估值。因此,很多 H 股上市银行的市净率都很低。

从大型银行与股份制商业银行来看,上半年盈利走势分化。上半年,大型银行净利润 6268 亿元,同比下降 2.9%;股份制商业银行净利润 2737 亿元,同比增长 1.4%。分季度看,大型银行首季度净利润 3240 亿元,同比下降 4.6%;二季度净利润 3028 亿元,同比下降 1.0%。股份制商业银行首季度净利润 1522 亿元,同比增长 1.1%;二季度净利润 1215 亿元,同比增长 1.7%。

从贷款质量来看,大型银行与股份制商业银行的不良贷款率均呈下降趋势。大型银行不良贷款率从 2022 年底的 1.31% 下降至 2023 年 6 月底的 1.29%、2023 年底的 1.26% 和 2024 年 6 月底的 1.24%。股份制商业银行不良贷款率从 2022 年底的 1.32% 下降至 2023 年 6 月底的 1.29%、2023 年底的 1.26% 和 2024 年 6 月底的 1.25%。从不良贷款拨备覆盖率来看,2024 年

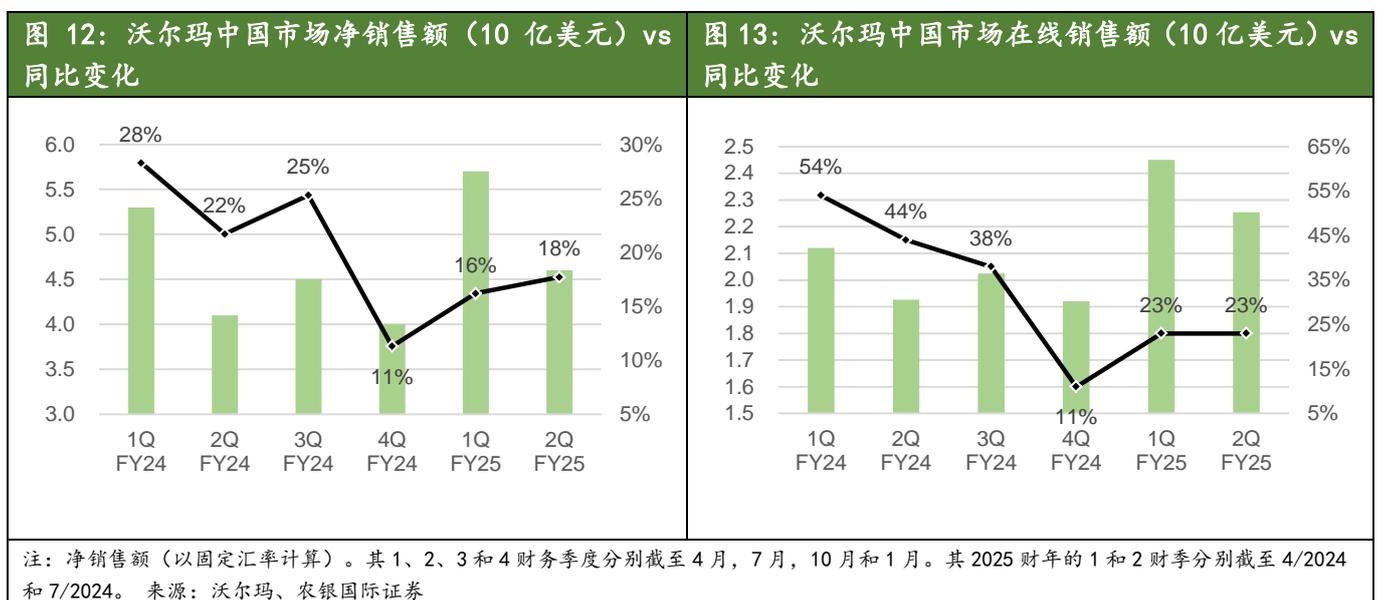
6 月底，大型银行拨备覆盖率 254%，股份制商业银行 217%，反映出大型银行处理贷款风险更加审慎。

大型银行与股份制商业银行的盈利季节性特征有所分化，影响分红比例。大型银行普遍下半年净利润高于上半年，而股份制银行普遍上半年净利润高于下半年。如果银行开始每年派发两次股息，这种季节性模式可能会影响银行股息的支付。例如，如果大型银行在上半年和下半年维持其派息比例，则末期股息可能高于中期股息。相反，如果股份制银行希望末期股息高于中期股息，它们上半年分红比例要低于下半年。



### 三、 美国零售巨头沃尔玛在中国市场表现突出

国家统计局统计数据显示，中国市场社会消费品零售额增速放缓，引发市场对民间消费的担忧。据国家统计局，不包括汽车在内的零售额增长从 2023 年的 7.3% 放缓至今年前七个月的 4.0%。在零售渠道方面，前七个月便利店和超市零售额分别同比增长 5.2% 和 2.0%。2023 年便利店零售额增长 7.5%，但超市零售额下降 0.4%。此外，实物消费品网上零售额增速从 2023 年的 8.4% 上升至今年前七个月的 8.7%。部分零售商可能会将经营业绩不佳归咎于宏观环境不佳，但事实上，在同一宏观环境下，连锁零售企业之间的业绩差异很大程度上是由于竞争实力的差异所致。提升竞争实力、把握消费者行为趋势是超越竞争对手的关键。



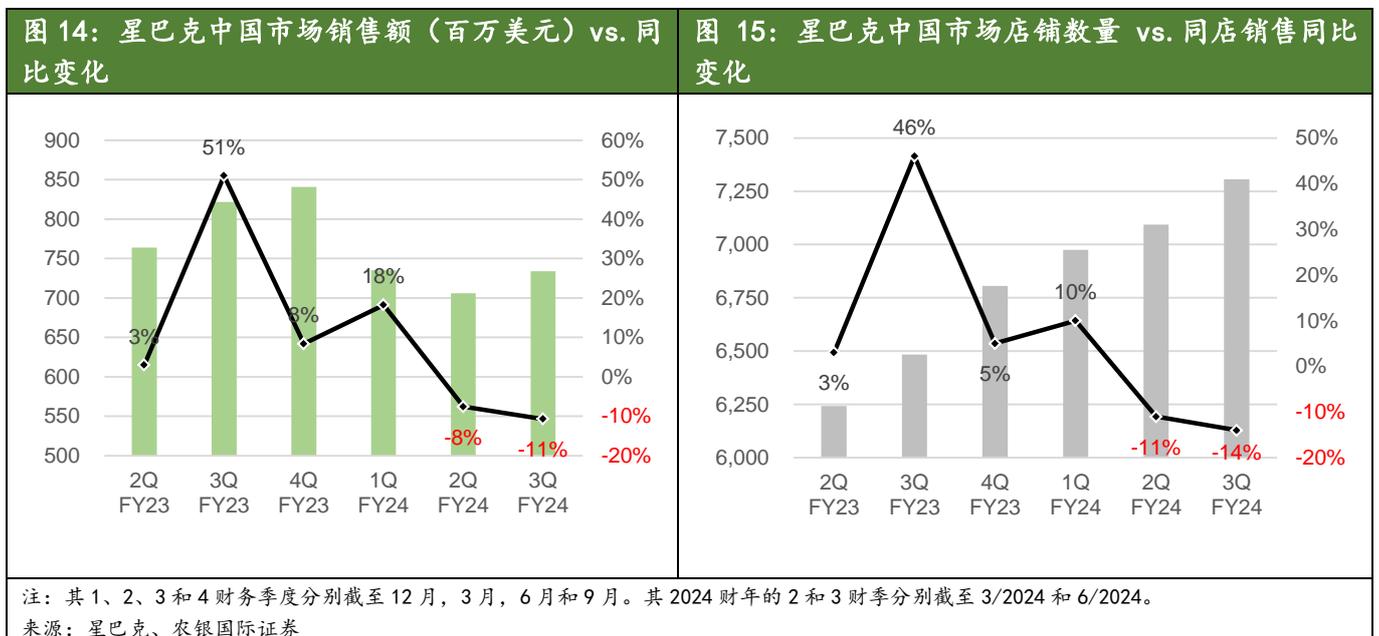
沃尔玛 (Walmart, WMT US) 近日公布的季度业绩显示，其在中国市场的零售业务表现与行业平均水平存在较大差异。沃尔玛整体销售额和网上销售额的增长势头，远高于国家统计局公布的社会消费品零售增长率。截至 4 月和 7 月的两个财务季度，该公司在中国的净销售额（以固定汇率计算）分别同比增长约 16% 和 18%，达到 57 亿美元和 46 亿美元。过去两个财季，该公司在中国的电子商务销售额都同比增长了 23%。过去两个财季，在线销售额分别占净销售额的 43% 和 49%。过去两个财季，其线下零售额分别增长约 2% 和 8%。

在中国市场，沃尔玛其线下零售额增长温和，但线上零售额增长强劲。这一现象表明其大部分客户已从线下转向线上，沃尔玛成功抓住了消费者行为变化的趋势。沃尔玛首席财务官 John David Rainey 在财务季度分析师会议上表示，在中国市场，公司一小时内送达的订单量增长了 28%，达到 5900 万份；随着会员数量的不断增加，中国区山姆会员店的会员收入增长了 26%。沃尔玛

称，其在中国市场的营业利润已连续多个季度实现增长。

另一家美国零售巨头星巴克(Starbucks, SBUX US)，其在中国市场的经营表现与沃尔玛截然相反。过去两个财季，星巴克营收均同比下降。截至3月末的财季，星巴克中国区营收同比下降8%至7.06亿美元。截至6月末的财季，星巴克中国区营收同比下降11%至7.34亿美元。过去两个财季，同店销售额同比分别下降11%和14%。

鉴于两家美国零售巨头在中国市场遭遇的宏观经济环境相似，宏观环境无法解释两家公司业绩的差异。沃尔玛虽然遭遇了客户从线下转向线上的转变，但它却能够捕捉到消费者行为变化的趋势。或许，星巴克需要加大力度来捕捉消费者行为趋势。捕捉消费者行为趋势的能力是企业竞争力的体现。

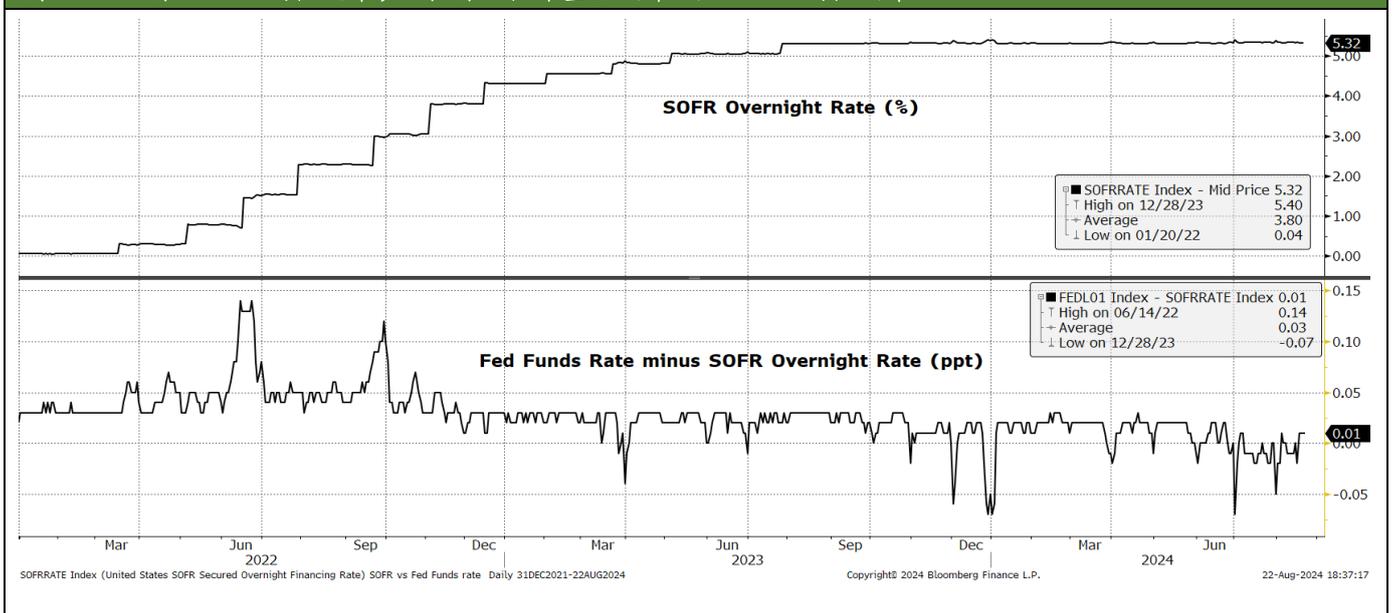


#### 四、 SOFR 利率与联邦基金利率关系 SOFR 利率市场对美联储降息的预期较保守

SOFR 利率 (Secured Overnight Financing Rate) 已取代 LIBOR 成为美元贷款参考利率。从统计数据上看, SOFR 隔夜利率与联邦基金利率关联性高。2021 年以来, SOFR 隔夜利率与联邦基金实际利率平均相差 3 个基点左右。从另一个角度来看, 美联储可以通过调整联邦基金利率来影响 SOFR 利率。由于美联储将于今年 9 月 18 日、11 月 7 日、12 月 18 日和明年 1 月 29 日召开议息会议, 目前利率期货市场预期美联储将在 9 月降息 25 个基点、11 月降息 50 个基点、12 月降息 25 个基点、1 月降息 25 个基点。若利率期货市场预期正确, 则美联储宣布降息后, SOFR 隔夜利率将立即相应下降。

SOFR 隔夜利率对美联储实际利率变动行动的敏感度大于对市场预期的敏感度, 而 3 个月、6 个月 SOFR 利率对市场预期未来联邦基金利率趋势更为敏感。比如, 当前 6 个月 SOFR 比 0/N SOFR 低约 56 个基点, 反映 SOFR 利率市场预期美联储在未来 6 个月或降息 50 个基点。SOFR 利率市场对美联储降息的预期较保守。当然, 利率期货市场交易者与 SOFR 市场内的银行家们对未来利率判断不一样。在美联储真正采取行动改变联邦基金利率之前, SOFR 隔夜利率相较于 3 个月和 6 个月的 SOFR 利率将相对稳定。

图 16: 上图: SOFR 隔夜利率; 下图: 联邦基金利率减以 SOFR 隔夜利率

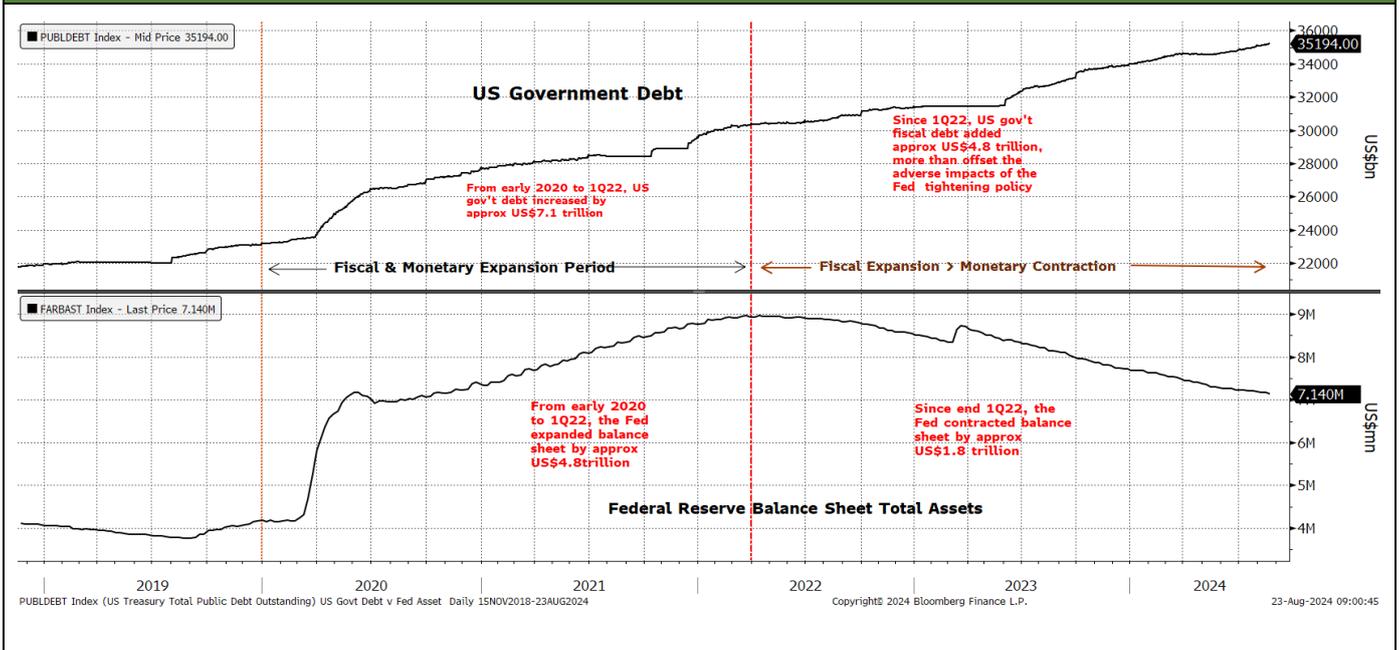


来源: 彭博、农银国际证券

从经济角度看, 市场预期美联储需要在未来四到五个月大幅降息, 这背后意味着什么? 除非美国经济基本面迅速恶化, 否则美联储不急于在未来几个月大幅降息。因此, 如果美国经济能够

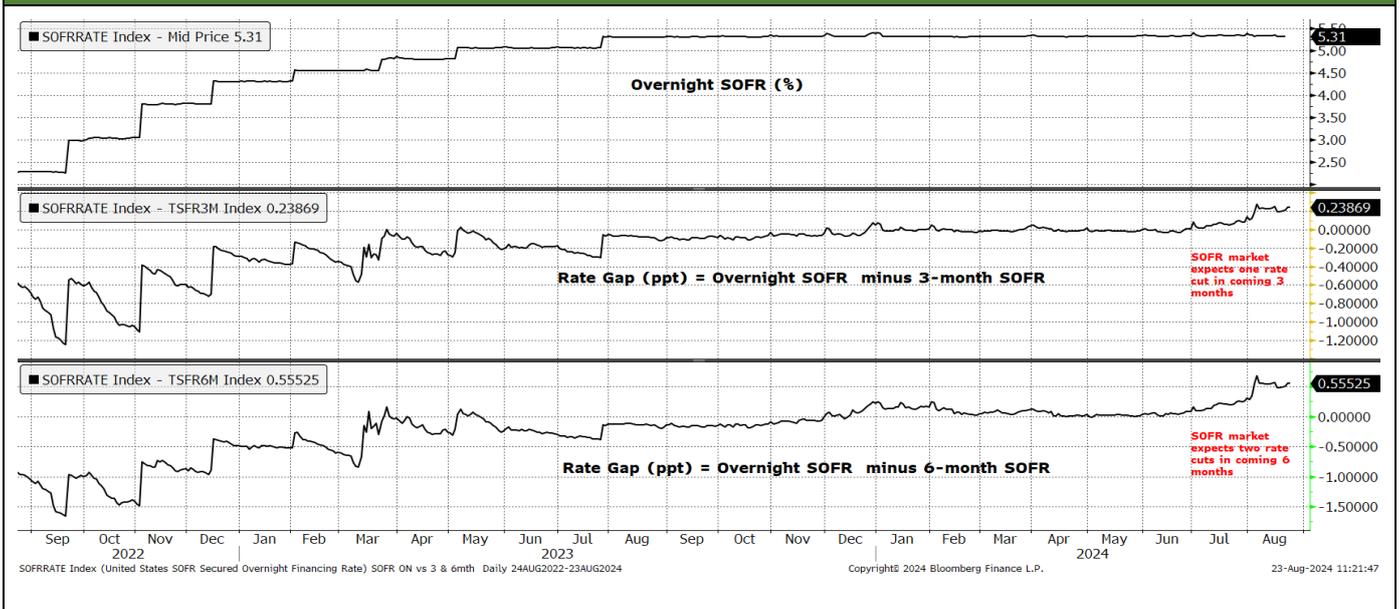
软着陆，大幅降息的预期就不大可能。另外值得注意的是，美联储此前多次提到其利率变动的决定是基于公布的数据，即美联储将根据公布的经济数据做出判断反应，而不是根据对未来经济数据的预测提前做出反应。而且美联储一边降息，一边大举缩表的做法也不符合逻辑。因此，美联储降息与减缓或停止缩表同时进行的可能性更大。

图 17: 上图: 美国政府债务上升趋势; 下图: 美联储资产规模下降趋势  
美联储支持经济, 除了降息, 还可减缓或停止缩表



来源: 彭博、农银国际证券

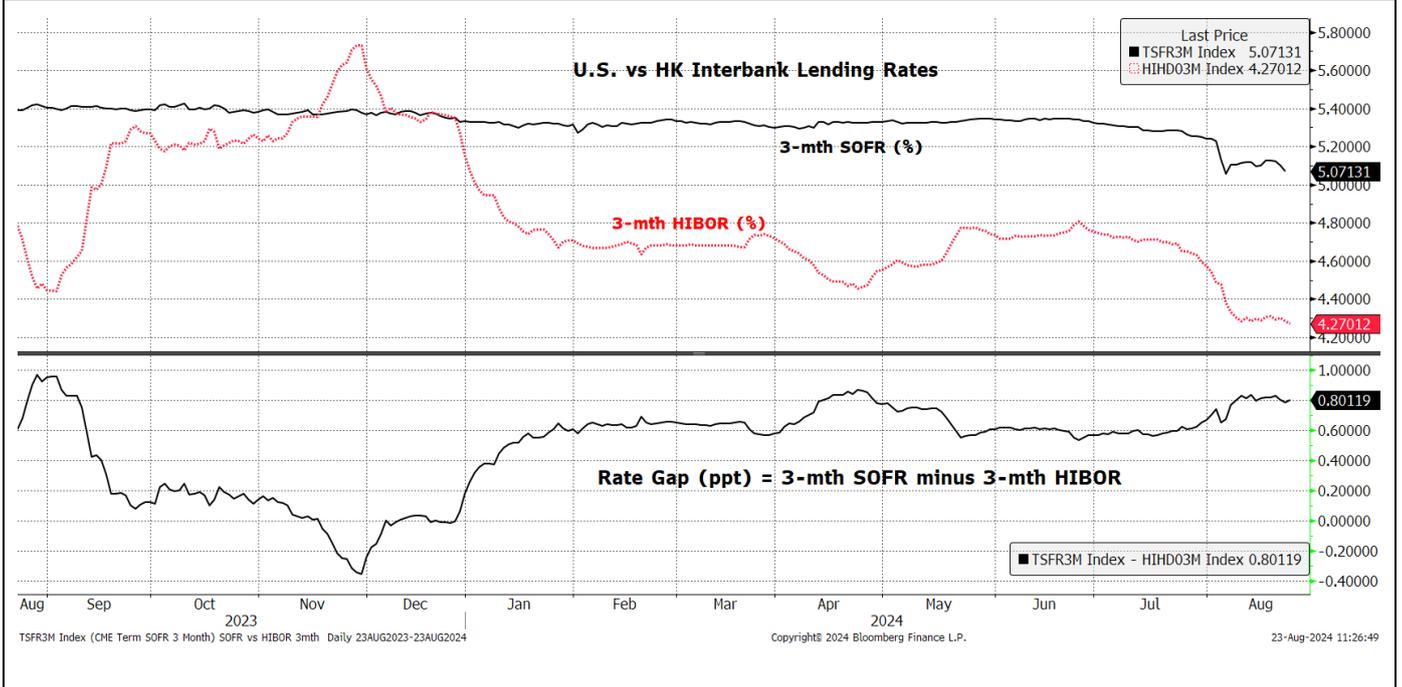
图 18: 上图: SOFR 0/N (%); 中图: SOFR 0/N 减 3 个月 SOFR, 反映 SOFR 利率市场预期美联储未来 3 个月降息约 25bp; 下图: SOFR 0/N 减 6 个月 SOFR, 反映 SOFR 利率市场预期美联储未来 6 个月降息约 50bp



来源: 彭博、农银国际证券

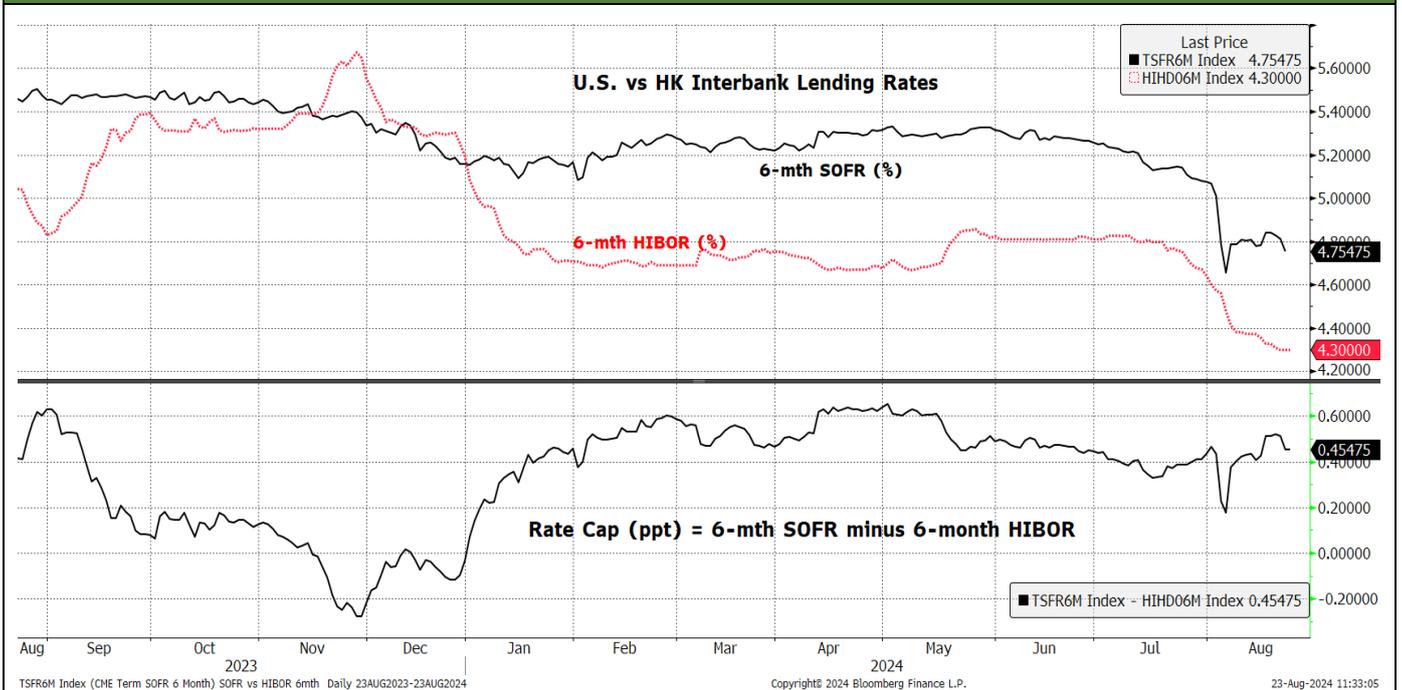


图 19: 上图: 3 个月 SOFR (%) vs 3 个月 HIBOR (%); 下图: 3 个月 SOFR (%) 减 3 个月 HIBOR (%) 利率差, 反映如果港元美元联系汇率维持, 借入港元换成美元或可降低资金成本, 风险包括汇率风险和交易成本



来源: 彭博、农银国际证券

图 20: 上图: 6 个月 SOFR (%) vs 6 个月 HIBOR (%); 下图: 6 个月 SOFR (%) 减 6 个月 HIBOR (%) 利率差



来源: 彭博、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。

## 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