



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED



港股市场一周回顾

2024年8月30日

港股市场一周回顾

30/8/2024

- A股杠杆投资者持续降杠杆 抑制A股市场表现
- 全国规模以上工业企业利润统计为各工业行业第三季度业绩提供洞察
- 首7个月非金融国企利润降2% 同期工业国企利润升1%
- 台积电 (2330 TW/TSM US)的科技图谱 预示国内芯片行业独角兽在那个领域出现

一、 A股杠杆投资者持续降杠杆 抑制A股市场表现

股票价格变化与大多数其他资产价格变化一样，股价的变化是由供求变化引起的。投资者积极增加杠杆购买股票（亦即增加借款买股）将大大增加股票需求。相反，当杠杆投资者降低杠杆时（亦即出售股票并偿还融资买股的贷款），股票需求不单只下降还股票卖压将加倍上升。特别是当大部分杠杆投资者集中起来持续降杠杆、抛售股票的时候，股市就会快速下跌。这种集体降杠杆现象从今年4-5月开始就在A股市场出现。目前为止，我们还没有观察到杠杆投资者在A股市场停止降杠杆，或者说他们还在继续抛售股票偿还融资买股贷款。而且，当大部分投资者持续降杠杆也意味着证券公司在融资贷款方面的利息收入持续下降，券商的自营投资业务也受股市走低影响，这些不利因素将在券商第三季度业绩体现。

沪市杠杆投资者自5月中开始降杠杆。自4月末至8月29日，上证综指下跌9.1%。4月末以来，沪市买股融资余额由4月末的7794.6亿元下降至7270.1亿元，减少524.5亿元。假设按50%的融资比例计算，这意味着杠杆投资者减持了价值1049亿元的沪市股票。

据上交所统计，截至8月29日，主板1694家上市公司平均市盈率为11.45倍；科创板574家上市公司平均市盈率为30.03倍。

深市杠杆投资者自4月初开始降杠杆。自3月末至8月29日，深成指下跌13.3%。3月末以来，深市买股融资余额由3月末的7066.6亿元下降至6524.6亿元，减少542.0亿元。假设按50%的融资比例计算，这意味着杠杆投资者减持了价值1084亿元的深市股票。

据深交所统计，截至8月29日，主板1490家上市公司平均市盈率为16.21倍；创业板1350家上市公司平均市盈率为25.72倍。

当股市持续下跌时，无论股市估值是否合理，降杠杆的投资者会强烈地感觉到，他们之前抛售股票还贷是正确的做法，因为他们能够在市场进一步下跌时减少损失。

我们制作了图表来展示融资买股余额走势与主要股市指数走势之间的关系。历史模式表明，当杠杆投资者开始加大杠杆购买股票时，即股票需求开始因投资者大举加大杠杆而膨胀时，股市指数将开始触底反弹。正如我们前面所说，股票价格的变化是由需求和供应的变化决定的。

从价值投资者的角度看，当杠杆投资者不断退出市场时，股市的泡沫就会缩小，股价就会回归到较合理的水平，或是价值投资者的机会。

图 1: 沪市买股融资余额 (亿元, 左轴, 红线) vs 上证综指 (右轴, 黑线)
 沪市买股融资余额已回落至 2020 年 10 月以来最低点, 但融资余额仍在下降趋势, 去泡沫的力度已很大, 导致主板市盈率较低



来源: 彭博、农银国际证券

图 2: 深市买股融资余额 (亿元, 左轴, 红线) vs 深成指 (右轴, 黑线)
 深市买股融资余额仍高于今年 2 月时的低点, 融资余额仍在下降趋势, 去泡沫的力度较弱, 导致主板市盈率较高



来源: 彭博、农银国际证券

A 股与港股呈现背驰现象, 预示其中一方需要调整。数据分析显示 A 股主要股指 (如沪深 300 指数) 与港股主要股指 (如恒生中国企业指数) 有很高的统计正相关系数 (correlation

coefficient)。如 2023 年以来，沪深 300 指数与恒生中国企业指数的 20 天相关系数的平均约 0.71。并且当这两个指数出现背驰时（即相关系数转负），这两个指数其中一方将出现调整，导致相关系数转正及回升到较高正值。今年 8 月以来，沪深 300 指数震动下行，但恒生中国企业指数波动上行，这两个指数的相关系数从 0.89 下跌至当前 -0.52。这现象预示着两个指数其中一方或将出现调整，即恒生中国企业指数将走低或沪深 300 指数将走高。这潜在的变化带来风险也同样带来机遇。

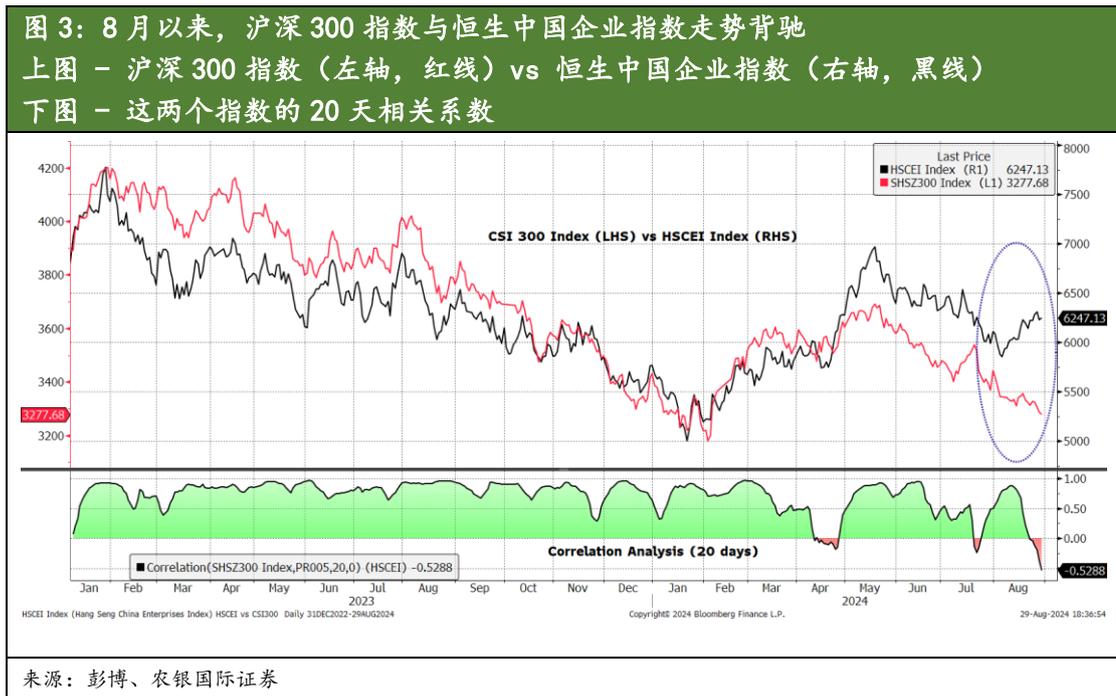


图 4: 2024 年 8 月*指数表现

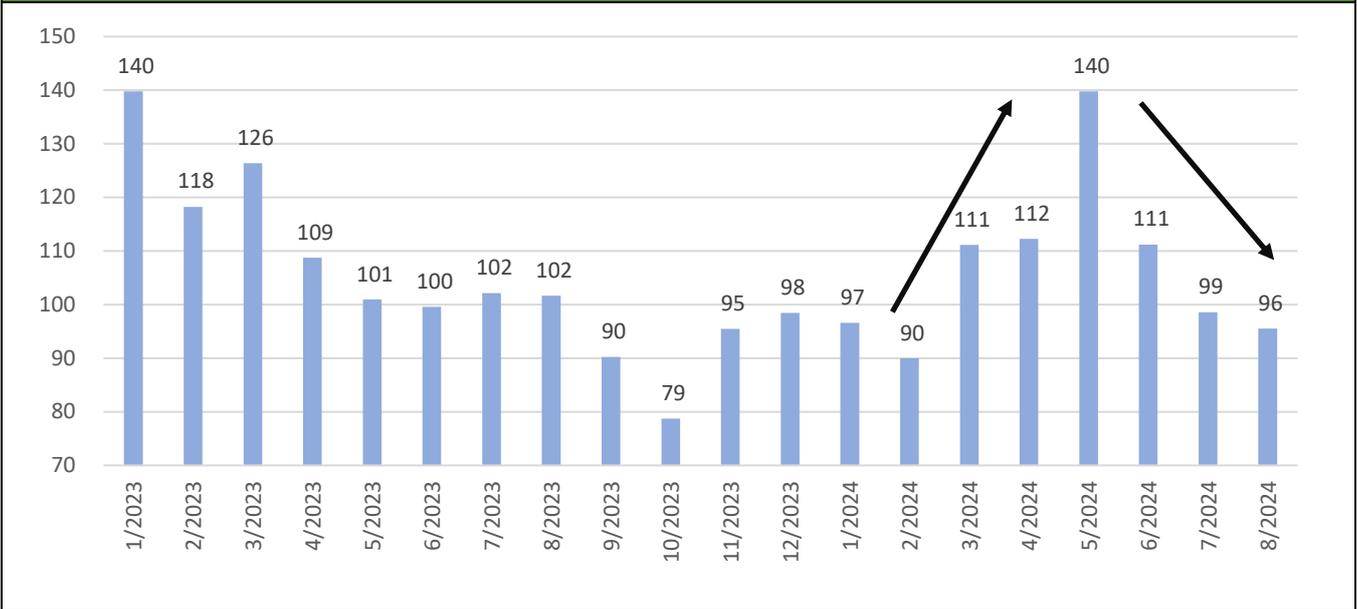
	沪深 300 指数	恒生综合行业指数	MSCI 亚太区	MSCI 欧洲指数	标准普尔 500
基准指数	-3.5%	2.7%	1.0%	1.3%	1.3%
能源指数	2.0%	4.5%	1.3%	-2.6%	-2.6%
金融指数	-1.3%	1.5%	0.6%	0.7%	3.4%
地产指数	-4.5%	3.1%	3.3%	2.5%	4.6%
原材料指数	-5.0%	-1.4%	-1.0%	-0.3%	1.2%
工业指数	-4.1%	-0.6%	0.1%	0.5%	1.5%
可选消费指数	-3.0%	1.5%	0.0%	2.7%	-3.0%
主要消费指数	-3.3%	0.7%	1.6%	2.8%	5.0%
医药卫生指数	-3.7%	3.9%	6.0%	3.4%	4.2%
电信业务指数	-5.6%	4.4%	2.4%	3.2%	0.4%
信息技术指数	-6.9%	4.6%	0.7%	-0.7%	0.1%
公用事业指数	-3.6%	0.9%	-0.1%	1.6%	3.7%

注*：A 股及港股市场统计截至 8 月 30 日，MSCI 指数及标普 500 指数统计截至 8 月 29 日。

来源：彭博、农银国际证券

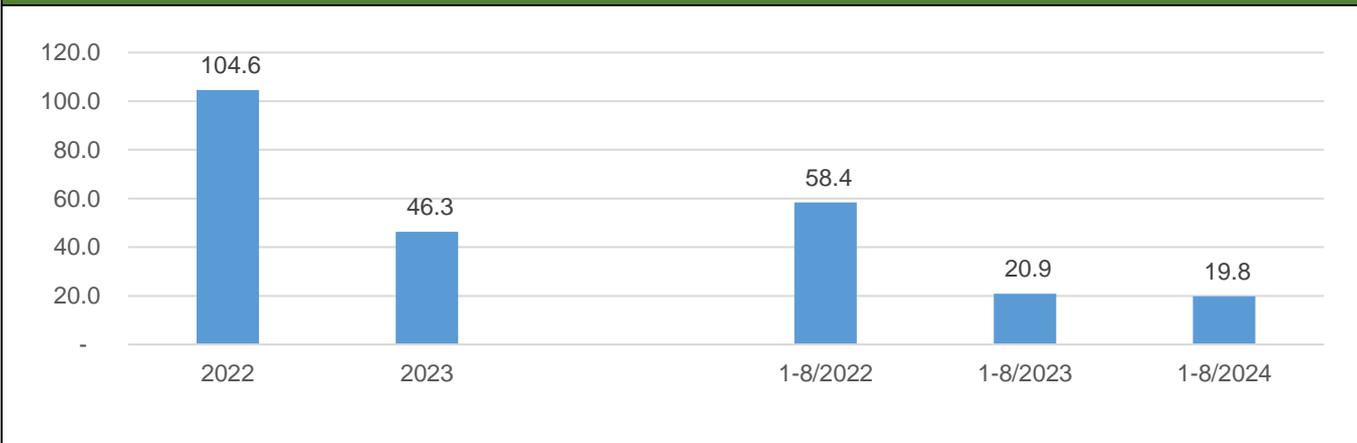


图 5: 香港主板日均交易金额 (HK\$10 亿/日)



来源: 彭博、农银国际证券

图 6: 香港 IPO 市场筹集资金 (HK\$10 亿)

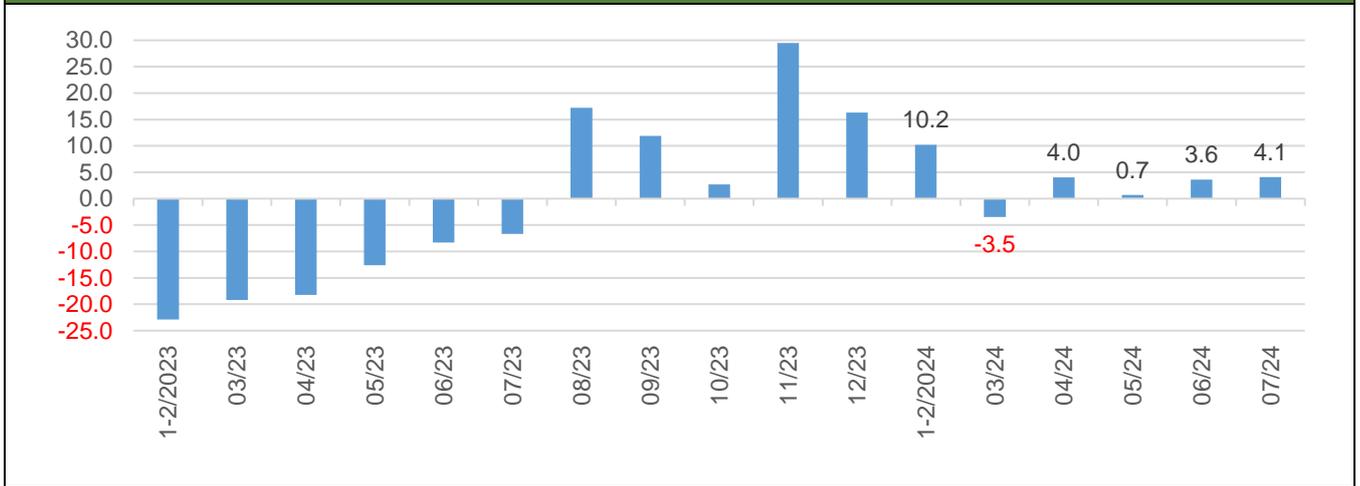


来源: 港交所、农银国际证券

二、 全国规模以上工业企业利润统计为各工业行业第三季度业绩提供洞察

今年首7个月，全国规模以上工业企业实现利润总额 40991.7 亿元，同比增长 3.6%（按可比口径计算）。其中，国有控股企业实现利润总额 13917.3 亿元，同比增长 1.0%；股份制企业实现利润总额 30514.6 亿元，增长 1.9%。分行业看，制造业实现利润总额 29045.4 亿元，增长 5.0%；采矿业实现利润总额 7179.2 亿元，同比下降 9.5%；电力、热力、燃气及水生产和供应业实现利润总额 4767.1 亿元，增长 20.1%。我们更关注利润变化趋势，以洞察三季度利润趋势。我们结合今年以来各月的统计，做成利润变化趋势图作参考。值得注意的是去年首7 工业企业利润倒退 15.5%，今年首7 个月利润在低基数效应下增速也不高。去年 8-12 月利润增长较高，带来高基数效应，将令今年 8-12 月利润增长受压。

图 7：规模以上工业企业月度实现利润同比变化 (%)



来源：国家统计局、农银国际证券

图 8：规模以上工业企业利润同比变化 (%)



图 9：规模以上工业企业利润同比变化 (%)



来源：国家统计局、农银国际证券

能源开采业

图 10: 石油和天然气开采业利润同比变化 (%)

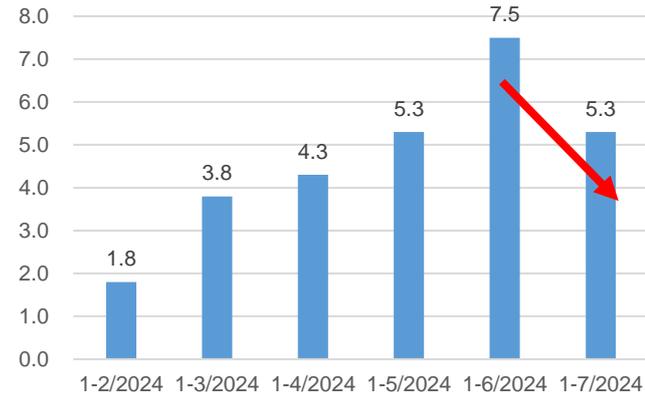
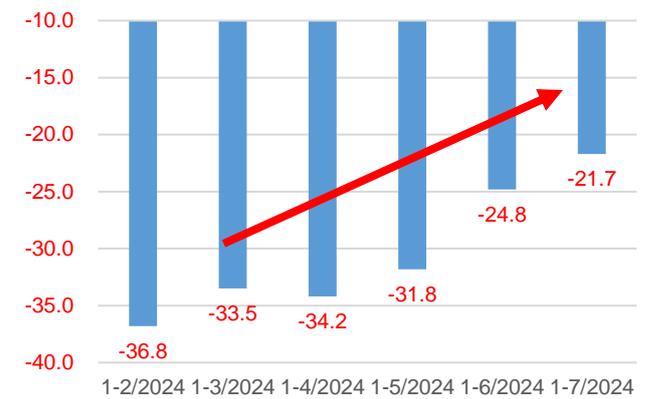


图 11: 煤炭开采和洗选业利润同比变化 (%)



来源: 国家统计局、农银国际证券

消费品制造业

图 12: 农副食品加工业利润同比变化 (%)

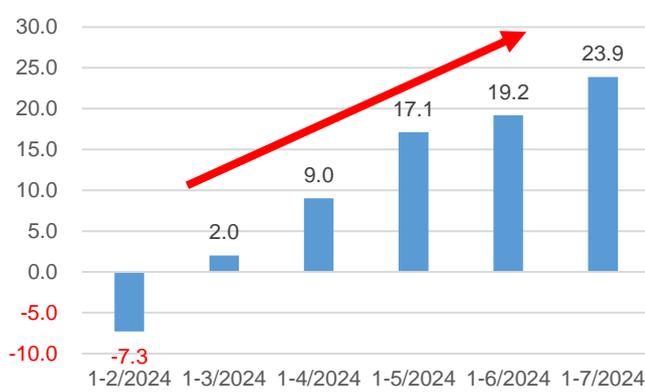


图 13: 食品制造业利润同比变化 (%)

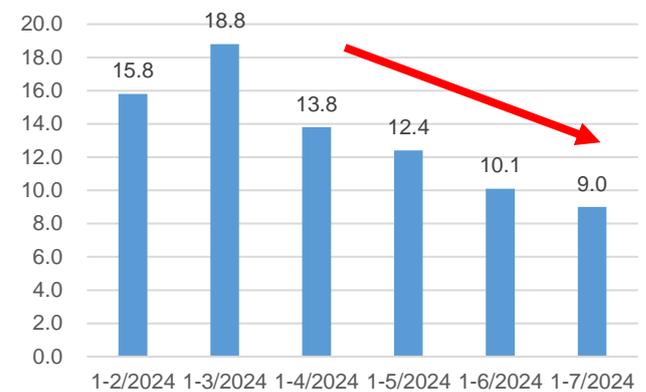


图 14: 医药制造业利润同比变化 (%)

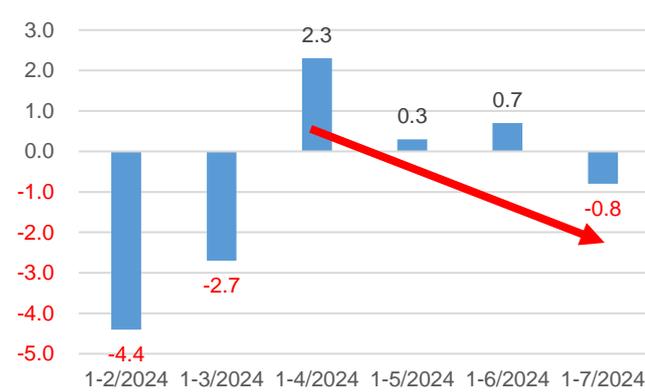
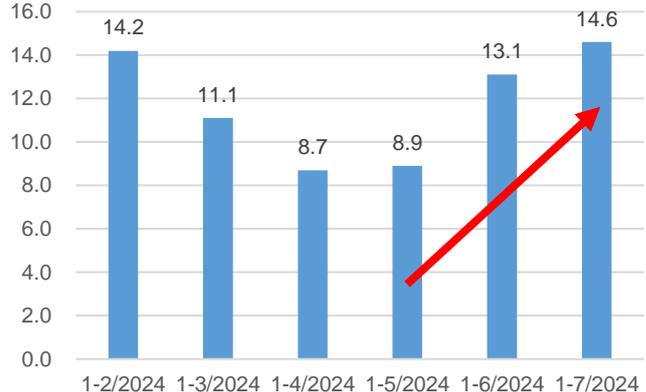


图 15: 酒、饮料和精制茶制造业利润同比变化 (%)



来源: 国家统计局、农银国际证券

高技术制造业，装备制造业

图 16: 计算机、通信和其他电子设备制造业利润同比变化 (%)



图 17: 汽车制造业利润同比变化 (%)



图 18: 铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业利润同比变化 (%)

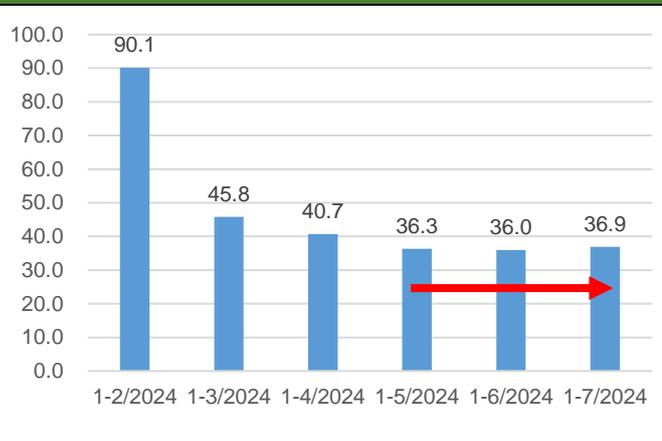
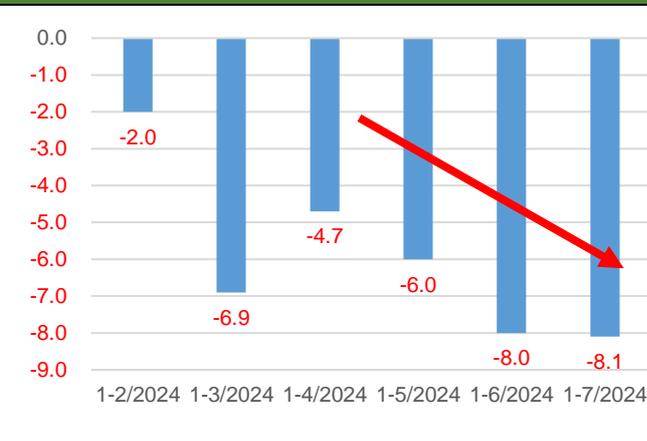


图 19: 电气机械和器材制造业利润同比变化 (%)



来源: 国家统计局、农银国际证券

公用事业

图 20: 电力、热力生产和供应业利润同比变化 (%)

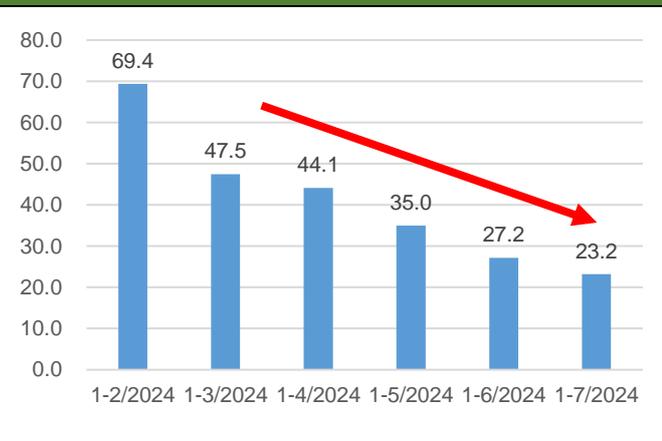


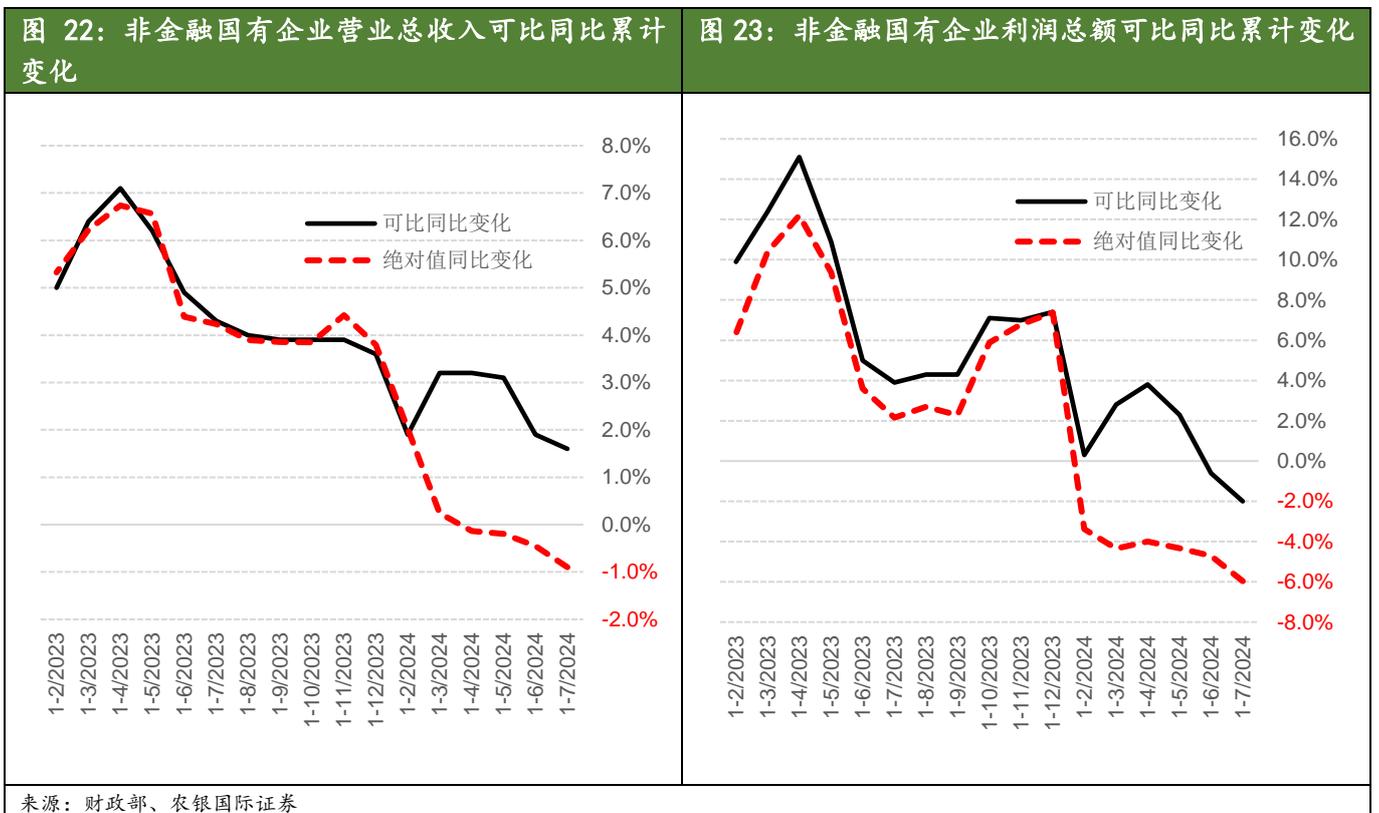
图 21: 水的生产和供应业利润同比变化 (%)



来源: 国家统计局、农银国际证券

三、首7个月非金融国企利润降2% 同期工业国企利润升1%

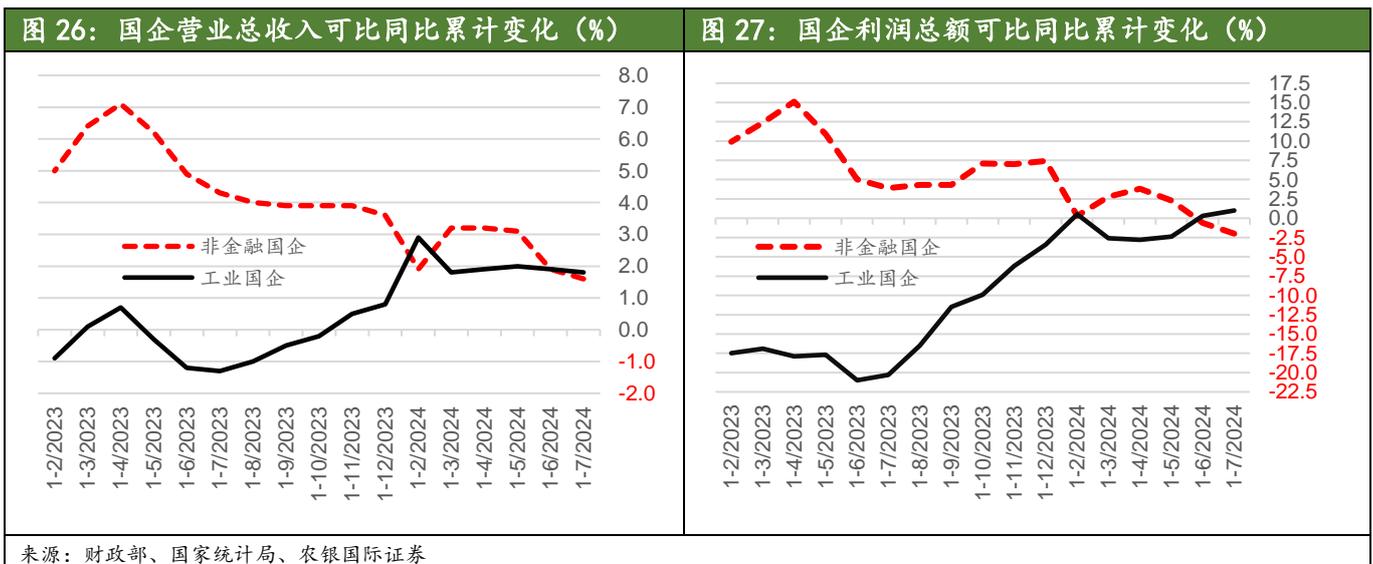
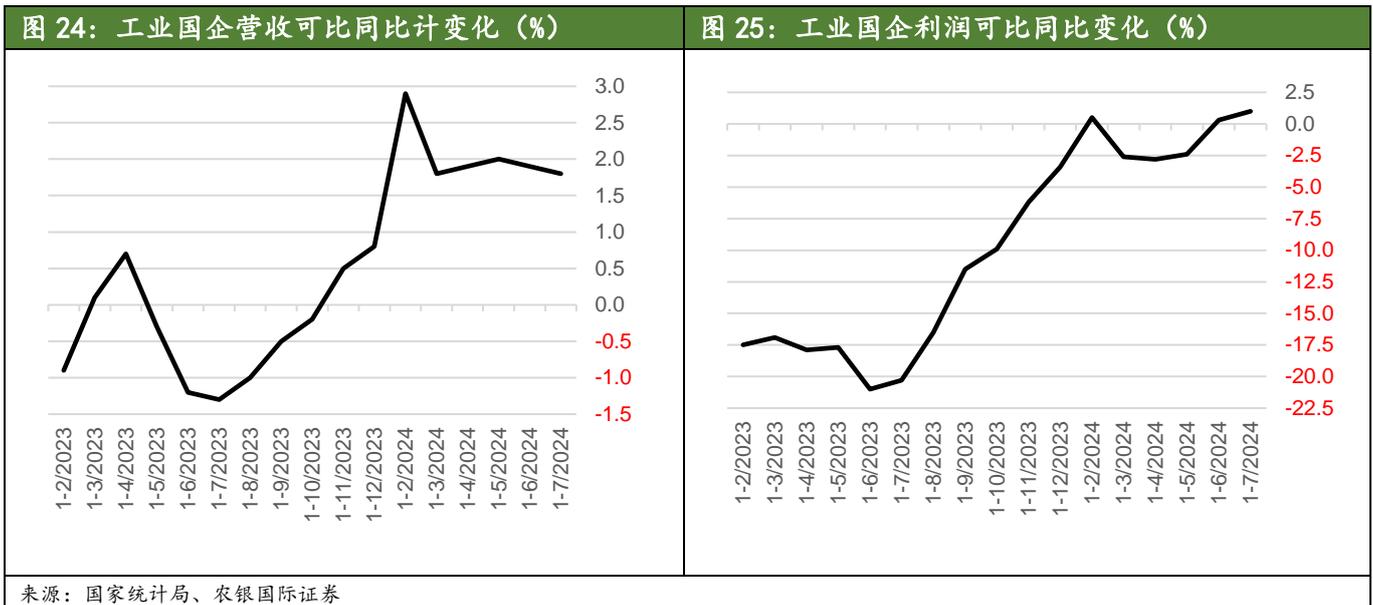
据财政部统计，非金融国企面对营收增长低迷，利润开始出现倒退情况。1-7月，全国国有及国有控股非金融企业（以下称非金融国企）营业总收入同比增长1.6%（以下同比变化指可比同比变化），增幅较1-6月下降0.3个百分点，增幅较1-3月下降1.6个百分点；利润总额同比下降2.0%，降幅较1-6月扩大1.4个百分点，降幅较1-3月扩大4.9个百分点。7月末非金融国有企业资产负债率64.9%，与6月末持平，较2023年末高0.3个百分点。非金融国企营收增长放慢及利润出现倒退，对政府的财政收入也带来下行压力。1-7月，国有企业应交税费可比同比增长1.3%，增幅较1-6月下降0.7个百分点。



财政部统计的非金融国企业务表现与国家统计局对国有工业企业业务表现的调查不同。据国家统计局，1-7月，规模以上国有工业企业（以下称工业国企）营收可比同比增长1.8%，增幅较1-6月下降0.1个百分点，增长与1-3月比较持平；利润总额可比同比增长1.0%，增幅较1-6月提高0.7个百分点，增幅较1-3月提高3.6个百分点。工业国企利润增长在二季度以来慢慢提高的原因，包括能源行业 and 有色金属行业内的工业国企利润增长变化持续好转，但部分行业如电力、汽车、制药等的工业国企利润之前在一季度较高增长但在第二季度开始出现增速下降趋势。

1-7 月，工业国企利润增长，但非金融国企利润倒退。导致后者利润倒退是由于房地产业和建筑业内的国有企业利润倒退导致，而这两个行业不属于工业。特别注意的是财政部和国家统计局公布的统计同比变化是可比同比变化，而不是绝对值同比变化。可比同比变化是指本期汇总范围内企业本年数据与同口径上年同期数据对比计算得出，亦即同比变化计算只比较在今期和去年同期同时在统计范围内的企业。

从财务健康角度看，7月末工业国企资产负债率 57.3%， 低于同期非金融国有企业资产负债率 7.6 个百分点。前者的杠杆率较低，反映财务风险管理较严。

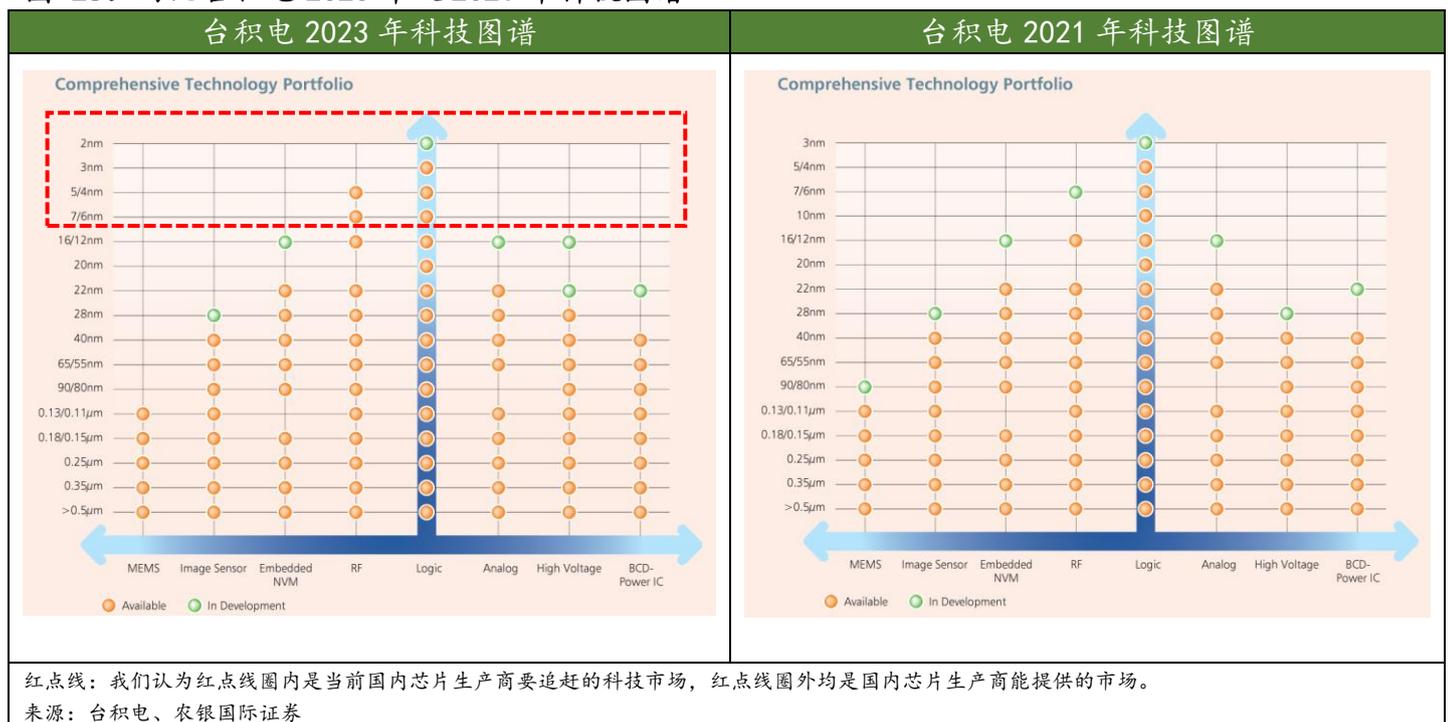


四、 台积电 (2330 TW/TSM US) 的科技图谱 预示国内芯片行业独角兽在那个领域出现

目前，美国及其盟国禁止向中国出口先进芯片生产设备。这引发市场担忧。不过，我们不应对其影响做出过分夸大的反应。因为目前市场所需的芯片大部分都是采用非常成熟的芯片生产工艺生产的，中国已经具备了生产能力。

台积电被认为是芯片生产技术的全球领导者。不同用途的芯片需要不同的生产技术。我们相信台积电的科技图谱将为芯片行业的发展提供平衡和全面的视角。我们提取台积电的科技图谱来说明芯片代工的发展趋势。根据其最终用途，芯片可分为八个主要类 - 逻辑芯片 (Logic)，射频芯片 (RF)，微机电系统芯片 (MEMS)，图像检查芯片 (Image sensor)，嵌入式非易失性存储芯片 (Embedded NVM)，模拟芯片 (Analog)，高电压芯片 (High voltage)，BCD (双极-CMOS-DMOS) 电源 IC (BCD-Power IC)。比较台积电 2021 年和 2023 年的科技图谱，台积电的芯片生产工艺领先全球在于高端逻辑芯片和射频芯片。

图 28：对比台积电 2023 年及 2021 年科技图谱



逻辑芯片被应用于许多 AI 产品中。RF 芯片主要用于电信产品。这两类高端芯片产品都需要非常先进的芯片生产设备和工艺来生产。其他六种芯片可以通过非常成熟的生产工艺或设备来制造。简单来说，中国有能力大规模生产这六种芯片。中国芯片制造商面临的挑战是生产用于人工智能用途的高端逻辑芯片和用于先进电信用途的高端射频芯片。从华为新手机来看，或许直接证

明了中国芯片厂商有能力生产高端射频芯片。因此，中国芯片制造商面临的主要挑战是高端逻辑芯片的生产。

从行业盈利能力来看，中国芯片企业至少能够量产 8 种主要芯片中的 6 种。由于市场竞争激烈，供应动态的变化意味着生产此 6 类芯片的利润率不高。同时，生产高端逻辑和射频芯片的利润率将非常丰厚。第二季度，台积电毛利率为 53%，中芯国际（981 HK）约 13.8%，华虹半导体（1347 HK）约 8.5%。从这个角度来看，美国及其盟国无疑将大大提高阻碍中国芯片生产商渗透到高端逻辑和射频芯片业务领域的壁垒。也许，这两个芯片产品领域是美国及其盟国防御中国芯片生产商进攻的最后两座城堡。然而，这些障碍只是暂时阻碍中国科技进步，并不能完全阻止中国科技进步。

所以，从 PE/VC 投资者的角度来看，中国芯片行业真正的独角兽是在高端逻辑和射频芯片业务领域。风险是这两个领域的中国芯片行业独角兽也将是美国及其盟国攻击的目标。从这角度看，国家更需要培育及保护两个领域的芯片独角兽。

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