



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED



港股市场一周回顾

2024年9月6日

港股市场一周回顾

6/9/2024

- 国有银行综合盈利揭示巨额投资隐性收益
- 全球制造业 PMI 创八个月低点 新出口订单连续第三个月下降
- 三季度能源及电力行业盈利状况需谨慎

一、 国有银行综合盈利揭示巨额投资隐性收益

H 股银行半年报季已结束。投资者关注银行股东应占利润，因这是公司及市场分析师计算每股收益、股息、资产回报率和股本回报率的基础。然而，如果这个利润数字不能完全反映银行的盈利能力，则上述财务参数可能被低估或高估。

我们建议除了关注银行股东应占利润，还需要关注银行股东应占综合利润，因后者更好地反映了银行的全面盈利能力。由于会计处理方法的原因，银行持有的债券、股权等部分金融资产的公允价值变动不会反映在归属于银行股东应占利润中，而是全面反映在归属于银行股东综合利润中。但分析师和媒体通常会讨论前者的变化或趋势，很少讨论后者。还有一种误解认为银行股东应占利润会增加股权价值，实际上是归属于银行股东综合利润提升了股权价值。

在大多数上市非金融公司中，股东应占利润与股东应占综合利润的差异并不显著。但对于持有大量金融资产的金融机构来说，其金融资产的公允价值变动将扩大股东应占利润与股东应占综合利润的差异。

上周，四大国有银行公布半年业绩。2024 年上半年四大国有银行股东应占利润总额约为 5,893 亿元人民币（下同），同比下降 0.9%。市场反应负面，本周恒生中国内地银行指数下跌 3.5%。权重银行股下跌，恒生指数下跌 3.0%。然而，2024 年上半年四大国有银行股东应占综合利润总额为 6,741 亿元，增长 5.5%。如果我们考虑股东应占利润总额，它们上半年总利润是下降的。但如果我们考虑后者股东应占综合利润，它们上半年的总利润是上升的。此外，综合利润总额比利润总额多出约 849 亿元，意味着股东应占利润总额无法充分反映银行 2024 年上半年的盈利能力。为什么综合利润总额大幅高于利润总额？哪些类型的收益尚未从股东应占利润中反映出来？有两项巨额未实现收益未反映在股东应占利润。一是权益工具投资未实现收益。其次，债务工具投资的未实现收益。

2024 年上半年，四大国有银行权益工具未实现收益总额约为 108 亿元，同比增长 225%；债

务工具未实现收益总额（扣除拨备后）约为 885 亿元人民币，同比增长 318%。这两项目反映在综合利润总额中，但不反映在利润总额中。从数字上可以看出，银行内部的投资团队非常专业、具有较强的投资能力。而且，巨额未实现收益也反映出银行投资团队善于判断经济周期、行业周期、利率周期等，做出长期投资决策，从而报告巨额未实现收益。

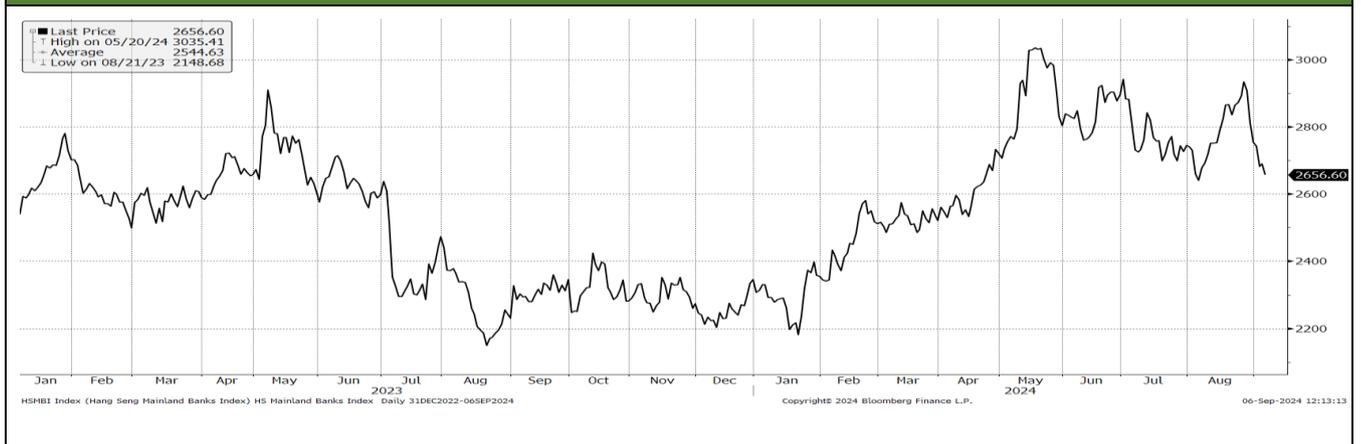
由于大多数投资者以市净率（P/B）来评估银行股，投资者要了解这些未实现的收益将推高银行资产负债表的股权值。相反，银行股的每股收益是根据归属于股东的利润总额计算的，投资者要了解每股收益不包括综合利润中列报的未实现收益和亏损。风险是这些巨额未实现收益会跟随市场价格变化进一步扩大或大幅减小。

图 1：四大国有银行利润总额

人民币百万元	2023 上半年	2024 上半年	同比变化
归属于股东利润	594,417	589,286	-0.86%
归属于股东综合利润	639,084	674,146	5.49%
差距=股东综合利润 减 股东利润	44,667	84,860	89.98%
未实现收益包含在综合利润中：			
以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的权益工具投资公允价值变动	3,319	10,782	224.86%
以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的债务工具公允价值变动 和 以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的债务工具信用损失准备	21,150	88,496	318.42%

来源：银行半年报、农银国际证券

图 2：恒生中国内地银行指数

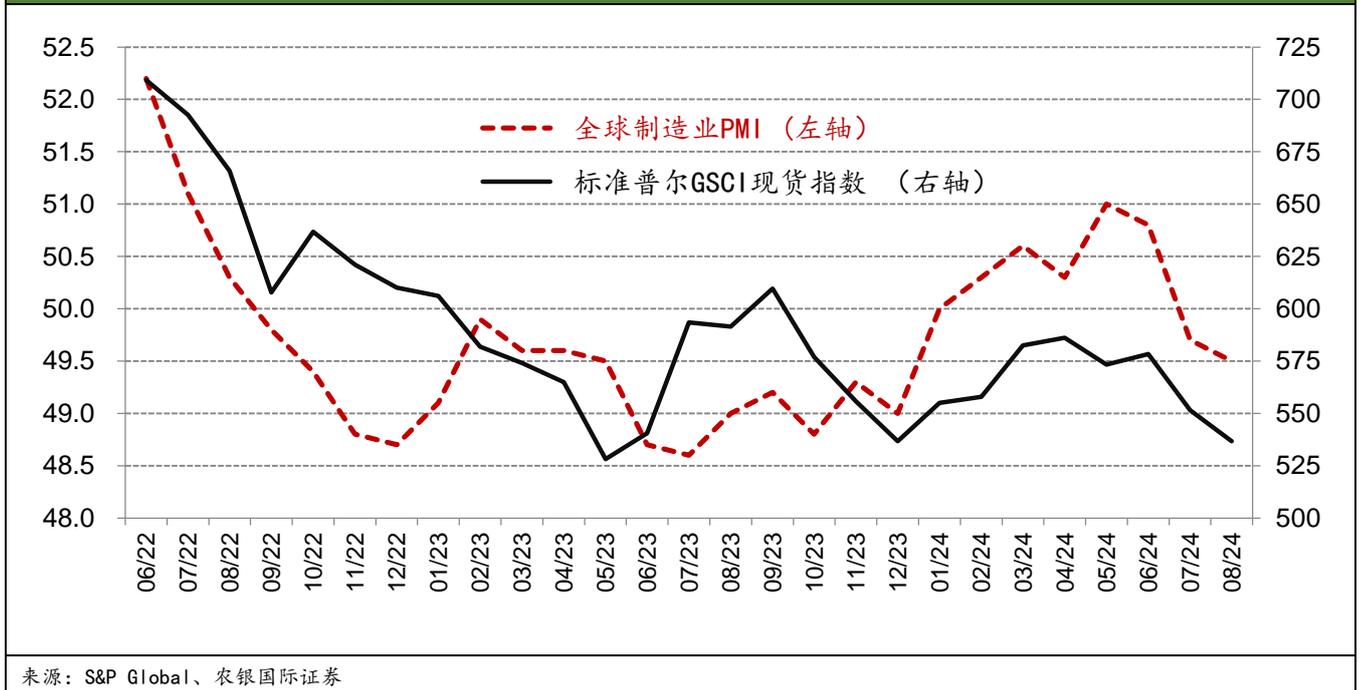


来源：彭博、农银国际证券

二、 全球制造业 PMI 创八个月低点 新出口订单连续第三个月下降

标准普尔全球市场统计显示 8 月份全球制造业疲软迹象继续显现，生产、新订单和就业出现收缩，全球贸易流动连续第三个月恶化。 8 月份全球制造业 PMI 跌至 49.5 的八个月低点，连续第二个月低于 50.0。 第三季度首两个月平均值为 49.6，第一季度和第二季度平均值分别为 50.3 和 50.7。 统计数据反映全球制造业第三季度活动扭转了今年前两季度的扩张局面， 这可能是主要工业国家制造业经济活动扩张见顶、转向下滑的信号。

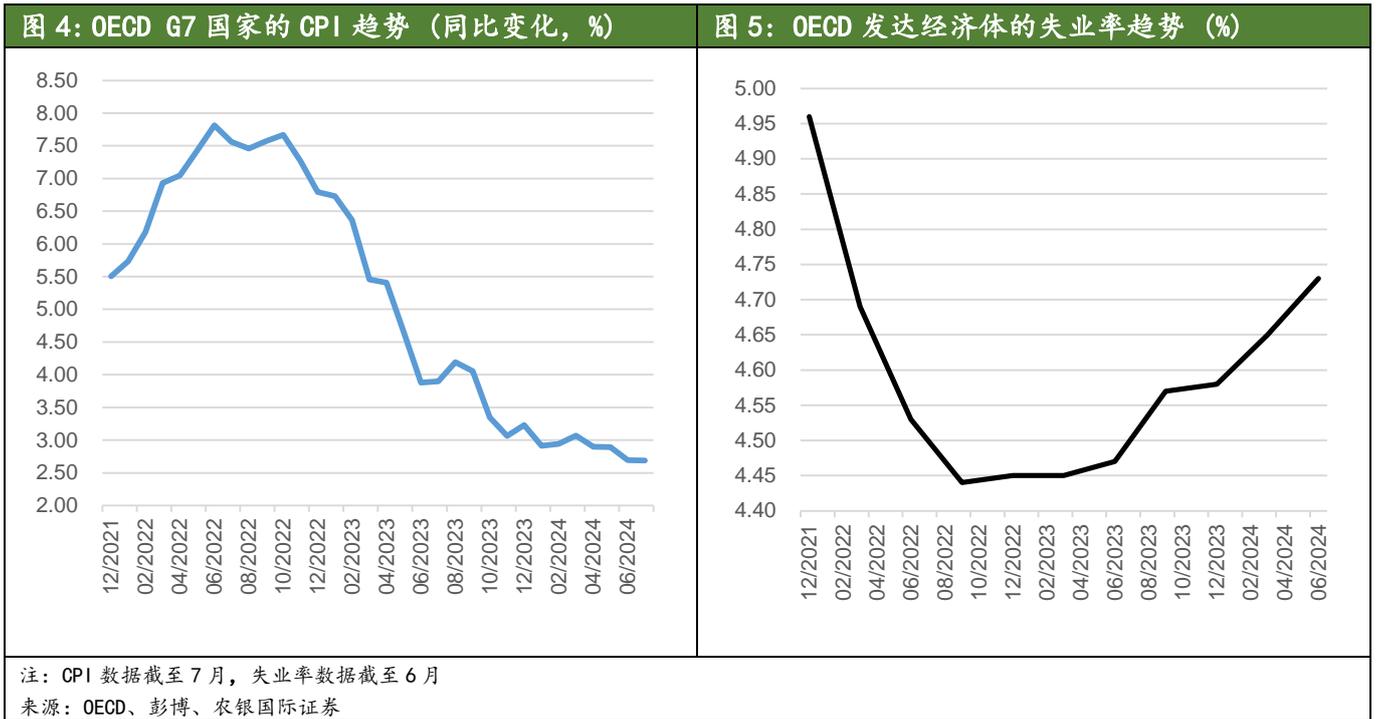
图 3：全球制造业 PMI（左轴，红点线） vs 商品价格指数（右轴，黑线）
 今年 7-8 月制造业活动转弱，商品价格指数也随之走低



如果说价格通胀变化是反映需求变化的另一个指标，那么经合组织(OECD) G7 国家的 CPI 通胀率趋势就是一个很好的参数。据 OECD，G7 国家的 CPI 同比变化从 3 月份的 3.1% 放缓至 5 月份的 2.9% 和 7 月份的 2.7%。G7 国家通胀率下降表明商品需求疲软，导致制造业活动疲软。由于通胀正在缓和，制造业活动也在放缓，这表明需求面的下降速度快于供应面的下降速度。这是对全球经济风险的警示。如果名义工资增长不变，通货膨胀率下降将推动实际工资增长，从而导致购买力和需求增加。然而，统计数据显示需求疲软抑制了制造业活动和通胀。

造成需求面较快下降的根本原因是发达经济体失业率持续上升。根据 OECD 的数据，发达经济体的失业率从 2023 年第二季度的 4.47% 上升至 2023 年第四季度的 4.58%、2024 年第一季度的 4.65%

和 2024 年第二季度的 4.73%。尽管发达经济体失业率上升对全球经济构成威胁，但现阶段我们不应过于悲观。与发达经济体历史失业率相比，当前失业率与 2000-2019 年失业率相比仍处于较低水平。2002-2019 年失业率在 4.74%-8.59%之间，平均为 5.55%。尽管如此，风险在于发达经济体失业率持续上升将继续抑制需求和全球制造业活动。风险将通过全球贸易活动疲软蔓延至其他发展中国家制造业。



三、 三季度能源及电力行业盈利状况需谨慎

大部分上市公司在8月底前就已经公布了半年业绩。第三季度已经过去两个月了，市场焦点转向第三季度盈利前景。主要行业近几个月的利润增长趋势将为三季度的利润前景提供参考。

据国家统计局全国规模以上工业企业统计，能源电力板块中，石油天然气开采业利润同比增速由上半年的7.5%放缓至前7个月的5.3%，推算7月份利润同比可能下降约8%。煤炭开采业利润同比降幅由上半年的24.8%收窄至前7个月的21.7%，推算7月份利润同比增长约3%。电力行业利润同比增速由一季度的47.5%放缓至上半年的27.2%，前7个月利润同比增速进一步放缓至23.2%，推算7月份利润增速将持平。电力行业利润上半年高增长势头的情况在第三季度消失了。三季度能源及电力行业盈利状况仍需谨慎。

汽车制造业利润同比增速从一季度的32%放缓至上半年的10.7%和前7个月的6.7%，推算7月份利润同比下降约17%。医药制造业利润同比变化由上半年增长0.7%降至1-7月下降0.8%，推算7月份利润同比下降约10%。7月份汽车制造和医药制造行业利润同比下滑，表明三季度盈利状况仍需谨慎。

计算机及通信设备制造业利润同比增速从一季度的82.5%放缓至上半年的24.0%，前7个月利润同比增速回升至25.1%，表明二季度利润增长势头大幅放缓，但7月利润反弹。推算7月份利润增长约30%，这对第三季度行业来说是一个积极的信号。

消费品制造业中，农副食品加工业和酒饮料行业三季度盈利前景可能较好，但食品制造业利润增速大幅放缓。农副食品加工业利润同比增速由一季度的2.0%上升至上半年的19.2%，前7个月进一步上升至23.9%，表明7月份利润增速或将达到50%以上。近几个月生猪及猪肉价格的上涨有助于提升行业利润。然而，食品制造业利润同比增速从一季度的18.8%放缓至上半年的10.1%，前7个月进一步放缓至9.0%。二季度利润增速放缓，并延续到7月份，推算7月份利润增长约2%。7月份利润增速明显放缓，这对三季度食品制造业来说不是利好因素。酒、饮料和精制茶制造业利润同比增速由上半年的13.1%，上升至前7个月的14.8%，推算7月份利润增长约24%，这对第三季度行业来说是一个积极的信号。

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