

2024年2季度港股市场投资展望： 养精蓄锐

赵文利 姜越 邹炜

2024年3月28日



核心要点

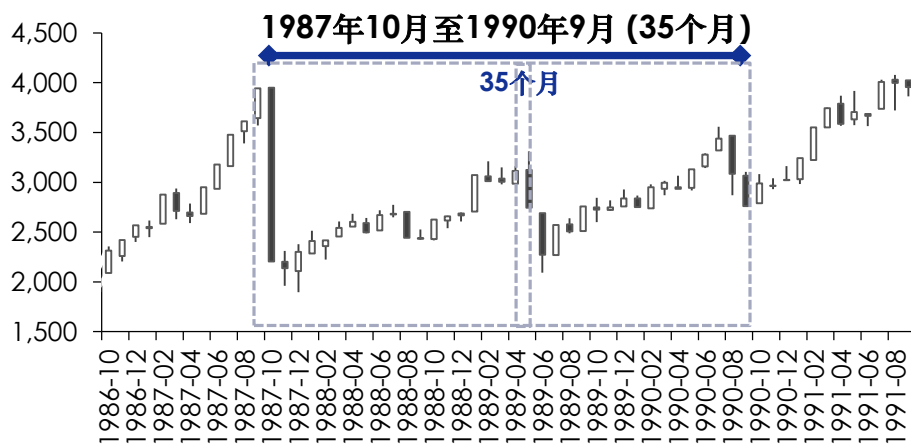
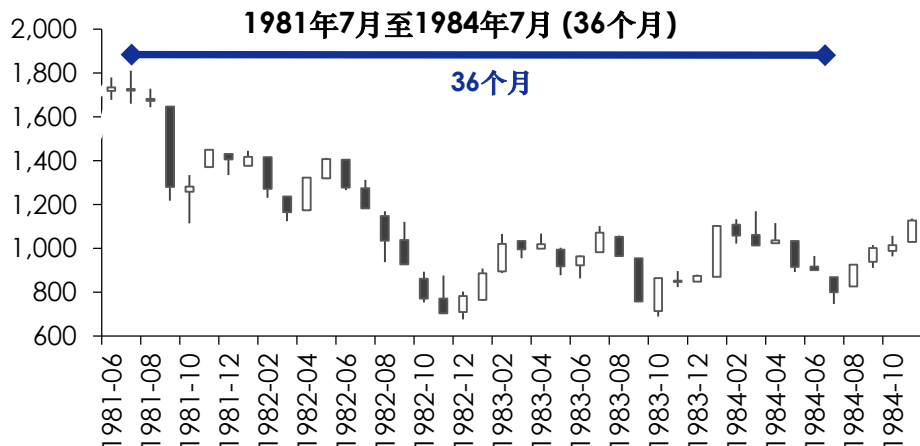
- ❖ 一季度港股先跌后反弹，恒指短期在17000点附近仍面临较强阻力，未来需要更多政策利好及基本面的支持才能打开上行空间。
- ❖ 随着1月下旬恒指守稳前期低点（2022年10月低点）后反弹，港股熊市尾声的共识正在形成，2月以来南下资金净买入力度不断增强，外资交易型资金也阶段性回流中港股市，港股韧性不断增强。
- ❖ 二季度美联储有可能逐步放缓量化紧缩节奏，为年中减息做铺垫，但后续减息路径仍存不确定性。近期美元强势、非美货币承压，令短期流动性偏紧。
- ❖ 港股面临的上行催化剂主要包括：港股已陆续确认估值底、政策底、经济底、盈利底和流动性底，安全边际基本锁定；美联储的减息预期逐步强化，有望带来流动性改善；日本央行退出负利率，短期不会触发套息交易平仓潮；中国未来增量政策及经济表现有望超预期。
- ❖ 港股面临的下行风险主要包括：下半年美国大选临近，排华情绪容易带来地缘政治和贸易摩擦；美联储降息节奏可能与市场预期出现偏差，如降息间歇期拉长；高利率维持更久的环境下，造成环球商业房地产的进一步恶化；降息之后流动性改善的红利惠及港股的力度可能不及预期，资产配置角度，环球债市和外围新兴市场股票对于外资吸引力可能很高；美股集中度处于历史高位，一旦高位回调会对香港市场造成短期负面冲击；6月开始的欧洲议会选举，极右势力抬头，贸易保护主义风险将显著上升。
- ❖ 综合考虑内外环境，预计港股在二季度大致呈现区间震荡的W型走势、前低后高，恒生指数波动区间介于16000-18000点，国企指数波动区间介于5500-6100点，科技指数介于3300-3900点。
- ❖ **投资建议：**建议二季度维持区间交易和哑铃型配置策略，一方面继续持有高股息蓝筹，另一方面可精选互联网、科技、消费及制造业出海龙头。主题可关注：人工智能+、新质生产力、制造业出海、设备更新改造、以旧换新、消费复苏等。

Executive Summary

- ❖ Hong Kong stocks initially fell but then rebounded in the first quarter. Meanwhile, the Hang Seng Index is still facing strong resistance near 17000 points in the short term. More favourable policies and fundamental support will be needed to generate greater upside.
- ❖ In late January, the Hang Seng Index fell to a level close to its October 2022 low, before stabilising without further declines then gradually recovering, leading to a growing consensus that Hong Kong stocks have emerged from the bear market. Since February, net buying of southbound funds continued to strengthen. Foreign trading funds also returned to the Hong Kong and China stock markets. Signs are that Hong Kong stock resilience continues to strengthen.
- ❖ In the second quarter, the US Federal Reserve is likely to gradually slow the pace of quantitative tightening, paving the way for interest rate cuts in the middle of the year. The subsequent path for rate cuts remains uncertain. Recent strength in the US dollar and pressure on non-US currencies have tightened short-term liquidity.
- ❖ Upside catalysts for Hong Kong equities include: Hong Kong stocks moving away from their darkest hour (the valuation bottom, policy bottom, economic bottom, earnings bottom, and liquidity bottom); limited downside risk going forward; the expectation of Fed interest rate cuts strengthening, possibly leading to liquidity improvement; the remote likelihood the Bank of Japan's exit from negative interest rates will spark global margin calls on yen carry trade; and the likelihood China's future potential policy and economic performance will exceed expectations.
- ❖ The main downside risks to Hong Kong equities include the approach of the US election in November, anti-China sentiment causing geopolitical and trade frictions; the Fed's pace of interest rate cuts deviating from market expectations (e.g. interest rate cut intervals being extended); higher-for-longer interest rates resulting in further deterioration in the global commercial real estate market; liquidity improvement after rate cuts that is not as supportive as expected for the Hong Kong stock market given that foreign investors may prefer global bonds and other emerging market equities; the all-time-high concentration of US equities, which will have a short-term negative effect on the Hong Kong market in the event of a pullback; European Parliamentary elections to be held in June leading to a sharp swing to the political right, and the associated risk of a far-right EU and trade protectionism.
- ❖ After a thorough review of the internal and external environment, we expect the Hong Kong stock market to follow a W-shaped pattern in the second quarter, starting from a low and then rising, with the Hang Seng Index fluctuating between 16000 and 18000 points, the Hang Seng China Enterprises Index fluctuating between 5500 and 6100 points, and the Hang Seng TECH Index fluctuating between 3300 and 3900 points.
- ❖ **Our asset allocation recommendation:** We recommend investors engage in range trading following a dumbbell allocation strategy in the equity market in the second quarter. We also recommend continuing to hold blue-chip stocks with high dividends, and selecting leaders in the internet, technology, consumer and overseas manufacturing sectors. Finally, we recommend focusing on the following investment themes: AI+, new quality productive forces, China's overseas manufacturing, equipment upgrades and trade-ins, and the consumer recovery.

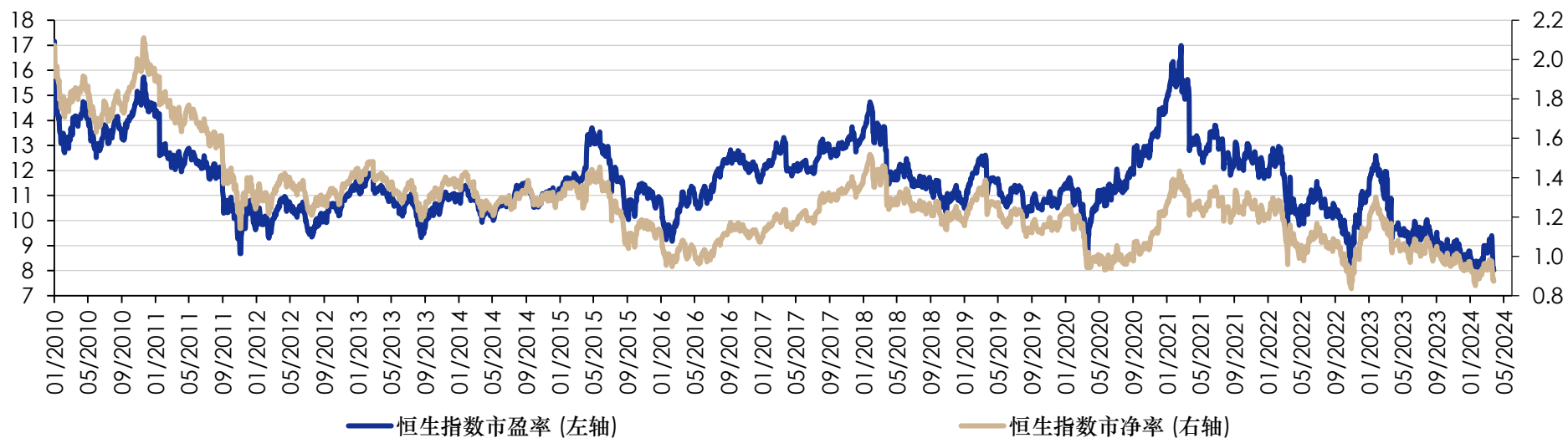
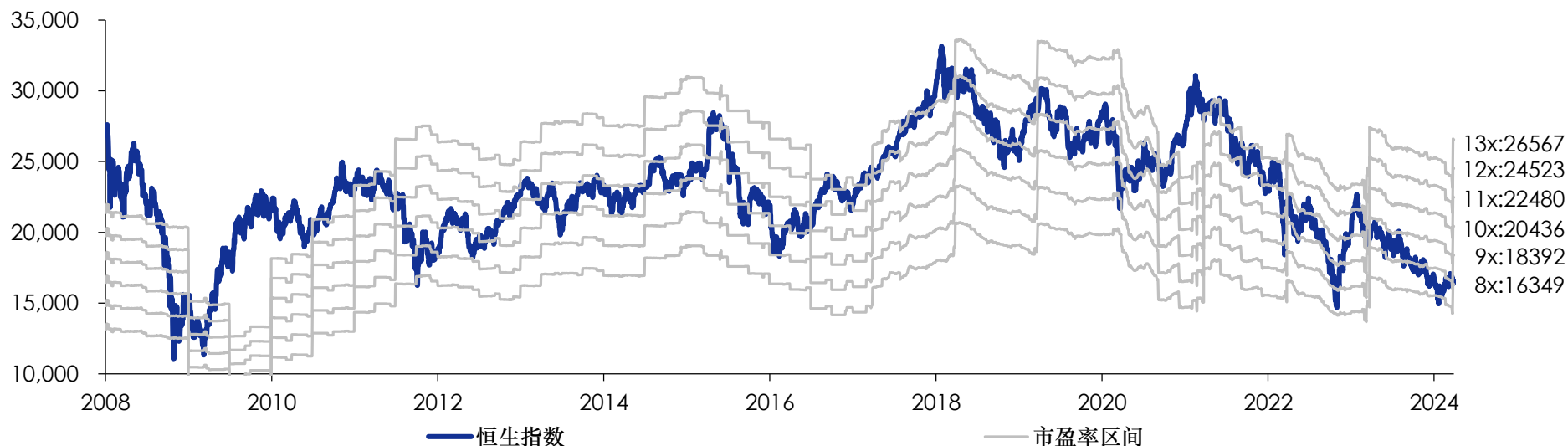
港股熊市尾声的共识正在形成

- ❖ 恒指按月度下跌基本不超过37个月，且在下跌的后半段多呈现波动走高的类似“W”型筑底走势
- ❖ 大部分剧烈下跌发生在周期的前半段，而周期的中后段通常是震荡筑底和估值修复阶段，继续大幅下行的空间有限
- ❖ 我们此前预测2024年可以看到本轮熊市的末尾，随着1月下旬恒指守稳前期低点（2022年10月低点）后反弹，港股熊市尾声的共识正在形成，韧性不断增强。



数据来源: 彭博、建银国际; 数据截至2024-3-19

估值底：恒指一度跌破8倍市盈率和0.9倍市净率后反弹



数据来源：彭博、建银国际；数据截至2024-3-27

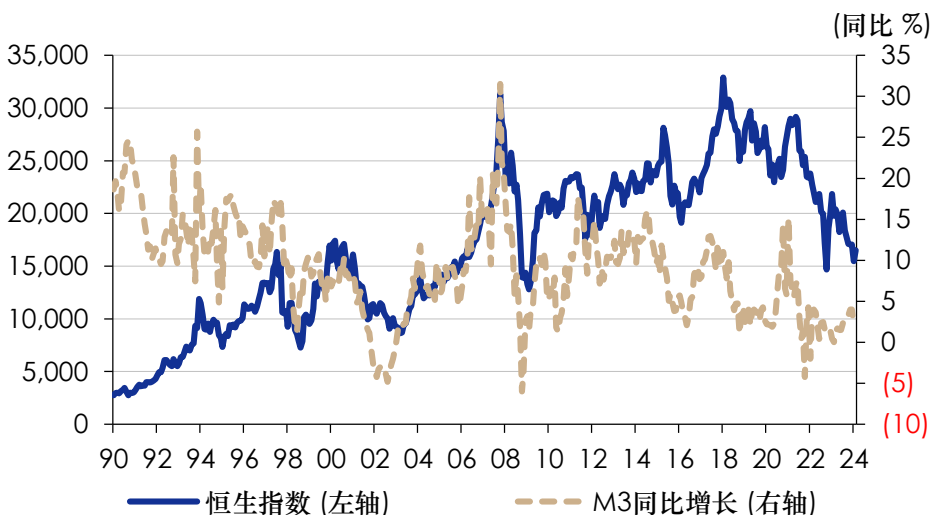
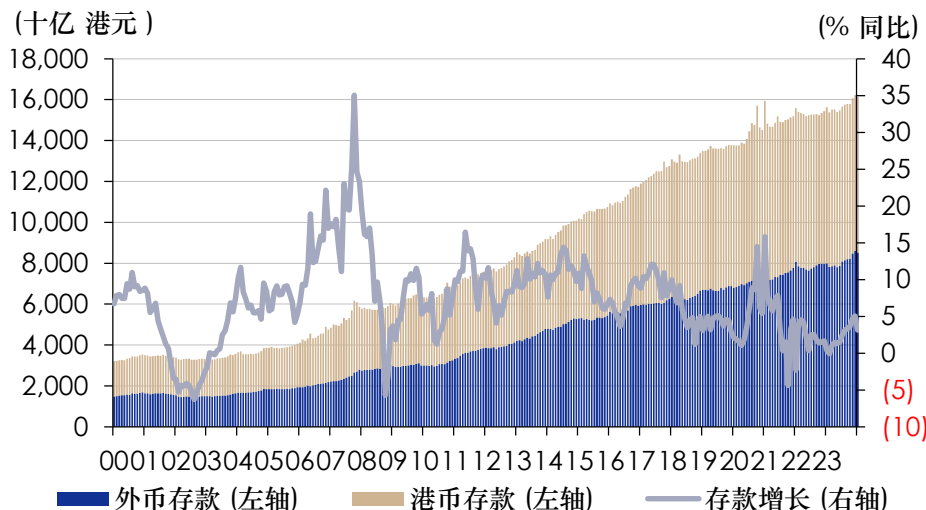
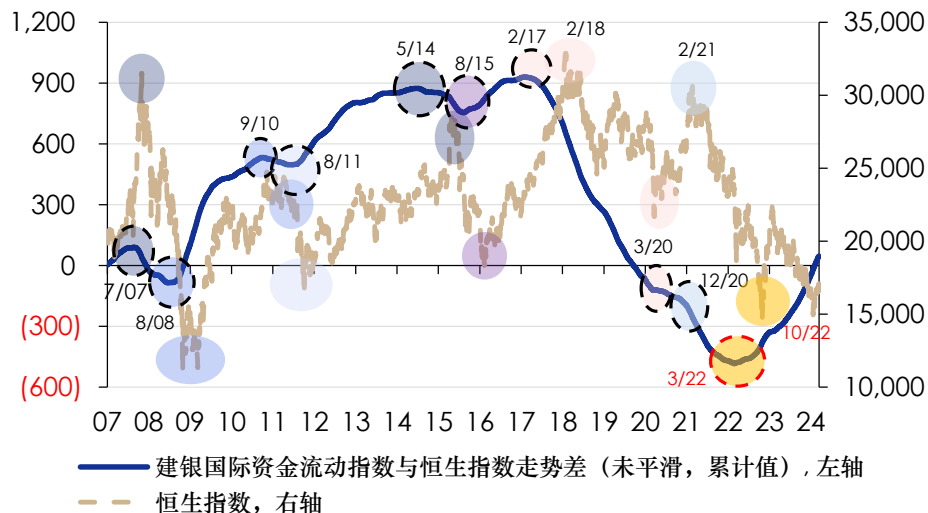
流动性底进一步确认

❖ 我们认为香港已经过了流动性底部：

- 建银国际流动性指标确认港股已过长期底部：以目前的价值来看，流动性条件仍然对恒指有利
- M3增长在2023年2月见底后回正，并且近两个月增速创下2022年4月以来新高

❖ 香港存款数据在2023年12月创历史新高：

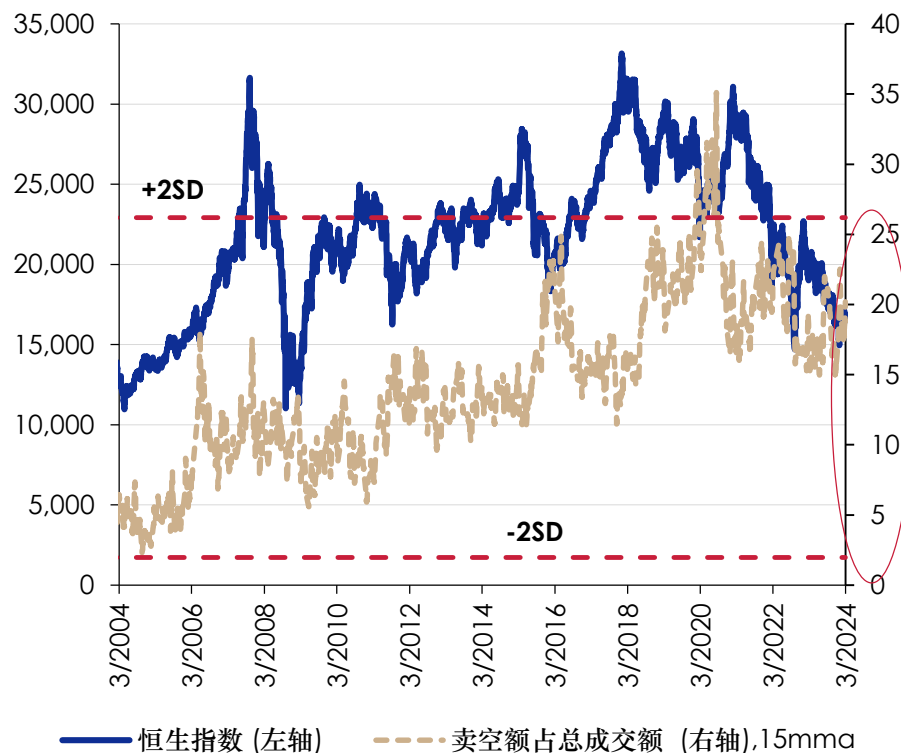
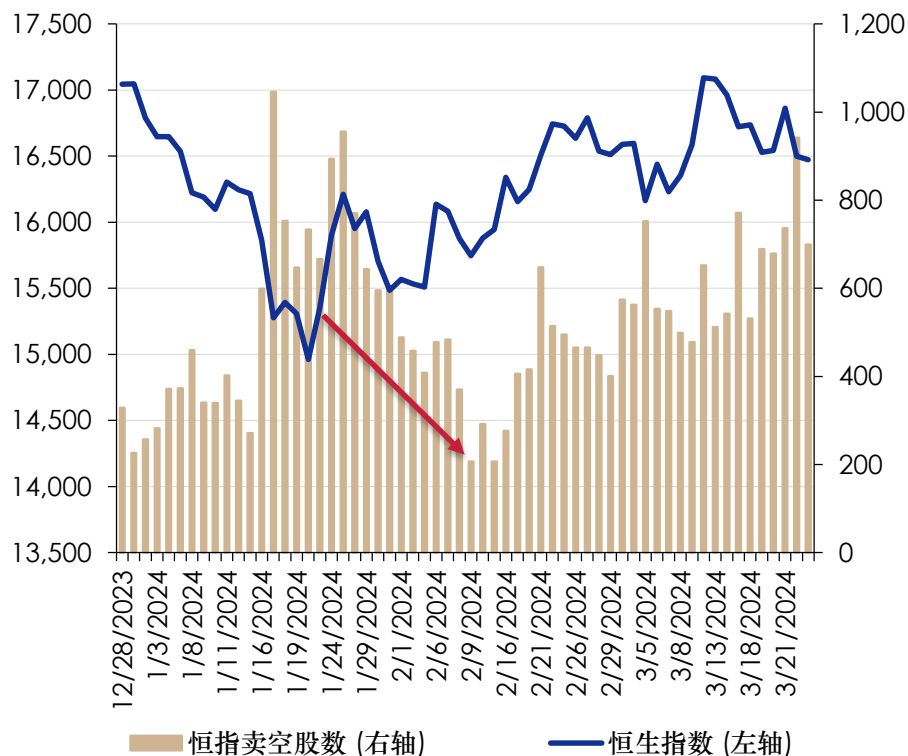
- 虽然股市及债市有一定的资金外流，钱并没有离开香港
- 港元存款和外币存款持续上升，资金保留在香港银行体系内



数据来源：彭博，CEIC，建银国际

近期空头回补及部分外资回流有利指数反弹

- ❖ 今年1月份港股出现猛烈下跌，并在1月22号创下15个月新低，此时卖空股数也达到了阶段性新高，此后指数触底反弹并在近两个月温和上涨。
- ❖ 历史上看，恒生指数与卖空成交额占总成交额基本上呈现负相关关系。当这个占比触及两倍标准差的时候，基本上会回落，同时指数也会迎来一波上涨。近期看此占比不断下降，有利于指数的短期上涨。



数据来源：彭博、建银国际

今年以来北向资金净买入持续见底回升，南向资金净买入显著加快

❖ 从资金流向来看，年初至今南向交易净流入在加速。

- 根据恒指公司信息，去年南向交易占香港股票市场成交额的比例增至约14.3%，按年增长2.6个百分点，反映南向交易影响力不断提升。
- 鉴于过去24个月内每月资金净流入几乎全部为正值，可见南向投资者对香港股市前景普遍持正面态度，显示出投资者在港股下跌期间亦会逢低买入。
- 2024年初至今(截至3月27日)累计南向交易净流入1,293亿港元，占去年2023年累计净流入的41%。
- 在各行业中，南向投资者对电讯和能源业的偏好程度似乎正不断加深，这两个行业亦受惠于国企中特估和高股息主题。

❖ 而北向资金也从年初的净流出转为净流入。



数据来源：彭博、Wind，建银国际；数据截至2024-3-18

南向资金开始平衡高息价值股和成长股

❖ 从去年底的到1月22号恐慌下跌这段区间，南向资金主要青睐价值股。而在1月22号之后，成长股配置比例有所提升，市场风格上有从价值股转向成长股的趋势。

年初至1月22号

南向						北向							
排名	股票代码	公司名称	净买入(亿港元)	股票代码	公司名称	净卖出(亿港元)	排名	股票代码	公司名称	净买入(亿元)	股票代码	公司名称	净卖出(亿元)
1	02800.HK	盈富基金	31.32	0700.HK	腾讯控股	-43.15	1	300308.SZ	中际旭创	5.52	002594.SZ	比亚迪	-20.99
2	0883.HK	中国海洋石油	25.56	9868.HK	小鹏汽车-W	-12.34	2	688111.SH	金山办公	5.03	601899.SH	紫金矿业	-15.16
3	0941.HK	中国移动	21.87	0981.HK	中芯国际	-8.49	3	000333.SZ	美的集团	4.44	000858.SZ	五粮液	-14.61
4	03033.HK	南方恒生科技	17.83	1024.HK	快手-W	-6.19	4	000651.SZ	格力电器	4.06	601012.SH	隆基绿能	-12.36
5	3690.HK	美团-W	11.09	2015.HK	理想汽车-W	-3.58	5	002371.SZ	北方华创	3.80	600519.SH	贵州茅台	-10.98
6	0939.HK	建设银行	8.19	0005.HK	汇丰控股	-3.36	6	601888.SH	中国中免	3.51	300750.SZ	宁德时代	-8.86
7	2318.HK	中国平安	5.99	1288.HK	农业银行	-2.28	7	600438.SH	通威股份	3.39	300059.SZ	东方财富	-7.75
8	3968.HK	招商银行	4.54	0388.HK	香港交易所	-1.77	8	601127.SH	赛力斯	3.27	000625.SZ	长安汽车	-6.82
9	1088.HK	中国神华	4.39	2333.HK	长城汽车	-1.71	9	603501.SH	韦尔股份	3.21	300124.SZ	汇川技术	-6.39
10	6030.HK	中信证券	4.34	1810.HK	小米集团-W	-1.53	10	300274.SZ	阳光电源	2.99	600900.SH	长江电力	-5.58

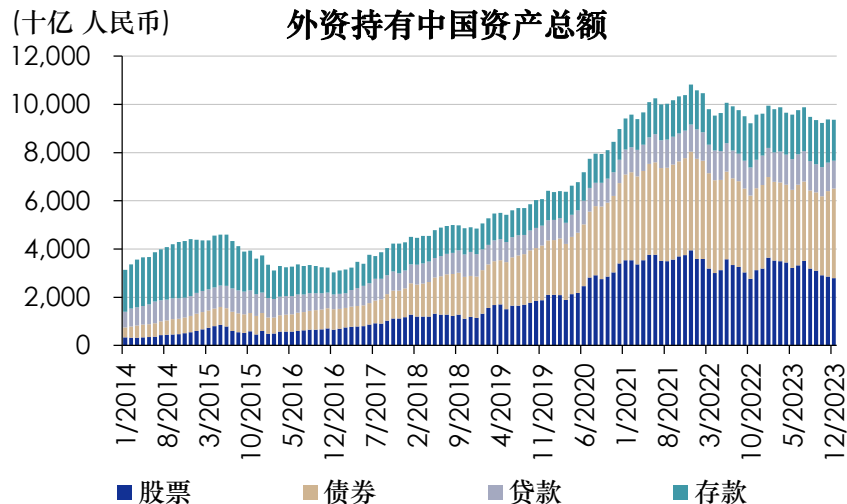
1月23号至今

南向						北向							
排名	股票代码	公司名称	净买入(亿港元)	股票代码	公司名称	净卖出(亿港元)	排名	股票代码	公司名称	净买入(亿元)	股票代码	公司名称	净卖出(亿元)
1	0883.HK	中国海洋石油	91.79	02800.HK	盈富基金	-24.29	1	600519.SH	贵州茅台	81.90	603259.SH	药明康德	-80.90
2	0941.HK	中国移动	64.64	0700.HK	腾讯控股	-15.65	2	300750.SZ	宁德时代	75.58	601138.SH	工业富联	-18.13
3	3988.HK	中国银行	60.54	0939.HK	建设银行	-11.55	3	000858.SZ	五粮液	60.50	601012.SH	隆基绿能	-17.44
4	1810.HK	小米集团-W	19.66	0005.HK	汇丰控股	-9.31	4	000333.SZ	美的集团	42.17	000625.SZ	长安汽车	-14.08
5	0728.HK	中国电信	17.94	1398.HK	工商银行	-8.95	5	600900.SH	长江电力	29.93	300059.SZ	东方财富	-10.35
6	2015.HK	理想汽车-W	15.45	0981.HK	中芯国际	-8.01	6	600036.SH	招商银行	27.84	600309.SH	万华化学	-10.18
7	1024.HK	快手-W	11.33	0570.HK	中国中药	-7.53	7	300308.SZ	中际旭创	27.46	601857.SH	中国石油	-7.64
8	2269.HK	药明生物	10.87	2020.HK	安踏体育	-7.00	8	601318.SH	中国平安	25.28	002475.SZ	立讯精密	-5.85
9	3690.HK	美团-W	10.20	2331.HK	李宁	-5.32	9	002371.SZ	北方华创	21.37	300760.SZ	迈瑞医疗	-4.99
10	2359.HK	药明康德	8.93	0992.HK	联想集团	-3.53	10	601398.SH	工商银行	14.47	002129.SZ	TCL中环	-3.87

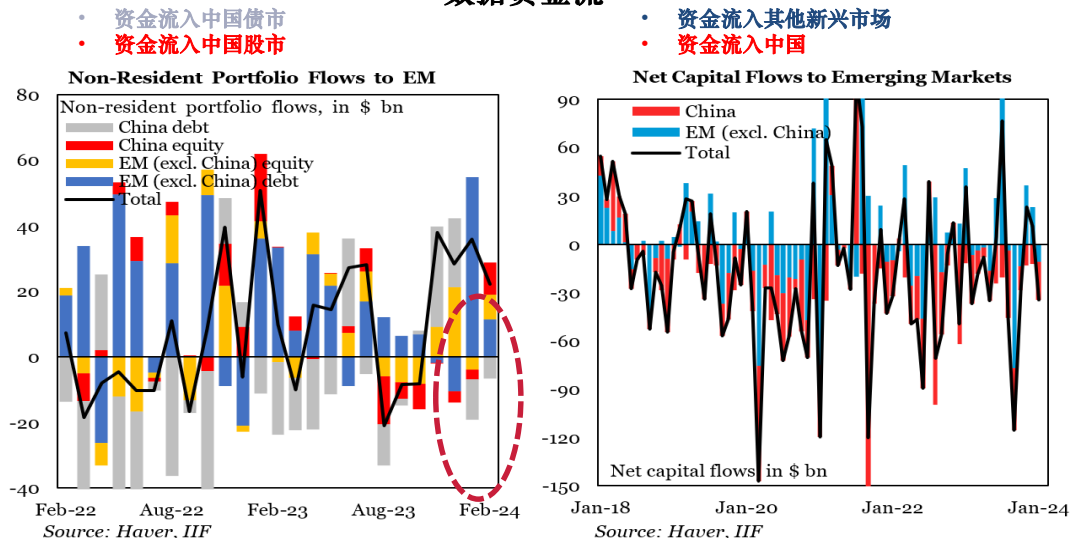
数据来源: Wind, 建银国际; 数据截至2024-3-18

近期部分外资已见回流

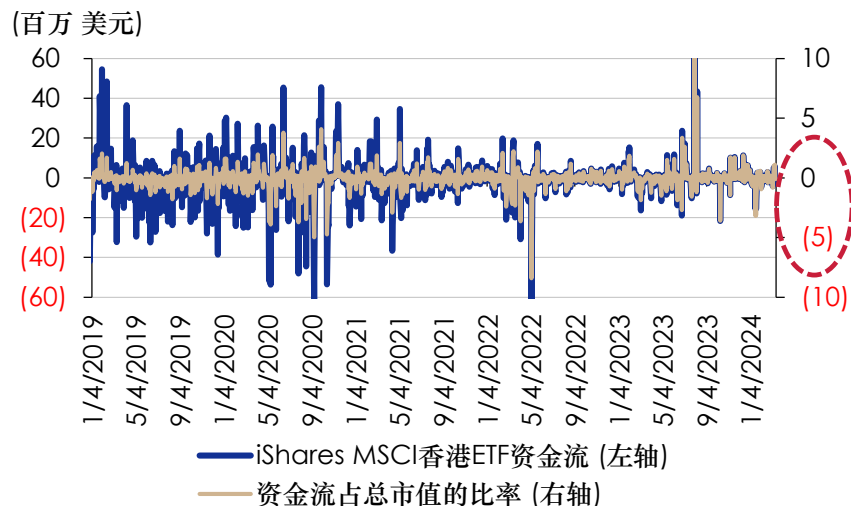
- ❖ 根据人民银行的数据，从2021年的高点至2023年12月底，外资持有中国资产总额下降了大约-13.5%，或者14599亿人民币。
 - 外资持有的股票总额下降-29.2%，或者11523亿人民币，同期沪深300指数回撤-32.5%，整体来看外资持股下降幅度小于指数回撤幅度
 - 外资持有的债券总额下降-9.1%，或者3736亿人民币
 - 贷款及存款分别上升160亿以及501亿人民币
- ❖ 从ETF的角度来看，iShares MSCI香港ETF的资金流在2023年上半年净流出，但三季度起资金有所回流。进入2024年，近一月开始出现净流入。
- ❖ 根据IIF的数据，2024年1月，中国市场低迷，中国股市流出32亿美元，而这种情况在2月有所好转：今年2月流入中国股票账户的资金达到96亿美元，为一年多来最多。



IIF数据资金流



iShare MSCI香港ETF资金流



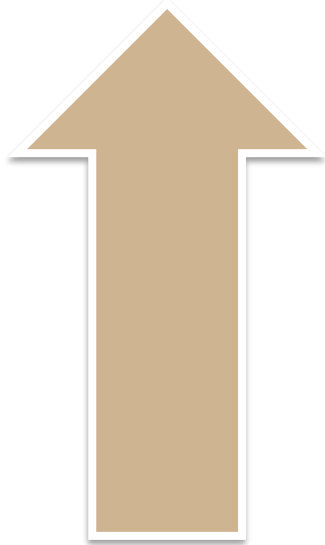
2024年中国经济预计温和复苏，5%的政策目标如何达成成焦点

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023	2024F
实际GDP (% 同比)	4.5	6.3	4.9	5.2	4.3	6.2	4.9	4.7	3.0	5.2	5.0
工业增加值 (% 同比)	2.9	4.5	4.2	6.0	6.8	5.4	4.9	2.9	3.7	4.4	5.0
固定资产投资 (% 同比, 年初至今)	5.1	3.8	3.1	3.0	3.7	4.3	4.7	4.2	5.1	3.0	4.2
社会消费品零售总额 (%同比)	5.8	10.7	4.2	8.3	4.2	7.0	8.1	5.0	(0.3)	7.2	6.0
出口 (美元, % 同比)	(1.7)	(4.6)	(9.6)	(1.2)	(8.9)	1.1	7.7	10.0	5.6	(4.6)	2.7
进口 (美元, % 同比)	(7.1)	(6.8)	(8.5)	0.8	0.9	3.0	7.9	0.4	0.7	(5.5)	3.0
消费价格指数 (% 同比)	1.3	0.1	(0.1)	(0.3)	0.0	0.1	0.8	2.2	2.0	0.2	0.8
生产价格指数 (% 同比)	(1.6)	(4.5)	(3.3)	(2.8)	(2.5)	(0.3)	1.7	3.6	4.2	(3.0)	0.6
社会融资规模 (%同比)	10.3	9.3	9.3	9.8	8.9	9.3	9.2	9.0	9.6	9.8	9.0
美元/人民币 (期末值)	6.9	7.2	7.2	7.1	6.9	6.9	6.8	6.8	6.9	7.1	6.8
七天回购利率 (%期末值)	2.0	1.9	1.8	1.8	1.8	1.7	1.7	1.7	2.0	1.8	1.7
大型银行存款准备金率 (%期末值)	10.75	10.75	10.50	10.50	10.00	9.75	9.75	9.75	11.0	10.5	9.8
中国十年期国债收益率 (%期末值)	2.9	2.6	2.7	2.6	2.5	2.6	2.8	2.9	2.8	2.6	2.9
有效预算内赤字 (%占GDP比重) ¹									(4.7)	(4.6)	(4.6)

¹ 包括官方预算赤字以及财政存款净提取和从其他财政账户转移

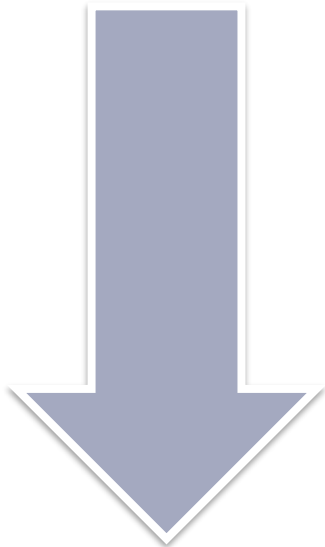
来源: 国家统计局, CEIC, 彭博, 建银国际 Macro Team Forecasts

港股底部确认后，正等待更多上行催化剂，熊牛转换之路仍多险阻



上行催化剂

- ❖ 港股已陆续确认估值底、政策底、经济底、盈利底和流动性底，安全边际基本锁定
- ❖ 美联储的减息预期逐步强化，有望带来流动性改善
- ❖ 日本央行退出负利率，短期不会触发套息交易平仓潮
- ❖ 中国未来增量政策及经济表现有望超预期。



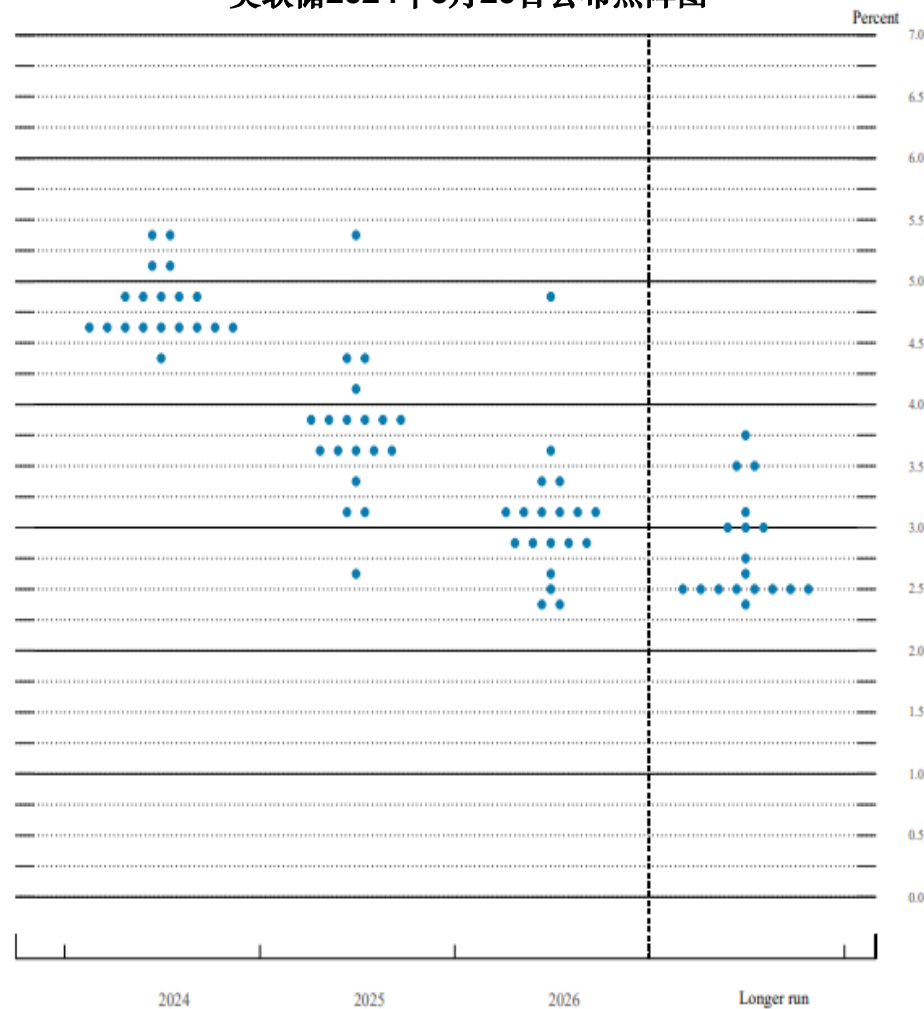
下行风险

- ❖ 下半年美国大选临近，排华情绪容易带来地缘政治和贸易摩擦
- ❖ 美联储降息节奏可能与市场预期出现偏差，如降息间歇期拉长
- ❖ 高利率维持更久的环境下，造成环球商业房地产的进一步恶化
- ❖ 降息之后流动性改善的红利惠及港股的力度可能不及预期，资产配置角度，环球债市和外围新兴市场股票对于外资吸引力可能很高
- ❖ 美股集中度处于历史高位，一旦高位回调会对香港市场造成短期负面冲击
- ❖ 6月开始的欧洲议会选举，极右势力抬头，贸易保护主义风险将显著上升。

市场与联储降息预期逐步靠拢 未来路径仍存不确定性

- ❖ 鲍威尔在2023年末意外的鸽派发言一度让市场将在联储首次减息的预期提前至2024年第一季度，然而，进入2024年，一系列强于预期的经济数据和联储官员的限制性发言，让人们重新推迟了减息的预期，甚至有少数观点认为不能排除重启加息的可能。
- ❖ 公布最新的点阵图显示，联储局官员维持今年合共减息0.75厘的观点不变。局内官员预计，今年年底的联邦基金利率为4.6厘，与去年12月的预测一致。
- ❖ 正如我们在2023年内反复强调的，市场主流观点主要有两个大的假设条件，
 - 美国经济将会软着陆：多数经济学家在近期几个月提出美国经济将会软着陆，市场预测2024年美国GDP同比增长1.0%，美股盈利将在2024年回升
 - 美联储在年中将会转向减息：市场认为美联储将在2024年6月首次减息，全年减三次息
- ❖ 我们认为两种条件同时出现的概率较低：如果经济真的软着陆，央行可能维持更高更长的利率政策，如果开始快速减息，经济走势大概率将会弱于预期，换句话说就是降息的门槛仍然很高，或者降息迟于预期或者因意外风险而触发被动降息。
- ❖ 此外，我们提醒投资者注意，未来市场仍将不断调整和重新估计联储的调整节奏。在一季度和二季度初市场可能有对于美国减息窗口过于乐观的估计，而此后，市场有可能过于悲观从而推迟减息的估计。偏差将导致市场的波动。

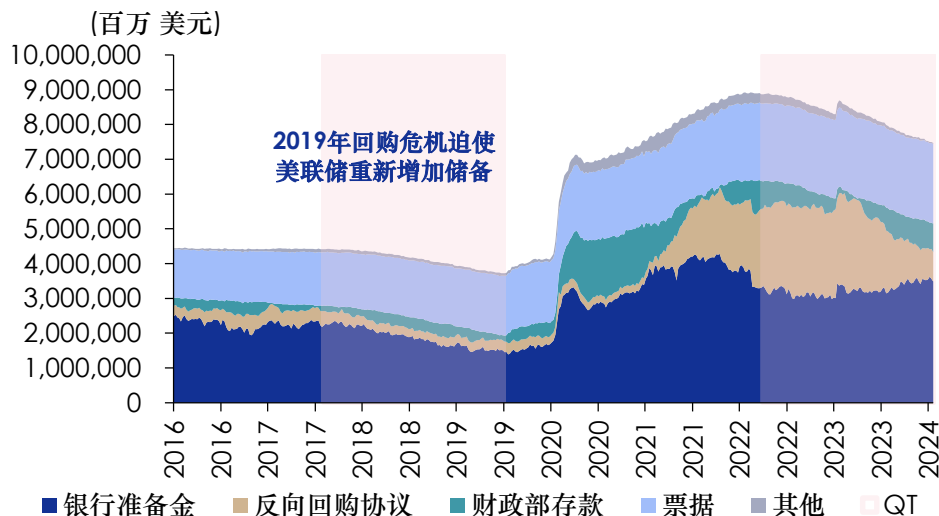
美联储2024年3月20日公布点阵图



数据来源: Fed, CCBIS

联储政策：缩表节奏调整可能比降息更早到来

- ❖ 上次紧缩周期中，我们看到了过度紧缩引发的“回购危机”，我们在2023年中就提出2024年联储是否有条件按当下步骤进行量化紧缩（QT）需要商榷，在3月的议息会议中，鲍威尔表示，“我们讨论了减缓证券持有量下降速度的相关问题...委员会普遍认为，缩减QT马上就会发生”。鲍威尔在提问环节中表示“之所以要放慢速度，是因为我们想避免任何国债市场的动荡...我们不想再次发现自己没有储备的情况，我们必须转身像2019-20年那样将储备重新放回银行系统”
- ❖ 2019年3月，联储宣布将放缓QT的节奏，并在2019年7月宣布停止QT（早于原计划9月）。鲍威尔当时对此解释是“旨在防范全球增长疲软和贸易紧张局势对经济前景造成的负面风险”，但在经济下行压力中联储过度收紧的问题已经埋下危机。2019年9月中旬，美国回购市场利率急剧飙升，利率系统出现紊乱，形成“回购危机”。
- ❖ 2024年v.s.2019年：
 - 银行准备金：在2019年中，QT结尾银行准备金已降至不足 1.4 万亿美元的低点。2024年，相比存款准备金相比2021年的高点有所回落，但学界和业界对于存款准备金多少是合适水平仍存在争议。
 - 反向回购协议：反向回购协议是隔夜流动性工具，并在此次QT中客观充当“缓冲垫”的角色；在2023年，隔夜反向回购规模迅速降低，“缓冲垫”的功能被弱化。
 - 短期不确定性：2019年债券结算日和企业纳税截止日在9月中旬，造成回购市场现金流紧张，从而推高利率。2024年应该密切关注类似时点的隔夜市场变化。
- ❖ 我们认为短期内，“回购危机”的风险不大。但是在联储缩表节奏不变并且经济衰退阴云尚在的情况下，2024年仍应关注关键时点



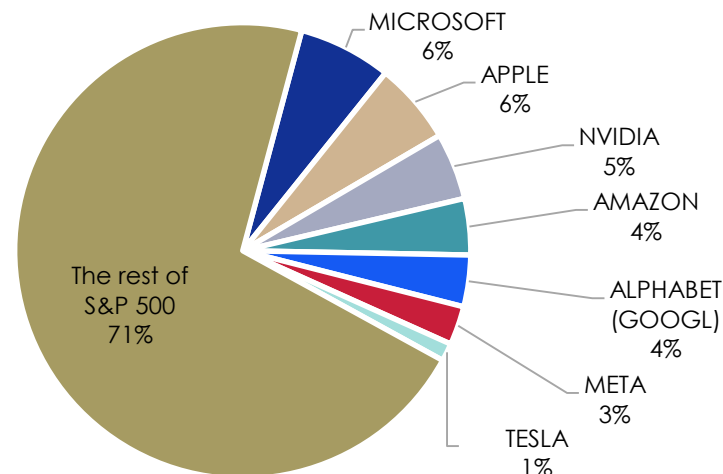
美股：“美股七巨头”一骑绝尘，是新一轮泡沫吗？

- ❖ 美股在2023年跑赢大多数全球大类资产，并在2024年年初就轻易突破了华尔街的2024年全年预测。
- ❖ 美股本轮牛市的特点是总回报相对强，但股市广度较差：美股动力主要来自7只股票，所谓的“美股七巨头”：微软、苹果、英伟达，以及亚马逊、Alphabet（谷歌母公司）、Meta和特斯拉。
- ❖ “美股七巨头”的七只股票具有高度相关性和，且七家股票的市值已经占标普500的30%，一旦发生踩踏很容易导致指数的波动下跌。。
- ❖ 从行业和市值集中度来讲，今天的美股经常让我们想到70年代的“漂亮50”或者00年代“互联网泡沫危机”，但我们认为有一些因素和当时不同
 - 首先，美国正处于紧缩周期的末期，预计几个月后就会降息。这与之前的泡沫破裂形成了鲜明对比。从宽松到紧缩的转变70年代的“漂亮50”或者00年代“互联网泡沫危机”崩盘中发挥了重要作用，美联储在这些泡沫中提高了利率，增加了股市的下行压力。
 - 如果从 IPO 数据来看，这次市场更加理性。进入 2020 年代，AIGC 主题催生了全新的科技创业公司，但总体而言，我们还没有看到“互联网泡沫时期”的类似的 IPO 热潮。
 - “美股七巨头”的股票是财务稳健、现金流充裕的成熟公司。与网络泡沫不同，在00年代“互联网泡沫危机”中，我们面对的是仍在从风险投资和 IPO 中烧钱的初创公司，“美股七巨头”是科技巨头，拥有高效的工具和专有技术，以及支持其研发的巨大资金渠道。
- ❖ 尽管我们认为再现70年代的“漂亮50”或者00年代“互联网泡沫危机”的可能性不大，但是我们仍然提醒投资者密切关注短期回调风险，适时进行获利了结和分散投资。

除去“美股七巨头”，美股市场今年至今走势较平缓



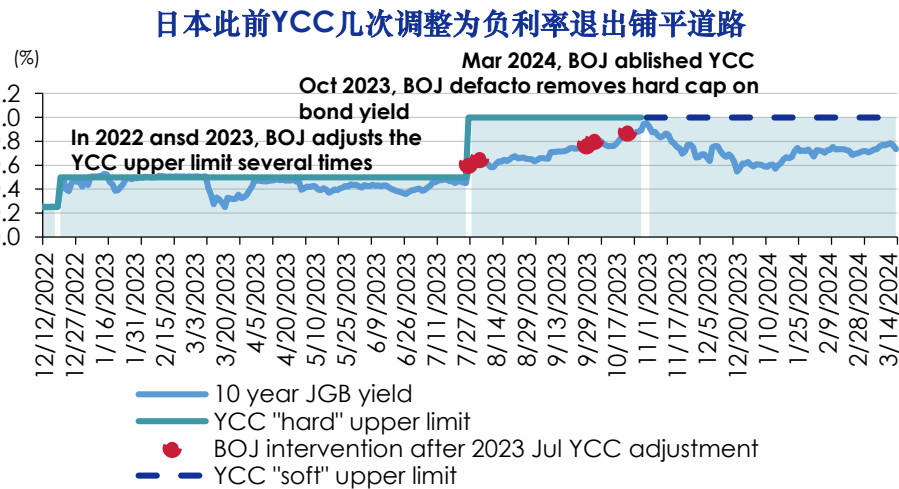
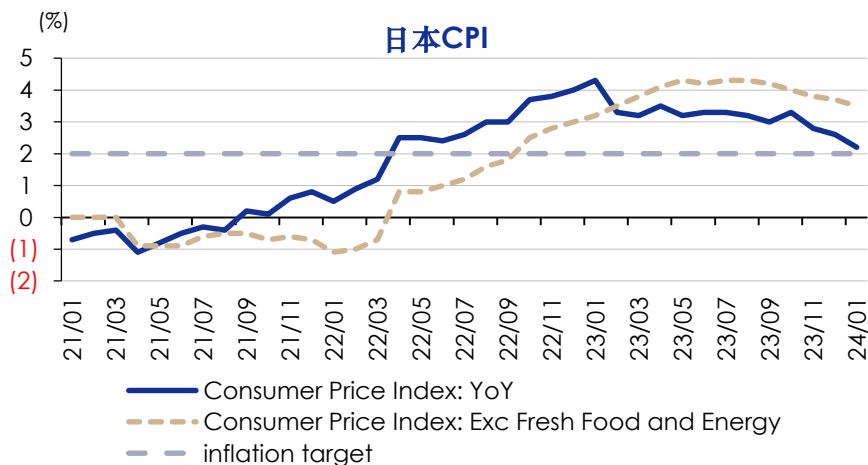
S&P 500 市值分布



数据来源: 彭博、CEIC、建银国际

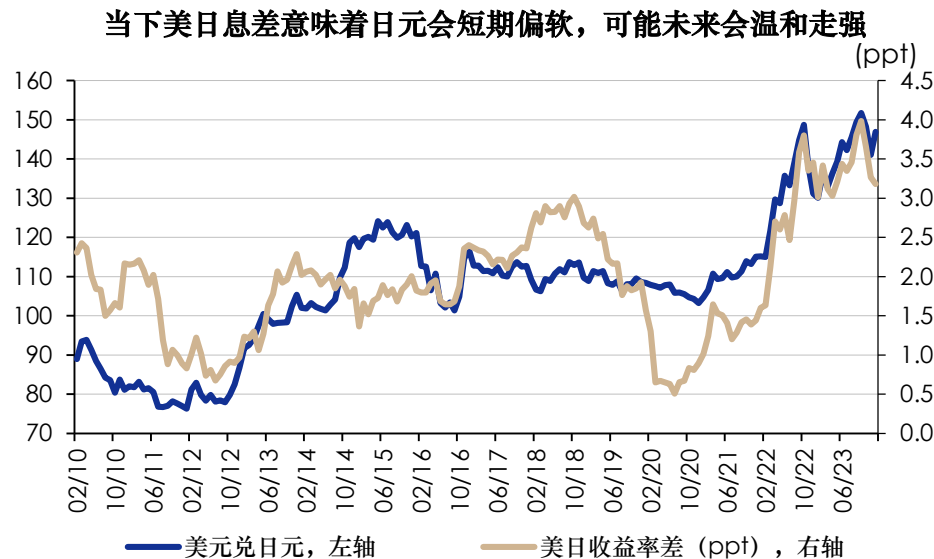
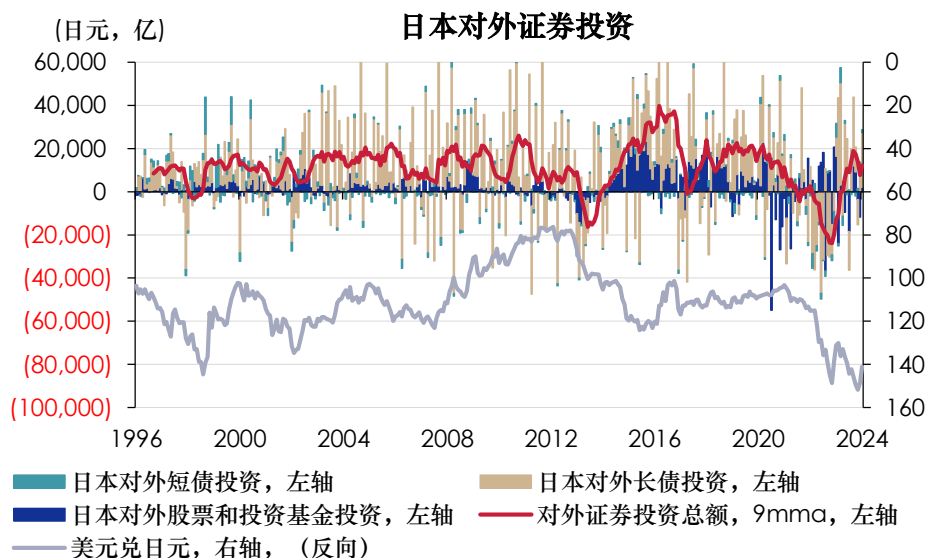
日本：负利率政策靴子落地 但持续收紧的可能性不大

- ❖ 2024年3月，日本宣布退出负利率政策。日本于2016年开始实施了负利率政策。虽然欧洲的一些央行曾在2010年代引入负利率政策，但大多数央行后来都放弃了这一政策，日本是最后一个放弃负利率政策的央行。本次政策变化包括：
 - 日本央行将政策利率上调了0.1个百分点以上，从负0.1%上调至0%至0.1%之间。
 - 日本央行取消了收益率曲线控制。
 - 日本央行还表示将停止购买ETF和J-Reits，并将缓慢减少对公司债券的购买，目标是在一年内停止这种做法。
 - 不过，日本央行将继续购买日本政府债券，购买水平与以前大致相同。
- ❖ 为什么选择现在退出？
 - 日本的CPI已经连续20个月高于日本央行的目标，这表明日本正在摆脱多年的通货紧缩。
 - 此外，最近的日本薪资谈判（“春斗”）导致日本企业意外加薪5.28%，这是30多年来最大的一次加薪。提高工资非常重要，因为这可以鼓励投资和消费，从而推动健康、可持续的通胀。
 - 第三，日本已经为货币政策的正常化提前准备，包括此前几次进行YCC调整。日本央行于2016年首次引入YCC政策，与此同时，日本还采取了负利率政策，两者共同作用，将长期利率维持在0%左右。近年，日本央行多次对YCC进行调整。2023年10月，日本央行表示，该行将把10年期日本国债收益率1%的上限作为市场操作的“参考”，这在事实上取消了日本国债收益率严格上限。这些举动都表明，日本央行致力于提高其灵活性，以逐步摆脱超宽松的货币政策。



日本：市场将如何反应？会否引发套息交易平仓潮？

- ❖ 人们已普遍预计日本央行 (BoJ) 3月结束负利率政策。对市场来说，与其说这是晴天霹雳，倒不如说是漫长等待后的又一次“靴子落地”，人们对这一消息已有一段时间的预期。
 - 我们认为，日本政府债券收益率未来不太可能快速上升。日本央行今年的官方讲话以及去年对收益率曲线控制的逐步调整、以及央行购债步伐都表明日本央行希望缓慢而稳健地实现政策正常化，而不允许 10 年期国债收益率过快上升。
 - 同样，我们预计日元将在未来短期走势偏软，之后日元兑美元则可能会温和升值。一方面，日元与日本的对外投资成反相关关系，今年以来，我们看到日本投资者仍然在进行对外投资，日元弱势或在短期维持。历史上，日元兑美元走强到一定程度时对外投资才可能出现大规模平仓和日本对外投资净流出。另一方面，日美息差仍在高位，当美国开始降息时，届时我们会看到美日收益率差进一步缩小，日元更多走强。
 - 考虑到国债收益率和日元汇率的相对温和变化，日本央行结束负利率不太可能触发大规模的日元套息交易平仓，因此对全球流动性的影响大概率也将是温和渐变的。
 - 日本股市可能会出现高位波动和短期回调，但我们认为日本股市仍有韧性，因为外国投资者依然热情高涨，而且包括银行在内的某些行业可能会受益于负利率的结束。



主要指数盈利预测

- ❖ 市场预测恒指2024年盈利增速为2.16%，国企指数4.29%及科技指数16.9%，均低于年初预期
- ❖ 整体来看，科指的盈利预测高于其他主要指数的预测；恒指低于MSCI全球及美股主要指数，高于MSCI欧洲；国指高于MSCI全球以及MSCI欧洲，但低于美股主要指数以及MSCI新兴市场

	2024E	2025E	2026E
恒指每股盈利预测（港元）	1923.59	2068.72	2241.04
按年增长率（%）	2.16	7.54	8.33
国指每股盈利预测（港元）	745.27	792.67	881.72
按年增长率（%）	4.29	6.36	11.23
科指每股盈利预测（港元）	195.51	220.76	288.61
按年增长率（%）	16.9	12.91	30.73
沪深300每股盈利预测（港元）	272.79	314.55	360.32
按年增长率（%）	1.11	15.3	14.55
标普500每股盈利预测（港元）	1901.86	2137.05	2317.26
按年增长率（%）	9.07	12.37	8.43
道指每股盈利预测（港元）	15911.45	17865.56	19712.69
按年增长率（%）	11.31	12.28	10.34
纳指每股盈利预测（港元）	4209.87	5295.04	6047.74
按年增长率（%）	16.13	25.78	14.22
MSCI新兴市场指数每股盈利预测（港元）	655.7	757.04	895.83
按年增长率（%）	17.13	15.46	18.33
MSCI欧洲指数每股盈利预测（欧元）	11.89	12.84	13.8
按年增长率（%）	-3.18	7.97	7.44
MSCI全球指数每股盈利预测（美元）	178.66	197.85	214.15
按年增长率（%）	4.12	10.75	8.24

数据来源：彭博、建银国际，截至2024年3月18日

预计二季度恒指波动区间介于16000-18000点

- ❖ 预计港股在二季度大致呈现区间震荡的W型走势、前低后高，恒生指数波动区间介于16,000-18,000点，国企指数波动区间介于5,500-6,100点，科技指数介于3,300-3,900点。

情景分析		24E盈利增速						
		-5%	0%	5%	10%	15%	20%	
恒生指数	预测估值 (X)	12	20989	22093.7	23198.4	24303.1	25407.8	26512.5
		11	19239.9	20252.6	21265.2	22277.8	23290.5	24303.1
		10	17490.9	18411.4	19332	20252.6	21173.1	22093.7
		9	15741.8	16570.3	17398.8	18227.3	19055.8	19884.3
		8	13992.7	14729.1	15465.6	16202.1	16938.5	17675
		7	12243.6	12888	13532.4	14176.8	14821.2	15465.6

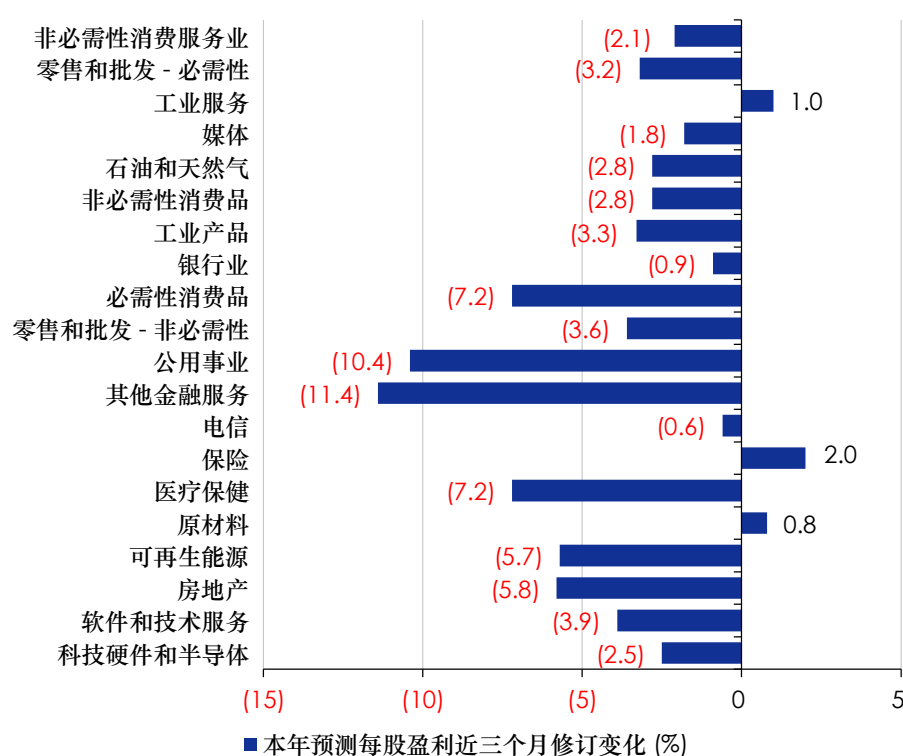
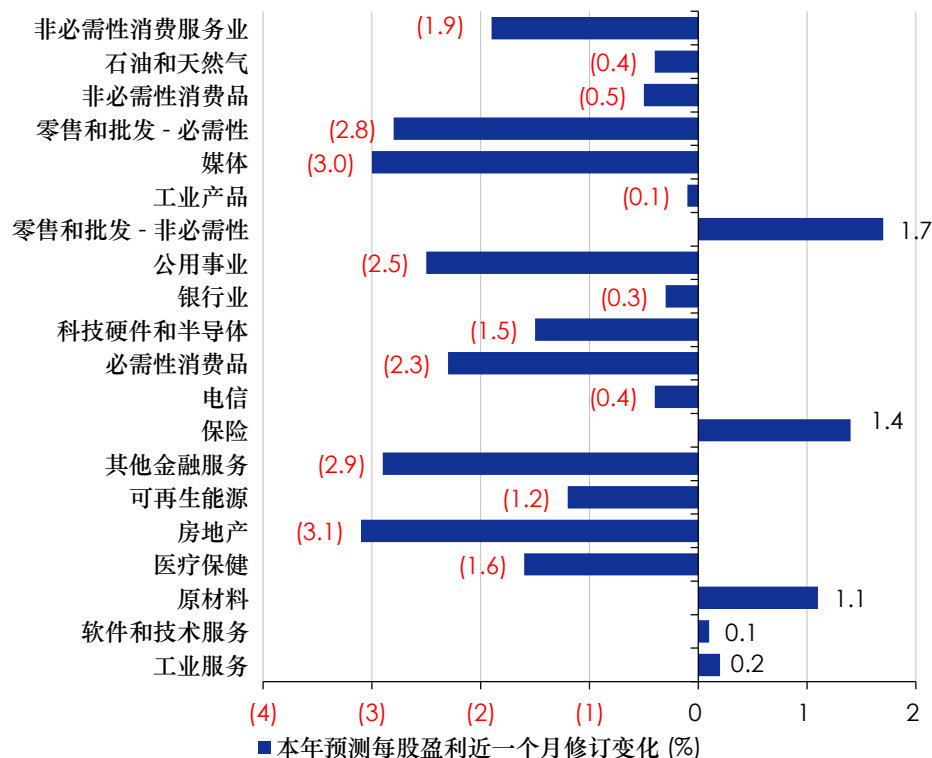
情景分析		24E盈利增速						
		-5%	0%	5%	10%	15%	20%	
恒生国企指数	预测估值 (X)	12	8238.99	8672.62	9106.25	9539.88	9973.51	10407.1
		11	7552.4	7949.9	8347.39	8744.89	9142.38	9539.88
		10	6865.82	7227.18	7588.54	7949.9	8311.26	8672.62
		9	6179.24	6504.46	6829.69	7154.91	7480.13	7805.36
		8	5492.66	5781.74	6070.83	6359.92	6649.01	6938.09
		7	4806.08	5059.03	5311.98	5564.93	5817.88	6070.83

情景分析		24E盈利增速						
		5%	10%	15%	20%	25%	30%	
恒生科技指数	预测估值 (X)	30	5116.9	5360.6	5604.3	5847.9	6091.6	6335.3
		27	4605.2	4824.5	5043.8	5263.1	5482.4	5701.7
		24	4093.5	4288.5	4483.4	4678.3	4873.3	5068.2
		21	3581.9	3752.4	3923.0	4093.5	4264.1	4434.7
		18	3070.2	3216.4	3362.6	3508.8	3655.0	3801.2
		15	2558.5	2680.3	2802.1	2924.0	3045.8	3167.6

数据来源：彭博、建银国际

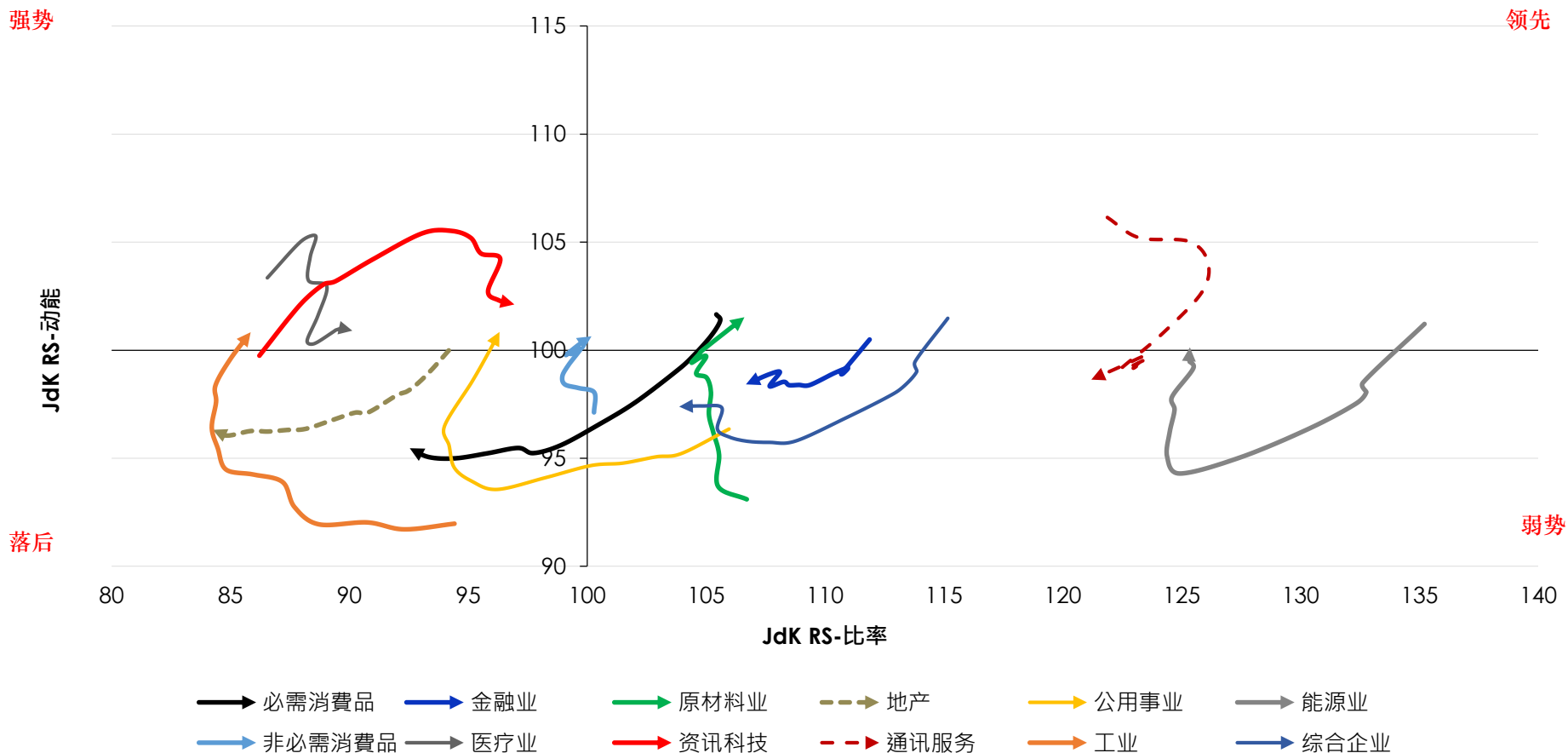
3月财报季表现中规中矩，但多数板块盈利预测有所下修

- ❖ 截至3月26日，我们对82家恒生指数成分股进行统计，其中于近期发布财报的共有53家，这其中收入超出市场预期的共有19家，盈利超预期的共有27家。公布财报后下一个交易日股价上涨的个数为27家，平均涨幅为4.1%。
- ❖ 过去一个月，恒生综合指数20个业务类别，有15个类别盈利预测下调，下调板块占比达75%，5个类别上调盈利预期
- ❖ 过去三个月，17个类别盈利预测下调，占比达85%，其余3个类别盈利预测上调
- ❖ 零售和批发 - 非必需性、保险、原材料、软件和技术服务以及工业服务上调



数据来源：彭博、建银国际；数据截至2024-3-18

行业轮动有利成长股 工业、公用及可选消费进入强势区间



JdK RS-Ratio: 指数相对于参照指数的表现。大于100表示好于参照指数。但有一定时间滞后性，不能用以判断转折点，主要用以判断趋势的延续。

JdK RS-Momentum: 指数相对于参照指数的动能。大于100表示JdK RS-Ratio的向上转折点。强势：表现弱于参照指数但动能走强；领先：表现强于参照指数，相对走强；落后：表现弱于参照指数，相对走弱；弱势：相对走强但动能走弱。

数据来源：彭博、建银国际；数据截至2024-3-18

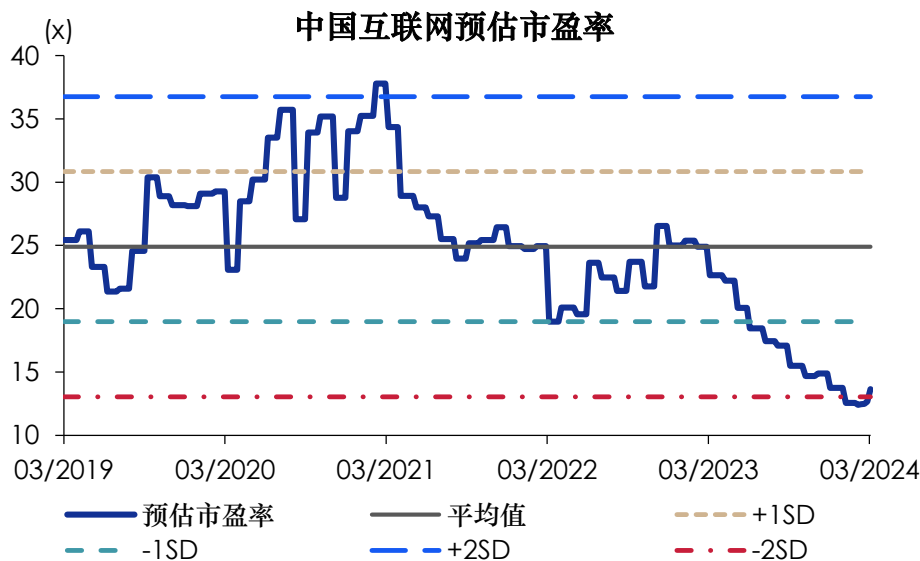
结构性机会主线

- ❖ 互联网：偏好游戏韧性、OTA及AI结构性故事
- ❖ 新能源汽车：插电混动和产品出海
- ❖ 消费：在弱复苏环境中寻找优质投资机会
- ❖ 消费电子：消费电子需求反弹、半导体复苏及AI应用
- ❖ 生物医药：持续看好创新药
- ❖ 矿业及商品：降息预期有利黄金股
- ❖ 低估值高股息的防御之选



2024互联网：偏好游戏韧性、OTA及AI结构性故事

- ❖ 恒生科技指数/中国海外互联网ETF从一月下旬低位反弹14%后，目前估值仍然吸引，建议持有防御性较强的游戏股票，逢低吸纳OTA及AI板块
- ❖ 游戏板块防御之选2.3倍 2024年市销率或14.7倍 2024年市盈率，比长期平均水平低1.0/2.1个标准差
 - 游戏需求在疲软的宏观环境下具有韧性；行业整合加速对市场领导者有利
 - 从12月开始，版号发放连续三个月超100个，监管层对行业持续释放的积极信号
- ❖ 旅游需求节后依然强劲，线上渗透率提升至支撑OTA强劲增长
 - 消费者追求更多体验式消费，出行更为频繁，我们判断为结构性改变
 - 线上渗透率提升，出境游正常化和海外业务扩张将使OTA增长跑赢同业
- ❖ 电商/本地生活服务/广告取决于消费复苏速度
- ❖ 大部分互联网公司四季度收入维持稳健增长，收益于收入结构性改善和降本增效，利润率和盈利超预期，股东回报举措进一步增强
- ❖ AIGC/大模型货币化进程，出海推动增长将是市场关注点
- ❖ 首选股：腾讯 (700 HK, 目标价: 港币416.0); 携程 (TCOM US, 目标价: 美元56.00); 百度 (BIDU US, 优于大市, 目标价: 美元143.30); 评级均优于大市
- ❖ 主要风险：(1) 宏观持续疲软，消费情绪低迷；(2) 竞争加剧；(3) 地缘政治；(4) 海外扩张受挫



数据来源：Refinitive Datastream, 建银国际

2024汽车: 行业差异化竞争持续, 插电混合动力和产品出海是热点

- ❖ 乘用车保有量接近三亿台, 年度换购需求保证两千万台基本销量
- ❖ 新能源产品销量占比逐步提升有助于加快产品消费替代周期 (智能化和电池技术迭代加速)
- ❖ 2024-2027新能源车免/减购置税政策为汽车主机厂长期新能源/传统产品占比规划提供支持
- ❖ 插电新能源 (串联增程/并联混动) 乘用车市占率有望从目前10%提升到接近30% (零跑汽车, 吉利汽车, 理想汽车)
- ❖ 车辆出口规模2023跃居世界第一, 车企海外布局陆续落地, 2024有望再创新高, 新能源产品面向发达市场, 传统能源主攻发展中国家 (比亚迪, 长城, 吉利汽车)

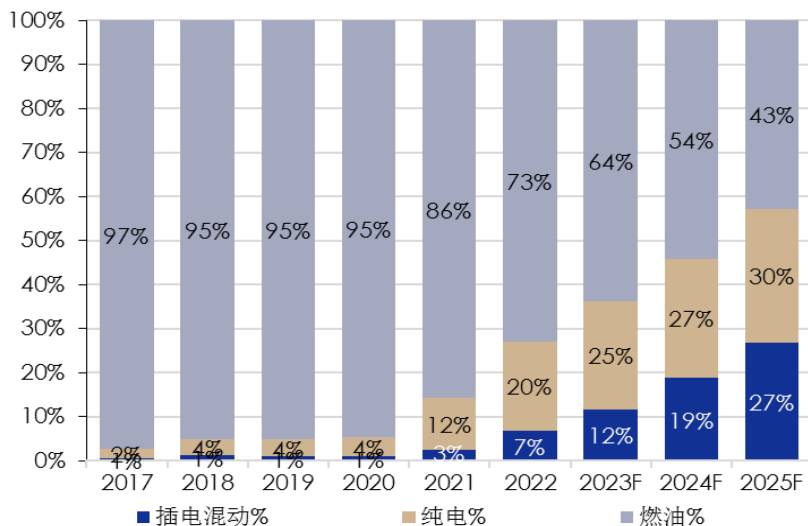
首选股:

零跑汽车 (9863 HK, 优于大市, 目标价: 港币55.4) 新产品如期导入, 海外拓展3季度开启, Stellantis完成入股, 零跑车型将于波兰工厂投产

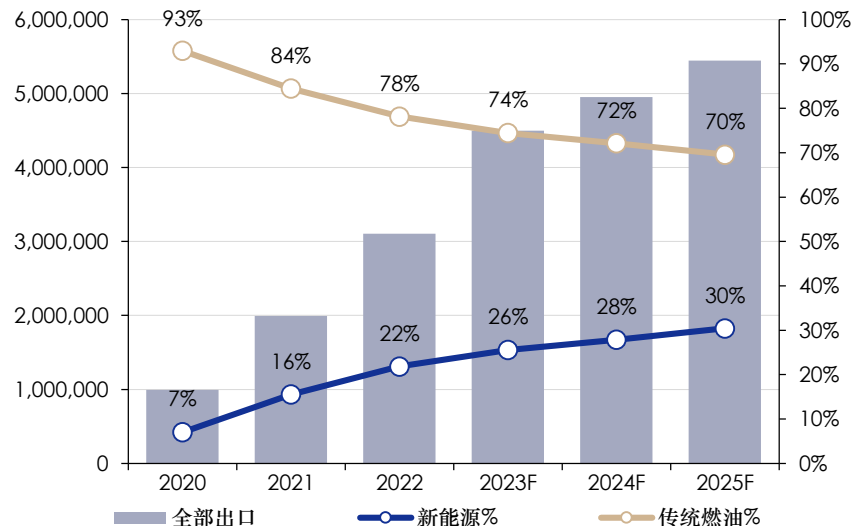
敏实集团 (425 HK, 优于大市, 目标价: 港币29.4) 海外贡献占比持续提升, 利润率稳健, 新能源相关业务持续放量

吉利汽车 (175 HK, 优于大市, 目标价: 港币19.2) 品牌组合丰富, 各价格区间产品定位明确, 新能源和传统车在国内外市场加速扩张

中国乘用车占比按驱动形式划分



中国车辆出口占比按驱动形式划分



2024消费：在弱复苏环境中寻找优质投资机会

❖ 预计 2024 年 2Q 消费温和增长:

- 春节消费增长强劲主要是由于客流量大幅增加以及去年基数较低所致。当中，餐饮和旅游业是主要受益者。整体而言，2024 年 1Q 消费复苏温和，盈利逐步改善。随消费者信心逐渐改善，我们预计 2024 年 2Q 消费将实现稳定个位数成长。

❖ 2024 年关键主题:

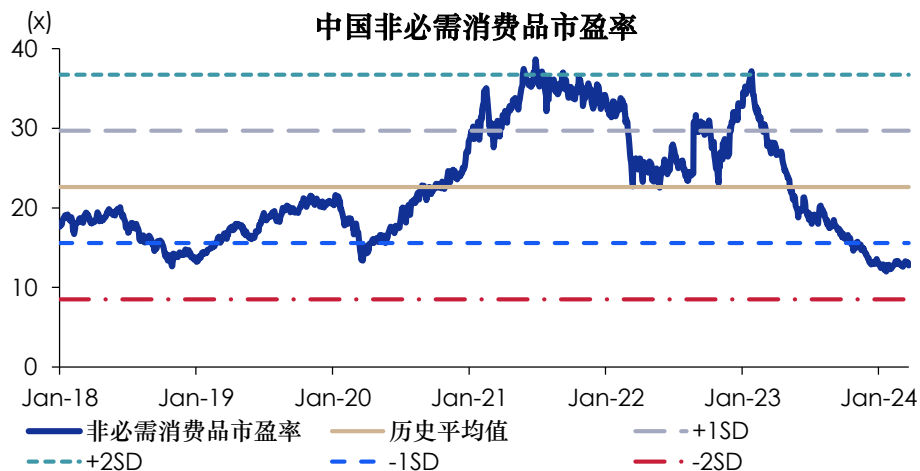
- 预计 2024 年中国消费行业将出现中至高个位数增长；在消费需求在疲软的宏观环境下，我们预计销量和人流是主要增长动力，并对平均售价持谨慎态度。
- 高品质盈利增长：在营收温和增长的背景下，消费企业将在 2024 年重点关注成本控制和效率提升，以确保盈利能力的提升。对此，执行力就显得至关重要。
- 海外扩张：消费品公司正在透过在海外开设商店或扩大产品供应来寻找额外的成长机会。餐饮、运动服装和乳制品公司都分别提出出海计划。

❖ 各行业聚焦点:

- 运动服饰和家用电器：市场下沉、价格带扩展；啤酒：高端化；乳制品、餐饮和旅游：效率提升。

❖ 首选股：安踏 (2020 HK, 优于大市, 目标价: 港币103.00); 申洲国际 (2313 HK, 优于大市, 目标价: 港币86.00); 伊利 (600887 CH, 优于大市, 目标价: 人民币29.80)

❖ 主要风险：(1) 宏观持续疲软，销售复苏慢于预期；(2) 竞争加剧；(3) 原料和营运成本迅速飙升；(4) 海外扩张受挫。



2024科技行业：消费电子，AI应用，半导体周期恢复

- ❖ **终端需求：智能手机和PC反弹，平板和可穿戴仍然疲软；AI应用或缩短PC周期**
 - 2023年全年全球智能手机出货量同比下滑3%；下半年环比提升双位数，高端安卓市场恢复明显
 - 我们预计全球智能手机2024年提升约3%；驱动因素包括：安卓换机周期（经历了两年疲软后有望出现一波大规模换机）、华为回归带动手机配置升级趋势、新应用出现（包括AI整合手机、XR协同等）
 - 2023年全球PC出货量同比下滑14%；下半年环比提升双位数；消费板块恢复明显（部分因为开学季），商业板块仍然在调整中（企业采购推迟）
 - 我们预计全球PC出货量2024年增加5%；驱动因素包括：电脑的更新换代需求（上一波在2020年疫情开始时）、Windows 10的更新服务停止（企业更多开始采购新的Windows 11设备）、AI PC的潜在影响
 - AI PC正在兴起；联想定义AI PC为：PC本身具有生成式AI的功能，能够运行边缘大模型，具备更强的算力和更大的存储，能够学习和定制个人使用习惯；联想今年有丰富的AI PC产品线，与微软、英伟达深度合作；届时建议关注AI PC（以及AI手机）的对传统PC形态的影响和PC更换周期的变化
 - 平板、可穿戴、XR看不到明显的增长点；新产品推出缓慢
- ❖ **半导体：表现分化，手机和PC相关产品逐渐正常化，汽车和工业产品面临压力**
 - 手机和PC产品库存水平健康，CIS、RF等产品需求强劲
 - 汽车产品显著放缓，工业产品需求疲软，产品价格普遍走低，厂商产能利用率下滑明显；中低压功率器件和PMIC价格及货期逐步稳定；高压功率器件和信号链仍然承压
 - 预计二季度智能手机逐步进入拉货补库周期，表现可期；汽车和工业产品需要更久的时间消化库存
 - 晶圆代工厂2024年全年产能利用率和价格仍然承压，下半年逐渐开始恢复
 - 国产半导体设备厂商在手订单依然强劲，2024年的收入增长确定性较高
- ❖ **行业推荐：安卓手机供应链、PC及相关供应链、芯片制造设备和设计工具、AI芯片**
- ❖ **首选：舜宇光学 (2382 HK, 目标价：85.00港元)、卓胜微 (300782 CH, 目标价：160.00人民币)、韦尔股份 (603501 CH, 目标价：110.00人民币)**

2024医药/生物科技: 对创新药积极的看法不变

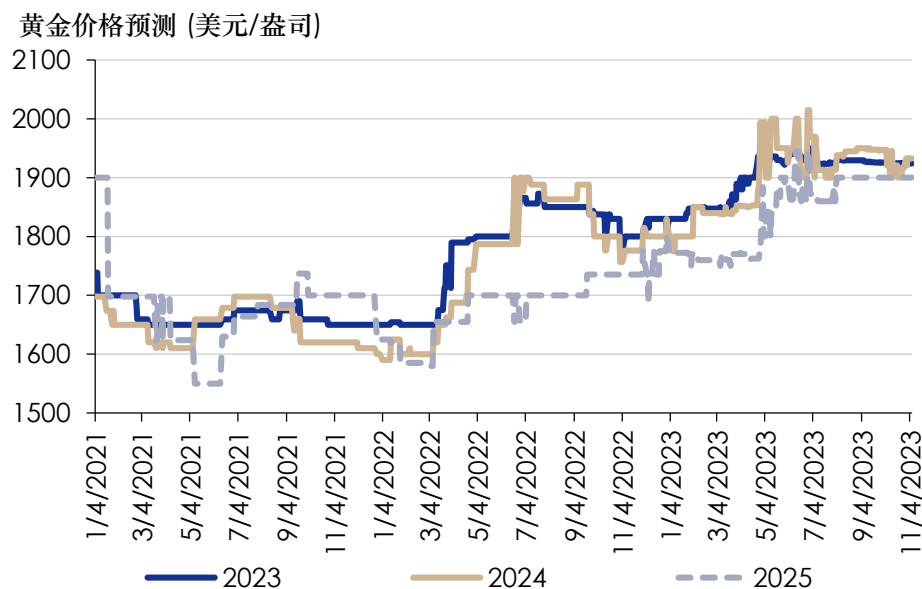
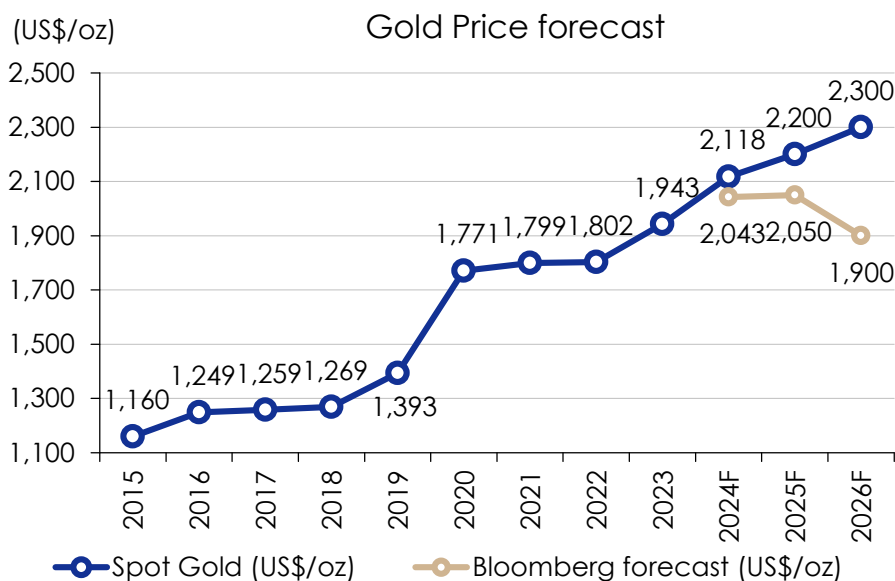
- ❖ **重点关注于2024年底前在国内获批的关键创新生物药。**包括 (1) **康方生物 (9926 HK, 目标价:港币59.0, 优于大市)**, 我们预计将于2024 年第三季度底之前, 康方的AK112 (PD-1/VEGF 靶向的双抗产品) 将在中国市场获批上市。(2) **科伦博泰 (6990 HK, 未评级)**, 预计科伦的A166 和 SKB264 ADC将于2024 年底前在国内获批。这些获批意义重大, 因为A166 是中国同类最佳的 HER2 靶向偶联药物(ADC)用于治疗乳腺癌, 而 SKB264也是中国同类最佳的Trop2 靶向ADC去治疗三阴性乳腺癌 (TNBC)。
- ❖ **在全球市场上, 一些著名的候选生物药可能会今年获得美国FDA批准。** 默沙东和第一三共 (**4568 JP/DSNKY US, 未评级**) 的HER3靶向偶联药物(HER3-DXd)预计很可能在2024 年 6 月底获得美国FDA 批准上市。HER3-DXd 用于治疗 EGFR 突变以前曾治疗过的非小细胞肺癌 (NSCLC) 并接受过两种或多种性系统治疗。 另一个受到全球市场关注的候选药物为 **Donanemab**, 来自礼来公司 (**LLY US, 未评级**)用于阿尔茨海默病。Donanemab 可降低β-淀粉样蛋白的有害影响, β-淀粉样蛋白是一种常见于阿尔茨海默病患者的大脑。我们期望它于 2024 年第二季末获得美国 FDA 批准进入美国市场。除了卫材 (**4523 JP, 未评级**) Lecanemab 在2023 年 7 月在美获批的“同类首创”用于阿尔茨海默症的生物药之外, 礼来公司的 Donanemab 可能会受益于蓬勃发展的阿尔茨海默病市场成为第二推动者。
- ❖ **信达生物 (1801 HK, 目标价:港币54.2, 优于大市) 和康方生物仍然是我们大健康/生物科技领域的首选。**信达生物仍然是我们在中国大健康/生物科技板块的首选股之一, 基于 (1) 我们对信达生物 2024年底/2025年底的净现金预测为人民币 30-40亿元人民币, 而2023年底为人民币65亿元人民币; (2) 在香港上市的中国主要生物科技股份中, 信达的市值相对净现金比率倍数是行业中最底的; (3) 2023-2026年产品收入复合年增长率维持在33%不变; (4) 有望在中国复制礼来公司的重磅抗肥胖药的成功故事。可能为信达生物股价带来进一步上涨的两个催化剂是: (1) 有另外两只新药将在国内2024年底前获批上市, 即靶向 KRAS G12C和 ROS1的化学药; (2)减肥药Mazdutide (IBI-362) 将于 2024 年底前有第3期临床数据读出。**康方生物** 是我们的另一个首选股, 至少有两个即将到来的潜在催化剂: (1) AK112双抗在 2024 年第三季度末在国内获批上市, 以及 (2) 在 2024年第二季末将公布AK112 的3期临床积极数据 (包括AK112与K药的头对头临床数据比较)。康方生物是中国双抗龙头, 其AK104双抗的2023年销售额为14亿元人民币, 超于我们和市场之前的预期。我们估计AK104 在 2024年/ 2025年的销售额分别为18亿和25亿元人民币。

首选股: 康方生物 (9926 HK, 目标价: 港币59.0, 优于大市), 信达生物 (1801 HK, 目标价: 港币54.3, 优于大市)

主要风险: (1) 美国Biosecure草案的挑战可能影响已出海的国产药在美国的销售收入; (2) 美国有机会切断依赖外国原料药 (API) 的供应, 并减少依赖其他廉价的外国药品; (3) 创新药在国内、外上市被延期; (4) 国内对生物类似药实行集采和带量采购;和(4) 国内医院采购延误。

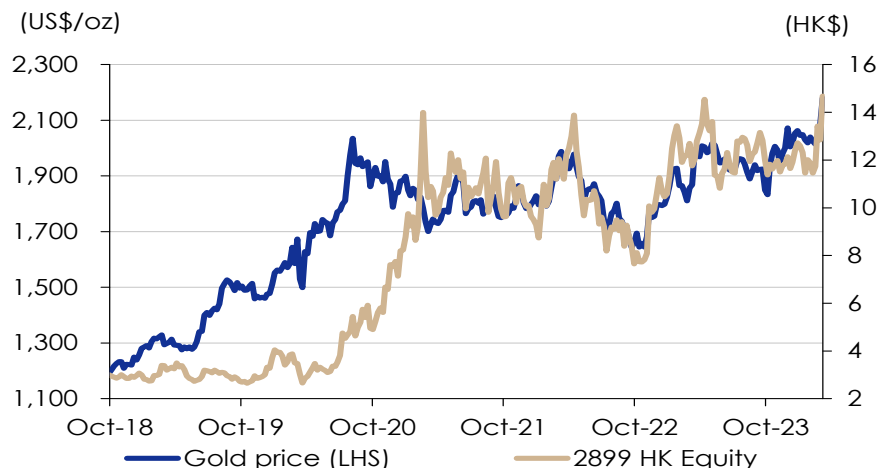
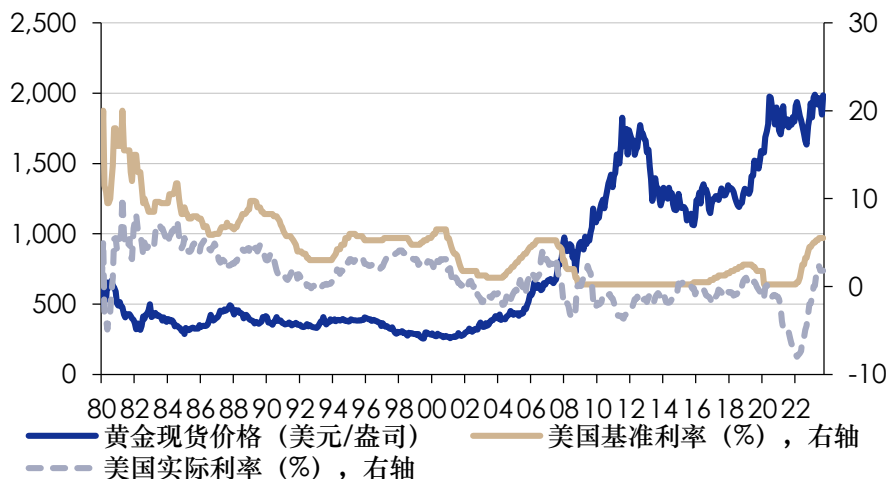
2024黄金：再创新高

- ❖ 黄金1Q24表现靓丽，已经突破2,200美元的历史新高。自去年11月黄金已经上升超15%。我们2023年建议投资者在鹰派的时间窗口期提前部署增加黄金的配置，已经收获不俗的回报。
- ❖ 2024年，我们更加看好投资黄金以及黄金相关股票的机会。随着降息的可见度越来越明确，未曾上车的投资者必将追加买入，未来黄金涨势依然强劲。
 - 目前市场已经大幅调高对黄金的预测由上一次2024年预测黄金价为1933美元，2025年预测1900美元调整为2,043美元和2,050美元。
 - 我们基于对市场良好基本面的信心，把我们2024和2025年的预测调整为2118美元和2200美元，比我们上一次的预测分别提高6%和7%。我们的预测比彭博的市场预测高出5%和7%



2024黄金：黄金股有机会获得超额收益

- ❖ 我们认为黄金在2024年可能继续走强，继续创出历史新高，主要基于以下因素：
 - 利率、息率、美元(负相关性)：2024年美联储确定减息3次，由减息导致的债息下降和美元下跌会支持已美元计价的黄金价格上升
 - 通胀(正相关性)：虽然通胀已经开始回落，仍然高于过去十几年的均值，黄金价格上升依然无阻黄金的零售消费需求。中国的黄金零售消费(包括金币金条)2023年上升15%到910吨，占全球消费的28%。中国消费者在房地产和股市低迷时的保值需求继续支撑黄金价格上涨。
 - 央行需求(正相关性)：全球央行需求在2022和2023两年明显回升之后，将继续持续。尤其发展中国家更加需要增持黄金优化外储备。中国央行的黄金净买入在2023年占全球的22%。中国可能继续抛售美债，买入黄金因为黄金在外储比例不到5%，明显低于世界前20强黄金持有国的37%的比例。
 - 避险需求(正相关性)：地缘政治风险，金融风险，经济衰退风险
 - 黄金产量在黄金价格上升期间依然低迷，2023年只上升1%。资源枯竭以及矿石品位下跌是制约产量上升的因素
- ❖ 我们行业研究员在黄金板块首推紫金矿业(2899 HK)，主要由于：
 - 黄金相关股票相对于金价有更高的弹性：通常黄金相关股市标的在金价上涨时涨幅会超过金价的自身变动
 - 黄金相关股票有机率派息，比直接投资黄金相关的商品提供多重收益
 - 紫金矿业(2899 HK)，主营业务专注黄金和铜，且近期产量增长，相比同业更容易受益于金价走强



低估值高股息的防御之选

❖ 低估值、高股息的防御性股票是在不确定性中获得收益的选择，也应注意部分名字在2023年已经获得了一定的涨幅。

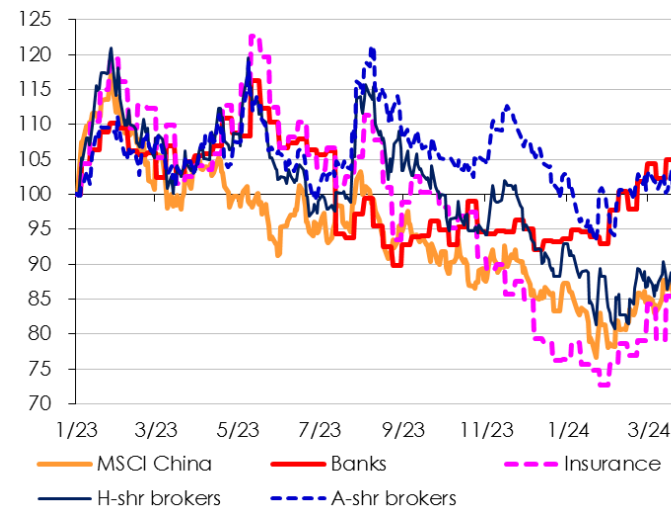
证券代码	公司名称	预测市盈率 (x)	市盈率距5年均值的标准差 (x)	最新股息率 (%)	预测股息率 (%)	最新市净率 (x)	市值 (十亿港元)	年初以来总回报 (%)	备注
998 HK	中信银行股份有限公司	2.86	-0.29	9.18	9.21	0.28	292.91	13.86	综指成分股
1988 HK	中国民生银行股份有限公司	3.29	-0.49	8.51	8.50	0.34	176.86	3.02	综指成分股
386 HK	中国石油化工股份有限公司	6.82	-0.28	8.32	8.73	0.60	763.31	9.29	恒指成分股, 综指成分股
1398 HK	中国工商银行股份有限公司	3.64	-0.68	8.17	8.46	0.58	1,904.89	4.71	恒指成分股, 综指成分股
1088 HK	中国神华能源股份有限公司	9.06	3.59	8.12	8.11	1.35	781.82	12.90	恒指成分股, 综指成分股
267 HK	中国中信股份有限公司	2.87	-0.65	8.03	8.24	0.30	235.63	3.85	恒指成分股, 综指成分股
6818 HK	中国光大银行股份有限公司	3.27	-0.09	7.90	8.37	0.45	201.36	11.64	综指成分股
5 HK	汇丰控股有限公司	6.31	-1.22	7.74	7.20	0.89	1,172.38	2.08	恒指成分股, 综指成分股
3988 HK	中国银行股份有限公司	3.91	0.46	7.65	8.08	0.42	1,287.00	9.40	恒指成分股, 综指成分股
3328 HK	交通银行股份有限公司	3.97	0.29	7.61	7.97	0.42	456.44	9.24	综指成分股
857 HK	中国石油天然气股份有限公司	6.53	-0.30	7.29	7.50	0.76	1,753.68	25.97	恒指成分股, 综指成分股
1288 HK	中国农业银行股份有限公司	3.98	0.35	7.27	7.76	0.46	1,565.56	9.97	综指成分股
941 HK	中国移动有限公司	9.28	0.58	7.15	7.16	1.01	1,485.13	4.17	恒指成分股, 综指成分股
883 HK	中国海洋石油有限公司	5.59	-0.25	6.97	7.57	1.16	891.51	38.15	恒指成分股, 综指成分股
3968 HK	招商银行股份有限公司	4.70	-1.39	6.83	6.83	0.88	868.20	15.07	恒指成分股, 综指成分股
2388 HK	中银香港 (控股) 有限公司	6.29	-1.71	6.78	7.75	0.67	223.61	-0.24	恒指成分股, 综指成分股
1658 HK	中国邮政储蓄银行股份有限公司	4.09	-1.18	6.74	6.97	0.48	496.16	10.46	综指成分股
1898 HK	中国中煤能源股份有限公司	4.89	0.10	6.50	6.47	0.64	139.61	4.23	综指成分股
762 HK	中国联合网络通信 (香港) 股份有限公司	7.50	-0.39	6.44	6.40	0.45	172.88	15.31	恒指成分股, 综指成分股
1800 HK	中国交通建设股份有限公司	2.36	-0.92	6.32	6.64	0.21	124.18	6.90	综指成分股
1186 HK	中国铁建股份有限公司	1.89	-0.79	6.28	6.69	0.24	117.33	4.97	综指成分股
728 HK	中国电信股份有限公司	10.13	0.85	5.79	6.21	0.78	550.85	9.63	综指成分股
3 HK	香港中华煤气有限公司	17.97	-1.19	5.65	5.54	1.90	115.69	3.68	恒指成分股, 综指成分股
390 HK	中国中铁股份有限公司	2.37	-0.95	5.44	6.26	0.33	170.40	14.37	综指成分股
1766 HK	中国中车股份有限公司	8.32	0.36	5.08	6.08	1.21	191.44	24.42	综指成分股
1816 HK	中国广核电力股份有限公司	8.98	1.54	4.15	4.27	0.96	195.06	13.24	综指成分股

数据来源: 彭博、建银国际; 数据截至2024-3-27

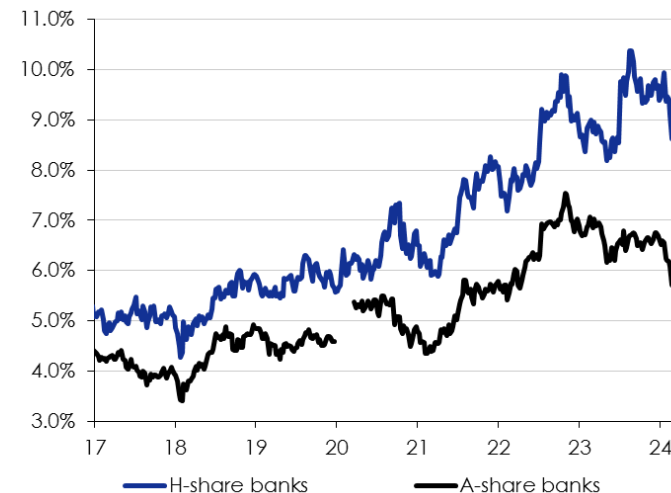
2024中资金融业：中特估概念加持

- ❖ 中资银行业 - 估值便宜，盈利可见度比较高，派息有惊喜，乃二季度中资金融业首选。
 - 预计24年净利润同比增长约5%，净资产收益率保持在10.5-11.0%。
 - 中资银行资产负债表质量保持稳定——信贷质量、新增不良、资本充足率和流动性状况仍然稳健，盈利可见度比较高，中资银行仍可维持分红，招行、平安银行已于23年业绩调高分红比率。我部预计中资银行业年中派发的23年股息率达到8.1%。
- ❖ 中资保险业 - 24年精算利润前景仍不明朗。
 - 受家庭收入增长和就业状况低迷拖累，反弹基础仍然相当脆弱 -- 偏向储蓄型、分红型产品增长，长期、保障型产品的销售仍然困难。
 - 资产端投资收益率方面比较负面。受境内收益率曲线下移、A股低迷，投资收益率仍然面临重重挑战，保险公司纷纷下调精算假设。
- ❖ 中资券商业 - 期待资本市场活动回升。
 - 资本市场活动有望在24年下半年回升，我们的盈利模型预计24年行业总利润 / 收入同比反弹 23%/11%。
 - 投资收入对收入的贡献越来越高，影响了盈利可见性。中资券商行业收购合并机会在建设一流投行的政策目标下有望升温。
- ❖ 首选股：农行 (1288 HK | 目标价：港币3.60)；招行 (3968 HK | 目标价：港币40.00)；信行 (998 HK | 目标价：港币5.10)
- ❖ 主要风险：(1) 宏观持续疲软；(2) 就业市场持续不振；(3) 违约事故加剧。

中资金融业指数表现



中资银行股息率



数据来源：Refinitive Datastream, 建银国际

2024年第二季度十大焦点股

*行业	公司	股票代码	现价	目标价	上涨空间 (%)	2024年预测市盈率 (倍)	1个月回报率 (%)	3个月回报率 (%)	6个月回报率 (%)	12个月回报率 (%)	年初至今回报率 (%)	建银国际2024年每股盈利增长预测 (%)	2024年预测股息率 (%)	市值 (百万美元)	建银国际评级
TMT	腾讯控股	700 HK	303.80	416.00	36.93	14.64	6.75	3.47	(0.78)	(21.05)	2.43	16.50	1.17	367,428	优于大市
TMT	携程	9961 HK	345.20	436.80	26.54	17.04	(4.64)	24.35	23.64	22.50	23.20	3.30	-	28,511	优于大市
金融	农业银行	1288 HK	3.30	3.60	9.09	4.04	1.85	9.63	13.01	12.63	10.00	4.10	7.68	197,128	优于大市
医药	信达生物	1801 HK	37.70	54.30	44.03	-	(10.66)	(11.81)	(1.44)	0.80	(11.29)	-	-	7,819	优于大市
消费	安踏体育	2020 HK	83.20	103.00	23.80	17.72	6.05	9.83	(5.62)	(27.65)	13.35	18.90	2.86	30,124	优于大市
消费	申洲国际	2313 HK	74.10	86.00	16.06	18.28	11.68	(7.84)	(1.20)	(5.06)	(5.90)	12.80	3.32	14,238	优于大市
汽车	吉利汽车	175 HK	9.24	19.20	107.79	11.89	7.07	7.57	-	(7.14)	10.66	37.60	3.00	11,886	优于大市
工业	中国中车	1766 HK	4.22	4.60	9.00	8.49	2.93	22.67	11.64	1.44	23.75	7.80	5.80	24,637	优于大市
石油	中海油	883 HK	18.12	21.30	17.55	5.82	7.99	39.38	31.49	54.34	37.27	18.40	7.52	114,889	优于大市
金属	紫金矿业	2899 HK	15.62	14.40	n/a	13.97	19.24	22.80	30.38	21.46	21.46	30.30	2.16	57,311	优于大市

数据来源：彭博、建银国际；数据截至2024-3-28（收市时间）

免责声明

评级定义：

优于大市 — 于未来12个月预期回报为高于10%
中性 — 于未来12个月预期回报在-10%至10%之间
弱于大市 — 于未来12个月预期回报低于-10%

分析师证明：

本文作者谨此声明：(i) 本文发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点，并以独立方式撰写；(ii) 其报酬没有任何部分曾经，目前或将来会直接或间接与本文发表的特定建议或观点有关；及 (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息/非公开的价格敏感数据。本文作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士（定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则）没有在本文发行日期之前的30个日历日内曾买卖或交易过本文所提述的股票，或在本文发布后3个工作日（定义见《证券及期货条例》（香港法例第571章））内将买卖或交易本文所提述的股票；(ii) 他们或其各自的关联人士并非本文提述的任何公司的雇员；及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

免责声明：

本文由建银国际证券有限公司编写。建银国际证券有限公司为建银国际（控股）有限公司（「建银国际控股」）和中国建设银行股份有限公司（「建行」）全资附属公司。本文内容之信息相信从可靠之来源所得，但建银国际证券有限公司，其关联公司及/或附属公司（统称「建银国际证券」）不对任何人士或任何用途就本文信息的完整性或准确性或适切性作出任何形式担保、陈述及保证（不论明示或默示）。当中的意见及预测为我们于本文日的判断，并可更改，而无需事前通知。建银国际会酌情更新其研究报告，但可能会受到不同监管的阻碍。除个别行业报告为定期出版，大多数报告均根据分析师的判断视情况不定期出版。预测、预期及估值在本质上是推理性的，且可能以一系列偶发事件为基础。读者不应将本文中的任何预测、预期及估值视作为建银国际证券或以其名义作出的陈述或担保，或认为该等预测、预期或估值，或基本假设将实现。投资涉及风险，过去的表现并不反映未来业绩。本文的信息并非旨在对任何有意投资者构成或被视为法律、财务、会计、商业、投资、税务或任何专业意见，因此不应因而作为依据。本文仅作参考资讯用途，在任何司法管辖权下的地方均不应被视为购买或销售任何产品、投资、证券、交易策略或任何类别的金融工具的要约或招揽。建银国际不对收件人就本报告中涉及的证券的可用性（或相关投资）做任何陈述。本文中提及的证券并非适合在所有司法管辖权下的地方或对某些类别的投资者进行销售。建银国际证券及其它任何人仕对使用本文或其内容或任何与此相关产生的任何其它情况所引发的任何损害或损失（不论直接的、间接的、偶然的、示范性的、补偿性的、惩罚性的、特殊的或相应发生的）概不负上任何形式的责任。本文所提及的证券、金融工具或策略并不一定适合所有投资者。本文作出的意见及建议并没有考虑有意投资者的财政情况、投资目标或特殊需要，亦非拟向有意投资者作出特定证券、金融工具及策略的建议。本文的收件人应仅将本文作为其做出投资决定时的其中一个考虑因素，并应自行对本文所提及的公司之业务、财务状况及前景作出独立的调查。读者应审慎注意 (i) 本文所提及的证券的价格和价值以及来自该等证券的收益可能有所波动；(ii) 过去表现不反应未来业绩；(iii) 本文中的任何分析、评级及建议为长期性质的（至少12个月），且与有关证券或公司可能出现的表现的短期评估无关联。在任何情况下，未来实际业绩可能与本文所作的任何前瞻性声明存在重大分歧；(iv) 未来回报不受保证，且本金可能受到损失；以及 (v) 汇率波动可能对本文提及的证券或相关工具的价值、价格或收益产生不利影响。应注意的是，本文仅覆盖此处特定的证券或公司，且不会延伸至此外的衍生工具，该等衍生工具的价值可能受到诸多因素的影响，且可能与相关证券的价值无关。该等工具的交易存在风险，并不适合所有投资者。尽管建银国际证券已采取合理的谨慎措施确保本文内容提及的事实属正确、而前瞻性声明、意见及预期均基于公正合理的假设上，建银国际证券不能对该等事实及假设作独立的复核，且建银国际证券概不对其准确性、完整性或正确性负责，亦不作任何陈述或保证（不论明示或默示）。除非特别声明，本文提及的证券价格均为当地市场收盘价及仅供参考而已。没有情况表明任何交易可以或可能依照上述价格进行，且任何价格并不须反映建银国际证券的内部账簿及记录或理论性模型基础的估值，且可能基于某些假设。不同假设可能导致显著不同的结果。任何此处于第三方的声明均代表了建银国际对由该第三方公开或通过认购服务提供的数据、信息以及/或意见的阐释，且此用途及阐释未被第三方审阅或核准。除获得所涉及到的第三方书面同意外，禁止以任何形式复制及分发该等第三方的资料内容。收件人须对本文所载之信息的相关性、准确性及足够性作其各自的判断，并在认为有需要或适当时就作出独立调查。收件人如对本文内容有任何疑问，应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。

免责声明

使用超链接至本文提及的其它网站或资源（如有）的风险由使用者自负。这些链接仅以方便和提供信息为目的，且该等网站内容或资源不构成本文的一部分。该等网站提供的内容、精确性、意见以及其它链接未经过建银国际证券的调查、核实、监测或核准。建银国际证券明确拒绝为该等网站出现的信息承担任何责任，且不对其完整性、准确性、适当性、可用性及安全性作任何担保、陈述及保证（不论明示或默示）。

在进行任何线上或线下访问或与这些第三方进行交易前，使用者须对该等网站全权负责查询、调查和作风险评估。使用者对自身通过或在该等网站上进行的活动自负风险。建银国际证券对使用者可能转发或被要求通过该等网站向第三方提供的任何信息的安全性不做担保。使用者已被认为不可撤销地放弃就访问或在该等网站上进行互动所造成的损失向建银国际证券索赔。

与在不同时间或在不同市场环境下覆盖的其它证券相比，建银国际根据要求可能向个别客户提供专注于特定证券前景的专门的研究产品或服务。虽然在此情况下表达的观点可能不总是与分析师出版的研究报告中的长期观点一致，但建银国际证券有防止选择性披露的程序，并在观点改变时向相关读者更新。建银国际证券亦有辨别和管理与研究业务及服务有关联的潜在利益冲突的程序，亦有中国墙的程序确保任何机密及/或价格敏感信息可被恰当处理。建银国际证券将尽力遵守这方面的相关法律和法规。但是，收件者亦应注意中国建设银行、建银国际证券及其附属机构以及/或其高级职员、董事及雇员可能会与本文所提及的证券发行人进行业务往来，包括投行业务或直接投资业务，或不时自行及/或代表其客户持有该等证券（或在任何相关的投资中）的权益（和/或迟后增加或处置）。因此，投资者应注意建银国际证券可能存在影响本文客观性的利益冲突，而建银国际证券将不会因此而负上任何责任。此外，本文所载信息可能与建银国际证券关联人士，或中国建设银行的其它成员，或建银国际控股集团公司的意见不同或相反。本文中所提及的产品、投资、证券、金融工具或行业板块，仅为建银国际的机构和专业客户所提供，本文不应提供给零售客户。

如任何司法管辖权区的法例或条例禁止或限制建银国际证券向您提供本文，您并非本文的目标发送对象。在阅读本文前，您应确认建银国际证券根据有关法例和条例可向您提供有关投资的研究资料，且您被允许并有资格接收和阅读本文。尤其本文只可分发予依据美国证券法许可建银国际证券分发的指定美国人士，但不能以其它方式直接或间接分发或传送至美国或任何其他美国人士。任何本文接收者中的美国人士（根据美国《交易法》或1986年《美国国内税收法（修订）》的定义），如希望根据此处提供的信息进行任何证券买卖或相关金融工具的交易，则此类交易仅限转交与，且仅应通过建银国际海外（美国）公司进行。除非根据适用法律，本文同样不能直接或间接分发或传送至日本和加拿大，及中国境内的公众人士（就本文而言，不包括香港、澳门及台湾）。严禁以任何方式擅自将本研究报告的全部或任何部分再复制或分发予任何人士，建银国际证券对第三方再分发本研究报告的行为概不承担任何责任。若本文已经通过电子途径，如电子邮件分发，那该途径并非保证安全或无误，因为信息可能被拦截、损坏、丢失、破坏、迟达或不完整，或包含病毒。因此，建银国际证券对电子传送对本文可能产生的任何错误，或内容遗漏不负责任。本文中所载的披露由建银国际证券编制，应按香港法律管辖及解释。

在新加坡的分发：本文中的信息/研究由建银国际（新加坡）有限公司（建银国际新加坡）（公司注册号201531408W）的外国分支机构建银国际证券有限公司（“建银国际证券”）提供。建银国际新加坡持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务牌照，可用于基金管理、资本市场产品交易（特别是证券和集体投资计划）并提供托管服务，并且是新加坡Financial Advisers Act规定的通过发布或颁发研究分析或研究报告的豁免财务顾问。建银国际证券可以根据新加坡Financial Advisers Regulations第32C条之与建银国际新加坡的安排分发信息/研究报告。建银国际证券在香港获得了提供此类信息/研究报告的许可。新加坡接收者应通过+ 65-68071880与建银国际新加坡联系，解决分发此信息引起的或与之相关的事宜。

©建银国际证券有限公司2024。本文所使用的标志、标识和徽章及公司名称「建银国际证券有限公司」均属于中国建设银行、建银国际控股和/或建银国际证券的注册及非注册商标。版权所有，违者必究。除非另有说明，本文中的所有材料的版权为建银国际证券所有。未经建银国际证券的书面同意，本文或本文中的任何部分不得复制、出售或再次派发。

以上声明以英文版本为准。

建银国际证券有限公司

香港中环干诺道中3号中国建设银行大厦12楼
电话: (852) 3911 8000 / 传真: (852) 2537 0097