每日投资策略

宏观及行业展望

宏观策略

- **中国宏观经济仍处于复苏初期。**中国春节假期旅客和游客的显著增加表明中国经济正在复苏。但是我们不能使用线性外推来预测其未来的修复路径。我们认为中国经济在经济重启后可能会呈现斜向上的 W 型复苏。消费和服务活动在疫情爆发后先是下降，然后随着人们开始外出而开始修复。初期修复由人员流动恢复所驱动。但由于房屋销售、大额耐用消费和企业资本支出的复苏可能需要更长时间，加上海外经济衰退对中国制造业的影响，中国经济在经历初期修复后可能放缓。在等待信心、就业和收入逐渐改善后，中国经济再迎来下半场修复，以耐用消费和资本支出的恢复为主力。我们维持中国 GDP 2023 年增长 5.1%和 2024 年 4.7%的预测，但我们预测存在向上调整的风险。在房屋销售或通胀大幅上升之前，中国流动性和信贷政策将保持宽松。受信贷政策宽松支撑，社会融资存量增速有望逐步回升。中国决策层未来两年将展现亲商务实态度，以修复信心和增长动能。
- **中国经济正处于人员流动恢复驱动的复苏初期。**随着中国取消动态清零政策，人员流动性逐渐恢复。被封已久的民众迫不及待地走出去，推动今年春节出行、旅游和观影人次大幅增长。随着人们外出活动恢复，交通、餐饮、旅行、住宿、娱乐、服装和鞋类、化妆品、个人护理等行业应该会受益。这些行业的恢复将支撑中国经济在上半年迎来第一轮复苏。GDP 增速可能从 2022 年第四季度的 2.9%上升到 2023 年第一季度的 3.2%和第二季度的 6.9%。根据我们的测算，上述行业复苏对今年中国 GDP 增长的拉动将超过 1.5 个百分点。
- **房屋销售、耐用消费和企业资本支出的复苏可能需要更长时间。**新冠疫情、房地产下滑和部分行业强监管对私人部门的信心、就业和收入产生较大影响。今年春节假期国内旅客和游客人数仍比疫情前 2019 年同期低 40%和 11%。同时，消费出现周期性降级，旅客人均消费支出较疫情前明显下降。这也是为什么在全球高通胀背景下，中国核心 CPI 增速不到 1%的核心原因。中国家庭和私企需要一些时间来恢复信心和增长势头。我们认为房屋销售、耐用消费和企业资本支出可能需要更长时间才能恢复。房屋销售和相关耐用消费可能会在 1H23 触底，并在 2H23 改善。与去年相比，今年房地产开发投资的同比降幅可能会显著收窄。
- **中国经济重启后可能呈现斜向上的 W 型复苏。**消费和服务活动在疫情爆发后先是下降，然后随着人们开始外出而恢复。人员流动性恢复支撑经济活动出现第一轮修复，修复主力是交通、餐饮、旅行、住宿、娱乐、服装、鞋类、化妆品和个人护理等行业。由于家庭收入和商业信心严重受损，房屋销售、大额耐用消费品和企业资本支出可能需要更长的时间才能恢复；海外经济衰退风险可能对中国出口、工业产出和制造业投资带来下行压力。中国经济经历第一轮修复后，复苏势头可能再次放缓。等待信心、就业和收入逐步改善后，中国经济将迎来下半场修复，以房屋销售、耐用消费和企业资本支出为主力。我们维持对中国 2023 年 GDP 增长 5.1%和 2024 年 4.7%的预测，但预测存在上调的风险。
- **由于房地产市场复苏缓慢且再通胀温和，流动性和信贷政策可能保持宽松。**中国流动性和信贷政策可能保持宽松，除非房屋销售大幅反弹或通胀大幅回升。在基准情景下，中国房地产市场复苏比较渐进缓慢，再通胀温和。中国央行将保持充裕流动性供应以促进信贷扩张。随着风险偏好和信贷需求回升，流动性需求将明显回升，可能推动货币市场利率温和上升。但央行不会寻求收紧流动性，因为中国 GDP 增速仍低于潜在增速，再通胀风险可控，今年核心任务是全力恢复经济增长，存在进一步降准的可能性。央行将维持对制造业、服务业、民营企业和中小企业的宽松信贷政策，鼓励银行对房企和地方融资平台的债务进行展期。首套房和二套房按揭贷款的首付比例和合同利率仍有进一步下行空间。

招银国际研究部

邮件：research@cmbi.com.hk

环球主要股市上日表现

	收市价	升跌（%）	
		单日	年内
恒生指数	22,070	-2.73	11.57
恒生国企	7,496	-3.57	11.80
恒生科技	4,580	-4.84	10.93
上证综指	3,269	0.14	5.83
深证综指	2,150	1.16	8.85
深圳创业板	2,614	1.08	11.38
美国道琼斯	33,717	-0.77	1.72
美国标普 500	4,018	-1.30	4.64
美国纳斯达克	11,394	-1.96	8.86
德国 DAX	15,126	-0.16	8.64
法国 CAC	7,082	-0.21	9.40
英国富时 100	7,785	0.25	4.47
日本日经 225	27,433	0.19	5.13
澳洲 ASX 200	7,482	-0.16	6.29
台湾加权	15,494	3.76	9.59

资料来源：彭博

港股分类指数上日表现

	收市价	升/跌（%）	
		单日	年内
恒生金融	35,509	-1.43	9.44
恒生工商业	12,396	-3.86	13.56
恒生地产	28,202	-1.20	8.30
恒生公用事业	39,431	0.90	7.07

资料来源：彭博

沪港通及深港通上日耗用额度

	亿元人民币
沪港通 (南下)	-21.57
深港通 (南下)	-15.62
沪港通 (北上)	105.12
深港通 (北上)	103.73

资料来源：彭博

- **未来两年中国决策层将以亲商务实政策态度力促恢复信心与增长。**疫情、房地产下滑、部分行业强监管和中美冲突使中国实现长期愿景目标面临更大挑战。有鉴于此，中国决策者在二十大后迅速调整一系列内外政策，展现出以恢复经济为中心的态度。GDP 增速和招商引资再次成为地方政府重要的 KPI。未来两年，中国决策层将以亲商务实态度，力促恢复信心和增长。（链接）

行业/个股速评

- **中国必选消费行业 – 食品和饮品业表现积极，但行业的牛市可能需在此基础上喘息。**昨天电话会专家给出几个正面的反馈。除了客流量有明显的增长外，送礼需求以至个人消费都有明显报复性的恢复。从子板块来看，白酒啤酒居前，茅台符合预期而五粮液超预期；软饮料预调酒也有不错的表现，农夫无糖茶继续维持高增长而预调酒则有 20%以上的表现；乳制品虽然库存较高但促销刺激销售略高于预期。零食、方便面、以致调味品都有不错的表现。总体来说，我们认为数据稳健，但并未有超出市场预期。考虑到行业以及部份龙头股价从去年 12 月至今已经有个明显的升幅，当前由重开主题下所带动的利好因素已大致或全面反映。市场转而聚焦春节的报复性消费能否延续到二三月。在缺乏其他催化剂以及低线城市二次感染的前提下，增速有可能环比放缓。我们认为股价或将进入调整期，特别是业绩期将在二月份开始。市场焦点将聚焦公司盈利以及一季度指引。我们继续建议投资人配置盈利确定性较高而同时享有开放主题的股票。子板块偏好我们维持首推啤酒行业，推荐软饮料以及乳制品行业。奶粉行业我们认为将继续保持与大市同步的表现。选股方面我们首推华润啤酒，推荐青岛以及百威啤酒。（链接）

- **比亚迪（1211 HK，买入，目标价：230 港元）- 4Q22 盈利超预期，FY23 利润率可能被高估。**比亚迪公布了 2022 年盈利预告，预计全年实现净利润 160-170 亿元人民币，隐含 4Q22 的净利润为 67-77 亿元人民币，强于我们此前的预期。我们估算剔除比亚迪电子的单车净利润将从 3Q22 的 9,869 元继续提升至 4Q22 的 9,932 元。展望 2023 年，我们预测比亚迪的销量将同比增长 31%至 246 万台，依然跑赢整体电动车市场（我们的预测增速为 27%）。虽然部分投资者可能会预期比亚迪销量的高速增长可以延续到今年，但我们认为其纯电动车和插电混动车都将面临来自于特斯拉降价和自主品牌新车型的激烈竞争。我们预测 2023 年净利润将同比增长 14%至 189 亿元人民币，隐含剔除比亚迪电子后的单车净利润为 7,100 元，较 2022 年的 8,200 元有所下降，主要因为补贴退坡的影响。假设今年补贴不变，我们的盈利预测对应的单车盈利为 13,100 元，对应净利润为 336 亿元，约同比翻倍。类比来看，特斯拉凭借卓越的运营效率，2022 年在销量增长 40%的情况下实现净利润增长 128%。可见，我们对比亚迪的盈利预测并不保守，而市场的一致预测可能低估了补贴退坡对比亚迪利润率的影响。目标价 230 港元，基于分部估值（电动车：1.2x FY23E P/S，电池和半导体外销：10x FY23E P/S），对应 31x FY23E P/E。维持持有评级。（链接）

- **理想汽车（LI US，买入，目标价：44 美元）- 4Q22 有望实现正盈利。**理想 4Q22 实现销量约 46,000 台，创历史新高，我们预计公司有望实现季度利润转正，类似于 4Q20 和 4Q21。我们预测 4Q22 毛利率将环比提升 9.2 个百分点至 21.9%，净利润为约 2.05 亿元人民币。我们维持 2023 年销量预测为 25 万台，毛利率预测为 22%，研发费用率和销管费用率分别为 11%和 12%。我们预测公司在 2023 年将首次实现全年盈利，约 5.68 亿元人民币，将成为中国首个实现盈利的造车新势力。虽然我们 2023 年的预测相比市场来说略显保守，但我们仍然认为理想最有可能在一众新势力中脱颖而出、成为长期赢家。维持买入评级，目标价 44 美元，基于 3.3x FY23E P/S。（链接）

- **吉利汽车（175 HK，买入，目标价：16.5 港元）- 2H22 净利润有望环比翻倍。**去年下半年，吉利销量同比增长 17%、环比增长 33%至 82 万台，我们预计同期收入增长有望超过销量增长，得益于产品结构的改善。随着规模效应的提升，我们预计 2H22 毛利率将环比提升约 0.9 个百分点至 15.5%，净利润有望环比提升 95%至约 30 亿元人民币。展望 2023 年，我们预测吉利的新能源车销量将同比增长 74%至 57 万台，占我们吉利总销量预测 153 万台的

37%。今年吉利计划推出 10 款新车，其中 9 款为新能源车。我们估计 2023 年毛利率将环比提升 0.8 个百分点至 15.9%，得益于规模效应和潜在的原材料价格降低。综上，我们预测吉利 2023 年的净利润将同比增长 21%至 55 亿元人民币。维持目标价 16.5 港元，基于分部估值（极氪 2.5x 23 年预测 P/S，吉利 15x 23 年预测 P/E）。维持买入评级。（链接）

- **广汽集团（2238 HK，买入，目标价：8 港元）- 4Q22 盈利或因投资收益而下滑。**广汽集团 4Q22 总销量同比下滑 6%，我们估计其净利润可能同比下滑 21%至 16 亿元人民币。虽然去年四季度埃安的销量环比有所增长，但考虑到电池成本上升，我们预计集团毛利率可能环比持平。影响集团 4Q22 盈利的主要原因或为投资收益的减少，我们预计 4Q22 公司来自于合联营企业的投资收益可能同比下滑 13%，主要因为广汽本田的销量同比下滑 27%，同时广汽丰田在去年下半年提高了给经销的返利。展望 2023 年，我们预测埃安的批发销量将同比增长 18%至 32 万台，虽然埃安 2022 年的批发销量增长超 125%，成为中国市场第四大热销品牌，但是我们估算其渠道库存也增加约 5.7 万台，深度超 2 个月。我们预测 2023 年集团毛利率有望同比改善 2.1 个百分点，主要得益于埃安销量的提升和潜在电池成本的下降。我们预测广汽 2023 年净利润可能同比下滑 5%至 92 亿元人民币，主要由于投资收益减少。我们认为广汽的估值具有吸引力，是不错的防御选择。维持买入评级，目标价 8 港元，基于分部估值（埃安：3.8 港元，合资企业：4.2 港元，传祺：0 港元）。（链接）

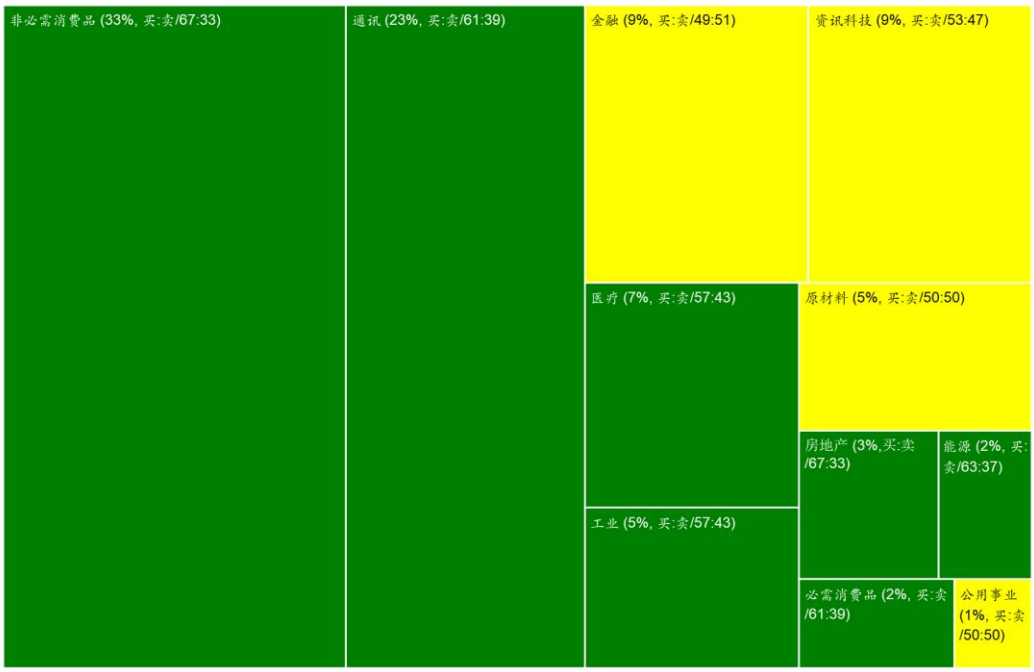
招银国际环球市场焦点股份

公司名字	股票代码	行业	评级	股价 (当地货币)	目标价 (当地货币)	上行/下行空间	市盈率(倍) 2022E	市盈率(倍) 2023E	市净率(倍) 2022E	ROE(%) 2022E	股息率 2022E
长仓											
理想汽车	LI US	汽车	买入	24.51	44.00	80%	N/A	613.0	N/A	N/A	0.0%
吉利汽车	175 HK	汽车	买入	12.86	16.50	28%	24.1	20.5	N/A	6.6	1.4%
捷佳伟创	300724 CH	装备制造	买入	119.35	187.00	57%	39.9	33.2	5.8	15.6	0.3%
中联重科	1157 HK	装备制造	买入	4.39	5.24	19%	11.5	9.2	0.6	5.1	3.7%
华润燃气	1193 HK	燃气	买入	33.15	39.13	18%	10.6	9.6	1.6	4.2	0.0%
大家乐	341 HK	可选消费	买入	13.78	15.12	10%	33.2	19.2	2.6	7.9	2.1%
百胜中国	9987 HK	可选消费	买入	467.20	465.05	0%	49.3	28.1	2.8	6.2	0.5%
华润啤酒	291 HK	必需消费	买入	60.50	77.40	28%	40.1	34.8	6.6	17.2	1.0%
百威亚太	1876 HK	必需消费	买入	25.05	27.20	9%	37.7	33.5	3.4	9.2	1.0%
中国中免	601888 CH	必需消费	买入	217.49	256.00	18%	62.1	42.6	12.4	20.0	0.5%
珀莱雅	603605 CH	必需消费	买入	165.30	184.00	11%	45.9	33.7	9.7	21.4	0.7%
信达生物	1801 HK	医药	买入	44.85	52.59	17%	N/A	N/A	6.3	N/A	0.0%
药明生物	2269 HK	医药	买入	67.00	120.39	80%	49.8	36.1	6.7	13.5	0.0%
中国太保	2601 HK	保险	买入	22.00	25.19	15%	8.0	6.7	0.8	9.9	4.5%
腾讯	700 HK	互联网	买入	387.20	381.62	-1%	27.3	24.0	3.5	12.3	0.4%
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	111.20	156.00	40%	14.4	12.3	1.8	5.5	0.0%
快手	1024 HK	互联网	买入	68.60	80.00	17%	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%
华润置地	1109 HK	房地产	买入	39.30	44.79	14%	9.4	8.8	1.0	10.5	5.0%
京东方精电	710 HK	科技	买入	18.42	25.00	36%	23.7	17.3	N/A	15.6	0.0%
闻泰科技	600745 CH	科技	买入	59.98	88.60	48%	25.5	16.9	2.0	7.9	0.4%
金蝶	268 HK	软件&IT 服务	买入	17.22	23.83	38%	N/A	N/A	7.1	N/A	0.0%

资料来源：彭博、招银国际环球市场研究 (截至 2023 年 1 月 30 日)

招银国际环球市场上日股票交易方块 – 30/1/2023

板块 (交易额占比, 交易额买卖比例)



注:

1. "交易额占比"指该板块交易额占所有股份交易额之比例
2. 绿色代表当日买入股票金额≧总买卖金额的 55%
3. 黄色代表当日买入股票金额占总买卖金额比例>45%且<55%
4. 红色代表当日买入股票金额≦总买卖金额的 45%

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容之分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场或其关联机构曾在过去 12 个月内与本报告内所提及发行人有投资银行业务的关系。

招银国际环球市场投资评级

买入 ：股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%

持有 ：股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间

卖出 ：股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%

未评级 ：招银国际环球市场并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市 ：行业股价于未来12 个月预期表现跑赢大市指标

同步大市 ：行业股价于未来12 个月预期表现与大市指标相若

落后大市 ：行业股价于未来 12 个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼　　电话: (852) 3900 0888　　传真: (852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司("招银国际环球市场")为招银国际金融有限公司之全资附属公司 (招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显着区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联络。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令("金融服务令")第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容之分析员，未在美国金融业监管局（" FINRA"）注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法 (经修订) 规则 15a-6 定义的"主要机构投资者"，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited （CMBISG）（公司注册号 201731928D）在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》（新加坡法例第 110 章）下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。 CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构篇制的报告。 如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》（新加坡法例第 289 章）所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。 新加坡的收件人应致电（+65 6350 4400）联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。