

每日投资策略

宏观、行业与公司点评

宏观点评

■ 信贷继续修复

由于过去几个月持续的政府债发行加速，中国 11 月新增社会融资恢复至 2.45 万亿元人民币。但是企业信心依然低迷，企业贷款尤其是中长期贷款小幅下降。由于商业活动依然疲弱，M1 占 M2 的比例降至历史低位。从好的一面来看，由于短期和长期贷款均出现反弹，家庭借贷略有回升。展望未来，随着货币政策持续宽松、财政政策更加扩张以及企业和消费者信心缓慢改善，信贷增长可能在 2024 年逐步恢复。我们预计 2024 年广义财政赤字将温和增加，存款准备金率、LPR 和存款利率将进一步下调。我们维持 2023 年和 2024 年 GDP 增长 5.3% 和 4.8% 的预测。（[链接](#)）

行业点评

■ AI 芯片国产替代进程将继续加速

路透社 12 月 12 日报道称：“腾讯和一些中国的小型芯片设计公司正在推广其 AI 芯片作为英伟达的替代品，希望美国的出口限制会促使客户加速国产替代。”（[链接](#)）该新闻是在美国商务部长雷蒙多宣布对华为芯片的突破将采取“最强力的措施”之后发表的。（[链接](#)）随着美国加紧对华芯片封锁，我们维持早前的观点，即国内科技公司将加快降低对英伟达芯片的依赖以及实现芯片本土化。国内 AI 芯片厂商将努力利用这一时间窗口加速芯片开发和推出，以争夺由英伟达主导的数十亿美元的中国市场份额。（[链接](#)）这一趋势的证据已经非常明显。据彭博社报道，百度与 360 都大量采购了华为最新研发的 Ascend 910B 芯片。

我们认为 1) 虽然华为在提供国产替代解决方案中作用突出，但也要重视其他小型芯片厂商近期取得的成果，比如腾讯与燧原科技合作开发的紫霄 AI 芯片、阿里巴巴研发的含光芯片、以及百度的昆仑芯片等。2) 为符合美国出口限制要求，预计英伟达在中国区未来的收入将下降，英伟达 CFO 表示：“过去几个季度，中国和其他受影响地区持续贡献了大约 20-25% 的数据中心收入。”据路透社报道，中国 AI 芯片市场的规模约为 70 亿美元，英伟达拥有约 90% 的市场份额。英伟达正在与美国政府密切合作，确保为中国定制的新芯片符合出口限制。与此同时，英伟达 CEO 过去一周对日本、马来西亚、新加坡和越南进行了访问，加强关系，促进合作。

我们预计英伟达将维持在 AI 市场的主导地位，并占据 AI 芯片市场收入的大部分。然而，他们将面临来自 AMD 和英特尔等直接竞争对手、云厂商自己研发的芯片以及中国芯片制造商的挑战。考虑到供应链限制和国内有限的生产能力，我们认为华为将是最大的受益者。（[链接](#)）

公司点评

■ 百济神州 (BGNE US, 买入, 目标价 295.67 美元) - ASH 大会上继续呈现三个血液瘤创新品种的惊艳数据。

长时间随访中，泽布替尼持续展现出相对于伊布替尼治疗 R/R CLL 的 PFS 优越性，ALPINE 研究中，36 个月 PFS 率分别为 65% vs 55%， $p=0.0011$ ，具有统计学显著性，并且泽布替尼体现出优异的 CR 率，36 个月 CR 率为 8.3%

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	16,229	-0.65	-17.96
恒生国企	5,551	-0.84	-17.21
恒生科技	3,686	-0.53	-10.72
上证综指	2,969	-0.03	-3.90
深证综指	1,845	-0.13	-6.59
深圳创业板	1,872	-1.05	-20.22
美国道琼斯	37,090	2.32	11.90
美国标普 500	4,707	2.23	22.60
美国纳斯达克	14,734	2.29	40.77
德国 DAX	16,766	0.04	20.41
法国 CAC	7,531	0.06	16.33
英国富时 100	7,548	-0.08	1.30
日本日经 225	32,926	1.91	26.18
澳洲 ASX 200	7,258	0.87	3.11
台湾加权	17,469	0.49	23.56

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	28,246	-0.01	-12.94
恒生工商业	8,856	-1.16	-18.86
恒生地产	16,972	0.52	-34.82
恒生公用事业	30,359	0.08	-17.57

资料来源：彭博

沪港通及深港通上日资金流向

亿元人民币	净买入 (卖出)
沪港通 (南下)	13.38
深港通 (南下)	9.33
沪港通 (北上)	-46.69
深港通 (北上)	-27.01

资料来源：彭博

(vs 伊布替尼的 5.8%)。两个治疗组中，36 个月 OS 率分别为 82.5% vs 79.6%， $p=0.098$ ，无统计学意义，我们认为 OS 数据“失败”是误读，CLL 病人生存期普遍非常长（可达 20 年），通常需要极长时间的随访（5-10 年甚至更长时间）才可能显示 OS 的统计学差异，因此 3 年随访 OS 展现 numerically better 已经说明疗效优势。另外，在早期临床中，对于阿卡替尼不耐受或者伊布替尼转换过来的病人，泽布替尼仍旧展现出良好的疗效信号和安全性，我们认为此项结果将促进伊布替尼或者阿卡替尼不耐受的病人更快转换使用泽布替尼。

Sonrotoclax (BCL-2) 有望成为 Game Changer。Sonrotoclax 联合泽布替尼在初治 CLL/SLL 病人中，展现出优异的疗效和安全性。Sonrotoclax 320mg 剂量组治疗 24 周的 blood MRD 阴性率高达 78% ($n=32$)，治疗 48 周时的 blood MRD 阴性率高达 100% ($n=3$)，疗效优于同机制疗法伊布替尼联合维奈克拉（治疗 15 个月 blood MRD 阴性率为 55%-57%）。百济的优异 MRD 结果或将转化为最终的 PFS 获益。Sonrotoclax 320mg 剂量组治疗 24 周的完全缓解率 (CR) 为 25%，由于侵入性的骨髓穿刺检测尚未完全完成，CR 率尚不成熟。安全性方面，Sonrotoclax 联合泽布替尼在三级及以上的不良反或严重不良反应方面，均优于 TN CLL 其他标准疗法。百济已经启动 Sonrotoclax 联合泽布替尼头对头对比维奈克拉联合奥比妥珠 (V+O) 的全球三期临床，我们认为试验成功之后 Sonrotoclax 联合泽布替尼作为双口服制剂将改变一线 CLL/SLL 的治疗格局。

BGB-16673 (BTK CDAC) 有望解决 BTK 抑制剂耐药的问题。BTK CDAC 在多线经治的共价或非共价 BTKi 耐药的患者中都展现出了积极的治疗信号，28 个病人中，ORR 为 57%，并出现 1 例 CR。公司预计将于明年上半年启动 BTK CDAC 针对 BTK 耐药的 MCL 的潜在二期注册临床，并在考虑在明年启动 BTK 耐药的 MCL 和 CLL 的三期关键临床。

我们看好百济神州创新品种管线的研发进展，维持买入评级，目标价 295.67 美元。（[链接](#)）

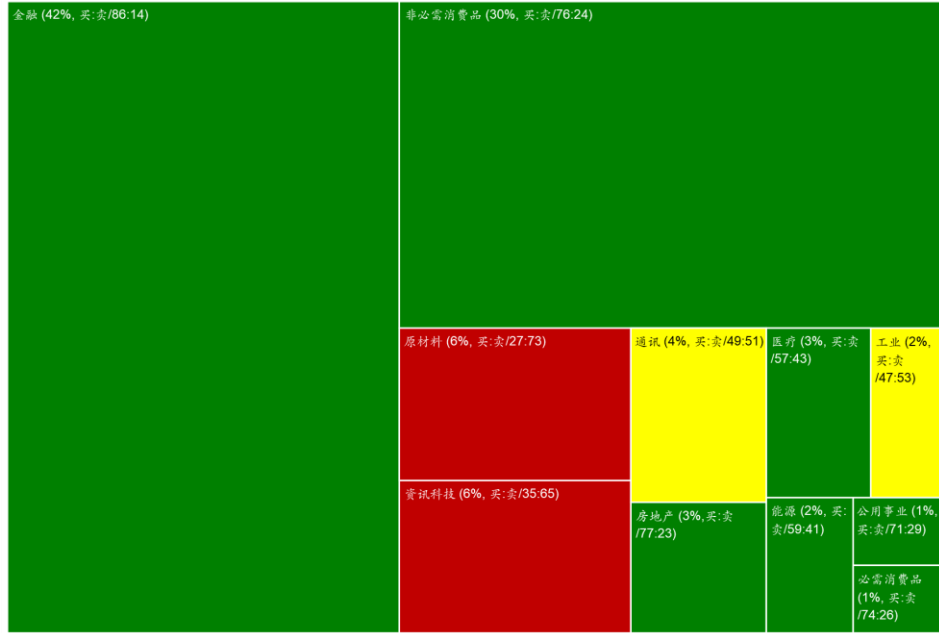
招銀国际环球市场焦点股份

				股价	目标价	上行/下行	市盈率(倍)		市净率(倍)		ROE(%)	股息率
公司名字	股票代码	行业	评级	(当地货币)	(当地货币)	空间	2023E	2024E	2023E	2023E	2023E	2023E
长仓												
理想汽车	LI US	汽车	买入	34.57	50.00	45%	53.9	34.0	5.9	18.1	0.0	
吉利汽车	175 HK	汽车	买入	7.90	14.00	77%	21.3	15.4	0.9	4.7	2.4%	
潍柴动力	2338 HK	装备制造	买入	13.68	19.40	42%	12.8	10.7	1.4	11.3	3.0%	
浙江鼎力	603338 CH	装备制造	买入	47.79	70.00	46%	14.3	12.3	2.8	21.7	1.3%	
华润电力	836 HK	能源	买入	15.10	22.53	49%	5.2	4.4	0.8	14.6	8.2%	
华润燃气	1193 HK	能源	买入	23.30	34.13	46%	7.8	6.7	1.1	11.2	6.0%	
江南布衣	3306 HK	可选消费	买入	9.49	14.26	50%	6.2	5.5	2.0	34.1	12.3%	
JS环球生活	1691 HK	可选消费	买入	1.38	1.84	33%	16.7	43.7	2.6	8.4	0.9%	
Vesync	2148 HK	可选消费	买入	5.21	6.71	29%	77.1	62.1	16.5	23.0	0.2%	
贵州茅台	600519 CH	必需消费	买入	1660.00	2219.00	34%	28.4	23.0	9.0	33.0	1.9%	
信达生物	1801 HK	医药	买入	40.20	57.35	43%	N/A	N/A	5.6	N/A	0.0	
友邦保险	1299 HK	保险	买入	63.10	118.00	87%	90.5	79.3	15.0	11.3	0.4%	
腾讯	700 HK	互联网	买入	307.00	465.00	51%	17.5	14.8	3.1	15.5	0.7%	
拼多多	PDD US	互联网	买入	146.41	142.60	-3%	26.7	20.3	9.9	41.4	0.0%	
网飞	NFLX US	传媒与文娱	买入	479.98	512.00	7%	286.8	222.8	67.8	25.0	0.0%	
快手	1024 HK	传媒与文娱	买入	54.30	97.00	79%	N/A	N/A	4.5	7.7	0.0%	
华润置地	1109 HK	房地产	买入	26.05	45.10	73%	5.3	4.8	0.6	13.3	6.1%	
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	32.50	44.20	36%	16.9	13.5	2.3	13.4	1.0%	
中际旭创	300308 CH	科技	买入	113.40	109.30	-4%	53.2	39.1	6.5	12.6	0.3%	
金蝶	268 HK	软件与IT服务	买入	10.64	17.00	60%	N/A	N/A	4.7	N/A	0.0	

资料来源：彭博、招银国际环球市场研究（截至 2023 年 12 月 13 日）

招銀国际环球市场上日股票交易方块 – 13/12/2023

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 $\geq$ 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 $\leq$ 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的分析员，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风险。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著区别，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，请与我们联系。

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商投资者

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的分析员，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属制的报告。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。