

每日投资策略

宏观、行业及公司点评

宏观经济

■ 美国经济 - 新增就业大超预期，供给改善或支持6月降息

美国3月新增非农就业30.3万人继续大超预期，薪资增速延续放缓，劳动参与率提高，失业率小幅下降。超过一半新增就业来自医疗服务与政府部门等受财政扩张影响较大的行业。该数据发布后，市场对6月降息概率的预期从59.1%降至50.8%，10年国债收益率上升至4.4%以上。

新增就业强劲主要由于大量移民流入增加劳工供应。劳工供应恢复、资本回流和人工智能等技术创新支撑经济增长超预期，而总供应扩张逐渐超过总需求因素作用，令通胀从高位回落。今年一季度通胀超预期，美联储正引导市场降低对今年降息路径过度乐观预期。未来三个季度，美国经济可能延续温和降温态势。为降低中小银行压力和避免政策在临近大选时急剧转向，美联储可能选择在6月首次降息。

我们仍维持全年可能降息100个基点的预测，但由于经济和通胀韧性，高利率持续时间比预期更长。回顾政策利率调整历史可以发现，低利率持续过久意味着未来加息更急，而高利率持续过久也预示着未来降息可能更陡。（[链接](#)）

行业点评

■ 中国汽车行业 - 领先指标在不同品牌间分化；特斯拉仍然坚挺

春节后的3月份，主要新能源汽车品牌的大部分领先指标环比改善，但大部分指标还没有恢复到去年同期的水平。尽管特斯拉在24年第一季度的交付量较弱，但其在中国的领先指标显示其终端表现仍然稳健。上个月，比亚迪和理想汽车的主要指标仍然好于其他品牌。

线索和进店：3月份，六大品牌的线索数量平均环比增长39%，其中理想汽车的增长最多（环比+66%），回到了24年1月的水平。特斯拉是唯一在3月份实现线索量同比增长的品牌（同比+17%）。3月进店量和线索量的变化趋势基本一致，六大品牌的单店进店量合计环比增长58%，同比下降17%，小鹏的进店量同比几乎腰斩，表现最差。3月进店量至订单的转化率对于所有品牌环比都有所提高，其中比亚迪（14%）和特斯拉（13%）的转化率创下历史新高。

新订单：六大品牌的单店新订单总数同比增长27%，不同品牌明显分化。特斯拉得益于3月的保险补贴和对4月初将提高售价的预告，3月单店新订单同比激增76%，好于我们此前的预期。比亚迪推出荣耀版车型降低指导价，3月单店新订单增长50%。我们预期比亚迪新订单在接下来的几个月内将保持

招银国际研究部

邮件: research@cmbi.com.hk

全球主要股市上市日表现

	收市价	升/跌 (%)	
		单日	年内
恒生指数	16,724	0.00	-1.90
恒生国企	5,864	0.00	1.65
恒生科技	3,451	0.00	-8.33
上证综指	3,069	0.00	3.17
深证综指	1,768	0.00	-3.80
深圳创业板	1,840	0.00	-2.69
美国道琼斯	38,904	0.00	3.22
美国标普500	5,204	0.00	9.11
美国纳斯达克	16,249	0.00	8.24
德国DAX	18,175	0.00	8.50
法国CAC	8,061	0.00	6.87
英国富时100	7,911	0.00	2.30
日本日经225	38,992	0.00	16.52
澳洲ASX 200	7,773	0.00	2.40
台湾加权	20,338	0.00	13.42

资料来源：彭博

港股分类指数上市日表现

	收市价	升/跌 (%)	
		单日	年内
恒生金融	28,397	0.00	-4.78
恒生工商业	9,327	0.00	1.01
恒生地产	15,487	0.00	-15.50
恒生公用事业	33,018	0.00	0.44

资料来源：彭博

沪港通及深港通上市日资金流向

亿元人民币	净买入 (卖出)
沪港通 (南下)	48.57
深港通 (南下)	22.16
沪港通 (北上)	(4.23)
深港通 (北上)	5.86

资料来源：彭博

强劲。理想汽车的3月单店新订单同比持平，虽然Mega的初步市场反馈低于预期，我们预计Mega的销量将继续爬坡，而理想今年销量增长的关键仍然在于增程车型。小鹏的单店新订单同比下降31%，在所有品牌中降幅最大，而小米SU7上市对小鹏的影响可能最大。蔚来3月单店新订单同比下降12%，考虑到去年新ES6上市和降价带来的高基数，蔚来未来几个月在同比数据上的挑战仍然严峻。（[链接](#)）

公司点评

■ 海尔智家 (6690 HK, 买入, 目标价: 31.24 港元) - 公司维持24财年指引, 并上调派息比率

23财年业绩符合预期，23财年四季度表现仍然稳健。目前来看，我们预计24财年一季度销售额/净利润增长可达5%以上/10%以上。公司维持24财年指引（中单位数至高单位数销售增长，10%以上的利润增长），但预期24财年/25-26财年的派息比率为45%以上/50%以上。

我们对公司的基本面相当有信心，考虑到：1) 今年国家对以旧换新的补贴力度或比去年加大，2) 卡萨帝会通过产品升级、套系化和深挖会员用户需求来实现10%以上增长，3) 空调在补充人才和全链条的生产能力后，市占率和利润率都有望提升，4) 欧洲会更换CEO并有更全面的调整，打造轻总部、重销售的模式来提高效率和利润率，5) 澳新市场在主力产品重新推出后，销售应该会有反弹，6) 继续推进全球化，在采购、制造、物流上都会进一步集中和提高效率，7) 在营销上也会更注重新兴社交媒体和内容共创等。

现价在12倍24财年预测市盈率，且股息率为4%，相当具吸引力。维持“买入”评级，目标价对应14倍预测市盈率。（[链接](#)）

■ 海底捞 (6862 HK, 买入, 目标价: 21.52 港元) - 股息率远超预期, 但拓展速度仍然保守

23财年业绩符合预期，但派息率上调至90%，远超预期，历史股息率更高达5%。24年前2个月表现仍然亮丽，翻台率同比上升超过30%（春节和情人节的翻台率更高达5次和6次）。公司亦预期全年的翻台率或环比持续改善，而人均消费亦可同比持平。在大环境转弱、竞争加剧的情况下，海底捞仍然凭借其强大的社交属性、创新的产品和品牌的年轻化和活力，创造出远超同行的表现。不过，24年的开店目标仍然十分保守，只预期会有单位数百分比的增长，而且已经包括直营和加盟，但我们仍然不排除重新加速的可能，因为平均翻台率在24年有望稳定地达到4次以上（23年为3.8次）。

现价对应16倍24财年预测市盈率，维持“买入”评级，目标价对应20倍。考虑到海底捞整体增长较慢，其并不是我们的行业首选，但受惠于5%的股息率，我们也认为下行空间很少。（[链接](#)）

■ **中国人寿 (2628 HK, 买入, 目标价: 13.70 港元) - 4Q23 净亏损收窄超预期; 新业务价值低双位数稳健增长**

投资收益承压导致全年归母净利润下滑。新准则下, 公司全年归母净利润达 461.8 亿元, 同比-30.7%, 主要受 3Q23 以来投资收益大幅下滑的拖累。值得注意的是, 公司 4Q23 在权益市场持续下探的背景下, 单季度实现归母净利润 106.4 亿元, 相较 3Q23 归母净亏损 6.1 亿元环比大幅提升。我们认为公司 4Q23 净利表现超预期得益于: 1) 承保端保险服务收入快速增长的贡献 (2H23: +32.6%, 对应 4Q23: +68.2%), 和 2) 投资服务业绩由 3Q 的-182 亿元环比收窄至 4Q 的-37 亿元。我们预期 1Q24 公司投资服务业绩有望由负转正, 得益于年后大盘指数回暖及公司提升债券配置比例至 55.8%, 其中加大对高收益银行资本债的配置, 有望提升在低利率环境下证券买卖的价差收益。

负债端 VNB 和 EV 稳健增长, 精算假设调整影响可控。公司 2023 年下调内含价值精算假设, 其中投资收益率由 5.0% 下调 50 个基点至 4.5%, 风险贴现率由 10.0% 下调 200 个基点至 8.0%。新业务价值在新假设下同比+11.9% 至 368.6 亿元; 若采用 22 年底的精算假设, 同比+14.0% 至 410.4 亿元, 假设调整对寿险新业务价值影响幅度为-10.2%。新假设下内含价值较年初+5.6% 至 1.26 万亿元; 若采用 22 年底的精算假设, 同比+5.1% 至 1.29 万亿元, 假设调整对内含价值的影响幅度为-2.5%; 其中假设和模型调整对全年 EV 增长的影响-406 亿元, 贡献占比-3.3%, 投资收益波动对 EV 贡献为 -6.0%, 二者部分抵消了内含价值预期回报和新业务价值增长所带来的正向贡献, 全年公司内含价值回报率降至 3.4% (CMBI 测算)。整体来看, 我们认为精算假设的调整对公司 EV 和 VNB 增长带来一次性影响, 假设调整后公司 EV 和 VNB 对宏观经济波动的敏感性更具备参考性。

资产端投资表现是寿险公司估值修复的焦点。公司 2023 年新准则下的总投资收益收益率 2.43%, 净投资收益率 3.7%, 同比各-1.47/-0.26 个百分点。投资端承压仍是影响公司估值修复的最主要因素。目前公司股价交易于 0.2 倍 FY24E P/EV 和 0.5 倍 FY24E P/B。基于长端利率下行、权益市场波动及内含价值假设下调所隐含的风险溢价下调等因素, 我们调整目标价至 13.7 港元 (原目标价: 17.81 港元), 对应 0.3 倍 FY24 P/EV 和 0.7 倍 FY24E P/B, 维持“买入”评级。 ([链接](#))

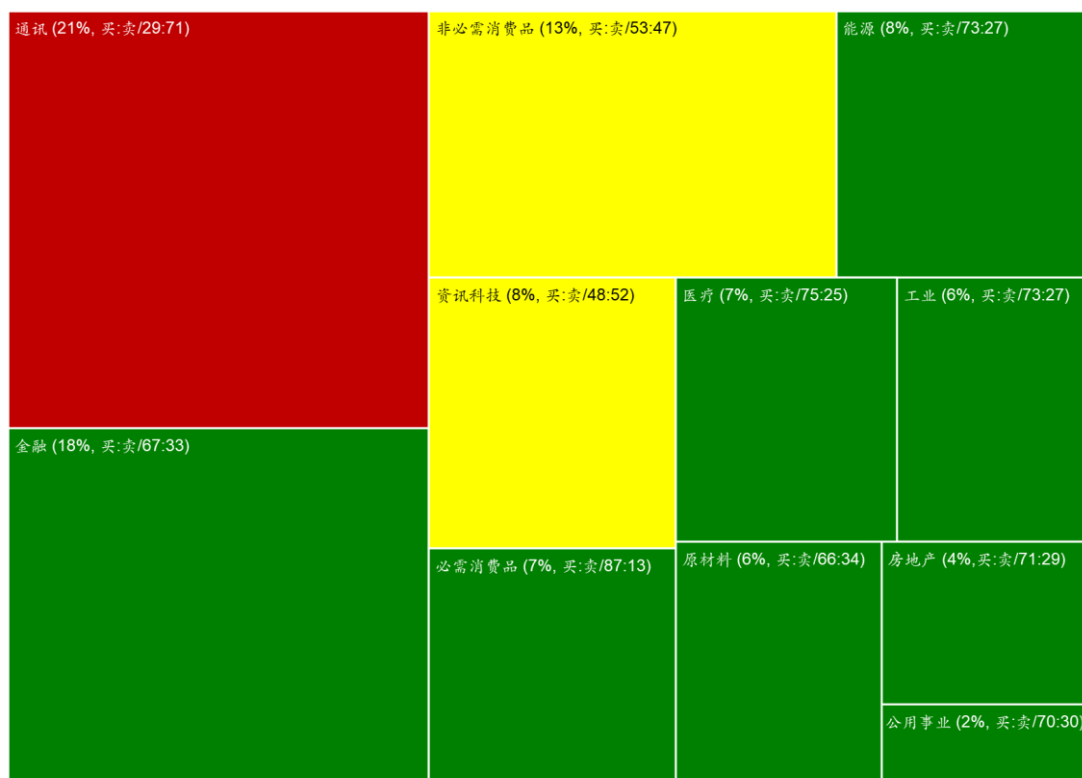
招銀国际环球市场焦点股份

公司名称	股票代码	行业	评级	股价	目标价	上行/下行 空间	市盈率(倍)		市净率(倍)		ROE (%)	股息率
				(当地货币)	(当地货币)		2023E	2024E	2023E	2023E	2023E	
重仓												
理想汽车	LI US	汽车	买入	29.83	48.00	61%	4.7	3.4	0.5	20.6	0.0%	
吉利汽车	175 HK	汽车	买入	9.40	14.00	49%	14.2	13.1	1.1	8.0	2.9%	
潍柴动力	2338 HK	装备制造	买入	16.02	22.00	37%	11.5	10.7	1.6	14.6	3.7%	
浙江鼎力	603338 CH	装备制造	买入	60.60	70.00	16%	18.1	15.6	3.6	21.7	1.1%	
达势股份	1405 HK	可选消费	买入	51.00	73.05	43%	N/A	N/A	3.6	11.9	0.0%	
江南布衣	3306 HK	可选消费	买入	14.98	19.77	32%	9.0	8.0	3.5	39.4	10.9%	
Vesync	2148 HK	可选消费	买入	5.18	6.71	30%	67.3	54.0	14.6	22.6	0.6%	
贵州茅台	600519 CH	必需消费	买入	1715.11	2219.00	29%	23.7	21.2	8.2	37.7	2.2%	
百济神州	BGNE US	医药	买入	150.03	268.20	79%	-14.4	-69.5	74.5	N/A	0.0%	
中国财险	2328 HK	保险	买入	10.16	11.90	17%	7.5	6.8	0.9	13.4	6.0%	
腾讯	700 HK	互联网	买入	310.00	450.50	45%	15.5	14.1	3.0	15.7	1.2%	
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	71.66	137.10	91%	1.2	1.1	0.2	8.5	0.9%	
拼多多	PDD US	互联网	买入	117.87	155.40	32%	1.9	1.4	0.7	35.7	0.0%	
亚马逊	AMZN US	互联网	买入	185.07	213.00	15%	N/A	N/A	7.1	18.9	0.0%	
奈飞	NFLX US	传媒与文娱	买入	636.18	613.00	-4%	36.9	29.9	11.6	32.7	0.0%	
快手	1024 HK	传媒与文娱	买入	49.65	97.00	95%	14.3	10.3	3.4	19.1	0.0%	
大健云仓	GCT US	传媒与文娱	买入	34.75	43.00	24%	13.4	10.3	N/A	32.1	0.0%	
华润置地	1109 HK	房地产	买入	24.25	45.10	86%	4.9	N/A	0.6	13.8	6.8%	
鸿腾精密	6088 HK	科技	买入	2.09	2.40	15%	3.8	7.7	5.8	7.9	0.0%	
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	27.00	46.51	72%	11.0	8.2	1.9	15.7	2.2%	
立讯精密	002475 CH	科技	买入	28.76	46.96	63%	18.6	14.7	3.5	10.9	0.6%	
中际旭创	300308 CH	半导体	买入	156.10	136.00	-13%	73.3	53.8	8.9	15.6	0.2%	
金蝶	268 HK	软件 & IT 服务	买入	8.69	15.50	78%	N/A	120.7	3.7	N/A	0.0%	

资料来源：彭博、招银国际环球市场（截至2024年4月5日）

招銀国际环球市场上日股票交易方块 - 5/4/2024

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个月的潜在涨幅在-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、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律或赔偿责任。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，都应通过美国注册的经纪交易商进行交易。

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。