

每日投资策略

宏观策略及行业/个股点评

宏观策略

■ 中国经济延续复苏

中国经济预测：3月中国经济继续复苏，建筑业、工厂活动和货运量进一步改善，但交通和客流量略有放缓。我们维持中国GDP一季度增速3.8%和2023年增速5.4%的预测。中国再通胀压力仍然较低，3月和4月的CPI增速可能在1%左右，而PPI可能在接下来三个月同比下降2%-2.5%。在信贷政策宽松的背景下，人民币贷款增速有望继续回升。

货运及客流：铁路货运和港口集装箱吞吐量增速延续回升，表明工业产出和交货进一步回暖。快递包裹数增速也继续回升。但大部分城市交通拥堵指数和地铁客流量略有下降，预示部分服务业活动可能有所放缓。

房地产市场、汽车销售和建筑活动：由于宽松信贷政策、经济重启后信心改善以及去年因疫情封锁而延迟的潜在需求释放，3月房屋销售持续复苏。汽车价格战导致部分消费者可能选择观望，3月汽车销量同比下滑。由于基础设施投资保持强劲，房地产开发投资跌幅收窄，建筑活动进一步改善。

中国出口和美国经济衰退风险：3月中国商品出口可能有所改善，但依然疲弱。近期全球市场动荡预示海外经济衰退风险上升。经济衰退和去通胀过程意味着未来两个季度中国出口可能仍将疲软。我们预计2023年中国商品出口同比下降3.5%。

中国货币流动性与人民币汇率：随着信贷扩张和经济复苏，流动性需求回升，过去三个月货币市场利率上升。近期降准表明央行保持宽松流动性和信贷政策的立场。国债利率在去年11月初以来温和上升，3月再度回落，因市场对中国经济复苏强度预期下降。由于1、2月美国经济数据超预期和近期全球市场动荡推升避险情绪，美元指数回升，人民币对美元回落。但下半年随着美国经济进入衰退，中国经济延续复苏，中美利差和人民币对美元将温和反弹。我们维持2023年底美元兑人民币即期汇率6.60的预测。[\(链接\)](#)

招银国际研究部

邮件: research@cmbi.com.hk

全球主要股市上日表现

	收市价	升/跌 (%)	
		单日	年内
恒生指数	19,001	-2.65	-3.95
恒生国企	6,470	-2.21	-3.51
恒生科技	3,870	-2.75	-6.26
上证综指	3,235	-0.48	4.71
深证综指	2,054	-0.32	3.95
深圳创业板	2,292	-0.08	-2.34
美国道琼斯	32,245	1.20	-2.72
美国标普500	3,952	0.89	2.92
美国纳斯达克	11,676	0.39	11.55
德国DAX	14,933	1.12	7.25
法国CAC	7,013	1.27	8.33
英国富时100	7,404	0.93	-0.64
日本日经225	26,946	-1.42	3.26
澳洲ASX 200	6,899	-1.38	-1.99
台湾加权	15,420	-0.21	9.07

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	31,686	-3.22	-2.34
恒生工商业	10,399	-2.45	-4.73
恒生地产	24,269	-1.97	-6.80
恒生公用事业	36,075	-1.48	-2.05

资料来源：彭博

沪港通及深港通上日资金流向

	亿元人民币
沪港通(南下)	35.53
深港通(南下)	35.48
沪港通(北上)	24.36
深港通(北上)	14.51

资料来源：彭博

行业点评

- **软件与 IT 服务板块 – 华为 MetaERP 影响分析。**据媒体报道，华为可能在 2023 年 4 月正式推出 MetaERP 产品。过去三年，华为已经完成了 ERP 系统（MetaERP）的研发，该系统完全应用自主的操作系统、数据库、编译器和语言，目前 MetaERP 已在华为内部实施和测试。

我们认为华为推出 MetaERP 可能会使中国 ERP 市场竞争升温。在产品定位上，我们认为 MetaERP 的目标是取代大型企业正在使用的 SAP 或 Oracle，这对用友（600588 CH，持有，目标价：22.27 元人民币）和浪潮（596 HK）的影响将大于金蝶（268 HK，买入，目标价：23.28 港元）。用友来自大型企业和政府的云计算收入占约 83%，而金蝶来自大型企业云计算收入占约 19%。此外，我们认为华为需要考虑与金蝶、用友直接竞争给自身云业务带来的影响。我们估计金蝶每年采购华为云的订单金额超过 1 亿元人民币，如果 ERP 市场的竞争加剧，金蝶和用友可能会缩减在华为云的业务，转而使用其他云厂商。

由于与 MetaERP 相关的研发和实施工作增加，华为的 IT 服务合作伙伴，包括中软国际（354 HK，买入，目标价：9.14 港元）、软通动力（301236 CH）和赛意信息（300687 CH）将受益。然而，我们担心这些项目在营收端的利好无法完全反映在利润端。由于华为的业务面临美国制裁的阻力，我们观察到中软国际的毛利率（FY19：29.8%，FY21：26.7%）和软通动力的毛利率（FY19：26.9%，FY21：24.7%）过去三年呈下降趋势。

在中短期内，我们认为华为与现有 ERP 厂商的直接竞争有限，同时，对华为的 IT 供应商带来营收端的增量。沿着 ERP 供应链，我们更喜欢金蝶，基于其标准化 SaaS 产品云星空的优异表现和信创项目的快速推进。维持金蝶的买入评级，目标价 23.28 港元。[\(链接\)](#)

个股速评

- **永达汽车 (3669 HK，首予买入，目标价：8.5 港元) – 售后驱动盈利增长，估值具有吸引力。**

新车毛利率的潜在下滑已经大部分在股价中反映。受到价格战的影响，我们认为今年一季度汽车经销商的新车销售业务可能面临挑战。随着二季度行业库存的潜在降低，我们预计新车销售量和利润率会在下半年有所恢复。面对新能源车的竞争，我们认为永达经营的核心品牌（宝马和保时捷）相比其他传统品牌具有更好的防御性。

新能源车和二手车可能快速增长。永达是率先和新能源品牌合作的汽车经销商集团之一。随着门店数量的快速扩张，我们预计永达的新能源品牌新车销量今年有望同比增长超过 90% 至 1.5 万台。我们估计今年永达的二手车销量将同比增长 10% 至 8.8 万台，和新车销量的比值（“旧新比”）将首次超过 50%。

售后服务将成为今年的利润增长点。随着被抑制需求的释放以及通勤的恢复，我们预计今年永达的售后服务收入将同比增长 15%，占到总收入的 16.5%。这将有助于永达的总体毛利率从去年的 8.9% 提升至今年的 10.0%。我们预测公司 FY23E 净利润将同比增长 39% 至 20 亿元人民币。我们认为部分投资者可能低估了售后服务恢复对公司利润的贡献。首次覆盖给予买入评级，目标价 8.5 港元，基于 7x FY23E P/E。考虑到售后服务重要性的提升，以及永达在新能源方面的先发优势，我们认为永达与美东及中升之间的估值差有望收窄。

此外，我们尝试在报告中回答几个问题：新势力品牌开始采用直营模式，汽车经销商是否会消失？新能源品牌的代理模式对汽车经销商是否有价值？新

能源时代，售后收入是否会大幅下降？传统豪华车能否跑赢整体乘用车市场？二手车可以有多大的贡献？[\(链接\)](#)

- **舜宇光学科技 (2382 HK, 买入, 目标价: 92.51 港元) – 2H22 业绩疲弱符合预期; 静待需求修复。** 公司2022年下半年净利润同比下降54%，符合预期，但收入超我们和普遍预期 25%和 9%，主要由于更优的产品单价和产品组合。由于手机摄像头模组/手机镜头/车载镜头毛利率偏低，导致 2H22 整体毛利率为 19.0% (而 1H22 为 20.8%)。考虑到行业库存调整持续、智能手机需求复苏不确定性和全球电动汽车销售放缓，我们预计 2023 年上半年公司业绩将承压。尽管 2023 年需求复苏缓慢，但我们对车载摄像头模组/潜望式镜头/AR/VR 推动公司长期成长持乐观看法。目前估值为 2023 年 24.2 倍市盈率，我们认为该股估值合理。业绩会将于今天上午 10:30 举行，我们将关注 2023 年产品出货量和单价指引以及 AR/VR/车载摄像头业务前景展望。[\(链接\)](#)
- **拼多多 (PDD US, 买入, 目标价: 106 美元) – 投资以强化长期发展前景。** 公司公布 4Q22 业绩: 营收同比增长 46%至 398 亿元人民币，较招银国际/彭博一致预期低 7/5%。因毛利率好于预期，拼多多 non-GAAP 净利润同比增长 43%至人民币 121 亿元人民币，较招银国际/彭博一致预期高 1/8%。我们将基于 DCF 的目标价下调至 106.0 美元 (前值: 116.9 美元)，以反应拼多多在短期内竞争加剧的行业中为提高商家的投资回报率，及消费者参与度所采取的积极举措。但我们仍看好拼多多在国内市场已经建立的消费者心智，这将有助于拼多多 2023 年维持稳健的 GMV 增长，同时我们也看好拼多多的国际扩张前景，维持买入评级。[\(链接\)](#)
- **绿城管理 (9979 HK, 买入, 目标价: 9.39 港元) – 业绩略超预期, 派息双重惊喜, 上调目标价。** 公司 2022 年业绩同比增长+32%，略高于市场预期。更重要的是公司宣布特别股息 0.09 港元每股，共派 0.43 港元每股，派息率 100%，对应股息率 5.9%。同时将未来派息率指引从原来的 60%提高到 80%。我们考虑到 1) 公司在行业中拥有绝对领先地位 (市占率 25.5%)，2) 由于其他竞争者多受母公司拖累，未来竞争格局变得更加有利；3) 虽然来自中小开发业务缩减，但由于来自金融机构/地方政府融资平台的业务提高，部分可被抵消 (公司指引金融机构业务贡献收入占比未来将达到 20%)；3) 公司良好的业绩兑现度，良好的现金流和超高的派息，我们维持买入评级，上调业绩预测 (2023-25E 净利润增 27-28%)，目标价上调 9%至 9.39 港元，对应 18 倍 2023E P/E。[\(链接\)](#)
- **三一国际 (631 HK, 买入, 目标价: 13 港元) – 2022 年核心净利润同增 53% 符合预期; 4Q 毛利率修复。**

公司 2022 年核心净利润同比增长 53%至 16.6 亿元人民币，符合我们的预期。公司 4Q22 净利润同比增长 1.1 倍至 3.69 亿元人民币，主要得益于：(1) 四季度收入同比增长 48% (至 19 亿元人民币)，(2) 毛利率同比增长 1.8 个百分点 (环比增长 1.5 个百分点) 至 23.7%，以及 (3) 良好的费用控制。三一国际宣布拟每股派息 0.19 港元，折算为派息率约 32%。我们认为公司本次业绩表现强劲，维持对三一国际的正面看法，主要考虑到：(1) 我们预计煤炭开采行业资本开支的上行周期将在 2023 年延续 (2023 年 1-2 月煤炭开采固定资产投资同比+20%)；(2) 机器人及锂电设备业务将继续提供潜在提升空间。我们维持买入评级，目标价为 13 港元 (基于 18 倍 2023 年市盈率，2023E-25E 盈利复合年增长率为 18%)。[\(链接\)](#)

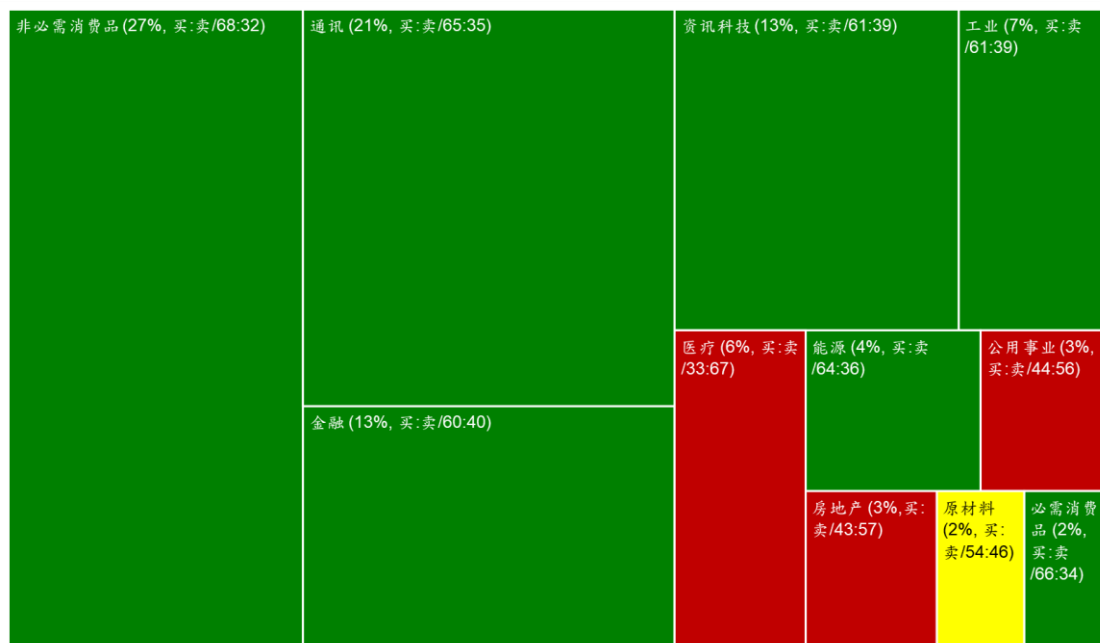
招銀國際環球市場焦點股份

公司名字	股票代码	行业	评级	股价	目标价	上行/下行	市盈率(倍)		市净率(倍)	ROE(%)	股息率
				(当地货币)	(当地货币)	空间	2022E	2023E	2022E	2022E	2022E
长合											
理想汽车	LI US	汽车	买入	22.84	44.00	93%	224.4	261.8	N/A	3.1	0.0%
吉利汽车	175 HK	汽车	买入	9.15	16.50	80%	17.4	14.9	N/A	6.6	2.1%
捷佳伟创	300724 CH	装备制造	买入	112.29	187.00	67%	37.6	31.3	5.4	15.6	0.3%
中联重科	1157 HK	装备制造	买入	4.10	5.24	28%	10.9	8.8	0.6	5.0	3.9%
兖煤澳大利亚	3668 HK	煤炭	买入	28.40	48.00	69%	2.0	2.3	0.7	40.0	27.3%
华润燃气	1193 HK	燃气	买入	29.50	39.13	33%	9.8	8.9	1.4	11.9	0.0%
呷哺呷哺	520 HK	可选消费	买入	6.29	11.20	78%	N/A	14.9	3.6	8.9	0.0%
百胜中国	9987 HK	可选消费	买入	473.40	554.61	17%	27.9	22.6	2.7	5.9	0.9%
江南布衣	3306 HK	可选消费	买入	9.58	11.76	23%	8.6	7.2	2.4	28.9	11.1%
华润啤酒	291 HK	必需消费	买入	59.05	77.40	31%	39.8	34.5	6.6	17.2	1.0%
贵州茅台	600519 CH	必需消费	买入	1729.60	2440.00	41%	34.7	29.1	9.7	27.9	3.0%
中国中免	601888 CH	必需消费	买入	182.67	255.00	40%	52.2	35.8	10.8	20.0	0.4%
珀莱雅	603605 CH	必需消费	买入	174.90	184.00	5%	48.6	35.7	10.3	21.4	0.6%
信达生物	1801 HK	医药	买入	37.90	52.59	39%	N/A	N/A	5.4	N/A	0.0%
爱康医疗	1789 HK	医药	买入	9.10	11.44	26%	46.9	33.2	4.2	9.2	0.5%
友邦保险	1299 HK	保险	买入	75.65	118.00	56%	15.1	13.3	1.9	18.2	18.0%
腾讯	700 HK	互联网	买入	334.80	450.00	34%	24.1	N/A	3.1	12.3	0.4%
拼多多	PDD US	互联网	买入	78.91	116.90	48%	17.3	13.0	28.5	26.2	0.0%
快手	1024 HK	互联网	买入	53.00	94.00	77%	N/A	N/A	N/A	55.0	0.0%
华润置地	1109 HK	房地产	买入	35.25	45.10	28%	8.2	7.4	0.9	11.2	5.4%
京东方精电	710 HK	科技	买入	15.02	26.01	73%	19.8	14.5	N/A	14.7	0.0%
闻泰科技	600745 CH	科技	买入	53.58	88.60	65%	22.8	15.1	1.8	7.9	0.4%
金蝶	268 HK	软件&IT服务	买入	13.24	23.28	76%	N/A	N/A	5.7	N/A	0.0%

资料来源：彭博、招银国际环球市场研究(截至2023年3月20日)

招銀国际环球市场上日股票交易方块 - 20/3/2023

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有关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策。

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上责任。任何使用本报告信息所作的投资决策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士。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。