

每日投资策略

宏观策略及个股速评

宏观策略

■ 中国宏观经济观察：复苏动能依然较弱

增长势头：5月中国经济增长势头依然较弱，高频经济活动指数进一步走弱。出口、耐用品销售和企业资本支出可能放缓，而汽车销售有所改善，娱乐等服务消费保持较好复苏态势。5月基本金属等大宗商品、中国长债利率和人民币汇率均显著下降，显示市场对中国经济前景预期更加负面。预计GDP两年复合平均增速将从1Q23的4.6%放缓至2Q23的4%（同比增速从4.5%降至7.8%），2H23可能温和回升至4.3%。服务业吸纳超过60%的中小企业和城镇就业，服务业持续复苏将改善下半年中小企业和城镇就业形势，提振家庭的收入预期和消费信心。

经济指标：5月航班数量、地铁客流量和观影人次保持强劲增长，显示服务消费持续复苏。我们预计中国服务业产出指数5月可能同比增长12.8%左右，而4月同比增长13.5%。随着暑期出行高峰到来，服务业活动有望进一步改善。一线城市房地产市场延续复苏，但二三线城市表现相对较弱。钢铁、建材价格显著下跌，显示建筑活动有所放缓。我们预计固定资产投资同比增速可能从1-4月的4.7%放缓至1-5月的4.5%。海外需求和商品价格持续回落，韩国5月前20日进出口同比跌幅进一步扩大。预计中国商品出口可能从4月的同比增长8.5%转为5月同比下降4%。预计工业增加值5月同比增长3.7%，而4月增长5.6%，两年复合平均增速从4月的1.3%小幅提高至5月的2.2%。

通胀形势：5月通缩压力进一步增加。食品价格疲弱，大宗商品价格明显下降，中国制造业和房地产疲软打击大宗商品价格。预计5月CPI同比增速仍在低位，与4月0.1%的同比增速基本持平。预计5月PPI同比下降4.1%，较4月3.6%的降幅进一步恶化。展望未来，2023年下半年至2024年中国可能出现温和再通胀过程。

货币政策：货币流动性进一步宽松，货币市场利率下降。流动性供应保持平稳，流动性需求下降，因实体经济活动、信贷需求和风险偏好减弱。由于中国GDP增速仍显著低于潜在增速，存在负产出缺口和通缩压力，中国货币信贷政策将保持宽松。随着2Q23经济活动走弱，中国央行可能在3Q23小幅下调LPR以提振增长势头。

人民币汇率：中国经济复苏速度和美国经济下行速度均慢于预期，人民币比预期更弱。展望下半年，中国经济可能延续复苏，而美国经济可能进一步放缓，人民币兑美元汇率可能小幅反弹。我们预计美元兑人民币即期汇率将在2023年底达到6.8，2022年底为6.95。 ([链接](#))

招银国际研究部

邮件: research@cmbi.com.hk

个股速评

- **同程旅行 (780 HK, 买入, 目标价: 24.5 港元) - 2Q23E 增速 V 型反弹进行时。**同程旅行 1Q23 业绩超预期, 收入同比增长 51%, 超出市场/我们预期 4%/5%。当中, 酒店强劲, 超预期 6%, 交通业务符合预期。净利润为 5 亿元人民币, 同比增加 106%, 超出市场预期 20%, 主要是好于预期的收入增长和其他收益所致。公司 2Q23 指引强劲。我们预计 2Q23 收入同比增长 108%, 源于低基数、出行需求释放及强劲节假日数据。其中, 酒店业务预计同比增长 75% (相较 2Q19 年增长 72%), 主要受间夜量拉动, 而佣金率因用户补贴而略有下降。交通/其他收入预计同比增长 130% (相较 2Q19 增长 52%) /132%。

我们看好公司在 2Q23 的 V 型反弹, 并期待其在长期实现快于行业的增长。近期股价的疲软, 部分反映了市场对于行业竞争以及宏观挑战的担忧。但相比电商/本地生活的公司, 我们认为同程深耕低线城市, 产品有着较高的交叉销售以及腾讯流量的支持, 对于宏观的不确定具备防御性。我们上调公司 2023-25 年净利润 5-10%, 以反映快于预期的恢复节奏。维持买入评级, 目标价为 24.5 港元, 对应 2023/24 年 27 倍/22 倍市盈率。 ([链接](#))

- **小鹏汽车 (XPEV US, 下调至持有, 目标价: 9 美元) - 公司结构性问题在今年或仍难以解决。**1 季度小鹏的收入和毛利率都低于我们此前的预期, 主要因为补贴退坡以及促销加大; 经营层面的亏损与我们的预期大体一致, 主要因为销管费用的显著减少。

我们认为将于 6 月上市的新车型 G6 可能面临超出管理层预期的市场竞争, 因为 20-30 万是纯电动车竞争最激烈的价格区间。因此, 虽然 G6 是基于新的扶摇架构打造, 但对公司的毛利率帮助可能有限。随着 G9 的失败, 公司可能会暂停对品牌向上的探索, 因为其 2025 年规划的 10 款车型的主销区间落在 20-30 万元, 这也可能会加重产品间的相互挤压。4 季度要上的 7 座 MPV 同样面临目标用户不明确的问题, 因为家庭用户和企业用户可能不会把自动驾驶功能作为优先考虑。

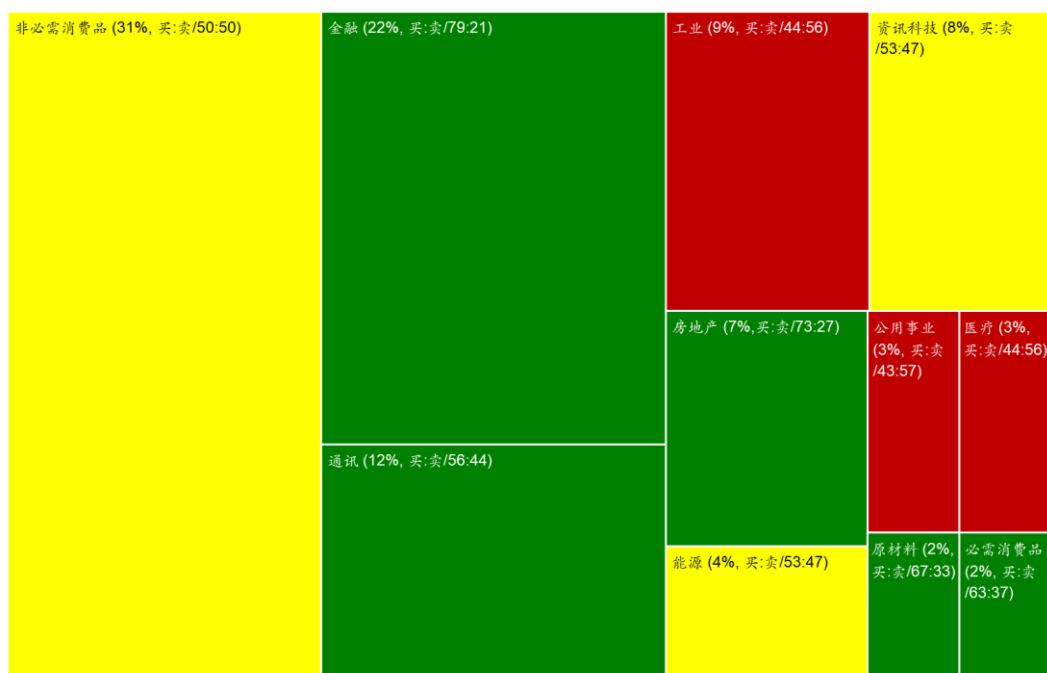
1 季度末小鹏的净现金水平下降至 247 亿元人民币, 6 个季度的时间净现金下降近 200 亿元。同时, 随着竞争对手销量的提升、数据量的增长、研发投入的增加, 小鹏在自动驾驶和智能座舱上的技术优势也可能缩小。我们下调今年的销量预测至 12 万台, 下调毛利率预测至 7.9%。

基于公司的产品定位和利润率等问题在今年的新车型或无法解决, 而公司在 G9 失败后暂停品牌向上以及在智能化上的优势可能在缩小或对公司长期发展造成不利, 我们下调评级至持有, 下调目标价至 9 美元, 基于 2x FY23E P/S, 鉴于在销量增长上大幅领先的理想汽车(LI US)目前的估值为 2 倍的 FY23E P/S, 我们认为此估值已经非常合理。 ([链接](#))

- **小米集团 (1810 HK, 买入, 目标价: 15.22 港元) - 1Q23 盈利表现明显恢复, 重申买入评级。**小米集团昨晚发布了 1Q23 业绩, 公司收入 595 亿元人民币, 同比下降 19%, 基本与我们及市场先前预期持平, 但公司经调整净利润 32.3 亿元分别是 5%/8%超越我们与市场先前预期, 综合毛利率 19.5%创历史新高。展望今年下半年, 我们对于小米盈利水平进一步改善充满信心, 主要将受到公司手机高端化战略持续推进、新零售门店整合提效以及互联网业务持续保持韧性等多方面因素支撑。我们轻微调整目标价至 15.22 港元, 依然是基于 24 倍 FY24E 市盈率倍数, 维持买入评级。近期股价驱动因素包括 EV 新能源车业务进展和手机市场份额提升。 ([链接](#))

招银国际环球市场上日股票交易方块 - 24/5/2023

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撰写的报告。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。