

每日投资策略

宏观及个股点评

宏观策略

- **中国经济开启复苏。**中国经济活动和商业信心在 1 月普遍改善，制造业、建筑业和服务业的采购经理人指数在经济重启后都出现显著复苏。分行业看，1 月份医药、通用设备、铁路运输设备与航天设备、交通运输、物流、餐饮住宿、金融服务等行业指数均创高位或明显回升；但房地产指数仍然疲软。中国出口可能在 1 月份暂时改善，但由于海外需求下滑和去通胀过程，未来两个季度可能依然疲弱。随着中国经济重启，国内需求恢复或支撑进口逐渐改善。多数行业原材料价格小幅回升，出厂价格则持续下跌，预示中国再通胀压力将比较温和。1 月 PMI 数据表明中国经济正在复苏。我们维持对中国 2023 年 GDP 增长 5.1% 和 2024 年 4.7% 的预测。
- **经济重启后 PMI 回升至扩张区间，经济景气水平明显回升。**制造业 PMI 从 2022 年 12 月的 47.0% 升至 2023 年 1 月的 50.1%，回到扩张区间。由于彻底放开后用药和囤药需求上升，医药指数跃升至 65% 以上。通用设备、铁路运输设备和航空航天设备指数回升至扩张区间。服务业方面，随着人们开始外出旅游、就餐、娱乐或社交，服务业 PMI 从 39.4% 跃升至 54%，其中铁路运输、航空运输、邮政服务、金融服务、零售业服务、餐饮住宿等行业指数皆迎来强势回升。
- **经济重启提振商业信心，需求和市场情绪普遍回暖。**制造业、建筑业和服务业新订单指数由去年 12 月的 43.9%、48.8% 和 37.4% 升至今年 1 月的 50.9%、57.4% 和 51.6%。商业信心回升，上述三个行业的景气指数分别从 51.9%、61.5% 和 52.3% 升至 55.6%、68.2% 和 64.3%。
- **出口可能暂时有所改善，同比降幅收窄。**出口订单指数从 2022 年 12 月的 44.2% 上升至 2023 年 1 月的 46.1%，这可能得益于经济重启后供应链的改善，但海外经济衰退风险和去通胀过程预示出口在未来两个季度可能延续疲弱，中国出口在暂时回暖后或再次恶化。进口指数从 43.7% 攀升至 46.7%，随着经济重启后内需复苏，中国的进口可能会逐渐修复。
- **中国经济重启提振大宗商品市场情绪，原材料成本反弹。**制造业、建筑业和服务业的材料成本指数从 2022 年 12 月的 51.6%、51.2% 和 48.9% 升至 2023 年 1 月的 52.2%、55.3% 和 50.9%。投资者预计中国经济重启将提振未来大多数大宗商品需求，近期铁矿石价格明显回升，1 月份钢铁行业材料成本指数跃升至 66.6%。但由于海外衰退风险和中国房地产等核心内需恢复比较渐进，大宗商品价格上行空间可能受限。1 月制造业和服务业出厂价格指数分别达到 48.7% 和 47.5%，而去年 12 月分别为 49% 和 47%，表明中国经济重启后的再通胀仍比较温和。
- **失业压力有所缓解。**制造业、建筑业和服务业的就业指数分别从 2022 年 12 月的 44.8%、45.7% 和 42.4% 上升至 1 月的 47.7%、53.1% 和 45.5%。未来就业形势或将逐步好转，有助于促进信心和消费复苏。
- **中国经济仍处于复苏初期。**中国经济正在复苏，但它仍处于人员流动恢复流动性支持的早期恢复阶段。随着人们开始外出，交通、餐饮、旅游、住宿、娱乐、服装鞋帽和个人护理应迅速反弹。然而，房屋销售、耐用消费和商业资本支出可能需要更长的时间才能恢复。在楼市回暖渐进缓慢和再通胀压力较低的情况下，中国将维持宽松的流动性和信贷政策。我们维持对中国 2023 年 GDP 增长 5.1% 和 2024 年 4.7% 的预测。 ([链接](#))

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	21,842	-1.03	10.42
恒生国企	7,425	-0.95	10.74
恒生科技	4,543	-0.82	10.02
上证综指	3,256	-0.42	5.39
深证综指	2,143	-0.36	8.45
深圳创业板	2,581	-1.26	9.97
美国道琼斯	34,086	1.09	2.83
美国标普 500	4,077	1.46	6.18
美国纳斯达克	11,585	1.67	10.68
德国 DAX	15,128	0.01	8.65
法国 CAC	7,082	0.01	9.40
英国富时 100	7,772	-0.17	4.29
日本日经 225	27,327	-0.39	4.72
澳洲 ASX 200	7,477	-0.07	6.22
台湾加权	15,265	-1.48	7.98

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	35,236	-0.77	8.60
恒生工商业	12,285	-0.89	12.55
恒生地产	27,374	-2.94	5.12
恒生公用事业	38,616	-2.07	4.85

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)	-16.67
深港通 (南下)	-15.64
沪港通 (北上)	74.35
深港通 (北上)	55.84

资料来源: 彭博

板块/个股速评

- **长城汽车 (2333 HK, 买入, 目标价: 13 港元) - 4Q22 净利润或同比下滑。**
 长城 4Q22 销量同比下滑 33%，低于我们此前的预期，主要受制于过去累积的库存压力。随着产品结构改善，我们预测 4Q22 收入的下滑幅度会小于销量的下滑。考虑到年底需要计提员工奖金和经销商返利，我们预测毛利率可能环比收窄 3 个百分点至 19.5%。我们预测长城 4Q22 净利润同比下滑 4% 至 17 亿元人民币，对应 2022 年全年净利润为 98.6 亿元人民币，仍然能满足公司股权激励和限制性股票计划的要求。展望 2023 年，我们认为相比盈利能力，投资者可能会更加看重长城的新能源车销量表现。2023 年公司规划的 18 款新车中，绝大部分都是新能源车型，并且定价也将以市场为导向，我们认为优先市占率来追赶电动化是正确的决定。我们预测长城 2023 年的新能源车销量将同比翻倍至 28.5 万台，占到我们长城总销量预测 125 万台的 23%。考虑到新能源车的盈利能力相对较弱以及剔除汇兑的影响，我们估计长城 2023 年的净利润将同比下滑 35% 至 64 亿元人民币。维持买入评级，提升目标价至 13 港元，基于 16x FY23E P/E。 ([链接](#))
- **蔚来汽车 (NIO US, 买入, 目标价: 23 美元) - 4Q22 亏损或将收窄, 2023 销量有望跑赢电动车市场。**
 蔚来 4Q22 销量环比增长 27% 至约 4 万台，低于此前指引的 4.3-4.8 万台。ET5 销量占比在 4Q22 提升至接近 30%。我们估计 4Q22 的毛利率大致环比持平，净亏损有望环比小幅缩窄至 38 亿元人民币。展望 2023 年，我们下调销量预测至 20 万台（同比增长 63%），主要因为竞争加剧和 1Q23 的销量可能低于预期。虽然 ES8，ES6 和 EC6 将在 2023 年改款并升级至 NT2.0 平台，我们预计三者的销量可能会同比下滑，而销量增长的主要动力来自于 ES7/EC7 和 ET5 及其变种车型。我们预测 2023 年的净亏损有望略微收窄至 113 亿元人民币，但大幅低于市场的一致预期。我们认为蔚来的扭亏为盈可能需要借助中端新品牌所带来的规模效应，但其在手现金足够支撑其未来两年的运营。目标价 23 美元，基于 3.5x FY23E P/S，维持买入评级，我们认为蔚来成功塑造的高端定位为其将来中端新品牌的推出奠定了基础。 ([链接](#))
- **小鹏汽车 (XPEV US, 买入, 目标价: 18 美元) - 4Q22 亏损有望收窄, 2023 年销量增速是关键。**
 小鹏 4Q22 销量 2.2 万台，小幅超出其之前的销量指引，G9 的占比提升至 28%，可能有助于部分抵消其因为销量环比下滑和返利提升对毛利率的影响，我们预测 4Q22 毛利率环比下滑 2.3 个百分点至 11.2%，但净亏损可能会环比小幅收窄至 20 亿元人民币，主要受益于人民币升值带来的汇兑收益。展望 2023 年，我们预测销量同比增长 28% 至 15.5 万台，受益于两款新车型和三款老车型的改款，我们预测 2023 年的净亏损也将小幅收窄。我们认为 2023 年投资者关注的重点是公司的销量表现。凭借 350 亿元人民币的净现金，我们认为小鹏仍有逆风翻盘的机会，虽然我们认为理想和蔚来相比小鹏更有可能成为长期赢家。目标价 18 美元，基于 2.5x FY23E P/S，估值倍数低于理想和蔚来。 ([链接](#))
- **快手 (1024 HK, 买入, 目标价: 94 港元) - 4Q22 业绩预期向好, 利润率持续改善。**
 我们看好快手长期电商韧性增长、广告复苏及利润率改善空间，同时短期业绩向好有望支撑估值持续修复。预计快手 4Q22 业绩将更为乐观，收入同比增长 11%（之前预计增长 10%），受益于：1) 内循环广告的强劲增长有望带动广告业务超预期（预测收入同比增长 10%），外循环广告预计 2Q23E 需求释放；2) 年度直播活动及强运营加持下，直播业务增长预计好于指引（同比增长 7%）。电商货币化率有所下降，源于防疫放开后物流受阻下退单率上升所导致。但 GMV 增长趋势仍然向好（预计加速增长至 31%），也支撑了内循环广告的增长。利润率方面，我们认为 4Q22E 利润率改善幅度有望好于预期，受益于海外业务亏损持续环比收窄，以抵消 4Q22 毛利率的环比下滑（预计 45.8%，处于公司指引低端，源于年度直播活动成本较高）及营销费用的环比上升（春节较早）。展望未来，我们看好：1) 疫峰后广告业务进入恢复通道，2) 2023 年集团扭亏为盈。我们略微上调 2022 到 2024 年收入 0.3-0.4%，利润率上调 0.1%，以反映在海外市场有效的成本管控。伴随着板块估值的回归，我们上调基于 SOTP 的目标价至 94 港元。 ([链接](#))

- **用友网络 (600588 CH, 持有, 目标价: 22.27 元人民币) – 大型客户定制化需求影响利润率。**用友 (600588 CH, 持有)和其在香港上市的子公司畅捷通 (1588 HK, 未评级)近日发布了 2022 年业绩预告。用友预计 22 年实现归母净利润 2.0 - 2.2 亿元人民币, 同比下降 68.9% - 71.7%。公司将利润的下滑归因于 1) 12 月疫情影响项目实施及验收, 2) 研发投入的增加和 3) 21 年非经常损益的影响。收入端, 用友全年主营业务 (软件+云) 收入实现了同比增长, 但增速相比 21 年的 16%有所放缓。用友面向小微企业的业务通过子公司畅捷通 (1588 HK) 运营。畅捷通预计 22 年收入同比增长+12-18%, SaaS 订阅收入同比增长+45%。按此推算, 22 年四季度畅捷通的收入同比下降 18%至 1.8 亿元人民币。畅捷通管理层在电话会上表示, 预期 23 年收入同比增长 30%, 这意味着小微企业在 23 年对用友的收入贡献接近 8.8 亿元人民币。虽然用友的业务经营将在 23 财年逐步恢复, 但我们对其云转型的进程仍持谨慎态度。大型企业客户贡献用友总收入接近 70%, 国央企采用标准化云产品的意愿较低, 同时对定制化二开需求比较大, 这将增加用友的运营成本, 导致公司在 2019 年实行云转型战略以来, 员工人均收入及营业利润在下降, 同时, 研发资本化率从约 20%上升到 35%。维持持有评级。我们将用友 22-24 财年的收入下调 5-6%, 目标价下调至 22.27 元人民币。 ([链接](#))
- **浙江鼎力 (603338 CH, 买入) – 浙江鼎力业绩令人惊喜, 2022 年全年净利润预计同比增长 39-50% (达到 12.3-13.3 亿元人民币), 高于我们/市场预期的 12 亿元/ 11.5 亿元人民币。**这意味着公司 4Q22 盈利达到 3.54-4.51 亿元人民币 (同比增长 1.3-1.9 倍)。我们预计鼎力将继续受益于强劲的海外需求以及国内需求逐渐复苏。浙江鼎力是我们今年工程机械行业的重点看好标的。
- **中联重科 (1157 HK, 买入/000157 CH, 持有) – 中联重科 2022 年净利润预计将同比下降 61-64% 至人民币 22.5-24.5 亿元, 低于我们/市场预期的 28.2 亿元/28.4 亿元人民币。**这意味着公司 4Q22 净利润为 8100 万- 2.81 亿元人民币 (同比下降 49-85%)。虽然 4Q22 净利润不及预期, 但我们预计 2023 年拐点将会出现。我们认为中联重科为行业中的追落后标的, 预计其 AWP 业务的潜在分拆将有助于释放业务价值。
- **三一重工 (600031 CH, 持有) – 三一重工 2022 年净利润预计将下降 62-67% 至 40-46 亿元人民币, 符合我们预期的 44 亿元人民币, 但低于市场预期的 52 亿元人民币。**这意味着公司 4Q22E 净利润为 4-10 亿元人民币, 而 4Q21 净亏损为 5.33 亿元人民币。我们对三一重工继续保持谨慎看法, 考虑到我们预计 2023 年挖掘机行业需求同比将仅增长 10%。我们对三一重工 2023 年的盈利预测比市场预期低 21%。
- **中国重汽 (3808 HK, 持有) – 中国重汽 2022 年净利润预计将下降 55-65%至 15-19 亿元人民币, 符合我们预期的 18 亿元人民币, 但低于市场预期的 25 亿元人民币。**虽然我们预计 2023 年重卡行业销量将增长 25%, 但我们认为目前市场对重汽预期仍然过于乐观 (我们比市场预期低 30%), 考虑到重汽可能对潍柴动力 (2338 HK, 买入 / 000338 CH, 持有) 增加发动机采购量, 公司毛利率将受到潜在压力。

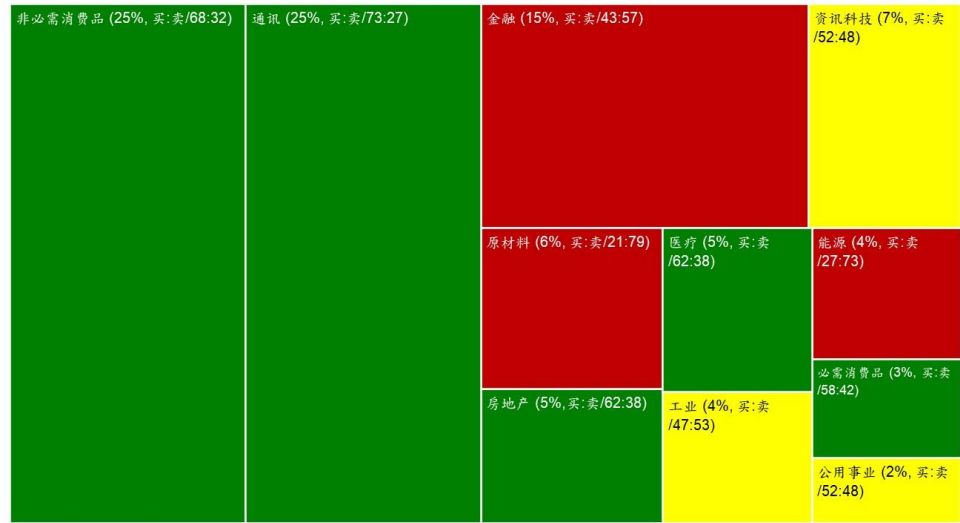
招銀國際環球市場焦點股份

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
长仓											
理想汽车	LI US	汽车	买入	24.90	44.00	77%	N/A	623.0	N/A	N/A	0.0%
吉利汽车	175 HK	汽车	买入	12.64	16.50	31%	23.2	19.8	N/A	6.9	1.6%
捷佳伟创	300724 CH	装备制造	买入	123.13	187.00	52%	41.2	34.3	6.0	15.6	0.2%
中联重科	1157 HK	装备制造	买入	4.35	5.24	20%	11.4	9.1	0.6	5.1	3.7%
华润燃气	1193 HK	燃气	买入	32.95	39.13	19%	10.5	9.5	1.6	4.2	0.0%
大家乐	341 HK	可选消费	买入	13.70	15.12	10%	33.0	19.1	2.6	7.9	2.1%
百胜中国	9987 HK	可选消费	买入	474.00	465.05	-2%	50.0	28.5	2.9	6.2	0.5%
华润啤酒	291 HK	必需消费	买入	58.95	77.40	31%	39.1	33.9	6.4	17.2	1.0%
百威亚太	1876 HK	必需消费	买入	24.70	25.10	2%	37.2	33.0	3.4	9.2	1.0%
中国中免	601888 CH	必需消费	买入	212.30	217.50	2%	60.7	41.6	12.1	20.0	0.5%
珀莱雅	603605 CH	必需消费	买入	164.99	165.30	0%	45.8	33.7	9.7	21.4	0.7%
信达生物	1801 HK	医药	买入	42.45	52.59	24%	N/A	N/A	6.0	N/A	0.0%
药明生物	2269 HK	医药	买入	65.25	120.39	85%	48.5	35.1	6.5	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	382.20	381.62	0%	27.0	23.7	3.5	12.3	0.4%
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	110.20	156.00	42%	14.3	12.2	1.8	5.5	0.0%
快手	1024 HK	互联网	买入	68.65	94.00	37%	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%
华润置地	1109 HK	房地产	买入	37.60	44.79	19%	9.0	8.4	1.0	10.5	5.2%
京东方精电	710 HK	科技	买入	18.60	25.00	34%	24.0	17.5	N/A	15.6	0.0%
闻泰科技	600745 CH	科技	买入	58.42	88.60	52%	24.9	16.5	2.0	7.9	0.4%
金蝶	268 HK	软件 & IT 服务	买入	17.08	23.83	40%	N/A	N/A	7.0	N/A	0.0%

資料來源：彭博、招銀國際環球市場研究 (截至 2023 年 1 月 31 日)

招銀国际环球市场上日股票交易方块 – 31/1/2023

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 $\geq$ 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上责任。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编制的报告。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。