

每日投资策略

宏观策略及个股点评

宏观策略

■ 降准是政府新领导层派送的礼物

中国央行上周五宣布下调法定存款准备金率（RRR），表明保持流动性和信贷宽松的政策态度。最近美国中小银行风险事件对全球央行发出警告，银行体系在存款人信心受到冲击下是多么的脆弱。中国货币市场利率在过去三个月显著上升，因信贷供应扩张和经济活动回升推升流动性需求。流动性边际收紧打击了投资者对中国政策支持和复苏前景的预期，可能削弱新领导层在去年12月中央经济工作会议上展现的稳增长形象。从这个角度来看，此次降准非常及时，显示了新内阁对增长的坚定承诺。展望未来，海外经济衰退风险不断上升，中国GDP增速仍在潜在增速以下，再通胀风险较小，中国将保持宽松的流动性和信贷政策以提振内需。我们预计央行年内仍有0.25个百分点的降准空间；视乎海外衰退程度及国内复苏力度，不能排除下半年小幅下调LPR的可能性。同时，央行将引导银行增加对制造业、服务业和中小企业的信贷供给。

■ 降准表明央行对流动性和信贷政策的宽松立场。央行表示，降准旨在保持流动性合理充裕，支持经济合理增长。由于流动性需求随着信贷扩张和经济复苏而回升，货币市场利率在过去三个月显著上升。银行7天回购利率和3M Shibor 分别从去年11月初的1.7%和1.75%升至上周的2.1%和2.5%。春节假期后房地产市场恢复好于预期，一些投资者开始担心央行的政策态度可能发生变化。本次降准发出明确的信号，央行将在短期内维持宽松的流动性和信贷政策以提振增长，这将有助于缓解投资者对政策的担心。

■ 降准显示新内阁对稳增长的承诺。降准是在国务院新领导层召开第一次常务会议三天后宣布的。国务院新总理李强在3月13日“两会”后的记者见面会上承诺，面对全球经济的不确定性，中国政府将运用宏观政策组合拳、扩大内需组合拳、改革创新组合拳和防范化解风险组合拳等一揽子政策，促进经济增长。降准是国务院新领导层派发的礼物，展现出对稳增长的坚定承诺，有助于修复去年受损的政策公信力。

■ 预计今年央行仍有0.25个百分点的降准空间。最近美国中小银行风险事件提示中国央行，银行体系在存款人信心受到冲击下是何等脆弱。银行体系流动性分布并不均衡，脆弱性潜伏在暗处，一旦存款人或投资者信心下降，就可能演化为系统性风险。中国11月初宣布重启经济后，货币市场利率和债券利率快速上升，冲击到银行理财产品并打击投资者信心。随着海外经济衰退风险上升，货币市场利率进一步上升可能影响中国经济复苏步伐，并削弱决策层稳增长承诺的公信力。中国GDP增长仍然低于潜在增速，再通胀压力非常小。中国央行将保持宽松的流动性和信贷政策以支持增长。我们预计央行可能会在今年下半年再次降准0.25个百分点，引导银行加大对制造业、服务业和中小企业的信贷供给。（[链接](#)）

招银国际研究部

邮件: research@cmbi.com.hk

全球主要股市上市表现

	收市价	升/跌 (%)	
		单日	年内
恒生指数	19,519	1.64	-1.33
恒生国企	6,616	2.06	-1.33
恒生科技	3,980	4.41	-3.61
上证综指	3,251	0.73	5.22
深证综指	2,060	0.52	4.28
深圳创业板	2,294	-0.36	-2.26
美国道琼斯	31,862	-1.19	-3.88
美国标普500	3,917	-1.10	2.01
美国纳斯达克	11,631	-0.74	11.12
德国DAX	14,768	-1.33	6.07
法国CAC	6,925	-1.43	6.98
英国富时100	7,335	-1.01	-1.56
日本日经225	27,334	1.20	4.75
澳洲ASX 200	6,995	0.42	-0.62
台湾加权	15,453	1.52	9.30

资料来源: 彭博

港股分类指数上市表现

	收市价	升/跌 (%)	
		单日	年内
恒生金融	32,740	1.44	0.91
恒生工商业	10,660	1.87	-2.34
恒生地产	24,757	1.57	-4.93
恒生公用事业	36,619	0.07	-0.57

资料来源: 彭博

沪港通及深港通上市资金流向

	亿元人民币
沪港通(南下)	9.85
深港通(南下)	31.99
沪港通(北上)	32.60
深港通(北上)	80.75

资料来源: 彭博

个股速评

■ 小鹏汽车 (XPEV US, 买入, 目标价: 14 美元) – 4Q22 弱于预期; FY23 销量或逐季攀升

小鹏 4Q22 收入低于我们此前预期 4%，主要由于促销力度大于预期；毛利率低于预期 2.5 个百分点，整车毛利率也收窄至 5.7%，降至 4Q20 以来的最低点；销管费用率高于预期 2.7 亿元人民币。因此，小鹏 4Q22 净亏损 23.6 亿元人民币，相比我们的预期扩大 4 亿元人民币。同时，小鹏的 4Q22 净现金环比减少 45 亿元人民币，降幅超我们预期。

根据我们对其电池供应商的渠道调研，小鹏 2Q23 的排产计划好于 1Q23。随着新车型 G6 于 6 月份开始交付，小鹏的月度销量也可能随之攀升。我们下调 FY23E 的销量预测至 13.5 万台。考虑到价格战的影响，我们下调 FY23E 平均售价预测 10%。

管理层在业绩会上表示公司有望在今明两年将自动驾驶成本降低 50%，动力系统成本降低 25%。如果兑现，我们估计毛利率可以提升 20% 以上。因此我们维持今年的毛利率预测 12.5% 不变。考虑到新管理层的变动，我们调低了对今年销管费用的预测。公司过去可能高估了自动驾驶功能对 2021 年 P7 热销的贡献，我们相信管理层现在已经吸取教训。维持买入评级，下调目标价至 14 美元，基于 2.5x FY23E P/S。 ([链接](#))

■ 李宁 (2331 HK, 买入, 目标价: 66.44 港元) – 市场已消化公司保守的增长指引

22 财年业绩符合预期，净利润仅同比增长 1% 至 40.6 亿元人民币，符合招银国际预期但低于彭博预期 9%。然而如果剔除其他收入和净财务收入，调整后的净利润可能同比下降 18%，比招银国际预期低 16%。

22 财年 4 季度零售流水下跌低双位数，略低于招银国际预期。不过渠道库存仍非常健康，仅在 4.2 个月，库龄结构也是。与 3 季度相比，公司零售折扣略有加深，但与招银国际预期一致。

管理层提到 23 年 1 到 2 月/3 月的线下零售流水增长为中单位数/双位数增长，而线上零售流水仍在复苏。综合来看还是弱于招银国际的低双位数增长预期，而且同店销售在 1 到 2 月同比仍在下跌。但是我们认为，随着基数下降，后续增长应有所改善。与 4 季度相比，1 到 2 月的零售折扣已经有所改善，但仍高于去年约 5 个百分点。

对比同行，我们对于公司 23 财年的预测已经较为悲观，但公司给出的指引（中双位数的销售增长和 10-20% 中段的净利润率）更为保守，不过我们认为市场已经消化。尽管 23 财年 1 季度的表现疲软，但我们仍有信心公司能够实现其指引，因为：1) 23 财年 1-3 季度的订货会订单增长都超 10%，而 4 季度更有低基数；2) 有韧性的客单价提升且高端产品的反馈良好；3) 毛利率仍然有一定提升空间。然而，鉴于许多马拉松和体育赛事的恢复，管理层指出广告支出可能会大增。门店方面，公司预计李宁大货/中国李宁/李宁 1990/李宁 Young 在 23 财年的净开店分别为 250/ -20 至 -30/ 20 至 30/ 150 家。

维持买入评级，目标价下调至 66.44 港元，基于 33 倍 23 财年市盈率，现价在 29 倍。 ([链接](#))

■ **中国利郎 (1234 HK, 买入, 目标价: 4.83 港元) - 拐点已至, 股息率仍然吸引**

22 财年销售同比下降 9% 至 31 亿元人民币, 净利润同比下降 4% 至 4.48 亿元人民币, 分别比招银国际预期低 21% 和 27%。主要受到 4 季度疫情拖累, 这数据并不令人意外, 尤其是公司将一部分门店从批发转为代销模式。

毛利率从 21 财年的 41.9% 提升至 22 财年的 46.0%, 但这仅是因为 21 财年有库存拨备和 22 财年有拨备回拨。但经调整后的毛利率仍提升了 1.2 百分点, 主要是因为轻商务产品的客单价提升了 15-20%, 因此净利润率亦从 13.9% 提升至 14.5%。

库存天数从 21 财年的 145 天提升至 22 财年的 195 天, 但好于 22 财年上半年的 217 天。我们认为库存水平非常健康, 因为还要考虑公司近年来的商业模式变化, 以及拨备已经开始回拨。

拐点已至, 23 财年指引符合预期。公司希望 23 财年实现 10% 以上的零售流水增长, 我们估计表现将是先低后高。我们认为这是可以实现的, 原因包括: 1) 1 到 2 月的零售流水增长已提高至中单位数, 并在 3 月提升至接近 10%, 2) 22 财年的低基数, 3) 商业模式改革后店效都有提高, 4) 恢复开店, 5) 公司加大新零售的拓展力度。

利润率将继续提高, 尽管营销力度加大。公司希望 23 财年能参加一些海外时装秀, 因此营销费用仍将维持高水平, 占销售 10-13%。但受惠于: 1) 毛利率扩张, 更高利润率的轻商务和电子商务的增长会更快和 2) 经营杠杆带动下, 净利润或将从 22 财年 14.5% 提升至 23 财年的 15.1%。

维持买入评级, 目标价提升至 4.83 港元, 基于 10 倍 23 财年市盈率。公司现价 9 倍市盈率和 9% 股息率, 仍然吸引。 ([链接](#))

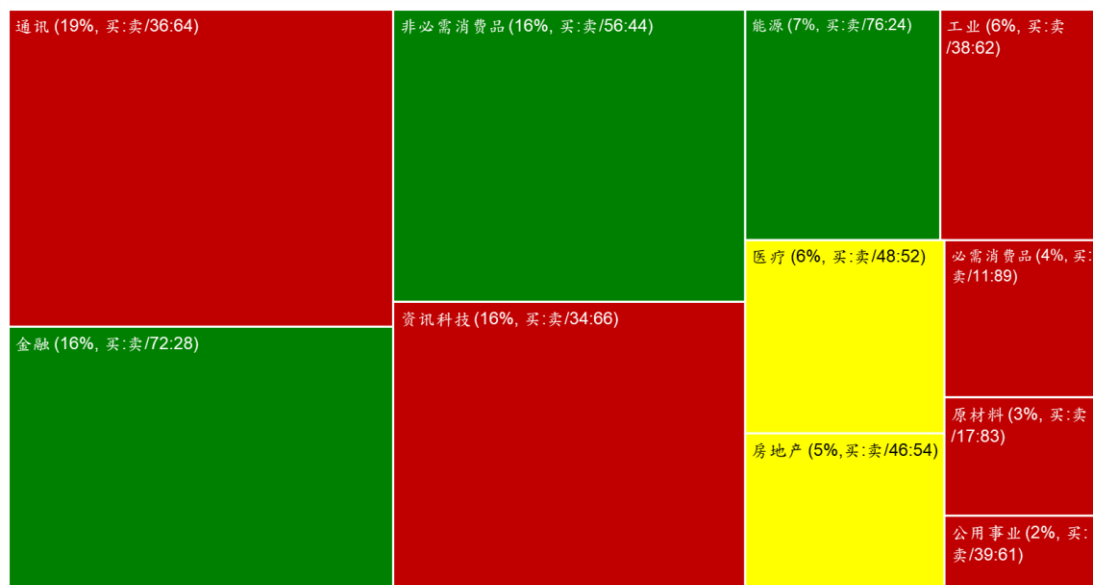
招銀國際環球市場焦點股份

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
长仓											
理想汽车	LI US	汽车	买入	22.59	44.00	95%	222.2	259.3	N/A	3.1	0.0%
吉利汽车	175 HK	汽车	买入	9.30	16.50	77%	17.7	15.1	N/A	6.6	2.1%
捷佳伟创	300724 CH	装备制造	买入	108.87	187.00	72%	36.4	30.3	5.3	15.6	0.3%
中联重科	1157 HK	装备制造	买入	4.22	5.24	24%	11.2	9.0	0.6	5.0	3.8%
兖煤澳大利亚	3668 HK	煤炭	买入	29.20	48.00	64%	2.1	2.4	0.7	40.0	26.5%
华润燃气	1193 HK	燃气	买入	30.15	39.13	30%	10.1	9.1	1.5	11.9	0.0%
呷哺呷哺	520 HK	可选消费	买入	6.31	11.20	77%	N/A	15.0	3.6	8.9	0.0%
百胜中国	9987 HK	可选消费	买入	493.60	554.61	12%	29.1	23.6	2.8	5.9	0.8%
江南布衣	3306 HK	可选消费	买入	9.84	11.76	20%	8.8	7.4	2.4	28.9	10.8%
华润啤酒	291 HK	必需消费	买入	61.70	77.40	25%	41.6	36.1	6.9	17.2	0.9%
贵州茅台	600519 CH	必需消费	买入	1742.00	2440.00	40%	35.0	29.3	9.7	27.9	3.0%
中国中免	601888 CH	必需消费	买入	185.30	255.00	38%	52.9	36.3	11.0	20.0	0.4%
珀莱雅	603605 CH	必需消费	买入	179.96	184.00	2%	50.0	36.7	10.6	21.4	0.6%
信达生物	1801 HK	医药	买入	41.70	52.59	26%	N/A	N/A	6.0	N/A	0.0%
爱康医疗	1789 HK	医药	买入	9.10	11.44	26%	47.0	33.3	4.2	9.2	0.5%
友邦保险	1299 HK	保险	买入	78.95	118.00	49%	15.8	13.9	2.0	18.2	17.3%
腾讯	700 HK	互联网	买入	339.40	450.00	33%	24.5	N/A	3.1	12.3	0.4%
拼多多	PDD US	互联网	买入	91.94	116.90	27%	23.1	20.2	44.5	33.7	0.0%
快手	1024 HK	互联网	买入	53.40	94.00	76%	N/A	N/A	N/A	55.0	0.0%
华润置地	1109 HK	房地产	买入	36.00	45.10	25%	8.4	7.6	0.9	11.2	5.3%
京东方精电	710 HK	科技	买入	15.94	26.01	63%	21.1	15.4	N/A	14.7	0.0%
闻泰科技	600745 CH	科技	买入	49.87	88.60	78%	21.2	14.1	1.7	7.9	0.5%
金蝶	268 HK	软件&IT服务	买入	16.30	23.28	43%	N/A	N/A	7.1	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17日)

招银国际环球市场上日股票交易方块 - 17/3/2023

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国投资者

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。