

每日投资策略

宏观经济、行业及公司点评

宏观经济

■ 中国政策转向需求侧的迹象初显

中国政策初步显示出由强调供给侧转向提振需求侧的迹象，这对市场是利好。在中国央行超预期下调5年以上LPR以提振房地产市场后，习近平主席在上周五（2月23日）会议上宣布启动大规模设备更新和耐用消费品以旧换新。

我们看到政策面出现积极变化，决策者可能意识到中国经济目前面临的主要挑战不在供给侧，而在需求侧，突出表现在房地产销售下滑、消费需求疲软和持续通缩。

我们维持对宏观政策的基准预测（今年剩余时间存款准备金率总计额外下调共50个基点，LPR下调10个基点，2024年总体财政赤字占GDP的7.1%），但认为政策面超预期的可能性在上升。（[链接](#)）

行业点评

■ 中国装备制造行业（优于大市）- 中央财经委员会会议建议推动设备更新；利好重卡板块

在2月23日召开的中央财经委员会会议提出要加快大规模更新生产设备，以支持经济增长。这是首次将设备更新作为支持经济增长的手段。我们认为这对重卡行业是一个积极的信号。我们预期更多的地方政府可能将出台政策，以支持淘汰国四标准的重卡。此次会议进一步增强了我们对重卡行业的积极看法（更新换代上升周期+强韧的出口需求）。重申买入潍柴动力（2338 HK / 000338 CH）和中国重汽（3808 HK）。

- **中央财经委员会会议传递的重要信息。**会议强调，加快产品升级是推动高质量发展的重要举措。要鼓励和引导新一轮大规模设备更新和消费品以旧换新。此外，必须有效降低全社会物流成本。
- **可能的替换目标：国四标准重卡。**根据国家排放标准政策，国四重卡在2013年年中至2017年年中期间销售。根据我们的计算，在此期间大约售出了约300万辆重卡，我们假设其中一半的重卡（即150万辆）仍在运行。假设到2026年这些重卡将被淘汰，每年的替换需求将达到50万辆，我们认为这是一个相当大的数量。
- **预计2024年将有更多城市推出淘汰国四重卡的补贴计划。**与淘汰国三不同重卡相比，淘汰国四的进度较慢。根据我们的统计，在2023年提出补贴计划的城市不到十个。尽管如此，鉴于中央政府希望促进更新换代，我们预计会有更多城市出台补贴政策。（[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	16,726	-0.10	-1.89
恒生国企	5,765	0.12	-0.06
恒生科技	3,400	-0.30	-9.68
上证综指	3,005	0.55	1.01
深证综指	1,670	1.20	-9.14
深圳创业板	1,758	0.02	-7.04
美国道琼斯	39,132	0.16	3.83
美国标普500	5,089	0.03	6.69
美国纳斯达克	15,997	-0.28	6.56
德国DAX	17,419	0.28	3.99
法国CAC	7,967	0.70	5.61
英国富时100	7,706	0.28	-0.35
日本日经225	39,099	0.00	16.84
澳洲ASX 200	7,644	0.42	0.70
台湾加权	18,889	0.19	5.34

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	29,758	-0.09	-0.22
恒生工商业	9,016	-0.14	-2.35
恒生地产	16,511	0.08	-9.91
恒生公用事业	33,973	0.07	3.34

资料来源：彭博

沪港通及深港通上日资金流向

亿元人民币	净买入 (卖出)
沪港通 (南下)	48.72
深港通 (南下)	32.84
沪港通 (北上)	42.38
深港通 (北上)	-16.94

资料来源：彭博

■ 中国保险行业（优于大市）- 1月上市险企保费不及预期，寿险银保开门红遇冷

主要上市险企公布1月保费数据，普遍低于市场预期。7家港股上市的寿险险企中仅有中国人寿(2628 HK)和阳光人寿(6963 HK)实现首月保费单位数正增长，同比上升2.2%/1.5%；平安人寿(2318 HK)/太保寿险(2601 HK)/新华保险(1336 HK)/人保寿险(1339 HK)同比各跌3.9%/14.7%/15.0%/18.5%。前5大上市人身险险企1月保费同比-4.6%至4,124亿元。

基于1Q23开门红的较低基数，我们认为1月寿险保费增速不及预期的主要原因有：1) 银保“报行合一”的严格执行一定程度上降低了渠道销售的积极性。根据我们渠道调研的结果，当前银保趸交/3年/5年/10年及以上期交产品的手续费率上限已降至3%/9%/14%/18%，我们预计“报行合一”对银保新单保费短期波动的影响可能会持续至一季度；2) 部分险企调整银保业务结构，放缓趸交业务，导致银保新单保费下滑，3) 淡化开门红的行业趋势更为显著，个险贡献新单保费基本盘。中国人寿首月保费增速领先行业，我们认为主要受益于1) 公司于去年9月上旬已开始实施开门红预收，第一阶段预收保费未受到10月监管规范开门红通知的影响；2) 公司代理人规模率先于行业企稳，截至去年三季度末，代理人规模基本稳定在660万人。我们认为随着银保及经纪渠道受费用投放和附加费率严监管的影响，业务渠道布局更加均衡、代理人渠道保费占比高的头部人身险公司将更为受益。

财产险方面，不同规模公司首月保费收入分化，“老三家”同比增速下滑至单位数。从保费数据来看，1月众安(6060 HK)/阳光财险(6963 HK)保费收入同比+20.1%/26.8%；中国财险(2328 HK)/平安财险/太保财险同比+2.7%/+1.1%/+8.9%。行业层面，中小型保险公司的保费收入增速优于头部，主要因年初中小公司费用投放力度有所加大，以提前布局全年业务竞争。中国财险1月保费增速仅+2.7%，车险/非车险分别+2.9%/+2.6%，体现了公司从追求规模扩张到更注重承保盈利的业务逻辑。1月车险保费增速低于预期，我们认为受公司内部严格执行费用管控的影响，车险保费占比回落至自9M23以来首次低于50%为45.3%；非车险政策类业务增速放缓，可能受承保延期及宏观因素影响，农险及意健险同比-2.1%/+1.6%（对比12M23同比+11.9%/+3.6%），公司业务中责任险/企财险同比回暖，分别+6.7%/+10.0%（对比12M23同比+1.3%/+7.0%）。

个股推荐：我们持续看好中国财险(2328 HK，买入，目标价：11.7港元)，基于其1) 新能源车险将率先于行业于FY23实现盈亏平衡，贡献车险业绩增量；2) 非车受益于个人意健险承保利润的带动，将于FY23首度实现承保盈利；3) 行业内稀缺的高股息标的，业绩确定性强，负Beta及需求端刚性属性成为经济下行周期中的防御标的。当前公司动态股息率为5%，预计FY23-FY25E ROE为13%-15%。维持买入评级，目标价11.7港元，基于1.0倍P/B。截至2月23日收市，中国财险(2328 HK)周度累计上涨11.11%，年初至今累计上涨15.3%。
[\(链接\)](#)

公司点评

■ 兗煤澳大利亞 (3668 HK, 買入, 目標價: 40 港元) - 2023 年淨利下跌但大致符合預期; 高股率將為估值帶來支持

兗煤澳大利亞 2023 年的淨利潤為 18.2 億澳元，同比下降 49%，但比市場共識高 5%。令我們感到鼓舞的是，在銷量加速增長的背景下（3Q23 同比增長 28%；4Q23 同比增長 46%），公司在 23 年下半年實現了單位成本超過 20% 的同比下降。公司宣布派發每股 0.325 澳元的末期股息（全額免稅）。加上中期股息，全年派息率達到 50.5%，收益率按當前價格計算約為 13%。我們僅將基於淨現值(NPV)的目標價小幅下調至 40 港元（原價為 42 港元），儘管我們因應煤炭價格下降而對 2024/25 年的盈利預測的進行重設（-38%/-49%），但我們並未下調長期煤炭價格假設（從 2026 年開始）。根據我們新的盈利預測，股價只相當於 2024 年市盈率 6 倍之下。維持買入評級。（[鏈接](#)）

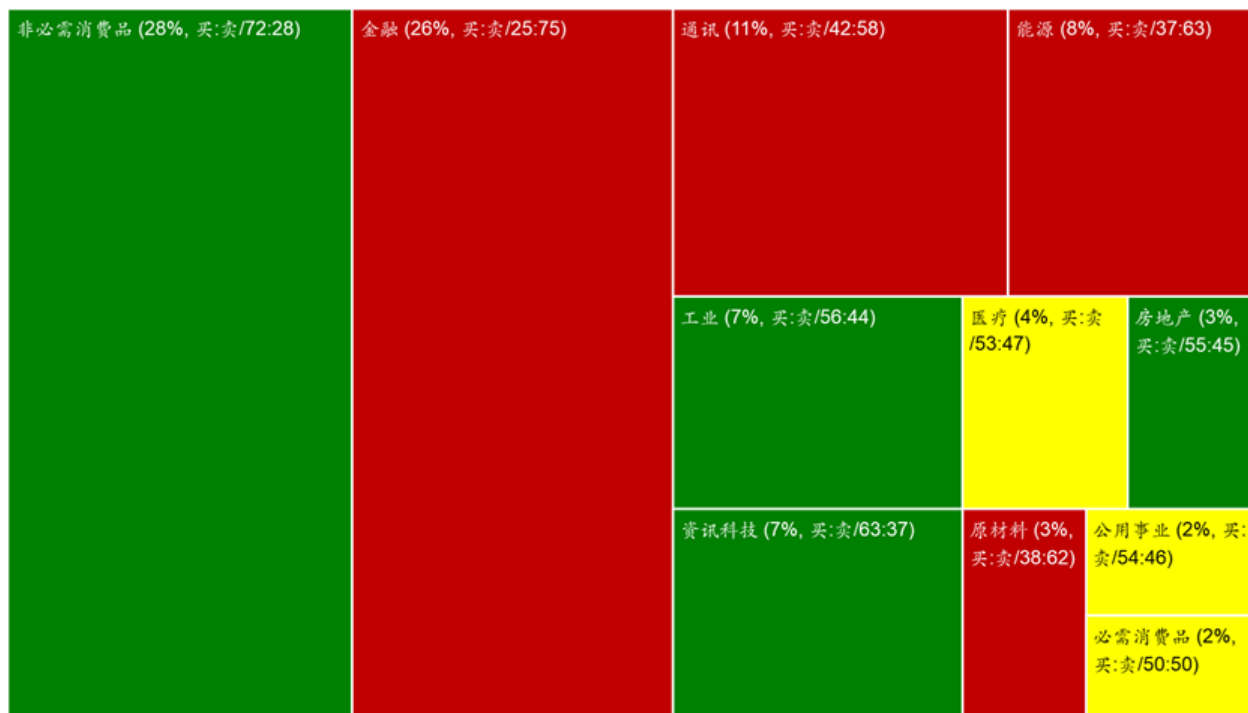
招銀国际环球市场焦点股份

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	2023E	2024E	2023E	2023E	2023E
持仓											
理想汽车	LI US	汽车	买入	34.80	45.00	29%	29.2	18.3	6.0	17.9	0.0%
吉利汽车	175 HK	汽车	买入	8.65	14.00	62%	16.2	12.3	1.0	6.2	2.3%
潍柴动力	2338 HK	装备制造	买入	15.98	19.40	21%	13.1	11.0	1.6	11.3	2.7%
浙江鼎力	603338 CH	装备制造	买入	57.23	70.00	22%	16.4	14.2	3.4	21.7	1.1%
华润电力	836 HK	能源	买入	17.08	23.27	36%	5.4	4.5	0.8	14.6	7.2%
华润燃气	1193 HK	能源	买入	23.45	34.10	45%	9.0	7.6	1.2	11.0	5.9%
江南布衣	3306 HK	可选消费	买入	11.90	14.30	20%	7.3	6.4	2.6	34.1	9.6%
JS环球生活	1691 HK	可选消费	买入	1.46	1.80	23%	2.5	6.5	3.0	8.4	0.7%
Vesync	2148 HK	可选消费	买入	4.26	6.70	57%	10.7	8.6	13.3	23.0	0.5%
贵州茅台	600519 CH	必需消费	买入	1,708.00	2,219.00	30%	27.9	22.3	9.3	35.6	1.8%
百济神州	BGNE US	医药	买入	155.10	295.67	91%	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%
中国财险	2328 HK	保险	买入	10.76	11.70	9%	7.5	6.2	1.0	11.8	4.8%
腾讯	700 HK	互联网	买入	287.60	465.00	62%	N/A	N/A	3.0	15.4	0.7%
拼多多	PDD US	互联网	买入	127.69	142.60	12%	15.4	21.2	7.4	41.4	0.0%
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	75.96	137.10	80%	23.0	11.2	1.3	8.5	0.7%
奈飞	NFLX US	传媒与文娱	买入	583.56	613.30	5%	41.0	31.8	76.4	32.7	0.0%
快手	1024 HK	传媒与文娱	买入	46.20	97.00	110%	21.0	13.0	3.9	9.1	0.0%
大健云仓	GGT US	传媒与文娱	买入	32.31	30.00	-7%	10.0	8.7	N/A	39.6	0.0%
华润置地	1109 HK	房地产	买入	25.90	45.10	74%	4.6	4.2	0.6	13.3	6.0%
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	29.55	45.90	55%	16.0	12.8	2.1	14.3	1.1%
立讯精密	002475 CH	科技	买入	27.07	47.00	74%	18.6	14.7	3.3	10.9	0.6%
中际旭创	300308 CH	半导体	买入	142.03	136.00	-4%	44.1	32.5	8.1	15.5	0.2%
金蝶	268 HK	软件 & IT 服务	买入	8.13	15.10	86%	N/A	N/A	3.6	N/A	0.0%

资料来源：彭博、招银国际环球市场（截至2024年2月23日）

招銀国际环球市场上日股票交易方块 - 23/2/2024

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。

招银国际环球市场或其他关联机构曾在过去12个月内与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个月的潜在变幅在-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错误、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的研究报告。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。