

每日投资策略

宏观策略、行业点评及公司首发

宏观策略

■ 美国经济 - 利率前瞻之一：美联储降息路径

美国经济 2022-2023 年经历剧烈加息周期，2024-2025 年将逐步放缓。随着通胀率下降和失业率上升，美联储将开启降息周期。美联储降息路径取决于通胀率下降速度和失业率回升速度。目前核心 PCE 通胀仍显著高于目标，失业率仍显著低于自然失业率，美联储启动降息需要等待服务通胀和就业市场进一步冷却。

基准情境下，我们预计核心 PCE 通胀从 4Q23 的 3.2% 逐步降至 2024 年下半年的 2.4% 和 2025 年的 2.2%，失业率从 4Q23 的 3.7% 升至 2024 年下半年的 4.1% 和 2025 年的 4.2%，则美联储 5 月开始降息，全年降息 150 个基点，2025 年进一步降息约 50 个基点。

未来两年，美国实际中性利率可能从低位有所回升，核心 PCE 通胀可能逐步下降趋近但略高于 2% 目标，失业率或温和上升趋势趋近自然失业率但略低于自然失业率，因此联邦基金利率合宜目标可能不会降至 3% 以下。短期利率受政策利率周期决定，反映市场对政策利率近期路径的预期。目前货币市场预期联邦基金利率 5 月和 6 月各下降 25 个基点，7 月和 9 月下降 25 或 50 个基点，11 月和 12 月再降 25 或 50 个基点，年末降至 3.9% 或 4.1%。 ([链接](#))

行业点评

■ 中国装备制造行业 - 1 月份重卡销量同比大幅增加约 64%

根据第一商用车初步数据，2024 年 1 月中国重卡销量（内销+出口）同比增长 64 至约 8 万辆。销量增长超出了我们的预期，主要由于：1) 2023 年 12 月的部分销量被推迟到 2024 年 1 月；2) 2023 年春节时间较早导致基数较低。如果通过比较 2023 年首 2 个月的平均销量（6.3 万辆）来消除农历新年的季节性影响，2024 年 1 月销量 8 万辆相当于增长了 27%。在更新换代需求和出口强韧的推动下，我们维持重卡行业全年销量增长 17% 的预测。我们继续看好潍柴动力（2338 HK/000338 CH，买入，行业首选）天然气发动机带动市场份额的增长，以及中国重汽（3808 HK，买入）的出口驱动增长潜力。

我们推算天然气重卡的投资回收期为 2.9 年，柴油重卡则为 3.4 年。目前天然气/柴油的价格比为 0.73 倍，而 2023 年的价格比为 0.96 倍，主要由于液化天然气价格大幅下降。我们的分析显示天然气重卡相较于柴油重卡更具吸引力，主要假设包括：1) 天然气重卡的价格（含增值税）为 46.8 万元人民币，而柴油重卡的价格为 37.4 万人民币；2) 对重卡买家而言，在假设平均每日 500 公里的运输距离下，选择天然重卡的年净利润为 15.9 万人民币，优于柴油重卡的 11 万人民币利润（基于目前人民币 5.2/公斤的液化天然气价格和 7.1 元/公升的柴油价格）。 ([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	15,566	0.52	-8.69
恒生国企	5,223	0.57	-9.45
恒生科技	3,066	2.00	-18.55
上证综指	2,771	-0.64	-6.86
深证综指	1,538	-0.46	-16.33
深圳创业板	1,589	1.00	-15.98
美国道琼斯	38,520	0.97	2.20
美国标普 500	4,906	1.25	2.86
美国纳斯达克	15,362	1.30	2.33
德国 DAX	16,859	-0.26	0.64
法国 CAC	7,589	-0.89	0.60
英国富时 100	7,622	-0.11	-1.44
日本日经 225	36,011	-0.76	7.61
澳洲 ASX 200	7,588	-1.20	-0.03
台湾加权	17,968	0.44	0.21

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	28,201	-0.30	-5.44
恒生工商业	8,269	1.08	-10.44
恒生地产	15,651	0.01	-14.60
恒生公用事业	32,549	0.71	-0.99

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）	6.59
深港通（南下）	-5.26
沪港通（北上）	19.70
深港通（北上）	23.76

资料来源：彭博

■ 海外顶奢消费跟踪 - 近期板块反弹解读

路威酩轩在上周五（1 月 26 日）公布业绩后，公司股价累计上升 11%，周内引领顶奢板块其他公司股价上行 2.4%-8.4%。路威酩轩集团 4 季度及全年的业绩表现对于行业整体的发展趋势提供了以下三方面的解读：1) 美国市场销售渐进改善，短期内有望企稳；2) 中国消费者对于本土和海外的销售仍贡献强有力的支持；3) 国际奢侈品公司业绩两级分化，顶奢品牌销售受宏观多方面因素驱动。我们认为，在全球经济环境、消费者群体持续转变的复杂环境下，美国及中国大众消费水平趋弱这一逻辑并不能作为对于高端板块发展的单一判定。我们预计，今年的行业增速将从过去 3 年的双位数增长回落至历史平均的高单位数水平。考虑到 2023 年内基数的波动，2024 年增长势态或出现先低后高的情况。在销量放缓叠加规模扩张趋势减弱下，上半年的低单增长将更依赖于销售组合的优化以至于单价的提升。基数红利将在下半年释放，期间行业有望实现低双位数的反弹。（[链接](#)）

■ 中国汽车行业 - 1 月新能源车销量符合预期，期待春节后会有更多催化剂

11 家中国车企昨天公布了 1 月新能源车销量，合计销量同比增长 80%，环比下滑 34%。我们估计 1 月整体新能源零售销量可能与我们此前的预测 67 万台持平，新能源市占率或下滑至 30%。我们估计 1 月特斯拉在中国的交付约为 4.2 万台，环比下滑 45%。

蔚来：理想 1 月交付环比下滑 38% 至 3.1 万台，和周度交强险的节奏一致。理想的月销量被问界反超 1,800 台，这是 2022 年 11 月以来的首次。蔚来 1 月交付量环比下滑 44% 至 1 万台，略低于我们的预期。小鹏 1 月销量环比下滑 59% 至 8,000 台，为 11 个品牌中最大的环比跌幅。剔除 X9 贡献的 2,500 台，小鹏其他车型的总销量环比下滑 71%，这与我们此前的预测一致，去年四季度平均 2 万的月销量可能部分透支了老车型未来的需求。

其他品牌：比亚迪、长城 1 月减库存，而哪吒、深蓝可能加库存。比亚迪 1 月批发销量环比下滑 41% 至 20 万台，估计减少渠道库存约 4 万台，其中仰望的销量超预期，方程豹的销量也符合预期。长城 1 月新能源车批发销量环比下滑 16%，渠道库存进一步下降。埃安的批发销量环比下滑 46% 至 2.5 万台，考虑到目前较高的库存水平，其 2 月份的批发仍面临挑战。（[链接](#)）

公司首发

■ 知行集团 (1539 HK, 首次覆盖-买入, 目标价: 0.64 港币) – 向马来西亚和中东地区积极扩张的新兴节能公司

知行集团是一家 LED 照明产品的能源管理合同 (EMC) 服务供应商。自 2022 年以来, 公司与马来西亚的地区政府签署了多项协议, 巩固其当地的市场地位。我们预计这些协议将推动知行的租赁服务收入在 25-26 财年 (3 月年结) 达到 100% 的复合年增长率。财务方面, 知行在完成债务重组后已经度过了困难时期。更重要的是, 公司在 2023 年引入来自阿布扎比的资本, 这不仅能改善公司的股权结构和资产负债表, 还将为知行打开正在快速增长的中东市场的大门。我们预计公司在 25-26 财年的核心每股盈利复合年增长率将达到 1.8 倍, 而中东市场的突破将会在我们当前的预测上带来进一步的提升。首次覆盖给予“买入”评级, 目标价 0.64 港元。
([链接](#))

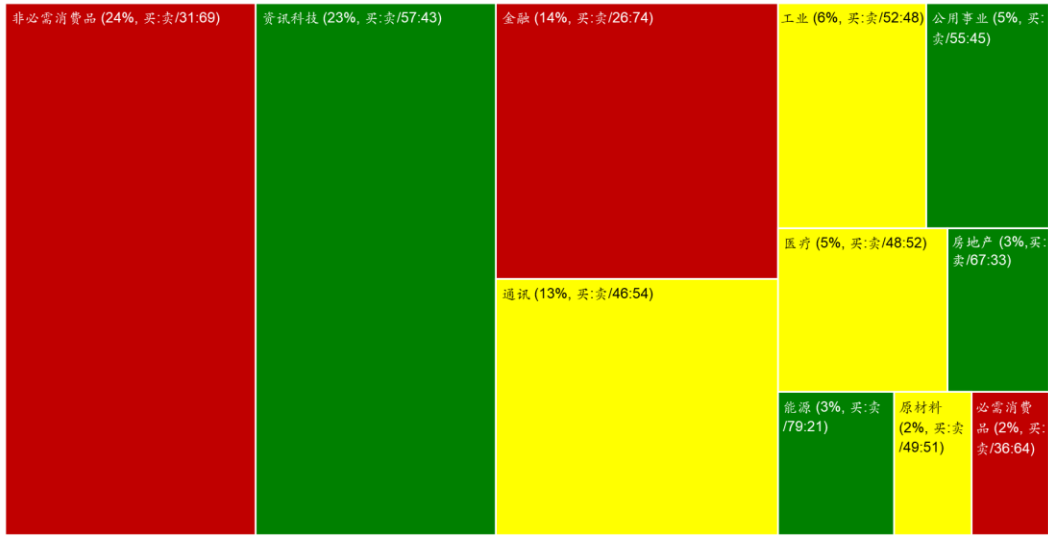
招銀國際環球市場焦點股份

				股价	目标价	上行/下行	市盈率 (倍)		市净率 (倍)	ROE (%)	股息率
公司名字	股票代码	行业	评级	(当地货币)	(当地货币)	空间	2023E	2024E	2023E	2023E	2023E
长仓											
理想汽车	LI US	汽车	买入	29.15	45.00	54%	29.2	18.3	5.1	18.1	0.0%
吉利汽车	175 HK	汽车	买入	7.34	14.00	91%	16.2	12.3	0.8	6.2	2.7%
潍柴动力	2338 HK	装备制造	买入	13.96	19.40	39%	13.1	11.0	1.4	11.3	3.1%
浙江鼎力	603338 CH	装备制造	买入	51.69	70.00	35%	16.4	14.2	3.0	21.7	1.2%
华润电力	836 HK	能源	买入	15.66	23.27	49%	5.4	4.5	0.8	14.6	7.6%
华润燃气	1193 HK	能源	买入	22.40	34.10	52%	9.0	7.6	1.1	11.0	6.3%
江南布衣	3306 HK	可选消费	买入	10.24	14.30	40%	7.3	6.4	2.2	34.1	11.1%
JS环球生活	1691 HK	可选消费	买入	1.23	1.80	46%	2.5	6.5	2.5	8.4	0.9%
Vesync	2148 HK	可选消费	买入	4.10	6.70	63%	10.7	8.6	12.8	23.0	0.5%
贵州茅台	600519 CH	必需消费	买入	1,610.03	2,219.00	38%	27.9	22.3	8.7	35.6	2.0%
百济神州	BGNE US	医药	买入	149.93	295.67	97%	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%
中国财险	2328 HK	保险	买入	9.73	11.70	20%	7.5	6.2	0.9	11.9	5.3%
腾讯	700 HK	互联网	买入	271.60	465.00	71%	N/A	N/A	2.9	15.4	0.8%
拼多多	PDD US	互联网	买入	126.59	142.60	13%	15.4	21.2	7.4	41.4	0.0%
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	72.46	137.00	89%	23.0	11.2	1.2	15.0	0.1%
奈飞	NFLX US	传媒与文娱	买入	567.51	613.30	8%	41.0	31.8	74.2	32.7	0.0%
快手	1024 HK	传媒与文娱	买入	41.10	97.00	136%	21.0	13.0	3.5	9.1	0.0%
大健云仓	GCT US	传媒与文娱	买入	24.68	30.00	22%	10.0	8.7	N/A	39.6	0.0%
华润置地	1109 HK	房地产	买入	23.25	45.10	94%	4.6	4.2	0.6	13.3	6.8%
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	27.30	45.86	68%	16.0	12.8	2.0	14.3	1.1%
立讯精密	002475 CH	科技	买入	25.85	47.00	82%	18.6	14.7	3.2	10.9	0.7%
中际旭创	300308 CH	半导体	买入	111.05	136.00	22%	44.1	32.5	6.4	15.5	0.3%
金蝶	268 HK	软件 & IT 服务	买入	7.89	15.10	91%	N/A	N/A	3.5	N/A	0.0%

资料来源：彭博、招银国际环球市场（截至 2024 年 2 月 1 日）

招銀国际环球市场上日股票交易方块 – 1/2/2024

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≥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≤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误差、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律风险。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策。

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。