

每日投资策略

行业/公司点评

行业点评

■ 中国装备制造板块 - 2025 年展望：新兴市场是主要增长动力；中国市场有望企稳

我们预计中国工程机械制造商的全球扩张将在 2025 年继续，中东、非洲、拉美等新兴市场将为各类机械提供爆发式性增长潜力。在中国，我们预计更新换代周期加上政府加大政策刺激力度将有助于稳定机械需求，尽管我们的行业模型尚未加入进取的假设。从细分市场来看，我们预计挖掘机将在 2025 年在中国和出口市场实现双增长，而其他机械在海外的增长将好于中国。我们的首选股是中联重科（1157 HK / 000157 CH，买入），主要由于公司通过全系列产品深入推进新兴市场。同时，基于中联过往在企业行动上的良好佳绩，我们认为 12 月开始的股票回购（H 股）是一个好的指标。由于挖掘机收入占比较高（分部利润约占 50%），我们将三一重工（600031 CH）的评级上调至“买入，（详情请参阅我们于 12 月 9 日发布的《挖掘机上行周期开展+海外扩张》的报告）。我们继续看好浙江鼎力（603338 CH，买入）在海外高空作业平台市场拓张的强劲执行力。

美国潜在的新关税影响有限。市场一直担心 2025 年美国关税的不确定性。然而，我们认为对中国工程机械制造商的实际影响有限，主要由于（1）美国收入对大多数中国企业来说不多；（2）部份中国企业已制定应对计划，例如直接扩大在美国工厂的生产，以减轻潜在的影响。

新兴地区值得关注：沙特通过提高非石油产业贡献率不断实现经济多元化。“沙特 2030 愿景”带来的建设活动将继续为中国承包商以及机械/重卡制造商提供快速增长的市场。在非洲，中非合作论坛北京行动计划（2025-27）提到中国政府将增加对非洲的资金支持，将有助于增加能源和基础设施投资，我们预期这将为中国制造厂商潜在业务提供能见度。

挖掘机：预计 2025 年销量同比增长 12%（国内销量+出口）。出口方面，我们预计销售同比增长 15%。在中国，随着行业进入更新周期以及中大型挖掘机复苏，我们预计挖掘机国内销量将同比增长 10%。

重卡：预计 2025 年同比增长 10%（国内销售+出口）。与国三相比，国四重卡的保有量规模要大得多（约占重卡保有量的 30%），因此我们认为，设备更新政策能否大规模延伸至国四重卡将成为 2025 年提振需求的关键。我们已经看到一些省份在 2024 年开始为 NES IV 卡车更换提供补贴，我们预计 2025 年会有更多省份跟进。我们对重卡出口市场持谨慎态度，因为俄罗斯作为中国重卡的主要市场，在高基数和高进口报废税（自 2024 年 10 月开始上调）的影响下可能会进一步下降。我们相信中国重卡品牌在俄罗斯的成长故事已经结束。（[链接](#)）

招银国际研究部

邮件：research@cmbi.com.hk

全球主要股市上日表现

	收市价	升/跌 (%)	
		单日	年内
恒生指数	20,414	2.76	19.75
恒生国企	7,361	3.14	27.60
恒生科技	4,657	4.30	23.71
上证综指	3,403	-0.05	14.37
深证综指	2,057	-0.35	11.94
深圳创业板	2,249	-0.81	18.89
美国道琼斯	44,402	-0.54	17.81
美国标普 500	6,053	-0.61	26.90
美国纳斯达克	19,737	-0.62	31.48
德国 DAX	20,346	-0.19	21.46
法国 CAC	7,480	0.72	-0.84
英国富时 100	8,352	0.52	8.00
日本日经 225	39,161	0.18	17.02
澳洲 ASX 200	8,423	0.03	10.96
台湾加权	23,273	0.34	29.79

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	34,950	1.86	17.19
恒生工商业	11,570	3.36	25.30
恒生地产	16,018	2.17	-12.60
恒生公用事业	35,033	1.21	6.57

资料来源：彭博

公司点评

■ 三一重工 (600031 CH, 买入, 目标价: 21 元人民币) - 挖掘机上行周期开展+海外扩张; 上调评级至买入

在维持持有评级超过 30 个月后, 我们将三一重工上调至买入。我们看法转为乐观, 主要由于我们预计 2025-26 年盈利将处于上升周期, 驱动因素包括:

(1) 在中东和非洲等新兴市场的推动下, 各类机械的海外增长加速 (详情请参阅我们于 12 月 9 日发布的报告《2025 年展望: 新兴市场是主要增长动力; 中国市场有望企稳》), (2) 更新周期加上中国政府加大政策力度, 国内挖掘机需求进一步改善, (3) 有效的成本控制和资本支出纪律。在纳入新的行业假设后, 我们将 2024-26 年盈利预测上调 14-21%。我们预计未来 70-80% 的盈利将由海外市场贡献。我们把估值基期推至 2025 年, 将目标价上调至 21.0 元人民币 (原为 14.8 元人民币), 我们的目标市盈率维持在 24 倍不变, 相当于 2017 年以来平均水平 20 倍加上 0.5 个标准偏差, 以反映盈利上升周期。 ([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	1FY	2FY	1FY	2FY	1FY	2FY	
长仓													
理想汽车	LI US	汽车	买入	24.10	30.00	24%	3.8	2.3	3.5	13.4	0.0%		
吉利汽车	175 HK	汽车	买入	15.42	19.00	23%	9.6	12.9	1.5	19.3	3.0%		
中国宏桥	1378 HK	装备制造	买入	12.48	19.60	57%	6.7	6.2	1.0	18.3	8.9%		
波司登	3998 HK	可选消费	买入	4.02	6.05	50%	11.5	9.8	2.7	25.4	6.9%		
江南布衣	3306 HK	可选消费	买入	15.02	17.61	17%	8.1	7.4	3.1	40.6	9.5%		
百胜中国	9987 HK	可选消费	买入	390.40	451.11	16%	179.1	147.3	22.6	12.0	0.2%		
珀莱雅	603605 CH	必选消费	买入	90.53	133.86	48%	23.6	19.0	6.6	31.8	1.4%		
百济神州	BGNE US	医疗	买入	207.62	276.02	33%	N/A	N/A	47.8	N/A	0.0%		
联影医疗	688271 CH	医疗	买入	141.00	162.81	15%	75.4	N/A	5.4	7.8	0.2%		
中国太保	2601 HK	保险	买入	26.75	35.50	33%	6.6	6.6	0.8	14.9	4.7%		
中国财险	2328 HK	保险	买入	12.54	14.00	12%	8.7	8.3	1.0	13.1	4.9%		
腾讯	700 HK	互联网	买入	418.80	525.00	25%	16.1	14.8	3.8	20.1	1.1%		
网易	NTES US	互联网	买入	100.96	125.50	24%	2.0	1.9	3.3	21.5	2.5%		
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	92.32	132.20	43%	1.5	1.3	1.5	N/A	1.0%		
绿城服务	2869 HK	房地产	买入	3.93	6.13	56%	17.1	14.6	1.5	9.7	4.3%		
鸿腾精密	6088 HK	科技	买入	3.47	4.38	26%	133.5	80.7	8.9	7.3	0.0%		
小米集团	1810 HK	科技	买入	30.95	32.70	6%	31.3	25.0	3.9	11.3	0.1%		
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	42.95	44.41	3%	21.8	16.0	2.8	18.6	1.4%		
中际旭创	300308 CH	半导体	买入	125.10	186.00	49%	26.0	18.0	7.2	31.2	0.5%		
北方华创	002371 CH	半导体	买入	397.80	426.00	7%	36.4	28.0	7.1	21.3	0.3%		
金蝶	268 HK	软件&IT服务	买入	10.54	10.80	2%	N/A	152.8	4.1	N/A	0.0%		

资料来源：彭博、招銀國際環球市場（截至 2024 年 12 月 9 日）

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。

招银国际证券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。