

# 每日投资策略

## 宏观、行业及公司点评

### 宏观策略

#### ■ 信贷增速放缓显示需求依然较弱

受需求疲弱和春节假期影响，2月中国社融存量增速跌至五个月低点。家庭部门贷款环比显著收缩，而企业部门贷款增速有所放缓。随着“国家队”资金入市支撑A股市场反弹，非银行金融机构新增贷款创2015年7月以来最高。2024年前两个月，社融流量和新增人民币贷款的放缓显示私营部门需求依然较弱，政府债券发行节奏放缓。

展望未来，我们认为中国仍需进一步放松信贷政策和加快财政支出步伐以提振需求。预计一二线城市可能进一步放松房地产政策，政府可能加快债券发行和财政支出，以刺激实体需求。下半年，央行可能进一步降低存款准备金率、LPR和首套房与二套房按揭贷款利率。我们预计社融增速可能会从2023年底的9.5%温和上升至2024年底的10%。 ([链接](#))

### 行业点评

#### ■ 今年首两个月叉车销售稳健增长，塔式起重机和挖掘机继续疲弱

中国工程机械协会发布了2月工程机械销售数据。结合1-2月的数据（去除农历新年影响），大部分机器（除叉车）销售同比下降。当中塔式起重机/挖掘机录得49%/22%的销量同比降幅。因此，我们对三一重工（600031 CH，持有）仍持谨慎态度，主因其挖掘机占比高并且出口增速放缓。我们对中联重科（1157 HK/000157 CH，持有）同样谨慎，因中国房地产相关机械需求疲软，可能会抵消出口的强劲增长。相反，我们维持浙江鼎力（603338 CH，买入）的正面看法，主要由于海外增长趋势稳健。

**叉车是唯一增长的产品：**叉车首2个月销量同比增长11%，主要受到中国销量/出口增长5%/22%的推动。

**出口强劲，高空作业平台销量坚挺：**高空作业平台首2个月销量同比小幅下降6%，主要由于25%的出口增长很大程度上抵消了中国销量29%的下滑。

**挖掘机国内销量和出口双双下滑：**首2个月总销量同比下降22%。虽然国内需求疲弱在很大程度上是预料之中，但出口下降仍引起我们担忧。我们仍然认为，鉴于竞争加剧，挖掘机出口将面临挑战。

**塔式起重机销量仍然是最差的。**尽管基数较低，但塔机销量仍然同比下降49%，主因中国需求下降56%。我们预计房地产投资疲软将继续影响塔机的需求。 ([链接](#))

### 招银国际研究部

邮件: [research@cmbi.com.hk](mailto:research@cmbi.com.hk)

#### 环球主要股市上市表现

	收市价	升/跌 (%)	
		单日	年内
恒生指数	16,721	-1.42	-1.92
恒生国企	5,821	-1.46	0.90
恒生科技	3,550	-1.50	-5.70
上证综指	3,055	0.54	2.68
深证综指	1,775	0.94	-3.44
深圳创业板	1,884	0.06	-0.38
美国道琼斯	38,715	-0.49	2.72
美国标普500	5,117	-0.65	7.28
美国纳斯达克	15,973	-0.96	6.41
德国DAX	17,937	-0.03	7.07
法国CAC	8,164	0.04	8.23
英国富时100	7,727	-0.20	-0.08
日本日经225	38,708	-0.26	15.67
澳洲ASX 200	7,670	-0.56	1.05
台湾加权	19,683	-1.28	9.77

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	28,811	-1.36	-3.39
恒生工商业	9,186	-1.56	-0.51
恒生地产	16,388	-1.22	-10.58
恒生公用事业	34,094	0.06	3.71

资料来源: 彭博

#### 沪港通及深港通上市资金流向

亿元人民币	净买入 (卖出)
沪港通 (南下)	36.98
深港通 (南下)	26.05
沪港通 (北上)	93.29
深港通 (北上)	56.54

资料来源: 彭博

## 公司点评

### ■ 友邦保險 (1299 HK, 买入, 目标价: 96.5 港元) - 2023 年全年新业务价值同比+33%, 符合预期; MCV 业务强增长势头延续至今年前两月

公司 2023 年全年新业务价值同比+33% (固定汇率)至 40.34 亿美元, 年化新单保费同比+45% (固定汇率)至 76.50 亿元, 基本符合我们的预期 (新业务价值同比+31%, 年化新单保费同比+44%)。新业务价值率全年仍有下降至 52.6%, 但下半年降幅收窄, 较上半年价值率环比提升 3.8 个百分点至 54.5%。

在公司经营的四大区域市场中, 包括中国内地、香港、东盟(除越南外)和印度的新业务价值分别+20%/+82%/+14%/+37%。其中友邦香港得益于去年 2 月通关后内地访客(MCV)业务的强劲复苏, 全年新业务价值增长 82%。4Q23 在行业 MCV 增长放缓的趋势下, 仍实现新业务价值季度环比增长。MCV 业务的强劲需求延续至今年前两个月。我们认为在去年低基数基础上, 1Q24 友邦香港新业务价值有望实现双位数正增长。

友邦中国去年 2-12 月新业务价值同比+28%, 优于全年全渠道新业务价值增速(同比+20%), 得益于代理人和银保渠道下半年的双向发力。代理人渠道贡献>90%的新业务价值, 2H23 产品结构进一步改善, 带动渠道新业务价值率大幅提升 6.7 个百分点至 63.4% (1H23: 56.7%), 产品结构上传统保障型和个人养老年金险等高价值产品的新业务价值贡献占比达 67%; 银保渠道快速发展, 新业务价值贡献占比 6%, 新业务价值率持续提升, 今年 1 月已实现>30%的银保价值率水平。展望今年, 我们认为在国内低利率的环境下, 储蓄型产品的需求将持续旺盛, 但 2Q24 之后高基数背景下, 新业务价值增长可能承压。

财务业绩方面, 公司营运利润同比-1%至 62.13 亿美元, 低于市场预期, 也是公司历史上首次录得营运利润负增长。我们认为主要受两点原因影响: 1) 2.21 亿美元的健康险赔付直接降低了合同服务边际释放 (同比+6%)对保险服务业绩(同比-5%)的增长贡献; 2) 受过去投资收益及新业务价值下滑等影响, 导致 2023 年期初合同服务边际(CSM)较低。但值得注意的是, 合同服务边际(代表现有保单将在未来逐期释放的利润)的增速大于当期营运利润(OPAT)的变动幅度, 体现公司财务稳健, 未来将有更多的利润逐期释放。

内含价值层面, 公司对不同分部核心经济假设进行调整, 调整后集团层面的风险贴现率(RDR)降低 45 个基点至 9.5%, 权益长期投资收益率假设提升 8.5 个基点至 8.9%。基于以上假设调整和市场风险偏好下行, 我们下调公司目标价至 96.5 港元, 对应 1.8 倍 FY24E P/EV; 具体变动包括: A. 在估值方法层面, 纳入账面价值法, B. 调整核心假设: 1) 长期内含价值回报率由 14%下调至 11%, 基于各市场间投资压力上升及下半年降息周期开启可能对债券收益率的影响; 2) 下调风险贴现率由 10%降至 9.5%, 与集团年报披露调整一致; 3) 在新业务价值的折现因子中加入 8.6%长期投资收益率的考量, 详情请参考报告内容。

截至 3 月 15 日收市, 公司股价交易于 1.2 倍 FY24E P/EV, 大幅低于 2 年/5 年 P/EV 历史平均 1.52 倍/1.70 倍, 基本面修复空间大。短期需关注外资资金流向对估值的影响。维持买入评级, 新目标价为 96.5 港元。 ([链接](#))

■ **汇量科技 (1860 HK, 买入, 目标价: 6.00 港元) - 经营杠杆持续, 利润释放可期**

汇量 2023 财年业绩符合预期, 其中收入同比增长 18%, 调整后净利润为 1,900 万美元 (符合我们预期, 但高于市场预期 9%)。Mintegral 收入保持韧性增长, 其中 4Q23 同比增长 19.5%。展望 2024, 我们看好汇量利润释放及稳健增长潜力, 预计 2024 年收入同比增长 20%, 调整后净利润同比增长 91.5%至 3,700 万美元。中重度游戏增势有望持续, 而智能出价系统升级将有助于未来广告品类拓展 (如电商拉新垂类)。ROAS 系统推进将打开长期天花板。为反映利润率提升高预见性, 我们上调 FY24-25 净利润预测 10%, 基于 SOTP 的目标价维持在 6 港元, 对应 32x/26x FY24/25E P/E; 维持“买入”。  
([链接](#))

■ **途虎养车 (9690 HK, 买入, 目标价: 35.30 港元) - 业绩稳健, 看好中长期韧性增长及提质增效**

途虎 2023 年首次实现全年盈利, 调整后净利润达 4.8 亿人民币 (高于预期 27%), 同时收入保持韧性增长 (同比增长 18%)。展望 2024, 我们看好其稳健增长态势 (预计收入同比增长 16%), 受益于出行需求持续、门店扩张及品类丰富化。在自有专供产品持续渗透、采购价改善及经营杠杆持续下, 我们认为途虎利润率改善具备高预见性。我们保持 FY24-25 财年盈利不变, 但基于竞争格局变化对长期利润率有所影响, 进而调整 DCF 目标价至 35 港币 (对应 35x/19x FY24/25E P/E)。公司股价在解禁后或存在短期波动, 但我们看好其汽车后市场长期内生增长及利润释放空间。维持“买入”评级。  
([链接](#))

■ **深南电路 (002916 CH, 持有, 目标价: 79.00 元人民币) - 公司四季度收入强劲, 提振全年业绩**

深南电路发布了 2023 财年业绩, 营收同比下降 3.3%至 135 亿元人民币, 净利润同比下降 14.8%至 14 亿元人民币, 超出我们与彭博的预期, 这主要得益于公司去年四季度出色的业绩表现。公司的 PCB 和基板业务收入在 2023 年均有所下降, 而 PCBA 业务则实现了 21.5%的增长。下半年业绩比上半年明显有所好转, 基板业务因下游库存消化接近尾声而上涨, PCB 业务增长主要得益于汽车和能源业务收入的增长。尽管当下火热的 AI 需求为公司带来了一定的收入增长, 但其贡献相对较小。

展望未来, 公司 PCB 和封装基板业务的稼动率从去年下半年开始有所提升, 但 PCB 行业的产品价格预期在 2024 上半年仍会承压, 电信市场需求依然疲软, 同时铜价或有上涨的可能, 因此我们维持对深南电路的“持有”评级, 并调整目标价至 79 元人民币。( [链接](#) )

## 招銀国际环球市场焦点股份

公司名字	股票代码	行业	评级	现价	目标价	上行/下行 空间	市盈率(倍)		市净率(倍)		ROE (%)	股息率
				(当地货币)	(当地货币)		2023E	2024E	2023E	2023E	2023E	2023E
<b>长合</b>												
理想汽车	LI US	汽车	买入	37.77	48.00	27%	27.3	19.6	4.4	17.9	N/A	
吉利汽车	175 HK	汽车	买入	8.71	14.00	61%	16.2	12.3	0.9	6.2	1.3%	
潍柴动力	2338 HK	装备制造	买入	15.52	19.40	25%	14.1	11.9	1.5	11.3	2.5%	
浙江鼎力	603338 CH	装备制造	买入	58.37	70.00	20%	16.8	14.5	3.3	21.7	1.2%	
华润电力	836 HK	能源	买入	18.78	23.27	24%	5.4	4.5	0.7	14.6	N/A	
华润燃气	1193 HK	能源	买入	25.95	34.13	32%	9.0	7.6	1.3	11.0	N/A	
江南布衣	3306 HK	可选消费	买入	14.72	19.77	34%	8.5	7.4	2.7	33.9	8.6%	
JS环球生活	1691 HK	可选消费	买入	1.43	1.84	29%	2.5	6.3	0.3	8.4	17.4%	
Vesync	2148 HK	可选消费	买入	4.43	6.71	51%	9.0	7.3	1.9	23.0	2.8%	
贵州茅台	600519 CH	必需消费	买入	1,717.49	2,219.00	29%	27.9	22.3	8.2	35.6	1.7%	
百济神州	BGNE US	医药	买入	170.00	268.20	58%	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	
中国财险	2328 HK	保险	买入	10.66	11.70	10%	7.5	6.2	0.9	11.9	5.4%	
腾讯	700 HK	互联网	买入	283.80	458.50	62%	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	73.42	137.10	87%	9.7	9.9	N/A	N/A	N/A	
拼多多	PDD US	互联网	买入	123.74	142.60	15%	15.4	21.2	N/A	32.7	N/A	
亚马逊	AMZN US	互联网	买入	174.42	213.00	22%	41.9	39.5	N/A	N/A	N/A	
奈飞	NFLX US	传媒与文娱	买入	605.88	613.00	1%	47.6	33.3	N/A	26.1	0.0%	
快手	1024 HK	传媒与文娱	买入	50.65	97.00	92%	19.6	13.5	N/A	N/A	0.0%	
大健云仓	GCT US	传媒与文娱	买入	43.15	30.00	-30%	13.2	10.7	N/A	N/A	N/A	
华润置地	1109 HK	房地产	买入	25.20	45.10	79%	4.7	4.3	0.6	13.3	6.6%	
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	29.50	45.86	55%	14.9	10.9	2.4	13.3	0.3%	
立讯精密	002475 CH	科技	买入	27.77	46.96	69%	17.5	13.8	1.9	10.9	0.0%	
中际旭创	300308 CH	半导体	买入	177.36	136.00	-23%	58.9	32.2	N/A	15.6	N/A	
金蝶	268 HK	软件 & IT 服务	买入	9.15	15.10	65%	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	

资料来源：彭博、招银国际环球市场（截至2024年3月15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，都应以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。