

每日投资策略

宏观及行业展望

宏观展望

■ **中国经济《2023-2024年逐步修复》**：2022年中国GDP增长3%，高于我们预测，但远低于政府5.5%的目标。防疫管控、房市硬着陆和对资本强监管重挫私人部门信心和经济活动。展望未来，决策层将聚焦恢复私人部门信心和提振经济增长。中国已经重启经济，放松房地产政策，展现更加亲商务实态度。我们预计未来还有更多提振信心和发挥市场积极性的举措出台。2023年中国货币政策将保持偏松状态，积极财政政策力度有所增加。中国经济将在2023-2024年进入修复周期，预计GDP增长率将从2022年的3%回升至2023年的5.1%和2024年的4.7%。

- 1) **4Q22 GDP增速好于预期**。中国4季度GDP增速达到2.9%，高于我们预期的1.8%。2022年GDP增长率为3%，远低于政府5.5%的目标。由于严格防疫管控，消费和服务业活动大幅下滑。2022年社会零售额下降0.2%，低于2020-2021年两年平均增速4.3%。服务业GDP增速从2020-2021年平均5.1%放缓至2022年2.3%。房地产市场大幅下滑也拖累经济增长，2022年商品房销售面积和房地产开发投资分别下降24.3%和10%。商品出口前三季度表现强劲，但第四季度以来急剧下滑，因海外衰退风险上升。
- 2) **GDP增速将从2022年的3%回升至2023年的5.1%**。受经济重启、稳地产政策发力和政策向亲商务实转变，中国经济将在2023-2024年进入修复周期。经济重启后，家庭消费和服务业活动将逐步恢复，预计2023年社会零售额和服务业GDP将分别增长6.5%和5.9%。同时，房地产市场销售可能在下半年逐渐企稳，全年温和下降，房地产开发投资降幅可能从2022年的10%收窄至2023年5%，对经济增长的拖累显著缩小。此外，国务院新领导层展现出亲商务实态度，将努力修复民营企业信心，有助于稳定企业资本支出。但由于海外经济衰退、去库存和去通胀周期，中国商品出口可能恶化，预计商品出口在2022年增长7%后，2023年将下降3.5%。
- 3) **经济重启后家庭消费或呈W型上升趋势**。受动态清零政策和楼市下滑影响，2022年中国社会零售额显著恶化。2022年餐饮营业收入下降6.3%，服装、化妆品、家电、家具、通信器材和建筑装饰材料社会零售额分别下降6.5%、4.5%、3.9%、7.5%、3.4%和6.2%。经济重启后，家庭消费修复形态可能是斜向上的W型。起初，大规模感染将减少人员流动和消费活动，但随着全民免疫基本实现，人员流动性快速恢复，航空、铁路运输、餐饮、酒店、旅游、服装、化妆品、医疗等行业需求将快速修复，支撑消费活动出现第一轮上升。由于就业、收入和信心恢复需要更多时间，家庭消费或在第一轮回升后可能再次放缓，然后转入由耐用消费和大额支出主导的渐进修复模式。
- 4) **房地产销售可能下半年企稳，全年温和下跌**。由于急剧去杠杆化和严格防疫管控，2022年中国房地产市场大幅下滑，商品房销售面积和新开工面积分别下降24.3%和39.4%，土地购置面积继2021年下降15.5%后，2022年下降53.4%。随着经济重启和政策放松，2023年房地产市场或逐步企稳。经济重启有助于恢复就业、收入和信心，支持住房需求，房地产开发商违约风险的下降将提升期房市场信心，信贷政策宽松也有助于提振住房需求。我们预计首套房和二套房的首付比例和合同利率或进一步下降，在未来两年地产修复周期中启动房产税的可能

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	21,578	-0.74	9.08
恒生国企	7,314	-1.04	9.08
恒生科技	4,501	-1.19	9.00
上证综指	3,224	0.91	4.37
深证综指	2,094	1.31	6.01
深圳创业板	2,546	2.10	8.47
美国道琼斯	33,911	-1.14	2.30
美国标普500	3,991	-0.20	3.95
美国纳斯达克	11,095	0.14	6.01
德国DAX	15,187	0.67	9.07
法国CAC	7,077	0.76	9.32
英国富时100	7,851	0.09	5.36
日本日经225	26,139	0.07	0.17
澳洲ASX 200	7,386	0.79	4.94
台湾加权	14,933	0.73	5.62

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	34,678	-0.78	6.88
恒生工商业	12,153	-0.85	11.34
恒生地产	27,144	0.03	4.24
恒生公用事业	38,460	0.07	4.43

资料来源: 彭博

沪港通及深港通上日耗用额度

	亿元人民币
沪港通(南下)	17.28
深港通(南下)	25.60
沪港通(北上)	53.29
深港通(北上)	60.48

资料来源: 彭博

性较低。此轮房地产修复将比之前周期更加渐进缓慢，因投机性需求淡出市场，人口老龄化和城镇化放缓推动刚需逐步下降。分地区来看，一线城市和强二线城市具有人口虹吸效应和更好供求基本面，将迎来显著修复，但三四线及以下城市需求修复空间相对较小。

- 5) **中国将保持偏松货币政策。**2023年稳健货币政策将精准有力。因信贷需求和风险偏好回升，流动性边际有所收紧但仍合理充裕，央行可能下调存款准备金率1-2次。信贷政策保持宽松，央行可能再次适度下调LPR，对制造业、硬科技、服务业中小企业信贷政策非常宽松，进一步放松房地产信贷政策，鼓励银行对房企和城投企业的债务进行展期。信贷活动明显回升，新增人民币贷款和社会融资规模增速分别从2022年的5.3%和4.6%升至2023年的11%和10%。预防性储蓄倾向下降，风险偏好回升，M2增速从2022年末的11.8%降至2023年末的11%。
- 6) **中国财政政策将更加积极。**2023年积极财政政策将提力增效。一般财政赤字和地方政府专项债额度可能分别增加6,000亿元和3,500亿元人民币，广义赤字率可能从2022年的5.8%上升至2023年的6.2%。积极发挥政策性银行和地方城投企业等“准财政”工具，促进基础设施投资、保交楼和房地产市场稳定，鼓励银行对城投债务进行展期。2022年部分减税降费政策可能延续至2023年，并出台一些新减税政策，例如个人所得税专项附加抵扣增加、小微企业税收减免等，预计减税降费规模超过1.5万亿元人民币。预计2023年一般财政收入和支出分别增长6.5%和4.5%，支出向教育、科技、就业和社保、卫生健康、农业农村、生态环保等领域倾斜。 ([链接](#))

行业/个股速评

■ 中国汽车行业 - 2022年底透支弱于预期为今年提供低基数

2022年中国乘用车零售销量同比下滑3%，11-12月零售销量弱于我们此前的预期；批发销量同比增长10%，得益于出口的增长和库存的增加。我们测算去年12月份行业库存减少49万台，其中新能源车库存仅减少1.7万台，少于我们的预期。我们估计去年全年行业库存净增加约100万台，其中新能源车占比66%。

去年11-12月的销量疲弱一方面降低了今年销量的可比基数，另一方面也说明短期内汽车需求不佳。我们将2023年中国乘用车零售销量预测下调16万台至2,000万台，同比降幅2.4%，主要反映1Q23销量可能弱于预期；同时将出口预测从270万台上调至300万台，维持批发销量2,258万台的预测不变，同比下滑4.2%。

- 1) 从去年11月开始的汽车股价反弹比我们9月份的预期要晚一些，虽然4Q22的销量弱于预期，但投资者开始憧憬防疫政策放松后的消费复苏。我们预计1Q23的汽车销量仍会低于投资者的预期，股价如果因此走弱可能是买入时机，因为汽车销量有望在2Q23逐渐恢复。届时如果销量恢复不及预期，我们预计政府可能会出台新一轮刺激政策。
- 2) 我们将新能源车零售销量下调至720万台，以反映1Q23销量可能弱于预期，同时将批发销量预测下调至830万台，对应新能源车的零售、批发市占率为36-37%。
- 3) 今年春节是最近十年内最早的春节，春节前通常为汽车销售的黄金时间，但1月前15日的汽车零售销量日均同比下滑24%，趋势较弱。我们预测1月汽车零售量将同比下滑44%，批发量同比下滑49%，可能会弱于部分投资者的预期。
- 4) 从去年12月主要新能源品牌的线索、进店和订单样本来看，1Q23的新能源销量面临挑战，我们预计1月的新能源零售销量为32万台，更激烈的价格战还在后面。（[链接](#)）

■ 中国房地产行业 - 寄希望于一线城市放松

国统局昨日公布12月房地产行业单月数据符合市场预期，房地产销售额和房地产投资分别同比下降27和10%，将2022年全年数据收在“硬着陆”状态。展望2023年，我们认为新房市场的复苏仍需时间，并预计销售和 investment 继续下降10%和5%（略低于一致性预测），主要由于1) 缺乏强有力的需求刺激政策来扭转情绪；2) 购房者依然担忧房价下跌和竣工风险；3) 过度建设：一般库存消化周期持续上升至26个月，为2017年以来的最高水平。我们唯一乐观的是完工面积（预计2023年同比+10%），主要得益于政府和银行的直接资金支持（总计5,500亿元人民币）。

2023年的投资主题主要在于存量市场的快速复苏和房地产产业链受益于较为直接的政策支持（包含合计3,500亿元保交楼支持资金及1,000亿元住房租赁贷款），相关股票短期将跑赢开发商，如：物业管理板块（万物云>越秀服务>中海物业>永升生活服务）、东方雨虹（防水材料）、贝壳（房地产经纪）。催化剂：一线城市政策放松。（[链接](#)）

■ 中国互联网行业 - 游戏版号审批进一步常态化

国家新闻出版署1月17日发布了今年第一批国产游戏版号。88款新游戏获批，24款老游戏获得运营变更批准。这是自2022年4月游戏版号审批恢复

以来，获批国产游戏版号数量最多的一次，显示游戏版号审批进一步常态化的趋势。对比2022年平均每月只有66款游戏版号获批。多款高期待值游戏获批，包括腾讯《黎明觉醒》和《白夜极光》，以及网易的《逆水寒手游》。我们预计《黎明觉醒》和《逆水寒手游》有望在1H23推出，支撑腾讯和网易在FY23游戏收入增长。（[链接](#)）

■ 中国互联网行业 - 12月在线零售回顾

据国家统计局数据，我们估算2022年12月实物商品网上零售额同比增长加速至4.4%（11月：1.2%），这或可以归因于12月下旬物流和履约能力的复苏，以及2023年春节前置使得部分年货节销售额落入12月区间所驱动。但同比增速短期进一步稳健复苏或需要时间，这部分可以从商务部给出的年货节销售数据得到佐证。据商务部，截至2023年1月3日的购物节前5天网上零售额仅同比增长4.7%。尽管如此，我们预计在经济刺激政策和疫情影响缓和的支持下，消费将随着宏观经济复苏而逐步恢复。我们预计2023年在社会消费品零售总额同比增长7%的支撑下，实物商品网上零售额将同比增长12%。在股票选择方面，我们预计市场在2023年初期仍将着重关注盈利增长的能见度和质量，然后将逐步转向追逐在长期具备稳健增长新动能的股票。我们维持阿里巴巴、拼多多、美团和京东的买入评级。（[链接](#)）

■ 汇通达（9878 HK，买入，目标价：63.2港元）- 聚焦高质量增长，盈利能力进一步提升

我们看好汇通达在长期实现高于行业的增速以及利润的提升。短期2H22以及1Q23增速存在一定放缓，主要受到疫情放开后病例上升、物流受阻的扰动（预计收入/经调整净利润在2H22同比增加16%/17%）。但我们认为2H22放缓是可被市场接受的，且已部分被消化。汇通达将受益于放开后的消费复苏，且未来三年将保持30%的盈利CAGR。增长驱动力主要来自于品类深耕、低线城市持续渗透以及利润率改善。2023年公司将更加注重高质量增长，而非积极扩张，该战略调整下虽然收入会温和增长（预计增长21%），但仍然高于电商大盘及零售增速。部分股东上周自愿延长解禁期，反映出对公司业务的信心。为反映疫情影响及战略调整，我们将2022-2024年收入下调了5%-26%，目标价调整至63.2港元，维持买入评级。（[链接](#)）

■ 腾讯音乐(TME US，买入，目标价：10.5美元) - 持续推进运营效率优化

腾讯音乐在线音乐业务规模效益仍在持续改善，叠加经济复苏，公司有望在短期收入承压的情况下仍然实现强劲盈利增长。社会娱乐业务继续面临压力，主因新冠确诊人数增加影响直播内容供给以及竞争仍然激烈。借助在线音乐业务模式优化以及利用母公司用户流量的协同效应，公司降本增效有助于提升利润率。我们略微下调FY23/24总收入2/1%，主要反映社交娱乐业务面临的挑战；但鉴于其业务模式优化和在线音乐业务收入的可持续增长，我们将FY23/24调整后净利润预测提高7/11%。我们将估值前推至FY23，基于DCF估值的目标价提高54%至10.50美元，主因长期盈利预测的提升。维持买入评级。（[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	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
重仓											
理想汽车	LI US	汽车	买入	21.86	44.00	101%	N/A	548.3	N/A	N/A	0.0%
吉利汽车	175 HK	汽车	买入	11.50	16.50	43%	21.7	18.4	N/A	6.6	1.6%
捷佳伟创	300724 CH	装备制造	买入	120.30	187.00	55%	40.2	33.5	5.8	15.6	0.2%
中联重科	1157 HK	装备制造	买入	4.48	5.24	17%	11.8	9.5	0.6	5.0	3.6%
华润燃气	1193 HK	燃气	买入	33.20	39.13	18%	10.6	9.7	1.6	4.2	0.0%
大家乐	341 HK	可选消费	买入	13.98	15.12	8%	33.8	19.6	2.7	7.9	2.1%
百胜中国	9987 HK	可选消费	买入	459.00	465.05	1%	48.7	27.7	2.8	6.2	0.5%
华润啤酒	291 HK	必需消费	买入	59.85	77.40	29%	43.2	39.9	6.6	15.0	1.0%
百威亚太	1876 HK	必需消费	买入	25.35	27.20	7%	38.3	34.0	3.5	9.2	1.0%
中国中免	601888 CH	必需消费	买入	230.99	256.00	11%	66.0	45.3	13.2	20.0	0.5%
珀莱雅	603605 CH	必需消费	买入	168.27	184.00	9%	46.7	34.3	9.9	21.4	0.7%
信达生物	1801 HK	医药	买入	40.50	52.59	30%	N/A	N/A	5.8	N/A	0.0%
药明生物	2269 HK	医药	买入	69.40	120.39	73%	51.8	37.6	7.0	13.5	0.0%
中国太保	2601 HK	保险	买入	20.70	25.19	22%	7.6	6.3	0.7	9.9	4.7%
腾讯	700 HK	互联网	买入	373.80	381.62	2%	26.5	23.3	3.4	12.3	0.4%
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	115.19	156.00	35%	14.9	12.8	1.9	5.5	0.0%
快手	1024 HK	互联网	买入	71.50	80.00	12%	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%
华润置地	1109 HK	房地产	买入	38.00	44.79	18%	9.1	8.5	1.0	10.5	5.1%
京东方精电	710 HK	科技	买入	16.60	26.01	57%	21.5	15.7	N/A	15.6	0.0%
闻泰科技	600745 CH	科技	买入	57.35	88.60	54%	24.4	16.2	1.9	7.9	0.4%
金蝶	268 HK	软件&IT服务	买入	16.74	23.83	42%	N/A	N/A	6.9	N/A	0.0%

资料来源：彭博、招銀国际环球市场研究(截至2023年1月17日)

招銀国际环球市场上日股票交易方块 - 17/1/2023

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。