

每日投资策略

宏观策略/行业、公司点评

宏观策略

■ 中国政策-更强力信贷刺激以提振信心

中国央行和金融监管机构宣布一揽子更强大的信贷刺激措施，包括政策利率下调 20-30 个基点、存款准备金率下调 50 个基点、存量房贷利率下调 50 个基点以及特别再融资机制，以提振房市与股市。此次政策组合力度超预期并以集中方式出台，一改以往小规模挤牙膏式的政策风格，标志着中国经济政策刺激向更强力方向转变。

此次金融政策组合将显著提振市场信心，未来 2-3 个月中国股市和人民币汇率将迎来一轮不错的反弹周期。金融政策的本质是鼓励经济主体加杠杆，但目前私人部门仍面临收入疲弱、信心低迷和通货紧缩的压制。我们认为仍需三方面政策配合来重振经济，包括财政向家庭较大规模转移支付、有效化解产能过剩和市场化导向的改革。[\(链接\)](#)

行业点评

■ 中国地产行业-宽松政策可能短期提振板块交易情绪

中国央行于昨日（9月24日）国新办发布会上宣布一系列与地产相关的支持政策。我们认为对板块表现有短期的提振作用，但对实际销售的左右可能有限。相关政策包括：1) 降低存量房贷利率 0.5 个百分点，预计单年释放资金 2,000 亿元，对居民消费有一定提振。2) 统一一二套房首付比例为 15%，可能对销售提振效果不明显。原因是多地早已实施挂售挂租房屋不计入购房者住房套数且可享受首套待遇再购房。3) “金融 16 条”及“经营性物业贷新规”有效期延长至 2026 年末对开发商流动性稳定起到支持作用，在销售前景不明背景下对板块稳定性提供支撑。4) 3000 保障性住房再贷款的央行支持比例从 60% 提高至 100%，可能缓解商业银行压力但资金落地仍存在挑战。截至 6 月 30 日，相关贷款发放仅为 121 亿元。销售方面，高频数据显示九月旺季不旺。截至 9 月 23 日，九月新房/二手房的日平均交易量分别较八月降低了 21%/12%。第 38 周（9 月 16 日-9 月 22 日）一线城市观察也证实这一趋势，四个一线城市的新房和二手房销量均大幅低于 1H24 的周均水平。我们的领先指标显示，九月至十月的销售下滑幅度可能继续扩大。短期来看，销售的低迷以及对新政策的预期可能使板块表现持续震荡。长期来看，随着主要难点的逐步解决和利好的政策前景持续，我们预计行业在中长期内将持续复苏。选股方面，我们倾向于存量市场的受益者，包括物管公司华润万象生活（1209 HK）、绿城服务（2869 HK）、保利物业（6049 HK）、滨江服务（3316 HK）和万物云（2602 HK），中介平台贝壳（BEKE US），代建公司绿城管理（9979 HK）和开发商中具有长期持有价值的华润置地（1109 HK）。[\(链接\)](#)

招银国际研究部

邮件: research@cmbi.com.hk

全球主要股市上市日表现

	收市价	升降 (%)	
		单日	年内
恒生指数	19,001	4.13	11.46
恒生国企	6,714	5.09	16.40
恒生科技	3,916	5.88	4.02
上证综指	2,863	4.15	-3.76
深证综指	1,556	3.95	-15.34
深圳创业板	1,615	5.54	-14.60
美国道琼斯	42,208	0.20	11.99
美国标普 500	5,733	0.25	20.19
美国纳斯达克	18,075	0.56	20.41
德国 DAX	18,997	0.80	13.40
法国 CAC	7,604	1.28	0.81
英国富时 100	8,283	0.28	7.11
日本日经 225	37,941	0.57	13.38
澳洲 ASX 200	8,142	-0.13	7.26
台湾加权	22,432	0.66	25.10

资料来源: 彭博

港股分类指数上市日表现

	收市价	升降 (%)	
		单日	年内
恒生金融	32,785	4.16	9.93
恒生工商业	10,605	4.52	14.85
恒生地产	15,905	1.68	-13.21
恒生公用事业	36,648	0.56	11.48

资料来源: 彭博

公司点评

■ 名创优品 (9896 HK/ MNSO US, 未评级) 已收购永辉超市 (601933 CH) 29.4%的股份, 并成为其最大股东

名创优品将以 62.7 亿元人民币现金从牛奶公司和京东 (分别持有 21.1% 和 8.3% 股份) 手中购买这部分股份, 收购价对比收盘价有约 3% 的溢价。而此投资不会并入财务报表。

此举将耗尽其现有的绝大部分现金储备 (截至 2024 年上半年大约为 66 亿元人民币), 但名创优品相信其运营现金流十分强劲, 并有能力从银行借款。此收购并不会影响公司五年内的目标, 即 20% 的销售年复合增长率及更高的净利润年复合增长率。

招银国际点评: 我们认为此收购的影响较为负面, 因为我们担心现金减少、海外业务比例下降、超市的商业模式, 以及业绩反转所需要的执行力。

1) 我们对收购时机和规模略有怀疑, 因为这将会消耗公司 95% 以上的现金 (大约相当于当前市值的 17%) 来购买一个过去 3 年都在亏损的资产 (2023 财年净利润率为 -2%)。在目前宏观环境不明朗的情况下, 它的吸引力的确较低。

2) 这可能会让希望投资海外市场的投资者望而却步, 本来名创优品的海外业务相当成功, 占比亦在大幅提升, 但现在永辉的门店主要都在中国地区 (管理层认为出海概念可能很快变为红海, 但我们不认同)。

3) 相比名创优品的轻资产模式 (小店、低且快的库存周转、开放加盟等), 超市业务的模式并不是很吸引 (大店、更多生鲜产品、比较复杂的供应链、利润率低)。另外, 阿里巴巴也曾在 2020 年收购高鑫零售 (6808 HK), 但高鑫至今仍然亏损。

4) 管理层认为永辉已经在扭转局势, 采用胖东来的商业模式改革门店 (通过更多直接采购, 并提供优质商品、以客户和员工为优先的运营等)。改革后的单店销售和坪效数据都不错, 像郑州的门店表现良好, 并认为和名创优品会有多种协同效应 (续约时获得更好的租金条款和门店位置、能更好优化产品设计、采购和定价从而提高毛利率等)。

5) 然而, 我们仍持保守态度, 因为不确定胖东来模式能否大规模复制, 其净利润率仍可能低于名创优品的水平 (由于其以客户和员工为中心的经营理念)。

总体而言, 虽然我们持保守态度, 但如果股价下跌 17% 或更多 (几乎相当扣除大部份现金), 负面因素可能已经反映在股价中, 估值会再次变得吸引。

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	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	1FY	1FY
长仓											
理想汽车	LI US	汽车	买入	22.20	25.00	13%	6.1	3.7	3.0	11.2	0.0%
吉利汽车	175 HK	汽车	买入	10.18	14.00	38%	7.0	11.8	1.0	16.7	4.5%
浙江鼎力	603338 CH	装备制造	买入	50.84	75.00	48%	12.2	10.6	2.4	21.6	1.9%
波司登	3998 HK	可选消费	买入	3.68	5.98	63%	11.2	9.4	2.4	26.3	8.0%
江南布衣	3306 HK	可选消费	买入	14.04	17.61	25%	7.6	6.9	2.5	40.6	10.6%
特步国际	1368 HK	可选消费	买入	4.50	7.32	63%	9.8	8.7	1.1	14.2	5.8%
珀莱雅	603605 CH	必选消费	买入	79.00	133.86	69%	20.6	16.6	5.7	31.8	1.6%
百济神州	BGNE US	医疗	买入	201.31	288.90	44%	N/A	394.7	52.3	N/A	0.0%
中国太保	2601 HK	保险	买入	21.25	28.30	33%	6.2	5.7	0.7	12.4	5.7%
中国财险	2328 HK	保险	买入	10.76	12.80	19%	8.1	7.6	0.9	12.2	5.4%
腾讯	700 HK	互联网	买入	387.60	480.00	24%	17.5	16.2	3.4	19.3	1.2%
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	90.09	126.90	41%	1.3	1.2	1.5	10.4	1.0%
拼多多	PDD US	互联网	买入	102.30	187.90	84%	1.1	0.9	3.2	49.0	0.0%
绿城服务	2869 HK	房地产	买入	3.67	6.13	67%	16.0	13.6	1.4	9.7	4.8%
鸿腾精密	6088 HK	科技	买入	2.03	4.25	109%	78.1	48.3	5.1	7.0	0.1%
小米集团	1810 HK	科技	买入	20.55	24.40	19%	21.9	19.2	2.5	12.8	0.0%
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	26.95	40.89	52%	14.0	9.8	1.7	23.8	2.2%
中际旭创	300308 CH	半导体	买入	108.90	150.76	38%	21.4	14.5	6.2	23.2	0.6%
北方华创	002371 CH	半导体	买入	283.86	405.00	43%	25.1	19.1	5.1	22.0	0.4%
金蝶	268 HK	软件&IT服务	买入	5.96	10.80	81%	N/A	86.4	2.3	N/A	0.0%
短仓											
中国重汽	3808 HK	装备制造	持有	21.60	19.50	-10%	10.0	9.5	1.2	14.2	5.8%

资料来源：彭博、招银国际环球市场（截至2024年9月24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。