每日投资策略

宏观及个股点评

宏观市场

- **中国经济穿越黎明前黑暗：**中国 12 月 PMI 急剧下滑，降至 2020 年 2 月以来最低水平，因放开后大规模疫情导致短期内人员流动和企业活动下降，产出、新订单和就业均大幅下滑，而供应临时受阻导致供应商交货时间延长。我们认为中国经济正在穿越放开后黎明前黑暗，大部分城市疫情可能在近期已达到顶峰。进入 2023 年，人员流动和信心将逐步回升，消费和服务业活动将渐进修复。由于内需不会过热、海外需求疲软和失业压力较大，中国重启后再通胀压力相对温和。2023 年中国将保持相对宽松的宏观政策，积极稳定房地产市场，大力提振市场和企业家信心。我们预计中国 GDP 增速将从 2022 年的 2.7% 回升至 2023 年的 5.1%。

  PMI 跌至 2020 年 3 月以来最低：制造业和服务业 PMI 分别从 11 月的 48%和 45.1%降至 12 月的 47%和 39.4%， 2020 年 3 月以来最低。零售贸易、道路交通、住宿、餐饮和居民服务业 PMI 在 12 月下降至 35%以下，因为这些行业对人员流动非常敏感。食品和医药行业的 PMI 保持在 50%以上，反映必需品需求基本稳定。由于基建投资强劲增长，建筑业 PMI 从 11 月的 55.4%放缓至 12 月的 54.4%，但仍高于 50%。12 月航空运输 PMI 回升至 60%以上，因航班数量明显增加。电信服务、互联网服务和金融服务的 PMI 也保持在 50%以上，因为这些行业的需求相对稳定。展望未来，随着人口流动性和信心的改善，大部分服务业 PMI 将逐步回升。

  海外和国内需求恶化：新订单指数从 11 月的 46.4%大幅下降至 12 月的 43.9%。海外需求和国内消费双双恶化，大部分制造业面临下行压力。出口订单指数和进口指数分别由 11 月份的 46.7%和 47.1%下降至 12 月份的 44.2%和 43.7%。人员流动急剧下降也令服务业活动降温。服务业新订单指数从 11 月份的 41.4%下跌至 12 月份的 37.4%。不过，建筑和钢材新订单指数从 11 月份的 46.9%和 34.5%回升至 12 月份的 48.8%和 38.9%，表明这些行业的下行压力较小。

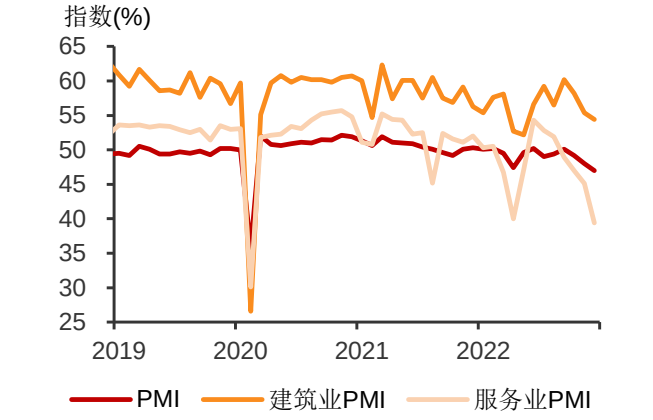
  原材料成本因短期供应链阻断而反弹：制造业和建筑业的原材料成本指数从 11 月份的 50.7%和 48.7%升至 12 月份的 51.6%和 51.2%。钢铁产品行业的原材料成本指数从 11 月份的 38%大幅上升至 12 月份的 59.8%。原材料成本的反弹可能有两个原因：第一，中国重新开放提振大宗商品市场情绪和需求前景；其次，重新开放后疫情爆发导致供应链暂时中断，一些工人被感染后不得不留在家里，生产和运输受到影响。但是我们认为中国经济重启后的再通货膨胀压力比较温和。一方面，国内住房和耐用品需求的恢复应该是渐进的，没有过热风险，同时随着经济衰退的到来，海外需求应该会大幅下降。另一方面，由于高失业压力，疫情对中国劳动参与率的影响非常有限。制造业和服务业的就业指数从 11 月的 47.4%和 45.2%大幅下降至 12 月的 44.8%和 42.4%，为 2020 年 2 月以来的最低水平。我们注意到 12 月制造业和服务业的出厂价格指数仍然疲软。我们预计中国 CPI 在 2022 年上涨 2%后，2023 年将上涨 2.2%。PPI 预计在 2022 年上涨 4.3%后，2023 年将下跌 0.5%。

  中国经济在 2023-2024 年逐步恢复：中国经济正在逐步复苏，而海外经济正从滞胀走向衰退。中国的新领导人正试图以亲商的姿态尽快重启经济、稳定房地产市场并恢复市场信心。中国货币政策保持宽松，流动性供应充裕，信贷政策宽松。央行可能进一步下调存款准备金率和 LPR 一到两次。美元兑人民币汇率可能从 2022 年底的 6.9 降至 2023 年底的 6.65。财政政策将更加积极，广义赤字率从 2022 年的 5.8%上升到 2023 年的 6.2%，政策性银行专项贷款和国有企业债务继续扩大。我们预计中国 GDP 增速将从 2022 年的 2.7%

招银国际研究部
邮件：research@cmbi.com.hk

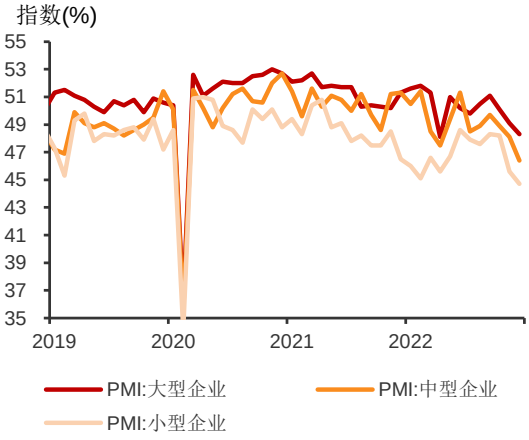
上升至 2023 年的 5.1%。医疗保健、交通、餐饮、旅游、酒店和娱乐服务将快速复苏，而耐用品和住房市场可能会逐步恢复。（链接）

图 1: PMI 指数



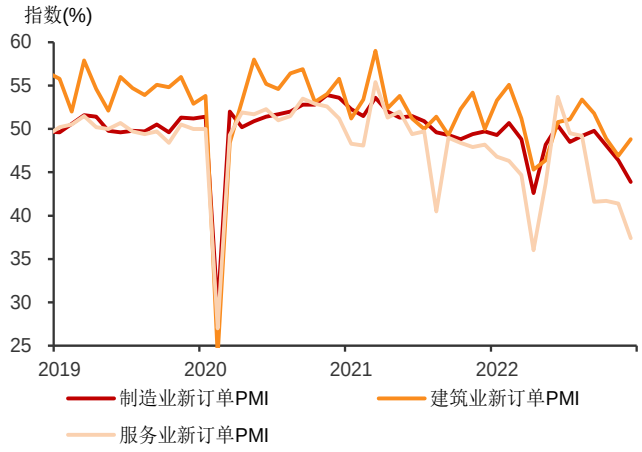
Source: NBS, CMBIGM

图 2: 大中小型企业 PMI 指数



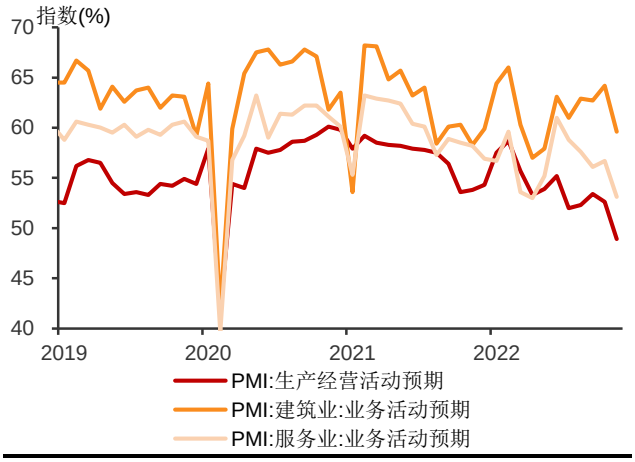
Source: NBS, CMBIGM

图 3: 新订单 PMI 指数



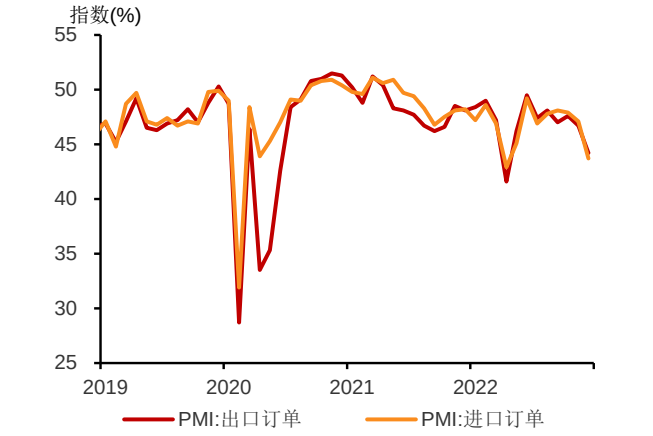
Source: NBS, CMBIGM

图 4: 商业预期指数



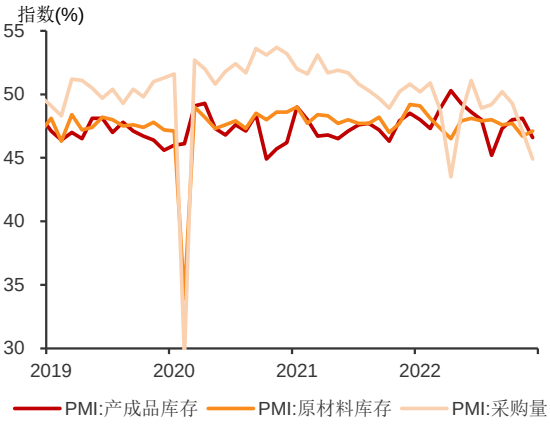
Source: NBS, CMBIGM

图 5: 进出口订单 PMI 指数



Source: NBS, CMBIGM

图 6: 库存与材料采购 PMI 指数



Source: NBS, CMBIGM

个股点评

- **中国飞鹤（6186 HK，买入，目标价：8.0 港币）：**最近市场对于奶粉赛道的兴趣回暖，认为重开将有助于出生率在 2023 年提升。对于这观点我们不完全反对，但同时我们在调研中发现了几个重点。

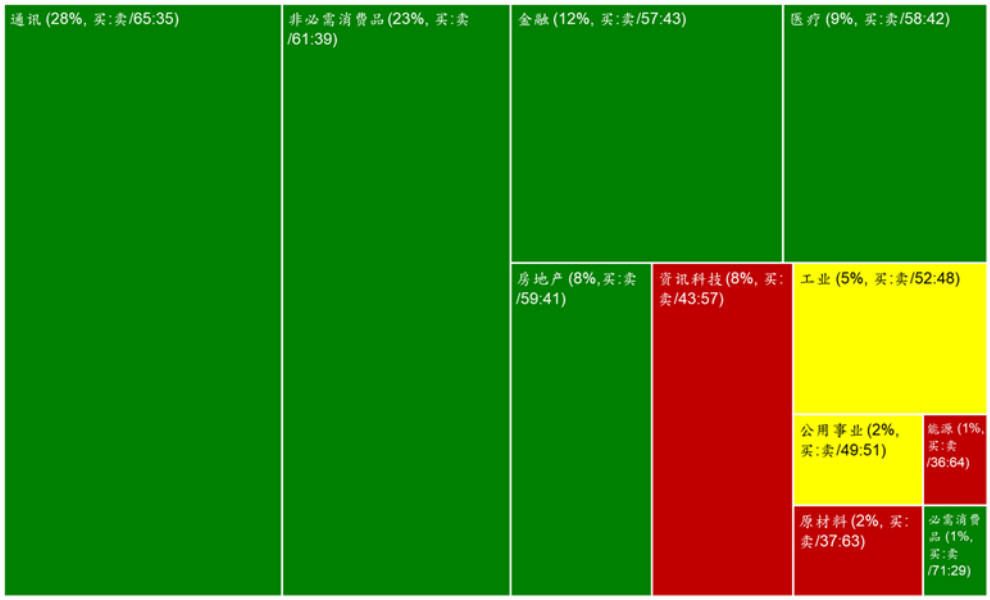
  第一：公司并未有对重开后的短期经营环境特别正面。同时我们感觉 4 季度行业竞争正在加剧，伊利与飞鹤在二三线的城市的竞争尤其激烈，而且竞争都是以价格或者宣传投放为主。我们忧虑在基本面并未真正复甦的前提下，公司上半年盈利情况将继续承压。

  第二：我们认为奶粉这赛道并不是直接受惠于重开概念。当然我们不否定重开概念下经济提振将有助出生率以致奶粉需求回复正常水平。但短期来看，放开初段阳性个案将维持高位，而消费重点大概率落在旅游出行等板块。撇除公司去年上半年因渠道改革而造成的低基数，我们认为公司上半年业绩环比改善不会太明显。

  基于以上原因我们对公司 2023 年以及 2024 年作出调整，下调今年净利润 6%但上调明年营收 5%，以反映我们初步对于出生率将在今年三季度触底的预期。我们最新目标价为$8，目标市盈率维持三年平均以下的一个标准差。我们维持对飞鹤的买入评级。但考虑到低基数等红利已充分在去年 4 季度的股价表现反映，我们预期公司在今年上半年的相对回报将低于重开敏感度较高的赛道，譬如白酒啤酒免税化妆品等等。在我们覆盖的股票领域里，我们维持中国中免以及华润啤酒为我们首推股票。（链接）

招银国际环球市场上日股票交易方块 – 30/12/2022

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之分析员，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着区别，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，请与我们联络。

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之分析员，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篇制的报告。 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。