

每日投资策略

宏观及行业展望

宏观策略

■ **中国经济-7月中国经济修复速度放缓，9月后料逐步回升：**7月中国制造业和服务业 PMI 显著下滑，显示房地产市场压力上升背景下经济修复速度明显放缓。分行业来看，石油煤炭加工、钢铁、资本市场服务、保险和房地产等行业 PMI 指数低于 50% 处于收缩状态，显示房地产投资持续收缩和期房市场信心冲击给相关行业带来压力。交通服务业、住宿、餐饮、环保与公共设施管理、文化体育娱乐等行业商务活动指数有所下滑，但仍超过 55% 处于扩张区间，说明局部城市疫情短期反弹对经济活动有所影响，但该因素影响小于房地产因素的影响。展望未来，近期流动性、信贷宽松和中央决策层对保交楼承诺将提振房地产市场信心，同时多个行业需求将在 9 月出现季节性改善，预计经济修复速度可能在 9 月再次回升。中国经济在下半年到明年上半年仍处于修复通道之中，预计 GDP 增速将从 2022 年的 3.5% 上升到 2023 年的 6.6%。

行业/个股速评

■ 绿城管理 (9979 HK) — 1H22 业绩：结构变化是关键，重申买入。

公司 1H22 净利润同比增长 33% 至 3.6 亿元，剔除利息收入和政府补助的核心净利润同比增长 28% 至 3.1 亿元，高于预期 1.7%，主要受毛利率改善和利润结构改善的推动，净利率从 21 年底的 25.2% 提升到 1H22 的 28.7%。公司的业务机构改善进展顺利，其中 1) 政府代建贡献的毛利润占比从 21 年底的 22% 增长 2 个百分点到 25%；3) 国有企业和金融机构委托的商业代建项目的合同面积占比从 21 年末的 22% 上升到 1H22 的 29% (估计值)，表示来自拿地主力的国企城投和收购不良资产的金融机构的需求增加。3) 收入中自营模式 (相比合营模式拥有更高毛利率) 占比从 21 年底的 56% 提升到 1H22 的 65%，推动整体毛利率上升 4 个百分点到 50.5%。管理层表示结构变化及其带来的毛利率趋势会继续。

1. 商业代建板块：客户结构变化+盈利能力提升。板块 1H22 收入因为受到房地产市场销售拖累同比下降 1%。而来自土地市场主力收购者-国企城投和收购不良资产的金融机构的项目显著增加 (据我们估计二部分建筑面积占比从 21 年底的 22% 升至 1H22 的 29%)，同时这类企业对代建公司有较高合作标准促使公司更多的采用自营模式参与合作，从而大幅提高了板块毛利率。同时资方代建业务中公司的介入为项目带来信用重塑所以收取更高的价格，板块总体毛利率从 21 年底的 44.9% 提高到 1H22 的 49.7%。
2. 政府代建板块：毛利率降低但收入激增，仍然保持毛利润高增。收入规模受益于国家保障房建设计划同比大幅提升 74% 到 3.8 亿元，毛利率由于全国化扩张从 1H21 的 44.7% 缩至 1H22 的 42.2% (2022 年新布局四川、重庆、安徽等省份)，综合作用下毛利润仍然同比增长 64% 至 1.61 亿元。由于全国化扩张将继续，我们预计毛利率将持续保持在较低水平。公司业务类型多样化带来更多想象空间，如需要特殊牌照的军改房项目及产业园、旧房改造项目等。
3. 其他服务板块：板块收入中 85% (约 9,570 万) 来自上市前母公司代投标的项目，成本计入母公司账面，公司录利润为收入，该部分占公司总收入的 7.6%，毛利润的 10% 以上，如果该项目结束且公司没有其他收入来源，则板块利润可能面临下降风险。

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	20,157	-2.26	-13.85
恒生国企	6,885	-2.78	-16.40
恒生科技	4,331	-4.86	-23.63
上证综指	3,253	-0.89	-10.62
深证综指	2,181	-1.00	-13.79
深圳创业板	2,670	-1.31	-19.63
美国道琼斯	32,845	0.97	-9.61
美国标普 500	4,130	1.42	-13.34
美国纳斯达克	12,391	1.88	-20.80
德国 DAX	13,484	1.52	-15.11
法国 CAC	6,449	1.72	-9.85
英国富时 100	7,423	1.06	0.53
日本日经 225	27,802	-0.05	-3.44
澳洲 ASX 200	6,945	0.80	-6.71
台湾加权	15,000	0.73	-17.67

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	31,837	-0.99	-6.00
恒生工商业	11,316	-3.40	-19.15
恒生地产	25,964	-1.13	-12.23
恒生公用事业	42,862	0.11	-15.44

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)	-2.95
深港通 (南下)	10.84
沪港通 (北上)	5.18
深港通 (北上)	-0.42

资料来源：彭博

4. 公司仍为行业中优质选择：由于 1) 公司的上述结构变化体现了一定的抵御行业下行的能力；2) 公司由于“保交楼”事件收到了市场的积极关注，该影响会在其他地产物业公司中期汇报其代建业务进展被再次放大；3) 房地产市场的其他选择大多仍然在受偿债高峰和销售疲软的负面影响；我们维持买入评级，目标价 8.09 港元，对应 18 倍 2022E PE。风险：1) 疫情大规模封锁；2) 2H22 销售继续弱于预期；3) 母公司相关的负面报道。

■ 百胜中国 (9987 HK) — 业绩大幅好于预期，通胀情况可控。

公司 22 财年 2 季度业绩大幅好于预期，主要由于优秀的成本管控。公司 2 季度销售同比下降 13% 至 21 亿美元，符合招银国际/彭博预期。净利润同比下降 54% 至 8,300 万美元，远超招银国际/彭博预测的 1,400 万美元亏损/3,700 万美元亏损，原因包括：1) 超预期的毛利率(折扣比预期少、菜单调整和精简)，2) 租金减免/政府补贴合共 2,000 万美元，3) 减低营销和其他装修费用，4) 强劲的社区团购和包装食品的销售。尽管公司在下半年未必能直线恢复，但我们对公司看法正面。

我们预计公司 3/4 季度同店销售增长将达 3%/13%，因为：1) 受影响门店持续减少，2) 宣传及营销增加以加强旺季销售，3) 持续推出新的零售产品（包装食品），上半年销售达到 4.5 亿元人民币，公司更预计全年销售可达 10 亿元人民币。

虽然成本压力在 3 季度将持续，但盈利能力仍可能因销售恢复而提高。在 2 季度的强劲业绩后，我们认为公司 3/4 季度的毛利率将在 71.0%/70.3%，受惠于公司强大的菜单创新能力和供应链管理。

尽管原材料价格和薪酬上涨预计仍将持续，营销费用亦将在下半年恢复正常，但我们认为公司经营利润率将受公司的经营杠杆带动下持续改善。

因此我们维持公司买入评级，并上调目标价至 450.06 港元，基于 30 倍 23 财年预测市盈率，现价在 24 倍。

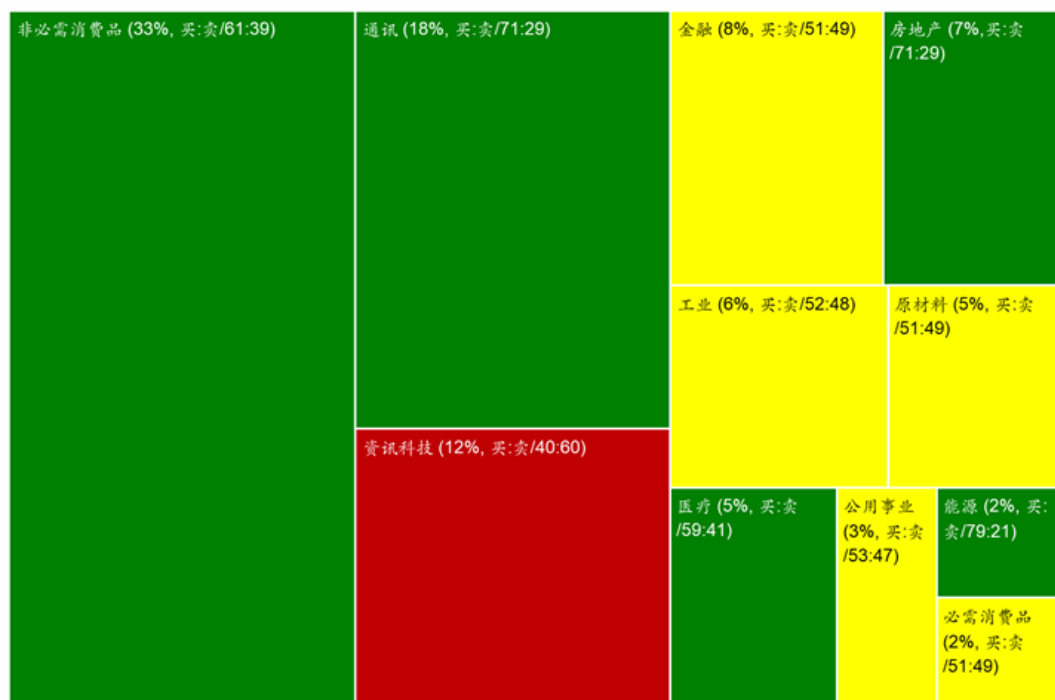
招银国际环球市场焦点股份

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											
蔚来汽车	NIO US	汽车	买入	19.73	45.00	128%	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%
亿和控股	838 HK	汽车	买入	2.11	3.00	42%	11.1	7.0	N/A	11.5	2.9%
晶盛机电	300316 CH	装备制造	买入	73.02	93.00	27%	35.1	28.6	10.3	33.4	0.6%
三一国际	631 HK	装备制造	买入	8.58	14.60	70%	13.9	11.7	2.3	17.7	2.2%
顺丰控股	002352 CH	快递	买入	49.84	94.00	89%	32.2	22.1	2.8	9.2	0.6%
特步国际	1368 HK	可选消费	买入	12.76	17.04	34%	24.4	19.6	3.3	13.9	2.5%
美的集团	000333 CH	可选消费	买入	54.98	67.79	23%	12.2	10.7	2.7	23.4	3.3%
华润啤酒	291 HK	必需消费	买入	54.20	71.00	31%	38.8	35.8	5.7	15.0	1.1%
思摩尔	6969 HK	必需消费	买入	18.20	25.20	38%	26.1	19.5	4.5	19.9	1.3%
信达生物	1801 HK	医药	买入	32.75	58.32	78%	N/A	N/A	4.6	N/A	0.0%
药明生物	2269 HK	医药	买入	74.55	146.12	96%	60.4	44.2	6.2	12.7	0.0%
人保财险	2328 HK	保险	买入	8.06	11.64	44%	6.3	4.9	0.7	12.0	7.2%
快手	1024 HK	互联网	买入	79.00	120.00	52%	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%
华润置地	1109 HK	房地产	买入	32.75	44.79	37%	5.8	N/A	0.8	14.3	6.0%
碧桂园服务	6098 HK	房地产	买入	17.48	47.63	172%	8.9	6.4	5.0	14.1	2.8%
歌尔股份	002241 CH	科技	买入	31.80	48.00	51%	18.6	15.4	N/A	18.1	0.8%
闻泰科技	600745 CH	科技	买入	68.60	93.12	36%	28.2	18.4	2.3	8.1	0.3%
金蝶国际	268 HK	软件 & IT 服务	买入	16.96	24.37	44%	N/A	N/A	6.8	N/A	0.0%

资料来源：彭博、招银国际环球市场研究(截至 2022 年 7 月 29 日)

招銀国际环球市场上日股票交易方块 – 29/7/2022

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 $\geq$ 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误差、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编制的报告。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。