

每日投资策略

宏观、行业及公司点评

宏观点评

中国政策 - 低于预期但仍谨慎乐观

昨天的房地产政策新闻会再次令投资者感到失望，因为缺少强力的刺激措施。100万套城中村改造货币化安置、白名单信贷余额增至4万亿、地方政府自主自愿收购存量商品房等相关政策将对房地产市场产生温和提振，但仍不足以重振房地产和宏观经济。

但我们对中期内政策前景仍谨慎乐观，因最高决策层此次稳地产和保经济的决心较大，中国未来1-2年将迎来难得的政策春天。中国可能继续放松货币流动性、信贷供应、财政政策和房地产政策。

近期政策重点是稳定房地产和解决地方财政困境。这将首先惠及房地产、金融、地方政府融资平台、国有企业和政府供应商，然后间接惠及科技行业与消费行业。政策宽松将一定程度上缓解经济下行和通缩压力，为人民币汇率提供一定支撑，我们预计美元兑人民币汇率将在2024年底达到7.05，并在2025年底达到7。（[链接](#)）

行业点评

中国地产行业 - 住建部会议利好信号逊于预期，预计板块股价四季度内波动向上

住建部昨日新闻发布会内容主要在于对已有政策落地的加速推进，新增政策较少，所以低于部分投资人预期。

我们认为，1) 各重要部门常态化召开发布会展示了监管想要积极管理市场预期的决心，后续还有更多重要会议，包括11月召开的人大常委会以及12月召开的中央经济工作会议等，这可能使市场对更多宽松政策继续抱有期待。同时考虑到2) 房地产销售可能会在10月、11月、12月报出好于预期的数据，因为a) 政策积极态度和一线城市放松限购措施会继续维持交易活跃度，b) 年底进入开发商推盘高峰，营销活动增加等。故我们认为四季度板块表现会在积极政策预期和较好销售数据的交替作用下维持震荡上行，至少持续至25年新年。如果12月会议公布更重磅的政策，趋势则可能延长至明年上半年。

选股方面：短期开发商弹性大于轻资产公司，我们推荐基本面较好的开发商，如华润置地（1109 HK）等。中长期维度，我们则倾向受益于存量市场的轻资产运营商，如物管公司华润万象生活（1209 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）。风险提示：国际局势加剧紧张，销售情绪急剧下滑，配股风险。（[链接](#)）

招银国际研究部

邮件: research@cmbi.com.hk

全球主要股市上日表现

	收市价	升/跌 (%)	
		单日	年内
恒生指数	20,079	-1.02	17.78
恒生国企	7,179	-1.22	24.46
恒生科技	4,350	-1.19	15.55
上证综指	3,169	-1.05	6.54
深证综指	1,832	-0.56	-0.32
深圳创业板	2,033	-0.32	7.51
美国道琼斯	43,239	0.37	14.72
美国标普500	5,841	-0.02	22.47
美国纳斯达克	18,374	0.04	22.40
德国DAX	19,583	0.77	16.90
法国CAC	7,584	1.22	0.54
英国富时100	8,385	0.67	8.43
日本日经225	38,911	-0.69	16.28
澳洲ASX 200	8,356	0.86	10.08
台湾加权	23,054	0.19	28.57

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	34,136	-0.99	14.46
恒生工商业	11,353	-0.96	22.95
恒生地产	16,915	-2.88	-7.71
恒生公用事业	35,305	0.21	7.40

资料来源：彭博

公司点评

■ 达势股份 (1405 HK, 买入, 目标价: 81.20 港元) - Domino's Pizza 配售股票点评

事件: 达势股份 (1405 HK) 第二大股东出售股份

10月17日, Domino's Pizza (DPZ US) 作为达势股份 (1405 HK) 的第二大股东, 出售了 1000 万股的股份 (占总发行量的约 7.66%), 每股售价为 65.0 港元, 相对于上一交易日收盘价 74.55 港元折让约 12.8%。此次交易后, Domino's Pizza 在达势股份的持股比例将从约 1810 万股 (占比 13.87%) 减少至约 810 万股 (占比 6.21%)。另外, 此次交易后 Domino's Pizza 将有 90 天的锁仓期。

招银国际点评: Domino's Pizza 的长期利益仍在, 但其获利回吐是合理的。我们认为基本面依然稳健, 且流动性的提升更为重要。

1) 有些投资者可能会感到担忧, 但我们认为 Domino's Pizza 的获利回吐是合理的。根据我们的测算, 其投资成本约为 9000 万美元 (分别在 2020 年 5 月、2021 年 1 月和 2021 年 12 月买入), 按照每股 65.0 港元计算, 这些股份的价值约为 1.51 亿美元, 因此它在过去 3 至 4 年中已经实现了 68% 的收益, 平均每年约 1650 万美元。

2) 事实上, Domino's Pizza 在达势股份仍然有大量利益。根据达势股份的年报和我们的测算, 达势股份在 23 财年支付给 Domino's Pizza 的特许经营费用总计为 1.037 亿人民币 (约 1460 万美元), 其中包括: 一次性的开店费 (每家新店约 1 万美元)、每年持续的特许权使用费 (每年销售的 3%) 以及 POS 和支付系统的费用 (每家门店约 3000 美元)。我们预计 Domino's Pizza 在 24 财年和 25 财年, 相关的收入可以增长到 2100 万美元和 2800 万美元, 高于之前提到每年平均投资收入。

3) 流动性问题有望得到解决。假设 IPO 前的投资者、董事和其他关联人士没有大量售出股份, 剩余的流通股份大约只有 10%, 且过去 6 个月的平均每日交易额只有约 1640 万港元。因此, 这次出售后, 我们乐观估计流通股可以增加约 77%, 这对于吸引更多专业投资者是一个重要改变。

4) 公司的基本面依然相当稳固。24 年三季度同店销售增长继续为正, 尤其是在去年高基数的情况下 (可能超过 10%), 并且也好于许多同行。此外, 公司在 24 年前 9 个月新增了 210 家门店, 总门店数达 978 家。包括在建和已签约的门店在内, 新增门店已接近全年 240 家目标的 100%, 我们对公司在 25 年和 26 年每年新增 300 至 350 家门店的目标依然充满信心。更重要的是, 忠诚计划会员数在 24 年三季度达到了 2170 万人, 同比增长超过 100%, 这对未来业务的增长也是十分利好。 ([链接](#))

■ 九兴 (1836 HK, 未评级) - 2024 年三季度营运数字点评

九兴的销售额在 2024 年三季度增长约 1%, 达到 3.89 亿美元, 主要由 6% 的销量增长和 5% 平均售价下降带动。2024 年前九个月的销售额增长约 5%, 达到 11.6 亿美元, 也包含 10% 的销量增长和 5% 平均售价的下降。销量增长主要由于运动板块的产能利用率提高, 而平均售价下降则是运动产品占比增加以及原材料价格下降所导致。

公司2024年的指引保持不变，仍预计销售额增长持平，包括中单位数的销量增长和中单位数的平均售价下降。而最关键的是，公司依然维持15%的净利润增长目标。

招银国际点评：2024年三季度业绩符合预期，四季度和2025年展望稳定。

- 1) 在2024年三季度，公司的营运符合管理层的计划，但因为指引较为保守，我们认为业绩好于预期，基于之前的指引，我们原本预计2024年三、四季度销量可能会下降5%。
 - 2) 对2024年四季度的展望依然乐观，虽然目前没有客户要求提前发货，但整体进度符合预期。运动板块的产能利用率正在逐步提高（三季度优于二季度，预计四季度将继续改善），因为公司除了原有的系列，也已经开始为耐克生产复古跑鞋。
 - 3) 管理层对2025年仍持乐观态度，预计运动板块的销售额增长将持平或略有上升，受到耐克稳定订单的支持（高端产品线表现良好，Jordan品牌可能缩减，但将被其他新产品替代，同时复古跑鞋系列会进一步扩产），另外还会新增两家客户（其中一家正在进行品牌重塑，另一家是之前没有鞋类产品的），这些产品大多为高端产品（平均售价和利润率均高于运动板块的平均水平），因此不会拖累整体盈利能力。对于奢侈品板块，部分品牌如LVMH需求暂时充足，但其他客户则尚未饱和，因此公司仍处于供应不足状态，预计销售为约单位数增长。休闲鞋板块预计也会有约单位数增长，因为明年孟加拉会有新的工厂将投产（主要生产休闲鞋）。
 - 4) 预计2025年利润率将进一步改善，管理层计划将奢侈品和时尚产品的销售占比逐步提高至40%（2024年预计约为35%），因此预计2025年的经营利润率仍然会在12%，净利润将保持低双位数增长。
 - 5) 潜在的关税问题不应过于担忧，因为许多供应商早已经历过这一问题，并且已分散了生产分配。此外，由于库存风险较高，目前没有太多提前订单或发货（淡季产品的价值可能快速贬值，超过关税的影响）。
 - 6) 管理层对耐克的转型持积极态度，认为新任CEO能够与众多批发合作伙伴更好地合作，赢回部分市场份额，同时清理批发渠道中的旧库存，为推出新产品留出更多空间。
- 公司当前估值对应9倍2024年预测市盈率和12%的股息率（包括现金回购计划）。

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	1FY	2FY	1FY	1FY	1FY
长仓											
理想汽车	LI US	汽车	买入	23.75	25.00	5%	6.5	4.0	3.4	11.2	0.0%
吉利汽车	175 HK	汽车	买入	12.26	14.00	14%	8.4	14.3	1.2	16.7	3.6%
中国宏桥	1378 HK	装备制造	买入	13.18	19.60	49%	7.1	6.6	1.1	N/A	8.5%
波司登	3998 HK	可选消费	买入	4.79	6.00	25%	14.5	12.3	3.1	26.3	6.1%
江南布衣	3306 HK	可选消费	买入	16.26	17.60	8%	8.8	8.0	3.2	40.6	9.0%
特步国际	1368 HK	可选消费	买入	5.50	7.32	33%	12.0	10.6	1.3	14.2	4.7%
珀莱雅	603605 CH	可选消费	买入	96.52	133.86	39%	25.2	20.2	7.0	31.8	1.3%
百济神州	BGNE US	医疗	买入	212.39	288.90	36%	N/A	416.5	62.0	N/A	0.0%
中国太保	2601 HK	保险	买入	27.50	28.30	3%	8.0	7.4	0.9	12.4	4.4%
中国财险	2328 HK	保险	买入	11.94	12.80	7%	9.0	8.5	1.0	12.2	5.0%
腾讯	700 HK	互联网	买入	419.20	525.00	25%	18.9	17.5	3.7	19.1	1.1%
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	100.07	133.80	34%	N/A	N/A	1.6	N/A	0.9%
绿城服务	2869 HK	房地产	买入	4.18	6.13	47%	18.2	15.5	1.6	9.7	4.2%
鸿腾精密	6088 HK	科技	买入	2.92	4.25	46%	112.3	69.5	7.4	7.0	0.1%
小米集团	1810 HK	科技	买入	23.90	24.40	2%	25.4	22.3	3.0	12.8	0.0%
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	33.50	40.89	22%	17.4	12.1	2.1	23.8	1.8%
中际旭创	300308 CH	半导体	买入	161.86	150.76	-7%	31.9	21.6	9.3	23.2	0.4%
北方华创	002371 CH	半导体	买入	377.50	405.00	7%	33.3	25.5	6.7	22.0	0.3%
金蝶	268 HK	软件 & IT 服务	买入	8.45	10.80	28%	N/A	122.5	3.3	N/A	0.0%
短仓											
中国重汽	3808 HK	装备制造	持有	22.25	21.40	-4%	10.8	10.0	1.2	13.6	5.6%

资料来源：彭博、招银国际环球市场（截至2024年10月17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法律责任。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。