

# 每日投资策略

## 宏观及行业展望

### 宏观策略

■ **中国将优化防疫政策并保持货币政策宽松。**中国 10 月社融规模与新增贷款大幅下滑，住户新增中长期贷款、新增短期贷款和企业新增短期贷款下降明显，显示住房销售、个人消费和企业资本支出走弱。由于对制造业和基础设施投资的政策支持，企业中长期贷款表现强劲。决策层在昨日政治局常委会上敦促地方政府更加科学精准防疫，尽快遏制疫情扩散，尽快恢复正常生活，同时大力推进疫苗、药物研发，提高疫苗、药物有效性和针对性，做好重点人群疫苗接种等工作。一些投资者可能继续押注中国未来可能逐步放开。由于住房市场和消费恢复缓慢，GDP 增速显著低于潜在增速，中国央行将维持宽松货币政策以提振增长，预计未来三个季度 RRR 和 LPR 存在温和下调空间。 ([链接](#))

■ **多利好可能支撑中国股市进一步反弹。**美国通胀首次显著回落，10 月 CPI 和核心 CPI 分别增长 7.7% 和 6.3%，均低于预期，相比 9 月增速 8.2% 和 6.6% 显著回落。预计美联储将放缓加息步伐，12 月加息 50 基点，可能在 2Q23 初通胀降至 4% 以下时暂停加息。美债收益率普遍下跌 20-30 个基点，美元等避险资产下跌，股票等风险资产价格大涨，美元指数跌幅达到十多年来最大，科技、可选消费、房地产信托基金等对利率敏感的板块涨幅较大，以科技股为主的纳斯达克 100 指数上涨 7.5%。

同时，中国释放出渐进优化防疫政策的信号，美国货币紧缩放缓和中国防疫政策见底改善两大因素共振，可能推动中国股市进一步反弹，令卖空者措手不及。中美两国元首将在 11 月 15-16 日 G20 领导人峰会间隙会面，为紧张的两国关系“放上一块底板”，以防继续恶化，预计中美在科技竞争和台海问题上很难取得积极进展，但在中概股退市等问题上可能达成合作。

### 行业/个股速评

■ **中国云计算行业 - 中国 IaaS+PaaS 市场增速在三季度进一步放缓。**

根据 IDC 数据，中国 IaaS+PaaS 市场在 22 年上半年同比增长 30.7%。然而，我们观察到第三季度中国电信和中国移动的云相关收入增速均有所放缓（中国电信：3Q22 +11.4% YoY，1H22 +19.0% YoY / 中国移动：3Q22 +31.0% YoY，1H22 +44.2% YoY），我们估算中国整体 IaaS+PaaS 市场三季度的增速已经放缓到 +10-20% YoY。

在 23 年经济温和复苏的情况下，互联网厂商的云资本开支可能继续趋于保守，进而影响 IDC 的前景。同时，云市场格局进一步改变，体现在：1) 电信运营商正从阿里、腾讯等传统云厂商手中夺取市场份额；2) 上云需求现在由企业数字化转型所驱动，政府和国央企上云成为主要增量，他们更偏向于选择非互联网背景的云厂商。

另一方面，《华尔街日报》报道，英伟达已经向中国提供新的 GPU 芯片 A800，A800 符合出口管制规定，作为被禁运的 A100 的替代品，算力等规格不变，但多卡互连性能有所限制。我们认为这个替代产品从中期来看对中国云市场是积极的，可以帮助云厂商节省重新设计数据中心所需要的成本和时间。

云计算价值链中，我们首选 SaaS > IaaS + PaaS > IDC。我们看好软件国产化替代所利好的金蝶 (268 HK) 和广联达 (002410 CH)。IaaS 和 PaaS 赛道依然拥挤，虽然厂商现在更注重盈利能力的改善。IDC 方面，受累于云厂商的扩张速度放缓，我们对 IDC 运营商的前景继续持谨慎态度。 ([链接](#))

### 招银国际研究部

邮件: [research@cmbi.com.hk](mailto: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       | 16,081 | -1.70   | -31.27 |
| 恒生国企       | 5,417  | -2.13   | -34.23 |
| 恒生科技       | 3,173  | -3.28   | -44.05 |
| 上证综指       | 3,036  | -0.39   | -16.58 |
| 深证综指       | 1,992  | -0.98   | -21.28 |
| 深圳创业板      | 2,357  | -1.76   | -29.06 |
| 美国道琼斯      | 33,715 | 3.70    | -7.22  |
| 美国标普 500   | 3,956  | 5.54    | -16.99 |
| 美国纳斯达克     | 11,114 | 7.35    | -28.96 |
| 德国 DAX     | 14,146 | 3.51    | -10.95 |
| 法国 CAC     | 6,557  | 1.96    | -8.33  |
| 英国富时 100   | 7,375  | 1.08    | -0.12  |
| 日本日经 225   | 27,446 | -0.98   | -4.67  |
| 澳洲 ASX 200 | 6,964  | -0.50   | -6.46  |
| 台湾加权       | 13,504 | -0.99   | -25.88 |

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   | 26,581 | -1.34   | -21.52 |
| 恒生工商业  | 8,827  | -2.18   | -36.94 |
| 恒生地产   | 20,592 | 0.48    | -30.39 |
| 恒生公用事业 | 31,733 | -2.07   | -37.39 |

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) | 22.32 |
| 深港通 (南下) | 33.16 |
| 沪港通 (北上) | 6.76  |
| 深港通 (北上) | 0.88  |

资料来源: 彭博

## ■ 中国互联网行业 - 社交娱乐平台 3Q22 前瞻:

3Q22 社交娱乐平台或仍将面临日益激烈的竞争以及宏观经济挑战, 影响平台收入增长和利润率扩张。广告业务收入集中的平台(如微博)以及仍处于亏损的平台(如哔哩哔哩)将对行业竞争和宏观环境更加敏感。相比之下, 我们看到腾讯/网易/腾讯音乐基本面在 3Q22 有更多积极迹象。我们预测 1) 网易/腾讯音乐 3Q22 调整后净利润同比增长 29/18%, 主因其核心游戏/音乐业务具备韧性及运营成本优化; 2) 腾讯调整后净利润在 3Q22 同比下降 9%, 但下降幅度已有所收窄(2Q22: -17.3% YoY), 主因其对员工数和运营费用的控制。 ([链接](#))

## ■ 中国互联网行业 - 电商行业前瞻:

短期内, 宏观经济逆风拖累了消费意愿的复苏和实物商品网上零售额的同比增长, 实物商品网上零售额增长可持续性的复苏或仍需要时间, 但我们预期在宏观经济逐步复苏和较为轻松的可比基数的推动下, 2023 年将会出现逐步复苏的趋势。在消费意愿疲软的情况下, 电商企业在最近的双 11 促销活动中更加专注满足核心会员用户群体的需求, 以及提升商家的参与度以推动经营效率的提升。利用已经建立的消费者心智来控制促销力度并采取更严格的成本管控举措或为电商平台近期推动利润增长的重点。短期维度我们仍偏好盈利能见度更高的股票, 长期维度我们看好海外扩张和企业互联网业务部署带来的发展机遇。 ([链接](#))

## ■ 百济神州 (BGNE US, 买入, 目标价: 255.56 美元) - 第三季度持续保持强劲销售趋势。

公司 3Q 产品收入达 3.495 亿美元, 同比+82%, 环比+15%, 环比增长率与 2Q 的+16%相当。其中, 泽布替尼销售额为 1.555 亿美元, 同比+136%, 环比+21% (环比增长率与 2Q 的+23%相当), 主要得益于境外处方数量的持续增长。替雷利珠单抗销售额为 1.282 亿美元, 同比+67%, 环比+22% (环比增长率与 2Q 的+20%相当), 主要得益于医保报销范围扩大后市场渗透率和市场份额的持续提升。

公司销售和管理费用率得以持续优化, 3Q 降低至 92% (2Q22 109%, 1Q22 113%, 21 年全年 156%, 均相较于产品收入而言)。截至 3Q 末, 公司资金充裕, 在手现金 51 亿美元。

公司近期公布, 在 ALPINE 头对头试验中, 泽布替尼相对于伊布替尼在治疗 CLL 方面展现出 PFS 的优效性, 预期相关适应症在美国上市申请将于明年 1 月获批。

替雷利珠单抗 5 项适应症已纳入医保, 预期今年底 4 项新增适应症进入医保所涉及的降价幅度不大。除 2L ESCC 正在美国 FDA 审批中, 明年诺华和百济将在美国进一步递交替雷利珠单抗一线治疗胃癌、食管鳞癌和肝癌的上市申请。

我们看好公司核心产品销售的持续放量, 维持对百济神州的买入评级, 目标价为 255.56 美元。 ([链接](#))

## ■ 蔚来汽车 (NIO US, 买入, 目标价: 25 美元) - 1H23 五款新车助力新能源市场份额回升。

蔚来汽车三季度业绩低于我们预期, 主要因为毛利率低于预期而研发费用高于预期。公司计划在明年上半年推出 5 款新车, 有望帮助其赢得优于整体市场的销量表现。新车有望在年底的 NIO Day 上亮相, 将成为公司股价的正向催化剂。公司指引之后一段时间每季度的研发投资在 30 亿元人民币左右, 但是有信心在明年四季度实现核心业务的盈亏平衡。我们的预测比公司指引及一致预期更为保守, 认为公司在 2024 财年仍可能继续亏损, 但我们测算公司的在手现金和预测经营现金流在没有新的融资情况下都足以支撑其正常运营至少至 2024 年。我们下调今年和明年的销量预测分别至 12.8 万台和 23 万台, 相应下调目标价至 25 美元 (仍基于 3.5x FY23E P/S), 维持买入评级。 ([链接](#))

## 招銀國際環球市場焦點股份

| 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 |
| 长仓     |           |            |    |        |        |       |        |       |        |        |       |
| 蔚来汽车   | NIO US    | 汽车         | 买入 | 10.34  | 28.00  | 171%  | N/A    | N/A   | N/A    | N/A    | 0.0%  |
| 美东汽车   | 1268 HK   | 汽车         | 买入 | 12.08  | 23.00  | 90%   | 12.3   | 8.1   | N/A    | 26.5   | 4.5%  |
| 晶盛机电   | 300316 CH | 装备制造       | 买入 | 72.10  | 96.00  | 33%   | 32.8   | 26.2  | 8.8    | 32.4   | 0.6%  |
| 三一国际   | 631 HK    | 装备制造       | 买入 | 7.45   | 13.20  | 77%   | 12.9   | 10.8  | 2.2    | 18.0   | 2.3%  |
| 兖煤澳大利亚 | 3668 HK   | 煤炭         | 买入 | 25.15  | 53.00  | 111%  | 1.5    | 1.8   | 0.7    | 59.7   | 34.0% |
| 华润燃气   | 1193 HK   | 燃气         | 买入 | 22.15  | 39.13  | 77%   | 7.4    | 6.7   | N/A    | 11.9   | 0.0%  |
| 波司登    | 3998 HK   | 可选消费       | 买入 | 3.68   | 5.89   | 60%   | 12.5   | 10.5  | 2.9    | 23.0   | 4.7%  |
| 奈雪的茶   | 2150 HK   | 可选消费       | 买入 | 4.77   | 7.38   | 55%   | N/A    | 31.2  | 1.5    | N/A    | 0.0%  |
| 华润啤酒   | 291 HK    | 必需消费       | 买入 | 46.15  | 71.00  | 54%   | 32.5   | 30.2  | 5.4    | 16.8   | 1.2%  |
| 百威亚太   | 1876 HK   | 必需消费       | 买入 | 19.10  | 27.20  | 42%   | 30.5   | 27.1  | 2.8    | 9.2    | 1.2%  |
| 中国中免   | 601888 CH | 必需消费       | 买入 | 188.99 | 230.00 | 22%   | 41.1   | 28.6  | 10.3   | 25.1   | 0.8%  |
| 珀莱雅    | 603605 CH | 必需消费       | 买入 | 174.00 | 184.00 | 6%    | 48.3   | 35.5  | 10.2   | 21.4   | 0.6%  |
| 贝泰妮    | 300957 CH | 必需消费       | 买入 | 153.71 | 229.00 | 49%   | 53.0   | 37.5  | 11.4   | 21.7   | 0.6%  |
| 信达生物   | 1801 HK   | 医药         | 买入 | 31.20  | 52.60  | 69%   | N/A    | N/A   | 4.7    | N/A    | 0.0%  |
| 药明生物   | 2269 HK   | 医药         | 买入 | 43.75  | 120.40 | 175%  | 34.5   | 25.0  | 3.9    | 12.9   | 0.0%  |
| 中国太保   | 2601 HK   | 保险         | 买入 | 14.58  | 25.19  | 73%   | 5.7    | 4.7   | 0.6    | 9.9    | 6.4%  |
| 快手     | 1024 HK   | 互联网        | 买入 | 40.75  | 80.00  | 96%   | N/A    | N/A   | N/A    | N/A    | 0.0%  |
| 华润置地   | 1109 HK   | 房地产        | 买入 | 27.85  | 44.80  | 61%   | 5.2    | N/A   | 0.7    | 14.3   | 6.6%  |
| 歌尔股份   | 002241 CH | 科技         | 买入 | 18.65  | 44.70  | 140%  | 11.7   | 9.5   | N/A    | 18.1   | 1.4%  |
| 闻泰科技   | 600745 CH | 科技         | 买入 | 50.60  | 90.13  | 78%   | 21.4   | 14.0  | 1.7    | 8.1    | 0.5%  |
| 海康威视   | 002415 CH | 软件 & IT 服务 | 买入 | 28.68  | 41.46  | 45%   | 16.8   | 13.9  | 3.7    | 25.0   | 3.1%  |

資料來源：彭博、招銀國際環球市場研究 (截至 2022 年 11 月 10 日)

## 招銀国际环球市场上日股票交易方块 – 10/11/2022

板块 (交易额占比, 交易额买卖比例)

|                         |                        |                     |  |                     |                      |
|-------------------------|------------------------|---------------------|--|---------------------|----------------------|
| 非必需消费品 (40%, 买:卖/70:30) | 资讯科技 (10%, 买:卖/70:30)  | 医疗 (10%, 买:卖/55:45) |  | 通讯 (7%, 买:卖/74:26)  |                      |
|                         | 必需消费品 (10%, 买:卖/89:11) | 金融 (6%, 买:卖/66:34)  |  | 房地产 (4%, 买:卖/70:30) | 原材料 (4%, 买:卖/69:31)  |
|                         |                        | 能源 (5%, 买:卖/37:63)  |  | 工业 (3%, 买:卖/70:30)  | 公用事业 (2%, 买:卖/38:62) |
|                         |                        |                     |  |                     |                      |

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。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。