

每日投资策略

行业及个股速评

行业点评

■ 中国建筑行业 - 多重因素驱动行业重塑估值

受惠于中特估概念，央企建筑商板块受到市场关注，板块的年初至今表现优于指数。尽管该板块在 5 月份因市场疲软而回调，但考虑到该行业（H 股）的估值相较便宜（根据彭博，2023 年预期市盈率仅为 4.5 倍），我们认为该板块仍值得关注。我们看到行业未来有多个驱动因素：（1）央企建筑商的市场份额持续增加；（2）“一带一路”机遇以及中国与中东关系越趋紧密；（3）国企 KPI 绩效考核的修订将激励国企关注盈利能力提升。

（1）央企建筑商的市场份额持续增加。2022 年中国建筑行业市场规模（以收入计）达到 311,980 亿元人民币（同比增长 6.4%）。而央企建筑商的收入增长自 2015 年以来一直优于行业平均水平。2022 年，中国建筑行业的新签合同总额同比增长 6.4% 至 366,480 亿元人民币。根据我们测算，前八大央企建筑商（包括中铁、中铁建、中交建、中国建筑、中冶、中国电建、中国能建）的市场份额（按新合同额计算）从 2012 年的 26% 增加到 2022 年的 42%。我们预计这一趋势将会持续。

（2）随着中国与中东关系加强，“一带一路”将带来更多机遇。今年是“一带一路”倡议成立十周年。5 月中旬，中国—中亚峰会在西安举行，峰会期间双方签署多项协议推动基础设施建设（包括跨里海国际运输走廊等）。参考以往经验，我们预计即将举行的多场峰会（包括第三届“一带一路”国际合作高峰论坛、东盟峰会和金砖国家峰会），可能会推动“一带一路”沿线国家的基础设施投资。此外，随着近期中国与中东关系日益紧密，我们预计中国建筑公司（尤其央企建筑商）将受益于中东地区新一波的基础设施建设需求。从数据面来看，中国对“一带一路”沿线国家的非金融类境外直接投资从 2017 年的 963 亿元人民币增至 2022 年的 1,410 亿元人民币（复合年增长率：10%），23 年一季度录得同比增长 18% 至 394 亿元人民币。而中国对一带一路沿线国家的投资占比从 2017 年的 12% 提升至 2022 年的 18%。

（3）国企 KPI 绩效考核的修订将激励国企关注盈利能力提升。2023 年国企 KPI 新增以下两项指标：（1）以净资产收益率代替净利润指标；（2）以营业现金比率代替营业收入利润率。同时，对资产负债率指标的考核要求从“控制好”变更为“总体保持稳定”。我们预计以上优化措施将会有效激励央国企管理层：（1）更好地管理运营资金并改善现金流；（2）更关注自身盈利增长；（3）加大杠杆（尤其是在信贷宽松环境下）以扩张业务并改善净资产收益率；（4）分拆资产。（[链接](#)）

个股速评

■ 贝壳控股(BEKE US, 买入, 目标价: 25 美元) - 青岛新政对贝壳有何潜在影响

过去两个交易日 BEKE 股价在美股和 H 股分别大涨 13/12%，主要受彭博消息影响，消息表示政府正在准备一揽子新措施支持房地产市场，提及青岛放宽购房限制并引用相关文件。我们没有在任何文件签署方（青岛住建局，央行青岛支行、银保监青岛监管局）的官方网站上找到该文件，但根据历史经

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	18,950	4.02	-4.20
恒生国企	6,428	4.53	-4.13
恒生科技	3,824	5.33	-7.38
上证综指	3,230	0.79	4.56
深证综指	2,036	1.16	3.04
深圳创业板	2,233	1.22	-4.84
美国道琼斯	33,763	2.12	1.86
美国标普 500	4,282	1.45	11.53
美国纳斯达克	13,241	1.07	26.51
德国 DAX	16,051	1.25	15.28
法国 CAC	7,271	1.87	12.31
英国富时 100	7,607	1.56	2.09
日本日经 225	31,524	1.21	20.81
澳洲 ASX 200	7,145	0.48	1.51
台湾加权	16,707	1.18	18.17

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	32,679	2.53	0.72
恒生工商业	10,271	5.07	-5.90
恒生地产	22,170	5.13	-14.86
恒生公用事业	35,641	1.06	-3.23

资料来源: 彭博

沪港通及深港通上日资金流向

	亿元人民币
沪港通(南下)	8.82
深港通(南下)	-10.06
沪港通(北上)	39.83
深港通(北上)	63.19

资料来源: 彭博

验与相关渠道的核实，我们列出了 4 种相关的情景分析，在文件不被撤回的情况下，base case 是除一两个头部二线城市外，绝大多数二线城市将跟进青岛实施的措施，这将很大程度上稳定市场信心和房地产销售，让全年销售保持温和复苏的节奏，因为大基调始终是“稳楼市”（对应 BEKE 2023 年新房/二手房 GTV 同比分别增 10%/20%）；best case 预设所有一二线全部跟进，我们认为目前可能性较小，因为截至 5 月底年初至今新房销售依然有 14% 的同比增长（对应一二手房 GTV 同比增长为 15%/25%）；worst case 是只有弱二线跟进，那么可能对整体市场情绪影响不大，因为一些弱二线和三线已经放松到了青岛的幅度（对应一二手房 GTV 同比增长 5%/15%）。此外，福州佣金率调控文件的撤回一定程度缓解对佣金率下调的担忧，以及近期新房交付的质量问题也涉及到头部国企项目，增大了大家对新房交付的担忧，可能会挤压更多需求到二手房市场；同时考虑以及 BEKE 将会报出较为稳健的 1H23 业绩（强劲的 1Q23 业绩+2Q23 指引），我们重申买入评级，并保持目标价不变在 25.0 美元/ADS（反映 base case）。催化剂：更多城市跟进青岛的政策，6 月销售环比止跌，1H23 业绩。（[链接](#)）

■ 亿和控股(838 HK, 买入, 目标价: 1.5 港元) - 盈利逐步改善

根据渠道调研以及与公司主要管理层（董事长、CEO、CFO）的会谈，我们认为公司的盈利能力正逐步从 1 季度的低点恢复过来，特别是办公自动化（OA）的业务利润增长强劲。

我们预计公司今年汽车零部件收入将同比增长 20% 至 21 亿港元。今年 3.5 亿港元的收入增长主要包括来自于特斯拉的前排座椅骨架收入增长约 1 亿港元，来自于长城的收入增长约 1 亿港元，来自于佛吉亚收入增长约 5,000 万港元，以及来自于比亚迪、博泽、华为和日本一级供应商的收入增长约 1 亿港元。我们预计汽车零部件业务的毛利率将小幅改善，主要因为对墨西哥工厂的效率提升以及和佛吉亚的重新谈判。

我们预计公司今年 OA 业务的收入有望同比增长 15% 至 52 亿港元，得益于威海和越南工厂的订单增长。中长期来看，随着该领域的外资退出中国市场，我们预计亿和 OA 组装业务的零部件自供率也将提升，推动毛利率改善。

我们预计公司今年的营业利润有望同比增长 37% 至 3.73 亿港元，但考虑到香港加息的影响，公司的利息费用可能会从去年的 5,300 万增长至今年的 1.35 亿港元。我们预测公司今年净利润将同比增长 10% 至 2.28 亿港元。维持买入评级，下调目标价至 1.5 港元，基于分部估值（汽车零部件：0.55 港元，OA 业务：0.95 港元）。（[链接](#)）

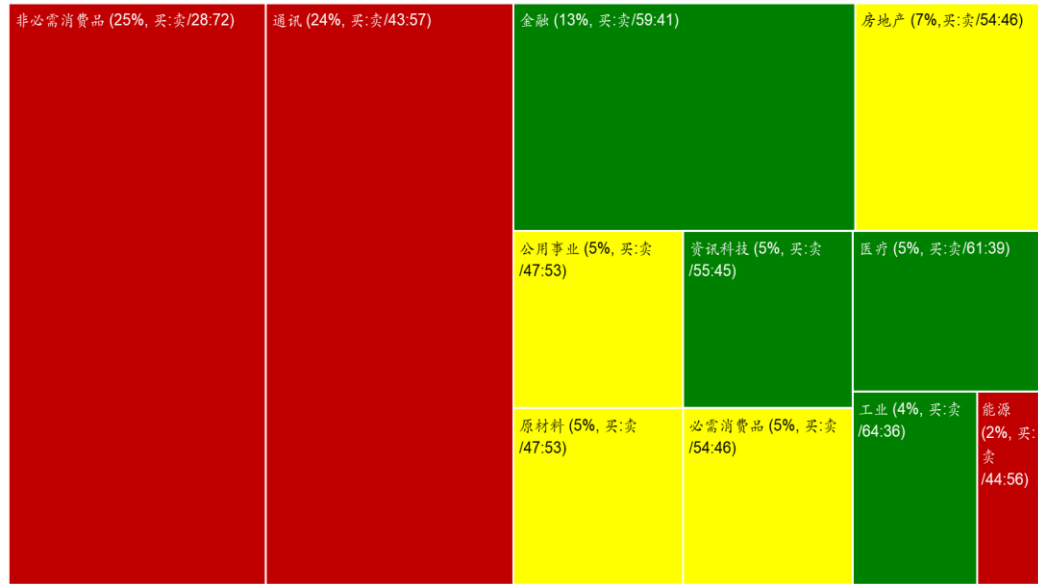
招銀國際環球市場焦點股份

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	2023E	2024E	2023E	2023E	2023E	
持仓												
理想汽车	LI US	汽车	买入	29.44	44.00	49%	N/A	N/A	5.8	7.6	0.0%	
长城汽车	2333 HK	汽车	买入	8.20	12.00	46%	11.4	10.8	0.9	8.5	3.9%	
中联重科	1157 HK	装备制造	买入	3.85	6.35	65%	8.1	6.8	0.5	6.7	5.2%	
兖煤澳大利亚	3668 HK	煤炭	买入	22.85	48.00	110%	1.7	8.7	2.6	40.0	7.0%	
华润燃气	1193 HK	燃气	买入	27.95	39.00	40%	9.5	7.5	1.1	12.3	0.0%	
特步国际	1368 HK	可选消费	买入	8.44	11.76	39%	17.0	13.6	2.2	13.9	3.0%	
百胜中国	9987 HK	可选消费	买入	457.00	595.15	30%	27.4	154.4	N/A	12.0	0.1%	
唯品会	520 HK	可选消费	买入	4.51	11.21	149%	12.4	7.7	N/A	11.9	0.0%	
华润啤酒	291 HK	必需消费	买入	50.65	77.40	53%	28.8	24.9	4.9	18.0	1.3%	
青岛啤酒	168 HK	必需消费	买入	69.00	92.90	35%	19.5	16.9	N/A	16.0	0.0%	
普华永道	1913 HK	必需消费	买入	54.20	72.10	33%	0.6	4.3	N/A	16.0	0.0%	
贵州茅台	600519 CH	必需消费	买入	1666.16	2440.00	46%	28.0	24.1	8.9	31.9	1.9%	
信达生物	1801 HK	医药	买入	37.10	50.34	36%	N/A	N/A	5.8	N/A	0.0%	
爱康医疗	1789 HK	医药	买入	7.14	12.31	72%	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	
友邦保险	1299 HK	保险	买入	78.75	118.00	50%	16.0	97.7	N/A	18.2	0.3%	
腾讯	700 HK	互联网	买入	334.80	455.00	36%	N/A	N/A	N/A	16.9	0.5%	
拼多多	PDD US	互联网	买入	69.54	106.00	52%	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	
网易	NTES US	互联网	买入	86.61	116.00	34%	16.0	N/A	3.3	19.5	1.4%	
快手	1024 HK	互联网	买入	57.50	94.00	63%	173.6	40.1	N/A	N/A	0.0%	
华润置地	1109 HK	房地产	买入	31.45	45.10	43%	6.3	5.7	0.8	13.3	5.9%	
京东方精电	710 HK	科技	买入	11.20	23.70	112%	12.2	8.3	1.7	16.6	2.9%	
闻泰科技	600745 CH	科技	买入	51.75	88.60	71%	14.6	10.9	N/A	10.6	0.7%	
金蝶	268 HK	软件 & IT 服务	买入	11.48	23.28	103%	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%	

资料来源：彭博、招银国际环球市场研究 (截至 2023 年 6 月 2 日)

招銀国际环球市场上日股票交易方块 – 2/6/2023

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上责任。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。