

# 每日投资策略

## 宏观及行业/个股点评

### 宏观策略

#### ■ 中国宏观经济 - 中国 2 月 PMI 大超预期。

随着中国复产复市、新订单和商业信心持续改善，2 月 PMI 进一步回升，超出市场预期，显示中国经济在重启后逐步复苏。由于海外需求和通胀比预期更有韧性，加上国内供应链进一步改善，2 月出口订单指数回升至荣枯线以上。但因海外经济衰退风险和去通胀趋势依然存在，我们预计中国商品出口在 2022 年增长 7% 后，2023 年可能下降 3.5%。内需恢复将支撑进口量增速有所改善，但商品通胀回落将抑制进口额增速，预计中国商品进口继 2022 年增长 1.1% 后，2023 年可能增长 0.5%。2 月出厂价格指数小幅上升，显示中国再通胀比较温和。我们预测中国今年 GDP 增长 5.4%，2024 年增长 4.9%，而去年增速为 3%。由于 1-2 月新增贷款强劲，住房销售复苏阶段性好于预期，中国央行近期对降准和下调 LPR 更加谨慎，货币市场利率明显回升。但由于下半年海外衰退和国内复苏速度可能有所放缓，加上基数因素，中国经济增速将再度回落，届时可能迎来货币政策再度有所放松的窗口期。由于 GDP 两年平均增速仍低于潜在增长率，且再通胀相对温和，中国信贷政策将保持宽松。

- 春节后工厂生产和商业活动恢复，二月 PMI 进一步反弹。制造业 PMI 指数从 1 月的 50.1% 升至 2 月的 52.6%，创下数十年来最高月度增幅之一。家具、金属制品和电器设备指数在 2 月均升至 60% 以上，表明这些行业复苏势头强劲。与此同时，建筑业 PMI 从 1 月的 56.4% 攀升至 2 月的 60.2%，反映出建筑活动复苏快于预期。服务业方面，2 月 PMI 从 1 月份的 54.0% 升至 55.6%，公路运输、航空运输、邮政服务、餐饮住宿和租赁商务活动指数均升至扩张区域。

- 新订单和商业信心继续改善。制造业、建筑业和服务业新订单指数分别由 1 月的 50.9%、57.4% 和 51.6% 升至 2 月的 54.1%、62.1% 和 54.7%。制造业和服务业的商业预期有所改善，但建筑业的商业预期有所下降。农产品加工、纺织、通用设备、专用设备和汽车等行业的商业景气指数在 2 月上升至 60% 以上，表明这些行业的预期比较乐观。

- 由于国内需求和供应链进一步改善，海外经济韧性好于预期，进出口指数有所回暖。出口订单指数和进口指数分别从 1 月份的 46.1% 和 46.7% 攀升至 2 月份的 52.4% 和 51.3%，这两个指数自 2021 年 6 月以来首次反弹至 50% 以上，出口短期或有所改善。但由于海外需求放缓和去通胀过程，出口整体将比较疲弱，预计出口在 2022 年增长 7% 后，2023 年将下降 3.5%。随着国内需求在经济重启后逐渐回升，进口量增速将有所改善，但是去通胀过程可能抑制今年的进口额增速。预计中国进口在 2022 年增长 1.1% 后，2023 年将增长 0.5%。

- 出厂价格和原材料成本指数小幅上升，显示温和再通胀。制造业、建筑业和服务业出厂价格指数由 1 月份的 48.7%、52.8% 和 47.5% 上升至 2 月份的 51.2%、53.6% 和 50.4%。原材料成本压力仍然较小，制造业成本指数小幅上升，而服务业成本指数下降。钢材、通用设备和专用设备出厂价格指数升至 60% 以上，显示钢材及下游产品面临一些涨价压力。

### 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	20,620	4.21	4.24
恒生国企	6,914	5.06	3.12
恒生科技	4,186	6.64	1.38
上证综指	3,312	1.00	7.22
深证综指	2,164	1.01	9.53
深圳创业板	2,444	0.61	4.14
美国道琼斯	32,662	0.02	-1.46
美国标普 500	3,951	-0.47	2.91
美国纳斯达克	11,379	-0.66	8.72
德国 DAX	15,305	-0.39	9.92
法国 CAC	7,234	-0.46	11.75
英国富时 100	7,915	0.49	6.22
日本日经 225	27,517	0.26	5.45
澳洲 ASX 200	7,252	-0.09	3.02
台湾加权	15,598	0.61	10.33

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	34,507	3.18	6.35
恒生工商业	11,328	5.23	3.78
恒生地产	25,785	2.83	-0.98
恒生公用事业	37,091	1.39	0.71

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)	28.18
深港通(南下)	29.27
沪港通(北上)	51.13
深港通(北上)	37.58

资料来源: 彭博

- 就业形势持续好转，但服务业就业依然疲软。制造业、建筑业和服务业的就业指数从1月份的47.7%、53.1%和45.5%升至2月份的50.2%、58.6%和48.7%。服务业的就业状况依然疲软，因为该指数仍低于50%。我们预计就业指数将继续改善，支持今年消费复苏。
- 中国经济正在复苏，但复苏节奏和速度会有波动。2月份的采购经理人指数表明，随着工厂产出、需求和企业预期持续改善，中国经济正在复苏。由于低基数和经济重启后复苏，预计中国GDP增速将从2022年的3%回升至2023年的5.4%和2024年的4.9%。各季度同比增速将有明显波动，峰值将在2023年二季度出现，因低基数和复苏节奏因素。由于第一季度新增贷款强劲，住房销售复苏节奏好于预期，央行近期进一步降准和下调LPR的可能性下降。但我们认为随着下半年海外衰退和国内复苏节奏放缓，货币政策可能迎来再度放松的窗口期。由于GDP两年平均增速仍明显低于潜在增速，再通胀相对温和，中国信贷政策将保持宽松。[\(链接\)](#)

## 个股速评

- **蔚来汽车 (NIO US, 买入, 目标价: 21 美元) - 4Q22 弱于预期; 未来 5 个月 5 款新车。**

蔚来 4Q22 收入高于我们此前的预期 1%，但其毛利率仅为 3.9%，低于我们的预期 9.8 个百分点，主要是因为针对老车型的库存拨备计提了 9.85 亿元人民币。如果扣除这部分影响，4Q22 的毛利率为 10%。4Q22 的研发费用和销管费用也高于预期，所以净亏损 58 亿元人民币比我们此前的预测多了 20 亿元人民币。

蔚来计划在接下来 5 个月时间推出 5 款新车，有助于提高其下半年的销量。我们认为届时在售的 8 款车型本质上是 3 个尺寸 SUV 和 2 个尺寸的轿车。蔚来在 2021 年依靠 3 个 SUV (2 个尺寸) 实现 9.1 万台销量，这或许可以作为销量挤压的一个参考。我们维持今年的销量预测 20 万台，其中 65% 是来自下半年。

盈利方面，我们认为蔚来 4Q22 低于预期的盈利水平进一步印证了我们过去的观点：公司的盈亏平衡会晚于管理层的目标。我们维持今年收入和毛利率预测不变，但考虑到在新领域更高的研发和销管费用投入，调低净亏损预测至 122 亿元人民币。我们认为蔚来在 1Q23 面临的销量和利润率的压力已经大部分在股价中反应。维持买入评级，目标价 21 美元，基于 3x FY23E P/S。[\(链接\)](#)

- **微博 (WB US, 买入, 目标价: 28.9 美元) — FY23 收入和利润率渐进修复。**

微博 4Q22 总收入同比下降 27% (固定汇率下同比下降 20%) 至达 4.48 亿美元，符合招银国际/一致预期。FY22 总收入同比下降 19% 至 18 亿美元，主因宏观经济压力和疫情影响。4Q22 非 GAAP 净利润同比下降 9% 至 1.79 亿美元，好于一致预期的 1.22 亿美元，主因有效的费用控制和 5880 万美元业绩对赌激励费用冲销。FY22 非 GAAP 净利润同比下降 25% 至 5.4 亿美元。管理层对 FY23 广告需求复苏较为积极 (尤其是汽车、奢侈品、游戏和旅游等行业)，主要受益于政策和宏观环境改善。我们预计微博广告收入同比增长从 2Q23 转正，FY23 广告收入同比增长 9%。由于广告需求复苏和运营效率提升，我们将 FY23/24 非 GAAP 净利润上调了 4/5%。我们目标价小幅上调 4% 至 28.9 美元，基于 12 倍 2023E PE。维持买入。[\(链接\)](#)

■ **药明生物 (2269 HK, 买入, 目标价: 96.55 港元) — 强劲且可持续的非新冠业务增长。**

药明生物预计 2022 年收入同比增长 48.4%，Non-IFRS 净利润同比增长 47%。剔除新冠收入，我们预计公司在 2022 年的非新冠收入同比增长约 68.3%。全球医疗融资显示出恢复早期迹象。尽管有中小型制药企业因 2022 年融资问题而更谨慎的评估研发支出，大药企的需求仍维持在健康水平。一些海外 CXO 管理层表示看到融资恢复的初步信号。我们认为类似药明生物的大型 CXO 公司，由于更多元化的客户结构和更强的溢价能力，受到需求端波动的影响更小。

新产能上线应对客户需求。药明生物在 2022 年上线了位于爱尔兰的 7 厂和位于石家庄的 8 厂，合计新增产能 9.6 万升，相比于 2021 年底的 15.4 万升，总产能大幅度提升，将使公司更好的应对庞大的在手订单（截止 2022 年 6 月为 185 亿美元）。

维持药明生物买入评级，目标价 96.55 港元。出于对融资市场的谨慎以及非新冠收入长期增速的信心，我们预计药明生物 2023/24E 收入增速为 31.5%/29.3%，Non-IFRS 净利润增速为 30.2%/28.9%。其中，2023 年的收入预测假设约 63.7% 的非新冠收入增长。（[链接](#)）

■ **和黄医药 (13 HK, 买入, 目标价: 37.49 港元) — 敲开海外商业化的大门。**

和黄医药 2022 年全年肿瘤产品销售实现+63%同比增长，达到 1.25 亿美元。公司预计 2023 年肿瘤产品销售收入将达到 4.50-5.50 亿美元，其中包括对武田制药 4 亿美元首付款的部分收入确认。

呋喹替尼美国结直肠癌和中国胃癌适应症的上市申请值得关注。2022 年，呋喹替尼市场销售同比+32%，至 9,350 万美元。呋喹替尼的海外权益已授权给武田制药，和黄医药将收到 4 亿美元首付款、高达 7.3 亿美元的里程碑付款、以及销售分成。

在结直肠癌 MRCT 中，呋喹替尼展现出相较已上市品种更为优异的疗效和安全性（跨研究比较），我们认为呋喹替尼结直肠癌适应症在海外获批的可能性很大。公司将会在今年上半年完成美国上市申请的递交，随之也将在欧洲和日本申请上市。

在呋喹替尼治疗胃癌方面，三期临床达到 PFS 主要终点、未达 OS 主要终点，公司将于今年上半年在国内递交上市申请。鉴于（1）2L 胃癌获批的免疫疗法仅有雷莫芦单抗一种、（2）雷莫芦单抗亚洲三期研究亦未达 OS 主要终点、（3）2L 胃癌人群基数大，我们认为呋喹替尼具有在国内获批 2L 胃癌的可能。我们期待相关 3 期临床数据的早日发布。

赛沃替尼 2022 年全年实现+159%同比增长。今年 3 月起，正式被医保覆盖，将会进一步促进该产品的销售放量。其他后期管线产品稳步推进，其中，sovolepleneb (Syk) 针对 2L ITP 以及 amdizalisib (PI3Kδ) 针对 2L FL 的关键临床已经完成入组，预期将在今年下半年公布数据，并且提交上市申请。我们看好公司进一步的销售放量，以及核心产品的国际化潜力，调整公司目标价至 37.49 港元，维持买入评级。（[链接](#)）

■ **中软国际 (354 HK, 买入, 目标价: 9.14 港元) — 美国政府正重新审视对华为出口限制。**

据《华尔街日报》报道，出于国家安全考虑，美国政府正在重新审视针对华为的出口限制，美国可能不会向高通、英特尔等美国公司发放任何新的出口许可证，意味着对华为的限制范围从 5G 相关产品扩大到了更老的 4G 产品。我们认为美国政府的新行动会对华为的产品开发造成负面影响，进而拖累中软国际的收入和利润率。中软国际是华为主要的 IT 服务供应商，业务合作包

括软硬件产品的开发、测试、项目生命周期管理等。根据我们的测算，中软国际的21财年收入有约54%来自华为。

虽然我们看好长期的软件国产替代趋势，但华为在更艰难的环境下可能进一步挤压供应商的利润率，建议投资者关注3月份财报中披露的利润率及相关指引。我们暂未调整公司的盈利预测，维持买入评级，目标价为9.14港元不变。（[链接](#)）

■ **碧桂园 (2007 HK, 买入, 目标价: 13.36 港元) — 杨国强主席退休—并不意外。**

公司昨日开市前公告创始人杨国强主席到龄退休，由联席主席杨惠妍女士接任主席。我们认为调整不会对公司造成重大的负面影响，由于1) 杨惠妍女士自2018年被委任为联席主席，已为接任主席进行了5年的经验积累；2) 公司一直拥有专业的经理人团队（执行董事兼总裁莫斌、常务副总裁程光煜、CFO兼副总裁伍碧君等），体系内权职分配合理。故我们认为杨主席的退休可能为公司的战略部署带来更多灵活性。

公司基本面来看，由于1-2月缺少新推盘且低能级城市销售欠佳，2M23销售额同比跌35%。而我们认为公司3月的销售额可能回到300亿级别，达到同比持平，主要由于2月的认购不错，且公司销售均价有2-5个点提升。由此市场对于公司流动性的担忧也会一定程度减轻。

关于碧桂园的拿地行动，我们认为短期内可能不会发生，主要因为土拍市场目前依然竞争激烈且公司仍面临债务压力。（[链接](#)）

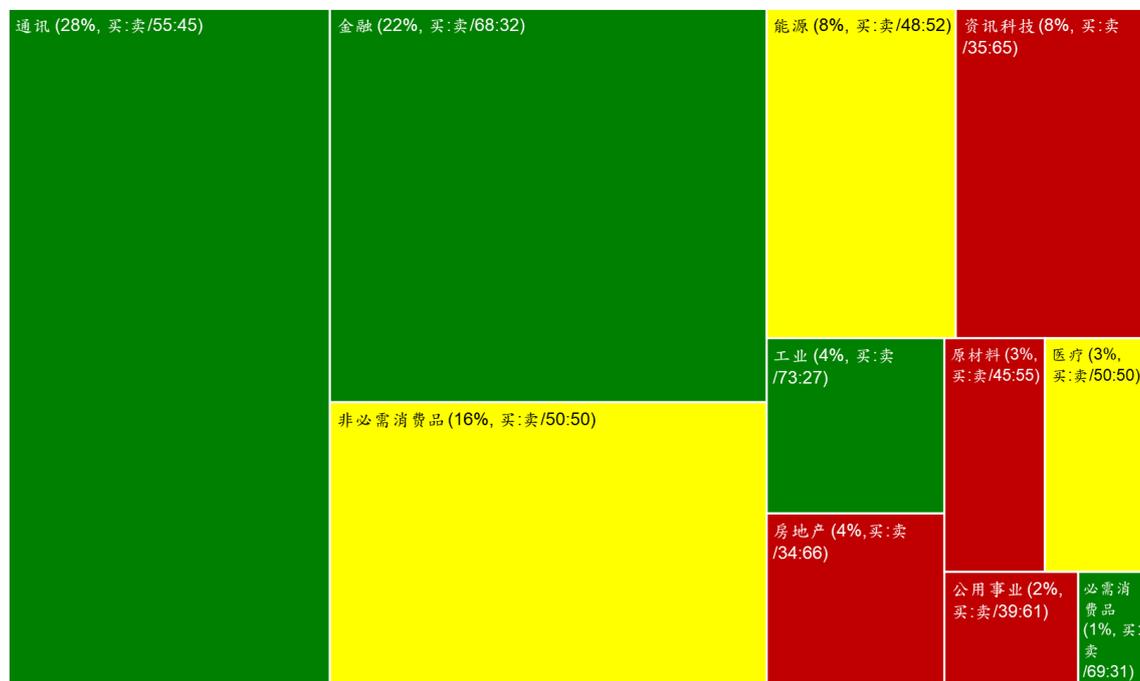
## 招銀国际环球市场焦点股份

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	2022E	2023E	2022E	2022E	2022E
<b>长仓</b>											
理想汽车	LI US	汽车	买入	24.51	44.00	80%	623.6	122.0	N/A	3.1	0.0%
吉利汽车	175 HK	汽车	买入	10.62	16.50	55%	20.2	17.2	N/A	6.6	1.8%
捷佳伟创	300724 CH	装备制造	买入	125.38	187.00	49%	41.9	34.9	6.1	15.6	0.2%
中联重科	1157 HK	装备制造	买入	4.70	5.20	11%	12.5	10.0	0.6	5.0	3.4%
兖煤澳大利亚	3668 HK	煤炭	买入	32.35	48.00	48%	2.2	2.5	0.8	40.0	24.0%
华润燃气	1193 HK	燃气	买入	33.80	39.10	16%	11.3	10.3	1.6	11.9	0.0%
大家乐	341 HK	可选消费	买入	12.28	15.10	23%	31.0	17.9	2.4	8.0	2.3%
百胜中国	9987 HK	可选消费	买入	478.80	554.60	16%	28.3	22.9	2.7	11.7	0.9%
江南布衣	3306 HK	可选消费	买入	9.77	11.76	20%	8.7	7.4	2.4	28.9	10.9%
华润啤酒	291 HK	必需消费	买入	62.65	77.40	24%	42.2	36.6	6.9	17.2	0.9%
百威亚太	1876 HK	必需消费	买入	25.15	27.20	8%	35.8	32.3	3.3	10.3	1.3%
贵州茅台	600519 CH	必需消费	买入	1838.53	2440.00	33%	36.9	31.0	10.3	27.9	2.8%
中国中免	601888 CH	必需消费	买入	196.85	255.00	30%	56.2	38.6	11.6	20.0	0.4%
珀莱雅	603605 CH	必需消费	买入	179.80	184.00	2%	49.9	36.7	10.6	21.4	0.6%
信达生物	1801 HK	医药	买入	40.55	52.60	30%	N/A	N/A	5.8	N/A	0.0%
药明生物	2269 HK	医药	买入	58.30	96.55	66%	44.0	31.9	5.9	12.9	0.0%
中国人寿	2628 HK	保险	买入	14.10	20.90	48%	9.5	6.9	0.7	10.3	4.5%
腾讯	700 HK	互联网	买入	368.80	450.00	22%	26.5	N/A	3.4	12.3	0.4%
拼多多	PDD US	互联网	买入	91.04	116.90	28%	22.8	20.0	44.0	33.7	0.0%
快手	1024 HK	互联网	买入	56.05	94.00	68%	N/A	N/A	N/A	55.0	0.0%
华润置地	1109 HK	房地产	买入	35.70	45.10	26%	8.3	7.5	0.9	11.2	5.4%
京东方精电	710 HK	科技	买入	18.20	26.00	43%	24.1	17.6	N/A	14.7	0.0%
闻泰科技	600745 CH	科技	买入	54.36	88.60	63%	23.1	15.4	1.8	7.9	0.4%
金蝶	268 HK	软件&IT服务	买入	16.18	23.80	47%	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2023年3月1日)

## 招银国际环球市场上日股票交易方块 - 1/3/2023

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、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属制的报告。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。