

每日投资策略

行业及个股点评

行业点评

■ 中国工程机械及重卡行业 — 23 年第三季度盈利回顾：潍柴及中联重科超预期；三一重工及恒立液压不及预期

四家公司昨晚（10 月 30 日）公布了 23 年第三季度业绩：潍柴动力、中联重科业绩好于预期；三一重工、恒立液压业绩不及预期。四家公司均实现了毛利率增长，而由于产品组合和收入地区不同，各家公司的收入增长趋势截然不同。另外，由于汇率波动，四家公司的净利润均出现下降。潍柴动力和浙江鼎力（上周末已公布业绩）仍是我们的行业重点推荐。

➤ 潍柴动力（2338 HK，目标价：16.1 港元 / 000338 CH，目标价：14.7 元人民币，买入）— 业绩超预期：23 年第三季度净利润同比增长 181% 至 26 亿元人民币，接近业绩预告区间上限（2.03-27.7 亿元人民币）。值得注意的是，此为潍柴历史上最高的第三季度盈利。公司第三季度收入同比增长 24% 至 542 亿元人民币。据我们的计算，收入增长分别来自：（1）凯傲业务同比增长 12%（经汇率调整），以及（2）发动机和重卡业务同比增长 33%。第三季度毛利率同比增长 6.5 个百分点、环比增长 1.6 个百分点至 21.8%。营业费用率均取得良好控制。2023 年首 9 个月净利润同比增长 96% 至 65 亿元人民币，占我们全年预测的 77%。潍柴仍然是我们的行业首选，我们预计潍柴将受益于天然气重卡的强劲需求。

➤ 中联重科（1157 HK，目标价：6.35 港元 / 000157 CH，目标价：7.3 元人民币，买入）— 业绩超预期：得益于海外业务增长和低基数效应，23 年第三季度净利润同比增长 80% 至 8.15 亿元人民币。公司第三季度收入同比增长 22% 至 114 亿元人民币。其中，国内收入同比增长 0.7% 至 67.8 亿元人民币，海外收入同比增长 78% 至 46.6 亿元人民币。毛利率同比上升 6.1 个百分点（环比-1.5 个百分点）至 27.5%，主要得益于运营杠杆和原材料/运输成本的降低。费用方面，公司的研发支出同比增长 47% 至 9.83 亿元人民币，考虑到新产品的不断研发，我们相信研发费用对公司来说是重要的。2023 年首 9 个月净利润同比增长 32% 至 28.6 亿元人民币，占我们全年预测的 77%。中联重科将于今日上午 9:00（香港时间）召开电话会议。

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	17,406	0.04	-12.01
恒生国企	5,960	-0.31	-11.11
恒生科技	3,854	1.27	-6.65
上证综指	3,022	0.12	-2.19
深证综指	1,885	1.40	-4.61
深圳创业板	1,978	2.48	-15.73
美国道琼斯	32,929	1.58	-0.66
美国标普 500	4,167	1.20	8.53
美国纳斯达克	12,789	1.16	22.19
德国 DAX	14,717	0.20	5.70
法国 CAC	6,825	0.44	5.43
英国富时 100	7,327	0.50	-1.67
日本日经 225	30,697	-0.95	17.64
澳洲 ASX 200	6,773	-0.79	-3.78
台湾加权	16,150	0.09	14.23

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	29,299	-1.03	-9.70
恒生工商业	9,739	0.68	-10.77
恒生地产	18,110	0.43	-30.45
恒生公用事业	29,908	-0.43	-18.79

资料来源：彭博

沪港通及深港通上日资金流向

亿元人民币	净买入（卖出）
沪港通（南下）	25.02
深港通（南下）	18.19
沪港通（北上）	-14.46
深港通（北上）	18.76

资料来源：彭博

- 恒立液压 (601100 CH, 目标价: 83 元人民币, 买入) – 业绩略逊于预期: 23 年第三季度净利润同比下降 31% 至 4.75 亿元人民币, 但主要是由于缺少了外汇收益。23 年第三季度收入同比小幅下降 7% 至 19 亿元人民币, 展示了公司在整体挖掘机行业销售疲软的情况下仍具备一定弹性。第三季度毛利率 (拖累 2Q23 业绩的主要原因) 则录得环比增长 6.2 个百分点、同比增长 0.4 个百分点至 43%。我们认为毛利率的回升主要由于恒立调整了向客户提供的折扣。由于本季度缺少外汇收益, 净财务收入同比下降 88% 至 2,100 万元人民币。2023 年首 9 个月净利润与去年同期持平, 为 17.5 亿元人民币, 仅占我们全年预测的 66%。我们认为我们和市场的全年预测存在下行风险。
- 三一重工 (600031 CH, 目标价: 14.2 元人民币, 持有) – 业绩喜忧参半, 但仍低于预期: 23 年第三季度净利润同比下降 33% 至 6.47 亿元人民币。收入同比下降 15% 至 162 亿元人民币。得益于原材料成本和运费下降, 毛利率同比增长 5.6 个百分点、环比增长 0.5 个百分点至 29.4%。叠加对费用的良好控制, EBIT (低基数) 录得同比增长 7 倍。尽管如此, 三一重工 23 年第三季度的净财务费用为 4.82 亿元人民币 (3Q22 收入为 4.01 亿元人民币), 而其他收益同比下降约 5 亿元人民币。尽管盈利下滑, 三一重工在 2023 年第三季度仍录得经营现金流入 46.6 亿元人民币, 同比增长 8.3 倍。2023 年首 9 个月净利润同比增长 13% 至 40 亿元人民币, 占我们全年预测的 76%。由於我们的净利润预测较市场预测低 20% 左右, 我们预计市场将在可预见的未来将削减盈利预测。我们维持对三一重工的谨慎立场, 主要由于我们预计挖掘机出口将继续疲软。三一重工将于今天上午 10:30 (香港时间) 召开电话会议。 ([链接](#))

个股点评

■ 比亚迪 (1211 HK, 上调至买入, 目标价: 290 港元) - 盈利有望在未来几个季度持续超预期

3Q23 业绩超预期: 比亚迪 3 季度净利润环比增长 53% 至 104 亿元, 符合业绩预告, 主要得益于超预期的毛利率和良好的费用控制。剔除比亚迪电子, 比亚迪的毛利率高达 25.7%。虽然 3 季度研发费用超过了 110 亿元, 全年研发费用预计将超过蔚来总和 30%, 但是销管费用率环比收窄 0.8 个百分点。剔除比亚迪电子, 比亚迪的 3 季度单车净利润达到 1.14 万元, 创历史新高。

盈利预测: 我们预计比亚迪明年的销量有望从今年的 300 万台增长到 370 万台, 和整体新能源车市场的批发销量增速大体持平。我们上调明年的净利润预测 29% 至 394 亿元。如果高端化和出口进展顺利, 比亚迪的盈利仍有超预期的空间, 此外其新一代的 DM 技术平台也有望促进成本下降。

估值: 我们将评级上调至买入, 目标价 290 港元, 基于 20x FY24E P/E。我们之前对比亚迪的主要担心在于垂直整合在市场成熟及产能过剩之后带来的盈利拖累会更严重, 且我们的持有评级符合股价过去 6 个月的波动, 但是从基本面上比亚迪的抗周期能力和盈利能力超出我们的预期。我们估计比亚迪的盈利超预期还有望持续几个季度, 特别是考虑到高端化、出口以及规模效应的提升。另外, 部分投资者对比亚迪智能化的担心, 我们认为是有机会追赶的, 尤其是考虑到巨额研发投入以及与 Momenta 的合作。 ([链接](#))

■ 信达生物 (1801 HK, 买入, 目标价: 57.35 港元) - 玛仕度肽 (9mg) 48 周结果继续展现出其同类最佳潜质。

中重度肥胖受试者经过玛仕度肽 (9mg) 48 周治疗后, 经安慰剂矫正的体重下降 18.6% (-17.8kg), 相比 24 周的结果 (-15.4%) 进一步优化。在经过 48 周治疗后, 礼来的替尔泊肽 15mg 和 10mg 在中国人群中, 分别实现 17.4% 和 11.5% 的体重下降; 而司美格鲁肽针对亚洲人群的试验中, 经过 44 周治疗后, 受试者体重下降 9.9%。玛仕度肽展现出了目前为止在中国人群中最好的减重效果。

玛仕度肽同时展现出多重代谢获益。心血管代谢指标 (腰围、血压、肝酶、甘油三酯、低密度脂蛋白胆固醇和尿酸等) 改善显著, 受试者治疗 24 周后, 肝脏脂肪含量平均下降 73.3%。玛仕度肽展现出除糖尿病和减重之外扩展适应症的潜力。

玛仕度肽 9mg 减重二期完整安全性数据尚未发布, 但整体安全性良好。经过 48 周治疗, 治疗组和对照组均无严重不良反应的发生, 均无受试者因为不良反应提前退出试验。24 周主要终点时, 治疗组心率平均增幅与安慰剂组相近, 且延长治疗至 48 周未见心率的进一步增加。

玛仕度肽 9mg 和 6mg 剂量分别针对不同程度的肥胖人群。9mg 剂量三期临床今年年底前将会启动。6mg 剂量肥胖二期完整数据将在今年年底前发表, 信达亦将在今年底或明年初基于正在进行的 6mg 减重三期临床递交上市申请。玛仕度肽的两项糖尿病三期临床亦在进行中, 并将在明年递交上市申请。针对 NASH 的临床试验申请已获批。

我们看好玛仕度肽减重方面的同类最佳潜力, 我们调高信达生物目标价至 57.35 港元, 维持买入评级。 ([链接](#))

■ 歌尔股份 (002241 CH-买入, 目标价: 19.22 元人民币) - 3Q23 业绩疲软符合预期, 展望 4Q/FY24E 盈利表现持续修复

歌尔股份 3Q23 收入/归母净利润分别同比下滑-6%/-73%, 环比分别上升+37%/+49%, 基本符合市场之前预期。公司业绩环比有较大提升, 主要是受到 Meta Quest 3 与三季度手机新品发售驱动。三季度毛利率表现受益于更高的产能利用率和新产品放量带来产品组合改善, 环比提升了 2.5 个百分点至 10.2%。我们预计公司将持续毛利率及综合盈利水平的修复, FY23 财年综合毛利率将达到 8.4%, 并将在 FY24/25 财年恢复至 10.2%/10.5%。

公司同时公告拟以自有资金和定向增资扩股的方式, 收购驭光科技 100% 的股权。驭光科技深耕微纳光学领域, 产品包括微纳光学元件、投射模组、激光模组、3D 刷脸支付模组、AR 光波导等, 此次收购将进一步增强公司在 VR/AR 领域精密光学能力, 夯实公司“零整协同”“垂直一体化布局”的核心竞争力。同时公司公告拟以 5-7 亿元回购公司股份用于员工持股计划或股权激励计划, 股份回购也体现了公司对于未来长期发展的信心。

展望 FY24/25 财年, 我们预计公司能够持续获益于 PS5/Quest 3 产品的放量, VRAR/游戏机产品下游板块也将成为公司未来收入主要增长驱动力, 我们也看好公司将持续获益于 Meta、Pico 和 Sony 的新品发布以及供应链份额提升机会。我们轻微调整公司 FY23-25E 财年 EPS 预测值, 目标价 19.22 元人民币依然是基于 25 倍的 FY24E 财年市盈率倍数, 维持买入评级。 ([链接](#))

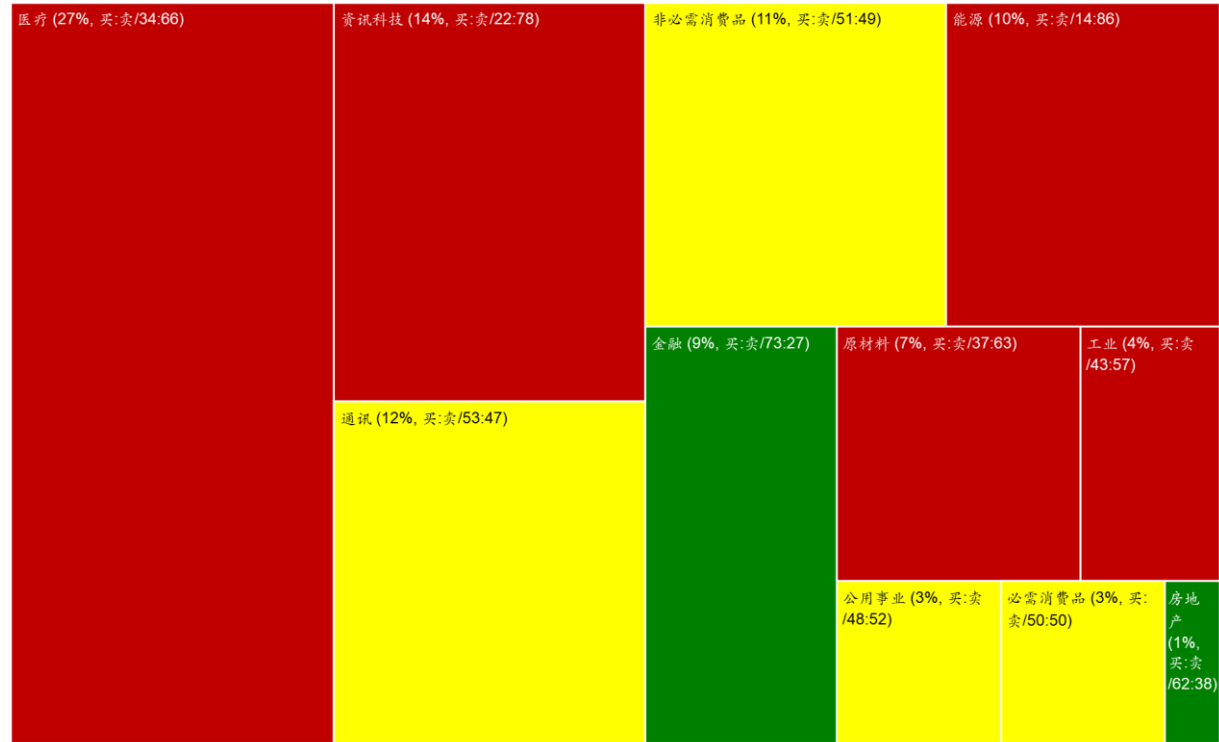
招銀国际环球市场焦点股份

				股价	目标价	上行/下行	市盈率(倍)		市净率(倍)	ROE(%)	股息率
公司名字	股票代码	行业	评级	(当地货币)	(当地货币)	空间	2023E	2024E	2023E	2023E	2023E
长仓											
理想汽车	LI US	汽车	买入	35.12	55.00	57%	34.3	17.3	5.5	17.6	0.0%
吉利汽车	175 HK	汽车	买入	8.91	14.00	57%	24.9	18.1	1.1	4.7	2.1%
潍柴动力	2338 HK	装备制造	买入	11.62	16.10	39%	10.7	10.0	1.1	11.0	3.6%
浙江鼎力	603338 CH	装备制造	买入	50.62	67.00	32%	17.9	14.6	3.2	21.7	1.2%
华润电力	836 HK	能源	买入	15.36	22.53	47%	5.4	4.5	0.7	14.6	7.3%
华润燃气	1193 HK	能源	买入	23.45	35.48	51%	8.6	7.3	1.3	11.2	5.8%
安踏体育	2020 HK	可选消费	买入	90.25	109.99	22%	22.5	18.2	5.6	30.7	1.9%
江南布衣	3306 HK	可选消费	买入	9.64	14.26	48%	6.7	5.8	2.1	34.1	11.8%
Vesync	2148 HK	可选消费	买入	4.96	6.71	35%	8.7	7.0	1.8	23.0	0.2%
华润啤酒	291 HK	必需消费	买入	42.05	73.10	74%	24.4	19.3	4.3	18.9	1.7%
青岛啤酒	168 HK	必需消费	买入	59.45	88.90	50%	19.0	16.8	2.9	16.6	3.1%
贵州茅台	600519 CH	必需消费	买入	1681.00	2440.00	45%	30.8	26.9	9.9	33.6	1.8%
信达生物	1801 HK	医药	买入	46.80	48.13	3%	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%
中国人寿	2628 HK	保险	买入	10.70	17.81	66%	N/A	N/A	0.6	6.5	5.4%
中国平安	2318 HK	保险	买入	40.35	80.30	99%	0.5	0.4	0.8	14.4	6.5%
友邦保险	1299 HK	保险	买入	68.40	118.00	73%	1.4	1.3	2.3	18.2	0.3%
腾讯	700 HK	互联网	买入	292.60	460.00	57%	N/A	N/A	N/A	15.1	0.7%
拼多多	PDD US	互联网	买入	104.26	109.00	5%	24.4	17.4	4.9	23.4	0.0%
网易	NTES US	互联网	买入	107.85	125.00	16%	20.1	18.8	N/A	21.5	1.3%
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	83.14	155.00	86%	10.8	8.6	N/A	10.4	0.0%
快手	1024 HK	传媒与文娱	买入	50.30	97.00	93%	34.0	20.0	N/A	12.0	0.0%
华润置地	1109 HK	房地产	买入	29.90	45.10	51%	5.4	4.9	0.7	13.3	5.2%
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	34.95	41.98	20%	20.7	16.8	3.6	12.0	0.9%
闻泰科技	600745 CH	科技	买入	50.04	68.00	36%	20.8	15.0	N/A	6.8	0.3%
金蝶	268 HK	软件 & IT 服务	买入	10.44	17.00	63%	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 10 月 30 日)

招銀国际环球市场上日股票交易方块 – 30/10/2023

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。