

每日投资策略

宏观及行业展望

行业/个股速评

- **中国保险行业 - 1H22 业绩前瞻。**国内主要上市险企将在 8 月最后两个星期公布上半年业绩。我们预计财险承保利润率较去年上半年将有所提升；寿险上半年新业务增长动力依旧疲弱，但二季度表现有望优于一季度。

财险方面，我们认为人保财险(2328 HK)上半年的承保利润将实现双位数增长，主要得益于：(1) 综合成本率下降，其中车险业务赔付率降低、非车险业务费用管控更加审慎；(2) 保费收入预计增长 10%。众安财险(6060 HK) 作为一家互联网险企，尽管利润可能短期受投资收入波动的影响，我们预计其上半年将维持承保盈利，并在综合成本率方面持续改善；基于去年下半年开始因监管趋严而产生的低基数，我们预计众安的保费收入增速有望在下半年得以回升。寿险方面，我们认为主要上市险企二季度的新业务增速和投资收益都有望较一季度边际修复，二季度整体表现将优于一季度。上半年寿险新业务价值率下降主要因利润率较低的银保和短期储蓄型产品销售占比增加所导致。另外，受二季度国内疫情反复造成多地封控的影响，我们预计上半年各险企代理人渠道持续疲软；预计主要寿险企业上半年新业务价值将录得双位数下降。基于下半年国内防疫政策延续的假设，我们调低对 FY22 全年寿险新业务价值的预测。

估值：目前港股上市的寿险企业估值处在 0.12-0.50 倍 FY22E P/EV 水平，位于历史估值区间底部。总体来看，我们认为国内寿险企业所经历的最差的时期已经过去，伴随新业务增速的边际改善，下半年基本面的修复有望支撑估值回升。财险行业基本面持续改善，人保财险估值在 0.6 倍 FY22E 市净率，众安财险在 0.8 倍 FY22E P/S，都处于历史低位，维持首推人保财险(2328 HK)。

- **捷佳伟创 (300724 CH) - 二季度净利润疲软属一次性因素，关注 TOPCon 及钙钛矿电池设备有望加速放量。**捷佳伟创 2Q22 收入/净利润同比下降 9%/5%，主要由于疫情封城措施导致部分产品订单延迟交付，仅属一次性质。在 TOPCon 以及钙钛矿电池设备订单的强劲支撑下，我们认为捷佳伟创的增长动力将持续。我们预计公司盈利将从 2022 年下半年开始加速。因此，我们将估值基准滚动至 2023 年 50 倍市盈率（高于历史均值 36 倍约 1 个标准差），以体现新设备量产突破。我们将目标价微调至 178 元人民币，维持买入评级。

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	20,082	2.40	-14.17
恒生国企	6,823	2.70	-17.16
恒生科技	4,327	3.67	-23.70
上证综指	3,282	1.60	-9.84
深证综指	2,217	1.66	-12.38
深圳创业板	2,721	2.37	-18.09
美国道琼斯	33,337	0.08	-8.26
美国标普 500	4,207	-0.07	-11.73
美国纳斯达克	12,780	-0.58	-18.31
德国 DAX	13,695	-0.05	-13.79
法国 CAC	6,545	0.33	-8.50
英国富时 100	7,466	-0.55	1.10
日本日经 225	27,819	0.00	-3.38
澳洲 ASX 200	7,071	1.12	-5.02
台湾加权	15,198	1.73	-16.58

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	31,838	1.48	-6.00
恒生工商业	11,290	3.31	-19.33
恒生地产	25,179	1.22	-14.88
恒生公用事业	42,546	0.81	-16.06

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)	6.41
深港通(南下)	13.21
沪港通(北上)	74.23
深港通(北上)	87.67

资料来源：彭博

■ **波司登 (3998 HK) - 我们对 3 个投资者担忧的看法。**我们刚跟公司举办了投资者会议，总结出投资者的 3 大疑问。

1) 以往公司销售提升均为客单价带动，今年销量能否成为主要增长来源？过去五年，公司销售年均复合增长为 19%，当中我们推测客单价/销量年均复合增长分别为 13%/6%。对于其 10% 销量增长目标？我们认为具挑战性，但还是可行的，原因包括：1) 产品创新，对热销系列进行升级，2) 推出新品类，例如轻薄羽绒服，较少受天气和地域影响，适合更广阔的顾客群体，以及更多联名系列，3) 提升店效，近几年新开门店仍未成熟，同店销量仍然会较快（KPI 也会更精细化），4) 重新开店，预计将会有 300/100 间新开的经销商/直营门店。此外，公司亦希望把库存天数下降到 130 天左右。

2) 另一个问题是公司利润率今年能否提升？

目前我们认为公司正面临一些难题，包括：1) 原材料价格上升，2) 客单价增加幅度较少，3) 零售折扣改善空间较少，4) 提供更多支持给经销商以吸引他们多开店。不过因为考虑到公司仍预期客单价有单位数提升，以及原材料成本议价能力较好，还有广告费用会有更多优化，公司本财年的经营利润率仍然会进一步上升。

3) 轻薄羽绒服等新产品会否和传统羽绒服有一定竞争和替代效应？

我们不排除这情况，但公司已经有一些考虑，所以像轻薄羽绒服等新产品发售的时间和地域也会有一些错开和区分，以及这些产品的毛利率其实比公司平均水平还是要高一些。

因此，我们维持波司登买入评级，目标价维持在 5.89 港元，基于 18 倍 24 财年市盈率，现价在 14 倍。

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 (当地货币)	目标价 (当地货币)	上行/下行 空间	市盈率(倍)		市净率(倍)	ROE(%)	股息率
							2022E	2023E	2022E	2022E	2022E
长仓											
蔚来汽车	NIO US	汽车	买入	20.82	45.00	116%	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%
亿和控股	838 HK	汽车	买入	1.81	3.00	66%	9.5	6.0	N/A	11.5	3.3%
晶盛机电	300316 CH	装备制造	买入	70.00	93.00	33%	33.7	27.5	9.8	33.4	0.6%
三一国际	631 HK	装备制造	买入	8.36	14.60	75%	13.6	11.4	2.3	17.7	2.2%
顺丰控股	002352 CH	快递	买入	49.49	94.00	90%	31.9	21.9	2.8	9.2	0.6%
特步国际	1368 HK	可选消费	买入	12.52	17.04	36%	23.9	19.2	3.2	13.9	2.5%
美的集团	000333 CH	可选消费	买入	52.92	67.79	28%	11.7	10.3	2.6	23.4	3.4%
华润啤酒	291 HK	必需消费	买入	54.60	71.00	30%	39.1	36.1	5.8	15.0	1.1%
思摩尔	6969 HK	必需消费	买入	17.70	25.20	42%	25.4	19.0	4.3	19.9	1.3%
信达生物	1801 HK	医药	买入	36.75	55.33	51%	N/A	N/A	5.2	N/A	0.0%
药明生物	2269 HK	医药	买入	71.95	146.12	103%	58.4	42.7	6.0	12.7	0.0%
人保财险	2328 HK	保险	买入	7.59	11.64	53%	5.9	4.7	0.7	12.0	7.7%
快手	1024 HK	互联网	买入	75.55	120.00	59%	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%
华润置地	1109 HK	房地产	买入	30.45	44.79	47%	5.4	N/A	0.8	14.3	6.4%
碧桂园服务	6098 HK	房地产	买入	14.16	47.63	236%	7.2	5.2	4.0	14.1	3.4%
歌尔股份	002241 CH	科技	买入	35.35	48.00	36%	20.7	17.1	N/A	18.1	0.8%
闻泰科技	600745 CH	科技	买入	74.58	93.12	25%	30.7	20.0	2.5	8.1	0.3%
金蝶国际	268 HK	软件 & IT 服务	买入	17.14	24.37	42%	N/A	N/A	6.9	N/A	0.0%

资料来源：彭博、招銀國際環球市場研究 (截至 2022 年 8 月 11 日)

招銀国际环球市场上日股票交易方块 - 11/8/2022

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≥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≤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、现在和将来与发表本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员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。