

每日投资策略

宏观点评及公司首评

宏观经济

■ 中国经济 - 通缩压力加大

受食品和能源价格下跌拖累，10月CPI小幅回落，再次低于市场预期。受益于旅游价格上涨，核心CPI增速从历史低点小幅反弹。然而，其他服务价格依然疲软，耐用品价格进一步走弱，表明消费需求依然疲软。受上游能源价格和下游消费品价格下跌影响，PPI同比降幅扩大，但环比降幅收窄。

中国目前宏观政策仍聚焦于稳定房地产市场和解决地产泡沫破裂后的地方财政困境，对消费者的直接财政支持非常有限。近期一系列政策有助于改善房地产市场情绪和地方财政压力，但对消费需求的影响比较间接。因此，通缩压力可能仍将持续至少几个月。

特朗普2.0时代中美贸易冲突可能升级，这将推动中国决策者在2025年逐步将政策重点转向提振消费和抵御通缩。我们预计中国CPI和PPI增速可能从2023年的0.2%和-3%上升至2024年的0.4%和-2.1%，2025年为1%和-0.4%。[\(链接\)](#)

■ 中国政策 - 2025年财政政策框架

全国人大常委会已于上周五批准地方政府债务置换计划，2024-2026年3年总额6万亿人民币。该政策的主要受益者将是地方政府融资平台、政府供应商和国有银行。该计划显示目前政策重点是解决地产泡沫破灭后的地方财政困境，提振消费和解决通缩尚未成为优先项。

政策智囊团本月将密集讨论2025年GDP增速、一般赤字率和地方政府专项债目标，为12月第2周或第3周召开的中央经济工作会议做准备。一种意见认为考虑到GDP增速连续两个季度低于5%、现有政策难以推动经济可持续性复苏和特朗普2.0时代可能的外部冲击，可以将GDP增速目标从今年的5%左右小幅降至明年的4.5%-5%；但另一种意见认为需要维持GDP增速在5%，从而与2035年远景目标相一致并向市场传递稳增长的决心与信心。我们仍维持GDP增速今年4.9%和明年4.6%的预测。预计明年一般财政赤字、地方政府专项债额度、特别国债发行额和地方政府债务置换规模均将有所上升。

未来主要财政政策包括支持地方政府收购滞销商品房和土地库存、对六大国有银行注资、中央增加对地方政府转移支付以及提高对企业设备、汽车、家电以旧换新的财政补贴。但考虑到特朗普2.0时代可能的外部冲击，这些政策并不足以重振消费和推动经济可持续性复苏。中国需要逐步将政策重点转向提振消费和抵御通缩，进一步放松货币流动性和信贷政策，扩大财政扩张力度且更多支持家庭与消费，加快市场化改革以重振民营企业活力。[\(链接\)](#)

招银国际研究部

邮件: research@cmbi.com.hk

全球主要股市上日表现

	收市价	升降 (%)	
		单日	年内
恒生指数	20728	-1.07	21.59
恒生国企	7461	-1.13	29.35
恒生科技	4668	-0.20	24.01
上证综指	3452	-0.53	16.05
深证综指	2095	-0.29	13.97
深圳创业板	2322	-1.24	22.75
美国道琼斯	43989	0.59	16.71
美国标普500	5996	0.38	25.70
美国纳斯达克	19287	0.09	28.48
德国DAX	19215	-0.76	14.71
法国CAC	7339	-1.17	-2.71
英国富时100	8072	-0.84	4.39
日本日经225	39500	0.30	18.04
澳洲ASX 200	8295	0.84	9.28
台湾加权	23554	0.62	31.36

资料来源: 彭博

港股分类指数上日表现

	收市价	升降 (%)	
		单日	年内
恒生金融	35424	-0.70	18.78
恒生工商业	11733	-1.31	27.07
恒生地产	17040	-1.41	-7.02
恒生公用事业	34935	-0.07	6.27

资料来源: 彭博

公司首评

■ 零跑汽车 (9863 HK, 首次覆盖-买入, 目标价: 40 港元) - 清晰的品牌定位, 独特的出海模式, 助力国内外市场双翼齐飞

高性价比的品牌形象深入人心, 有望从消费降级中获益: 零跑汽车 2024 年新推出的中型 SUV C10 和六座中大型 SUV C16 在满足消费者核心需求的同时, 定价比竞品低约 35-50%, 其销量表现超出投资者年初的预期, 并为后续车型的上市热销奠定基础。我们认为扎实的自研能力是公司走性价比路线的基石, 这一能力或被投资者低估。我们预测零跑今年销量有望同比接近翻倍至 28.5 万台, 明年销量有望同比增长 51% 至 43 万台, 主要得益于新车型 (明年三款 B 系列, 后年 A 和 D 系列) 和海外市场的贡献。

独特的出海模式或为销量和利润带来惊喜: 零跑和 Stellantis 的合资公司 (零跑国际) 拥有在海外市场销售零跑车型的独家授权。根据双方的协议安排, 我们认为零跑主要的海外利润将来自于合资公司的利润分配。我们认为, 通过合资公司, 零跑得以采用轻资产的模式实现海外运营, 虽然需要让出部分利润, 但可以借助 Stellantis 已有的全球经销网络和品牌形象, 快速、低成本地进入海外市场。我们预测零跑 2025-26 年的海外销量分别为 6 万台和 10 万台。基于我们对海外运营的盈利测算, 我们预计合资公司 2025 年的净利率有望达到 10%; 基于对各项成本的粗略预算, 我们预计欧洲 KD 工厂有望在 2025 年底投产, 2026 年合资公司净利率将继续提升至 12%, 对应 2025-26 年零跑来自于合资公司的利润贡献将分别达到 3.91 亿元和 8.14 亿元。

盈利预测和估值: 我们预测零跑 2024-26 年的销量将分别同比增长 98%/51%/28% 至 28.5 万/43 万/55 万台, 其中海外销量占比分别为 2%/14%/18%。我们预测零跑 2024-26 年净亏损有望分别收窄至 39 亿/30 亿/12 亿元。首次覆盖予以“买入”评级, 目标价为 40 港元, 基于 1.2x FY25E P/S。得益于更好的规模效应、海外市场的利润贡献以及优秀的自研和成本控制能力, 我们预计零跑有望从 2026 年下半年开始扭亏为盈, 将领先于其他大部分造车新势力实现盈亏平衡。 ([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	1FY	2FY	1FY	1FY	1FY	1FY
长仓												
理想汽车	LI US	汽车	买入	23.65	30.00	27%	2.7	1.8	3.2	13.4	0.0%	
吉利汽车	175 HK	汽车	买入	14.74	14.00	-5%	10.1	17.1	1.5	16.7	3.0%	
中国宏桥	1378 HK	装备制造	买入	14.50	19.60	35%	7.8	7.2	1.2	18.3	7.6%	
波司登	3998 HK	可选消费	买入	4.63	5.98	29%	14.0	11.9	3.1	26.3	6.3%	
江南布衣	3306 HK	可选消费	买入	13.84	17.61	27%	7.5	6.8	2.8	40.6	10.5%	
特步国际	1368 HK	可选消费	买入	5.83	7.50	29%	13.0	11.4	1.4	13.9	6.1%	
珀莱雅	603605 CH	必选消费	买入	101.44	133.86	32%	26.5	21.3	7.3	31.8	1.2%	
百济神州	BGNE US	医疗	买入	205.47	288.93	41%	N/A	N/A	48.0	N/A	0.0%	
中国太保	2601 HK	保险	买入	26.95	35.50	32%	6.6	6.6	0.8	14.9	4.6%	
中国财险	2328 HK	保险	买入	12.52	14.00	12%	8.7	8.3	1.0	13.1	4.8%	
腾讯	700 HK	互联网	买入	420.80	525.00	25%	19.1	17.6	3.8	19.1	1.1%	
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	94.19	133.80	42%	1.5	1.3	1.7	N/A	1.0%	
绿城服务	2869 HK	房地产	买入	4.20	6.13	46%	18.3	15.6	1.6	9.7	4.1%	
鸿腾精密	6088 HK	科技	买入	2.78	4.25	53%	106.9	66.2	7.1	7.0	0.1%	
小米集团	1810 HK	科技	买入	28.30	32.29	14%	29.2	24.6	3.6	11.1	0.0%	
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	30.45	44.41	46%	15.8	11.0	1.9	24.2	2.1%	
中际旭创	300308 CH	半导体	买入	142.21	186.00	31%	29.6	20.5	8.1	31.2	0.5%	
北方华创	002371 CH	半导体	买入	447.75	426.00	-5%	41.0	31.5	8.0	21.3	0.3%	
金蝶	268 HK	软件&IT服务	买入	8.60	10.80	26%	N/A	124.6	3.3	N/A	0.0%	
短仓												
中国重汽	3808 HK	装备制造	持有	21.60	21.40	-1%	10.5	9.7	1.2	13.6	5.7%	

资料来源：彭博、招银国际环球市场（截至2024年11月8日）

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风险。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之分析员，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。