

# 每日投资策略

## 宏观展望及行业/个股点评

### 宏观点评

■ 中国 1 月新增贷款大超预期，因金融政策部门要求银行提前加大信贷投放以“推动经济整体好转”，同时在中央决策层将关注点转向促增长后，地方政府和国有企业都在追求实现今年开门红。然而，家庭和中小企业的信贷需求仍然疲软，因这些私人部门的信心仍需要一段时间才能恢复。预计中国未来将持续向市场释放亲商友好的政策信号，保持流动性和信贷政策宽松。中国央行可能进一步下调存款准备金率和 LPR，以提振信贷增长。预计 2023 年新增人民币贷款和社会融资额分别增长 12% 和 10%，高于 2022 年 5% 和 2.1% 的增速。（[链接](#)）

- 1) **金融政策部门要求银行提前加大信贷供应，1 月新增贷款超出预期。** 1 月新增人民币贷款达到 4.9 万亿元人民币，远高于去年同期的 3.98 万亿元人民币。社会融资总额继去年第 4 季度同比下降 36.1% 后，1 月同比下降 3.2%。其中，1 月实体部门新增人民币贷款同比增长 17.4%。但由于汇率不确定性，外币贷款继续下降。对房地产项目的避险情绪依然存在，1 月表外融资(OBS)同比下降 22.2%。因债券市场波动和谨慎情绪，企业债券融资继去年第 4 季度同比暴跌 122.2% 后，1 月同比下降 74.5%。
- 2) **地方政府和国有部门信贷需求强劲，但家庭和中小企业信贷需求仍然疲软。** 随着中央决策层将优先目标从控制疫情转向促进经济增长，地方政府和国有企业的扩张意愿率先恢复，地方政府融资平台和国有企业的信贷需求明显回升，支撑 1 月企业部门新增中长期贷款同比增长 66.7% 至人民币 3.5 万亿元。然而，私人部门信贷需求仍然疲软，家庭和中小企业需要更长的时间才能恢复信心。我们注意到 1 月家庭部门新增贷款同比下降 69.5%，票据贴现融资仍未负值。
- 3) **房地产市场和大额消费的恢复比较渐进。** 1 月住房销售可能依然疲软，因为家庭部门新增中长期贷款继去年 12 月下降 68.4% 后，1 月进一步下降 69.9%。家庭部门新增短期贷款继去年 12 月同比下降 104.8% 后，1 月同比下降 66.1%，显示消费活动略有改善。展望未来，房地产市场和大额消费的恢复可能比较渐进。一方面，经济重启将支撑就业、收入和信心逐渐修复，提振房地产和大额消费需求，另一方面信贷政策将保持宽松，对房地产市场和大额消费带来提振。
- 4) **流动性和信贷政策将保持宽松。** 新冠疫情和房地产下滑严重打击消费者信心，就业、收入和信心的恢复仍需要一些时间，房地产市场和大额消费的修复将比较渐进。2023 年 GDP 两年平均增速仍显著低于潜在增速，再通胀风险可控，今年流动性和信贷政策将保持宽松状态。预计央行今年可能会下调存款准备金率 50-100 个基点，以满足风险偏好和信贷需求回升带来的更高流动性需求。央行还可能将 LPR 下调 10-15 个基点，以降低家庭和企业的融资成本。由于按揭贷款利率仍然偏高，2022 年以来不少家庭选择提前偿还房贷，是导致新增按揭贷款大幅下滑的重要因素之一。目前按揭贷款利率显著高于个人经营性贷款和一些消费贷的利率，激励一些套利行为，这明显不合理，增加了进一步下调 5 年 LPR 的可能性，而为了缓解银行的净息差压力并促进消费，政策部门还可能适度下调存款利率。

■ 中国 1 月 CPI 涨幅略低于预期，PPI 跌幅有所扩大，显示经济重启后再通胀比较温和。需求方面，房地产销售、大额耐用消费和企业资本支出的恢复比

### 招银国际研究部

邮件: [research@cmbi.com.hk](mailto: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	21,190	-2.01	7.12
恒生国企	7,126	-2.56	6.28
恒生科技	4,362	-4.58	5.65
上证综指	3,261	-0.30	5.55
深证综指	2,165	-0.44	9.57
深圳创业板	2,545	-0.96	8.45
美国道琼斯	33,869	0.50	2.18
美国标普 500	4,090	0.22	6.54
美国纳斯达克	11,718	-0.61	11.96
德国 DAX	15,308	-1.39	9.94
法国 CAC	7,130	-0.82	10.13
英国富时 100	7,882	-0.36	5.78
日本日经 225	27,671	0.31	6.04
澳洲 ASX 200	7,434	-0.76	5.61
台湾加权	15,587	-0.08	10.25

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	34,323	-0.97	5.79
恒生工商业	11,865	-2.86	8.70
恒生地产	26,825	-0.77	3.02
恒生公用事业	38,035	-0.41	3.28

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)	21.58
深港通(南下)	26.25
沪港通(北上)	-3.86
深港通(北上)	-9.75

资料来源: 彭博

较渐进，因海外衰退风险、去库存周期和去通胀过程，部分制造业可能面临通缩压力。供给方面，中国劳动力市场不存在过热风险，就业状况的恢复比较渐进，1月城镇租金延续下跌，显示年轻人就业和收入状况依然偏弱。目前中国GDP增速显著低于潜在增速，再通胀将比较温和，预计CPI增速从2022年2%小幅升至2023年2.2%和2024年2.5%，PPI跌幅今年上半年先扩大再收窄，全年下降0.5%左右，2024年转为增长1.6%。（[链接](#)）

- 1) **1月CPI涨幅略低于预期。**居民消费价格指数（CPI）同比涨幅由12月份的1.8%上升至1月份的2.1%，略低于市场预期。从环比来看，CPI继12月持平后，1月上涨0.8%。按项目划分，食品价格环比上涨2.8%，高于去年12月因春节假期而环比上涨2.3%。新鲜蔬菜和水果价格分别大幅上涨19.6%和9.2%。但由于生猪供应充足，1月份猪肉价格环比下跌10.8%。随着全球经济衰退风险上升，能源价格继续回落，1月份中国汽油和柴油价格分别环比下跌2.4%和2.6%。
- 2) **核心CPI增速在经济重启温和回升。**继去年12月同比攀升0.7%后，1月份核心CPI同比上涨1%，原因是交通、娱乐、旅游、房屋清洁和汽车维修保养等一些服务行业出现再通胀。这些服务行业经历疫情冲击导致的去产能、春节假期的劳动力短缺和需求快速反弹，所以出现显著的再通胀。1月份机票、车辆租赁费、电影票和旅游价格分别环比上涨20.3%、13.0%、10.7%和9.3%。与此同时，房屋清洁、宠物护理、汽车维修保养和理发价格在1月份上涨3-6%。
- 3) **大多数商品进入去通胀过程，PPI延续下跌。**继去年12月下降0.7%后，1月PPI同比下降0.8%。从月环比来看，1月份PPI继续下降0.4%，上月下降0.5%。随着海外政策紧缩和衰退风险增加，大宗商品价格回落。1月份，石油、煤炭加工价格环比下降3.2%，化工原料及制品价格环比下降1.3%。与此同时，黑色金属价格在去年12月环比上涨0.4%后环比上涨1.5%，因中国经济重启提振钢铁市场情绪。1月医药价格环比上涨0.6%，因疫情之后人们的需求增加。
- 4) **预计CPI增速从2022年的2%回升至2023年的2.2%，PPI在2022年上涨4.1%后，2023年将下跌0.5%。**中国经济重启后的再通胀将比较温和。首先，房地产销售和耐用品消费的恢复渐进缓慢。预计商品房销售面积在2022年下降24.3%后，2023年可能下降7.5%。其次，全球经济面临衰退风险和去通胀，中国部分出口依存度高的制造业可能面临通缩压力。第三，中国劳动力市场不存在过热风险，失业压力依然较大。我们注意到，房租继去年12月同比下降0.7%之后，1月同比下降0.6%，显示年轻人的就业和工资状况依然疲弱。展望未来，随着猪肉和服务价格逐步回升，中国CPI增速可能从2022年的2%温和攀升至2023年的2.2%和2024年的2.5%。PPI跌幅在上半年可能先扩大再缩小，下半年可能转为同比上涨，预计PPI在2022年上涨4.1%后，2023年将下降0.5%，2024年将上涨1.6%。
- 5) **2023年流动性和信贷政策将保持宽松。**中国GDP增速仍远低于潜在增速，再通胀将比较温和。中国的首要任务是提振私人部门的信心和增长，2023年流动性和信贷政策将保持宽松，央行仍有可能进一步适度下调存款准备金率和LPR。

## 行业/个股速评

- **中国物管行业 - 属于头部物企及幸存民营物企的一年。**我们对物管行业2023年的发展持乐观态度，原因是保交楼项目将增加物企管理面积，且疫情放开有益于物企开展增值服务，不论是通过自身增长或是收并购，行业头部的国企物业和存活的民营物业都会获得新的盈利增长空间。

我们预测 2023E 利润增长可能会在 2022 的 12% YoY 的基础上达到 23% YoY。关于 2022 全年业绩前瞻，我们预测：越秀服务、中海物业可能超预期，保利服务、碧桂园服务和万物云可能低于预期。目前行业交易在 15X 的 2023E PE，处在合理区间；由于具有 25-30% 的复合增长率和更高的市场集中度，头部国企物管的估值可能从当前的 18X 被推高至 20-25 倍；由于业绩增长稳定且催化剂较清晰，规模较小的物企如滨江服务、越秀服务当前的 10X 2023E 会被重新定价。目前我们看好**越秀服务 (6626 HK)**（公司股权激励计划、即将入通、和具有吸引力的估值）、**中海物业 (2669 HK)**（业绩超预期）、**滨江服务 (3316 HK)**（增长前景较好）、**华润万象生活 (1209 HK)**（商场复苏）。潜在风险因素：应收账款和商誉计提。（[链接](#)）

- **中国工程机械行业 - 美国 AWP 制造商的乐观指引印证我们对 AWP 行业的正面观点。**美国主要高空作业平台 (AWP) 制造商（包括特雷克斯 Terex、豪士科 Oshkosh）以及租赁公司（联合租赁 United Rentals）在近日公布报告 2022 年业绩后，对 2023 年前景给予了乐观指引。我们总结了以下要点：（1）AWP 制造商看到了强劲订单流，在手订单可见度超过 12 个月；（2）对宏观依赖度较低的大型项目将为租赁公司和 AWP 制造商为未来几年的增长提供确定性；（3）尽管今年供应链仍将受到制约，但制造商的利润率改善趋势将持续，反映了供应商的强大的定价能力。以上指引均重新印证了我们今年对 AWP 行业持正面观点。我们认为，受益于海外需求强劲以及中国在重新开放后国内需求的逐渐复苏，将为供应链较少受限和成本压力不高的中国 AWP 制造商提供了良好机会。我们重申对**浙江鼎力 (603338 CH)**（海外收入贡献占 60%）和**中联重科 (1157 HK)**（分拆 AWP 业务上市将释放 AWP 业务价值 + 从上周五开始恢复回购股份）的买入评级。（[链接](#)）

- **中国可选消费行业 - Adidas 公布 22 财年初业绩和 23 财年业绩指引。**Adidas (ADS EU) 预期 2022 财年的销售增长 6%，符合市场预期，但利润下滑 82%，低于市场预期 59%，我们认为主要是四季度中国地区销售疲弱和欧美地区的去库存所影响。公司同时公布了 23 财年指引，当中最大的变数为 Yeezy 产品在 23 财年会否重售，以及目前的库存会否被冲销。Base case 的指引是假设 23 财年不会重售，库存不会被冲销，预计销售下滑高单位数，经营利润为刚好打平，而这销售和经营利润指引大幅低于预期 6% 和 100%。

Bull case 是假设 23 财年会重售，库存不会被冲销，但这个情况销售和经营利润是 22 亿欧元和 5 亿欧元，只是符合之前的预期；而 Bear case 是非常弱，是假设不会再重售，库存会全被冲销，销售会是下滑高单位数，而经营利润会是负 7 亿欧元，都是大幅低于市场预期 6% 和 218%。

短线来说，对经销商像滔博 (6110 HK) 和宝胜 (3813 HK) 的影响最为负面，对供应商像裕元 (551 HK) 和申洲 (2313 HK) 也是负面，但对竞争对手像 Nike (NKE US)，安踏 (2020 HK) 和李宁 (2331 HK) 是略为利好。中线来说，考虑到 Yeezy 问题利空出尽，中国区复甦较快，可以逢低布局滔博 (6110 HK) 和申洲 (2313 HK)。

- **舜宇光学科技 (2382 HK, 持有, 目标价: 92.51 港元) - 2022 年盈警不及预期；底部买入为时尚早。**舜宇光学披露了 2022 年盈利预告，净利润同比下降 50-55%，中值较我们/一致预期低 11%/22%。不及预期主要是因为智能手机需求疲软、手机镜头降规降配以及人民币贬值造成 3.53 亿元未变现外汇损失（6 亿美元债券）。这呼应了我们此前的观点，即出货低迷和激烈的市场竞争将导致 2022 年下半年利润率下滑。1 月月度出货量以及我们最近核实也表明，需求疲弱将持续至 2023 年一季度，鉴于 2022 年四季度需求疲软后的库存减少和订单削减。我们将 FY22-24E 每股收益下调 5-9%，以反映 2022 年业绩不达预期和需求复苏缓慢。我们的 FY23-24E 每股收益较一致预期低 15-17%。该股目前市盈率为 27.2 倍/24.4 倍 FY23/24E，我们认为估值合理。维持“持有”评级，基于分部估值法的目标价降低至 92.5 港元。（[链接](#)）

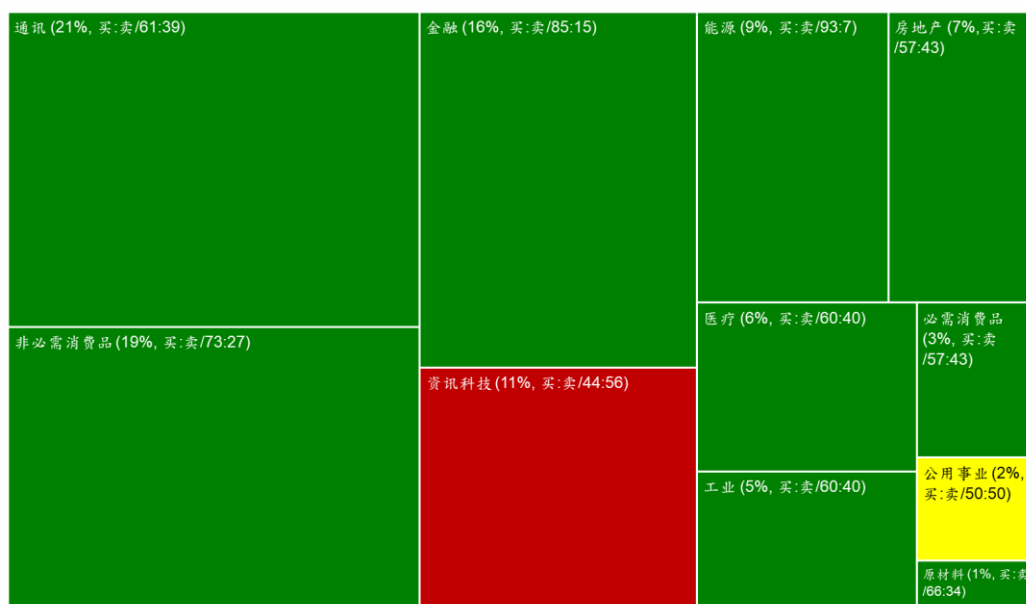
## 招銀国际环球市场焦点股份

公司名称	股票代码	行业	评级	现价	目标价	上行/下行 空间	市盈率(倍)		市净率(倍)	ROE(%)	股息率
				(当地货币)	(当地货币)		2022E	2023E	2022E	2022E	2022E
长合											
理想汽车	LI US	汽车	买入	23.85	44.00	84%	N/A	560.4	N/A	N/A	0.0%
吉利汽车	175 HK	汽车	买入	11.62	16.50	42%	21.5	18.3	N/A	6.9	1.7%
捷佳伟创	300724 CH	装备制造	买入	115.87	187.00	61%	38.8	32.3	5.6	15.6	0.3%
中联重科	1157 HK	装备制造	买入	4.27	5.24	23%	11.2	9.0	0.6	5.1	3.8%
兖煤澳大利亚	3668 HK	煤炭	买入	30.20	53.00	75%	1.9	2.3	0.7	39.0	25.7%
华润燃气	1193 HK	燃气	买入	34.10	39.13	15%	11.0	9.9	1.6	4.2	0.0%
大家乐	341 HK	可选消费	买入	13.48	15.12	12%	32.7	18.9	2.6	7.9	2.1%
百胜中国	9987 HK	可选消费	买入	479.00	554.61	16%	29.0	22.2	2.7	11.7	0.9%
华润啤酒	291 HK	必需消费	买入	58.00	71.00	22%	38.7	33.6	6.4	17.2	1.0%
百威亚太	1876 HK	必需消费	买入	22.90	27.20	19%	34.7	30.8	3.1	9.2	1.1%
中国中免	601888 CH	必需消费	买入	204.42	256.00	25%	58.4	40.1	11.7	20.0	0.5%
珀莱雅	603605 CH	必需消费	买入	168.86	184.00	9%	46.9	34.5	9.9	21.4	0.7%
信达生物	1801 HK	医药	买入	42.80	52.59	23%	N/A	N/A	6.1	N/A	0.0%
药明生物	2269 HK	医药	买入	64.55	120.39	87%	48.3	35.0	6.5	13.5	0.0%
中国太保	2601 HK	保险	买入	20.90	29.72	42%	7.7	6.4	0.8	9.9	4.7%
腾讯	700 HK	互联网	买入	383.40	381.62	0%	27.3	23.9	3.5	12.3	0.4%
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	103.65	156.00	51%	13.5	11.6	1.7	5.5	0.0%
快手	1024 HK	互联网	买入	61.30	94.00	53%	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%
华润置地	1109 HK	房地产	买入	36.50	45.10	24%	8.8	7.6	0.9	11.2	5.3%
京东方精电	710 HK	科技	买入	19.22	25.00	30%	24.9	18.2	N/A	15.6	0.0%
闻泰科技	600745 CH	科技	买入	61.11	88.60	45%	26.0	17.3	2.1	7.9	0.4%
金蝶	268 HK	软件 & IT 服务	买入	17.00	23.83	40%	N/A	N/A	7.1	N/A	0.0%

资料来源：彭博、招银国际环球市场研究(截至2023年2月10日)

## 招銀国际环球市场上日股票交易方块 - 10/2/2023

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。