

每日投资策略

宏观及行业展望

宏观策略

■ **中国宏观经济—中国出口暴跌预示海外衰退风险。**在海外经济放缓、去库存周期和去通胀趋势下，中国商品出口进一步下滑。中国经济重启后，国内需求修复前暂时性减弱，加上大宗商品价格涨幅回落，商品进口也大幅下跌。展望未来，因海外衰退和去通胀趋势，中国商品出口 2022 年增长 7% 后，2023 年将下降 3.5%，其中上半年将大幅下滑，下半年降幅显著收窄，第四季度增速可能转正。中国经济重启后内需渐进修复将支撑进口数量增速有所回升，但大宗商品价格回落将影响进口额增速，预计中国商品进口增速将从 2022 年 1.1% 回落至 2023 年 0.5%。外贸活动疲弱预示中国稳增长面临较大压力，净出口对中国 GDP 增速的贡献可能从 2022 年 0.9 个百分点降至 2023 年 0.3 个百分点。为实现 5% 以上的 GDP 增长，中国将不得不尽快稳定房地产，大力提振家庭消费信心。

- 由于海外经济放缓、去库存周期和去通胀趋势，中国商品出口进一步下降。中国商品出口继 11 月同比下降 8.9% 后，12 月同比降幅扩大至 9.9%。我们估计 12 月出口价格指数同比上涨 10%，出口量指数同比暴跌 18%。按目的地分，12 月中国对美国和欧盟的出口分别同比下降 19.5% 和 17.5%，而 11 月同比下降 25.4% 和 10.6%，对日本出口同比下降 3.3%，相比上月下降 5.6%，降幅有所收窄。同时，中国对东盟出口继 11 月同比增长 3.1% 后，12 月同比增长 7.5%。分产品来看，随着宅经济、商品消费和房地产市场大幅降温，中国自动数据处理设备、集成电路、玩具、家具和灯具出口大幅放缓，但汽车、家电、医疗器械出口保持强劲增长，显示中国在这些行业的竞争力持续巩固。
- 大宗商品价格回落，进口量依然疲弱，中国商品进口大幅下降。继 11 月同比下降 10.6% 后，12 月进口同比下降 7.5%。因基数效应和全球衰退风险，大宗商品价格大幅回落，拖累进口价格增速显著放缓。预计进口价格指数增速可能从 11 月的 6.4% 回落至 12 月的 5% 以下。随着 Omicron 波峰过后国内需求开始恢复，进口量增速将逐步回升。按产品划分，2022 年大豆进口量下降 5.6%，相比前 11 月下降 8.1%，降幅有所收窄，随着餐饮需求在放开后逐渐回升，大豆进口量可能进一步改善。2022 年铁矿石和钢铁产品的进口量分别同比下降 1.5% 和 25.9%，因房地产开发投资疲软；原油和天然气进口量分别同比下降 0.9% 和 9.9%。同时，由于耐用消费和企业资本支出低迷，集成电路、汽车和机床的进口量分别同比下降 15.3%、6.5% 和 14.4%。
- 预计中国 2023 年商品出口下降 3.5%，商品进口增长 0.5%。受海外经济衰退、去库存周期和去通胀趋势影响，2023 年上半年中国商品出口同比可能大幅下降，下半年出口降幅可能显著收窄并最终转正。预计 2023 年商品出口将下降 3.5%，而 2022 年增长 7%。受益于经济重启后国内需求逐渐改善，中国商品进口量增速将有所反弹，但大宗商品和工业品的去通胀趋势将减缓进口额增速，预计商品进口在 2022 年增长 1.1% 后，2023 年增长 0.5%。
- 外需疲软增加中国稳地产和恢复消费的必要性。外贸活动减弱给中国经济增长带来下行压力，预计净出口对中国 GDP 增速的贡献将从 2022 年的 0.9 个百分点下降到 2023 年的 0.3 个百分点。外需下行周期增加了中国稳定房地产市场和恢复家庭消费的必要性，因为新领导层今年力图实现 5% 以上的增长。中国已重启经济，放松房地产政策，展现出更加亲商务实的政策取向。预计未来将有更多宽松政策和友好政策推出。（[链接](#)）

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	21,739	1.04	9.89
恒生国企	7,391	1.09	10.23
恒生科技	4,555	1.51	10.32
上证综指	3,195	1.01	3.43
深证综指	2,067	0.90	4.63
深圳创业板	2,493	1.41	6.24
美国道琼斯	34,303	0.33	3.49
美国标普 500	3,999	0.40	4.16
美国纳斯达克	11,079	0.71	5.85
德国 DAX	15,087	0.19	8.35
法国 CAC	7,024	0.69	8.49
英国富时 100	7,844	0.64	5.26
日本日经 225	26,120	-1.25	0.10
澳洲 ASX 200	7,328	0.66	4.11
台湾加权	14,824	0.63	4.86

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	34,952	1.04	7.73
恒生工商业	12,257	1.24	12.29
恒生地产	27,135	-0.08	4.20
恒生公用事业	38,435	-0.08	4.36

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)	17.35
深港通(南下)	23.13
沪港通(北上)	77.02
深港通(北上)	90.90

资料来源: 彭博

行业/个股速评

■ **贝壳 (BEKE US, 买入, 目标价 23.3 美元) - 首次覆盖予以买入评级。**互联网和地产团队联合覆盖贝壳, 目标价 23.3 美元, 对应 34x 2023E PE 和 27x 2024E PE, 对 23/24 年盈利预测高出一致性预测 10%, 给予买入评级核心原因为: 短期来看, 1) 我们看好 23 年二手房市场的强势反弹 (+17% YoY), 尤其在一线城市放松和疫情后供给继续加大的助攻下, 同时最新的数据显示二手房销售数据已经好于新房。2) 如佣金上限指引影响解除贝壳将为主要受益者。长期来看, 1) 贝壳 ACN 业务占据市场主导地位并通过稳定且高利润率的平台服务费逐步提高贡献, 预计未来将贡献 15% 的净利润; 2) 二手房强于预期将带动家装业务的协同, 圣都亏损将逐步收窄。催化剂: 4Q22 业绩超预期、一线城市限购政策放松等。风险: 佣金率上限指引<2%、反垄断调查等。 ([链接](#))

■ **中国互联网行业 - 2022 年游戏行业数据回顾。**据伽马数据, 2022 年中国网络游戏市场收入同比下降 10% 至人民币 2659 亿元 (2021: 同比增长 6%)。除了高基数外, 游戏版号审批暂停及未成年人保护监管趋严均对行业造成压力。4Q22 中国游戏市场收入继续环比下降 2%/ 同比下降 19% 至人民币 580 亿元 (3Q22: 同比下降 19%)。但是我们仍对游戏行业在 2Q23 恢复正增长保持乐观, 主要得益于游戏版号审批持续回归常态、更多高质量游戏上线和高基数效应消退。数据显示 2022 年中国游戏行业并没有出现用户流失。因此, 随着游戏版号发放恢复和消费情绪复苏, 我们预计 2023 年每用户游戏支出将会反弹。我们看好头部在线游戏公司腾讯和网易主因: 1) 优质游戏产品储备; 2) 国内市场稳固的领先优势; 3) 在海外游戏研发和发行能力的持续投入。 ([链接](#))

■ **锦欣生殖 (1951 HK, 买入, 目标价 11.25 港元) - 关注后疫情时代的业绩复苏。**

锦欣生殖是国内辅助生殖领域的龙头, 在成都、深圳、武汉、香港、美国等多地设有分支机构。公司在成都和深圳的业务贡献了 2020/2021 年总收入的 72%/68%, 而两地的运营在 2022 年国内疫情爆发中受到负面影响。随着国内疫情防控措施的调整, 我们预计公司的运营将回归正常。但是考虑到患者开始 IVF 治疗及消除大众感染康复后对身体健康的担忧仍需时间, 我们预计锦欣生殖的业绩复苏将在 2023 年第一季度后开始体现在报表内。

国内支持生育的政策环境将利好锦欣生殖的业务发展。国家卫健委等 17 个部门于 2022 年 8 月发布“关于进一步完善和落实积极生育支持措施的指导意见”, 深圳于 2023 年 1 月发布《深圳市育儿补贴管理办法》征求意见稿, 拟发放育儿补贴来释放生育潜能。我们相信 IVF 将是解决我国人口增速问题的关键工具, 而锦欣生殖将持续受益于国家的相关政策

我们预计锦欣生殖在 2022/23/24 的收入增速分别为 27%/32%/22%, 经调整净利润增速分别为 -24%/59%/32%。

我们持续看好公司在民营 IVF 领域内的龙头地位, 维持买入评级, 目标价 11.25 港元, 现阶段股价对应 2022/23/24 的经调整 PE 分别为 47/30/23 倍, 中长期估值仍具备吸引力。 ([链接](#))

■ **韦尔股份（603501 CH，持有，目标价 72.0 人民币） - 2022 年业绩低于预期，维持持有评级。**

韦尔股份发布了 2022 年年度业绩预减公告，公司预计 2022 年归母净利润为 8 亿元至 12 亿元人民币，与上年同期相比减少 73%到 82%。

对业绩下滑的原因，公司管理层认为有两点：1) 由于新冠疫情、地缘政治、宏观经济等影响，消费电子市场整体表现低迷，以智能手机为代表的消费电子需求受到了较强的冲击，公司的收入以及毛利率均承压；2) 尽管存货在第四季度有明显回落，公司出于谨慎考虑，全年计提存货跌价准备为 13.4 亿元至 14.9 亿元。

考虑到下游需求回暖可能需要较长时间，我们下调了 2023-24 年的预测，新的目标价为 72 元人民币，维持持有评级。（[链接](#)）

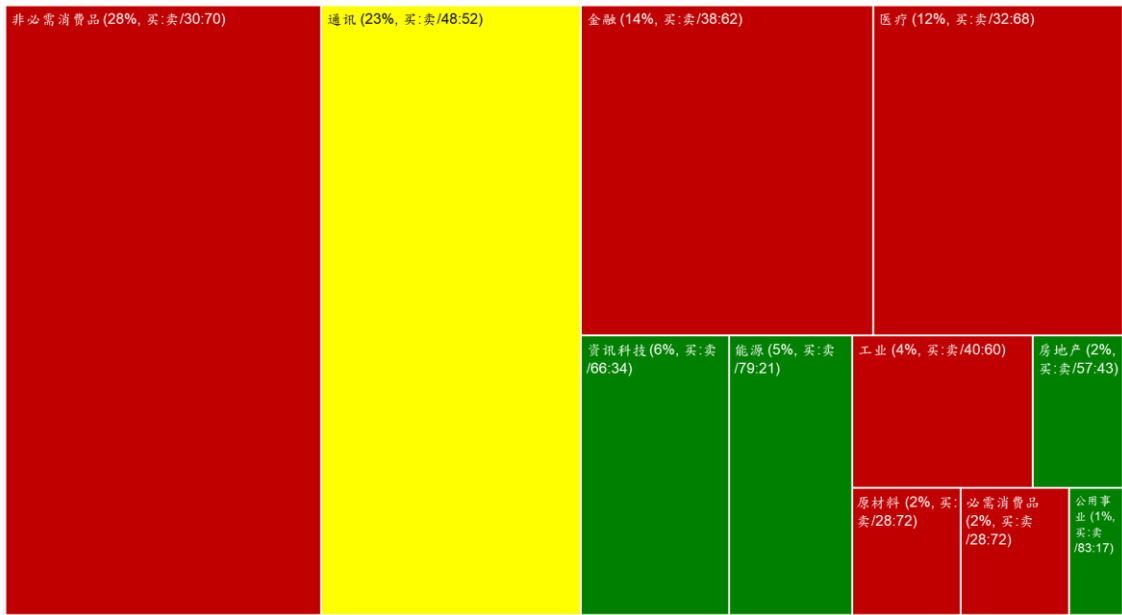
招銀國際環球市場焦點股份

				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	2022E	2023E	2022E	2022E	2022E
长仓											
蔚来汽车	NIO US	汽车	买入	11.80	25.00	112%	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%
美东汽车	1268 HK	汽车	买入	19.80	23.00	16%	19.8	12.2	N/A	25.4	2.9%
鼎盛机电	300316 CH	装备制造	买入	66.20	96.00	45%	30.1	24.1	8.1	32.4	0.7%
三一国际	631 HK	装备制造	买入	8.05	13.20	64%	13.0	11.0	2.2	17.7	2.3%
兖煤澳大利亚	3668 HK	煤炭	买入	33.70	53.00	57%	2.1	2.5	0.9	39.0	27.1%
华润燃气	1193 HK	燃气	买入	33.90	39.13	15%	10.8	9.8	1.6	4.2	0.0%
波司登	3998 HK	可选消费	买入	4.30	4.07	-5%	17.6	15.4	3.1	18.2	3.8%
百胜中国	9987 HK	可选消费	买入	468.80	465.05	-1%	49.2	28.1	2.8	6.2	0.5%
华润啤酒	291 HK	必需消费	买入	61.05	72.40	19%	43.6	40.3	6.7	15.0	1.0%
百威亚太	1876 HK	必需消费	买入	25.85	27.20	5%	38.7	34.4	3.5	9.2	1.0%
中国中免	601888 CH	必需消费	买入	228.50	256.00	12%	65.3	44.8	13.1	20.0	0.5%
珀莱雅	603605 CH	必需消费	买入	168.79	184.00	9%	46.9	34.4	9.9	21.4	0.7%
信达生物	1801 HK	医药	买入	42.15	52.59	25%	N/A	N/A	5.9	N/A	0.0%
药明生物	2269 HK	医药	买入	72.60	120.39	66%	53.7	38.9	7.2	13.5	0.0%
中国太保	2601 HK	保险	买入	21.20	25.19	19%	7.7	6.4	0.8	9.9	4.7%
腾讯	700 HK	互联网	买入	371.40	381.62	3%	26.1	22.9	3.3	12.3	0.4%
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	117.01	156.00	33%	15.0	12.9	1.9	5.5	0.0%
快手	1024 HK	互联网	买入	74.40	80.00	8%	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%
华润置地	1109 HK	房地产	买入	38.65	44.79	16%	N/A	8.6	1.0	10.5	5.1%
立讯精密	002475 CH	科技	买入	29.24	52.30	79%	20.7	16.8	3.8	18.2	0.5%
闻泰科技	600745 CH	科技	买入	55.25	88.60	60%	23.5	15.6	1.9	7.9	0.4%
海康威视	002415 CH	软件 & IT 服务	买入	33.64	37.44	11%	23.0	18.0	4.5	21.0	2.7%

资料来源：彭博、招银国际环球市场研究 (截至 2023 年 1 月 13 日)

招銀国际环球市场上日股票交易方块 – 13/1/2023

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≥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。