

每日投资策略

宏观及行业展望

宏观策略

- **宏观政策 - 下半年货币政策依然偏松但有适度微调。**6 月中国社会融资规模和新增贷款延续回升，因信贷供应宽松和信贷需求修复。随着房地产、耐用消费和基础设施投资回升，新增按揭贷款、消费贷款和企业中长期贷款显著改善。展望下半年，货币政策应保持偏松状态，但有适度微调。货币市场利率可能温和上升，进一步下调 LPR 可能性较低，M2 和社会融资规模增速仍有上升空间，但上升空间可能逐步下降。
- **港股策略 - 内地疫情反复触发短期回调。**上周（7 月 4 日至 8 日），美国股市反弹，强劲的就就业数据缓解经济衰退的忧虑。但中国内地及香港股市温和下跌，之前几周跑赢外围市场后出现获利回吐，由于中国部分地区的新冠疫情扩散正引起一些投资者担忧。展望本周，投资者将关注内地疫情、中国二季度 GDP 数据、美国 CPI 通胀和美股二季度业绩。我们估计疫情于内地反弹将引发 A 股/港股短期回调，尤其是对疫情消息较敏感的板块，但相信健康整固后仍将温和跑赢美股。我们建议对中国成长股采取逢低买入策略，包括互联网、医疗保健和非必需消费品等，预期这些板块中线仍有向上重估的潜力，受惠内地经济复苏和监管忧虑舒缓。

行业展望/个股速评

- **安踏体育 (2020 HK) - 2Q22 零售流水和折扣均好于预期，库存隐忧轻微。**2Q22 安踏/FILA 品牌零售流水同比只有中/高单位数的下滑，符合/好于招银国际 6%/15% 下滑的预期，表现亦远比滔搏/宝胜的 25% 以上/约 25% 的下跌佳。我们认为这受惠于：1) 安踏品牌“赢领计划”的成功，2) 6 月的强劲复苏，特别在 618 期间。其他品牌的零售流水亦录得同比 20-25% 增长，当中可隆的在线销售更因户外用品需求爆发而录得 100% 增长。我们预计公司在 1H22 将销售增长 3%，净利润下降 11%。同时，预计安踏品牌销售将增长 10%，利润率亦较有韧性。预计 FILA 品牌销售倒退 3%，利润率受经营负杠杆的影响会更明显，因为其成本比较刚性，费用减免的措施亦需要一定时间才能体现。亚玛芬的海外业务表现预计会好于国内，尽管 1H22 仍会出现亏损，但幅度将大幅减少。我们预计公司有机会下调对安踏/FILA 品牌全年零售流水 20%/15% 的增长目标，但我们认为最坏情况已过去。假设疫情可控，这增长目标应可套用至 2H22，因为：1) 6 月流水增长已经恢复至双位数，2) 受影响门店数量逐渐减少，3) 物流恢复正常，带动电商销售等。我们认为库存健康是公司的首要任务，因此下半年折扣率可能会提升，但由于库存水平不太高，所以我们预计只会适度增加。另外，我们不用担心国际品牌会打价格战，考虑到国际品牌 1H22 的利润率已经很低。我们维持买入评级，目标价上调至 115.47 港元，基于 25 倍 23E 市盈率，现价处于 20 倍水平。

- **绿城管理 (9979 HK) - 再超预期：1H22 新签约数据强劲。**

- **1H22 运营数据大超预期。**1) 公司在昨日收市后发布了上半年经营数据，公布 1H22 新签约面积 1323 万方，同比增 10%；新签项目代建费 40.6 亿元，同比增 26%，大幅超出市场预期及我们估计的 33 亿元。而且，占 2022 预估全年代建费的 48%，高于 2021 的 45%，意味着公司在 2H22E 需获得 45 亿新签代建费以达到 20% 的全年增长目标，这似乎并不难且公司表示很有信心。拆分季度来看，2Q22 新签代建费 21 亿元，同比增长 1.3 倍，主要由于 1Q22 在谈项目的招标过程或尽调过程因疫情被阻断，使项目延迟到 2Q22 签约。2) 根据绿城中国 (3900 HK) 公布的销售数据，

招银国际研究部

邮件: research@cmbi.com.hk

环球主要股市上市表现

	收市价	升/跌 (%)	
		单日	年内
恒生指数	21,124	-2.77	-9.72
恒生国企	7,321	-3.06	-11.11
恒生科技	4,623	-3.86	-18.48
上证综指	3,314	-1.27	-8.96
深证综指	2,187	-1.47	-13.55
深圳创业板	2,767	-1.78	-16.71
美国道琼斯	31,174	-0.52	-14.21
美国标普 500	3,854	-1.15	-19.13
美国纳斯达克	11,373	-2.26	-27.31
德国 DAX	12,832	-1.40	-19.22
法国 CAC	5,996	-0.61	-16.17
英国富时 100	7,197	0.00	-2.55
日本日经 225	26,812	1.11	-6.87
澳洲 ASX 200	6,602	-1.14	-11.32
台湾加权	14,341	-0.86	-21.29

资料来源: 彭博

港股分类指数上市表现

	收市价	升/跌 (%)	
		单日	年内
恒生金融	32,971	-1.64	-2.65
恒生工商业	11,946	-3.61	-14.65
恒生地产	27,935	-2.99	-5.56
恒生公用事业	42,928	-0.47	-15.31

资料来源: 彭博

沪港通及深港通上市耗用额度

	亿元人民币
沪港通 (南下)	2.93
深港通 (南下)	-5.18
沪港通 (北上)	19.11
深港通 (北上)	-9.37

资料来源: 彭博

绿城管理 6 月的合同销售也大幅强于市场，环比增长 84%，同比降幅收窄至 -6%，远高于行业平均水平（环比增长 55%，同比下降 43%）。1H22 公司合同销售额同比下降 20%，远好于行业平均水平（同比下降 51%）。

- **客户结构保持健康。**来自民企/政府国企/金融机构的代建项目分别占 2Q22 新签约代建费的 22.7%/59%/18.3%，对比 2021 年底 24%/73%/2% 的占比，维持着健康的结构。公司表示看到政府代建项目类型在继续多元化，且预计资方代建方面能在 2H22-1H23 看到更多标准化的突破。
- **我们认为公司可能为近期较优质的选择。**考虑到 **1)** 公司 1H22 业绩可能是近期股价上升的催化剂；**2)** 当旭辉、金地等同业展示其在代建领域的良好进展时，行业也将受到更多积极关注，预计此类事件将在 1H22 业绩期更频繁的出现；**3)** 公司确定不会再增加让投资者担忧的第三方贷款金额。**4)** 近期开发商和物管公司估计将受偿债高峰的到来和 7 月销售转弱的影响而波动。我们认为绿城管理可能是短期较为不错的选择。我们维持买入评级和 8.09 港元目标价不变，对应 18 倍 2022E 市盈率。风险：1) 由于疫情而再次进行大规模封锁；2) 2H22 房地产销售弱于预期；3) 关于母公司的负面新闻报道等。
- **美东汽车 (1268 HK) – 1H22 业绩充满不确定性；下半年关键还在追星整合。**
 我们预测美东 1H22 收入同比增长 3%，净利同比下滑 10% 至 4.8 亿元人民币。但这半年业绩的预测难度前所未有地大，因为疫情等原因带来的新车毛利不确定性叠加追星并购带来的非运营的费用。
 - **不管不确定性有多高，保时捷的贡献肯定最大：**我们估算 1H22 美东保时捷新车销售 4,000 台（追星有大约 2 个月的并表时间），我们预计保时捷将贡献 1H22 一半的新车毛利。我们也预测全年保时捷销量为 11,400 台。
宝马新车毛利率最不确定：宝马在年初收回燃油车的经销商返利一个点，但我们认为疫情给宝马带来的冲击可能高于保时捷和雷克萨斯，再叠加我们预测的宝马 1H22 销量同比下滑 25%，宝马对美东利润的拖累可能会比较大。
 - 根据 4 月 4 日披露的通函，追星并表可能会带来 30.6 亿人民币的无形资产增加，如果按 20 年平均摊销，每年产生的摊销费用约为 1.5 亿元人民币。虽然今年 1 月发行的可转债是零票息，仍有可能在损益表上产生名义上的利息支出，我们估算每年可能约 9,000 万元人民币左右。这些非运营上的支出将又因为销量的下滑而被放大。
 - 我们认为 1H22 业绩有可能是利空出尽的信号，预测 2H22 净利润同比上升 32% 至 8.3 亿元人民币，当然追星的整合进度将是下半年业绩的关键。我们维持买入评级，下调目标价至 40 港元。

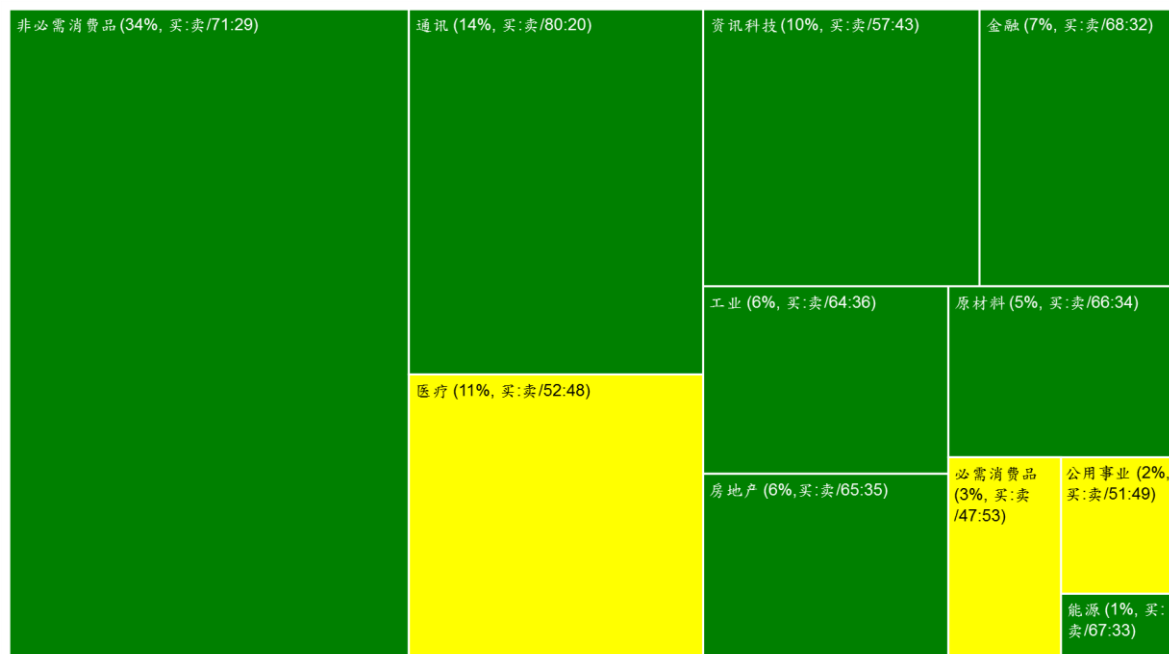
招銀國際環球市場焦點股份

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											
理想汽车	LI US	汽车	买入	37.33	48.00	29%	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%
亿和控股	838 HK	汽车	买入	1.38	3.00	117%	7.3	4.6	N/A	11.5	4.4%
晶盛机电	300316 CH	装备制造	买入	68.35	93.00	36%	32.9	26.8	9.6	33.4	0.6%
三一国际	631 HK	装备制造	买入	8.31	14.60	76%	13.4	11.3	2.3	17.7	2.2%
顺丰控股	002352 CH	快递	买入	52.50	94.00	79%	33.9	23.2	3.0	9.2	0.6%
海尔智家	6690 HK	可选消费	买入	27.80	33.13	19%	13.8	11.6	2.0	17.0	2.9%
特步国际	1368 HK	可选消费	买入	14.12	16.21	15%	25.2	20.5	3.6	14.6	2.4%
华润啤酒	291 HK	必需消费	买入	52.65	71.00	35%	37.6	34.7	5.6	15.0	1.1%
思摩尔	6969 HK	必需消费	买入	22.00	25.20	15%	31.4	23.5	5.4	19.9	1.1%
中国中免	601888 CH	必需消费	买入	207.35	232.00	12%	41.5	28.8	11.1	26.9	0.8%
药明生物	2269 HK	医药	买入	77.05	146.12	90%	62.2	45.5	6.4	12.7	0.0%
信达生物	1801 HK	医药	买入	36.45	58.3	0.6	N/A	N/A	5.1	N/A	0.0
邮储银行	1658 HK	银行	买入	5.67	8.40	48%	5.2	4.8	0.6	10.5	5.8%
人保财险	2328 HK	保险	买入	8.21	11.64	42%	6.4	5.0	0.7	12.0	7.1%
快手	1024 HK	互联网	买入	82.20	120.00	46%	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%
华润置地	1109 HK	房地产	买入	36.00	44.79	24%	6.3	N/A	0.9	14.3	5.5%
碧桂园服务	6098 HK	房地产	买入	28.45	47.63	67%	14.4	10.4	8.0	14.1	1.7%
歌尔股份	002241 CH	科技	买入	32.39	40.80	26%	18.9	15.6	N/A	18.1	0.8%
韦尔股份	603501 CH	科技	买入	156.06	200.00	28%	27.4	22.4	6.2	22.5	0.4%
广联达	002410 CH	软件 & IT 服务	买入	50.40	85.00	69%	66.3	57.3	10.1	15.0	0.4%

资料来源：彭博、招銀國際環球市場研究 (截至 2022 年 7 月 11 日)

招銀国际环球市场上日股票交易方块 – 11/7/2022

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 $\geq$ 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作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或赔偿责任。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。