

每日投资策略

宏观展望及行业/个股点评

宏观策略

■ **中国宏观 - 非线性经济复苏**：得益于经济重启、信贷政策放松与政策向亲商务实方向转变，中国经济进入复苏周期。随着中央决策层将关注点转向经济增长，地方政府和国有企业都在追求实现开门红。人员流动性逐步恢复，支撑部分服务消费快速修复。房屋销售、大额消费和企业资本支出可能延续渐进修复，且复苏节奏和速度将有波动。中国再通胀压力将相对温和，通胀可能在1H23回落，在2H23反弹。流动性和信贷政策将保持宽松。我们将2023年GDP增长预测从5.1%小幅上调至5.4%，但维持2024年4.9%的预测。

- 1) 中国的消费复苏具有两面性。**中国消费复苏既有亮点也有隐忧。随着民众开始外出工作或活动，交通、餐饮、旅游、住宿、娱乐、服装鞋帽、化妆品和个人护理等快速恢复。我们看到车站人头攒动、城市车水马龙和商场客流增多，预示家庭消费正在逐步恢复。但消费复苏也存在一些隐忧。1月家庭部门继续提前偿还房贷并增加储蓄，显示信心依然疲弱。核心CPI增速仅小幅回升，显示核心消费项并不强劲。房租项依然延续下跌，显示年轻人就业和收入状况依然疲弱。由于去年消费者信心严重受损，加上中国家庭预防性储蓄倾向一直偏高，这些都预示未来消费的修复可能是渐进的。
- 2) 房地产市场复苏可能非线性。**随着去年被压抑的需求逐渐释放和部分一线城市房价开始企稳，中国房地产市场可能会在未来几个月出现第一轮复苏。但在被推迟的存量需求释放完毕和政策可能动态变化后，未来复苏速度可能再次放缓。充满理想主义的政策部门总想在多个目标之间寻求平衡。随着复苏速度再次放缓，政策可能再度动态调整。整体来看，中国房地产市场将渐进恢复，且复苏步伐可能会有波动。我们预计商品房建筑面积和房地产开发投资在2022年分别下降24.3%和10%后，将在2023年下降7.5%和5%。
- 3) 流动性和信贷政策可能保持宽松。**由于1-2月新增贷款远超预期和一二线城市二手房市场明显回暖，短期内信贷政策大幅放松的可能性有所下降。但流动性和信贷政策不会收紧，而将保持宽松，因GDP增速仍低于潜在增速，且再通胀风险较低。中国经济复苏是非线性，且不同部门复苏并不平衡，房地产市场、大额消费品和私人资本支出的恢复将是渐进的。
- 4) 未来两年政策部门将延续亲商友好态度。**三年疫情、房地产下滑、互联网强监管与中美紧张局势增加了中国实现“十四五”规划目标和2035年远景目标的难度。在清楚地意识到这些严峻挑战后，中央决策层迅速调整各种政策，转向稳增长优先，展现亲商务实的政策态度，GDP增长和招商引资重新成为地方政府官员重要的KPI。由于经济复苏比较渐进，民营企业信心恢复需要一段时间，政策部门2023-2024年可能延续亲商友好态度。 ([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	20,887	0.81	5.59
恒生国企	7,064	1.04	5.35
恒生科技	4,312	1.27	4.43
上证综指	3,290	2.06	6.51
深证综指	2,162	1.72	9.42
深圳创业板	2,481	1.28	5.71
美国道琼斯	33,827	0.00	2.05
美国标普500	4,079	0.00	6.24
美国纳斯达克	11,787	0.00	12.62
德国DAX	15,478	-0.03	11.16
法国CAC	7,336	-0.16	13.31
英国富时100	8,014	0.12	7.55
日本日经225	27,532	0.07	5.51
澳洲ASX 200	7,352	0.06	4.44
台湾加权	15,551	0.46	10.00

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	34,142	0.83	5.23
恒生工商业	11,650	0.75	6.73
恒生地产	26,024	1.35	-0.06
恒生公用事业	37,654	0.43	2.24

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)	-19.67
深港通(南下)	-7.24
沪港通(北上)	69.29
深港通(北上)	14.54

资料来源：彭博

行业点评

■ 中国房地产行业 – 不动产基金试点利好大地产板块

昨晚证监会宣布不动产基金试点，鼓励民间和外国资本投资特定房地产领域，包括存量房和保障房。我们认为这个是长期利好的，原因如下：1) 大方向上表示政策还是支持的，消除了投资者对于短期政策反向的担心。2) 更多民间资本的参与将加速保交楼，不良资产处置和保障房建设，利好产业链。3) 同时给热钱进入其他房地产市场留下一些空间，增加流动性。所以我们继续看好地产完工相关的物管和产业链，以及二手房经纪板块，尤其考虑到最近二手房交易恢复速度超预期，春节后主要城市二手房交易同比上涨 53%。建议关注相关标的：越秀服务 (6626 HK)、中海物业 (2669 HK)、北新建材 (000786 CH)、贝壳 (BEKE US) 和我爱我家 (000560 CH)。(链接)

■ 中国必选消费行业 – 蒙牛、伊利公司点评

过去一年蒙牛 (2319 HK) 和伊利 (600887 CH) 均不在我们的首推股票当中，原因是除了去年低于预期的业绩以外，我们认为乳制品对于中国经济重开敏感度是比其他食品饮料子板块要低。我们维持以上观点，但我们认为随着进入业绩期，蒙牛和伊利股价将有机会因为符合预期的业绩而短线反弹。

估值层面来看，两公司在去年重开后一直跑输指数。相对已经出现明显反弹的同业，蒙牛、伊利股价还徘徊在平均以下的一至两个标准差。业绩基本面的来看，根据我们最近对蒙牛及伊利进行的公司调研，两公司四季度业绩已转趋稳定，下半年业绩理论上应该符合市场的低预期。虽然公司对 2023 年并未作出具体指引，但受益于重开以及原奶价格高位回落，我们相信今年两公司业绩将会有明显改善。

考虑到市场预测两公司营收增长中单至高单位数，属于保守的范围内，我们认为去年下半年以及 2023 年全年盈利下行风险属于较低水平。我们相信符合预期的业绩将重振市场信心，拉近公司以及同业在估值上的距离。我们维持蒙牛、伊利的买入评级。经过微修盈利后，我们提升蒙牛/伊利的目标价至 52 港元/44 元人民币。我们重申在必选消费板块里面，首推维持茅台 (600519 CH)，华润啤酒 (291 HK)，珀莱雅 (603605 CH) 及中免 (601888 CH)，而蒙牛和伊利现阶段我们只看短期的投资机会。(蒙牛: 链接/ 伊利: 链接)

个股速评

■ 众安在线 (6060 HK, 买入, 目标价: 33.82 港元) – 2022 全年业绩前瞻: 2H22 承保利润率有望持续改善

公司将于 3 月 21 日(星期二)收市后公布 2022 年全年业绩。我们预计公司 2H22 承保业务的综合成本率有望实现边际改善；同时虚拟银行和科技业务方面的净亏损将进一步收窄。上周五收市后，公司发布了 2022 年全年业绩的盈利预警，预计 2022 年公司的归母净亏损可能达 13-15 亿元人民币；相较于 2021 年同期，公司的归母净利润达 11.65 亿元人民币。

公司去年录得净亏损的原因主要是：1) 投资收益大幅下降，公司自 2022 年 1 月 1 日起开始采用 IFRS 9 替代原有的 HKAS 39 会计准则，从而改变了投资组合中金融资产价值测算和计量的方式，导致投资收益对公司归母净利润的贡献减少 10-12 亿元。若排除提前采用 IFRS 9 会计准则对投资组合中金融资产计价的影响，我们测算公司在 2H22 实际上取得了 3 亿元人民币的净利润；2) 美元/人民币大幅升值所带来的汇兑损失。随着公司财险业务的综合成本率进一步压降至 98.6%，承保利润有望得以进一步提升。我们看好公司的虚拟银行和科技输出业务，强劲的收入增长所带来的规模效应有望推动该两大业务条线的净亏损在 2H22 得以边际收窄，并于 FY23-FY24 实现盈利转正。重申买入评级，目标价维持 33.82 港元；截至 2 月 20 日收盘，公司股价交易于 1.6 倍 FY23E 市净率和 1.0 倍 FY23E 市销率水平。(链接)

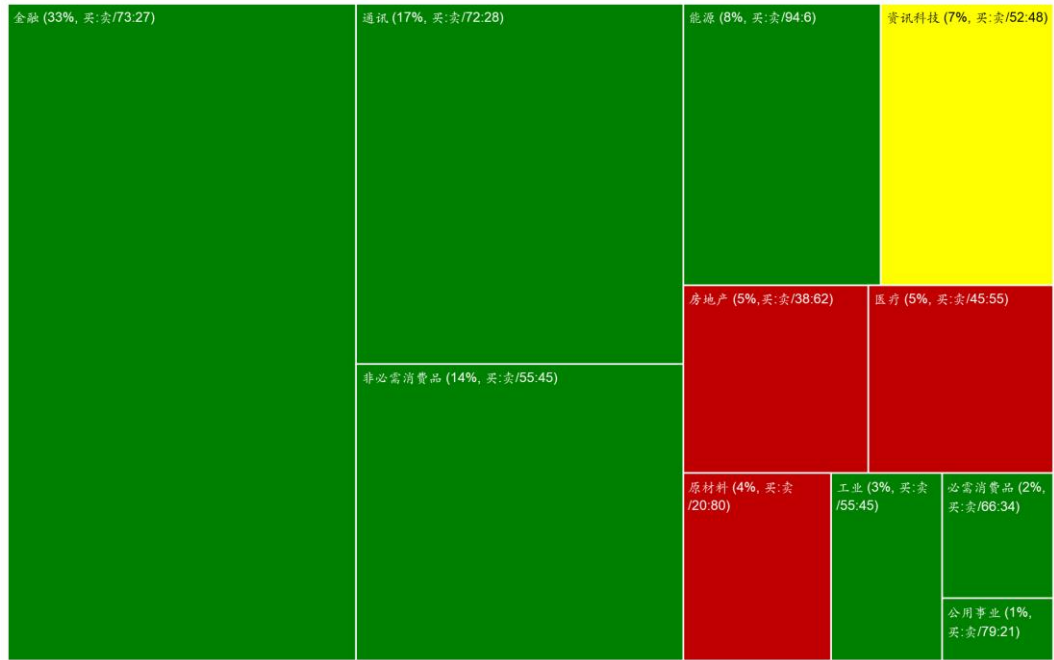
招銀國際環球市場焦點股份

公司名字	股票代码	行业	评级	现价 (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
长合											
理想汽车	LI US	汽车	买入	24.04	44.00	83%	N/A	610.4	N/A	N/A	0.0%
吉利汽车	175 HK	汽车	买入	11.52	16.50	43%	21.9	18.7	N/A	6.6	1.7%
捷佳伟创	300724 CH	装备制造	买入	122.13	187.00	53%	40.8	34.0	5.9	15.6	0.2%
中联重科	1157 HK	装备制造	买入	5.05	5.20	3%	13.4	10.8	0.7	5.0	3.2%
兖煤澳大利亚	3668 HK	煤炭	买入	30.05	53.00	76%	1.9	2.3	0.7	39.0	25.8%
华润燃气	1193 HK	燃气	买入	34.70	39.10	13%	11.6	10.5	1.7	11.9	0.0%
大家乐	341 HK	可选消费	买入	12.38	15.10	22%	31.2	18.1	2.4	8.0	2.3%
百胜中国	9987 HK	可选消费	买入	491.40	554.60	13%	29.1	23.5	2.8	11.7	0.8%
江南布衣	3306 HK	可选消费	买入	10.46	12.70	21%	7.9	6.5	2.6	32.7	10.2%
华润啤酒	291 HK	必需消费	买入	58.70	77.40	32%	39.5	34.2	6.5	17.2	1.0%
百威亚太	1876 HK	必需消费	买入	23.25	27.20	17%	37.3	33.1	3.2	9.2	1.1%
贵州茅台	600519 CH	必需消费	买入	1875.00	2440.00	30%	37.7	31.6	10.5	27.9	2.8%
中国中免	601888 CH	必需消费	买入	205.97	255.00	24%	58.8	40.4	12.2	20.0	0.4%
珀莱雅	603605 CH	必需消费	买入	189.61	184.00	-3%	52.7	38.7	11.2	21.4	0.6%
信达生物	1801 HK	医药	买入	41.45	52.60	27%	N/A	N/A	5.9	N/A	0.0%
药明生物	2269 HK	医药	买入	58.50	120.40	106%	44.1	32.0	6.0	12.9	0.0%
中国人寿	2628 HK	保险	买入	14.10	20.90	48%	9.5	6.9	0.7	10.3	4.5%
腾讯	700 HK	互联网	买入	377.00	450.00	19%	27.1	N/A	3.5	12.3	0.4%
拼多多	PDD US	互联网	买入	93.42	116.90	25%	23.3	20.5	45.0	33.7	0.0%
快手	1024 HK	互联网	买入	60.75	94.00	55%	N/A	N/A	N/A	55.0	0.0%
华润置地	1109 HK	房地产	买入	36.90	45.10	22%	8.6	7.7	1.0	11.2	5.2%
京东方精电	710 HK	科技	买入	19.18	26.00	36%	25.4	18.6	N/A	14.7	0.0%
闻泰科技	600745 CH	科技	买入	56.89	88.60	56%	24.2	16.1	1.9	7.9	0.4%
金蝶	268 HK	软件 & IT 服务	买入	16.02	23.80	49%	N/A	N/A	6.7	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20日)

招銀国际环球市场上日股票交易方块 – 20/2/2023

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。