

# 每日投资策略

## 宏观及行业/个股点评

### 宏观策略

#### ■ 中国宏观经济—中国外贸下滑显示全球衰退风险尚未解除。

由于全球商品需求下降、去通胀和地缘关系紧张，中国 1-2 月出口延续下降。近期美欧经济好于预期主要来自服务业支撑，不可贸易部门对全球贸易的提振作用比较有限。在高基数和高利率作用下，全球房地产市场和宅经济大幅下滑，打击相关资本品和耐用消费贸易。同时，俄乌战争和中美冲突推动全球供应链进一步区域化、本地化和碎片化，影响中国出口。中国进口在 1-2 月进一步恶化且大幅低于预期，主要由于大宗商品价格下跌、国内复苏初期以服务业为主导和更多产品国产化替代等因素的影响。我们预计中国商品出口和进口在 2023 年分别下降 3.5% 和增长 0.5%，而 2022 年分别增长 7.1% 和 1%。中国外贸疲弱表明全球衰退风险尚未解除，中国将保持宽松信贷政策以提振内需增长。

#### • 由于海外商品需求和通胀下降及全球供应链重组，中国出口持续萎缩。

中国商品出口继去年 12 月同比下降 9.9% 后，今年 1-2 月同比下跌 6.8%，好于市场预期。大部分产品出口继续下降，汽车、钢材等少数产品出口增长强劲。中国出口萎缩主要有两个原因。一是海外商品需求持续萎缩，生产者价格和进口价格大幅下滑。近期全球经济好于预期主要来自服务业支撑，而服务业对全球贸易活动的提振比较有限。随着全球房地产市场和商品消费下行，中国耐用消费品和资本品出口大幅下滑。二是俄乌战争和中美冲突推动全球供应链重组。美国维持对中国商品高关税，并将越来越多的中国公司列入制裁或限制名单。跨国公司持续推进“中国+1”或“中国+X”的供应链分散化战略。中国与美欧的贸易伙伴关系进一步减弱，与东盟的经贸联系持续加强。今年前两个月，中国对美国 and 欧盟的出口同比分别下降 21.8% 和 12.2%，而 2022 年分别增长 1.2% 和 8.6%。同时，中国对最大贸易伙伴东盟的出口同比增长 9%，而 2022 年增长 17.7%。分企业来看，2021 年下半年以来，在华外资企业出口开始大幅落后于中国国企和民企出口，中国在美国和欧盟进口中的市场份额逐步回落。

• 因大宗商品价格回落、复苏初期以服务业为主和国产替代效应，中国商品进口进一步下降。中国商品进口继去年 12 月同比下降 7.5% 后，今年 1-2 月进一步下滑 10.2%，低于市场预期。中国经济重启通过恢复供应链和提振需求信心，支撑大宗商品进口量开始回升，但大宗商品价格回落抑制进口表现。同时，中国经济第一阶段复苏以服务业恢复为主要驱动，耐用消费和资本品需求恢复对进口的提振仍需要一些时间。中国集成电路进口量同比降幅由去年的 15.3% 扩大至今年 1-2 月的 26.5%，显示全球电子产品需求仍在恶化，美国对中国半导体产业的打压可能也有重要影响。今年 1-2 月中国机床进口量同比下降 10.3%，说明企业资本支出仍比较疲弱。由于国产化趋势日益明显，1-2 月汽车进口量同比下降 30.4%。受益于需求强劲或改善，中国 1-2 月药品和飞机的进口量大幅回升。随着中澳贸易关系改善和中国持续加大能源保障，中国煤炭进口量大幅反弹。

• 预计 2023 年中国商品出口下降 3.5%，商品进口增长 0.5%。由于海外需求下行、去通胀和中美紧张关系持续，中国商品出口可能在上半年延续疲弱，下半年因低基数有所改善。预计今年四个季度的出口增速分别为 -9%、-5%、-2% 和 2%。经济重启和需求复苏将提振中国进口量增速，但以服务业为特点的复苏模式和大宗商品价格回落将抑制中国进口的上行空间。中国商品进口增速可能由 2022 年的 1% 小幅回落至 2023 年的 0.5%。

### 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       | 20,534 | -0.33   | 3.81  |
| 恒生国企       | 6,912  | -0.36   | 3.09  |
| 恒生科技       | 4,123  | -1.31   | -0.15 |
| 上证综指       | 3,285  | -1.11   | 6.34  |
| 深证综指       | 2,109  | -2.02   | 6.74  |
| 深圳创业板      | 2,384  | -1.97   | 1.57  |
| 美国道琼斯      | 32,856 | -1.72   | -0.88 |
| 美国标普 500   | 3,986  | -1.53   | 3.83  |
| 美国纳斯达克     | 11,530 | -1.25   | 10.16 |
| 德国 DAX     | 15,560 | -0.60   | 11.75 |
| 法国 CAC     | 7,339  | -0.46   | 13.37 |
| 英国富时 100   | 7,919  | -0.13   | 6.28  |
| 日本日经 225   | 28,309 | 0.25    | 8.49  |
| 澳洲 ASX 200 | 7,365  | 0.49    | 4.63  |
| 台湾加权       | 15,858 | 0.60    | 12.17 |

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   | 34,440 | 0.21    | 6.15  |
| 恒生工商业  | 11,241 | -0.70   | 2.99  |
| 恒生地产   | 25,887 | -0.40   | -0.59 |
| 恒生公用事业 | 37,670 | 0.15    | 2.28  |

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) | -1.26  |
| 深港通 (南下) | 13.59  |
| 沪港通 (北上) | 25.46  |
| 深港通 (北上) | -10.07 |

资料来源: 彭博

- 外貿活動疲軟增加了中國保持寬松信貸政策以提振內需的可能性。外貿疲軟將制約中國經濟復蘇，中國將更加依賴內需來恢復增長。儘管中國保守的 GDP 增長目標降低了市場對未來政策空間的預期，但我們認為中國可能在下半年不得不再度放鬆政策，因為國內復蘇步伐可能放緩，海外經濟可能進入衰退。同時，中國將被迫保持寬松信貸政策，以緩解房地產市場壓力、降低地方政府債務風險並提振民營企業信心。 ([鏈接](#))

## 个股速评

- 攜程 (TCOM US; 買入; 目標價: 44.6 美元) – 被壓制的需求釋放促進營收及利潤復蘇。

攜程公布 4Q22 業績：營收為 50 億元人民幣，同比增長 7%，較招銀國際/彭博一致預期高 3/4%。Non-GAAP 淨利潤為 4.98 億元人民幣，好於招銀國際/彭博一致預期的淨虧損 1.4/1.5 億元人民幣，主因好於預期的成本管控。受益於被壓制的需求釋放，尤其是商旅需求釋放，1Q23 國內旅遊和出境遊的復蘇好於我們的預期。此外，攜程在行業逆風中採取的成本管控措施有望在營收逐步正常化的過程中助力利潤率迅速恢復。考慮到好於預期的收入和利潤復蘇，我們將基於 DCF 的目標價上調 12% 至 44.6 美元，對應 Non-GAAP 下 37/23x 2023/2024E PE，維持買入評級。 ([鏈接](#))

- 瑞聲科技 (2018 HK; 持有; 目標價: 15.62 港元) – 4Q22 業績預覽：短期業績壓力猶存。

瑞聲科技將在 3 月 23 日披露 4Q22 業績。我們預計 4Q22 公司收入/淨利潤將同比增長 16%/18% 至 55.8 億/2.5 億元人民幣，略低於市場一致性預期，主要受到大客戶蘋果在 3Q/4Q22 傳統旺季對於公司聲學/馬達業務的拉動以及東陽收入對於 PM 業務的貢獻。同時，4Q22 公司光學業務依然承压。分業務線來說，我們預測公司 4Q22 聲學/ED&PM/光學業務收入分別同比增長 2%/31%/29%。展望 2023 年上半年，安卓手機產業鏈去庫存依然在進行中，恰逢大客戶蘋果傳統銷售淡季，我們認為整體手機市場疲軟疊加公司光學業務持續虧損，將在短期內拖累公司整體業績表現。目前公司股價對應估值為 16.4x FY23 市盈率，我們認為是合理的估值水平。維持持有評級，我們以 SOTP 估值法計算目標價為 15.62 港元，對應 14.1x FY23E 市盈率。 ([鏈接](#))

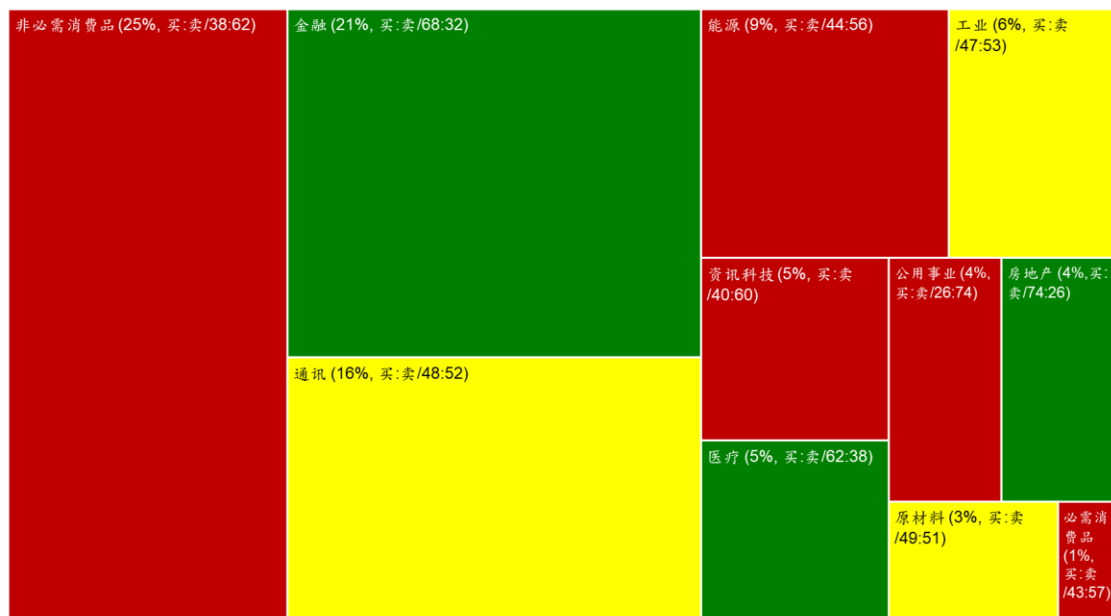
## 招銀國際環球市場焦點股份

|        |           |         |    | 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     |           |         |    |         |         |       |        |       |        |        |       |
| 理想汽车   | LI US     | 汽车      | 买入 | 23.59   | 44.00   | 87%   | 608.6  | 119.1 | N/A    | 3.1    | 0.0%  |
| 吉利汽车   | 175 HK    | 汽车      | 买入 | 10.70   | 16.50   | 54%   | 20.6   | 17.6  | N/A    | 6.6    | 1.8%  |
| 捷佳伟创   | 300724 CH | 装备制造    | 买入 | 125.20  | 187.00  | 49%   | 41.9   | 34.9  | 6.1    | 15.6   | 0.2%  |
| 中联重科   | 1157 HK   | 装备制造    | 买入 | 4.72    | 5.20    | 10%   | 12.7   | 10.2  | 0.7    | 5.0    | 3.3%  |
| 兖煤澳大利亚 | 3668 HK   | 煤炭      | 买入 | 33.10   | 48.00   | 45%   | 2.3    | 2.6   | 0.8    | 40.0   | 23.1% |
| 华润燃气   | 1193 HK   | 燃气      | 买入 | 31.80   | 39.10   | 23%   | 10.8   | 9.8   | 1.6    | 11.9   | 0.0%  |
| 大家乐    | 341 HK    | 可选消费    | 买入 | 12.16   | 15.10   | 24%   | 31.1   | 18.0  | 2.4    | 8.0    | 2.3%  |
| 百胜中国   | 9987 HK   | 可选消费    | 买入 | 481.40  | 554.60  | 15%   | 28.9   | 23.4  | 2.8    | 11.7   | 0.8%  |
| 江南布衣   | 3306 HK   | 可选消费    | 买入 | 9.96    | 11.76   | 18%   | 9.0    | 7.6   | 2.5    | 28.9   | 10.5% |
| 华润啤酒   | 291 HK    | 必需消费    | 买入 | 61.60   | 77.40   | 26%   | 42.0   | 36.4  | 6.9    | 17.2   | 0.9%  |
| 百威亚太   | 1876 HK   | 必需消费    | 持有 | 23.45   | 26.60   | 13%   | 30.1   | 30.1  | 3.5    | 11.3   | 1.7%  |
| 贵州茅台   | 600519 CH | 必需消费    | 买入 | 1788.30 | 2440.00 | 36%   | 35.9   | 30.1  | 10.0   | 27.9   | 2.9%  |
| 中国中免   | 601888 CH | 必需消费    | 买入 | 188.60  | 255.00  | 35%   | 53.9   | 37.0  | 11.2   | 20.0   | 0.4%  |
| 珀莱雅    | 603605 CH | 必需消费    | 买入 | 185.06  | 184.00  | -1%   | 51.4   | 37.8  | 10.9   | 21.4   | 0.6%  |
| 信达生物   | 1801 HK   | 医药      | 买入 | 42.25   | 52.60   | 24%   | N/A    | N/A   | 6.1    | N/A    | 0.0%  |
| 药明生物   | 2269 HK   | 医药      | 买入 | 55.65   | 96.55   | 73%   | 42.9   | 32.9  | 5.7    | 13.3   | 0.0%  |
| 中国人寿   | 2628 HK   | 保险      | 买入 | 13.86   | 20.90   | 51%   | 9.5    | 6.8   | 0.7    | 10.3   | 4.6%  |
| 腾讯     | 700 HK    | 互联网     | 买入 | 357.00  | 450.00  | 26%   | 26.0   | N/A   | 3.3    | 12.3   | 0.4%  |
| 拼多多    | PDD US    | 互联网     | 买入 | 93.67   | 116.90  | 25%   | 23.8   | 20.8  | 45.9   | 33.7   | 0.0%  |
| 快手     | 1024 HK   | 互联网     | 买入 | 55.85   | 94.00   | 68%   | N/A    | N/A   | N/A    | 55.0   | 0.0%  |
| 华润置地   | 1109 HK   | 房地产     | 买入 | 37.85   | 45.10   | 19%   | 8.9    | 8.0   | 1.0    | 11.2   | 5.0%  |
| 京东方精电  | 710 HK    | 科技      | 买入 | 17.34   | 26.00   | 50%   | 23.3   | 17.0  | N/A    | 14.7   | 0.0%  |
| 闻泰科技   | 600745 CH | 科技      | 买入 | 51.94   | 88.60   | 71%   | 22.1   | 14.7  | 1.8    | 7.9    | 0.4%  |
| 金蝶     | 268 HK    | 软件&IT服务 | 买入 | 15.30   | 23.80   | 56%   | N/A    | N/A   | 6.5    | N/A    | 0.0%  |

资料来源：彭博、招银国际环球市场研究 (截至 2023 年 3 月 7 日)

## 招銀国际环球市场上日股票交易方块 – 7/3/2023

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。