

每日投资策略

宏观展望及行业/个股点评

行业速评

■ **中国汽车行业-库存高企为销量复苏带来阻碍。**1月中国乘用车零售销量同比下滑43%，和我们此前的预测（下滑44%）基本一致；批发销量同比下滑33%，绝对量比我们此前的预测多30%，主要因为去库存低于预期以及出口销量超预期。我们测算1月行业终端库存仅减少2.6万台，目前的累计库存深度约为2个月；而新能源车库存单月增加3.1万台，新能源车的累计库存深度达到3个月。我们担心最坏的情况或许是2018年下半年销量大幅下滑的重现，即使软着陆也会带来利润的阵痛。

折扣扩大释放利润弱化的信号：1月大部分品牌的终端折扣均有所扩大，可能影响车企上半年的利润水平。我们认为在库存降到合理水平之前，终端折扣很难回收。同时，投资者对今年的车企利润预期已经降到很低水平，股价表现更依赖于市场份额的提升而非利润。

2月销量预测：2月前12天的乘用车零售销量同比增长57%（去年同期含6天春节假期）。今年春节后的销量恢复节奏略弱于去年。我们预测2月乘用车零售销量将同比增长16%至134万台，批发销量同比下滑2%（假设去库存）。我们预测2月新能源车零售渗透率为29%，对应零售销量约为39万台。

六大新品牌的终端的领先指标（含线索数量、进店量、新订单等）均开始环比改善，可能为2月之后的新能源车销量增长提供动力。春节后的新能源车市占率也呈现复苏趋势，2月第二周的市占率重回12月初以来的高位。（[链接](#)）

■ **中国地产行业-好消息就是坏消息？**地产股昨日有一定程度回调是由于媒体文章再次重提房地产价格上涨和金融系统风险，引发了市场对于利好政策止步掉头的担忧。

我们同意数据越好，政策支持就越少的逻辑，但支持性的房地产政策在未来几个月将继续保持，由于1)新房销售有改善但是仍然较弱（销售数据同比下降23%），如果政策转向，可能会削弱房地产投资及GDP增长。2)二手房市场的价格才开始稳定：根据我们追踪的8个城市销售数据，广州/杭州的价格从底部反弹约1-2%，而其他6个城市的价格在去年经历了10-30%的下调，目前才开始回稳。3)我们与专家沟通结论认为文章不会调转支持性政策继续的趋势，央行刺激需求和支持民企的政策也可以佐证。综上，我们不认为短期内，政策有充足的理由转向。

我们认为此轮回调为进入具有长期投资价值的子板块提供了机会，如：二手房住宅市场/保交楼/购物中心。在选股方面，我们推荐贝壳（BEKE US, 买入）（作为现房销售热潮的主要受益者）、越秀服务和中海物业（具有物业管理盈利能力）以及华润/龙湖/滨江/华发控股（作为受益于潜在的政策放松的房企）。（[链接](#)）

个股速评

■ **欢聚时代（YY US, 买入，目标价：49美元）-憧憬2H23E收入重拾增长。**我们预计JOYY 4Q22业绩将符合预期，预计收入同比下降9%（保持之前的预期不变），净利润预计为200万美元（利润率被Shopline亏损所摊薄）。收入端，Bigo live收入预计环比下降3%，主要因为世界杯的举办在中东地区

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	20,812	-1.43	5.21
恒生国企	7,018	-1.30	4.67
恒生科技	4,289	-0.97	3.87
上证综指	3,280	-0.39	6.19
深证综指	2,188	-0.06	10.73
深圳创业板	2,547	-0.70	8.54
美国道琼斯	34,128	0.11	2.96
美国标普500	4,148	0.28	8.02
美国纳斯达克	12,071	0.92	15.33
德国DAX	15,506	0.82	11.37
法国CAC	7,301	1.21	12.78
英国富时100	7,998	0.55	7.33
日本日经225	27,502	-0.37	5.39
澳洲ASX 200	7,352	-1.06	4.45
台湾加权	15,433	-1.42	9.16

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	33,814	-1.62	4.22
恒生工商业	11,653	-1.27	6.76
恒生地产	25,701	-2.22	-1.30
恒生公用事业	38,170	-0.29	3.64

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)	29.36
深港通(南下)	41.48
沪港通(北上)	-10.92
深港通(北上)	11.38

资料来源：彭博

造成部分用户分流。Bigo 在部分发达国家已实现了正增长，比如澳大利亚、新西兰和英国。利润端，受年度盛典投入和 Shopline 亏损摊薄，我们预计 4Q22 经调整净利润率下降到 0.4%。展望 2023 年，1Q23 作为传统的直播淡季，我们预计收入环比下降 6%，源于农历新年和斋月节影响及来自短视频的竞争压力。但随着付费用户的增长以及中东市场的企稳，我们预计 Bigo 将在 2H23 恢复正增长。Shopline 的亏损（单月亏 1,000 万美元）虽然在短期稀释利润率，但长期利润率改善趋势不变。我们预计 2023/24 年的经调整利润率为 6.1%/6.8%，主要是受益于 Hago 和 Likee 的亏损收窄，并预期两个业务将在 2023 年实现转正。为了反映 1Q23E 短期逆风，我们下调 2022-24 年净利润 0.0-2.6%，基于 SOTP 目标价为 49 美元，对应 2023 年 23.3 倍市盈率（我们给予 Bigo live 2023 年 6 倍市盈率）。（[链接](#)）

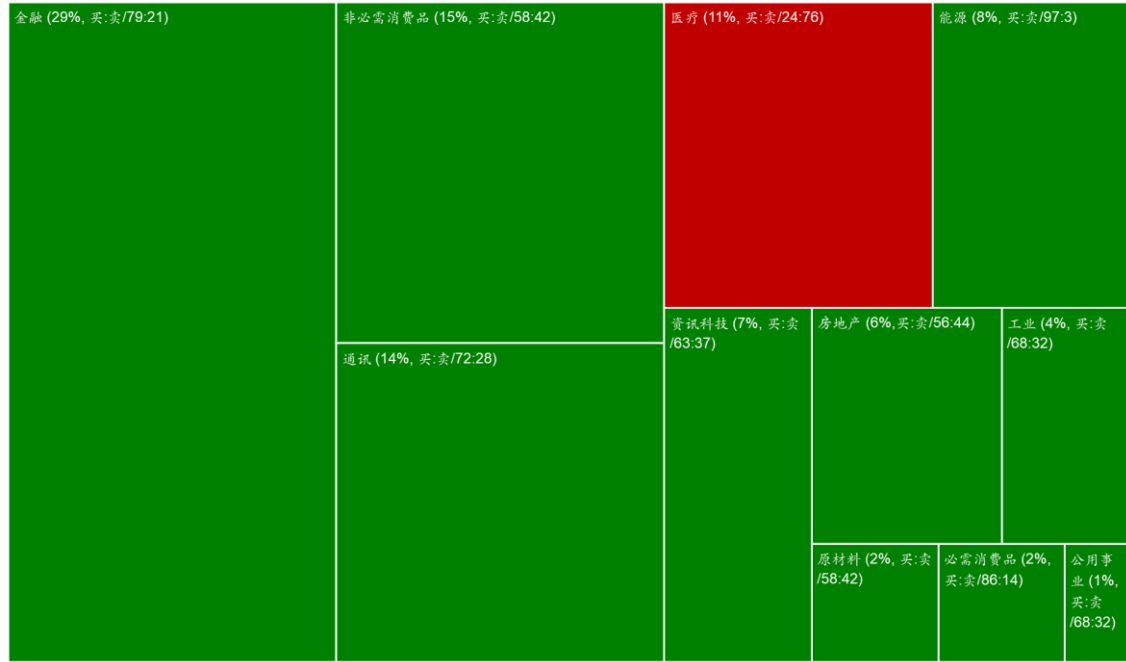
招銀國際環球市場焦點股份

公司名字	股票代码	行业	评级	股价 (当地货币)	目标价 (当地货币)	上行/下行 空间	市盈率(倍) 2022E 2023E	市净率(倍) 2022E	ROE(%) 2022E	股息率 2022E
长仓										
理想汽车	LI US	汽车	买入	25.39	44.00	73%	N/A 644.6	N/A	N/A	0.0%
吉利汽车	175 HK	汽车	买入	11.62	16.50	42%	22.1 18.8	N/A	6.6	1.7%
捷佳伟创	300724 CH	装备制造	买入	130.95	187.00	43%	43.8 36.5	6.4	15.6	0.2%
中联重科	1157 HK	装备制造	买入	4.53	5.20	15%	12.0 9.6	0.6	5.0	3.5%
兖煤澳大利亚	3668 HK	煤炭	买入	31.05	53.00	71%	2.0 2.3	0.7	38.5	24.8%
华润燃气	1193 HK	燃气	买入	34.20	39.10	14%	11.4 10.4	1.7	11.9	0.0%
大家乐	341 HK	可选消费	买入	12.74	15.10	19%	32.1 18.6	2.4	8.0	2.3%
百胜中国	9987 HK	可选消费	买入	466.60	554.60	19%	27.5 22.3	2.6	11.7	0.9%
江南布衣	3306 HK	可选消费	买入	11.00	12.70	15%	8.3 6.9	2.7	32.7	9.7%
华润啤酒	291 HK	必需消费	买入	59.75	77.40	30%	40.1 34.8	6.6	17.2	1.0%
百威亚太	1876 HK	必需消费	买入	23.35	27.20	16%	37.4 33.2	3.2	9.2	1.1%
贵州茅台	600519 CH	必需消费	买入	1841.00	2440.00	33%	37.0 31.0	10.3	27.9	2.8%
中国中免	601888 CH	必需消费	买入	200.50	255.00	27%	57.3 39.3	11.9	20.0	0.4%
珀莱雅	603605 CH	必需消费	买入	179.97	184.00	2%	50.0 36.7	10.6	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	60.45	120.40	99%	45.5 33.0	6.1	12.9	0.0%
中国人寿	2628 HK	保险	买入	13.56	20.90	54%	9.1 6.6	0.7	10.3	4.7%
腾讯	700 HK	互联网	买入	377.00	381.60	1%	27.0 N/A	3.5	12.3	0.4%
拼多多	PDD US	互联网	买入	94.46	92.90	-2%	29.9 24.4	45.5	26.2	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	35.95	45.10	25%	8.3 7.5	0.9	11.2	5.4%
京东方精电	710 HK	科技	买入	18.96	26.00	37%	24.8 18.1	N/A	15.6	0.0%
闻泰科技	600745 CH	科技	买入	59.87	88.60	48%	25.5 16.9	2.0	7.9	0.4%
金蝶	268 HK	软件 & IT 服	买入	16.68	23.80	43%	N/A N/A	7.0	N/A	0.0%

资料来源：彭博、招銀國際環球市場研究 (截至 2023 年 2 月 15 日)

招銀国际环球市场上日股票交易方块 – 15/2/2023

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。