

## 策略观点

### 迎接中国新一轮政策宽松

- **宏观:** 中国经济 2Q 明显降速, 通缩压力上升, 唯部分服务业仍在复苏。政策部门对经济的乐观判断已经消退, 可能实施新一轮政策宽松, 包括降息降准、提振家居消费、进一步稳地产和加大对科技、高端制造业支持。美国经济 2Q 好于预期, 但近期“不着陆”可能增加远期着陆的破坏性, 衰退风险被推迟但尚未消除, 预计下半年加息 1-2 次, 仍有中小银行动荡风险, 信贷条件进一步收紧, 年底前后紧缩周期迎来拐点。
- **科技:** 乐观。AI 为全年投资主线, 产业链库存 2Q 逐步回稳, 在 3Q 新品发布、AI 驱动和补库存需求的拉动下, 产业链和市场逐步转向积极, 看好下半年 AI/MR 创新、需求回暖和国产替代所带来的投资机会。建议关注份额提升、周期回暖、创新确定性较高的产业链, 以及受益 AI 资本开支提升的相关芯片/存储/光模组/服务器产业链, 推荐鸿腾精密和中兴通讯。
- **软件及 IT 服务:** 谨慎, 上半年国内经济复苏速度慢, 企业维持谨慎的 IT 支出, 预计软件及 IT 服务行业公司上半年业绩承压, 板块在 8 月业绩前缺乏催化剂。长期看好软件国产化主题标的, 推荐买入金蝶国际 (268 HK), 建议关注亚信科技 (1675 HK)。
- **互联网:** 中性乐观。互联网公司基本面持续稳步改善, 但在短期整体板块流动性持续承压、增量资金较少的情况下基本面改善并非带动股价提升的关键因素, 且板块竞争维持激烈的情况下竞争格局的短期变动或为股价带来更多波动。在此阶段, 以下公司或有望在市场情绪恢复后展现更大的弹性: 1) 受益于监管推动行业整合且有进一步拓展市场份额, 基本面持续恢复、通过降本增效推动盈利增长的公司; 2) 持续受益于线下活动复苏且业绩恢复相对具备较高确定性的公司; 3) 主营业务可以持续获取现金流且新业务具备长期扩张前景的公司。推荐腾讯、拼多多、百度、阿里巴巴、网易、腾讯音乐。
- **医药:** 预期未来 6 个月医药行业将继续反弹, 驱动因素包括: 1) 疫情后医疗健康相关消费复苏, 特别是可选消费 (如辅助生殖、医美、中医)、择期手术 (如关节); 2) 医药政策平稳, 医保持续支持创新药, 集采对于药品、器械的影响可预期性强, 集采后部分产品国产替代加快 (如关节、IVD 等); 3) 宏观环境有机会改善, 或将推动 biotech 融资触底反弹以及 CXO 板块的需求复苏 (取决于全球加息周期等宏观因素, 仍有不确定性); 4) 部分低估值高股息率的个股具备估值修复机会, 特别是医药流通以及医疗服务龙头标的。
- **食品饮料、免税美妆奢侈品:** 6.18 大促美妆销售大致符合预期, 与我们年初以来定调的消费趋势无明显偏离。随着消费刺激政策出台, 化妆品行业将依然是主要受益者之一。但短期内消费两极化及高端化放缓将拉低国产品牌依靠升级策略而产生的效果。食品饮料端午、2 季度销售势态分歧明显; 啤酒维持强势, 白酒乳品调味品短线受压。主推华润啤酒, 青岛啤酒和珀莱雅。
- **可选消费:** 六月的增长比五月更慢, 各种宏观指标 (年青人失业率, 个人所得税收入和工业利润, PMI 等等) 也不好, 所以我们维持中性的行业评级。但因为行业估值很低, 只有 13 倍 23 财年市盈率, 和 22 年 10 月差不多, 所以市场也许已经消化了一部分的悲观预期。假若中国政府出台更有效利好消费的政策, 市场情绪也许会改善, 并带动行业估值向上重估。上调家电行业至看好, 推荐美的 (000333 CH) 和格力 (000651 CH), 也推荐百胜中国 (9987 HK), 滔搏 (6110 HK) 和亚朵 (ATAT US)。
- **汽车:** 6 月份乘用车零售销量有望超预期。6 月强劲的行业销售能否延续到下半年, 下半年的行业复苏究竟是 L 型复苏还是 U 型复苏, 是投资者关注的核心。我们预计终端折扣可能在 6-7 月达到顶峰, 因为主机厂下半年加库存的意愿可能不强。未来 2 个月投资者可能会关注上半年或二季度的业绩情况, 受到价格战的影响, 我们认为大部分车企的盈利情况可能会低于目前市场的一致预期。但相比盈利, 投资者今年可能更加看重车企的销量表现。继续看好行业变革中的引领者, 首推理想汽车 (LI US/2015 HK); 传统车企中建议关注长城汽车 (2333 HK/601633 CH)。

叶丙南, Ph.D

伍力恒

杨天薇, Ph.D

颜宇翔

贺赛一, CFA

陶冶

陆文韬, CFA

武煜, CFA

王银朋

黄本晨, CFA

王云逸

黄铭谦

胡永匡

史迹, CFA

窦文静, CFA

张苗

黄群

陈喆, CFA

冯键喙, CFA

夏微, CESGA

白毅阳, CFA

■ **房地产和物管：**谨慎乐观。6月开发商销售与预期一致，根据克而瑞公布的数据，我们追踪的主要开发商的销售总额在6月同比下跌35%，环比下跌2%。主要房企的销售总额1H23同比下降5%。其中，国央企由于较丰富的可售资源和品牌优势跌幅较小，越秀地产/保利发展/中海单月同比降9/22/28%。民企中，龙湖集团降幅较窄录得同比降29%；其他民企仍跑输市场较多。我们认为国央企和民企拿地的分化将使销售端的分化趋势继续保持。同时各地城市级别的放松政策还在持续出台，这将维持销售稳定在全年缓慢修复的节奏。

■ **传媒文娱：**中性乐观。6月传媒文娱行业因618结束、俄乌关系、经济刺激延迟等因素部分涨幅回落。随着大会将近、暑假档重磅剧集及游戏上线，我们预计7月板块仍然存在交易性机会，其中：1) 短视频电商/本地生活增势不减，广告复苏可期；2) 长视频期待暑期精品剧加速定档；3) 直播行业在短期逆风后有望于2H23E逐步复苏。当前宏观弱复苏下，我们认为内容文娱板块防御性凸显(非消费类标的，受宏观影响较小)，且竞争格局稳定、利润释放逻辑清晰。推荐买入爱奇艺、快手、同程艺龙。

■ **保险：**乐观。寿险方面，随着保证利率上限由3.5%下调至3%的窗口愈加接近，五月的上市寿险公司的总保费增速和新单保费增速都有所提升，“抢停售”效应明显。我们认为寿险新产品的定价利率下调将会有利于防范利差损风险，对寿险企业的长期价值有正面作用；从中短期看，在银行存款利率持续下调的情况下，储蓄保险在定价利率下调后仍然保有相当的吸引力。我们预计下半年主要上市寿险公司在销售端的重点会转向高利润率的价值型产品。产险方面，由于非车险占比持续提升，总体保费增速保持稳健。我们预计头部产险公司会持续受益于其较高的风险定价能力和较厚的准备金拨备。推荐买入太平洋保险、平安保险、中国人寿。

■ **资本品：工程机械/重卡选择性看好：**重卡销售六月份同比上升31%，连续五个月保持上升趋势，我们对全年行业增速23%保持乐观，我们在七月初把**重汽(3808 HK)**评级上调至买入，看好强劲的出口增长以及市占率持续提升，同时继续看好**潍柴动力(2338 HK, 000338 CH, 买入)**。工程机械方面，需求持续分化，高空作业平台和汽车起重机保持理想增速。但另一方面，地面机械挖掘国内需求仍然疲弱，同时出口增速放缓。我们选择性看好**浙江鼎力(603338 CH, 买入)**、**中联重科(1157 HK, 000157 CH)**和**三一国际(631 HK, 买入)**。**光伏设备看法谨慎：**尽管光伏各环节对产能升级的军备竞赛持续，但光伏产业链价格大幅度下跌的情况下，对后续设备更新的进度开始带来不确定性，继续对短期板块走势带来压力。

■ **能源—城燃、电力运营商：**

**城燃板块：**保持谨慎乐观，板块整体短期波动，但调整后估值具有吸引力，基本面稳中向好。5月数据天然气表观消费量小幅反弹，同比增长4.6%。国产气供给和进口都同比上升明显。预期气源供给和成本改善优于去年。近期相关居民顺价政策陆续出台利好城燃。此外，城燃企业给出2023年指引预期整体销气量同比恢复低双位数增长；推荐**华润燃气(1193 HK)**估值具有吸引力，持续收并购，居民顺价政策陆续公布，利好毛差改善；**新奥能源(2688 HK)**综合能源业务强劲增长势头持续，ESG评级较高。

**电力运营商：**国家能源局数据，2023年1-5月风电累计装机同比增长51.2%到16.36GW；累计并网装机容量382.6GW。其中5月新增装机2.16GW，同比增加74.19%。23年以来风电装机增长快速。用电和发电量保持快速稳定增长。发电其中火电同比增长15.9%，风电增长15.3%。电价方面：动力煤价格价格回落。虽有环比上升波动但是仍然同比回落较多利好火电运营商。关注**华润电力(836 HK)**，估值具有吸引力，预期2023年风光新增装机增加，火电成本下降，良好的预期股息率，新能源业务分拆A股上市预期进一步释放潜在价值。

图 1: 行业荐股

公司名字	股票代码	行业	评级	股价	目标价	上行/下行	市盈率(倍)		市净率(倍)	ROE(%)	股息率
				(当地货币)	(当地货币)	空间	2023E	2024E	2023E	2023E	2023E
<b>长仓</b>											
鸿腾精密	6088 HK	科技	买入	1.43	2.2	52%	8.7	7.0	N/A	5.9	3.0%
中兴通讯	763 HK	科技	买入	31.95	25.0	-22%	15.0	13.5	2.1	14.0	0.7%
金蝶国际	268 HK	软件 & IT服务	买入	11.00	23.3	112%	N/A	N/A	5.0	N/A	0.0%
拼多多	PDD US	互联网	买入	71.29	N/A	N/A	17.9	13.3	27.1	23.4	0.0%
腾讯	700 HK	互联网	买入	339.20	455.0	34%	21.3	18.3	3.0	16.9	0.4%
腾讯音乐	TME US	互联网	买入	7.52	11.2	49%	14.8	13.4	2.1	9.3	9.2%
网易	NTES US	互联网	买入	99.31	123.0	24%	18.7	17.0	3.8	19.5	1.2%
百度	BIDU US	互联网	买入	143.33	199.4	39%	15.1	13.7	0.9	7.9	0.0%
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	84.07	156.6	86%	9.8	9.1	1.3	10.4	0.0%
快手	1024 HK	传媒文娱	买入	55.75	97.0	74%	64.4	27.1	N/A	N/A	0.0%
同程艺龙	780 HK	传媒文娱	买入	16.98	25.0	0.5	19.6	15.7	2.1	7.3	0.0%
爱奇艺	IQ US	传媒文娱	买入	5.40	9.0	67%	16.3	11.5	27.7	4.7	0.0%
华润万象生活	1209 HK	房地产	买入	40.05	48.0	20%	31.6	25.9	4.9	15.5	1.1%
滨江服务	3316 HK	房地产	买入	20.35	35.8	0.8	9.6	7.4	3.2	33.5	3.1%
保利物业	6049 HK	房地产	买入	39.00	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%
中海物业	2669 HK	房地产	买入	8.13	7.9	0.0	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%
贝壳	BEKE US	房地产	买入	15.00	3.2	-0.8	45.4	17.5	N/A	5.5	0.0%
太平洋保险	2601 HK	保险	买入	20.90	29.7	42%	6.8	5.6	0.7	11.3	5.3%
中国人寿	2628 HK	保险	买入	13.38	N/A	N/A	6.9	6.2	0.7	10.5	5.1%
平安保险	2318 HK	保险	买入	51.60	N/A	N/A	6.2	5.8	0.9	15.4	5.6%
中国重汽	3808 HK	资本品	买入	15.70	19.3	0.2	11.3	9.7	1.1	9.5	2.3%
潍柴动力	2338 HK	资本品	买入	12.18	15.8	30%	13.7	11.8	1.3	7.5	2.0%
浙江鼎力	603338 CH	资本品	买入	56.57	71.0	26%	19.8	16.6	3.5	18.9	1.0%
中联重科	1157 HK	资本品	买入	3.81	6.3	0.7	8.2	6.9	0.5	6.7	5.1%
三一国际	631 HK	资本品	买入	10.40	16.2	0.6	12.5	9.3	2.6	22.1	2.1%
捷佳伟创	300724 CH	资本品	买入	110.56	N/A	N/A	30.8	23.4	4.6	16.1	0.3%
晶盛机电	300316 CH	资本品	买入	69.65	N/A	N/A	21.0	17.8	6.3	34.3	0.9%
锦欣生殖	1951 HK	医药	买入	4.49	9.7	1.2	21.8	18.9	N/A	4.0	0.0%
药明康德	2359 HK	医药	未评级	65.75	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%
信达生物	1801 HK	医药	买入	33.10	50.3	0.5	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%
百济神州	BGNE US	医药	买入	180.85	315.7	0.7	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%
迈瑞医疗	300760 CH	医药	买入	297.52	396.5	33%	31.4	26.1	N/A	33.6	0.0%
爱康医疗	1789 HK	医药	买入	7.15	12.3	72%	27.5	20.0	N/A	11.1	0.0%
理想	LI US	汽车	买入	36.30	44.0	21%	101.0	55.9	N/A	10.4	0.0%
长城汽车	2333 HK	汽车	买入	9.63	12.0	25%	49.4	16.5	N/A	2.4	0.9%
百胜中国	9987 HK	可选消费	买入	455.8	595.2	31%	27.2	22.0	2.7	12.0	0.9%
格力电器	000651 CH	可选消费	未评级	36.88	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%
美的集团	000333 CH	可选消费	买入	58.9	66.7	0.1	11.4	10.5	N/A	21.8	0.0%
亚朵	ATAT US	可选消费	买入	18.12	21.8	0.2	30.4	18.8	N/A	38.3	0.0%
滔搏	6110 HK	可选消费	买入	7.09	9.0	27%	17.7	14.9	4.0	23.2	4.0%
贝泰妮	300957 CH	必需消费	买入	92.65	157.0	69%	29.0	22.6	5.8	21.0	1.1%
贵州茅台	600519 CH	必需消费	买入	1730.6	2440.0	0.4	29.1	25.1	9.3	31.9	1.8%
青岛啤酒	168 HK	必需消费	买入	72.45	92.9	0.3	20.9	18.1	N/A	16.0	0.0%
珀莱雅	603605 CH	必需消费	买入	111.8	145.7	0.3	31.9	25.2	10.4	23.6	0.7%
华润啤酒	291 HK	必需消费	买入	52.35	76.9	0.5	32.3	26.9	5.2	18.5	1.2%
华润电力	836 HK	能源	买入	17.74	23.2	0.3	N/A	N/A	N/A	14.1	0.0%
华润燃气	1193 HK	能源	买入	27.2	39.0	0.4	9.2	8.2	1.3	12.3	0.0%
新奥能源	2688 HK	能源	买入	98.95	135.9	0.4	11.7	10.9	N/A	23.1	0.0%

资料来源: 彭博, 招银国际环球市场



## 宏观经济

| 叶丙南, Ph.D / yebingnan@cmbi.com.hk (852) 6989 5170

### 中国经济

**经济延续放缓, 下半年或企稳回升。**AI 基于大数据预测的二季度 GDP 增速从 5 月末时的 7.6% 下调至 6 月末时的 6.9%, 两年平均增速从 3.9% 下调至 3.6% (一季度为 4.6%)。第一财经高频经济活动指数从 4 月的 1.08 降至 5 月的 0.94% 和 6 月的 0.9 (2019 年=1)。我们对二季度 GDP 增速预测 (7.8%) 面临下调风险。展望下半年, 服务业延续复苏, 政策宽松力度将显著加大, 就业形势和消费信心可能有所改善, 房地产市场有所企稳, 经济或有所回升, 预计 GDP 两年平均增速回升至 4.3% 左右, 全年 GDP 增速在 5.7% 左右。

**私人资本信心较弱。**投资者和民营企业预期较弱, 一方面由于经济疲弱等周期性因素, 另一方面也与政策不稳定性和地缘政治不确定性有关。资本收缩导致固定资产投资和就业疲弱, 进而影响家庭收入和消费信心。由于人口老龄化、市场机制激励弱化和地缘政治不确定性, 私人资本信心很难回到疫情前水平, 仍将拖累就业增长, 延缓消费复苏步伐。

**通缩压力持续。**5 月 CPI 同比增长 0.2%, PPI 同比下降 4.6%, 我们预计 6 月 CPI 同比增速与 5 月基本持平, PPI 同比降幅略有扩大。大部分行业面临需求不足和供给过剩格局, 存在负的产出缺口和通缩压力。下半年随着去库存周期结束和需求温和改善, 通缩压力将有所缓解, CPI 同比增速将有所回升, PPI 降幅逐渐收窄。我们预计 2023 年 CPI 增长 0.8%, PPI 同比下降 2.3%。

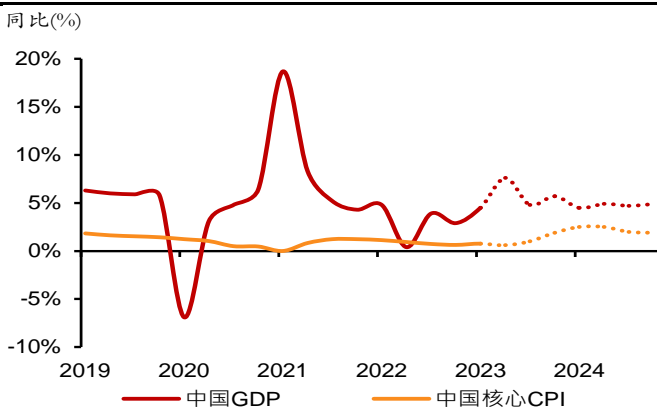
**制造业活动疲弱。**全球制造业活动延续疲弱, 主要国家制造业 PMI 均处于收缩区间, 韩国和越南出口延续大幅下滑, 美国库存/销售比依然较高。中国制造业 PMI 从 5 月的 48.8% 小幅上升至 49%, 新订单指数从 5 月的 48.3% 小幅提高至 6 月的 48.6%, 但均延续处于收缩区间, 出口订单指数和进口指数分别从 5 月的 47.2% 和 48.6% 降至 46.4% 和 47.0%, 显示外需和内需均延续疲软。仅汽车、铁路和其他运输设备、电气设备等部分制造业处于扩张区间。展望下半年, 在国内消费温和回升的支撑下, 制造业活动可能有所企稳。

**服务业延续复苏, 但复苏势头有所放缓。**6 月中国服务业 PMI 小幅放缓, 但仍处于扩张区间, 其中铁路运输、航空运输、电信服务、电视广播、互联网软件和信息技术服务、金融和保险等行业景气度较高。6 月国内航班和国际及港澳台航班执行架次相比 2021 年同期复苏率分别达到 97.4% 和 506.7%, 高于 5 月的 85.8% 和 435.9%。6 月一线城市地铁日均客运量相比 2019 年同期复苏率基本与 5 月持平, 但二线城市略有提升。6 月电影院日均观影人次相比 2019 年同期复苏率降至 84.9%, 略低于 5 月的 90.3%, 但票房收入相比 2019 年同期复苏率升至 94.3%, 高于 5 月的 92.8%。下半年服务业可能延续复苏, 成为改善就业形势和消费信心的核心因素, 因服务业吸纳 60% 以上的中小企业和城镇就业。

**房地产需求延续走弱, 下半年或有所改善。**30 大中城市商品房成交量相比 2019 年同期复苏率从 3 月的 90.8% 降至 4 月的 70.6%、5 月的 72% 和 6 月的 60%, 其中一线城市 4/5/6 月的复苏率分别为 102.1%/93.2%/88%, 二线城市 4/5/6 月的复苏率分别为 65.6%/81.3%/60.5%, 三线城市 4/5/6 月的复苏率分别为 59.6%/48.8%/43.7%。11 个代表

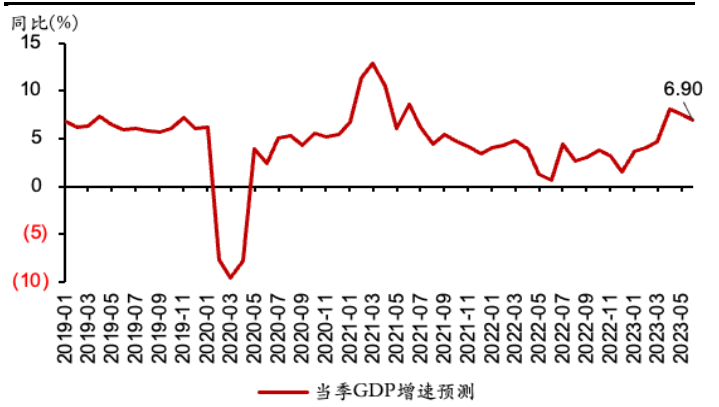
性城市二手房销量相比 2019 年同期的复苏率从 3 月的 152.2%降至 4 月的 95.6%、5 月的 85.7%和 6 月的 80.4%。

**图 2: 中国季度 GDP 和 CPI 同比增速**



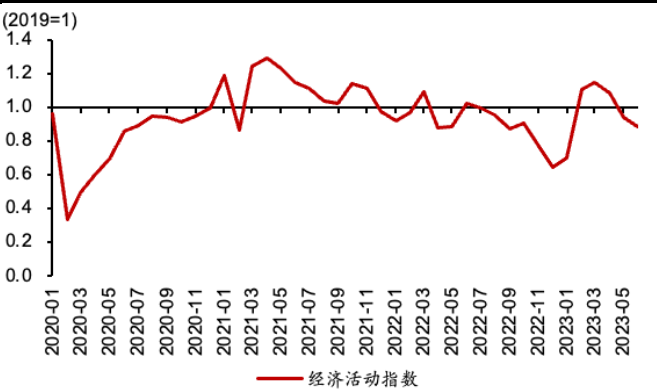
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

**图 3: AI 对中国当季 GDP 增速预测**



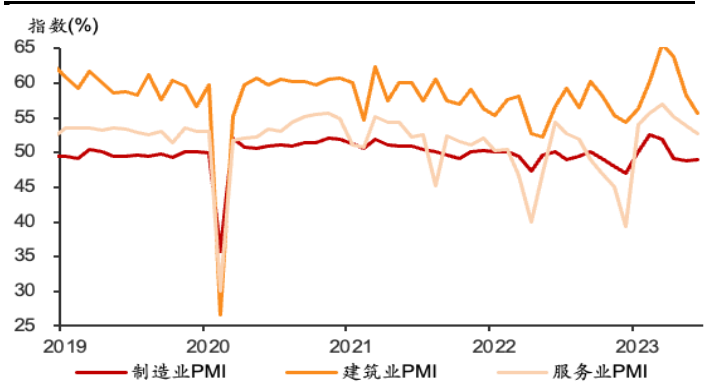
资料来源: CEIC, 招银国际环球市场

**图 4: 第一财经中国经济活动指数**



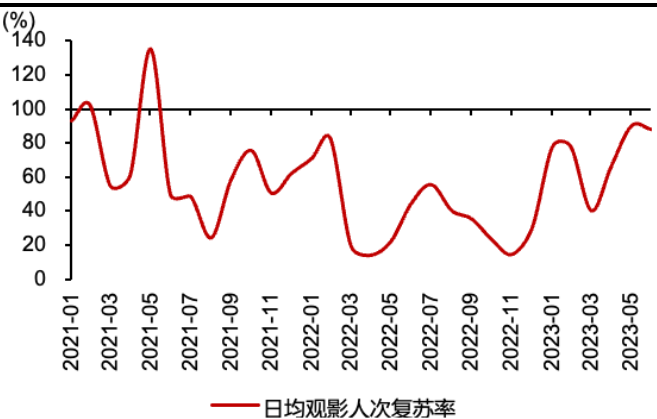
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

**图 5: 中国 PMI**



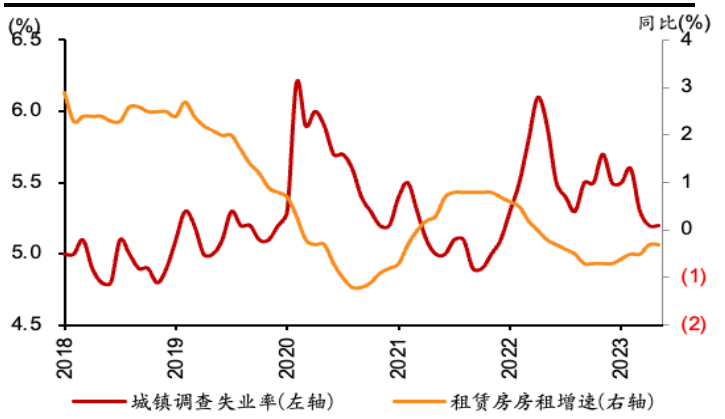
资料来源: CEIC, 招银国际环球市场

**图 6: 中国电影院客流相比 2019 年同期的复苏率**



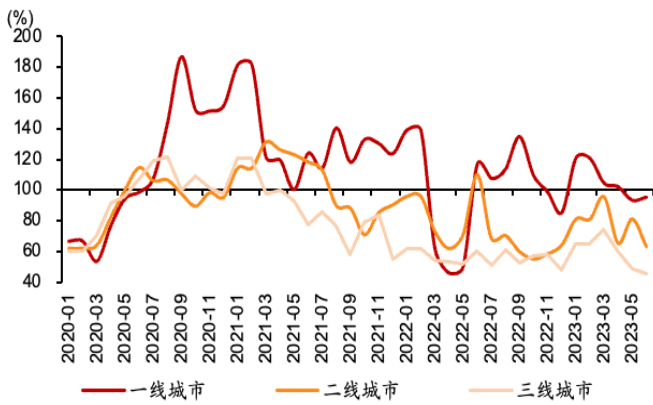
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

**图 7: 城镇失业率和租赁住房租金增速**



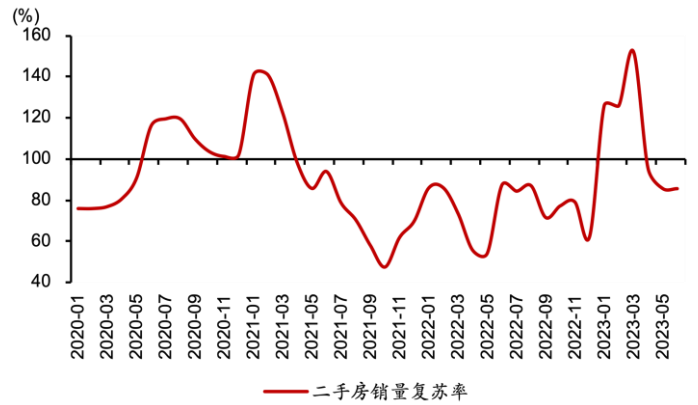
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 8: 30 大城市商品房销量相比 2019 年同期的复苏率



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

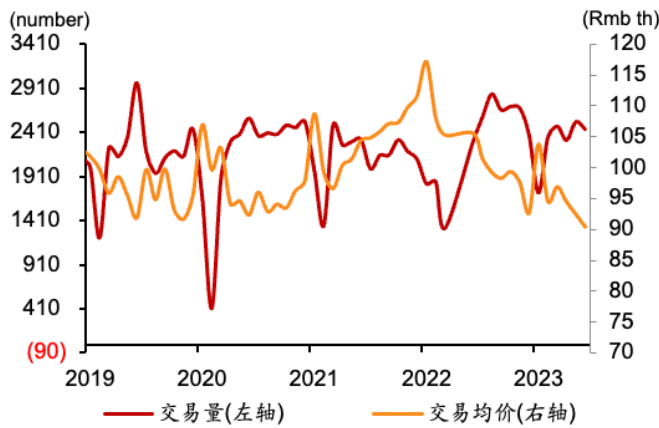
图 9: 11 城市二手房销量相比 2019 年同期的复苏率



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

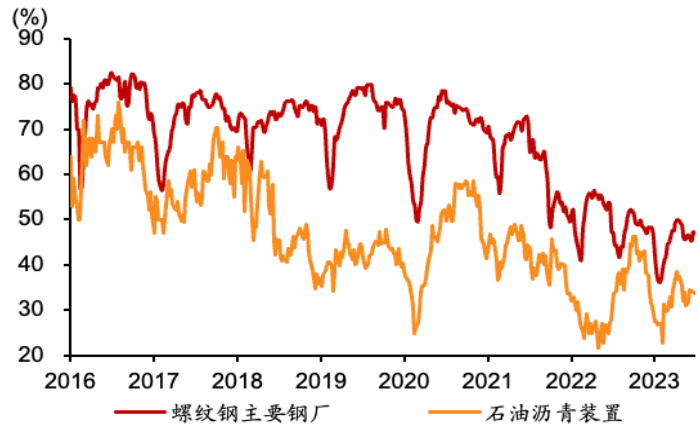
注: 11 个城市包括北京、深圳、杭州、成都、南京、青岛、苏州、厦门、无锡、东莞和佛山

图 10: 上海二手车市场日均交易量和均价



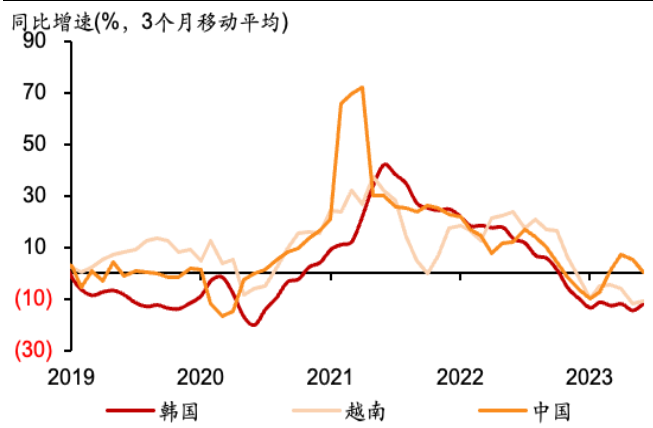
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 11: 螺纹钢厂和石油沥青装置开工率



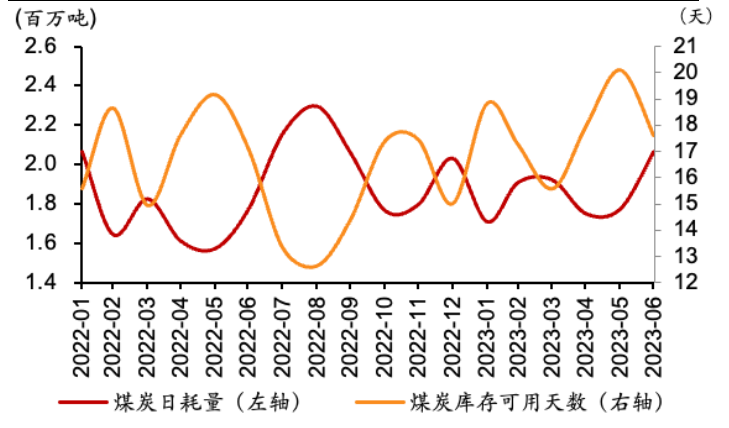
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 12: 韩国、越南和中国出口增速



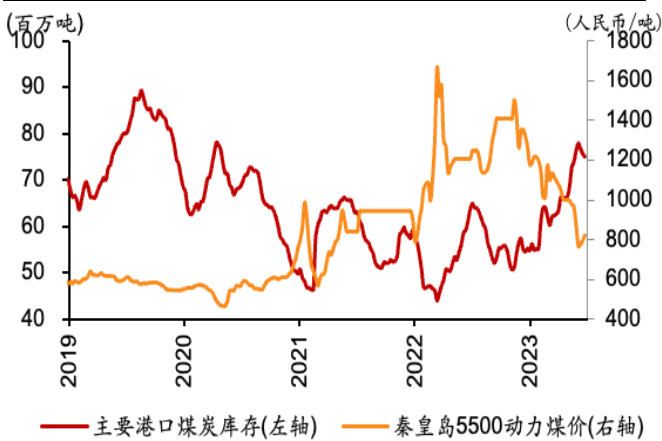
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 13: 南方八省电厂煤炭消耗量和库存水平



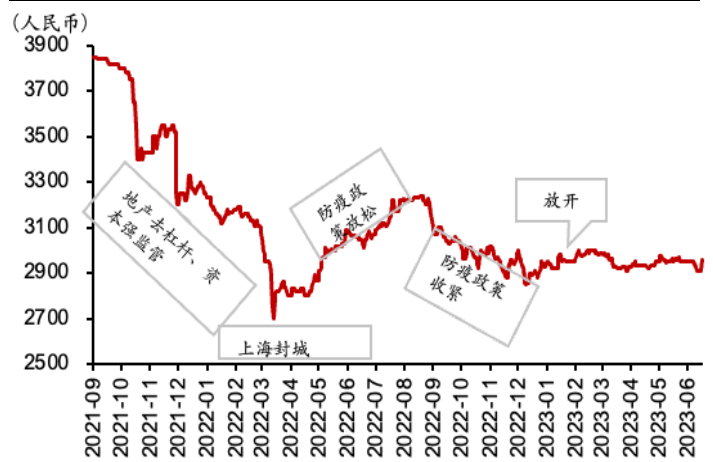
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 14: 港口煤炭库存和动力煤价格



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 15: 飞天茅台批发参考价



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

## ■ 中国或迎来新一轮政策宽松

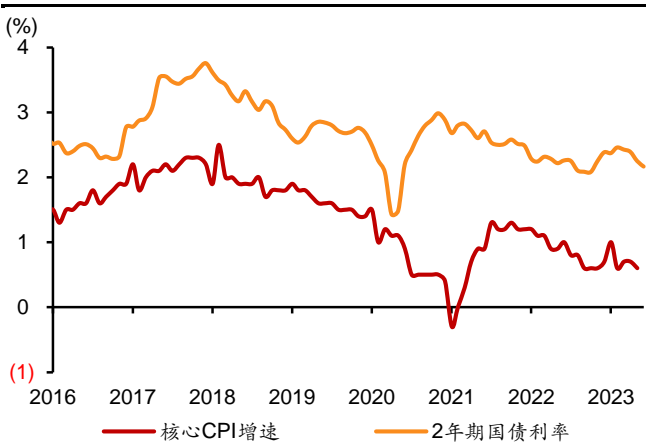
**政策部门对经济形势的判断可能显著改变。**6月政策部门多次举行经济研判座谈会，摸底当前经济真实情况。第一季度经济好于政策部门预期，但第二季度经济明显下滑，房地产再度下行，通缩压力加大，地方债务风险上升，人民币显著走弱。预计7月政治局经济工作会议对经济形势的判断可能明显改变，中国或迎来新一轮政策宽松。市场已经见到LPR适度下调，提振家居消费具体措施（可能包括以旧换新补贴和个税限额内抵扣等）可能很快宣布，进一步稳地产措施（更多城市取消限购、放松首套房和二套房贷款政策，政府推动成立地产项目并购重组基金等）或在路上，对硬科技和高端制造业的政策支持力度将进一步加大。

**货币信贷政策将进一步宽松。**中国央行货币政策委员会第二季度例会的政策要点包括：1) 保持流动性合理充裕，保持信贷合理增长、节奏平稳，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配；2) 发挥好已投放的政策性开发性金融工具资金作用；3) 加大对普惠金融、绿色发展、科技创新、基础设施建设等国民经济重点领域和薄弱环节的支持力度；4) 引导大银行服务重心下沉，推动中小银行聚焦主责主业，支持银行补充资本；5) 推动企业融资和居民信贷成本稳中有降；6) 坚决防范汇率大起大落风险；7) 加大力度支持科技型企业融资，增加制造业中长期贷款，支持加快建设现代化产业体系；8) 以促进实现碳达峰、碳中和为目标完善绿色金融体系；9) 优化大宗消费品和社会服务领域消费金融服务；10) 因城施策支持刚性和改善性住房需求，扎实做好保交楼、保民生、保稳定各项工作，促进房地产市场平稳健康发展，加快完善住房租赁金融政策体系，推动建立房地产业发展新模式。我们认为，中国央行面对第二季度经济下行，将在第三季度加大政策宽松力度，进一步放松流动性条件和信贷政策，推动企业和家庭部门贷款利率下降，加大结构性工具力度，引导银行加大对实体部门尤其是制造业、现代服务业、科技创新和绿色发展的信贷支持。

**围绕财政政策的争论将显著上升。**经济大幅走弱和市场对财政政策期待上升，将对中国财政政策形成一种压力，但能否推动财政政策加大宽松力度，仍有很大不确定性。中央财政历来谨慎保守，在需要应对未来惊涛骇浪风险的心态下，可能不愿意消耗更多财政政策空间。在财政政策工具方面，政策部门习惯于“集中资源办大事”，结合产业政策对企业部门实施转移支付，但并不习惯对家庭部门转移支付，由消费者决定公共资金流向。房地产市场剧烈调整导致土地财政大幅萎缩，一些地方政府利用融资平台托底土地市场来解燃眉之急，但随着第二季度房地产市场再度下行，地方融资平台债务风险显著上升。财政部5月启动新一轮地方政府隐性债务摸底工作，未来可能有防范化解地方政府隐性债务风险的政策出台。最有可能的解决方法是严格控制增量，通过借新还旧或展期、稳定房地产市场和推动经济复苏降低存量风险。

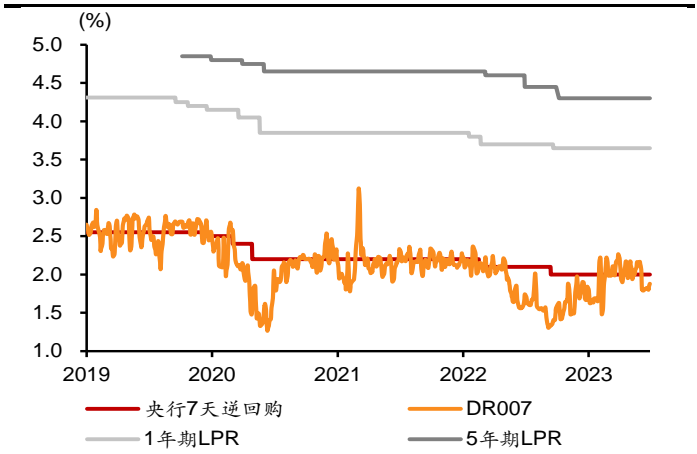
**人民币汇率比预期更弱，下半年可能见底反弹，中期可能偏弱。**由于中国经济复苏和美国经济放缓均慢于预期，上半年人民币走势比我们预期更弱。随着中国稳增长政策进一步发力，下半年中国经济预期可能有所改善，而美国经济可能下行，人民币或见底反弹，预计今年末在7.15左右。但未来几年，人民币对美元可能偏弱。一方面中国经济经历温和复苏周期后，由于人口老龄化、市场激励弱化和政策不确定性，经济增速仍将不断下移，大部分行业面临负产出缺口和通缩压力，政府部门和国有企业债务扩张快于其他主体，长期利率易降难升，将压制人民币汇率上行空间；另一方面，中美战略竞争日益激烈，地缘政治风险可能持续影响中国经济体系中资本信心，导致资本外流压力。

图 16: 中国核心 CPI 增速与 2 年期国债利率



资料来源：Wind, 招银国际环球市场

图 17: 中国央行政策利率



资料来源：Wind, 招银国际环球市场

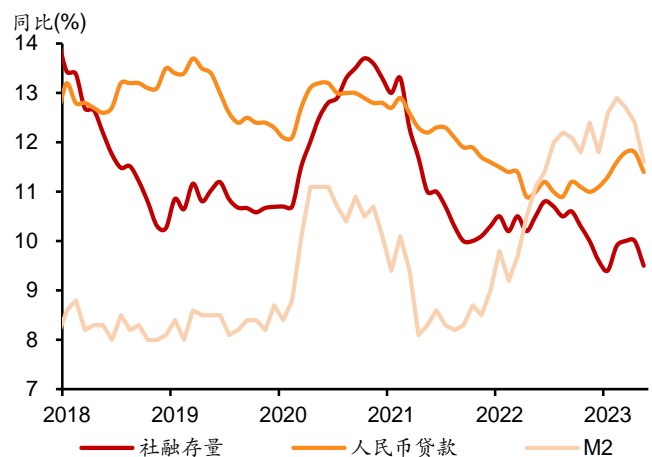


图 18: 中国 3 个月 Shibor 与 7 年国债利率



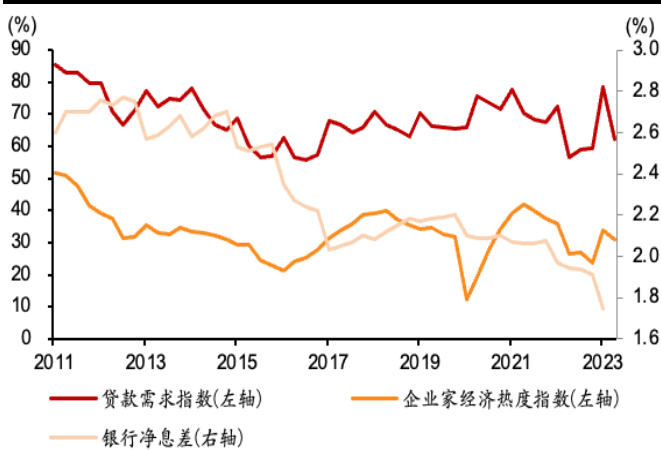
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 19: 中国信贷增速



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 20: 中国贷款需求、企业家信心与银行净息差



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 21: 美元/人民币汇率与利差



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

## 美国宏观

### ■ 衰退风险被推迟但尚未解除

过去几个月市场对美国经济的预期不断转向乐观, 从去年四季度的“硬着陆”到一季度的“软着陆”和二季度的“不着陆”。美国经济上半年总体好于预期, 并未显出临近衰退的模样。美国一季度 GDP 环比年化增速从初值的 1.1% 上调至 2%, 同比增速达到 1.8%, 高于去年四季度的 0.9%。随着能源价格和中长期利率回落, 消费者信心有所反弹, 商品消费尤其是汽车等部分耐用消费显著回升, 住房销量出现企稳迹象, 美股企业盈利也好于预期。

美国劳动力市场依然强劲, 4 月职位空缺人数意外大涨重新超过 1,000 万人, 创最近三个月新高, 零售贸易、医疗保健和社会支援、运输和仓储是职位空缺人数增加最多的行业。4 月每个失业工人对应 1.8 个职位空缺, 该比例升至三个月来最高, 大幅超过疫情前的 1.2。4 月每小时薪酬同比增长 4.4%, 相比去年 11 月的 5% 有所放缓, 但依然较高。

美国开始去通胀过程，能源、食品等商品价格下跌明显，但核心通胀下降相对迟缓。5月CPI同比增长4%，核心CPI同比增长5.3%，较上月有所回落，但核心CPI增速依然较高，其中上涨最大贡献者住房价格环比上升0.6%，紧随其后的二手车和卡车价格环比涨幅均为4.4%，预示核心通胀仍有粘性。PCE通胀5月降至3.8%，但核心PCE通胀仍达到4.6%，相比前值4.7%仅小幅放缓，环比增速0.3%符合预期，但相比前值0.4%仅小幅放缓。

我们认为美国经济衰退风险只是有所推迟但尚未消除。衰退风险被推迟的原因包括：1) 超额储蓄释放、高消费惯性、劳工市场强劲和服务消费模式恢复支撑家庭消费持续增长。2020-2021年巨额财政援助为美国家庭积累了大量超额储蓄，并提振家庭消费信心，今年上半年超额储蓄进一步释放，家庭储蓄率持续低于疫情前水平。同时，美国劳工市场持续强劲，薪资保持较快增长，支撑家庭部门收入和消费额信心。此外，美国服务消费场景和供应逐步恢复，服务消费修复支撑家庭消费持续扩张。2) 政策利率大幅提升对私人部门债务负担的影响存在明显时滞。2020-2021年极低利率使企业和家庭部门锁定较低的借贷成本，2022年以来的加息仅使美国家庭偿债负担率上升1个百分点左右。同时，高通胀令实际利率水平依然较低，今年4月实际利率才转正，政策才进入紧缩状态，紧缩状态作用时间较短，且紧缩程度可能仍不够严厉。

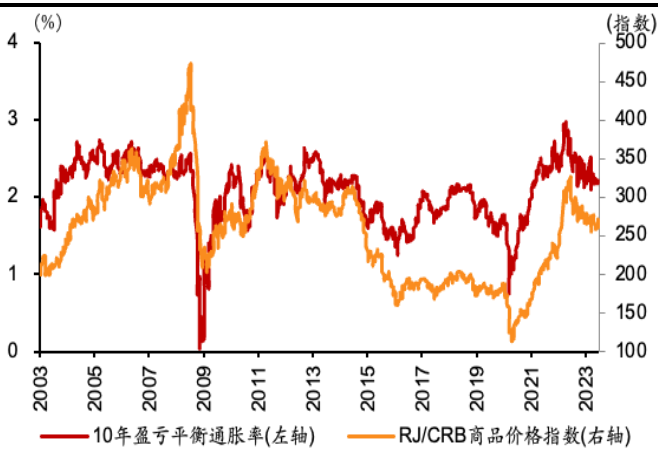
衰退风险尚未消除的原因：1) 去年四季度以来收益率曲线倒挂、制造业PMI持续低于50%、3月中小银行动荡和商业地产危机是对衰退风险的清晰预警，这些预警尚未消失；2) 美国通胀降至令美联储放心的水平仍需要一段时间，近期“不着陆”迹象将使高利率状态持续更久，政策紧缩周期对经济的影响将进一步显现；3) 银行体系信贷和M2增速加速放缓，作为经济活动的领先指标，预示经济将逐步走弱，而非进入新一轮上升周期；4) 美国房地产销售尽管有企稳迹象，但在房价创下四十多年高位和高利率持续更久的背景下，美国后仍有进一步下行空间，房地产市场很难进一步新一轮上升周期。

#### ■ 美联储7月或再度加息，9月是否加息有不确定性

美联储6月宣布将联邦基金利率目标区间维持在至5.00-5.25%不变，但展现出偏鹰派姿态，上调经济预期，下调失业率预期，同时上调通胀预期。美联储点阵图显示，2023年底利率预期中值为5.6%，此前为5.1%。12位美联储官员预计今年的利率至少会上升到5.5%-5.75%，有4名官员预计今年至少还会加息一次，只有2人认为不会再有加息。议息会议纪要显示，官员们对进一步加息存在意见分歧，未来潜在加息幅度的不确定性大幅上升，主要由于中小银行动荡和近期信贷条件收紧对经济增长构成下行风险，推升未来经济前景的不确定性。大部分官员认为，基于目前劳动力市场热度和通胀下行速度，年内降息的可能性非常小。

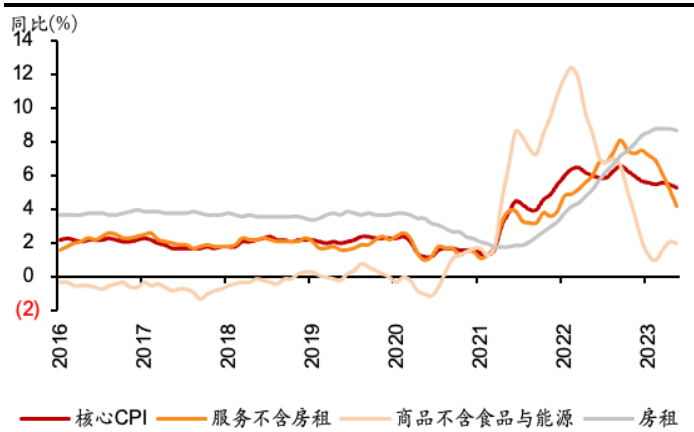
债券市场对年内加息两次的预期有所上升，但对中期经济衰退和美联储转向降息的押注并未消失。决定当前紧缩周期持续时间的关键变量是美国去通胀速度。由于近期美国经济好于预期，通胀依然较高，美联储为管理市场预期而加快通胀预期下降，选择鹰派姿态，7月可能再度加息，9月加息概率取决于三季度去通胀速度。中期来看，当前高利率状态持续越久，更多中小银行出现动荡的风险越高。我们预计下半年仍有部分中小银行可能出现动荡，信贷条件将进一步收紧，进而推升远期衰退风险，加快未来去通胀速度，年底前后美联储紧缩政策可能真正迎来拐点。

图 22: 美国 10 年盈亏平衡通胀率与 CRB 商品价格



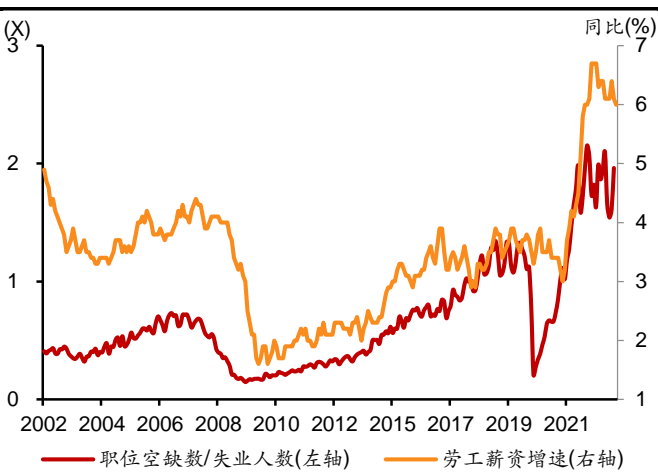
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 23: 美国各类 CPI 增速



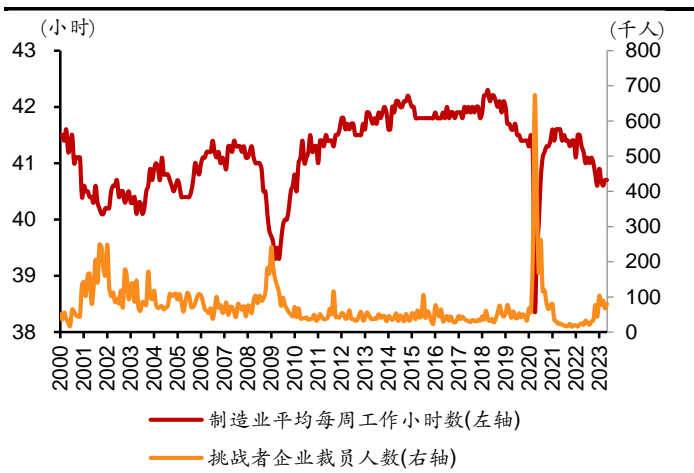
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 24: 美国职位空缺数/失业人数与薪资增速



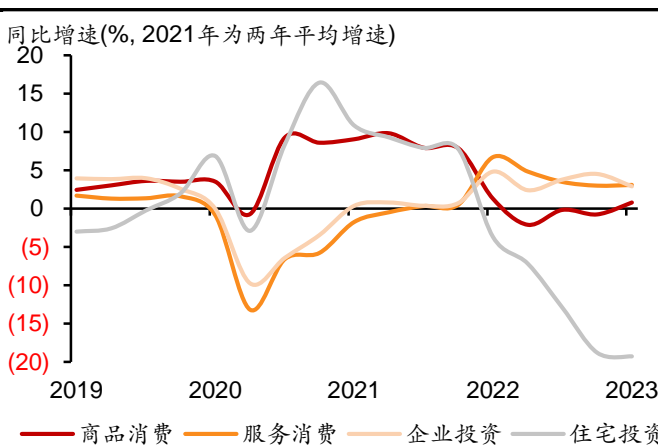
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 25: 美国制造业平均每周工时与企业裁员人数



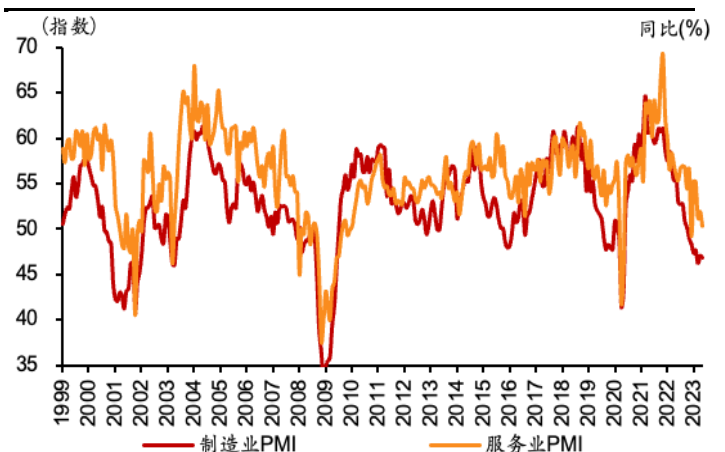
资料来源: 彭博, 招银国际环球市场

图 26: 美国 GDP 支出项



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 27: 美国 PMI



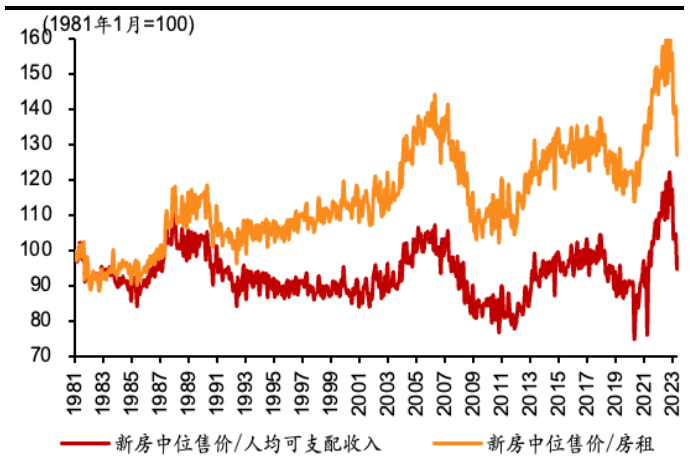
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 28: 美国抵押贷款利率与购买指数



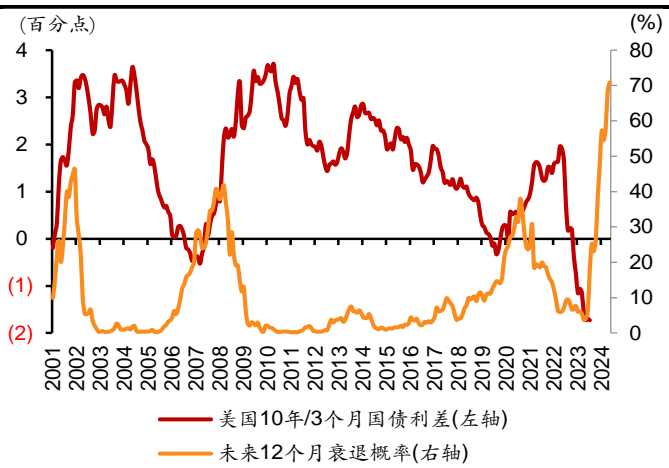
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 29: 美国房价泡沫化指数



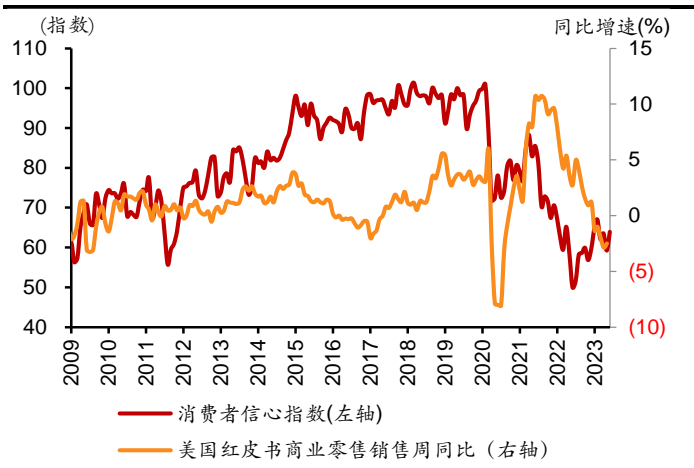
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 30: 美国 10Y-3M 国债利差与未来 12 个月衰退概率



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 31: 美国消费者信心与商业零售销售实际增速



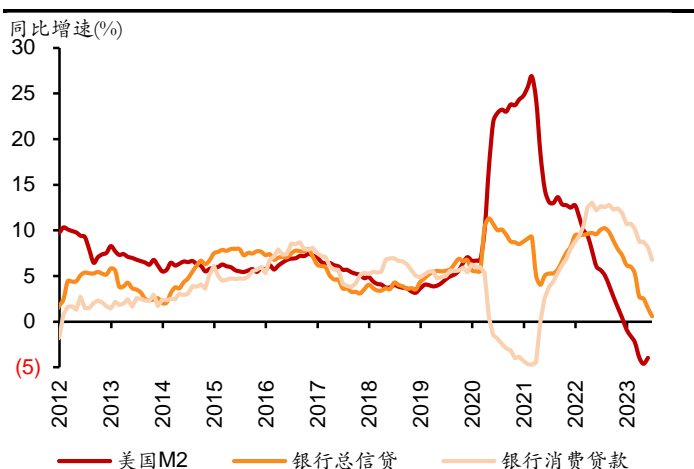
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 32: 美国实体部门融资成本



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 33: 美国货币和信贷增速



资料来源: Wind, 招银国际环球市场



## 科技

| 伍力恒 / alexng@cmbi.com.hk (852) 3900 0881  
| 杨天薇 / lilyyang@cmbi.com.hk (852) 3916 3716

### ■ 未来3个月看法乐观

产业链整体库存逐步回稳，下游需求有望下半年回暖，受 AI 驱动和补库存的拉动下，我们在近期交流中产业链和市场反馈逐步转向积极，我们看好科技板块下半年在 AI/MR 创新、需求回暖和国产替代所带来的投资机会。随着 3Q 传统旺季以及渠道拉货，建议关注份额提升和创新确定性较高的产业链。同时，我们依然相信 AI 为全年投资主线，海外大厂 AI 相关资本开支已明显加速，对算力和存储需求持续扩张，AI 芯片、存储、光通信等产业链将明显受益。

**消费电子：**上半年去库存速度低于预期，苹果安卓阵营分化，预计行业去库存持续到 3Q，下游需求有望 4Q 回升，建议关注：1) 需求回暖：随着库存和成本压力改善，3Q 新品拉动下有望迎来复苏；2) 创新机会：看好苹果创新驱动，在苹果 Vision Pro 发布后，相信国内品牌跟进和陆续推出新品，关注光学(3D Pancake)和显示屏(Micro-OLED)的创新机会，板块有望进一步催化。

**通信：**三大运营商业绩稳健增长，产业互联网业务快速发展，设备产业链受益国家数字经济建设发展的机遇，毛利润和运营效率持续提升。在中特估体系下，板块估值重塑过程有望持续。同时，随着 AI 算力需求爆发，云计算厂商将加大算力相关投入，数据中心和算力设备加速升级，光模块作为 AI 算力核心产业链将有望显著受益。

**半导体：**行业库存水平 2Q 逐步改善，周期底部临近，下半年有望开始复苏，同时新能源、汽车、高端工业及部分特种芯片需求持续稳定增长，1) 全球晶圆厂资本支出下降，国内晶圆厂逆周期扩产加快，去库存将持续到 3Q，预计 4Q 需求复苏分化；2) 芯片设计板块 2Q 去库存节奏加快，价格和库存均处于底部，预计部分芯片下半年需求复苏；3) 设备板块受益国内晶圆厂逆周期扩产以及国产化加速，业务保持较高增长。建议关注新能源/汽车/AI 服务器等稳定增长领域，看好半导体设备/材料、功率等板块，以及国产替代、市场份额增长的受益标的。

### ■ 推荐买入鸿腾精密、中兴通讯

- 1) 鸿腾精密：随着今年对于新产品布局、汽车电子公司收购以及海外产能扩张，我们认为公司将在 FY24/25E 财年迎来收获期，盈利水平将显著恢复。另外，在母公司支持下，“EV/声学/5G+AIoT”3+3 策略转型加快，相关收入占比显著提升，有助优化收入结构和整体利润水平。目前公司估值极具吸引力。短期催化剂包括并购进展、EV/声学产品新订单以及新增产能计划。
- 2) 中兴通讯：看好通讯设备受益数字经济建设加速发展，国内政企营收有望实现高速增长，服务器等 ICT 业务快速发展，利润率和运营效率持续提升，今年 5G 基站集采有望超预期，公司作为全球领先主设备商将长期受益 AI 和数字经济浪潮。

### 风险提示

宏观疲弱影响需求，去库存速度慢于预期。

## 软件与 IT 服务

| 颜宇翔 / marleyngan@cmbi.com.hk (852) 3916 3719

### ■ 未来 3 个月看法谨慎

经济在疫情后修复速度慢，中国企业在上半年维持谨慎的 IT 支出预算，预计板块估值处于缓慢修复周期，短期 AI 相关股票获利回吐压力大，建议投资者继续关注国产替代题材标的。

### ■ SaaS: 业绩粘性强，头部公司优势渐显

头部 SaaS 公司的客户粘性强，利润及现金流受 22 年宏观环境影响少，我们预计企业级 SaaS 公司的收入在 23 年继续实现+15-25%的同比增长。与房地产行业的垂类 SaaS 相比，我们更喜欢具有国产替代/信创主题的横向 SaaS。预计垂类房地产 SaaS 在 23 财年上半年业绩可能继续承压。

### ■ IT 服务: 盈利能力缓慢恢复

中国 IT 服务公司在宏观环境的不景气下经历了一年的人员调整，利润表普遍承压，我们认为 23 年的人员调整基本完成，中国 IT 服务类企业收入增速相对稳定，同比增长+10-15%，主要侧重于盈利能力的修复。同时，受信创需求例如数据库和系统迁移等带动，国内 IT 服务的主要增长行业已经从互联网/科技公司转移到了电信/政府/金融等企业。

### ■ IaaS 和 PaaS: 国内云资本开支仍然疲弱

我们认为行业每年同比+30-40%的快速长长期已经过去，云厂商进入了一个注重改善盈利质量的新阶段，预计中国云计算市场在 23 财年同比增长+10-20%。尤其是互联网云厂商把优化盈利能力放在首位，而不是市场份额的提升。我们预计中国 23 财年云计算资本开支的复苏会比较温和，上游 IDC 的收入增速也会相对较缓。

### ■ 推荐买入金蝶国际 (268 HK)

金蝶 FY1Q23 ARR 保持良好增长势头，同比上升 37%，随着向订阅模式转型，利润和净现金流的可见性提升。我们认为最近股价回调过度反映华为入局 ERP 的影响，金蝶与华为客户重叠性低，同时，华为 ERP 产品需要经过市场的长时间验证。我们依然看好金蝶作为 SaaS 及软件国产化的受益者。

## 互联网

| 贺赛一 / hesaiyi@cmbi.com.hk (852) 3916 1739

| 陶冶 / franktao@cmbi.com.hk

| 陆文韬 / luwentao@cmbi.com.hk

### ■ 未来 3 个月看法中性乐观

互联网公司基本面持续稳步改善，但在短期整体板块流动性持续承压、增量资金较少的情况下基本面改善并非带动股价提升的关键因素，且板块竞争维持激烈的情况下竞争格局的短期变动或为股价带来更多波动。在此阶段，以下公司或有望在市场情绪恢复后展现更大的弹性：1) 受益于监管推动行业整合且有进一步拓展市场份额，基本面持续恢复、通过降本增效推动盈利增长的公司；2) 持续受益于线下活动复苏且业绩恢复相对具备较高确定性的公司；3) 主营业务可以持续获取现金流且新业务具备长期扩张前景的公司。

当前互联网板块平均估值为 17x 2023E Non-GAAP PE，考虑 2023 年疫情形势缓解以及降本增效带动基本面与盈利修复，互联网行业 2022-2024 年 Non-GAAP 净利润 CAGR 有望达 23%，对应 2023E PEG 仅为 0.8x。综合考虑竞争格局的边际变化、现有估值水平及潜在的长期增长驱动力，我们的股票推荐为：腾讯、拼多多、百度、阿里巴巴、网易、腾讯音乐。

#### ■ 电商：线上渗透率持续提升，竞争维持激烈

尽管 2023 年 5 月零售总额同比增长 12.7% 再次低于万得一致预期（同比增长 13.6%），但实体商品网上零售额同比增长 16.9%（两年复合年增长率 11.8%），好于我们预期的 11%，我们将其归因于网上购物节促销活动的拉动，其推动了消费者网购意愿的提升。此外，整体网上零售额 5M23 同比增长加速至 13.8%（4M23: 12.3%），主因在线游戏带来的拖累缓和，且在线旅游服务表现强劲，这两个驱动因素均有望在 2Q23 余下时间中延续。我们等待更坚实的数据来对网上零售的展望变得更积极，因整体消费情绪复苏仍需时间恢复，但电商平台为推动更好的消费者参与度提升所做的努力或有望为消费情绪复苏及行业增长提供支撑。维持拼多多、阿里巴巴、京东的买入评级。

#### ■ 在线广告：广告主信心修复仍需时间，整体广告需求温和恢复

因低基数效应及消费同比改善，我们预计主要线上平台在线广告收入 2Q23 同比增长 18%，但由于流量增长缓慢及宏观环境不确定因素，两年复合增长率较为缓慢，仅为 3%。据 CTR 在 6 月对 300 多家广告主调研，广告主信心尚未完全恢复。调研显示，仅 31% 广告主预计将在 2023E 年增加广告预算，低于 2022/2021 年的 32/44%。我们预计 2H23 整体广告花费仍将呈现温和复苏的趋势，若更多消费及经济促进政策出台，2H23 广告市场复苏有望好于预期。我们看好部分在线广告平台，这些平台：1) 仍有潜力进一步驱动用户增长并提高货币化水平，比如哔哩哔哩和快手；2) 能够继续推出 ROI 更高的广告产品和营销方案，比如腾讯。我们按照 2Q23 在线广告收入增长预期排序：快手（同比增长 28%）> 哔哩哔哩（同比增长 25%）> 腾讯（同比增长 16%）> 百度（同比增长 15%）> 微博（同比增长 3%）。

#### ■ 在线游戏：优质供给推动游戏市场持续复苏

游戏供给恢复推动游戏市场收入持续复苏，1H23 国家新闻出版署已发放 521 个国产游戏版号，超越 2022 年全年（468 个）。腾讯和网易多款游戏在 6-7 月密集上线，有望支撑公司下半年游戏收入实现较快增长：1) 我们预计腾讯 FY23 游戏收入同比增长 10%：《无畏契约》定档 7 月 12 日正式上线，作为腾讯全球战略级产品，公司未来 3 年将投入超 10 亿元发展相关生态；《命运方舟》定档 7 月 20 日正式上线；2) 我们预计网易 FY23 游戏收入同比增长 10%：6 月 18 日正式上线的《巅峰极速》表现强劲，连续多日排名 iOS 游戏畅销榜前 10；《逆水寒》手游 6 月 30 日正式上线，预下载期间已排名 AppStore 免费总榜及 TapTap 总榜第一。

#### ■ 推荐买入腾讯、拼多多、百度、阿里巴巴、网易、腾讯音乐

1) 腾讯：腾讯核心竞争优势稳固，2023 年各项业务基本面持续改善：视频号广告商业化提速拉动广告收入增长及毛利率提升、多款重点游戏获批上线推动游戏业务反弹、线下支

付业务复苏及云业务完成战略调整支撑金融科技和企业服务收入增长重新加速。我们预计公司 FY23/24 非 IFRS 净利润同比增长 23/16%，当前 20x FY23E PE 的估值具备较高吸引力。

**2) 拼多多：**拼多多仍然有潜力通过囊括更多品牌商品及高客单价商品来推动强劲的 GMV 增长，且拼多多的货币化率有进一步提升的潜力，因其与同行相比可以为商户提供相对更高的 ROI。管理层强调拼多多正进入一个更注重增长质量的增长阶段，我们认为这表明国内业务的利润率状况或更加稳定，而 Temu 的海外扩张或有助于释放长期增长潜力。拼多多目前交易现价对应 14x 23E PE，2022-2025E 非 GAAP 净利润 CAGR 为 26%，估值相较盈利增长具备性价比。

**4) 百度：**我们认为线下流量复苏和稳健的消费复苏会更有利百度的搜索广告复苏，百度线下活动相关的广告垂类对广告业务的营收占比相较竞对更大，有望在线下活动复苏的过程中受益更多。我们预计“文心一言”产生实质性的收入贡献或需时间，但百度在人工智能、大数据和语言模型以及应用程序方面的技术处于领先地位。2023 年核心搜索广告业务前景改善、自动驾驶套件大规模变现或有望早于预期、云业务进入较为稳定的盈利阶段等因素将为公司股价提供坚实的基本面支撑。

**5) 阿里巴巴：**受益于整体经济复苏和消费复苏，阿里巴巴中国零售市场 GMV 增速有望复苏，且平台 GMV 占比最大的服饰穿戴类目复苏也有望为 GMV 增速复苏提供支撑。此外，“1+6+N”组织变革有望推动阿里巴巴旗下业务集团和业务公司创新活力的提升及竞争力的提升。我们认为管理层更替不影响阿里巴巴集团的战略执行和发展，云业务未来完全分拆或将有助于其长期健康发展，其独立性增强不影响与阿里巴巴集团的业务合作。此外，阿里巴巴集团从股东利益最大化的角度出发，对不同业务线的融资和发展思考做出决策，有望强化股东长期价值回报。公司交易现价仅对应 9x FY24 PE，我们认为估值具备吸引力。

**6) 网易：**6 月网易多款重点游戏密集上线，《巅峰极速》上线后表现持续好于预期，《逆水寒》手游预下载数据表现亮眼，多款新游有望推动公司 2H23 及 FY23 全年游戏收入实现较快增长，公司即将我们预计公司 FY23 总收入同比增长 9%，且运营利润率同比进一步提升。公司核心游戏业务基本面稳健、新游戏上线有望提供增量收入、渠道优化推动游戏业毛利率提升、海外拓展打开长期变现空间。

**7) 腾讯音乐：**订阅会员业务增长及广告业务复苏推动公司核心音乐业务收入强劲增长，我们预计公司 2Q23 在线音乐业务收入同比增长 37%，相较 1Q23 进一步加速，同时音乐业务毛利率在版权成本结构持续优化下有望进一步提升。受益于核心音乐业务收入强劲增长、整体毛利率改善以及运营费用的持续控制，我们预计公司 2Q23 调整后净利润同比增长 51%，目前公司交易价格对应 14x 2023E PE，估值具备较高性价比。

■ **风险提示：**宏观恢复速度不及预期；疫情反复使得消费复苏节奏受到影响；地缘政治风险加剧。



## 医药

| 武煜, CFA / jillwu@cmbi.com.hk (852) 3900 0842

| 黄本晨, CFA / huangbenchen@cmbi.com.hk (852) 3657 6288

| 王银朋 / andywang@cmbi.com.hk (852) 3657 6288

| 王云逸 / cathywang@cmbi.com.hk (852) 3916 1729

### ■ 未来6个月看法乐观

预期未来6个月医药行业将继续反弹，驱动因素包括：1) 疫情后医疗健康相关消费复苏，特别是可选消费（如辅助生殖、医美、中医）、择期手术（如关节）；2) 医药政策平稳，医保持续支持创新药，集采对于药品、器械的影响可预期性强，集采后部分产品国产替代加快（如关节、IVD等）；3) 宏观环境有机会改善，或将推动 biotech 融资触底反弹以及 CXO 板块的需求复苏（取决于全球加息周期等宏观因素，仍有不确定性）；4) 部分低估值高股息率的个股具备估值修复机会，特别是医药流通以及医疗服务的龙头标的。

### ■ 推荐标的

首选标的：锦欣生殖（1951 HK）、爱康医疗（1789 HK）、迈瑞医疗（300760 CH）、百济神州（BGEN US, 6160 HK, 688235 CH）、信达生物（1801 HK）、药明康德（2359 HK, 603259 CH）。

**1) 锦欣生殖：**疫情后公司的国内和海外业务将强力复苏，国内外并购有望持续落地。国内有望出台一系列鼓励生育政策，北京市首先将辅助生殖纳入医保，未来各地有望逐步跟进，促进中国辅助生殖服务渗透率提升。**2) 爱康医疗：**受益于疫情后择期关节手术量复苏，以及集采以后国产替代加速，关节置换产品在中国的渗透率持续增长。今年底关节国采续约，有望推动价格温和复苏以及国产化率快速增加。**3) 迈瑞医疗：**国内医疗新基建保持高景气度，迈瑞加速进行国产替代、持续突破海外高端市场；种子业务动物医疗、微创外科等为长期增长提供新动能。**4) 百济神州：**BTK 抑制剂泽布替尼的海外销售快速增长，快速抢夺竞争对手伊布替尼的全球市场份额；替雷利珠单抗在 2023 年的医保谈判以约 5% 的微弱降幅新增 4 项适应症的医保准入，预计保持快速增长。

### ■ 风险提示

中美关系恶化给 CXO 和 Biotech 板块带来经营风险；融资环境对于创新药/器械研发以及研发外包需求的影响。

## 食品饮料、免税美妆奢侈品

| 黄铭谦 / josephwong@cmbi.com.hk (852) 3900 0838

### ■ 未来6个月看法谨慎乐观

我们将中国经济重启轨迹与其他较早放开的经济体进行比较后发现，中国仍然处于消费复苏的初始阶段，而这次复苏轨迹与前期受疫情冲击时期的下降过程并不对称。从本质上，

中国消费复苏模式已偏向于特定的细分市场：奢侈品和低端消费超过中端消费，服务消费超过商品消费，客流量增长好于人均支出增长，小额娱乐性消费多于耐用品消费支出。

### ■ 美妆行业 - 6.18 大促符合预期

根据我们渠道调研和对新闻数据的监测显示，今年 6.18 大促活动期间，化妆品类的 GMV 同比略有下降至约 400 亿元。鉴于预售期间内 GMV 与去年同期水平基本持平，6.18 大促期间整体呈现的销售趋势理应与预期相符。平台渠道层面，直播平台持续从电商平台吸引流量。抖音上化妆品 GMV 同比增长 70% 至 150 亿元，反观天猫的化妆品类 GMV 则略有下降。品牌层面，国际品牌延续领先地位，整体 GMV 最高的品牌前三分别为欧莱雅、兰蔻和雅诗兰黛，珀莱雅和贝泰妮则位居国产品牌榜前列。总体而言，6.18 大促销售情况与我们年初以来定调的消费趋势无明显偏离。随着消费刺激政策出台，化妆品行业将依然是主要受益者之一。但短期内消费两极化及高端化放缓将拉低国产品牌依靠升级策略而产生的效果。

### ■ 食品饮料 - 端午、2 季度销售势态分歧明显

端午节假期后，我们对食品饮料板块分销商进行了渠道调研，结果显示，二季度中仅啤酒销售额增长较明显。考虑到啤酒与其他酒类之间的价格差距，以及大众对低度酒的偏好正在不断增长，我们认为，啤酒行业具备在未来几年中持续增长的韧性。白酒、乳制品和调味品等品类二季度销售仍承压，整体较弱的情况很可能延续至下半年。但若果刺激政策出台，啤酒和白酒有望受益于消费情绪改善。

**啤酒：**高端化趋势持续。大部分增长来自于中端白酒消费客群向高端啤酒消费的转移，叠加近期高温天气促进啤酒消费意愿，销售增势良好，品牌可实现量价齐升。根据我们的调研经销商，燕京、华润、青岛、百威在二季度销售额分别实现同比增 ~35%/~20%/~15%/~10%。

**白酒：**端午假期内整体销售低于预期。表现最好的仍然是茅台，尽管价格小幅下降，但跌幅处于合理波动区间，且库存周转天数仅 15 天。五粮液和泸州老窖并未迎来预期的复苏，品牌面临售价与出厂价持续倒挂。

### ■ 股票推荐

基于 6.18 大促销售情况与我们年初以来定调的消费趋势无明显偏离，我们维持买入**珀莱雅** (603605 SH)，推荐**贝泰妮** (300957 CH)。相反，我们维持**上海家化** (600315 SH) 持有评级。食品饮料领域，我们推荐**贵州茅台** (600519 CH)，**青岛啤酒** (0168 HK) 和**华润啤酒** (0291 HK)，并维持**百威啤酒** (1876 HK) 持有评级。

**风险提示：**提价对行业企业销量负面影响超预期、上游原材料持续涨价超预期、行业高端化势头骤缓、行业出台限价、加税等利空政策。

## 可选消费

| 胡永匡/ walterwoo@cmbi.com.hk (852) 3761 8776

### ■ 短线 (未来三个月看法下调至中性)

五月下旬的消费相当疲弱，六月的增长也没有太大改善，虽然 618 的表现不算太差，但一定程度是促销带来的。

我们维持中性的行业评级，因为各种宏观指标，像年轻人失业率，各种裁员，所得税收入，工业利润，PMI 和房地产价格等等，都说明消费力和消费信心仍然在转弱，所以我们认为基本面的下行空间仍在。

不过，因为目前的行业估值相当低，只有 13 倍 23 财年市盈率，对比八年平均 20 倍，相当吸引，和 22 年 10 月的 13 倍差不多。假若有任何更有效的利好消费政策出台，市场情绪改善会带动估值向上重估。

目前比较推荐家电板块，因为竣工面积增长在加速，原材料成本下降和人民币贬值等，加上炎热天气，都带动空调强劲增长和冰箱洗衣机增长转正，看好美的(000333 CH) 和格力(000651 CH)。同时也看好仍然是能受惠于消费降级，像百胜中国(9987 HK)，周期反转的滔搏(6110 HK)和中期成长充足的亚朵(ATAT US)。

### ■ 餐饮 (维持中性)

六月的增长普遍来说都比五月更慢，进入未来高基数，增长很可能放慢。同时竞争也越来越大，而因为价格战的出现，客单价和利润率都会受到拖累，像瑞幸和茶饮龙头都有受到打击。而且目前看来，各大品牌开店速度仍然较慢，全年目标有不达预期的风险。

在消费降级的环境下，凑凑和太二等等受影响更大，我们比较看好性价比高的百胜中国(9987 HK)，而海底捞(6862 HK)因为改革进度不错，所以表现会相对好一些。

### ■ 体育用品 (维持中性)

六月的增长比五月更慢，但通过 618 的促销，增长也许没有之前那么悲观。不过进入到三季度的高基数(更多是李宁和特步，海外品牌基数较低)，增长仍然有进一步放慢的风险。特别是时尚类产品，会比专业类，受影响更大。即使品牌通过各种渠道去库存，销售目标能够达成，但零售折扣也许会比预期更高，进而影响毛利率。

目前更看好海外品牌的反转，所以推荐滔搏(6110 HK)。

### ■ 旅游行业 (下调至中性)

中国五至六月的 PMI 仍然偏低，对于酒店行业未来需求并不理想。但考虑到今年的消费者都比较习惯在节日中爆发需求，也许未来在七八月的旺季，ADR 和 RevPAR 的复苏率也不至于太差。而且各品牌，包括亚朵和华住的业绩指引都相当保守，所以下调利润的风险略少。考虑到行业估值已经下调不少，投资者也许已经消化短线的压力，目前也许会是中长线投资的机会。

比较推荐亚朵(ATAT US) 和华住(1179 HK)

## ■ 家电行业(上调至看好)

虽然房地产的销售增长放缓，但今年的竣工面积持续加速，越来越利好家电销售，而在六月，不只是空调的增长强劲，冰箱和洗衣机的增长亦重新转正。未来在三季度，因为去年基数并不高，冰箱和洗衣机的增长有望维持，而炎热的天气，亦带动空调需求持续强劲。原材料价格持续下行和人民币的贬值，都会对利润率提升有所保证。目前价格战并没有出现，客单价今年以来保持平稳，影响不大。

比较推荐空调占比更高的美的(000333 CH)和格力(000651 CH)。

## ■ 服装行业(维持看好)

进入五和六月，服装行业的增长有所放缓，一部份是天气，另一部份是宏观环境的影响。虽然没有体育行业的竞争那么激烈，但去库存的活动也再增加。各品牌目前应该还能维持全年的目标指引，不过我们倾向较为保守，我们预计今年批发的增长会改善更多，因为各种品牌很可能向经销商输出更多库存。我们更看好性价比高的和主动变革更多的品牌，像利郎，太平鸟，海澜之家和波司登等等。

而江南布衣(3306 HK)的股息率很高，下行空间较少，所以更推荐。

## 汽车

| 史迹, CFA / shiji@cmbi.com.hk (852) 3761 8728

| 窦文静, CFA / douwenjing@cmbi.com.hk (852) 6939 4751

## ■ 未来3个月看法谨慎乐观

6月份，我们估计中国乘用车零售销量有望超出我们此前的预期（188万台），新能源乘用车的零售销量也有望高于我们此前的预测（64万台），新能源渗透率达到34%。随着更多的新车上市，我们预计未来几个月新能源渗透率将逐月提升。我们估算目前整体乘用车和新能源车的库存水平在2.1个月左右。展望下半年，考虑到去年高基数的影响，我们预计中国乘用车批发和零售都可能同比下滑6%。

未来2个月投资者可能会关注上半年或二季度的业绩情况，受到价格战的影响，我们认为大部分车企的盈利情况可能会低于目前市场的一致预期。但相比盈利，投资者今年可能更加看重车企的销量表现。我们预计终端折扣可能在6-7月达到顶峰，因为下半年主机厂加库存的意愿可能不强。而6月的强劲销量是否能延续到下半年，下半年的行业复苏究竟是L型复苏还是U型复苏，是投资者关注的核心，目前来看可见度仍然不高。我们在去年底发布的2023年展望报告中建议的区间交易到目前看是正确的。年初至今，汽车经销商的股价跑输整车厂，下半年随着折扣企稳，我们预计经销商的业绩可见度或将高于整车厂，值得投资者关注。

## ■ 推荐标的

我们认为行业变革需要引领者，三家头部新势力中我们持续推荐理想汽车(LI US/2015 HK)，它也是年初至今股价表现最好的车企，我们认为理想汽车今年的盈利有望超出市场预期，在激烈的行业竞争中脱颖而出成为长期赢家。传统车企中推荐关注长城汽车(2333



HK/601633 CH)，我们预计长城今年的新能源车销量有望同比增长超 100%，新能源渗透率（不含皮卡）达到 31%，今年 4 季度新能源渗透率有望超过行业平均，有助于推升股价。

## 房地产和物管

| 张苗 / miao Zhang@cmbi.com.hk (852) 3761 8910

### ■ 短期乐观

谨慎乐观。6 月开发商销售与预期一致，根据克而瑞公布的数据，我们追踪的主要开发商的销售总额在 6 月同比下跌 35%，环比下跌 2%。主要房企的销售总额 1H23 同比下降 5%。其中，国央企由于较丰富的可售资源和品牌优势跌幅较小，越秀地产/保利发展/中海单月同比降 9/22/28%。民企中，龙湖集团降幅较窄录得同比降 29%；其他民企仍跑输市场较多。我们认为国央企和民企拿地的分化将使销售端的分化趋势继续保持。同时各地城市级别的放松政策还在持续出台，这将维持新房销售稳定在全年缓慢修复的节奏

我们预计物管企业的基本面将继续表现出较为明显的国央企与民企分化，国企由于绝对的母公司资源优势将表现稳健，有望在中期报出符合预期的业绩增速，民企在母公司拖累、三方拓展竞争加剧等背景下中期业绩相对国企可能较弱。由于消费复苏节奏持续慢于预期，物管企业增值服务板块恢复节奏也较为缓慢，这也将对 1H23 业绩形成拖累。我们推荐滨江服务（高业绩兑现度），保利物业（母公司表现优异）。

### ■ 推荐标的

我们看好二手房经纪：贝壳；以及完工类标的：如物管里的滨江服务、保利物业、华润万象生活、中海物业。我们推荐买入贝壳的核心原因为：短期来看，1) 我们看好 23 年二手房市场的强势反弹（同比+17%），尤其在更多高线城市进入更大力度的限售限购政策放松背景下，同时最新的数据显示二手房销售数据持续好于新房。2) 佣金上限指引影响的逐步淡化，贝壳为主要受益者。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。目标价 25.0 美元，对应 28x 2023E PE 和 24x 2024E PE。催化剂：更多强二线城市逐步跟进放松政策，1H23 业绩强劲。风险：政策放松不及预期、反垄断调查等。

## 传媒文娱

| 黄群 / sophiehuang@cmbi.com.hk (852) 3900 0889

### ■ 未来 6 个月看法中性乐观

因俄乌关系、618 结束等因素，6 月泛文娱板块部分涨幅回落。随着利空逐步消化及大会将近，我们预计 7 月板块交易性机会仍在，板块情绪将受益于：1) 宏观渐进式回暖；3) 暑期强劲剧集和游戏上线；3) 广告行业温和复苏；以及 4) 潜在经济刺激政策。我们看好短视频、长视频和游戏为代表的泛文娱赛道，基于宏观高防御性、竞争格局稳定、利润释放逻辑

辑清晰。优选业绩预期向好、市占率提升、估值吸引标的，首选快手、爱奇艺和同程旅行。当前板块估值中枢为 13x FY23E P/E (对应 FY23-25E 利润 CAGR 15%)，估值较为吸引。

### 短视频：持续获取份额，618 增速亮眼。

5 月短视频月活保持环比稳健增长，时长趋于稳定，其中抖快主站月活分别+0.4%/1.9% YoY，日活+1.2%/-0.7% YoY (根据 QuestMobile 数据)。此次 618 大促，直播电商行业 GMV 同比增长 27.6%，高于综合电商 5.4% 增速 (根据星图数据)。直播电商侧重内容和商品融合，重视低价好物、活动简化、商家激励支持。补贴加码、内容生态优化及消费温和复苏下，预计短视频 2Q23 GMV 同比增幅有望超过 30%，市占率提升至 21%。我们认为直播电商长期 GMV TAM 有望达 6 万亿元，货架电商有望成为第二增长曲线 (商城及搜索占比提升)。预计快手 2Q23E GMV 预计同比增长 30%，受益于低基数及 618 大促 (单量/买家数近 40%/30% 增长)，而达人分销等模式也将拉动货币化率提升。潜在电商增量包括：1) 快手商城上线 (vs. 抖音泛货架 GMV 占比 20%-30%)；2) 川流计划及全域经营增量；3) 货架厂、营销体系、经营工具升级下流量提效。此外，短视频外循环广告有望从 4 月开始显著恢复，受益于线下及游戏广告预算恢复。看好快手利润释放加速、电商货币化率提升、及广告复苏。

### 长视频：短期内容监管波动不改长期提质逻辑，憧憬暑假档丰富剧集上线。

在经历 5 月部分剧集排期调整后，6 月部分精品剧集陆续出圈，包括爱奇艺头部古装剧《长风渡》、优酷校园甜宠剧《偷偷藏不住》、腾讯现代剧《暮色心约》、《闪耀的她》。其中《长风渡》自 6.18 上线后稳居播放量 TOP1 (占比 20%-30%；基于云合数据)，且在 41 小时内爱奇艺站内热度值破万。我们期待暑假档丰富剧集上线将推动会员持续上行，且长视频广告预计有望于 2Q23 逐步复苏 (得益于快消、电商等广告主预算提升)。暑假档及 2H23E 精品剧关注：爱奇艺《无忧渡》、《云之羽》、《宁安如梦》、《七时吉祥》、《一念关山》；腾讯视频《长相思》、《玉骨遥》、《与凤行》；优酷《安乐传》等。看好爱奇艺中台化壁垒、题材精准及利润释放逻辑，近期股价回调提供买点，预计 2Q23E 业绩坚挺 (指引不改)、憧憬暑期档精品剧集增量。

**直播：**近期直播行业因内容监管影响，部分平台 2Q23E 国内业务指引相对疲软，源于平台自查及运营稳态化。我们认为监管收紧对垂类中小型平台影响较大 (促进良性健康发展)，而头部短视频/直播平台因前期多轮业务自查调整、分红透明等因素，具备高防御性，预计增速依然强劲。我们认为当前直播标的估值倒挂、下行空间有限，2H23E 潜在温和复苏 (重拾增长) 有望驱动估值中枢上修。

## 保险

| 陈喆, CFA / gigichen@cmbi.com.hk (852) 3916 3739

### ■ 未来 6 个月看法乐观

上市寿险公司负债端增长动能持续修复。根据公开数据和我们的渠道调研，随着保证利率上限由 3.5% 下调至 3% 的窗口愈加接近，五月的上市寿险公司的总保费增速和新单保费增速都有所提升，“抢停售”效应明显。我们认为寿险新产品的定价利率下调将会有利于防范利

差损风险，对寿险企业的长期价值有正面作用；从中短期看，在银行存款利率持续下调的情况下，储蓄保险在定价利率下调后仍然保有相当的吸引力。我们预计下半年主要上市寿险公司在销售端的重点会转向高利润率的价值型产品。

财险方面，由于非车占比持续提升，总体保费增速保持稳健。我们预计头部产险公司会持续受益于其较高的风险定价能力和较厚的准备金拨备。我们预计2023年人保的非车业务承保利润率将有进一步改善，车险保费增速会略有下滑但综合成本率保持稳定。我们认为人保、太保等前期准备金计提充足的头部险企有充足空间维持公司整体承保利润率的稳定。随着IFRS17新会计准则的实施，保险公司资产端和负债端的计量方式更加匹配，利源披露更加透明，有助于减少短期投资波动对利润的影响。

从估值上看，当前H股保险股估值仍低于历史平均估值水平，我们相信负债端和资产端基本面的改善会助推估值的修复。

#### ■ 推荐买入太保集团 (2601 HK)、平安保 (2318 HK)、中国人寿 (2628 HK)

太保集团 (2601 HK)、平安保险 (2318 HK) 1Q23 新业务价值同比分别增长 16.6% 和 8.8%，大幅超出市场预测。同时，4-5 月太保的重疾险销售出现了复苏迹象，其新单保费增速和在总体新单中的占比都有所提升，我们预计集团新业务价值利润率今年将会有明显反弹。平安保险方面，随着渠道改革和产品改革的持续推进，估值有望进一步修复。另外，我们认为中国人寿 (2628 HK) 2023 年的新业务价值增速有望转正。

#### ■ 风险提示

证券市场的波动和投资资产信用风险，可能会令投资端收益下降或产生减值损失。

## 资本品

| 冯键嵘, CFA / waynefung@cmbi.com.hk (852) 3900 0826

#### ■ 工程机械/重卡

**短期选择性看好：**各细分板块需求持续分化，最近数据显示重卡六月份销售量同比上升 31%，连续五个月保持上升趋势（同比）。我们维持今年对重卡行业的正面看法，预计今年重卡需求同比增长 23%。工程机械方面，高空作业平台五月份保持良好的增长（18%），汽车起重机四月和五月份销售分别同比增长 15% 和 14%，是自去年 10 月以来首次转正。但另一方面，地面机械包括挖掘机和装载机持续下跌，其中挖掘机国内需求仍然疲弱，同时出口增速放缓。

我们在七月初把**重汽(3808 HK)**评级上调至买入，看好出口的强劲增长以及市占率持续提升；我们继续看好**潍柴动力 (2338 HK, 000338 CH, 买入)**受惠于重卡需求持续回升。

工程机械方面，看好**浙江鼎力 (603338 CH, 买入)**：高空作业平台新产品持续突破海外市场；看好**中联重科 (1157 HK, 000157 CH, 买入)**：市场过度悲观，起重机需求有机

会超预期;看好三一国际 (631 HK, 买入): 以低价向控股股东收购油气压裂设备公司, 有利进一步分散公司在煤炭设备的集中度, 新产品电动轮矿卡销售强劲。

### ■ 光伏设备

**短期看法谨慎:** 尽管光伏各环节对产能升级的军备竞赛持续, 但光伏产业链价格大幅度下跌的情况下, 对后续设备更新的进度开始带来不确定性, 对短期板块走势带来压力。

光伏设备中, 我们相信电池技术往 TOPCon 的持续升级是确定趋势, 因此仍看好捷佳伟创 (300724 CH, 买入)。此外, 我们看好晶盛机电 (300316 CH, 买入), 公司在新一代的光伏单晶炉以及半导体设备的技术突破将对盈利持续性带来支持。

## 能源 — 城燃、电力运营商

|夏徽, CESGA / meganxia@cmbi.com.hk (852) 3761 0836

|白毅阳, CFA / jackbai@cmbi.com.hk (852) 3900 0835

### ■ 城燃板块: 保持谨慎中性乐观

板块整体: 城燃板块短期波动, 回调后估值具有吸引力。2023年4月, 国内天然气表观消费量为 317.90 亿方, 同比上升 7.0%, 环比下降 6.2%。整体天然气需求有反弹。2 季度天然气需求淡季, 部分需求反弹有所放缓。此外, 2023 年整体气源供给改善, 气价成本和居民顺价政策利好毛差改善。整体基本面仍然稳定向好, 原因是:

#### ■ 行业: 中国天然气需求反弹, 气源供给改善

1) 气价: 国际天然气价格大幅回落。今年 6 月东北亚 LNG 现货价格跌破 10 美元/百万英热。天然气价格回落, 会刺激部分前期受高气价抑制的工商业需求。此外, 亚洲 LNG 进口现货价格回落, 有利于 LNG 进口现货有望出现开始恢复迹象, 有利于整体气源供给增加。

国内天然气价格: 截至 6 月 21 日, 上海石油天然气交易中心 LNG 出厂价格全国指数同比下降 33% 到 4353 元/吨; 截至 6 月 23 日, 中国进口 LNG 到岸价下跌 69% 为 11.69 美元/百万英热, 环比下降 4.01%。

#### 2) 气源供给:

2023 年 5 月, 国内天然气产量同比上升 7.2% 为 189.70 亿方。LNG 进口量同比上升 30% 到 641 万吨, 环比上升 34.4%。2023 年 5 月, PNG 进口量同比上升 1.9% 到 423 万吨

#### 3) 天然气需求:

2023 年 4 月, 国内天然气表观消费量上升 7% 到 317.90 亿方, 环比下降 6.2%。

### ■ 城燃企业分析:

1) 销气量: 城燃企业给出 2023 年指引预期整体销气量同比恢复低双位数增长, 预期销气量会改善。同时, 工商业经营恢复也提升企业接受气价调整能力, 促使城燃公司工商业用气需求持续改善, 利好城燃公司销气收入和利润增长。



2) 毛差：气源价格有望改善。国家发改委下发《关于做好 2023 年天然气中长期合同签订工作的通知》，部分省份快速响应并出台相关居民顺价政策。有望改善城燃顺价和毛差情况，我们对毛差改善保持乐观。

3) 接驳业务：基于地产趋势城燃企业给出接驳指引均较保守但符合预期。

4) 增值业务：预期整体增值业务增长相对稳定，经济持续恢复增长，利好增值业务持续向好，包括炉具销售、保险销售等。

5) 新能源业务：城燃企业将进一步加速对于新兴业务的布局，包括分布式电力和综合能源业务。有望成为城燃企业业务第二增长动力。

综上，我们对城燃板块保持谨慎乐观：

华润燃气（1193 HK）估值具有吸引力，居民顺价政策陆续推出，有望推进居民顺价，整体毛差有望持续改善。优质项目优势明显，增值业务增长潜力大。风险：1) 居民顺价进度不理想；2) 接驳业务低于预期。

新奥能源（2688 HK）综合能源业务强劲增长势头持续，零售销气业务在经济恢复下得到提振，ESG 评级较高。风险：1) 2023 年零售销气量增速不及预期；2) 估值较高。

#### ■ 电力运营商：看好火电以及新能源电力运营商，保持乐观。

**装机情况：**国家能源局数据，2023 年 1-5 月风电累计装机同比增长 51.2%到 16.36GW；累计并网装机容量 382.6GW。其中 5 月新增装机 2.16GW，同比增加 74.19%。23 年以来风电装机增长快速。

1-5 月，全国累计发电装机容量同比增长 10.3%。截至 2023 年 5 月底，全国累计发电量装机容量约 26.72 亿千瓦。截至 2023 年 5 月底，全国累计发电装机容量约 26.72 亿千瓦，同比增长 10.3%。其中，水电装机容量同比增长 5.2%到约 4.17 亿千瓦，同比增长 5.2%。火电装机容量约 13.51 亿千瓦，同比增长 3.7%。核电装机容量 5676 万千瓦，同比增长 4.3%。风电装机容量约 3.83 亿千瓦，同比增长 12.7%。太阳能发电装机容量约 4.54 亿千瓦，同比增长 38.4%。

**用电和发电：**1-5 月全社会用电量 3.53 万亿千瓦时，同比增长 5.2%。第一产业、第三产业用电增速高，分别达到 11.6%、9.8%；5 月份，全社会用电量增长 7.4%。1-5 月全社会发电量 34216 亿千瓦时，同比增长 3.9%。

新增可再生能源发电占比超过 80%。5 月份，总发电 6886 亿千瓦时，同比增长 5.6%。其中火电同比增长 15.9%，核电增长 6.3%，水电下降 32.9%，风电增长 15.3%，太阳能发电增长 0.1%

**电价：**电力市场化改革持续推进，电价有望小幅稳中提高。广东电力市场交易电价：截至 6 月 22 日，广东电力日前现货市场的周度均价为 417.59 元/MWh，周环比上升 12%，周同比上升 36%。截至 6 月 16 日，广东电力实时现货市场的周度均价为 446.58 元/MWh，周环比上升 0.9%，周同比上升 19.8%。

**火电-动力煤价格：煤炭价格回落。**港口及产地煤价虽有环比上升波动，但是整体同比还是有较大幅度回落。港口库存环比上升，但是整体库存还是相对充足。

**我们对火电以及新能源电力运营商乐观：看好华润电力（836HK）**我们认为公司火电业务的成本和利润将在 2023 年得到改善，原因：1) 积极签订长协煤合同，履约率预期有所提高；2) 进口煤炭价格下降，有利于公司采购部分进口煤来更好的应对煤炭价格波动；3) 基于

电力市场改革电价政策持续优化，多地电力市场成交价均实现 20% 顶格上浮。目前电力市场化的交易可以助力火电运营商更好地消化整体煤炭成本的变化。

公司管理层给予 2023 年指引实现 7000MW 的风电和光伏新增装机容量。下降的上游成本会使得更多的项目将符合公司的投资和建设标准。此外，公司宣布其新能源业务分拆到 A 股上市，将帮助公司实现 2025 年 40GW 风光累计装机目标。分拆后释放新能源业务潜在价值，有利于进一步提高华润电力的整体估值。

## 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于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他关联机构曾在过去12个月内与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、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，都应以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。