

策略观点

延续反弹

- **宏观:** 中国经济延续复苏但势头放缓, 通胀仍在低位, 宏观政策将保持宽松, 重点修复私人部门信心, 新政策刺激的可能性较低。美国中小银行动荡将加快信贷放缓、经济下行和去通胀进程, 美联储可能在 4Q23 开始降息, 助推美元进入走弱周期。
- **科技:** 乐观。行业库存逐步改善, 下游需求有望下半年复苏, 一季度业绩后市场逐步转向积极, 看好下半年科技板块在 AI/MR 创新、需求复苏和国产替代所带来的投资机会。建议关注需求复苏和创新确定性较高的板块, 以及芯片/存储/光通信等产业链受益于 AI 大模型快速发展对算力和存储需求的提升, 推荐鸿腾精密和闻泰科技。
- **软件及 IT 服务:** 谨慎乐观, 大部分软件及 IT 服务公司对 2023 年指引比较保守, 行业 FY1Q23 收入增速比预期慢, 人员成本控制, 注重盈利及现金流改善仍然是软件及 IT 服务公司 2023 年的主要目标, 随着国内经济回暖, 企业 IT 支出处于缓慢修复状态, 预计板块估值震荡向上。持续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。宏观及消费稳步复苏推动互联网公司基本面持续改善。劳动节假期受益于此前受压抑的出行需求强烈释放, 旅游及消费的数据好于预期, 为二季度低基数下的强业绩复苏打下基础, 但全年维度的复苏表现或有待进一步观察。在短期整体板块流动性持续承压、增量资金较少且板块竞争维持激烈的情况下, 我们看好: 1) 受益于监管推动行业整合且有能力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, 如腾讯、腾讯音乐, 爱奇艺; 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, 如携程、百度; 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, 如拼多多、阿里巴巴、快手。同时推荐关注短期内市场可能对竞争格局演变担忧过度致使股价超跌的公司, 如美团。
- **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、TAVR); 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)。首选标的: 锦欣生殖 (1951 HK)、医思健康 (2138 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)。
- **必选消费和免税美妆:** 1 季度业绩期结束。美妆、啤酒符合而乳制品超预期。市场揣测啤酒 4 月销售偏弱, 板块短期承压, 但五月份提货有望转强, 我们预期在有更实在消息前板块或于区域间交易。乳制品因稳定低位业绩反弹。免税承压, 美妆平稳。维持推荐啤酒板块, 首推华润啤酒。
- **可选消费:** 我们认为五一黄金周的数据并不差, 复甦率非常亮眼, 对比清明和春节有巨大改善, 一改 2 月到 4 月的环比转弱的颓势。我们仍然看好消费行业, 一方面是政策支持, 另一方面是经营杠杆带来的利润率改善。随着一线城市增长加快, 通关后内外交流增加, 人均收入和企业利润增长上升, 都会逐渐利好消费者和投资者情绪。目前估值相当吸引, 只有 16 倍的 23 财年市盈率, 远低于八年平均的 20 倍。
看好餐饮, 旅游和体育用品, 性价比较高和利润率改善较强的公司, 像百胜中国 (9987 HK)、呷哺呷哺 (520 HK), 茶饮龙头公司, 海底捞 (6862 HK)、特步 (1368 HK)、滔博 (6110 HK)、安踏 (2020 HK) 和亚朵 (ATAT US) 等。

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

黄群

武煜, CFA

王银朋

黄本晨, CFA

王云逸

黄铭谦

胡永匡

曾展

陈喆, CFA

史迹, CFA

奚文静, CFA

冯键嵘, CFA

夏微, CESGA

白毅阳, CFA

- **房地产**：短期乐观。4月开发商销售符合预期，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4月实现了34%的环比/同比增长，主要房企的销售总额仍呈现4M23同比大增16%。其中，国央企由于其充足的可售资源和品牌优势继续引领市场，招商蛇口/华润置地/中海同比增170/119/67%。民企中，除了滨江集团增速亮眼，录得同比增15%，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。
- **保险**：乐观。上市寿险公司1Q23业绩优于市场预期，我们持续看好寿险业务的复苏，原因包括：1) 居民对储蓄产品的需求保持旺盛。2) 寿险代理人规模降幅逐步收窄，我们预期2023年有望实现行业代理人规模企稳。3) 个人养老金制度的加速落地也会有助于寿险储蓄类产品的销售增长。4) 债券利率的回升，以及地产风险的缓释，有助于寿险业务资产端的收益率提升。近期有新闻称，监管机构陆续约谈保险公司，要求寿险公司将新开发产品的定价利率上限从3.5%调降至3.0%。我们认为这一监管调整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；从短期看，目前个人投资者在市场上很难找到具有保本保息属性的其他投资品种来替代长期储蓄险，所以定价利率上限下调对寿险销售的冲击也有限，甚至可能出现对3.5%定价利率产品的抢停售现象。推荐买入太平洋保险、平安保险、中国人寿。
- **汽车**：根据我们的渠道调研，4月份终端折扣依然在扩大；但五一黄金周期间，终端的订单表现较为强劲。我们认为“去库存”仍将是5-6月份的主旋律，行业需求的真正恢复还有待宏观经济的进一步改善。我们认为投资者今年更看重车企的销量表现，而不是利润水平。继续看好造车新势力，首推理想汽车 (LIUS/2015 HK)；传统车企中推荐关注长城汽车 (2333 HK/601633 CH)。
- **资本品：工程机械/重卡乐观**：重卡销售四月份同比大涨>80%，连续三个月保持上升趋势。这加上潍柴动力 (2338 HK, 000338 CH, 买入) 公布的第一季度盈利好于预期，强化了我们今年对重卡行业的正面看法，维持今年重卡需求同比增长25%的预测。中联重科(1157 HK, 000157 CH)一季度盈利符合预期，我们认为市场共识未反映起重机板块的潜在复苏以及毛利率的恢复。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，我们预期将带来20%潜在盈利贡献。光伏设备乐观：我们相信光伏产业链总体价格趋势以下行为主，将有利拉动电站建设的积极性，我们继续看好设备制造商，包括已在不同技术路线进行布局的捷佳伟创 (300724 CH)，以及短期受惠石英坩埚供不应求的晶盛机电(300316 CH)。
- **能源—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。3月数据天然气消费反弹良好，预期气源供给和成本改善优于去年，维持保持谨慎乐观的态度。主要原因是：中国天然气需求反弹，气源供给改善；国际天然气价格大幅回落，国产气、进口LNG长协、进口LNG管道气供应预期增加，LNG进口现货因价格回调有望现复苏迹象；中国天然气消费反弹良好，工业用气需求提振；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，持续收并购优质项目，整体毛差有望持续改善；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。

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
长仓											
鸿腾精密	6088 HK	科技	买入	1.51	2.3	52%	9.2	7.2	N/A	6.0	3.0%
闻泰科技	600745 CH	科技	买入	52.48	88.6	69%	14.8	11.1	1.6	10.6	0.6%
金蝶国际	268 HK	软件 & IT服务	买入	11.60	23.3	101%	N/A	N/A	5.1	N/A	0.0%
拼多多	PDD US	互联网	买入	61.96	N/A	N/A	14.9	11.1	22.6	23.4	0.0%
腾讯	700 HK	互联网	买入	340.80	455.0	34%	21.0	17.9	2.8	14.1	0.5%
腾讯音乐	TME US	互联网	买入	7.31	10.5	44%	15.0	12.9	1.9	7.3	9.9%
网易	NTES US	互联网	买入	91.14	116.0	27%	18.1	16.3	3.4	15.1	1.3%
百度	BIDU US	互联网	买入	122.49	196.3	60%	13.4	12.2	0.7	6.6	0.0%
快手	1024 HK	互联网	买入	51.85	94.0	81%	152.5	35.2	N/A	N/A	0.0%
爱奇艺	IQ US	互联网	买入	5.92	8.6	45%	30.1	19.9	29.1	4.7	0.0%
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	83.31	N/A	N/A	11.0	9.7	1.4	6.2	0.0%
华润万象生活	1209 HK	房地产	买入	40.05	48.0	20%	30.2	24.7	4.7	15.5	1.2%
滨江服务	3316 HK	房地产	买入	23.60	35.8	52%	10.7	8.2	3.6	33.5	2.8%
保利物业	6049 HK	房地产	买入	45.90	58.4	0.3	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%
中海物业	2669 HK	房地产	买入	8.51	7.9	-7%	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%
贝壳	BEKE US	房地产	买入	15.95	24.3	0.5	66.9	23.3	N/A	4.2	0.0%
太平洋保险	2601 HK	保险	买入	25.85	29.7	0.1	8.0	6.6	0.9	11.3	4.5%
中国人寿	2628 HK	保险	买入	15.70	20.9	33%	7.7	6.9	0.8	10.5	4.5%
平安保险	2318 HK	保险	买入	61.15	80.3	0.3	7.1	6.5	1.0	15.4	4.9%
潍柴动力	2338 HK	资本品	买入	13.28	15.8	19%	14.3	12.3	1.3	7.5	1.9%
中联重科	1157 HK	资本品	买入	4.60	6.3	38%	9.4	8.0	0.6	6.9	4.4%
捷佳伟创	300724 CH	资本品	买入	104.48	187.0	79%	29.1	22.1	4.4	16.1	0.3%
晶盛机电	300316 CH	资本品	买入	67.97	106.0	56%	20.5	17.4	6.1	34.3	0.9%
三一国际	631 HK	资本品	买入	10.80	13.0	20%	15.1	12.9	2.6	18.5	2.1%
锦欣生殖	1951 HK	医药	买入	5.12	9.7	90%	23.8	20.5	1.1	4.0	0.0%
医思健康	2138 HK	医药	买入	5.27	8.5	61%	31.0	18.2	N/A	10.4	0.0%
药明康德	2359 HK	医药	未评级	71.50	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%
信达生物	1801 HK	医药	买入	41.10	50.3	0.2	N/A	N/A	6.3	N/A	0.0%
百济神州	BGNE US	医药	买入	253.92	315.7	24%	N/A	N/A	101.6	N/A	0.0%
迈瑞医疗	300760 CH	医药	未评级	303.79	N/A	N/A	31.0	25.4	N/A	N/A	0.0%
爱康医疗	1789 HK	医药	买入	9.80	12.3	0.3	36.0	26.2	N/A	11.1	0.0%
理想	LI US	汽车	买入	24.75	44.0	78%	244.8	285.6	N/A	3.1	0.0%
长城汽车	2333 HK	汽车	买入	9.39	12.0	28%	12.7	12.0	N/A	8.5	3.5%
呷哺呷哺	520 HK	可选消费	买入	5.20	11.2	116%	12.4	7.6	2.4	11.9	0.0%
百胜中国	9987 HK	可选消费	买入	491	595.2	21%	29.1	23.5	2.8	12.0	0.8%
海底捞	6862 HK	可选消费	买入	18.18	28.0	54%	N/A	20.8	7.8	22.9	0.9%
亚朵	ATAT US	可选消费	未评级	19.72	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%
特步国际	1368 HK	可选消费	买入	9.21	11.8	28%	18.1	14.5	2.4	13.9	3.4%
滔搏	6110 HK	可选消费	未评级	6.81	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%
安踏	2020 HK	可选消费	买入	96.1	130.7	0.4	24.7	20.5	5.8	26.6	1.4%
蒙牛	2319 HK	必选消费	买入	33.6	40.0	19%	19.8	16.5	2.6	11.1	1.7%
伊利股份	600887 CH	必选消费	买入	29.9	44.0	47%	16.6	14.2	3.4	21.4	4.3%
华润啤酒	291 HK	必选消费	买入	56.6	74.8	0.3	33.3	27.7	5.4	18.5	1.2%
华润燃气	1193 HK	能源	买入	28.05	39.0	0.4	9.5	8.4	1.2	12.3	0.0%
新奥能源	2688 HK	能源	买入	112	135.9	0.2	12.7	11.7	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

■ 经济延续复苏，但复苏势头放缓，各部门和各地区显著分化

经济延续复苏，但复苏势头放缓。4月全国人员流动和客流量持续回升，支撑服务消费进一步复苏，服务业 PMI 保持在扩张区间，但有所回落。在低基数作用下，一线和强二线城市房地产成交量延续回升，汽车销售增速显著反弹，但剔除基数后大部分城市房地产销量复苏势头显著放缓，汽车销售增速温和改善。4月制造业 PMI 再度降至收缩区间，海外商品需求进一步放缓，美国中小银行动荡可能加快信贷下行、经济放缓和去通胀过程，韩国和越南商品出口同比降幅分别从3月的13.6%和13.2%扩大至4月的14.2%和17.2%。4月中国 CPI 增速可能进一步回落至0.5%-0.6%，核心 CPI 增速仍在低位，显示消费需求依然不强，PPI 跌幅可能扩大至3.2%，近期美国中小银行动荡和经济衰退预期打击大宗商品价格。中国6个月国债票转贴现利率由3月末的2.59%大幅降至4月末的1.80%，降幅大幅超过过去三年同期平均降幅，显示信贷需求显著回落。

私人部门信心尚未完全恢复，内生增长动力不强。总体来看，疫情影响在逐步消退，人员流动在快速恢复，地方政府和国有企业信贷需求率先恢复，但私人部门信心依然较弱，资本支出和耐用消费恢复相对较慢。前期积压的需求快速释放后，经济复苏势头有所放缓，逐渐呈现内生动力不强和有效需求不足问题。我们预计，在低基数作用下中国 2Q23 的 GDP 增速可能达到8%左右，但两年平均增速从1Q23的4.6%放缓至2Q23的4.1%，3Q23和4Q23的 GDP 增速可能分别为4.8%和5.5%，两年平均增速分别为4.3%和4.2%，全年 GDP 增速为5.7%，两年平均增速为4.3%，仍显著低于潜在经济增速5%-5.5%，产出缺口为负，理论上面临通缩压力。

投资者对经济复苏和政策支持预期已大幅下降。金融市场领先于实体经济，市场预期走在经济基本面之前。投资者对中国经济的预期早已从去年12月和今年“两会”前的强复苏降为“两会”以来的弱复苏，对政策期待也大幅下降，这可能是中国股市从“两会”之前3个月跑赢美股转为“两会”后跑输美股的重要原因。

服务消费延续回升，成为支撑中国经济复苏的首要驱动力。4月人员流动持续恢复，吃、喝、玩、乐、行和社交类服务消费不断回升。4月，一二线城市地铁日均客运量较去年同期增长100.2%，较2019年同期增长0.3%，国内航班和港澳台及国际航班的执行架次较去年同期分别增长277.6%和1,124.4%，电影院日均观影人次同比增速从3月的104.2%升至4月的364.7%。4月，铁路运输、航空运输、住宿、电信服务、电视、体育、文化和娱乐服务 PMI 持续位于60%以上的高景气水平。“五一”假期期间，国内旅游出游人次已恢复至2019年同期的119.1%，全国重点零售和餐饮企业销售额同比增18.9%。

因低基数因素，4月汽车销量增速大幅好转。乘联会统计显示中国乘用车厂家零售4月同比增长73.3%，而3月基本持平。环比来看，4月上海二手车市场成交量下跌6.3%，成交均

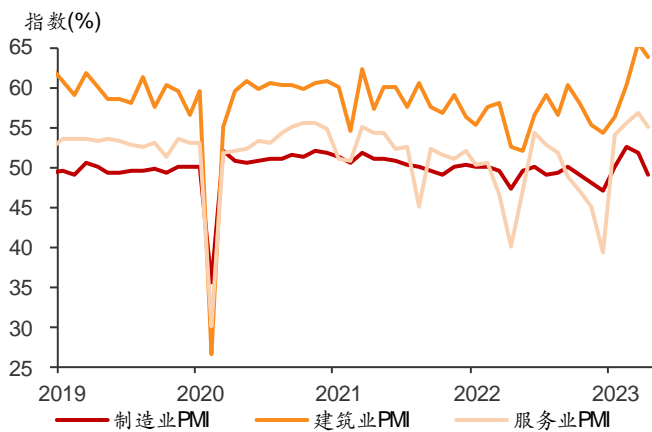
价环比下降 2.5%。去年消费刺激政策可能透支今年部分汽车需求，近期汽车业价格战导致消费者降价预期，可能延缓了汽车消费的复苏进程。

一线城市地产销售复苏较好，但大部分其他城市销售再度放缓。30 大中城市商品房销量同比增速由 3 月 41% 放缓至 4 月的 23%，其中一线城市销量增速进一步回升至 123.7%，但二三线城市销量增速由 3 月的 33.7% 放缓至 4 月的 4.9%。随着疫情期间积压的购房需求逐步释放，房地产销售增速再度放缓，一线城市和部分强二线城市地产复苏前景较好，但三四线城市地产恢复可能相对缓慢。

低基数可能支撑 4 月中国商品出口增速，但海外经济放缓和去通胀为中期前景蒙上阴影。4 月海外商品需求和价格延续放缓，韩国和越南商品出口跌幅分别从 3 月的 13.6% 和 13.2% 扩大至 4 月的 14.2% 和 17.2%。

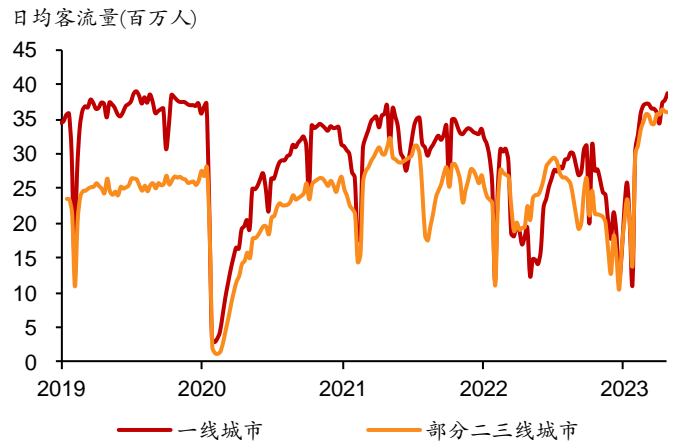
4 月 CPI 增速可能进一步回落，PPI 跌幅扩大。我们预测 CPI 增速从 3 月的 0.7% 回落至 4 月的 0.5%-0.6%，5 月开始温和回升。PPI 跌幅由 3 月的 2.5% 扩大至 4 月的 3.2%，5、6 月维持在低位，7 月以后可能逐步回升。由于中国内需恢复比较渐进，海外需求和通胀逐步下行，大部分行业面临供大于求和竞争加剧的压力，中国的再通胀将非常温和。

图 2: 中国 PMI



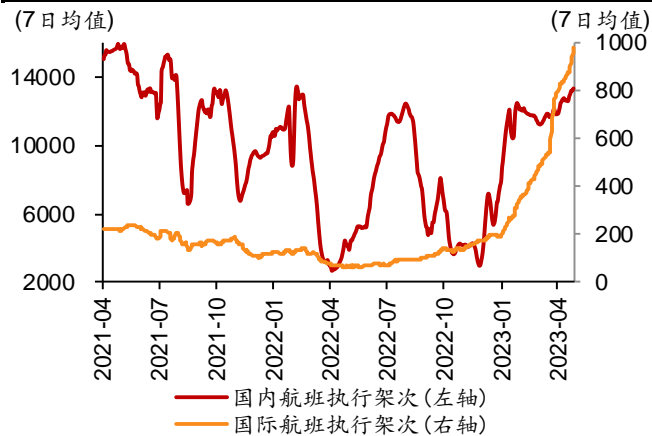
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 3: 中国一线与部分二三线城市地铁客流量



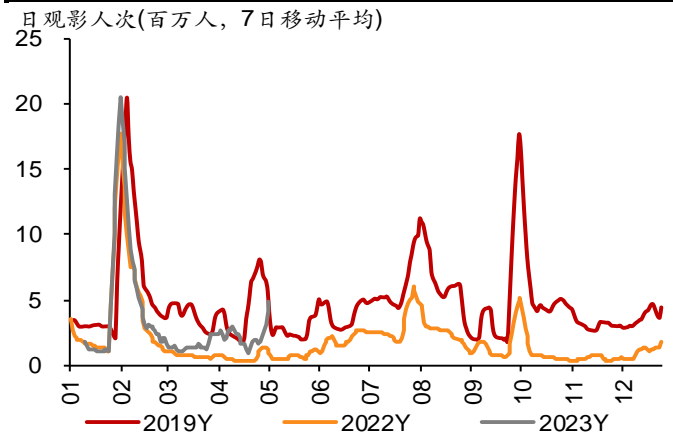
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 4: 中国国内和国际航班日执行班次



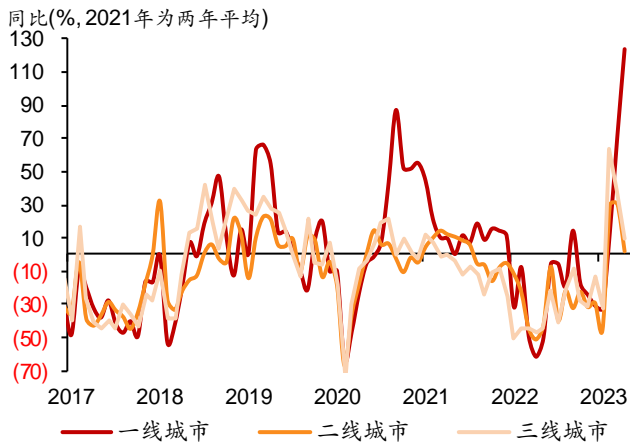
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 5: 中国日观影人数



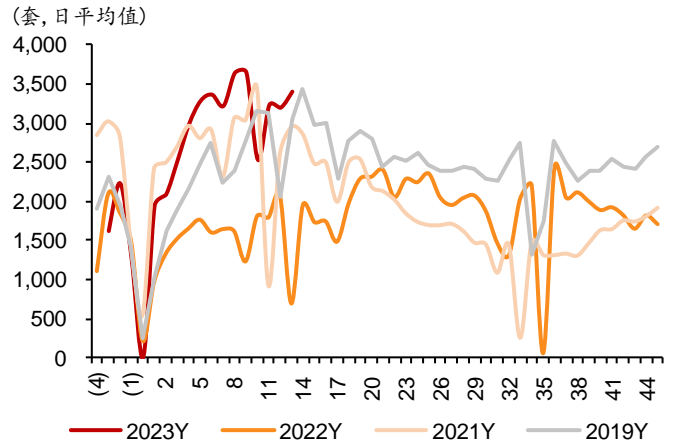
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 6: 中国 30 大中城市商品房日均销量增速



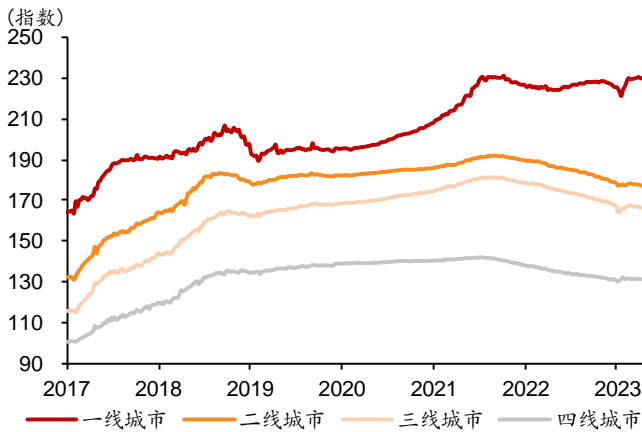
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 7: 中国 10 个代表性城市二手房日交易套数



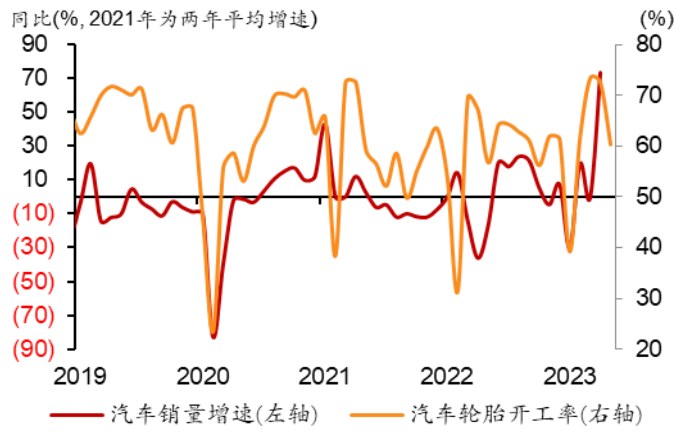
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 8: 中国二手房挂牌价格走势



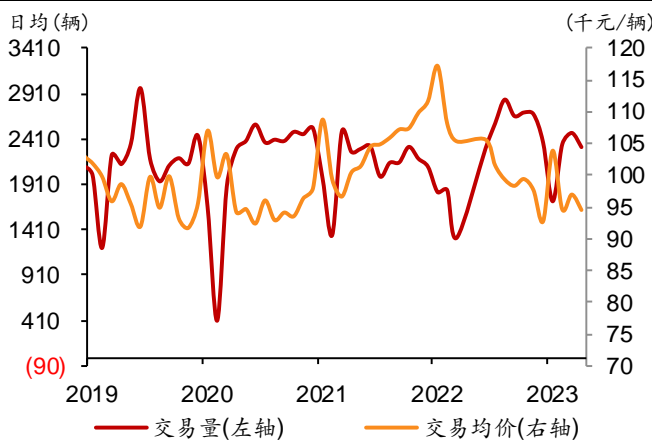
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 9: 中国新车销量增速与汽车轮胎开工率



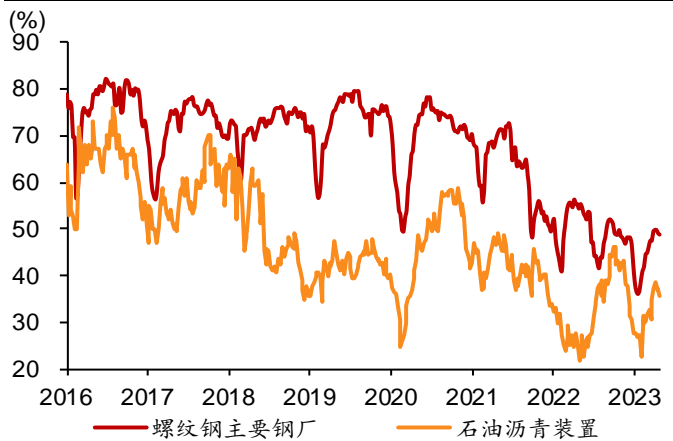
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 10: 上海二手车交易量与均价



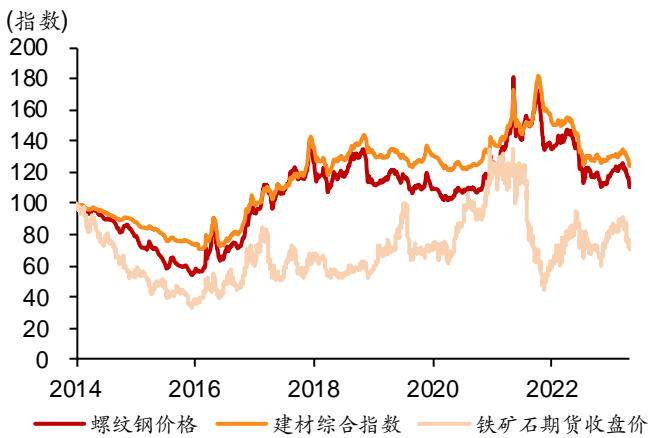
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 11: 中国主要钢厂与石油沥青装置开工率



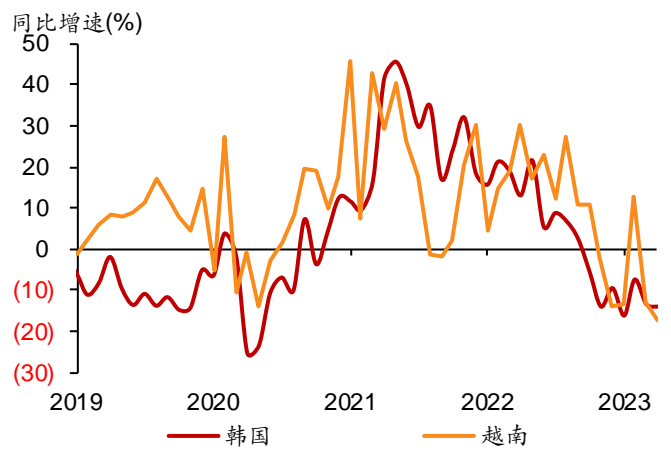
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 12: 中国建筑材料价格走势



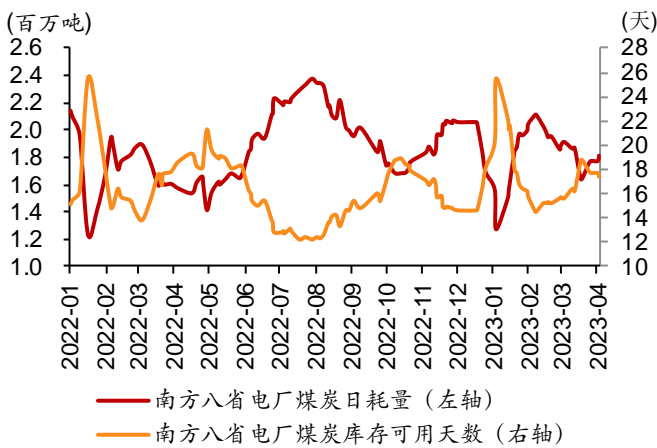
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 13: 韩国与越南出口增速



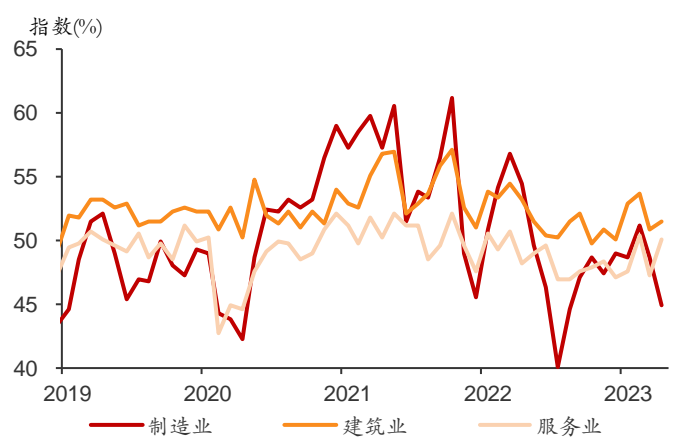
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 14: 中国煤炭日耗量与煤炭库存可用天数



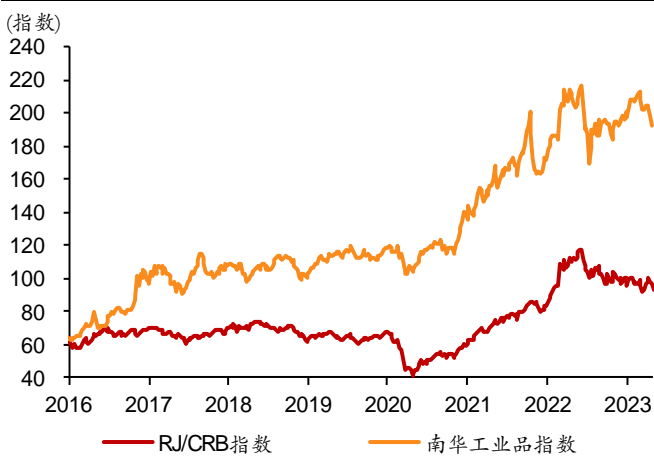
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 15: 中国 PMI 分项指数: 出厂价格指数



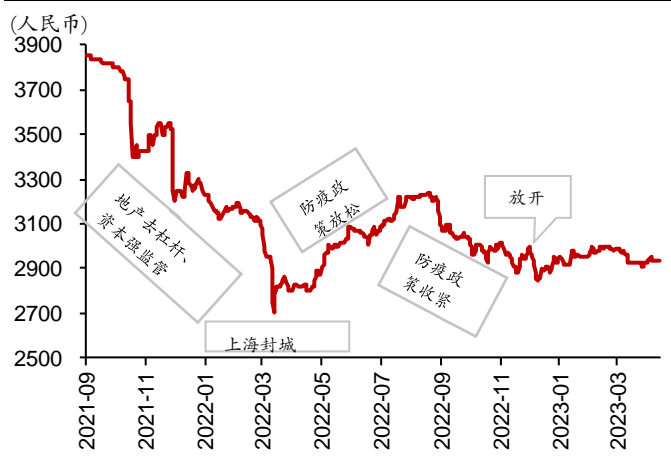
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 16: CRB 商品指数和南华中国工业品价格指数



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 17: 中国茅台飞天原装批发参考价



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

■ 政策延续宽松立场，重点修复私人信心和加快科技创新自主，财政刺激可能性较小

决策者认为1Q23经济复苏好于预期，但内生动力依然不足。4月末中央政治局会议认为，需求收缩、供给冲击和预期转弱的三重压力得到缓解，经济增长好于预期，经济运行实现良好开局，但经济好转仍是恢复性的，内生增长动力不强，需求仍然不足。这预示着中国不会很快收紧政策，将保持宏观政策宽松立场，但中国实施新的政策刺激的可能性也比较低。

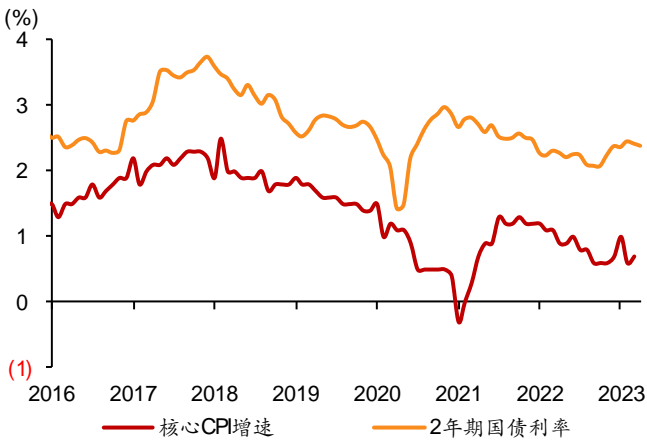
重点修复私人信心和加快科技创新自主。由于解决80%就业的民营企业信心恢复较慢，就业压力依然较大，家庭收入和消费信心尚未完全恢复，尤其是边际消费倾向较高的年轻人和低收入群体面临就业和收入压力，极大拖累了内需复苏进程。内需市场空间是科技创新迭代和吸引国际领先生产要素的关键，科技创新自主也离不开内需市场的复苏。因此，无论是解决就业、扩大内需和巩固超大市场优势，还是加快科技创新和产业升级应对中美战略竞争，都需要尽快修复私人部门信心。同时，中国产业政策继续聚焦于战略性新兴产业。中央政治局会议强调：要在短板领域加快突破，夯实科技自立自强根基，培育壮大新动能；要巩固和扩大新能源汽车发展优势，加快推进充电桩、储能等设施建设和配套电网改造；要重视通用人工智能发展，营造创新生态，重视防范风险。

货币信贷政策将保持宽松。中国GDP增速仍显著低于潜在增速，再通胀压力较小，大部分行业面临需求增长不足和竞争日益内卷的压力，中国并不具备收紧货币信贷政策的条件，预计中国货币信贷政策将保持宽松。1Q23国有部门信贷需求恢复较快，民营企业、中小企业和家庭部门信贷需求恢复相对慢些。尽管2022年LPR降幅较小，但企业贷款合同利率下降明显，尤其是国有企业贷款收益率大幅下降，对银行息差挤压明显。为保护银行息差以稳定金融体系和向财政分红，政策部门一方面引导银行降低存款利率，另一方面对降低存量按揭贷款利率非常谨慎，导致最优企业贷款利率低于按揭贷款利率现象，造成家庭部门对国有部门的交叉补贴。这与中国轻消费、抑地产和重生产的政策思路相一致，加剧产能过剩与通缩压力。

财政政策保持适度扩张，新刺激的可能性较小。中国经济重启和房地产市场改善降低了实施大规模财政刺激的可能性。决策者希望修复私人部门信心，推动消费恢复，加快科技创新，对于地方政府隐性债务扩张非常谨慎，预示广义财政扩张力度不大。我们认为财政政策将保持适度扩张力度，实施新刺激的可能性较小。

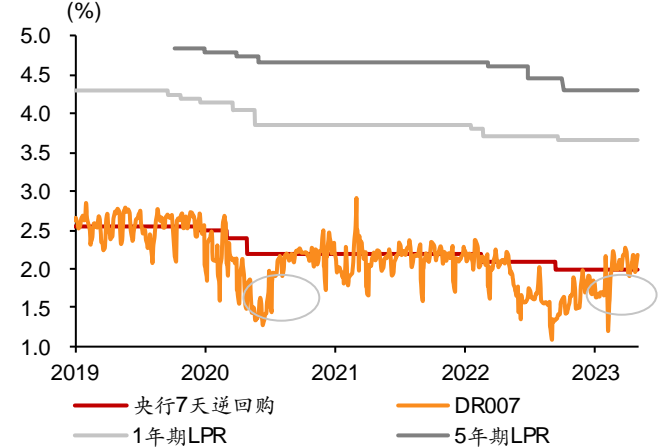
人民币对美元走势比预期更弱，但有望温和反弹。由于市场对中国经济复苏预期下降和美国经济持续好于预期，人民币对美元走势比我们之前预期要弱。但随着中国经济持续复苏和美国经济下行，中美利差将从中长期到短期先后迎来反弹，我们依然相信未来几个季度人民币对美元可能温和反弹。预计美元/人民币汇率今年年底在6.6左右，明年年底在6.5左右。

图 18: 中国核心 CPI 增速与 2 年期国债利率



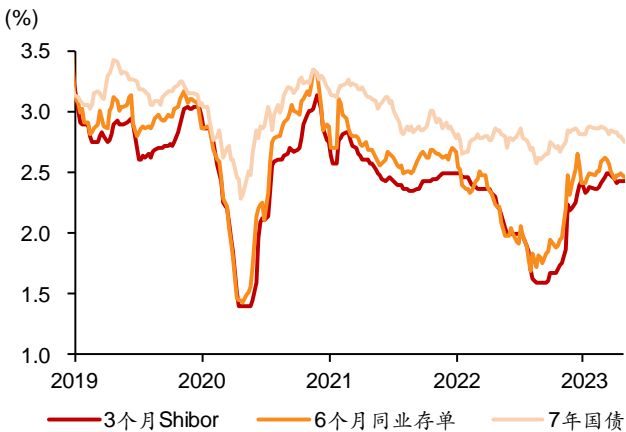
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 19: 中国央行政策利率



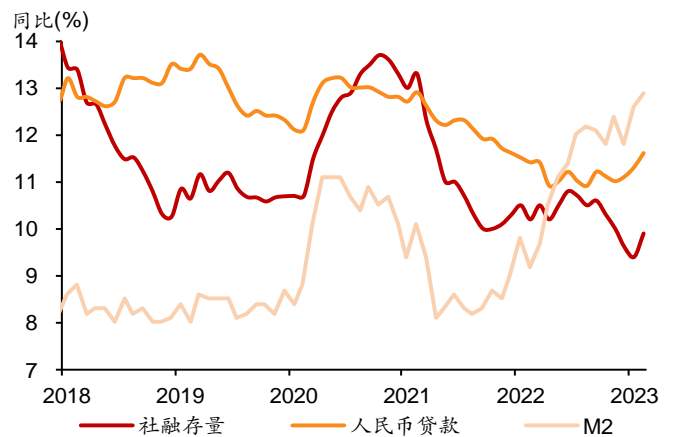
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 20: 中国 3 个月 Shibor 与 7 年国债利率



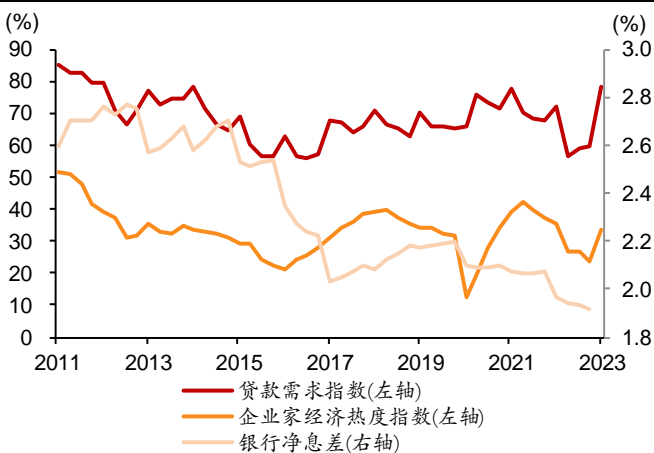
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 21: 中国信贷增速



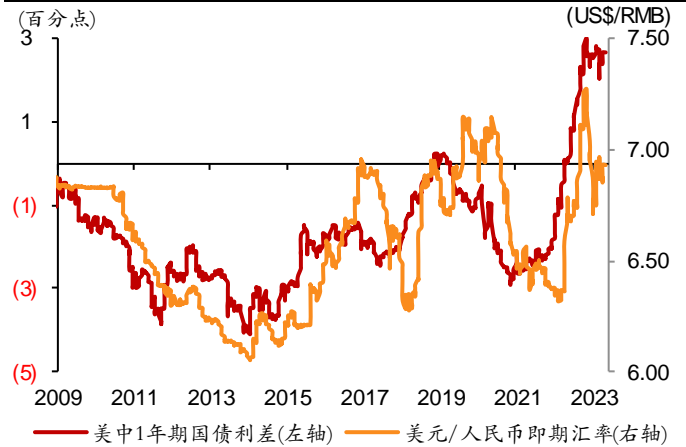
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 22: 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 23: 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

■ 中小银行动荡将加剧信贷放缓、经济下行和去通胀进程

4月美国金融形势有所稳定，区域银行股票指数(KBW)跌幅由3月的30%大幅收窄至2.9%，但近日区域银行风险再次发酵，部分区域银行股价暴跌。更多区域银行似乎陷入一种负反馈循环：社交媒体发酵->股价暴跌->更多头条传闻->存款人提款->股价进一步下挫。随着投资者和存款人信心的丧失，监管机构不得不做出反应。

美联储此轮加息周期启动太晚，导致通胀高企和加息剧烈。通胀下降越迟缓，短期利率居高持续越长，远期衰退风险越大，长短期利率倒挂持续越长，更多中小银行发生风险事件的概率越高。今年已经倒闭的三家美国银行合计资产规模已达到5,485亿美元，占2022年美国GDP的2.2%。2008年金融危机时期，共有25家银行倒闭，总资产规模为3,736亿美元，占美国2008年GDP的2.5%。

区域银行动荡将加剧银行信贷收缩、经济下行和去通胀过程。据统计，全球各地企业电话会议记录显示，2Q23以来“信贷收紧”被提及逾50次，超过至少2006年以来任何一个季度，企业家高度关注美国信贷收缩的风险。美国银行业信贷资产同比增速已经从2月末的5.3%降至4月末的2.3%。

■ 美国经济下半年可能温和衰退

尽管房地产已深度衰退，制造业徘徊在衰退边缘，但美国服务业平稳增长，支撑经济温和增长。1Q23美国GDP环比年化增长1.1%，同比增长1.6%，相比4Q22均显著放缓。其中，住宅投资1Q23同比下降19%，跌幅相比4Q22小幅扩大；商品消费同比增长0.8%，而4Q22同比下跌0.8%；服务消费同比增长3%，与4Q22基本持平；企业投资同比增长2.7%，相比4Q23显著放缓。

4月长期利率有所反弹，30年抵押贷款利率上升11个基点，导致抵押贷款申请指数小幅下降，从月初的170.8降至月末的168.5。4月制造业PMI指数为47.1，较3月小幅回升，但已连续6个月处于收缩区间，持续时间创2009年以来最长。但服务业PMI温和反弹，从3月的51.2回升至4月的51.9，连续4个月处于扩张区间。

美国劳动力市场开始走弱，制造业工作小时数下降，科技和金融行业裁员人数上升，但依然供不应求，职位空缺数/失业人数依然超过1.5倍。美国4月新增就业数量超过预期，失业率为3.4%降至几十年来最低，凸显劳动力市场依然紧张，延缓经济下行和去通胀进程。

经济超预期、通胀居高和劳动力市场紧张将使政策利率居高状态持续更长时间，增加更多中小银行出现动荡的风险，不断累积经济下行的力量。

■ 市场预期与美联储指引的分化

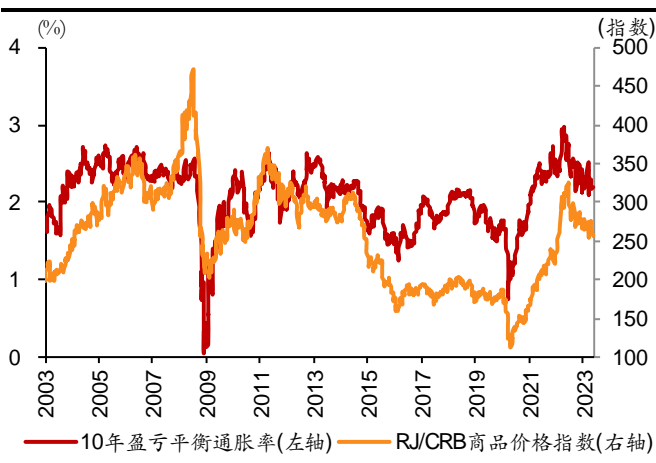
美联储5月如期加息25个基点，暗示可能暂停加息，但仍存在较大不确定性。鲍威尔认为当前通胀有所缓和，但仍远高于目标水平，扣除住房后的服务通胀没有太大改善，通胀水平需要一些时间才能下降，因此不认可市场对美联储下半年降息的预期。

美联储认为美国银行业情况总体改善，银行体系稳健且有韧性。三家银行倒闭是3月初推升金融压力的核心因素，现在已经全部解决。地区性银行发挥非常重要作用，不希望大型银行进行大规模收购。

但地区性银行动荡并未完全消除，随着短期利率持续位于高位，可能仍有一些中小银行出现风险事件。中小银行动荡引发银行体系信贷收缩，因为银行存款流失、银行机构窖藏流动性和降低信贷扩张。金融不稳定性终将结束加息周期，带来流动性宽松周期，预计4Q23美联储可能开始降息。

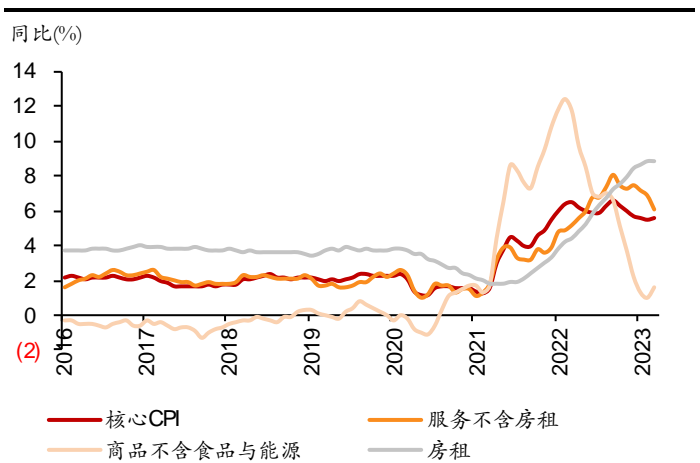
随着货币政策紧缩周期带动经济下行，美元指数开始掉头向下，可能逐步进入熊市周期，这将利好新兴市场货币和风险资产。在疫后经济复苏中，发达国家依靠在疫苗接种、政策刺激和社会安全网方面的优势率先修复经济，货币宽松带来的流动性主要停留在发达市场，发达国家的房价和股价涨幅远超新兴市场。随着高通胀和剧烈加息到来，发达市场迎来局部泡沫破裂、银行业局部动荡和经济下行。相对发达国家，新兴市场经济有相对更大修复空间。

图 24: 美国 10 年盈亏平衡通胀率与 CRB 商品价格



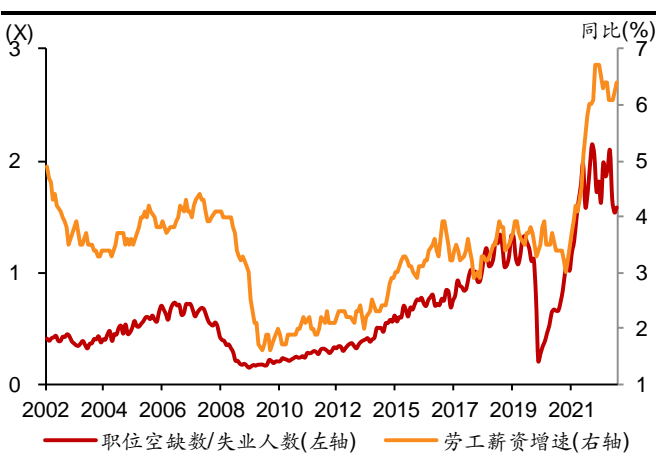
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 25: 美国各类 CPI 增速



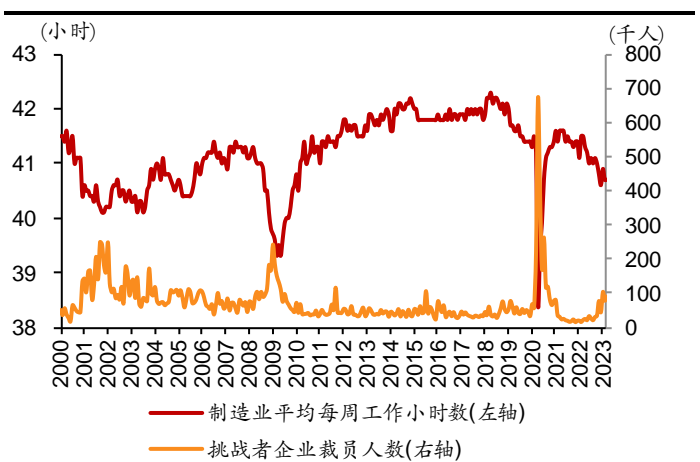
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 26: 美国职位空缺数/失业人数与薪资增速



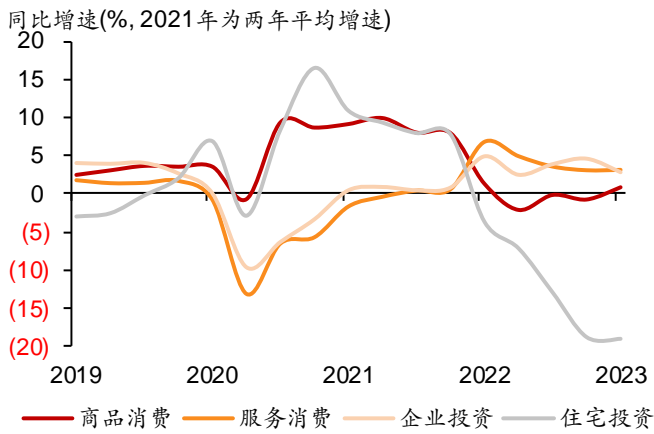
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 27: 美国制造业平均每周工时与企业裁员人数



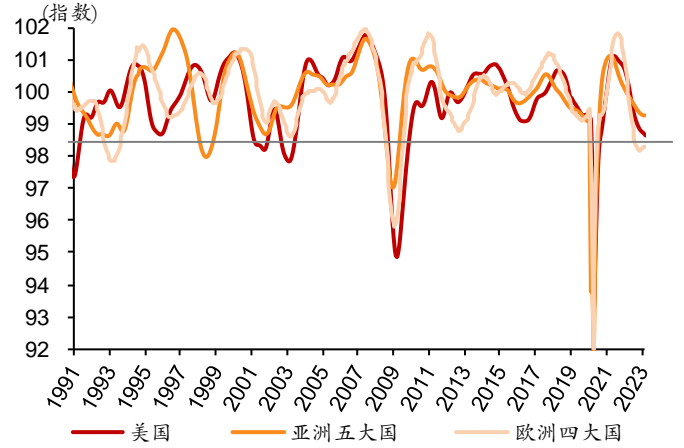
资料来源: 彭博, 招银国际环球市场

图 28: 美国 GDP 支出项



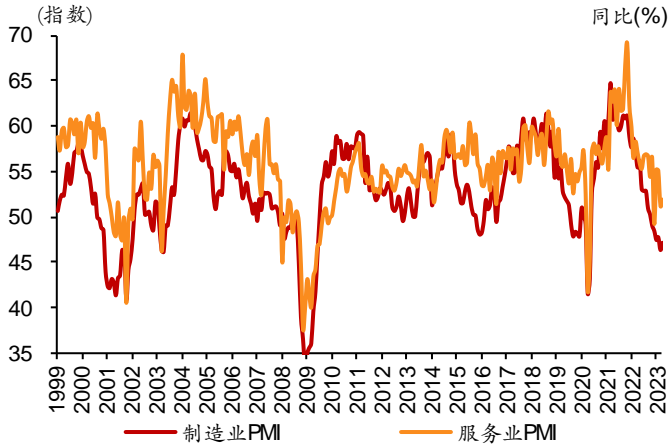
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 29: OECD 综合领先指标



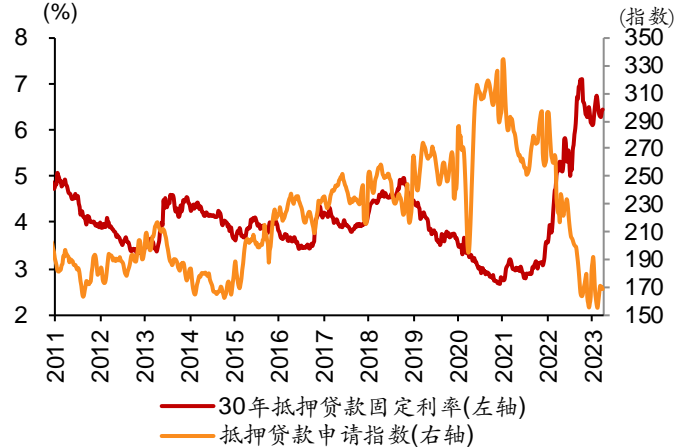
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 30: 美国 PMI



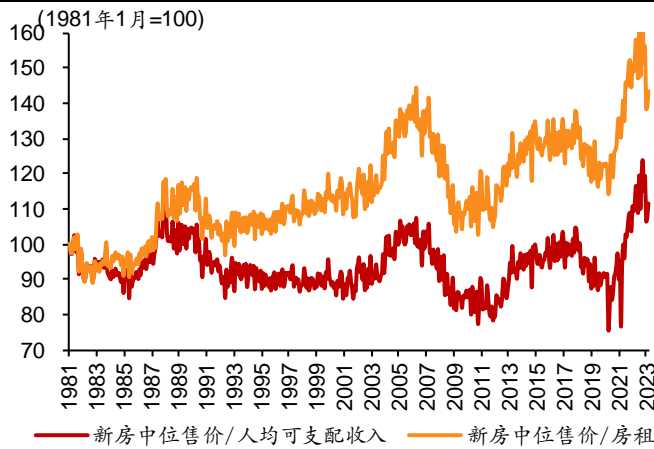
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 31: 美国抵押贷款利率与购买指数



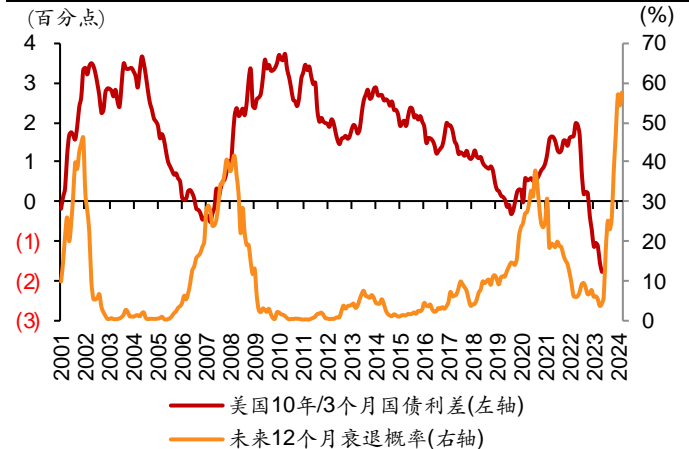
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 32: 美国房价泡沫化指数



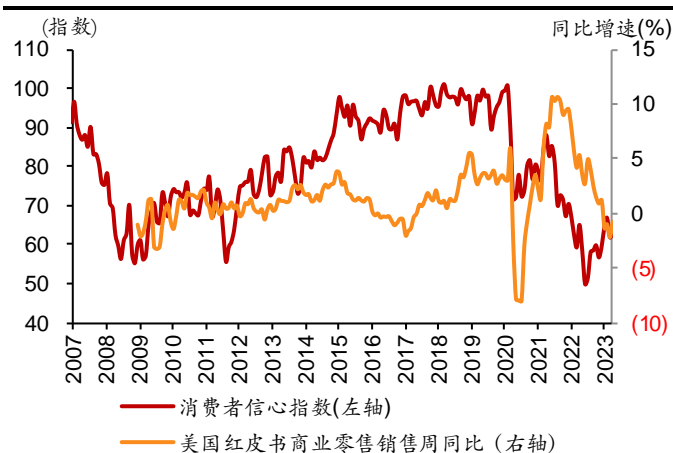
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 33: 美国 10Y-3M 国债利差与未来 12 个月衰退概率



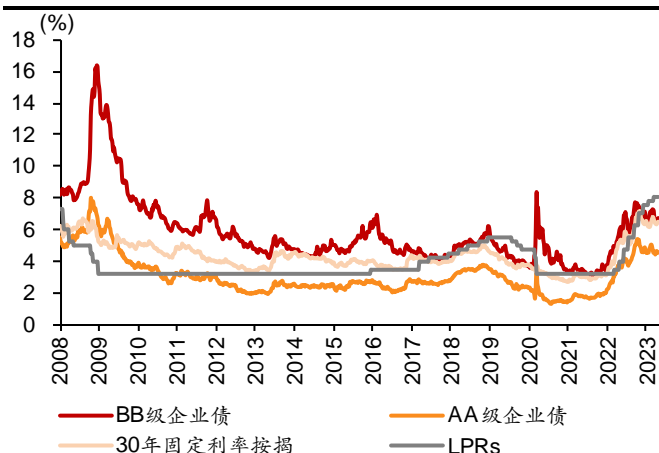
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 34: 美国消费者信心与商业零售销售实际增速



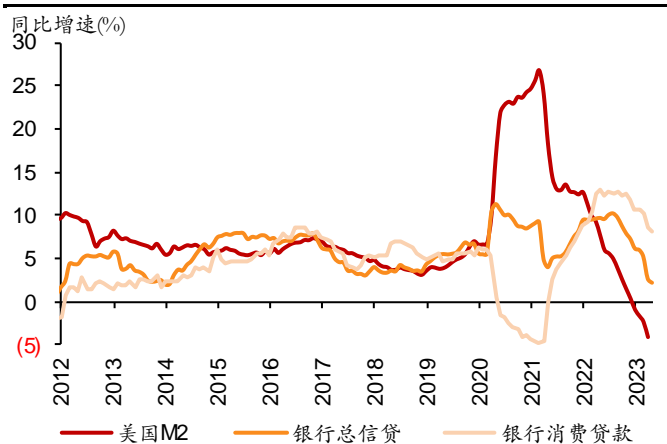
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 35: 美国实体部门融资成本



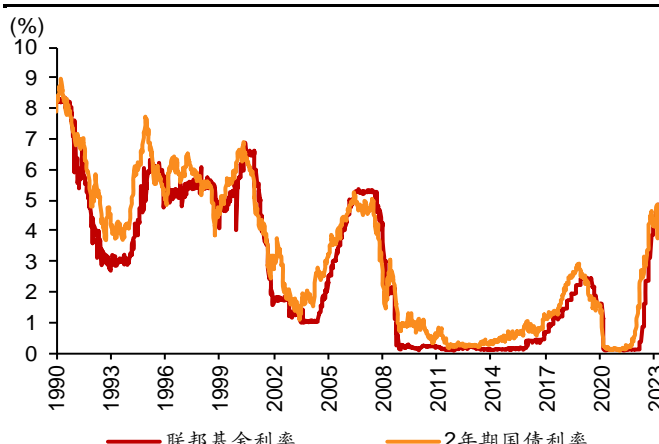
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 36: 美国货币和信贷增速



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 37: 美国联邦基金利率与 2 年期国债利率



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

行业整体库存逐步回稳，下游终端需求有望下半年复苏，一季度业绩后市场逐步转向积极，我们看好下半年科技板块在 AI/MR 创新、需求复苏和国产替代所带来的投资机会。随着终端新产品发布以及渠道拉货，建议关注需求复苏和创新确定性较高的产业链，同时，AI 大模型和应用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：上半年宏观疲弱影响终端销售，苹果安卓阵营分化，行业去库存持续到 3Q，下游需求有望 4Q 回升，建议关注：1) 需求复苏：随着库存和成本压力改善，下半年有望迎来复苏；2) 创新机会：看好苹果创新驱动，苹果 MR 产品年内发布，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：三大运营商一季度业绩稳健增长，产业互联网业务快速发展，设备公司受益国家数字经济建设发展的机遇，业绩稳健增长，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投入，数据中心和算力设备加速升级，光模块作为 AI 算力设施中核心设备将有望显著受益。

半导体：整体库存逐步改善，周期底部逐渐明朗，下半年有望开启复苏，新能源、汽车、高端工业及部分特种芯片需求持续增长，整体上 1) 全球晶圆厂 CAPEX 下降，国内晶圆厂逆周期扩产加快，预计 3Q 库存水平逐渐改善；2) 芯片设计板块库存去化节奏加快，目前价格、库存均处于底部，预计部分芯片下半年价格企稳和需求复苏；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/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、市场份额增长的标的。

■ 推荐买入鸿腾精密、闻泰科技

1) 鸿腾精密：作为苹果连接器主要供应商，预计 2023 年将受益于 iPhone15 降价后份额提升、USB type-c 升级周期以及苹果 AirPods 供应链多元化策略。另外，在母公司支持下，“EV/声学/5G+AIoT”策略转型加快，相关收入占比从 21 年的 16% 将提升至 2023 年的 30%，有助持续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) 闻泰科技：看好安世半导体发展。受益于汽车电子化、智能化趋势，预期景气度将持续。目前安世半导体的功率、逻辑等产品仍供不应求，三季度收入（同比、环比）、毛利率均有上升，显示了公司业务强劲的韧性。目前公司估值处于历史低位。

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 个月看法谨慎乐观

随着美国加息步伐放缓，国内防疫政策放开，经济在疫情后重启，中国企业 IT 支出在 2023 年有望逐步改善，预计板块估值处于缓慢修复周期，大部分软件与 IT 服务公司的 2023 年指引也比较保守，FY1Q23 行业恢复速度比预期慢，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 2023 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%的快速增长期已经过去，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

宏观及消费稳步复苏推动互联网公司基本面持续改善。劳动节假期受益于此前受压抑的出行需求强烈释放，旅游及消费的数据好于预期，为二季度低基数下的强业绩复苏打下基础，但全年维度的复苏表现或有待进一步观察。在短期整体板块流动性持续承压、增量资金较少且板块竞争维持激烈的情况下，我们看好：1) 受益于监管推动行业整合且有能力进一步

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，如腾讯、腾讯音乐；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，如携程、百度；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，如拼多多、阿里巴巴。同时推荐关注短期内市场可能对竞争格局演变担忧过度致使股价超跌的公司。

当前互联网板块平均估值为 16x 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 26%，对应 2023E PEG 仅为 0.6x。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、携程、百度、阿里巴巴、腾讯音乐、网易、快手、爱奇艺。

■ 电商：短期竞争加剧，更好的消费者参与度和商家 ROI 或为长期竞争胜出的关键

3 月网上零售数据在低基数的情况下呈现稳步复苏趋势，实物商品网上零售额同比增速从 2M23 的 5.3% 上升至 3 月的 10.9%，对应两年 CAGR 为 6.8%。得益于在线旅游相关服务及产品销售的持续复苏，3 月整体网上零售 GMV 同比增长 12.9%，增速继续快于实物商品网上零售额同比增速。我们认为 2Q23 虚拟商品销售的复苏或进一步助力网上零售额复苏。

在消费复苏的背景下，电商平台加强营销支出以强化用户心智致使行业竞争短期加剧，或影响行业整体变现率的提升及利润率水平的扩张。阿里巴巴和京东等龙头电商公司宣布了组织架构调整计划，以获取更多的业务敏捷性并助力长期增长。尽管中国电商领域的竞争仍激烈，我们认为获得更好的消费者参与度及为商户提供更高的投资回报率仍为长期在竞争中取胜的关键。中长期视角下，电商平台关注自身 ROI 或将推动行业竞争逐步理性化，有能力出海打开增量市场空间的公司或在长期具备更大的增长空间。

■ 在线旅游：被压抑的需求释放推动劳动节强复苏，暑期旺季有望进一步助推业绩增长

劳动节假期数据显示，在被压抑的需求释放的推动下，旅游行业呈现强劲复苏趋势。我们认为在暑期旅游旺季及国际航线持续恢复的推动下，强劲复苏趋势有望延续至 3Q23。高利润率长途游持续复苏有望推动在线旅游平台业绩进一步复苏。

据国家文旅部数据，2023 年劳动节期间国内旅客数量/旅游消费恢复到 2019 年的 119.1/100.7%，对比 2022 年五一假期为 67/44%，2023 年春节是 89/73%，展现强劲复苏趋势。美团数据显示五一假期前三天，长线出行住宿订单量相较 2019 年增长超 40%。同程数据显示五一假期期间国际酒店的预定量已经超过 2019 年同期水平，而国际机票的预定量已经完全恢复。此外，香港入境事务处估计今年劳动节假期往返香港的旅客人数将达 461 万人次，恢复至 2019 年水平的约 69%。

劳动节出游数据展现了较为强劲的被压抑的需求的释放趋势。我们认为携程将有望受益于旅游行业的整体复苏，尤其是长途游的复苏，即将到来的暑期旺季或有望进一步助推携程的收入和盈利复苏，且在此前行业逆风期中采取的降本增效举措或有望在收入正常化后驱动更大弹性的盈利复苏。

■ 在线广告：广告需求温和复苏，1Q23 平台广告收入增长表现分化

随着经济增长和消费复苏，中国在线广告需求有望在 2023 年迎来渐进修复，我们预计广告需求复苏趋势将在 3 月后进一步显现。1Q23 各平台广告收入增长表现分化，主因广告主行业结构差异以及基数效应影响，按照 1Q23 广告收入增速预期排序：腾讯 (+22% YoY) > 哔哩哔哩 (+20% YoY) > 快手 (+16% YoY) > 百度 (+1% YoY) > 微博 (-6% YoY)。

展望 2023 年，我们看好具备广告商业化产品创新（如腾讯和哔哩哔哩）以及消费/线下经济行业广告主占比较高的广告平台（比如百度和微博）。展望 2023 年，我们预测 1) 腾讯广告收入同比增长 17%，主因视频号商业化加速及低基数效应；2) 哔哩哔哩广告收入同比增长 24%，主因广告商业化基础设施改善、用户数增长及广告库存增加；3) 微博广告收入在固定汇率下同比增长 10%，主因整体广告市场需求复苏和广告品类拓宽；4) 百度核心广告收入同比增长 9% (2022: -6%)，受益于低基数及宏观环境复苏和线下活动复苏，百度移动生态持续强化，以及视频内容（通常有更高 eCPM）在搜索结果中占比提升。

■ 在线游戏：3 月游戏市场初现复苏迹象，静待 2Q23 基本面修复

1Q23 中国网络游戏市场收入同比下降 15% 至 675 亿元，但行业在 3 月已显现初步复苏迹象，3 月游戏市场月收入仅同比下降 3%（对比 2 月/1 月同比下降 23%/17%）。我们对游戏行业自 2Q23 恢复同比正增长保持乐观，主要得益于游戏版号审批持续回归常态、更多高质量游戏上线和高基数效应消退。我们继续看好头部在线游戏公司腾讯和网易，主因高业绩确定性/优质游戏产品储备/海外游戏研发能力的持续投入，我们预计腾讯/网易 2023 年游戏收入同比增长 8/7%。2023 年主要游戏管线：1) 腾讯：《无畏契约》（5 月 2 号开启封闭测试）《重生边缘》（暑期上线）《宝可梦大集结》《白夜极光》等；2) 网易：《逆水寒手游》（6 月 30 日上线）《超凡先锋》《巅峰极速》《大话西游：归来》。

■ 推荐买入腾讯、拼多多、携程、百度、阿里巴巴、腾讯音乐、网易、快手、爱奇艺

1) **腾讯**：腾讯在社交娱乐领域的竞争优势稳固，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 20/17%，能够支撑当前核心业务（剔除战略投资与现金的）16x FY23E PE 的估值。

2) **拼多多**：在短期面临竞争加剧的情况下，拼多多主动选择减慢了商户侧的变现力度从而支撑商户获得更高的 ROI，且提升了消费者端的补贴力度以强化用户心智，举措或在短期影响公司的变现率提升进程和经营利润率的扩张进程。但我们仍看好拼多多在国内市场建立的消费者心智，这有助于拼多多 2023 年维持稳健的 GMV 增长，同时基于国内的供应链优势以及拼多多较强的用户运营能力，我们看好 Temu 业务海外扩张的前景。我们预测拼多多核心主站业务 2023 年经营利润将同比增长 19%，目前公司交易价格对应 14x 2023E PE，从估值性价比上具备吸引力，维持买入评级。

3) **携程**：五一出行恢复强于预期，我们仍看好携程的基本面持续复苏，出境游和长途游的恢复为公司基本面进一步复苏带来支撑，被压抑的出游需求持续释放的趋势有望在暑期旺季延续，且疫情期间的降本增效举措为公司营收正常化后的盈利增长带来更大弹性，公司业务恢复的确定性仍较强。公司目前交易价格对应 17x 2024E PE，且估值相较盈利增长 (2022-2024E Non-GAAP CAGR 163%) 具备吸引力。

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亏平衡阶段等因素将为公司的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。随着履约正常化及商户广告支出意愿逐步复苏, 阿里巴巴客户管理收入增速与 GMV 增速间的差距有望显著收窄。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, 潜在业务集团和业务公司的估值重估也有望带动整体阿里巴巴估值重估。公司交易现价仅对应 10x FY24 PE, 我们认为估值具备吸引力。

6) 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, 我们预计公司在线音乐收入 2023/1Q23 同比增长 19%/27%, 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 2023/1Q23 调整后净利润同比增长 15%/42%, 目前公司交易价格对应 15x 2023E PE, 估值具备较高性价比。

7) 网易: 公司游戏业务在高基数下仍有望维持稳健增长, 主要得益于《蛋仔派对》《梦幻西游》的强劲流水表现以及 2023 年有望上线的重点游戏《逆水寒手游》(6月30日)《超凡先锋》《巅峰极速》的增量流水贡献。热门游戏《蛋仔派对》流水表现的持续性有望好于预期, 1Q23 按流水计排名国内手游第 4, 且月流水环比维持增长趋势。我们预计公司 FY23 总收入同比增长 8%, 运营利润同比增长 11%, 公司核心游戏业务基本面稳健, 新游上线有望提供增量催化, 海外拓展打开长期变现空间。

■ **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。

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

文娱: 内容为王, 变现提速。 1Q23 视频行业月活及时长均呈现稳健增长。其中长视频在爆款剧集加持下, 有效实现用户唤醒及时长提升, 且全网剧集正片有效播放实现 2% 同比增长。分平台, 爱奇艺及芒果 1Q23 在有效播放及用户层面均呈上升态势, 其中爱奇艺/芒果/腾讯/优酷剧集正片有效播放+30%/+9%/-30%/-5% YoY (云合数据), 月活+9%/+17%/-12%/-9% YoY (QuestMobile 数据)。继<狂飙>后, 近期<漫长的季节>(腾讯)、<长月烬明>(优酷)、<云襄传>(腾讯、爱奇艺)等头部剧集出圈, 预计 5 月及暑假档将迎来精品内容供给提速及加速定档, 有望推动会员业务持续上行。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, 憧憬 5.10 爱奇艺世界大会剧集分享及 2Q23 精品剧集增量 (如<宁安如梦>、<长风渡>、<无忧渡>等)。短视频分流抢时已进入稳态区(1Q23 时长占比稳定在 52%), 其中抖快主站月活分别+6%/6% YoY, 日活+6%/2% YoY (根据 QuestMobile 数据)。随着 4 月抖音和腾讯达成版权合作, 长短视频竞争趋缓, 我们认为短视频重心聚焦商业化提速, 包括电商商城增量及本地生活扩张。2Q23E 预计有望迎来外循环广告显著复苏、

618 大促。看好快手广告复苏及电商货币化率提升，潜在催化剂：1) 预计好于预期的 1Q23E; 2) 2Q23E 集团扭亏为盈; 3) 货架电商增量。

■ 推荐买入快手、爱奇艺

1) **爱奇艺**：虽然<狂飙>高峰后短期因友商部分剧集出圈而用户回落，但我们认为其中台化下的爆款制作能力及题材精准把握依然构筑高护城河，且期待后续精品头部剧集上线。短期股价回调提供潜在买点，憧憬：1) 5.10 爱奇艺世界大会; 2) 1Q23E 业绩强劲; 3) 5月及暑假精品头部剧集加速定档。爱奇艺当前估值为 18/12x FY23/24E P/E (对应调整后净利润 FY23-25 CAGR 27%)，低于最可比公司芒果 (27x FY23E P/E，调整后净利润 CAGR 12%) 和奈飞 (27x FY23E P/E)。维持买入评级，目标价 8.6 美元。

2) **快手**：看好快手广告复苏，以及电商和直播领域市占率持续提升态势。经过近期股价回调，我们认为当前股价下行空间有限，可考虑逢低吸纳，主要基于：1) 强劲的 1Q23 指引 (预计收入同比增长 15%，好于一致预期 10%；且亏损远小于预期)，其中广告和直播增长势头良好 (广告/直播预计同比增长 15%/12%)；2) 外循环广告预算有望从 2Q23 开始复苏并释放；3) 集团层面将在年内扭亏并释放超 10 亿利润。我们相信，稳健的 2023 年指引将减轻投资人对于电商放缓和广告复苏放慢的疑虑。

■ **风险提示**：地缘政治风险；宏观恢复或慢于预期；竞争格局恶化。

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、TAVR）；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）。

■ 推荐标的

首选标的：锦欣生殖 (1951 HK)、医思健康 (2138 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，有望放开单身女性冻卵，辅助生殖有望逐步纳入医保。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。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 抑制剂泽布替尼的大适应症 CLL/SLL 于 1 月获得 FDA 批准，驱动海外销售快速增长，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。

必选消费、免税美妆

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

■ 未来 6 个月看法乐观。

1 季度业绩期结束。美妆、啤酒符合而乳制品胜预期。市场揣测啤酒 4 月销售偏弱，板块短期承压，但五月份提货有望转强，我们预期在有更实在消息前板块或于区域间交易。乳制品因稳定低位业绩反弹。免税承压，美妆平稳。维持推荐啤酒板块，首推华润啤酒。

■ **蒙牛、伊利**：伊利一季度符合预期。市场之前关注的利率增长也得到管理层肯定。我们二月份已预计稳定的年报季报将重新加强市场对公司管治信心。另外，蒙牛股价还徘徊历史低位，我们认为大部分负面因素或已反映，而公司良好的企业管治能力将有望为股东带来稳定的回报。

■ **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（未来三个月看法保持看好）

五一假期的消费数据都好于我们预期，像旅游人次和收入的复甦率，达到了 119% 和 101%，远远好于清明和春节的水平。经历了 2 月至 4 月的复甦率环比转弱，五一的表现相当振奋人心，虽然消费力有集中爆发的倾向，但人均消费明显提升。当中旅游，餐饮，体育的增长快于整体，服装一般而家电稍慢。

即便销售没有好于市场预期，我们相信利润率的改善还是会较快，像百胜中国就是个好例子，23 年 1 季度同店销售还是低于 2019 年水平的 90%，但利润率却早已经超越了。

展望未来，一线城市增长加快，通关后内外交流增加，人均收入和企业利润上升，都会利好消费者和投资者情绪。不过，我们仍然需要持续关注 5 月和 6 月的复甦率趋势，以及 618 的整体表现。

股价最近回调不少，目前估值也不贵，只有 16 倍的 23 财年市盈率，对比八年平均 20 倍，还是很吸引，可以看好。

海外方面，美国和欧洲的加息周期仍未完结，经济增长和需求转弱的风险仍然存在，虽然电商和龙头品牌的库存拐点逐渐出现，以及海运费用大幅下降，但我们目前还是较为警惕。

■ 推荐标的:

我们认为在大环境还是偏弱的情况下，消费者的消费会更为谨慎: 1)性价比很高的，像百胜中国(9987 HK)，特步(1368 HK)，呷哺呷哺(520 HK)，和一些茶饮龙头，2)利润率改善较强的公司，像滔博(6110 HK)，安踏(2020 HK)和海底捞(6862 HK)都会表现较好，3)因为疫情期间消费较少，所以在1季度反弹得最好的旅游和餐饮，像亚朵(ATAT US)。

■ 餐饮 (维持看好)

综合各领先品牌的数据，今年以来同店增长都在加速，但主要还是基数的影响。不过五一黄金周的表现还是相当良好，复甦率达到了85%以上，远远好于3月的75%以上，亦扭转了环比转弱的情况。我们估计在原材料成本可控下，人力成本上升也不会太明显(因为开店主要集中在下半年，所以招工不多)，相信利润率不一定很差。

我们看好百胜中国，茶饮龙头，呷哺呷哺和海底捞，主要是受惠于单店成本进一步优化(租售比，员工人数等)，特别是从去年下半年开始改革，成效显著的品牌，以及开店重新加速等。

■ 体育用品 (维持看好)

根据我们的渠道调研，五一假期时，国际和国内头部品牌的平均零售流水增长应在25%以上，均好于预期，从1季度/4月的10%/20%以上进一步加速。另外线上销售应该已经在4月和五一假期回到了正增长。不过对比1季度，零售折扣却出现了加深的情况，主要是因为新产品较少和阿迪达斯和李宁等等去库存所带来的比较激进的促销。我们认为行业拐点已至，维持看好，但仍然要持续关注价格战和宏观情况。

特步是我们的行业首选，尽管跑步领域面临着激烈竞争，但预计23财年的零售流水增长将仍然领先其他头部品牌，且有超预期空间。也喜欢滔博，因为国际品牌增长拐点已来，且23年的零售折扣改善将优于国内品牌。对安踏也是乐观，因为会对篮球产品的加大投入和品牌升级、以及FILA改革会带来经营杠杆和零售折扣改善。目前对李宁的偏好较低，因为预期23财年订货会销售增长仍然较慢、且有大于同行的去库存压力、未来提价能力和利润改善空间也较有限。

■ 旅游行业 (维持看好)

五一黄金周的旅游数据相当强劲，略为好于预期，从春节复甦，到2至3月的环比改善，明显是较其他消费行业的子板块强劲。所以我们对于未来仍然看好，并预计2季度和全年的RevPAR指引仍然有机会上调，主要还是受惠于:1)行业供应大幅减少所带来的RevPAR上升，2)长期积压的商务和旅游需求，3)港澳通关后的利好，以及4)PMI的持续改善等。

推荐和商务需求相关度更高的亚朵(ATAT US)。

■ 服装行业 (维持看好)

服装行业的增长，在1季度比起体育用品行业增长更快，当然低基数的帮助不小，像利郎，零售流水增长更达到低双位数。而来到五一黄金周，服装行业的销售增长略为慢于同行。未来随着零售折扣改善和库存出清，业绩会陆续转好。

不过我们还是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。而江南布衣的股息很高，下行空间较少，但同样上行空间也不多。

■ 家电行业 (保持中性，但行业基本面继续转)

随着政府对房地产的政策逐渐回暖，房价的确开始企稳，但3月的房地产销售略为下滑，在购买力出清后，我们认为未来下滑或会持续。如果从品类来说，空调好于冰箱，冰箱好于洗衣机，而小家电的表现比较差。在单价则保持平稳下，原材料和海运价格下降，利润率会有所提升。不过海外经济和通胀风险仍然很大，需求还不确定。

所以我们偏好执行力较好的海尔，然后是国内销售和空调占比更高的格力，之后是拐点已经出现的Vesync，最后才是JS环球，九阳和美的。

房地产和物管

| 曾展 / jeffreyzeng@cmbi.com.hk (852) 3916 3727

■ 短期乐观

4月开发商销售符合预期，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4月实现了34%的环比/同比增长，主要房企的销售总额仍呈现4M23同比大增16%。其中，国央企由于其充足的可售资源和品牌优势继续引领市场，招商蛇口/华润置地/中海同比增170/119/67%。民企中，除了滨江集团增速亮眼，录得同比增15%，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。

物管企业的2022年业绩表现出较为明显的国央企和民企分化，国企由于绝对的母公司资源优势表现稳健且部分大超预期，民企在母公司拖累下业绩都有所下降，均在三方拓展方面努力获取增长，部分民企为证明自己的现金独立性提高了派息。我们首次覆盖滨江服务并将其作为板块首选，由于其高业绩兑现度，30%的增长，稳定的母公司以及有吸引力的估值(11/9x 2023/24E PE)。上调保利物业评级到买入，由于其大超预期的业绩和社区增值服务的成功渗透。

■ 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%），尤其在一线城市放松和疫情后供给继续加大的助攻下，同时最新的数据显示二手房销售数据已经好于新房。2) 如佣金上限指引影响解除贝壳将为主要受益者。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23.3美元，对应34x 2023E PE和27x 2024E PE，对23/24年盈利预测高出一致性预测10%。催化剂：4Q22业绩超预期、一线城市限购政策放松等。风险：佣金率上限指引<2%、反垄断调查等。

保險

| 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 1Q23 业绩超市场预期, 新业务增长动能显著修复。我们预计寿险业务的复苏将会在 2Q-4Q23 持续, 原因包括: 1) 居民对储蓄产品的需求保持旺盛。2) 寿险代理人规模降幅逐步收窄, 我们预期 2023 年有望实现行业代理人规模企稳。3) 个人养老金制度的加速落地也会有助于寿险储蓄类产品的销售增长。4) 债券利率的回升, 以及地产风险的缓释, 有助于寿险业务资产端的收益率提升。

近期有新闻称, 监管机构陆续约谈保险公司, 要求寿险公司将新开发产品的定价利率上限从 3.5% 调降至 3.0%。我们认为这一监管调整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; 同时, 从短期看, 在银行理财产品全面净值化、银行存款利率调降之后, 个人投资者的风险偏好趋于保守, 而市场上很难找到具有保本保息属性的其他投资品种来替代长期储蓄险, 所以定价利率上限下调对寿险销售的冲击也有限, 甚至可能出现对 3.5% 定价利率产品的抢停售现象。

财险方面, 人保财险未决赔款准备金计提充分, 并且在切换至 IFRS 17 新会计准则后 1Q23 综合成本率同比有 0.9 个百分点的改善。我们预计 2023 年人保的非车业务承保利润率将进一步改善, 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。

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, 进入 4 月以后太保看到重疾险的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较 1Q23 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, 以及资产端地产风险的释放, 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, 同时资产端将受益于长端利率的上升。

■ 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。

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

根据我们的渠道调研, 4 月份整体汽车行业的终端折扣依然在扩大; 但五一黄金周期间, 终端的订单表现较为强劲。考虑到目前较高的行业库存, 以及 6 月底车企将面临排放标准的

切换，我们认为“去库存”仍将是5-6月份的主旋律，整体汽车需求的恢复在上半年可能维持较为缓慢的节奏。行业需求的真正恢复亟待宏观经济的进一步改善。

我们维持今年的投资策略：随着竞争的加剧，投资者今年更看重车企的销量表现，而不是利润水平；今年汽车板块股票表现大概率呈现区间波动的态势，Beta比Alpha更重要，时点比选股更重要。随着今年新车的陆续上市，新车的销售爬坡节奏可能成为影响股价的重要因素。

■ 推荐标的

我们继续看好造车新势力在行业巨变中的革新能力，三家头部新势力中我们首推的**理想汽车 (LI US/2015 HK)**是年初至今股价表现最好的车企，我们认为公司今年有望率先实现利润转正，最有可能在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)**，大六座SUV蓝山上市获得较好的市场反馈，新的PHEV枭龙和枭龙Max定价可能继续超预期。

资本品

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

■ 工程机械/重卡

短期看好：重卡销售继三月份同比上升50%后，四月份同比大涨>80%，4月的强劲销售带动今年前4个月的总销量达到32万辆，增长17%。重卡销量连续三个月保持上升趋势（同比）。这加上**潍柴动力 (2338 HK, 000338 CH, 买入)**公布的第一季度盈利好于预期，强化了我们今年对重卡行业的正面看法。我们维持今年重卡需求同比增长25%的预测，我们在五月初大幅上调潍柴动力盈利预测，并上调A股评级至买入(H股维持买入)。

中联重科 (1157 HK, 000157 CH)一季度盈利符合预期，公司在电话会的全年指引较预期为高，我们认为市场共识未反映起重机板块的潜在复苏以及毛利率的恢复。

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，我们预期将带来20%潜在盈利贡献。

■ 光伏设备

短期看法乐观：我们相信光伏产业链价格总体价格趋势以下行为主，将有利拉动国内大型地面电站建设的积极性。光伏设备领域中，我们相信电池技术往TOPCon的持续升级将加快推动光伏电池设备的替换需求，继续看好已在不同技术路线进行布局的**捷佳伟创 (300724 CH, 买入)**。此外，我们看好**晶盛机电 (300316 CH, 买入)**，公司目前是石英坩埚最大供货商，可见将来受惠石英坩埚供不应求的有利局面，长期而言，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 — 城燃板块

|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3月全国天然气表观消费量增长约9%（2022年全年呈负增长），叠加工业“金三银四”提振整体工业用气需求。整体天然气需求反弹。此外，2023年整体气源供给改善，气价成本和毛差改善。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4月东比亚 LNG 现货价格跌到约 11 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。

2) 气源供给：

国产气：国家统计局公布 2023 年 3 月中国天然气生产 205 亿立方米，同比增长 4%。预期第二季度天然气生产进一步增加。根据重庆石油天然气中心，进入到“七年行动计划”的第 5 年，国内油气企业保持勘探开发和投资。预计 2023 年国产气供应量同比增长 5%，有望达到 2280 亿立方米。供应占比会持续提升。

进口：3 月份中国进口天然气 887 万吨，同比增长 11.1%。

-进口 LNG 现货：4 月底东北亚 LNG 现货价格跌到约 11 美元/百万英热。较去年 9 月高点，下跌约 84%。此前受到俄乌冲突，国际天然气价格暴涨，导致东北亚 LNG 进口现货价格飙升，中国 LNG 进口现货量在 2022 年微乎其微。我们和前端数据沟通，进口 LNG 现货价格下跌到 8-10 美元/百万英热，会有买家有意愿开始采购。2023 年随着东北亚 LNG 现货价格回落明显，LNG 进口现货量有望出现复苏迹象。

-进口 LNG 长协：国际油价回调，虽然因为 OPEC 近期减产油价有反弹，整体国际油价回落明显。与国际油价联动的进口 LNG 长协价格有所回落，进口长协签署有望增加。2021 年以来中国部分公司大量签署了 LNG 长协供销协议，部分将于 2023 年下半年落地执行，增加部分气源供给。

-进口 LNG 管道气：中俄东线工程建设持续推进，按合同量 2023 年新增供气量约 70 亿立方米。

3) 天然气需求：

中国天然气需求在 2 月出现恢复现象，略高于前两年的同期水平。自疫情防控措施优化后，工业也逐渐提高开工率，提振工业用气需求。4 月份国家发改委公布，2023 年 3 月，全国天然气表观消费量同比增长 9.36%（2022 年全年同比负增长）。根据中石油经济技术研究

院报告，预测城燃用气同比增长约6%，工业燃料用气同比增长5%。2季度为需求淡季，天然气保供任务比较乐观。

■ 城燃企业分析：

- 1) 销气量：自疫情防疫措施放松部分刺激经济增长，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。4月，“三桶油”2023年销售策略已定，价格比门站价格上调15-80%，采购成本稍微增加。但是相关顺价政策有望陆续出台，3月以来部分省份陆续召开天然气价格联动机制听证会。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，看好：

华润燃气（1193 HK）估值具有吸引力，持续收并购优质项目，叠加经济恢复，带来2023年整体用气量恢复到低中双位数增速。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。

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之分析员，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之分析员，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属制的报告。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。