

每日投资策略

宏观策略及行业、个股点评

宏观策略

■ 宏观点评 - 经济增长疲软，政策将适度宽松。

5月中国经济复苏依旧疲软，但符合市场预期。中国楼市低迷，开工量持续萎缩，房地产开发投资进一步放缓，多数民营开发商“躺平”并停止购地。5月社会零售销售疲软，各行业表现参差不齐。餐饮服务、服装和家电走弱，与住房相关的耐用品消费仍然疲软，而必需品、电信设备和汽车消费则强势反弹。由于服务业吸纳了超过60%的中小企业和城市就业岗位，对就业和消费者信心的恢复非常重要，因此服务业活动的复苏好于制造业产出的复苏。由于服务业的持续复苏，我们预计未来几个季度房地产市场和家庭消费可能会逐渐改善。预计固定资产投资将放缓，由于民营企业信心恢复缓慢，地方政府融资平台和国有企业对扩大债务变得更加谨慎。为促进经济增长，中国决策者可能进一步将LPR下调10个基点，允许更多城市适度放宽房地产政策，为硬科技、高端制造和小微企业提供额外的财政补贴和税收抵免，鼓励地方政府向消费者提供优惠券，提升人民币汇率更大灵活性以促进出口和提高国内政策自主权。我们预计2023年二季度GDP同比增长7.6%，两年复合年增长率为3.9%，而2023年1季度的同比增长率为4.5%，两年复合年增长率为4.6%。我们维持2023年GDP增长5.7%的预测，两年复合增长率为4.3%。

楼市持续疲软，房地产政策可能进一步宽松。继4M23下降0.4%和21.2%后，中国5M23房地产销售面积和开工面积分别同比下降0.9%和22.6%（除非另有说明，均按同比计算）。房地产开发投资继4M23下降6.2%后，5M23进一步下降7.2%。就2年复合年增长率而言，售出面积和开工面积在5M23分别下降11.2%和23.8%，而4M23分别下降8%和18.4%。潜在的住房供应比住房需求缩减得更明显，因为房市的供需调节或在中期内缓解未来房价的下行压力。不过，新房开工率持续低迷，预示着房地产开发投资可能进一步减少，短期内经济增长面临下行压力。房地产开发商对购买土地仍持谨慎态度，而银行对大多数民营开发商提供信贷仍持谨慎态度。房地产开发商开发投资资金来源中的贷款资金继4M23下降10%后，5M23继续下降10.5%。得益于1Q23房屋销售的改善，开发商用于开发投资的资金来源中的存款和预付款和个人抵押贷款继4M23下降2.8%和2.9%后，在5M23分别回升4.4%和6.5%。展望未来，我们预计2H23的房屋销售可能会出现温和改善，因为中国央行或进一步放松信贷政策，我们预计更多城市或效仿青岛适度放松房地产政策，下调首套房和二套房贷款的首付比例和利率。下半年房地产开发投资的同比降幅或温和收窄。我们预计2023年房地产开发投资将下降3.5%。

由于消费者信心依然疲软，社会零售额不及预期。社会零售额同比增速从4月的18.4%下降至5月的12.7%，其2年复合年增长率在5月达到2.5%，略低于4月的2.6%。餐饮服务、服装和家电的2年复合增长率分别从4月的5.4%、1.1%、-1.9%和9%下降至5月的3.2%、-0.7%、-5.4%和6.2%。与

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	19,829	2.17	0.24
恒生国企	6,773	2.98	1.01
恒生科技	4,198	3.59	1.68
上证综指	3,253	0.74	5.30
深证综指	2,063	1.18	4.42
深圳创业板	2,238	3.44	-4.65
美国道琼斯	34,408	1.26	3.80
美国标普500	4,426	1.22	15.27
美国纳斯达克	13,783	1.15	31.69
德国DAX	16,290	-0.13	17.00
法国CAC	7,291	-0.51	12.62
英国富时100	7,628	0.34	2.37
日本日经225	33,485	-0.05	28.32
澳洲ASX 200	7,175	0.19	1.94
台湾加权	17,335	0.56	22.62

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	33,501	0.30	3.25
恒生工商业	10,932	3.53	0.16
恒生地产	22,896	0.98	-12.07
恒生公用事业	35,251	0.62	-4.28

资料来源: 彭博

沪港通及深港通上日资金流向

亿元人民币	净买入 (卖出)
沪港通 (南下)	-22.88
深港通 (南下)	-22.04
沪港通 (北上)	34.82
深港通 (北上)	87.50

资料来源: 彭博

住房相关的耐用品和电子产品零售仍然疲软，家具、建筑和装饰材料以及文化和办公产品在 4 月分别下降 5.7%、11.5% 和 4.9% 后，5 月分别下降 4%、11.3% 和 2.3%，但如果从 2 年复合增长率来看，饮料、烟酒产品和药品的 2 年复合年增长率分别从 4 月的 1.2%、3.4% 和 5.8% 上升至 5 月的 3.4%、6.2% 和 8.9%，必需品零售额稳步回升。电信设备和汽车零售额的 2 年复合年增长率从 4 月的 -5.3% 和 -2.8% 跃升至 5 月的 8.4% 和 2.1%，表现出惊人的改善。展望未来，房地产市场企稳和服务消费复苏应会支持未来几个季度的就业状况和消费者信心修复，零售额也可能会逐渐改善。

服务业恢复好于制造业，服务业复苏对就业和消费信心恢复具有重要意义。

服务业产出指数在 4 月上升 8.4% 后，5 月继续上升 9.1%，而工业增加值（VAIO）同比增速从 4 月的 5.6% 放缓至 5 月的 3.5%。从 2 年复合年增长率来看，5 月服务产出指数和工业增加值分别增长 2.1% 和 3%，而 4 月分别为 1.3% 和 3.2%。服务板块中，交通运输、电信服务、互联网与 IT 服务等行业景气度较好，资本市场服务、房地产服务等行业景气度较弱。在制造业方面，由于出口大幅放缓，房地产市场活动和企业资本支出仍然低迷，纺织、医药、建筑材料、钢铁产品、金属产品和通用设备的产出疲软。但随着相关行业受益于全球能源转型革命，化工、有色金属、汽车、电工材料装备等行业产量明显提升。展望未来，服务业的持续复苏应会支持就业状况和消费者信心的逐步改善。同时，服务业吸纳了中国 60% 以上的中小企业和城镇就业。

由于民营企业信心依然疲软，地方政府面临隐性债务压力，固定资产投资继续放缓。5 月固定资产投资同比增速从 4 月的 3.9% 下滑至 2.2%。房地产行业对其拖累较大，由于房地产开发投资在 5 月下降了 10.2%，此前 4 月下降了 7.2%。大多数民营开发商选择“躺平”并停止购买土地，表明未来房地产开发投资的复苏将非常缓慢。制造业 FAI 同比增速从 1Q23 的 7% 放缓至 4 月的 5.3% 和 5 月的 5.1%。展望未来，随着能源转型和智能技术革命推动这些行业的资本支出，化工产品、汽车和电气材料与设备或将保持强劲的固定资产投资增长。然而，由于需求增长持续放缓以及国内政策和地缘政治的不确定性，大多数其他制造业的固定资产投资可能会逐渐放缓。基础设施投资同比增速从 4 月的 7.9% 上升至 5 月的 10.7%，得益于公用事业、铁路交通、水利管理和卫生服务等领域的强劲表现。但公共设施管理和文体娱乐服务业固定投资乏力。展望未来，我们预计基建投资可能会逐渐放缓，因为大部分地区的土地市场复苏将非常缓慢，而且中国决策者已经开始关注地方政府的债务的扩张。我们将 2023 年固定资产投资增速预测从 5% 下调至 4%。

中国可能适度放松政策以促进增长。近三个月中国经济持续走弱，通缩压力持续。近期青岛的房地产政策放松、央行逆回购利率和 MLF 下调表明中国可能会在未来推出适度的政策宽松以促进经济增长。我们预计未来将出现以下几条经济刺激政策：i) LPR 将在 6 月 20 日下调 10 个基点，所有合约贷款利率将面临额外下行压力；ii) 可能有更多城市像青岛一样适度放松房地产政策（适度下调首套房、二套房的首付比例和按揭贷款利率），但房地产政策进一步放松主要来自地方政府自下而上推动，而非自上而下一揽子刺激；iii) 加大对硬科技和高端制造的财税和信贷支持；iv) 北京、上海、深圳等少数城市政府可能实施消费券计划，但大部分城市并不具备条件；v) 人民币汇率波动将更加灵活，以提振出口并提高在美联储紧缩周期中的政策自主权。（[链接](#)）

行业点评

■ 中国互联网行业 - 电商 5 月网上零售概览

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。（[链接](#)）

■ 中国互联网行业 - 2Q23 在线广告市场温和复苏中

2Q23 中国整体广告市场花费同比复苏，主因低基数效应及消费同比改善。根据 CTR 数据，4 月中国广告整体花费同比增长 15%；但目前整体广告花费仍未完全恢复至 2021 年的水平，23 年 4 月广告花费仅相当于 21 年同期广告花费的 92%。我们预计 2Q23-4Q23 总广告花费温和复苏。如果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。对于主要线上平台，我们预计整体在线广告收入在 2Q23 同比增长 18%，但由于用户流量增长停滞及宏观环境的不确定性，2 年复合增长率仅 3% 较为缓慢。我们更看好腾讯、百度和哔哩哔哩，主因它们在 2023 年有更多增量驱动因素：1) 广告产品创新（微信视频号/哔哩 Story Mode）；2) 货币化效率提升；3) 搜索及 LBS 广告需求受益于线下活动恢复。（[链接](#)）

■ 中国房地产行业 - 统计局 5 月数据符合预期，预计销售 7 月进入恢复

房地产开发投资 5 月单月同比进一步下降至 -11%（2023 年 4 月/3 月为 -7%/-7%），新开工仍然低迷，同比下降 27%（4 月/3 月为 -27%/-29%）。完工 5 月同比增幅在 4 月达到峰值（同比 +42%）后收窄至 24%，主要是由于保交楼资金的考核期是定在 4 月、7 月和 10 月。其他拖累项可能是土地购置，其反映了大约一年前的土地成交。我们注意到 2022 年 5 月的土地成交同比增长触及了历史低点，同比降 72%。

商品房销售额单月同比增速从 4 月的 28% 收窄至 7%，符合市场预期。商品房销售面积转为下降，反映了新房均价的进一步上涨，主要由于量价两个因素造成，1) 一方面售价本身较高的一二线城市的销量占比增高，从 30 城高频数据看，一二线城市销售面积占比从 3 月的 76% 增加到 5 月的 81%。2) 同时一二线城市的新房价格也继续上涨。从 70 城数据来看，一线城市新房售价同比增长 1.7%/0.5%，而三线城市同比下降 1.6%。

展望未来，我们预计 6 月份将出现负增长，基于高基数影响和高频数据的观察。截至 6 月 14 日，MTD 新房销售同比下降 11%（5 月/4 月同比增长 25%/31%）。二手房销售同比增长收窄至 25%（5 月/4 月为 59%/65%）。预计 7 月将开始进入逐步恢复，由于 1) 领先指标指向 7 月销售会好于 6 月，

2) 政策仍是较为宽松的基调，在青岛之后大连也有放松。3) 即将下调的 LPR 释放的额外流动性也会一定程度提振销售。（[链接](#)）

公司速评

■ 锦欣生殖 (1951 HK, 买入, 目标价: 9.15 港元) - 医保首城落地, 全国有望跟进

为实施积极生育支持政策，北京市医保局率先将 16 项治疗性辅助生殖技术项目纳入医保甲类报销。锦欣生殖作为国内最大的私立 IVF 医疗机构，我们预计将是国内刺激生育背景下的长期受益者。

北京率先将相关辅助生殖技术项目纳入医保报销，凸显政策支持。北京的新政策将于 2023 年 7 月 1 日起落地，项目价格与现行价格相比基本不变。根据我们的测算，针对 1/2 代 IVF 治疗，北京医保覆盖总费用约 1.5 万元（注：各地辅助生殖现行收费有差异），占 IVF 单周期约 4 万元总费用的 38%。我们认为，北京作为国内第一个将辅助生殖纳入医保的城市，对未来国家层面及其他地方出台类似政策具有重要指导意义。

我国辅助生殖渗透率低，预计医保覆盖将显著提高辅助生殖的可及性。根据 Frost & Sullivan 的数据，我国 2018 年的辅助生殖渗透率为 7.0%，远远低于美国的 30.2%。根据欧美及亚洲地区的经验，随着国民收入水平以及政府对辅助生殖支持力度的提升，辅助生殖的渗透率也将随之提高。我国台湾地区的数据显示，从 2003 年至 2018 年，人工生殖周期治疗数从 5,831 例增长到 39,840 例（CAGR: 14%），主要的增长发生在颁布人口政策和补助方案后的 2008 年之后。

维持买入评级，目标价 9.15 港元。我们预计锦欣生殖在 2023/24/25 的收入增速为 22.1%/20.6%/20.1%，经调整净利润增速为 84.9%/19.5%/21.7%，对应现阶段股价的 PE 为 21x/18x/15x。（[链接](#)）

■ 舜宇光学科技 (2382 HK, 持有, 目标价: 86.75 港元) - 2023 投资者日交流重点: 把握车载/XR/机器人领域的机遇

我们昨天参加了舜宇光学举办的投资者日活动。会议上管理层分享核心业务的最新商业机会和产品战略。主要亮点包括：1) 手机模组/手机镜头：尽管业务短期面临来自行业的阻力，但公司全球市占率第一，产品升级路线明朗；2) 车载镜头：2023 年市场份额快速增长至 38%（而 2021 年为 31%）；3) 汽车模组：EEA（电子电器架构）演变和在智能驾驶/智能座舱中摄像头渗透增加有望驱动业务成长；4) XR: Apple Vision Pro 将为供应链定义新行业标准（12 个摄像头/1 个 SL/1 个 ToF/2 个 IR 红外传感）。尽管智能手机行业短期疲软，但我们对公司长期战略路线图以及在汽车/XR/机器人市场有巨大机遇持乐观看法。我们正在更新目标价/预测。（[链接](#)）

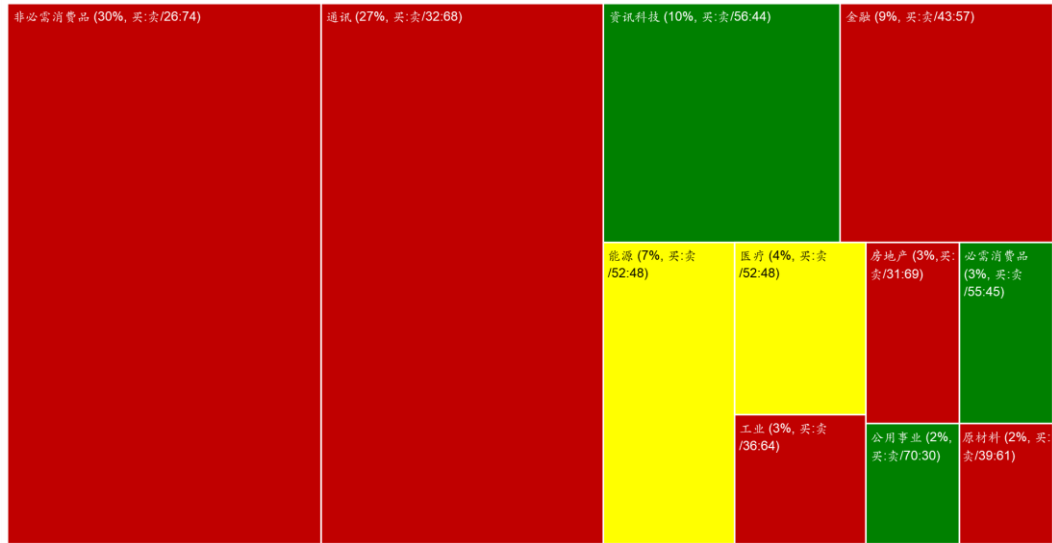
招銀国际环球市场焦点股份

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											
理想汽车	LI US	汽车	买入	34.46	44.00	28%	N/A	N/A	6.8	7.6	0.0%
长城汽车	2333 HK	汽车	买入	9.18	12.00	31%	12.9	12.1	1.0	8.5	3.5%
中联重科	1157 HK	装备制造	买入	4.06	6.35	56%	8.6	7.2	0.6	6.7	4.9%
三一国际	631 HK	装备制造	买入	10.50	16.20	54%	12.4	9.3	2.6	22.1	2.1%
华润燃气	1193 HK	燃气	买入	27.40	39.00	42%	9.2	7.4	1.1	12.3	0.0%
百胜中国	9987 HK	可选消费	买入	469.00	595.15	27%	27.5	159.4	20.0	12.0	0.1%
美的	000333 CH	可选消费	买入	58.00	66.68	15%	11.3	10.4	N/A	21.8	4.2%
华润啤酒	291 HK	必需消费	买入	54.35	77.40	42%	33.0	27.5	N/A	18.5	1.2%
青岛啤酒	168 HK	必需消费	买入	73.65	92.90	26%	21.0	18.1	N/A	16.0	0.0%
普拉达	1913 HK	必需消费	买入	55.05	72.10	31%	0.6	4.4	N/A	16.0	0.0%
贵州茅台	600519 CH	必需消费	买入	1755.00	2440.00	39%	29.5	25.4	9.4	31.9	1.8%
信达生物	1801 HK	医药	买入	33.95	50.34	48%	N/A	N/A	5.3	N/A	0.0%
爱康医疗	1789 HK	医药	买入	7.26	12.31	70%	27.5	20.0	N/A	11.1	0.0%
友邦保险	1299 HK	保险	买入	81.40	118.00	45%	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
腾讯	700 HK	互联网	买入	355.00	455.00	28%	22.6	19.3	N/A	16.9	0.5%
拼多多	PDD US	互联网	买入	80.82	109.00	35%	N/A	N/A	N/A	23.4	0.0%
网易	NTES US	互联网	买入	98.14	123.00	25%	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	92.20	156.60	70%	10.6	N/A	1.4	10.4	0.0%
快手	1024 HK	传媒文娱	买入	61.15	97.00	59%	69.6	29.3	N/A	N/A	0.0%
华润置地	1109 HK	房地产	买入	34.10	45.10	32%	7.4	6.3	0.9	13.3	5.4%
京东方精电	710 HK	科技	买入	12.76	23.70	86%	13.4	9.5	2.0	16.6	2.6%
闻泰科技	600745 CH	科技	买入	50.92	88.60	74%	14.4	10.8	N/A	10.6	0.7%
金蝶	268 HK	软件 & IT 服务	买入	11.66	23.28	100%	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%

资料来源：彭博、招银国际环球市场研究 (截至 2023 年 6 月 15 日)

招银国际环球市场上日股票交易方块 – 15/6/2023

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错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律责任。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，请与我们联络。

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。