

策略观点

可能迎来牛市回撤

- **宏观:** 中国经济开始修复, GDP 预测迎来上调; 因房地产修复缓慢和再通胀温和, 信贷政策将保持宽松; 新任决策层以亲商务实态度, 希望重启地方 GDP 锦标赛, 着力修复私人部门信心。美国衰退风险上升, 企业盈利仍有下调空间, 劳工市场紧张延缓通胀下行, 美联储与市场加息路径存在分歧。
- **科技:** 谨慎乐观。短期内部分个股在近期大幅反弹后有获利压力, 产业链于 1Q 仍受到宏观经济压力和去库存等因素影响, 但预期 2Q 终端需求和整体库存水平回稳, 建议关注需求复苏拐点以及增长确定性较高的板块和产业链。半导体国产替代、产业升级创新和自主可控仍是市场关注重点, 推荐京东方精电和闻泰科技。
- **软件及 IT 服务:** 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, 板块估值处于上行周期, 建议投资者继续关注国产替代题材, 拥有政府、电信、金融类客户的横向 SaaS 和 IT 服务企业会是主要收益标的。推荐买入金蝶国际。
- **互联网 I:** 中性乐观。市场将逐步从疫情防控政策放开后情绪主导的估值修复行情转向关注核心业务盈利增长稳健、新业务发展及海外扩张有前景、科技赋能产业效率提升的细分子行业和公司。短期盈利增长质量和能见度或仍为市场关注的重点, 而后互联网公司或将在核心业务企稳后加大对长期增长驱动力的投入 (ie: 海外扩张、产业互联网、技术进步)。在估值处于较为合理水平但基本面复苏持续验证的过程中, 行业子行业间的轮动行情或将在 1H23 持续, 而轮动中我们预期市场将会更加偏好有能力持续提升经营效率、业务有稳固护城河、且新业务在长期有变现空间的公司。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: 拼多多、腾讯、阿里巴巴、百度。
- **互联网 II:** 乐观。预计 2/3 月以震荡盘整为主, 源于前期反弹较大且放开后疫情爆发下 4Q22 及 1Q23 业绩将有所承压。阶段性盘整后, 我们看好 2Q23E 后板块估值持续修复及业绩回暖, 受益于: 1) 两会潜在经济刺激政策; 2) 低基数效应及疫峰后, 2Q23E 行业增速及利润将迎来高弹性; 3) 广告、游戏、到店、OTA 等行业将受益于线下实体经济恢复、宏观回暖及政策温和化; 4) 3 月业绩后 1Q23E 财务指引将充分调整, 且部分核心标的利空消化 (如美团被派息)。我们维持全年板块震荡上行观点, 优质标的短期良性回调将提供潜在买点, 且将逐渐吸引外资 LO 参与。当前板块估值中枢修复至 16x FY23E P/E (对应 FY22-24E 利润 CAGR 20%), 仍存在 20% 修复空间 (至历史 5 年平均 19-20x)。细分赛道偏好: 电商/本地生活 > 广告 > 泛文娱。推荐买入阿里、快手、美团。
- **房地产:** 谨慎。我们预计 2 月房地产销售会在春节假期影响结束、疫情后积压需求释放及低基数作用下迎来短暂的弱修复行情, 领先指数也指向房屋购买情绪 2 月有所提升。而后续销售回暖仍然存在不确定性, 一线城市是否在两会后如期放松将决定 3 月和全年的期望值。产业链方面, 竣工端将受益于保交楼政策的直接资金支持, 因此我们看好竣工 > 销售 > 开工。推荐标的: 看好二手房经纪: 贝壳; 以及完工类标的: 如物管里的越秀服务、华润万象生活、中海物业
- **保险:** 乐观。我们持续看好寿险业务的复苏, 原因包括: 1) 随着防疫政策放宽、新冠高峰期过去, 寿险负债端逐渐回暖, 尤其进入 1 月份在疫情高峰过去之后新单销售渐入佳境, 我们预期 2023 年一季度的新单保费增速将会有所改善, 其中头部险企有望实现新单保费正增长。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。推荐买入太平洋保险、平安保险、中国人寿。
- **资本品:** 工程机械/重卡短期选择性看好: 大部份工程机械公司发布了 2022 年盈利预喜/预警, 当中浙江鼎力 (603338 CH, 买入) 业绩超出预期。我们预计鼎力将继续受益于高空作业平台持续强劲的海外需求以及国内需求逐渐复苏, 因

叶丙南, Ph.D

伍力恒

杨天薇, Ph.D

颜宇翔

贺赛一, CFA

陶治

陆文韬

黄群

曾展

张苗

陈喆, CFA

冯键喙, 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

夏徽, CESGA

白毅阳, CFA

此是我们重点看好的标的。此外，我们看好中联重科-H(1157 HK, 买入)，相信分拆高空作业平台到 A 股上市有助释放价值。光伏设备乐观：光伏产业链价格在近期大幅度下跌后，将有利拉动国内大型地面电站建设的积极性。此外，电池技术往 TOPCon 和 HJT 的持续升级将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)。能源设备乐观：在煤炭稳供应以及设备智能化/电动化换代周期加快下，我们预期煤矿设备需求将持续强劲。海运费大幅下跌，有助提升毛利率，继续推荐三一国际 (631 HK, 买入)。

- **医药**：预期未来 6 个月医药行业将继续反弹。板块反弹的驱动力包括：1) 疫情后医疗服务、消费医疗需求反弹，2) 预期 CXO 的需求从底部逐渐回升，3) Biotech 的基本面强劲，业绩/研发进度持续兑现，4) 医保谈判持续利好创新药/器械，集采政策偏温和。首选药明生物 (2269 HK)、昭衍新药 (6127 HK、603127 CH)、百济神州 (6160 HK、688235 CH、BGNE US)、信达生物 (1801 HK)、荣昌生物 (9995 HK、688331 CH)、锦欣生殖 (1951 HK)、医思健康 (2138 HK)、爱康医疗 (1789 HK)。
- **汽车**：受到春节和补贴退坡的影响，我们预测 1 月新能源车零售销量可能会低于部分投资者预期。如果汽车消费复苏不及预期，政府可能会继续推出刺激政策。随着竞争的加剧，对车企来说今年的销量比利润更重要。继续看好造车新势力，首推理想汽车 (LI US/2015 HK)；传统车企中首推吉利汽车 (175 HK)；汽车经销商中首选美东 (1268 HK)。
- **必选消费和免税美妆**：二月初电话会专家给出几个正面的反馈，但并未有超出市场预期。在缺乏其他催化剂的前提下，增速有可能环比放缓。我们认为股价或将进入调整期，特别是业绩期将在二月份开始。我们继续建议投资人配置盈利确定性较高而同时享有开放主题的股票。首推茅台和华润啤酒，建议投资人在调整阶段买入而布局下一波复苏。板块偏好排序：白酒啤酒、免税>美妆、乳制品、软饮料、奶粉、电子烟。
- **可选消费**：股价强劲反弹后，我们认为仍然有上升空间。如果股价回调，将会是趁低吸纳的好机会，因为考虑到政府政策的转向、消费信心和消费力，以及投资者情绪的改善可带动行业估值进一步上升。基本面来说，元旦和春节的销售均好于预期，而且初一以后的消费力仍然续步提升，持续能力相当强，未来即将进入二三个月的低基数，我们未来仍然看好。看好百胜中国、大家乐、呷哺呷哺、安踏、特步、江南布衣和波司登。
- **能源 - 城燃板块**：保持谨慎乐观，1) 自去年 12 月防疫政策优化，经济复苏明显，刺激工商业等用气需求增长。2) 经济增长恢复，提高工商业消化高气价能力；部分释放潜在用气需求。3) 国际油价和气价回调，有利于国内气价下降，利好毛差改善；4) 在经济恢复的背景下，去年受到疫情影响的接驳工程和增值业务等都会有所恢复；短期地产刺激政策利好接驳业务；5) 城燃企业积极布局新能源业务，孵化第二增长曲线值得期待。推荐华润燃气 (1193 HK) 持续收并购优质项目，项目质量优于同业。防疫措施放松提振整体用气需求，华润零售销气量增速有望恢复中双位数增长。毛差持续改善。燃气接驳增长优于同行，优质项目为增值业务提供良好的增长空间。

图 1: 行业荐股

公司名称	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	2022E	2023E	2022E	2022E	2022E
长仓											
金蝶国际	268 HK	软件&IT服务	买入	18.20	23.83	31%	N/A	N/A	7.5	N/A	0.0%
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	106.33	156.00	47%	13.8	11.8	1.7	5.5	0.0%
美团	3690 HK	互联网	买入	164.10	216.40	32%	1687.6	66.6	6.5	N/A	0.0%
快手	1024 HK	互联网	买入	65.75	94.00	43%	N/A	#DIV/0!	N/A	N/A	0.0%
中国太保	2601 HK	保险	买入	20.40	25.19	23%	7.5	6.2	0.7	9.9	4.8%
中国平安	2318 HK	保险	买入	56.05	75.55	35%	8.8	6.9	1.0	11.9	4.5%
中国人寿	2628 HK	保险	买入	13.46	18.18	35%	7.6	6.8	0.7	9.1	4.8%
浙江鼎力	603338 CH	资本品	买入	57.50	71.00	23%	24.2	20.2	4.2	18.5	0.8%
中联重科	1157 HK	资本品	买入	4.11	5.24	27%	10.8	8.7	0.6	5.1	3.9%
捷佳伟创	300724 CH	资本品	买入	115.20	187.00	62%	38.5	32.1	5.6	15.6	0.3%
药明生物	2269 HK	医药	买入	63.50	120.39	90%	47.3	34.3	6.4	13.5	0.0%
昭衍新药	6127 HK	医药	买入	38.70	53.61	39%	19.8	16.8	2.3	11.0	1.0%
信达生物	1801 HK	医药	买入	42.75	52.59	23%	N/A	N/A	6.1	N/A	0.0%
百济神州	BGNE US	医药	买入	256.90	255.56	-1%	N/A	N/A	75.7	N/A	0.0%
荣昌生物	9995 HK	医药	买入	64.00	79.13	24%	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%
锦欣生殖	1951 HK	医药	买入	7.33	11.25	53%	45.2	28.8	1.6	3.0	0.0%
医思健康	2138 HK	医药	买入	8.80	11.02	25%	39.2	18.8	N/A	13.7	0.0%
爱康医疗	1789 HK	医药	买入	8.27	9.20	11%	37.6	27.5	3.8	7.5	0.6%
理想汽车	LI US	汽车	买入	25.08	44.00	75%	N/A	586.2	N/A	N/A	0.0%
吉利汽车	175 HK	汽车	买入	12.16	16.50	36%	22.3	19.1	N/A	6.9	1.6%
美东	1268 HK	汽车	买入	19.50	25.00	28%	25.9	15.7	N/A	19.7	2.1%
贵州茅台	600519 CH	必选消费	买入	1795.00	2440.00	36%	36.0	30.2	10.0	27.9	1.4%
华润啤酒	291 HK	必选消费	买入	57.50	71.00	23%	38.2	33.1	6.3	17.2	1.0%
中国中免	601888 CH	必选消费	买入	206.16	256.00	24%	58.9	40.4	11.8	20.0	0.5%
百胜中国	9987 HK	可选消费	买入	454.80	465.05	2%	48.1	27.4	2.8	6.2	0.5%
大家乐	341 HK	可选消费	买入	13.44	15.12	12%	32.4	18.8	2.6	7.9	2.2%
呷哺呷哺	520 HK	可选消费	未评级	7.75	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%
特步	1368 HK	可选消费	买入	10.22	11.52	13%	23.9	18.8	2.8	11.4	2.2%
安踏	2020 HK	可选消费	买入	113.10	128.94	14%	37.6	28.3	8.0	21.9	0.9%
江南布衣	3306 HK	可选消费	买入	10.62	12.67	19%	N/A	6.6	2.6	31.6	10.1%
波司登	3998 HK	可选消费	买入	4.25	4.1	0.0	17.5	15.3	3.1	18.2	3.8%
华润燃气	1193 HK	能源	买入	33.00	39.13	19%	10.6	9.6	1.6	4.2	0.0%
贝壳	BEKE US	房地产	买入	18.93	23.30	23%	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%
越秀服务	6626 HK	房地产	未评级	4.68	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%
华润万象生活	1209 HK	房地产	买入	41.95	44.30	6%	39.4	31.0	5.4	13.8	0.9%
中海物业	2669 HK	房地产	买入	9.83	7.91	-20%	29.2	N/A	8.8	29.6	0.6%

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

■ 经济展开修复，再通胀比较温和，GDP 预测迎来上调

(1) **人员流动快速恢复，出行、餐饮、社交、娱乐、个人护理等迎来修复，推动经济进入第一轮复苏。**今年春运以来客流量同比增速不断回升，过去一周同比增速达到 65%左右，恢复至 2019 年同期 82%左右。今年年初至今，一二线城市交通拥堵延时指数均值已恢复至 2019 年全年均值的 90%左右。过去一周，北京、上海、广州和深圳的地铁客运量分别恢复至 2019 年全年均值的 85%、92%、85%和 120%。今年年初至今，电影观影人次和票房收入同比大幅增长，创世上第二高。

(2) **房地产销售的修复速度可能会有波动。**今年 1 月 30 个大中城市商品房成交套数同比下跌 39.3%，跌幅相比去年 12 月 (-25.9%) 进一步扩大。但随着信贷持续宽松和经济重启，前期被封锁或延迟的需求可能在 2、3 月份释放，支撑房地产销售环比显著改善。随着这些需求释放，新增需求的恢复势头可能会有波动。住房需求恢复情况主要受三大因素影响：一是经济活动恢复进程，尤其是家庭部门就业、收入和信心恢复情况；二是房地产信贷政策宽松力度，例如按揭贷款首付比例和合同利率进一步下降幅度；三是房地产供应和房价预期等因素。由于同比基数变化、信贷政策宽松和经济活动回升，商品房销售降幅将逐渐收窄，房地产开发投资的改善相对更加缓慢。总体来看，此轮房地产恢复之路相对漫长，2023-2024 年仍将处于恢复周期，恢复后的销售峰值也将显著低于 2021 年水平。

(3) **基础设施与公共服务业投资短期内可能保持较快增长。**地方政府希望实现 2023 年经济开门红，在银行扩大信贷供应和国企、城投加杠杆的支撑下，水利、公用事业、交通运输、能源、医疗等基础设施和公共服务业投资短期内有望保持快速增长。

(4) **出口可能暂时改善，而后延续疲弱。**中国商品出口跌幅可能先收窄再扩大。中国经济重启将改善供应链，或在短期内提振出口表现。1 月中国制造业 PMI 分项指数中新出口订单指数显著回升，预示中国出口跌幅可能暂时收窄。但全球需求冷却和去通胀进程延续，被称为全球经济金丝雀的韩国贸易在 1 月延续疲弱，中国出口仍面临进一步下行压力。

(5) **中国再通胀短期将比较温和。**对中国经济重启和复苏的预期提振部分大宗商品价格，但中国房地产需求、大额耐用消费和企业资本支出的恢复渐进缓慢，加上海外需求下行和供应链持续恢复，商品通胀很难大幅攀升。生猪价格春节前后超预期下跌，可能进一步拖累 CPI 短期增速。部分服务业价格再通胀比较明显，推动核心 CPI 增速有所回升。总体来看，中国再通胀短期内将比较温和，预计 PPI 同比降幅由去年第四季度的 1.1%收窄至今年第一季度的 0.8%，CPI 和核心 CPI 同比增速分别由去年第四季度的 1.8%和 0.6%回升至今年第一季度的 2.2%和 1.1%。我们维持今年全年 PPI 下跌 0.5%、CPI 上涨 2.2%的预测。

(7) **中国 GDP 增速预测将迎来上调。**由于中国经济重启速度快于预期，市场对中国 GDP 增速预测迎来上调。中央政府制定的 GDP 增速目标可能是 5%以上，主要省份 2023 年 GDP 增速目标的加权平均值在 5.7%左右。从目前高频数据来看，今年第一季度 GDP 增速

可能超过3.5%，显著高于市场预测中值2.7%。我们对2023年GDP增速5.1%的预测也面临上调的风险。

■ 流动性合理充裕，信贷政策延续宽松，财政政策力度难超预期

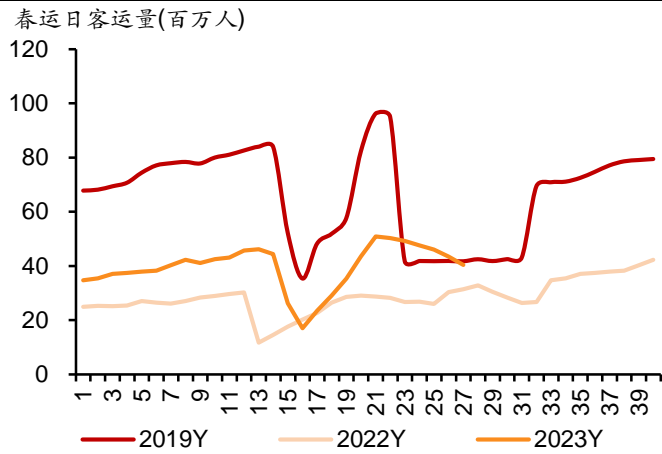
(1) **流动性合理充裕。**随着风险偏好和信贷需求回升，流动性需求将显著上升，货币市场利率将有所回升。但由于经济修复仍在初期阶段，GDP增速仍显著低于潜在增速，再通胀依然比较温和，中国央行不会大幅收紧流动性，将保持流动性的合理充裕。2023年仍有进一步下调法定存款准备金率的可能性。

(2) **信贷政策保持宽松。**1月新增人民币贷款可能接近5万亿元人民币，大超市场预期和去年同期的3.98万亿元人民币，其中房地产融资（按揭贷款和表外融资）仍相对疲弱，但一般公司贷款和个人消费贷款表现强劲，可能推动信贷和社融增速见底回升。从分部门来看，地方政府和国有企业的信贷需求可能率先恢复。随着中央决策层重新强调以经济建设为中心，地方政府GDP锦标赛冲动有所恢复，国有企业在做大做强绩效导向下也可能呈现出扩张意愿；但民营企业 and 家庭部门的资本支出恢复相对缓慢，加杠杆的意愿依然相对较低。从信贷供给来看，金融机构也依然偏爱地方政府和国有企业。展望未来，由于房地产销售和企业资本支出相对疲弱，再通胀压力相对较小，中国信贷政策仍有放松空间，首套房和二套房的首付比例和合同利率仍有进一步下降空间。地方政府隐性债务可能经历新一轮重组，部分可能置换为地方政府显性债务，再融资成本显著下降，部分可能被展期，利率也会有所下调。

(3) **财政政策力度难超预期。**由于经济活动和房地产市场尚待修复，财政收入和土地收入依然疲弱。如果要扩大积极财政政策力度，那么只能大幅增加政府赤字。但中国财政系统对增加赤字一直非常谨慎，总是希望把一般财政赤字率控制在3%以内。在财政支出方面，政府部门喜欢集中力量办大事，不完全信任市场配置资源的方式，不愿将更多财政资源以一般转移支付的形式交给私人部门配置，因此向民众大规模派现的可能性较低。我们预测一般财政赤字率和地方政府专项债额度/GDP分别从2022年的2.8%和3%上升至2023年的3.1%和3.1%，积极财政政策的力度很难再超出我们的预测。

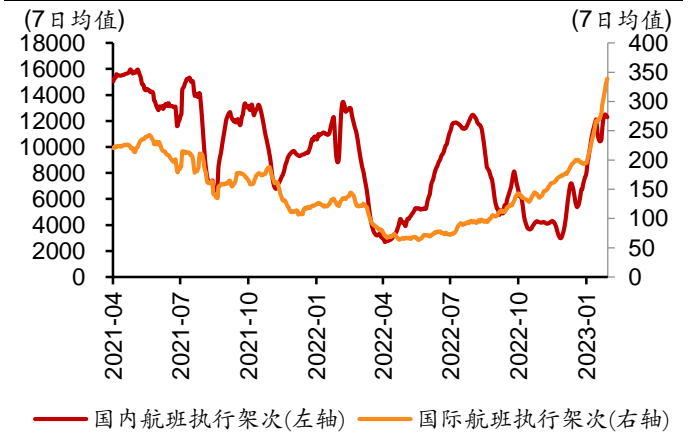
(4) **人民币对美元仍有反弹空间。**美国经济衰退风险可能进一步上升，中国经济修复过程已经启动，中美长期利差可能率先见底回升，支撑人民币对美元仍有反弹空间。我们维持之前预测，美元/人民币可能从2022年末的6.95降至2023年末的6.60。

图 2: 中国春运日客运量



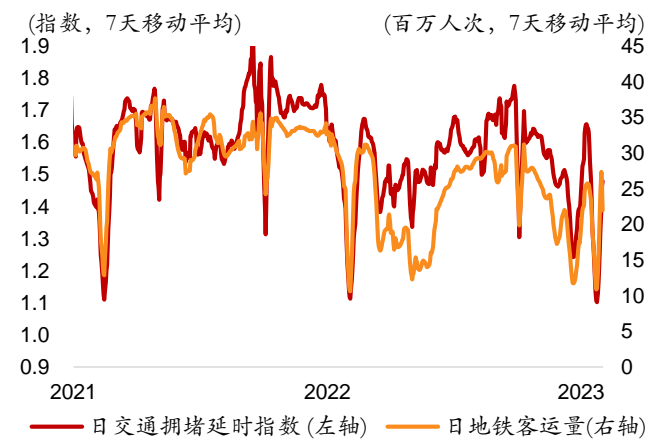
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 3: 中国国内航班与国际航班每日执行班次



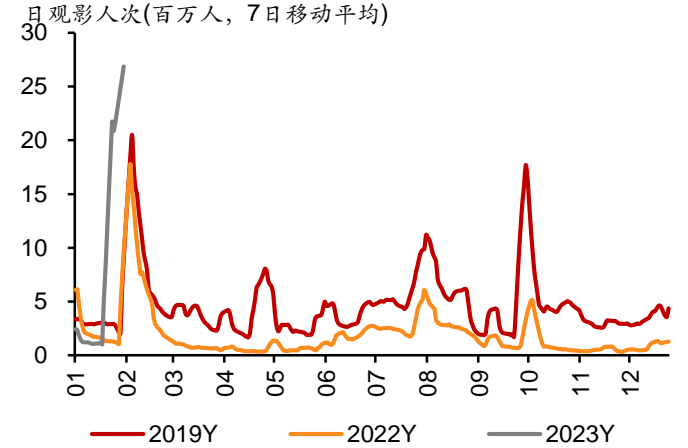
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 4: 中国一线城市拥堵延时指数和地铁客运量



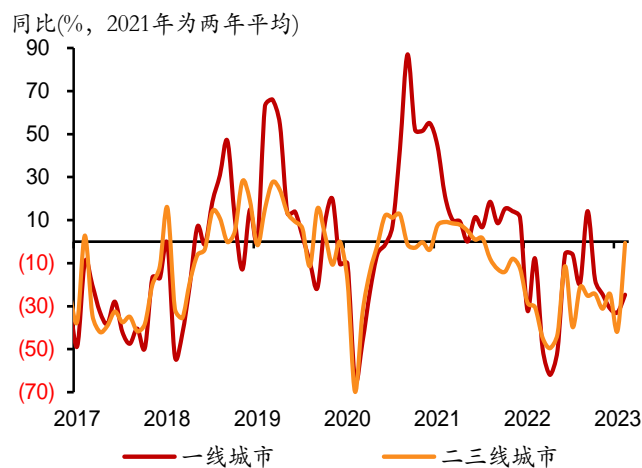
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 5: 中国日观影人次



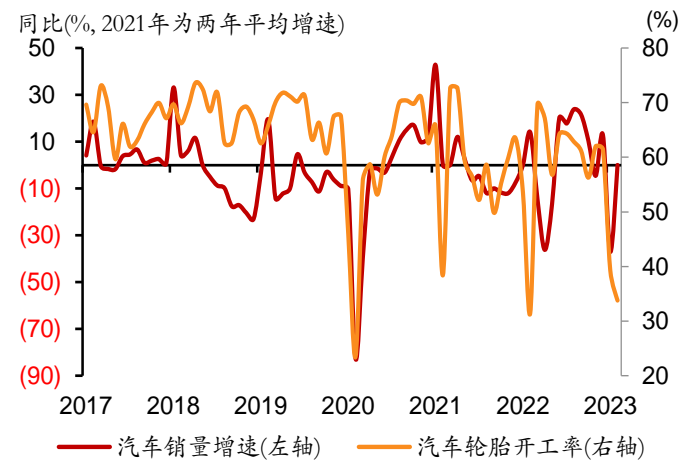
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 6: 中国 30 个大中城市商品房日均销量增速



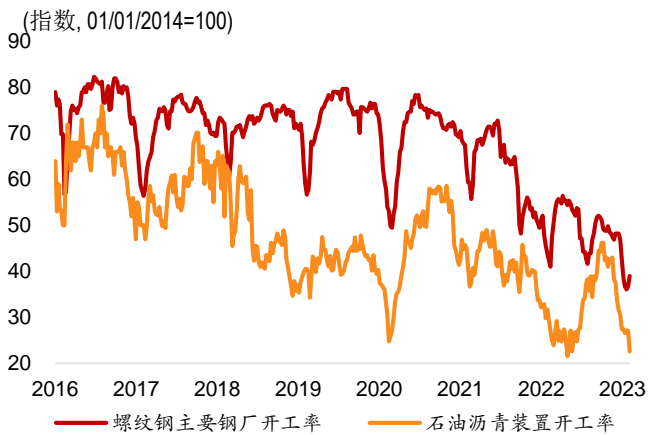
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 7: 中国乘用车销量增速与汽车轮胎开工率



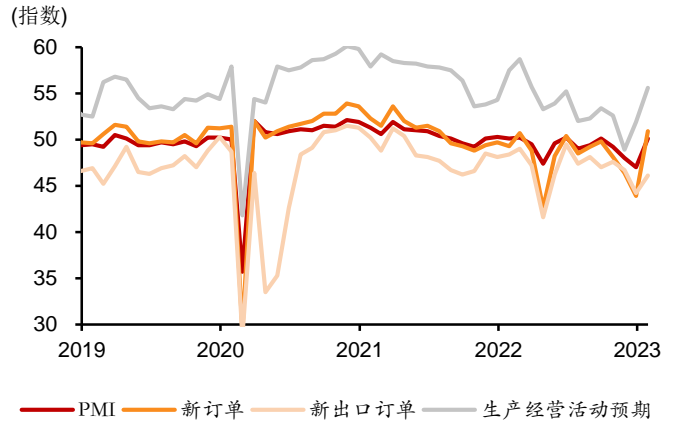
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 8: 中国主要钢厂和石油沥青装置开工率



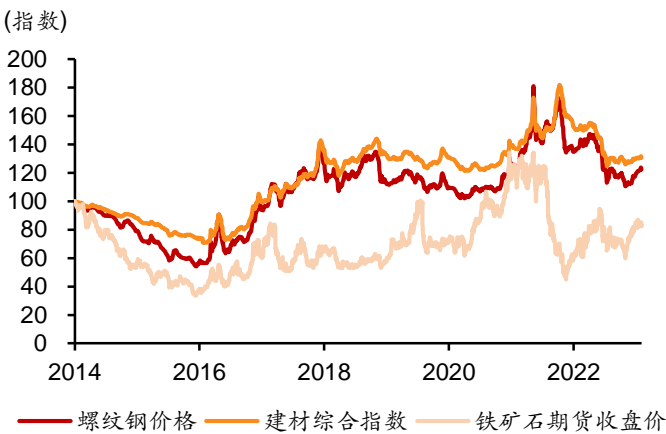
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 9: 中国 PMI



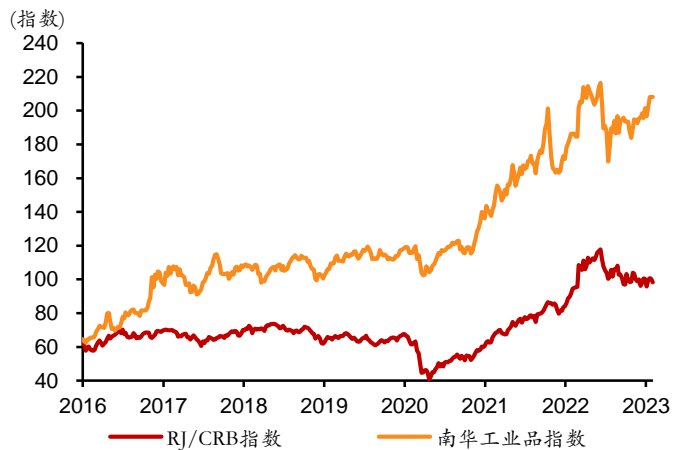
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 10: 中国建筑材料价格走势



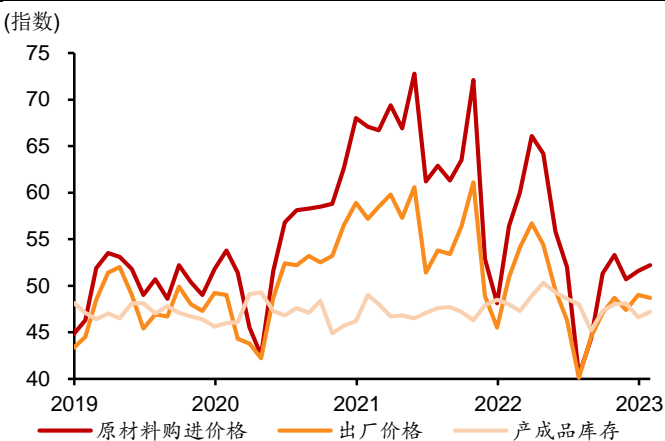
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 11: 中国 RJ/CRB 与工业品价格指数



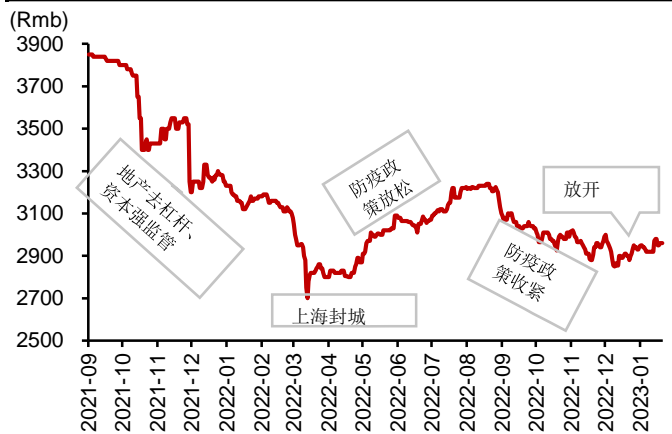
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 12: 中国制造业 PMI: 价格与库存指数



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 13: 中国茅台飞天原装批发参考价



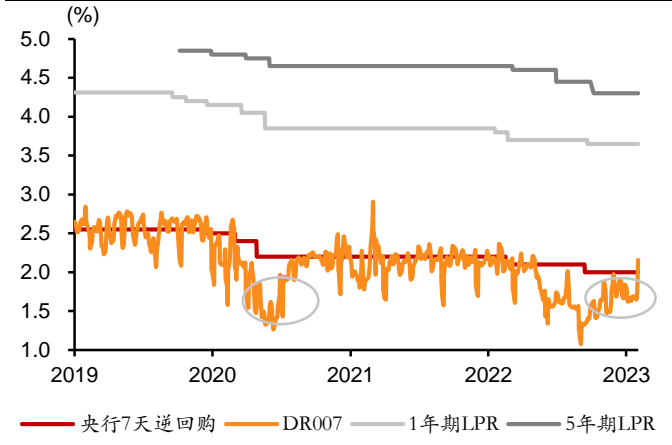
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 14: 中国核心 CPI 增速与 2 年期国债利率



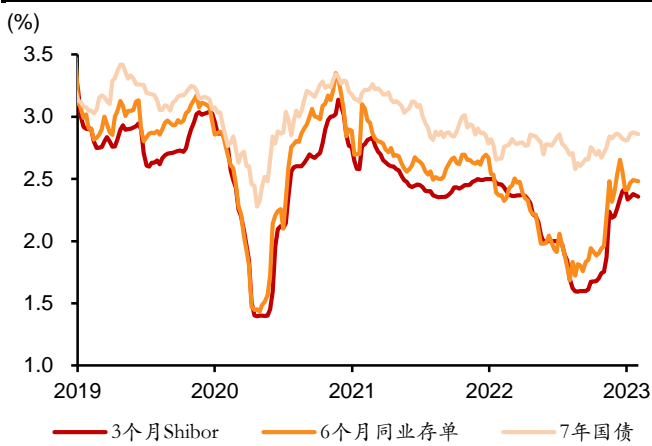
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 15: 中国央行政策利率



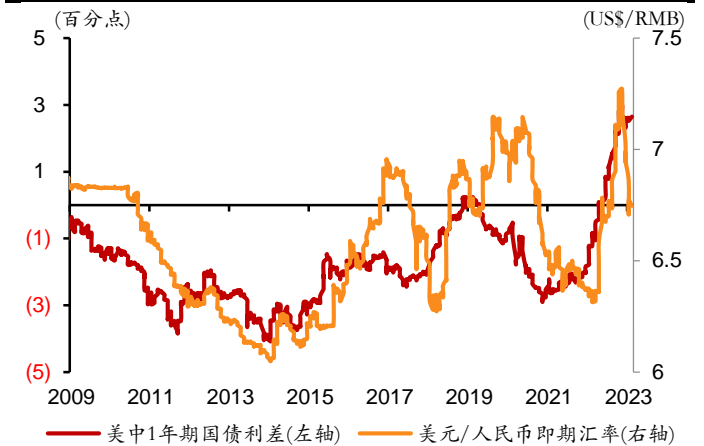
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 16: 中国 3 个月 Shibor 与 7 年期国债利率



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 17: 美中 1 年期国债利差与美元/人民币即期汇率



资料来源: 彭博, 招银国际环球市场

美国宏观

■ 美国经济衰退风险

领先指标预示美国经济将面临衰退。首先, 国债收益率曲线已经发出美国经济衰退的预警, 10 年/2 年国债利差自去年 7 月以来持续为负, 10 年/3 个月国债利差去年 11 月也转为负值。10 年/2 年国债利差和 10 年/3 个月国债利差对未来衰退风险的预测力较强, 前者预警时间更早, 后者预测准确性更高。其次, OECD 美国综合领先指数已降至接近 2001 年衰退时水平, 美国制造业 PMI 连续 3 个月处于收缩区间, 预示美国经济尤其是制造业部门临近衰退。最后, 美国房地产部门和商品消费已率先进入衰退, 去年不变价住宅投资和商品消费同比分别下降 10.8% 和 0.4%, 其中第四季度同比分别下降 19.3% 和 0.5%。美国房价泡沫化指数在此轮周期中创 40 多年来最高, 随着高利率持续, 房地产将延续下行, 带动金融周期向下, 拖累美国经济。

劳动力市场依然紧张，延缓通胀下行过程。尽管劳动力市场一些先行指标（如工作小时数、挑战者企业裁员数量）已经开始走弱，但由于疫情导致部分大龄劳工提前退休和净移民大幅减少，劳动力依然供不应求，企业经历劳工短缺之苦后裁员更加谨慎和滞后，去年年底职位空缺数/失业人数回升至 2.1 倍左右。美国 PCE 通胀从去年 11 月的 5.5% 放缓至 12 月的 5%，但仍显著高于美联储 2% 的目标。由于近期通胀放缓主要来自能源和二手车等商品价格下跌的贡献，美联储更加关注剔除居住项目的核心服务通胀，以评估工资-物价螺旋上升风险。美国劳工成本涨幅略有放缓，但依然较高，今年 1 月平均时薪同比增速为 5.1%，仍不足以大幅降低服务通胀。

美股盈利仍有下调空间。据 Factset 截至上周五（2 月 3 日）的数据，标普 500 指数 EPS 去年第四季度预计同比下降 5.3% 左右，其中通信服务、信息技术和可选消费行业盈利低于预期，医疗行业盈利好于预期，标普 500 指数 EPS 今年前两个季度预计同比分别下降 4.2% 和 2.9%，第三和第四季度预计同比增长 3.4% 和 10.5%，全年预计增长 3%。随着经济衰退风险不断上升，许多行业面临量价齐跌压力，美股盈利仍有明显下调空间。在 1957 年以来的 10 轮衰退周期中，标普 500 指数 EPS 平均下跌 16.4%（跌幅的众数值为 14.7%）。分行业来看，必选消费、医疗、保险、公用事业具有明显的抗周期性，而汽车及配件、地产及建筑、可选消费、银行等行业盈利对衰退风险最敏感。

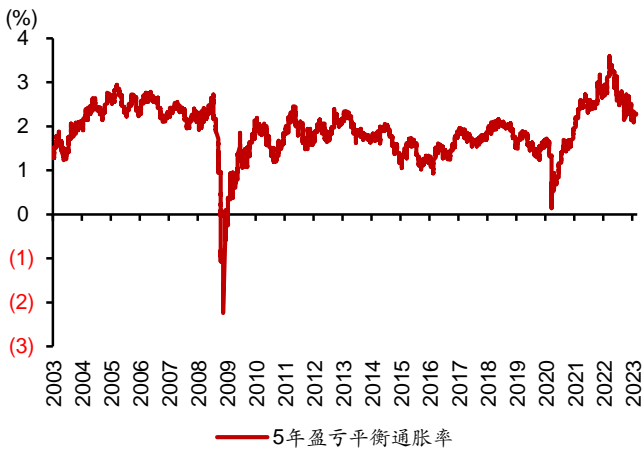
■ 美联储与市场的分歧

美联储在 1 月如期将联邦基金利率目标区间上调 25 个基点至 4.50%-4.75%，并表示“持续升息是适当的，将使货币政策立场达到足够限制性水平，以令通胀在一段时间内恢复到 2%”。美联储表示，“在决定未来的利率目标上，将把许多因素纳入考虑，包括货币政策累积的紧缩程度、政策对经济和通胀影响的滞后性、以及经济和金融市场的表现”。美联储承认近期通胀数据有所改善，但没有显著改变他们对利率走势的指引，美联储主席回应“暂停加息的前提条件”称，3 月会议前的 CPI 数据和非农报告等数据将会反映到货币政策中，如果美联储预期的经济前景成真，那么今年不会见到降息。

市场和美联储对未来加息路径有很大分歧。市场更加 *ahead of curve*，认为美联储存在时间不一致问题，随着经济下行和去通胀化，美联储可能在下半年转向降息。投资者认为美联储官员在虚张声势，高利率不会持续太久，目前投资者预期联邦基金利率可能在 3 月达到 4.75%-5% 的峰值，第四季度可能开始降息。

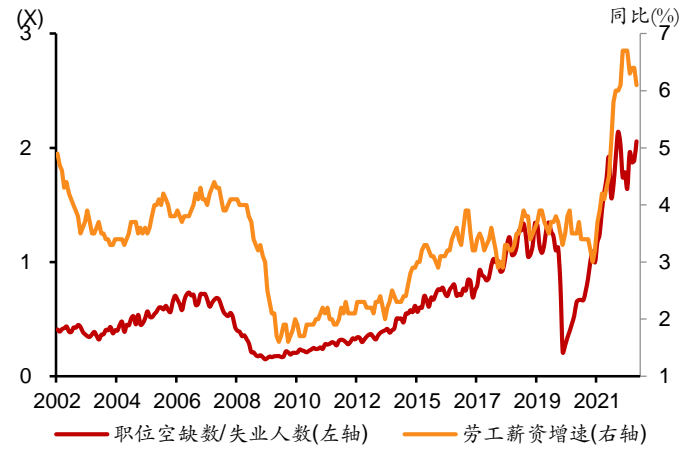
市场的乐观预期可能延长高利率持续时间。美联储官员担心市场对下半年降息预期可能破坏抗通胀的成果。随着长期利率和美元回落，金融条件有所放松，年初以来高风险资产价格大幅上升，纳斯达克指数上涨 12.9%，比特币在币圈风波不断情况下涨幅仍高达 43%。在这种情况下，美联储可能不得不延长鹰派持续时间以进一步降低通胀预期。

图 18: 美国 5 年盈亏平衡通胀率



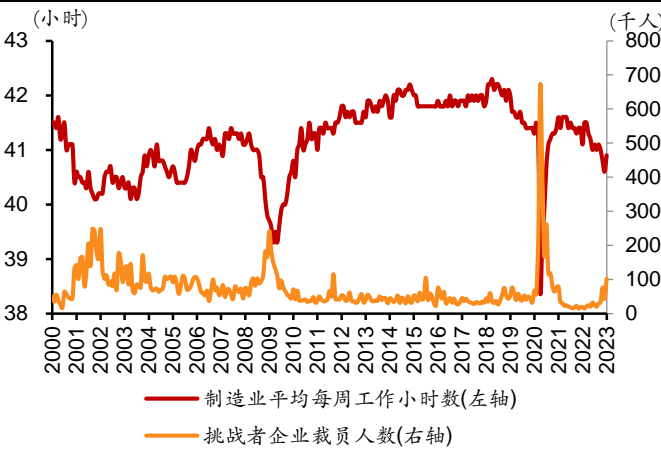
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 19: 美国职位空缺数/失业人数与薪资增速



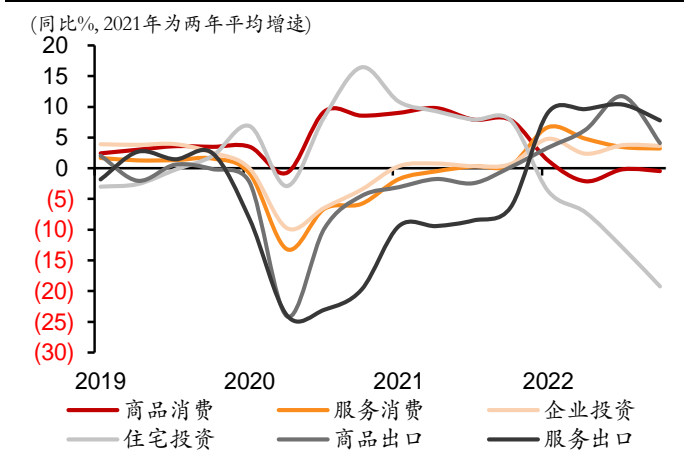
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 20: 美国制造业平均每周工时与挑战者企业裁员人数



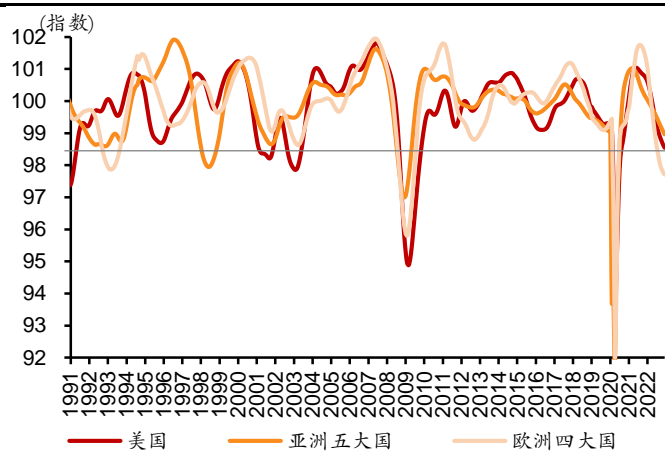
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 21: 美国 GDP 各项支出增速



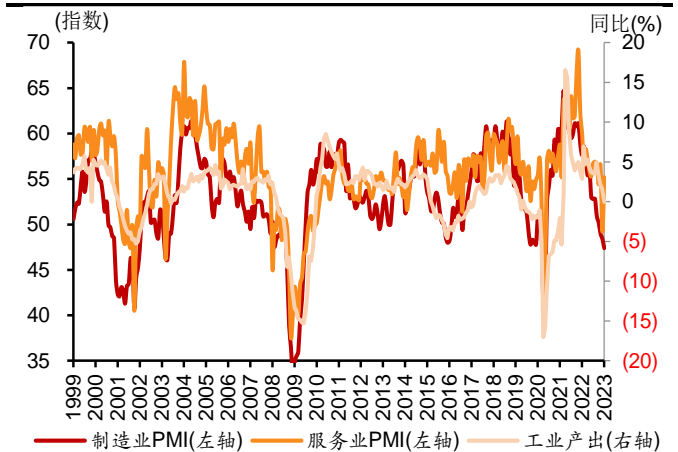
资料来源: 彭博, 招银国际环球市场

图 22: OECD 综合领先指标



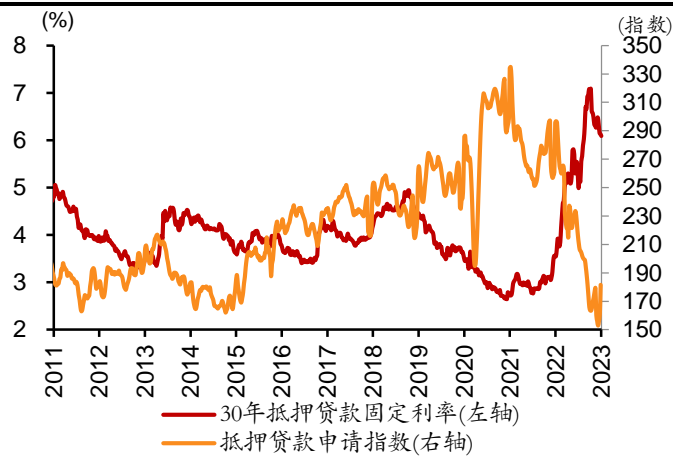
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 23: 美国 PMI



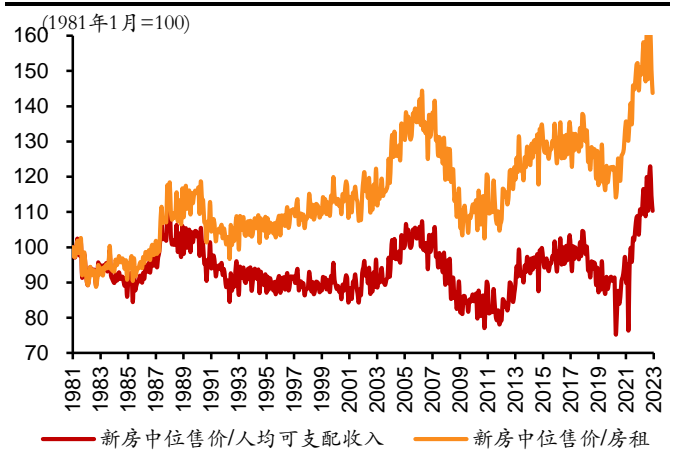
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 24: 美国抵押贷款利率与贷款申请指数



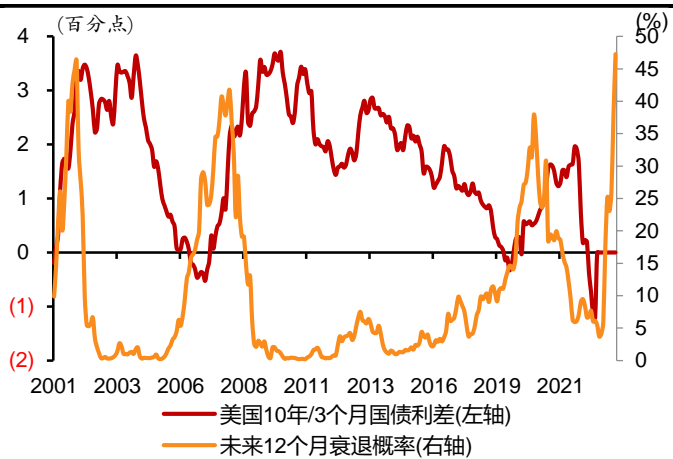
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 25: 美国房价泡沫化指数



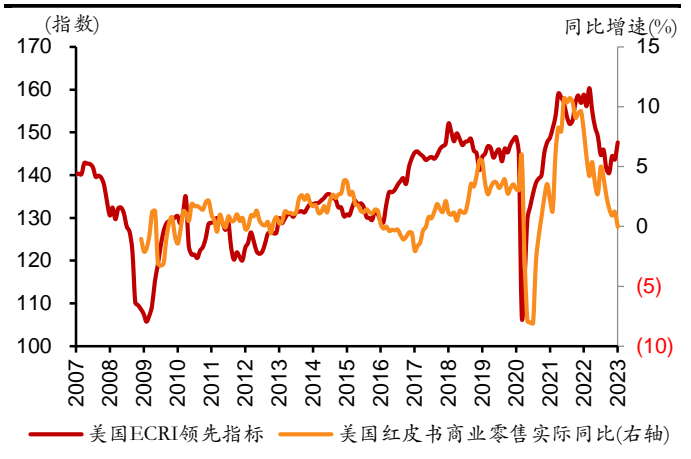
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 26: 美国 10Y-3M 国债利差与未来 12 个月衰退概率



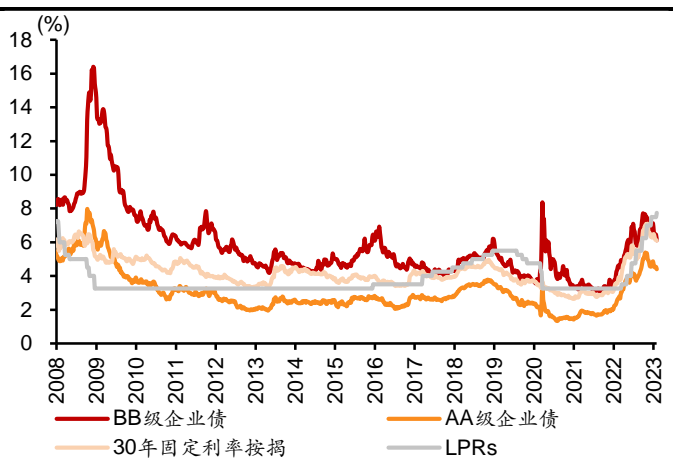
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 27: 美国 ECRI 领先指标与商业零售实际增速



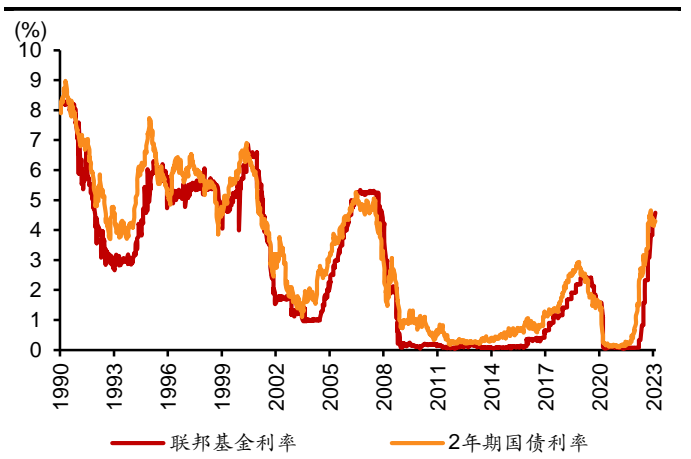
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 28: 美国实体融资成本



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 29: 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

图 30: 标普 500 行业指数 Best EPS 在过去三轮衰退周期中变化幅度

(%)	1990年7月至1991年3月衰退			2001年3月至11月衰退			2007年12月至2009年6月衰退		
	衰退之前6个月	衰退期	衰退之后12个月	衰退之前12个月	衰退期	衰退之后12个月	衰退之前12个月	衰退期	衰退之后12个月
所有行业	-5.0%	-2.3%	1.6%	-2.6%	-17.2%	3.9%	4.9%	-34.2%	37.8%
信息技术	-3.1%	-3.9%	-14.2%	-10.5%	-52.4%	9.3%	14.7%	-13.3%	56.7%
医疗	-0.7%	16.0%	11.9%	11.1%	-0.8%	9.7%	16.6%	9.7%	12.5%
可选消费品	-6.1%	-34.8%	22.1%	-6.8%	-25.2%	28.7%	-1.1%	-40.8%	86.4%
工业	-4.8%	-4.5%	4.9%	12.1%	-15.8%	-3.9%	12.6%	-33.6%	19.6%
必选消费品	1.7%	16.2%	9.6%	7.0%	-3.1%	16.6%	11.8%	12.2%	10.2%
公用事业	-4.4%	1.0%	-0.8%	12.5%	-1.9%	-17.4%	10.3%	0.0%	3.3%
通讯服务	-2.5%	-6.0%	1.6%	-19.3%	-7.6%	-5.3%	14.0%	-23.0%	-5.3%
银行	-10.2%	-29.1%	23.0%	-1.3%	-3.9%	12.9%	-28.5%	-86.1%	173.6%
材料	-11.6%	-21.9%	-14.9%	-24.0%	-45.1%	19.4%	3.6%	-68.3%	153.8%
汽车及配件	-10.2%	-109.6%	-265.8%	-27.9%	-63.6%	100.8%	-25.8%	亏损	盈利
地产及建筑	-4.5%	-38.7%	23.6%	17.1%	19.5%	30.1%	-132.5%	亏损	盈利
软件及服务	13.3%	-20.6%	-11.9%	-8.6%	-5.4%	-8.2%	22.8%	4.0%	25.7%
半导体	NA	NA	NA	NA	NA	NA	-6.2%	-83.5%	921.9%
零售服务	9.9%	-5.2%	9.7%	-2.4%	-11.9%	19.8%	-2.3%	-28.6%	40.1%
保险	-4.6%	2.4%	-6.5%	1.3%	-26.3%	22.2%	11.8%	-60.4%	1.6%
传媒娱乐	-9.2%	-26.1%	16.7%	46.7%	-25.9%	37.0%	13.8%	-18.1%	28.7%
资本品	-3.1%	-4.3%	2.1%	12.3%	-7.7%	-2.2%	15.0%	-34.8%	16.0%
技术硬件与设备	-4.0%	-2.7%	-13.0%	-10.8%	-72.1%	42.0%	16.7%	-7.3%	42.0%
耐用消费品及服装	-6.4%	-7.0%	15.3%	-10.3%	-17.4%	28.3%	-36.4%	-66.5%	192.2%
能源	-4.6%	9.4%	-18.5%	52.3%	1.2%	-38.3%	5.0%	-49.3%	51.1%
交通运输	-10.6%	-11.0%	15.9%	21.8%	-84.6%	59.5%	1.4%	-25.9%	36.7%
中位数	-4.6%	-5.2%	2.1%	-1.3%	-15.8%	16.6%	7.7%	-31.1%	37.2%
平均数	-3.8%	-13.4%	-8.9%	3.3%	-22.2%	17.4%	-2.6%	-32.4%	95.2%
表现最佳	软件及服务、零售服务、必需消费	必选消费品、医疗、能源、保险、	地产及建筑、银行、可选消费品、	能源、传媒娱乐、交运、地产及建	地产及建筑、能源、医疗、公用事	汽车及配件、交运、技术硬件与设	软件及服务、医疗、技术硬件与设	必选消费品、医疗、软	半导体、耐用消费品及服装、银行
表现最差	材料、交运、汽车及配件、银行	汽车及配件、地产及建筑、可选消	汽车及配件、能源、材料、信息技	汽车及配件、材料、通讯服务、技	交运、技术硬件与设备、汽车及配	能源、公用事业、软件及服务、通	地产及建筑、耐用消费品及服装、	地产及建筑、汽车及配件、银行、	通讯服务、保险、公用事业、资本

资料来源：彭博，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 个月看法谨慎乐观

我们相信板块前期反弹幅度较大，短期内部分个股在 3 月业绩期前有获利压力，产业链 1Q 仍受到宏观经济疲弱和去库存等因素影响，子板块景气度分化，但我们预期 2Q 终端需求和整体库存水平回稳，建议关注需求复苏拐点以及增长确定性较高的板块和产业链，半导体国产替代、产业升级创新和自主可控是市场关注重点。1) 消费电子：受制于需求疲弱、宏观经济影响和行业去库存因素，一季度业绩仍然存在压力，建议关注消费电子复苏拐点以及增量市场的需求情况。2) 通信：受益于海外云厂商资本开支的增长，光模块市场需求强劲。我们认为 4Q 海外云厂商对于光模块的采购需求仍将持续。3) 半导体：需求结构分化，目前消费电子相关板块仍处于去库存阶段，新能源、汽车、高端工业及部分特种芯片需求持续增长，台积电指引行业去库存情况将持续至 2Q23，近期地缘风险和中美摩擦加速国产

替代进程，建议关注 IoT/新能源/汽车/服务器等稳定增长领域，看好半导体设备/材料、功率等需求旺盛的板块，以及国产替代、市场份额增长的标的。

■ 推荐买入京东方精电、闻泰科技

- 1) 京东方精电：作为全球最大车载显示模组龙头，受益于智能座舱市场的蓬勃发展和产业升级趋势，凭借行业领先地位和丰富的产品储备，预计 21-24 年收入/净利润以 33%/47% 年复合增速增长，催化剂包括智能座舱产品发布、客户订单增长及成都基地产能扩张。
- 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，预计板块估值仍然处于上行周期。我们建议投资者继续关注国产替代题材，拥有政府、电信、金融类客户的横向 SaaS 和 IT 服务企业会是主要受益标的。

■ SaaS：估值修复持续

市场对中国互联网行业的情绪正在改善，自 2022 年 10 月的底部反弹了约 50%，现在估值在 8.8x FY23E EV/Sales，比 3 年均值低 28%。随着企业级 SaaS 需求回暖，中国 SaaS 板块估值修复将持续，预计企业级 SaaS 公司的收入在 23 年实现+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：人员调整结束，盈利能力逐步提升

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，当下人员调整已经完成。我们预计中国 IT 服务类企业在 23 财年的收入增速相对稳定，同比增长+10-15%，但在利润层面的增速较快。同时，由于信创产业的推进，IT 服务的需求例如数据库和系统迁移等，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%。互联网云厂商则会把优化盈利能力放在首位，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。中国 IDC 板块自 2022 年 10 月以来反弹约 20%，明显比 SaaS 的反弹力度低，目前处于 16.5x FY23E EV/EBITDA，比 3 年均值低 27%。

■ 推荐买入金蝶国际 (268 HK)

SaaS 企业一般来说收入的可见性比较高，现金流也比较好，主要是因为订阅的商业模式，先付费后用服务。预计金蝶国际 22 年亏损扩大，但 ARR 按年增长 45-48%，符合公司云业务目标，随着向订阅模式转型，利润和净现金流的可见性提升，同时，公司作为港股主要的信创标的，估值修复空间大。

互联网 I

| 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 6 个月看法中性乐观

市场将逐步从疫情防控政策放开后情绪主导的估值修复行情转向关注核心业务盈利增长稳健、新业务发展及海外扩张有前景、科技赋能产业效率提升的细分子行业和公司。短期盈利增长质量和能见度或仍为市场关注的重点，而后互联网公司或将在核心业务企稳后加大对长期增长驱动力的投入（ie：海外扩张、产业互联网、技术进步）。在估值处于较为合理水平但基本面复苏持续验证的过程中，行业子行业间的轮动行情或将在 1H23 持续，而轮动中我们预期市场将会更加偏好有能力持续提升经营效率、业务有稳固护城河、且新业务在长期有变现空间的公司。

当前互联网板块平均估值为 21x 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 20%，对应 2023E PEG 为 1.1x。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：拼多多、腾讯、阿里巴巴、百度。

■ 电商：消费复苏趋势延续

据国家统计局数据，我们估算 2022 年 12 月实物商品网上零售额同比增长加速至 4.4%（11 月：1.2%），这或可以归因于 12 月下旬物流和履约能力的复苏，以及 2023 年春节前置使得部分年货节销售额落入 12 月区间所驱动。但同比增速短期进一步稳健复苏或需要时间，这部分可以从商务部给出的年货节销售数据得到佐证。据商务部，截至 2023 年 1 月 3 日的购物节前 5 天网上零售额仅同比增长 4.7%。尽管如此，我们预计在经济刺激政策和疫情影响缓和的支持下，消费将随着宏观经济复苏而逐步恢复。我们预计 2023 年在社会消费品零售总额同比增长 7% 的支撑下实物商品网上零售额将同比增长 12%。在股票选择方面，我们预计市场在 2023 年初期仍将着重关注盈利增长的能见度和质量，然后将逐步转向追逐在长期具备稳健增长新动能的股票。

■ 在线旅游：出境游恢复为业绩修复进一步打开空间

旅游行业被压抑的需求在疫情第一波影响过去后快速释放。据国家文旅部数据，2023 年春节国内旅游出游人次/国内旅游收入恢复至 2019 年同期的 88.6/73.1%，为 2021 年十一国庆节假日以来恢复比率最好的假期。携程、飞猪数据均显示国内旅游酒店预订已全量复苏，其中携程平台免年春节期间跨省酒店预订占比接近 7 成，高利润率的境内长途游/出境游复苏或有望为在线旅游平台业绩进一步复苏提供支撑。2023 年抖音在本地生活领域加大投入或使得本地出行市场竞争加剧，但对长途游及出境游市场的影响或较为有限。

■ 在线广告：经济和消费复苏推动行业反弹

2022年中国在线广告市场收入同比下降6.4%。但随着经济增长和消费复苏，中国在线广告市场收入有望自1Q23起逐渐迎来反弹。部分行业受益于线下活动恢复（零售/物流/旅游/娱乐）或政策支持（房地产/家居家装），全年有望带来368亿元的广告支出修复空间，对应2023年在线广告市场7%的收入增量。展望2023年，我们预测1) 腾讯广告收入同比增长14%，主因视频号商业化加速及部分行业监管影响消退；2) 哔哩哔哩广告收入同比增长30%，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8%，主因整体广告需求复苏和广告品类拓宽（如游戏和新能源车广告等）；4) 百度核心广告收入同比增长7%，主要受宏观经济复苏、百度移动生态改善及视频内容（通常有更高eCPM）在搜索结果中占比提升；5) 阿里巴巴CMR收入在FY24同比增长6.1%，主要受GMV增长恢复及商家和品牌广告预算恢复所推动。

■ 在线游戏：行业复苏信号明确，静待2Q23基本面修复

2022年中国网络游戏市场收入同比下降10%，其中4Q22市场收入同比下降19%至580亿元。虽然1Q23游戏市场仍需时间消化新游戏供应不足的影响，但我们对游戏行业自2Q23恢复正增长保持乐观，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。腾讯《黎明觉醒生机》（定档2月公测）、《无畏契约》、《宝可梦大集结》以及网易《逆水寒手游》等多款重点游戏获批都展现行业积极复苏信号。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。

■ 推荐买入拼多多、腾讯、阿里巴巴、百度

- 1) **拼多多**：依托高粘性的用户群体，拼多多能够更有效的管理销售营销费用支出，且在盈利管理中处于更主动的地位。考虑到拼多多在生鲜和制造业垂类的已经建立的用户心智，我们认为拼多多主站的盈利能力可持续，未来主要关注重点在于其对跨境电商的投资节奏。跨境电商的发展有望为拼多多打开长期增长空间。
- 2) **腾讯**：视频号商业化提速、线下支付业务复苏及多款重点游戏获批上线有望驱动2023年收入增长重新加速，降本增效措施落地进一步释放盈利增长空间，金融科技监管更清晰有助于金融科技业务价值重估。
- 3) **阿里巴巴**：随着经济刺激政策逐步传导至消费端，阿里巴巴中国零售市场GMV增长有望受益于消费复苏，且其核心高质量用户群体具备粘性，有能力抵御行业竞争；公司已证明其有能力通过精简新业务及优化运营使利润重回增长轨道，消费复苏驱动高利润率平台业务营收重回增长或将在2023年为利润增长及利润率提升带来进一步的助推；长期增长驱动力，如云业务，营收增长或有望受益于非互联网行业营收强劲增长而触底反弹，金融科技监管更清晰将有助于旗下金融科技价值重估。
- 4) **百度**：展望2023年，百度广告业务有望随宏观环境复苏而复苏，其云业务的收入增长也有望重新加速，因百度云已经在智能交通、智能制造、能源和公用事业等领域建立了竞争优势。百度削减成本和提高运营效率的战略举措有助于其核心业务在2023年保持稳定的盈利能力。2H23 ASD 辅助驾驶套件随搭载车辆量产下线逐步计收带来增量营收贡献，云业务在高质量增长下有望逐步实现盈亏平衡。

■ **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。

互联网 II

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

■ 未来6个月看法偏乐观

近期因防疫放开、外围风险消化等因素，板块自11月底已反弹超40%。我们认为2/3月以震荡盘整为主，源于放开后疫情爆发下4Q22及1Q23业绩将有所承压，及放开利好在情绪面已充分反映。在阶段性盘整后，我们看好2Q23E后板块估值持续修复及业绩回暖，受益于：1) 两会潜在经济刺激政策有望提振市场情绪；2) 低基数效应及疫峰后，2Q23E行业增速及利润将迎来高弹性；3) 广告、游戏、到店、OTA等行业将受益于线下实体经济恢复、宏观回暖及政策温和化(如头部重度游戏版号释放)；4) 3月业绩后1Q23E财务指引将充分调整，且部分核心标的利空消化(如美团被派息)。我们维持全年板块震荡上行观点，优质标的短期良性回调将提供潜在买点，且将逐渐吸引外资LO参与(此前HF较为活跃)。当前板块估值中枢修复至16x FY23E P/E (对应FY22-24E earnings CAGR 20%)，仍存在20%估值修复空间(至历史5年平均19-20x)。

细分赛道偏好：电商/本地生活>广告>泛文娱。1) 大电商：看好大电商韧性复苏及降本增效逻辑，憧憬物流恢复下货币化率提升。12月网上销售额同比增长4%，疫情下电商增速稳健，且预计1月增势不减(如PDD 1月GMV增速或高达25%-30%)。我们认为疫峰后电商/本地生活将保持韧性增长(刚需类消费强劲，服饰、美妆放开后有望复苏)，且期待货币化率改善(退货率下降)，长期电商出海等第二增长曲线可期。叠加核心平台重视“修炼内功”、降本增效，维持行业估值及利润双重修复观点(预计阿里/京东/拼多多/快手 GMV +2%/12%/17%/25% YoY)。建议重点关注：阿里、美团、拼多多、同程。

2) 广告：复苏进行时。我们看好2023年广告渐进式修复逻辑，预计在线广告大盘增速10%-15%，其中1Q23E短期承压已部分被市场预期，憧憬2Q23E广告需求释放。当前广告主对预算谨慎偏乐观，预计在动态追加调整中，其中头部平台将凸显业绩弹性(其中腾讯广告恢复有望好于预期，且受益于视频号增量)。品类层面，部分行业广告主投放依旧稳健(如：电商、食品饮料)，期待线下广告主、游戏、金融、地产等相关垂类恢复。

3) 泛文娱：分化持续，关注开源节流。游戏行业2023年有望受益于重度游戏版号释放及新游流水增量，预计重拾增长。短期重度头部游戏版号下放为催化剂(包括腾讯的DNF手游、网易的永劫无间手游等)，长期出海+产品迭代逻辑不改。视频领域，看好抖快市占率提升、广告复苏、货架电商增量。中长视频提质减量、利润率改善持续，我们看好长视频受益于放开及内容监管边际改善，近期剧集表现突出有望大幅拉动广告会员增长。

■ 推荐买入阿里、快手、美团

1) 阿里巴巴：受益于政策温和化(绿灯概念股)、服饰品类回暖(占比较高)，是当前估值吸引、弹性最大的标的(12x FY24E P/E, 向15x修复)。抖快竞争已趋于稳定、且部分消化，期待2023年GMV重拾增长、货币化率提升及利润率持续改善。

2) **快手**: 看好快手长期电商韧性增长、广告复苏及利润率改善空间，同时短期业绩向好有望支撑估值持续修复。预计快手 4Q22 业绩将更为乐观，其中广告和直播增长及亏损改善幅度有望好于预期。期待疫峰后广告业务进入恢复通道及 2023 年集团扭亏为盈。

3) **美团**: 长期看好赛道成长性、高壁垒下的稳健基本面及盈利预见性。预计 4Q22E 外卖增长及集团利润指引好于预期，憧憬 2 月疫峰后到店酒旅 V 型复苏，建议 3 月腾讯派息后回调积极吸纳，社保风险已部分消化且预计量化影响好于市场预期。

■ **风险提示**: 地缘政治风险；宏观恢复或慢于预期。

房地产和物管

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

| 张苗 / zhangmiao@cmbi.com.hk (852) 3916 3727

■ 看法谨慎

我们在春节期间对北京、深圳和三四线城市进行调研，结果发现：1) 购物中心人流恢复非常快，同比 2022 年人流多 20%。其中餐饮类表现最好。我们认为出租率超出预期，其中吾悦广场和万达的出租率均接近 100%，打消市场疑虑。2) 短期来看，一次性的积压需求预计会在 2 月体现（根据不动产中心的人流和窗口所进行的分析）。3) 中期来看，库存压力还是非常大，连北京新楼盘的去化速度也比较慢，而三四线更是还有大量土地和库存未经消化。

预计 2 月房地产销售会在春节假期影响结束、疫情后积压需求释放及低基数作用下迎来短暂的弱修复行情，领先指数也指向房屋购买情绪 2 月有所提升。后续回暖仍然存在不确定性，一线城市是否在两会后如期放松将决定 3 月和全年的期望值。产业链方面，竣工端将受益于保交楼政策的直接资金支持，销售可能受到或有一线城市放松的提振，开工则滞后销售 3-6 个月受益，因此我们看好竣工>销售>开工

■ 推荐标的

我们看好二手房经纪：贝壳；以及完工类标的：如物管里的越秀服务、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。

■ **关注**: 两会后一线城市政策放松

保險

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

■ 未来6个月看法乐观

我们持续看好寿险业务的复苏, 原因包括: 1) 随着防疫政策放宽、新冠高峰期过去, 寿险负债端逐渐回暖。虽然国寿以外的寿险公司在12月份下旬的开门红预售受到疫情的明显影响, 但进入1月份以来新单销售节奏渐入佳境, 我们预期2023年一季度的新单保费增速将会有所改善, 其中头部险企如国寿、太保、平安等有望实现新单保费正增长。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。

财险方面, 2022年头部产险企业的综合成本率和承保利润增速都有所改善, 同时, 在未决赔款准备金的计提方面, 人保等头部险企采取了审慎的态度, 准备金充足率有所提升。进入2023年, 我们预计车险保费会随着车辆保有量的提升而保持稳定增速, 但另一方面, 随着疫情管控放松, 行业出险率可能会出现一定程度的同比升高。对此, 我们认为人保等前期准备金计提充足的头部险企有空间维持承保利润率的稳定。

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) 受益于代理人升级转型的成效以及低基数效应, 我们预计寿险新业务价值的同比正增长会持续到2023年; 同时, 集团的财险业务2022年承保利润显著改善, 我们预计明年其财险保费增速和综合成本率将保持稳健。平安保险 (2318 HK) 资产端受益于地产风险的释放, 估值有望进一步修复; 同时, 渠道改革的持续推进带动寿险业务负债端回暖; 金融科技业务方面也有望受益于监管政策的明确。中国人寿 (2628 HK) 今年开门红新单销售领先同业, 主要由于预售开始较早, 受疫情影响较小, 我们认为2023年国寿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: 大部份工程机械公司发布了盈利预喜/预警, 浙江鼎力 (603338 CH, 买入) 业绩超出预期, 2022年全年净利润预计同比增长39-50% (达到12.3-13.3亿元人民币), 高于我们/市场预期的12亿元/11.5亿元人民币。这意味着公司4Q22盈利达到

3.54-4.51 亿元人民币（同比增长 1.3-1.9 倍）。我们预计鼎力将继续受益于高空作业平台持续强劲的海外需求以及国内需求逐渐复苏，因此是我们重点看好的标的。中联重科 (1157 HK, 买入/000157 CH, 持有)、三一重工 (600031 CH, 持有) 和中国重汽 (3808 HK, 持有) 2022 年盈利下跌范围在 55-67%，大致上符合我们预期但低于市场预期。当中我们较看好中联重科-H，主要由于公司估值较为吸引，而分拆高空作业平台到 A 股上市有助释放价值。

行业方面，总体上海外需求预期将继续为中国制造商出口带来一定支持。国内方面，我们相信经过一月份较弱的行业销售(疫情加上较早的春节)，二月至三月份将会看到一定程度的恢复。

■ 光伏设备

短期看法乐观：我们相信光伏产业链价格在近期大幅度下跌后，将有利拉动国内大型地面电站建设的积极性。设备方面，我们相信电池技术往 TOPCon 和 HJT 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)。

■ 能源设备

短期看法乐观：我们继续看好能源设备，2022 年煤炭开采固定资产投资同比上升 24%，原煤产量同比上升 10% 至 4.5 亿吨。我们预期在煤矿稳供应以及设备智能化/电动化换代周期加快下，煤矿设备需求将持续强劲。另一方面，海运费大幅下跌，有助提升毛利率。我们继续推荐三一国际 (631 HK, 买入)，公司所有产品线订单强劲，近期进军锂电设备领域将成为新的增长点。

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。板块反弹的驱动力包括：1) 疫情后医疗服务、消费医疗需求反弹，2) 预期 CXO 的需求从底部逐渐回升，3) Biotech 的基本面强劲，业绩/研发进度持续兑现，4) 医保谈判持续利好创新药/器械，集采政策偏温和。

■ 推荐标的

CXO 板块首选药明生物 (2269 HK, 全球市场份额持续提升)、昭衍新药 (6127 HK、603127 CH, 安评龙头地位稳固)；Biotech 板块首选百济神州 (6160 HK、688235 CH、BGNE US, 国际化能力领先, 销售收入快速增长)、信达生物 (1801 HK, 商业化品种及研发管线丰富, 销售增速反弹)、荣昌生物 (9995 HK、688331 CH, 商业化进展顺利、管线存在 out-license 潜力)；医疗服务板块首选锦欣生殖 (1951 HK, 疫情后需求复苏)、

医思健康 (2138 HK, 疫情后需求复苏) ; 医疗器械板块看好爱康医疗 (1789 HK, 国产替代空间大) 。

1) 药明生物: 药明生物具备全球领先的竞争力, 充足的管线储备将使公司保持强劲业绩增长势头, 目前 P/E 估值处在历史低位, 预计公司 2022/23 年收入增速 48%/39%, 经调整净利润增速 50%/37%。**2) 昭衍新药:** 新订单维持强劲增长势头, 预计 2022 年新订单增速约 35%; 公司拥有非人灵长类实验动物战略资源储备, 将进一步提升在安评领域的龙头市场地位, 并享受较强的定价能力。**3) 百济神州:** BTK 抑制剂泽布替尼已经证明是全球最佳, 大适应症 CLL/SLL 于 1 月获得 FDA 批准, 有巨大的国际市场潜力。替雷利珠单抗在国内已有 9 项适应症获批上市, 且在 2023 年的医保谈判中新增 4 项适应症的医保准入。预计公司销售收入将在 23 年持续快速增长。**4) 信达生物:** 公司管线储备丰富, 五年内中国产品销售额有望超 200 亿元; OXM3、LAG-3 等品种驱动第二波创新; 信迪利单抗的一线食管鳞癌和一线胃癌两项大适应症新进入医保, 将驱动公司销售收入反弹。**5) 锦欣生殖:** 鼓励生育政策持续利好辅助生殖需求释放, 疫情后公司的国内和海外业务将强力复苏。

■ 风险提示

中美关系恶化给 CXO 和 Biotech 板块带来经营风险。

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

1 月中国新能源乘用车零售销量可能与我们之前预测的 31.5 万辆接近或略低, 同比大致持平, 环比下滑超 50%, 可能会低于部分投资者的预期。1 月乘用车整体零售量可能略好于我们此前的预测 (同比下滑 44%)。随着国内防疫政策的放开, 投资者对消费复苏的憧憬使得近期市场情绪明显改善。同时政府也着力于推动汽车消费回暖, 如果 1 季度汽车销量表现弱于预期, 我们认为中央政府有可能会继续出台刺激政策。3-4 月份车企会陆续公布 2022 年的业绩, 我们在近期的报告中也做了详细的展望。相比去年的业绩, 投资者可能更加看重年后的订单趋势。随着新能源车补贴的退坡和价格战的打响, 新能源车市场竞争明显加剧, 我们认为投资者今年会更加看重车企的销量表现, 而不是利润。我们相信短期内大部分的负面因素已经在股价中反映, 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, 时点可能比选股更重要。

■ 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, 三家头部新势力中首推理想汽车 (LI US/2015 HK), 公司在 2023 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。传统车企中首推吉利汽车 (175 HK), 极氪品牌的发展开始步入正轨, 今年销量有望翻倍; 新的 PHEV 有望带来超预期的销量表现, 抢占比亚迪的市场份额。汽车经销商中首推美东汽车 (1268 HK), 管理层的执行力和品牌组合优于同行。

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

食品和饮品业表现积极，但行业的牛市可能需在此基础上喘息。二月初电话会专家给出几个正面的反馈。除了客流量有明显的增长外，送礼需求以至个人消费都有明显报复性的恢复。从子板块来看，白酒啤酒居前，茅台符合预期而五粮液超预期；软饮料预调酒也有不错的表现，农夫无糖茶继续维持高增长而预调酒则有20%以上的表现；乳制品虽然库存较高但促销刺激销售略高于预期。零食、方便面、以致调味品都有不错的表现。总体来说，我们认为数据稳健，但并未有超出市场预期。考虑到行业以及部份龙头股价从去年12月至今已经有个明显的升幅，当前由重开主题下所带动的利好因素已大致或全面反映。市场转而聚焦春节的报复性消费能否延续到二三月。在缺乏其他催化剂以及低线城市二次感染的前提下，增速有可能环比放缓。我们认为股价或将进入调整期，特别是业绩期将在二月份开始。市场焦点将聚焦公司盈利以及一季度指引。我们继续建议投资人配置盈利确定性较高而同时享有开放主题的股票。子板块偏好我们维持首推啤酒行业，推荐软饮料以及乳制品行业。奶粉行业我们认为将继续保持与大势同步的表现。选股方面我们首推茅台和华润啤酒，推荐青岛以及百威啤酒。免税美妆领域我们首推中免。

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

■ 可选消费(未来三个月看法保持看好,但需要注意个别公司估值风险)

2022年的四大压力:1)疫情困扰, 2)政府政策调控, 3)全球通胀和 4)经济下行, 在2023年, 前三项都会有所改善, 只是海外经济仍有下行风险, 以及国内经济复苏速度会否好于预期。而且最重要的是政府的政策转向。在20大后, 在2023年, 提振经济是明显的共识, 而且相信失业率、收入增长和房地产价格都会有所改善和企稳, 所以股价从11月至今已经反弹不少, 但绝大部份也是市场情绪好转带来的估值提升。考虑到上述的利好因素, 行业估值仍然有提升空间, 可能从现在的23倍(八年平均为20倍)进一步上升至27倍左右(八年平均的一个标准偏差以上)。

基本面来说, 四季度的数据仍然很差, 特别是12月。不过元旦和春节的表现都相当振奋人心, 略为好于我们的预期。市场或会担心消费力能否持续, 但我们的看法更为乐观。参考春运, 春节档电影票房, 各行业销售等的数据, 初一以后的消费力仍然环比提升, 持续能力相当强, 加上未来即将进入二三月的低基数, 我们对未来仍然看好。鉴于海外经济下行风险, 我们预计出口仍然较差, 相关消费品牌仍会面临压力。

推荐标的:

推荐**百胜中国(9987 HK)**, 虽然四季度业绩仍然受到疫情拖累, 开店数目也许低于预期, 但对于未来一年, 同店重拾增长, 新开店重新加速, 单店效率持续提升。我们对公司发展仍然相当乐观。我们也看好**大家乐(341 HK)**, 因为香港生意逐渐恢复正常和内地通关带来的额外客流。另外, 我们也看好**呷哺呷哺(520 HK)**, 主要是受惠于组织架构变革、启动利润分成激励计划和品牌回归性价比等。

推荐**波司登(3998 HK)**, 受惠于疫后重启的需求改善, 以及春节前后的寒冷天气, 销售同比有较大增长, 公司今年的业绩会有一些的成绩。同时亦推荐**江南布衣(3306 HK)**。从2021年4季度起, 公司已经出现低基数。在大环境改善下, 相信表现能优于同行, 加上非常吸引人的估值, 值博率甚高。

也推荐**安踏(2020 HK)**和**特步(1368 HK)**, 除了春节销售增长均好于预期, 两者都有新品牌(Descente/ Kolon/ Amer 和 K-Swiss/ Saucony)带来新的增长点。

■ 体育用品(维持看好)

10月和11月压力仍然巨大, 但12月最后一周的表现强劲, 成功令12月追回大部份的失地, 而且元旦和春节, 各大品牌在高基数下普遍都有10-20%的同比增长, 都是略为好于预期, 未来2到3月, 以及23年全年, 都有望保持高速增长。同时, 尽管库存略高, 但折扣压力不大。考虑到拐点已来, 我们持续看好, 特别是安踏、特步和滔搏。

■ 餐饮(维持看好)

餐饮是受疫情打击最为严重的板块。在防疫政策取消和“阳康”后, 消费者对聚餐的需求大幅提升, 元旦和春节的同店销售增长也许不能立刻转正, 但已经较12月大幅改善。未来同店增长在23年仍然是大概率事件, 某些品牌表现更好, 像奈雪的茶和呷哺呷哺的春节同店销售都有120%以上的增长。配合单店成本进一步优化(租售比、员工人数等)和开店重新加速(麦当劳和星巴克都公布了大中华区23年的开店计划, 都有所加速), 我们对23年的基本面仍然相当看好。

■ 服装(维持看好)

受疫情和体育用品行业的库存较多带来的影响，四季度的销售增长和折扣水平还是很差，但是随着防疫政策放松，各种社交、场景和类型的需求也会明显提升，都会利好服装消费，最近春节的天气相当寒冷，亦会令最近业绩较有保障，看好江南布衣和波司登。

■ 家电(保持中性)

虽然国内政府对房地产的政策已经开始回暖，但家电实际的需求的复苏仍然缓慢，而且今年的单价提升也许会比2022年更弱，销售增长动力一般，而毛利率的改善会是利润增长的一大动力。受制于海外经济下滑、通胀压力和汇率影响，消费需求进一步受压，而且渠道仍然在去库存的过程中，零售折扣同比仍然较差。春节销售增长来说，小家电的表现要好于大家电，看好海尔、格力。

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

■ 保持谨慎乐观

板块整体：城燃板块自去年12月防疫政策优化后，板块股价明显反弹。主要原因是：

- 1) 销气量：自去年12月疫情防疫措施放松部分刺激经济增长，提振工商业用气需求。近期我们实地调研，观察到大部分工商业经营已经恢复，带动用气需求恢复。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，前期受抑制的潜在用气需求也会进一步释放。利好城燃公司销气收入和利润增长。
- 2) 毛差：国际油价和国际天然气价格部分回调利好国内气价调整。结合城燃企业积极的顺价政策，毛差持续在去年上半年持续承压的背景下逐步改善。
- 3) 接驳业务：在房地产项目开发放缓的背景下，城燃企业近年给出新增接驳目标调整的指引。叠加受到去年防疫政策的影响，接驳业务进度也受到影响。近期防疫措施优化提振经济，以及短期房地产利好政策将部分改善之前受到影响的接驳工程。
- 4) 增值业务：经济增长恢复，利好此前受疫情影响的增值业务，包括炉具销售，保险销售等等。
- 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。因为接驳业务增速放缓，城燃企业纷纷根据自身的优势布局新能源业务。加速孵化“第二增长曲线”值得期待。

综上，我们对城燃板块保持谨慎乐观，看好华润燃气(1193 HK)持续收并购优质项目，叠加经济恢复带来整体用气量恢复，2023年公司零售销气量增速有望实现双位数增长。积极的顺价政策整体毛差持续改善。燃气接驳增长优于同行。优质项目优势明显增值业务增长潜力大。风险：1) 2022年零售销气量增速不及预期；2) 估值稍高于同行。

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、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。