

每日投资策略

宏观策略、行业及公司点评

宏观策略

■ 中国经济 - 信贷疲弱显示政策需要更加宽松

7 月中国社会融资规模同比增速回升，因基数较低和政府债券发行规模扩大。但私人部门信贷需求进一步走弱，由于通缩预期和信心疲弱，家庭部门削减购房和可选消费支出，企业部门减少资本开支，金融机构对实体部门新增人民币贷款自 2005 年 7 月以来首次出现负值，对家庭和企业短期贷款明显收缩。

私人部门信贷需求疲软显示财政政策需要更加积极，货币政策需要加大宽松力度。但政策部门选择在多个目标之间寻求平衡无疑限制了政策空间。货币政策在年内剩余时间有温和放松空间，预计央行将进一步下调 LPR 和存款利率 10-20 个基点、进一步降准 25 个基点。随着美联储开启降息周期可能打开中国央行政策空间，信贷增速可能会在今年年底左右见底。 ([链接](#))

行业点评

■ 中国保险 - 二季度保险资金配置分化；财务投资收益率环比回升

国家金融监管总局披露 2Q24 保险业资金运用情况，全行业及人身险和财产险公司的年化财务投资收益率自 1Q24 底部回升至 2.87%，环比+0.63pct，其中人身险公司年化财务投资收益率环比+0.71pct 至 2.83%；年化综合投资收益率维持强劲超过 5%，主要受国内长债收益率显著下行带动债券资产公允价值变动大幅提升所致。二季度保险业资金运用余额稳健增长至 30.9 万亿元，同比+11.0%，与 2Q24 行业保费收入增速同比+10.5%基本趋同。人身险和财产险公司保险资金配置出现分化，人身险公司增配债券，减少银行存款；财产险公司银行存款占比提升，债券占比下降；核心权益资产(含股票及证券投资基金)占比保持稳定，2Q24 人身险和财产险公司股票配置增速回暖，同比+4.2%/+6.7% (1Q24: -1.7%/-0.1%)。

资金规模双位数稳健增长。2Q24 保险业资金运用余额达 30.9 万亿元，同比+11.0%，其中人身险保险资金运用余额为 27.7 万亿元，同比+11.8%，占比 89.8%，财产险保险资金运用余额为 2.1 万亿元，同比+5.2%，占比 6.8%。从增量角度看，1Q/2Q24 保险业资金运用余额净增 17,807/9,287 亿元，险资在当前主动权益基金表现低迷的情况下延续增长韧性。

人身险和财产险资产配置分化。2Q24 人身险公司增配债券至 13.4 万亿元，同比+23.1%，持仓占比提升至 48.2%，环比+1.4pct，为近年来最高水平，主要因：1) 人身险公司资产端对长久期、低风险利率债配置的需求持续旺盛；2) 2Q24 超长期特别国债发行实现长债供给放量。根据超长期特别国债发行数据统计，二季度超长期特别国债的发行规模达 2,500 亿元，3Q24 预计 10 只续发超长期国债的发行规模有望突破 4,500 亿元。银行存款同比下降至 2.4

招银国际研究部

邮件: research@cmbi.com.hk

全球主要股市上日表现

	收市价	升降 (%)	
		单日	年内
恒生指数	17,174	0.36	0.74
恒生国企	6,049	0.33	4.87
恒生科技	3,430	0.00	-8.89
上证综指	2,868	0.34	-3.60
深证综指	1,554	0.50	-15.43
深圳创业板	1,607	0.93	-15.03
美国道琼斯	39,766	1.04	5.51
美国标普 500	5,434	1.68	13.93
美国纳斯达克	17,188	2.43	14.50
德国 DAX	17,812	0.48	6.33
法国 CAC	7,276	0.35	-3.54
英国富时 100	8,235	0.30	6.49
日本日经 225	36,233	3.45	8.27
澳洲 ASX 200	7,827	0.17	3.11
台湾加权	21,797	0.11	21.56

资料来源：彭博

港股分类指数上日表现

	收市价	升降 (%)	
		单日	年内
恒生金融	29,794	0.21	-0.10
恒生工商业	9,461	0.42	2.46
恒生地产	14,807	-0.04	-19.21
恒生公用事业	37,444	1.34	13.90

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)	22.18
深港通 (南下)	13.17

资料来源：彭博

万亿元，占比回落至 8.6%，预计主要受银行“手工补息”“叫停”的影响。财产险公司 2Q24 债券余额为 0.8 万亿元，同比+10.7%，增速较 1Q24 同比+14.8% 回落，占比 37.4%，环比-0.8pct。银行存款余额为 0.4 万亿元，占比 18.9%，同比+1.1pct。财险公司具备天然的资产久期优势，债券余额下降反映行业对利率风险波动更为谨慎，亦导致 2Q24 财产险公司的年化综合投资收益率 (5.03%) 低于人身险公司 (7.09%) 及行业平均水平 (6.91%)。

财务投资收益率环比回升，综合投资收益率续强。2Q24 保险业年化财务投资收益率为 2.87%，环比+0.63pct，主要受 2Q24 权益市场边际回暖及 10 年期国债收益率震荡下行的影响，沪深 300 指数 2Q24 同比-2.1% (2Q23: -5.1%)；年化综合投资收益率为 6.91%，环比-0.45pct，其中人身险公司的年化财务投资收益率为 2.83%，环比+0.71pct，年化综合投资收益率为 7.09%，环比-0.39pct；财产险公司的年化财务投资收益率为 3.20%，环比+0.4pct；年化综合投资收益率为 5.03%，环比+0.19pct。展望 2H24，我们认为险企的权益投资收益有望在去年同期低基数的基础上实现较快增长，从而带动险企投资收益和归母净利润较大幅提升。

高股息仍将是险资配置重点。我们认为高股息股仍是险资 2H24 权益投资配置的重要标的，尤其是以计入 FVOCI 权益的稳健型标的；预计 FVOCI 权益资产中的高股息股持仓占比将持续提升，而证券投资基金占比可能小幅微降，主要因基金类资产在新准则下仅能以交易型金融资产计量 (FVTPL)，其公允价值波动将直接影响险企投资收益及净利润。维持行业“优于大市”评级，个股推荐中国太保 (2628 HK, 买入，目标价：24.8 港元)，对应 0.84 倍 FY24 市净率。 ([链接](#))

公司点评

■ 腾讯音乐 (TME US, 买入，目标价：16.0 美元) - 2Q24 业绩符合预期，2H24 专注音乐付费用户及 ARPPU 均衡增长

腾讯音乐 8 月 13 日公布了 2Q24 业绩：总收入同比下降 2% 至人民币 71.6 亿元，符合招银国际预测/彭博一致预期的 71.6/71.3 亿元；非 IFRS 净利润同比增长 22% 至 18.7 亿元，较我们/一致预期高 2/2%。展望 2H24，管理层将更加关注音乐付费用户数和 ARPPU 的均衡增长，预计音乐付费用户净增将有所放缓而 ARPPU 将会环比持续改善，引起部分投资者担忧。但同时管理层也重申了公司长期目标不变 (1.5 亿音乐付费用户以及 15 元的月均 ARPPU 目标)。我们仍然看好公司 24-26 年的盈利复合增速 (+21%)，主要得益于音乐业务收入的稳健增长和毛利率改善。我们维持 24-26 年盈利预测基本不变，维持基于 DCF 的目标价 16 美元。重申“买入”评级。 ([链接](#))

■ 鸿腾精密 (6088 HK, 买入，目标价：4.25 港元) - 2Q24 业绩符合预期，AI 服务器电源 busbar 与液冷产品获取新订单

鸿腾精密公布了符合市场预期的 2Q24 业绩，净利润表现与公司先前发布的盈喜区间相符，我们也在公司业绩披露后安排了 NDR 会议交流。2Q24 收入 11 亿美元，同比增长 20%，归母净利润 2,232 万美元，对比去年同期的 34.5 万美元实现大幅提升。由于 AI 服务器相关产品逐步上量、以及更加优化的产品组合，季度毛利率达到 20.4%。分业务部门来看，公司二季度 EV 业务收入同比增长 231%，主要受益于 Voltaira 汽车电子业务并表的驱动。网络互连业务受到 AI 服务器相关产品上量的驱动，收入同比增长 29%。系统级整机产品

收入同比增长 23%，主要由于大客户 TWS 声学产品收入贡献，以及公司有线耳机销售也有不错的表现。二季度手机和 PC 业务收入分别同比下滑-1%/-4%，手机业务表现好于公司先前预期，主要由于主要下游大客户采取了促销活动，出货情况好于预期。在 OPEX 方面，受益于有效的控费提效措施，公司本季度 OPEX 比率下降至 16.3%（对比 1Q24 的 17.8%），公司维持 FY24 财年 OPEX 比率区间 15%-16%、FY25 财年 OPEX 目标 13% 的指引不变。

在 AI 服务器业务料号验证情况更新方面，公司表示其配套大客户 GB200 系列产品的液冷 CDU 零组件及电源 busbar 零部件已经通过验证，可以在今年内实现出货，预计今年占公司总收入比率约为 1-3%，并将在明年有更大的增长潜力。公司管理层表示，GB200 系列的背板连接器产品也已经送样，在等待客户验证的过程中。由于 AI 服务器业务的良好表现，管理层上调全年网络互连业务收入指引，由 5-15% 同比增长提升至高双位数百分比同比增长。但考虑到大客户 TWS 声学业务，公司计划加速越南产线向印度产线的转移，实现印度产能落地，将调配部分越南工厂人员到印度工厂，预计将影响部分产能利用率和相关收入，管理层调整全年系统级整机产品收入指引由同比低双位数百分比增长至同比持平。全年指引层面，管理层小幅调降收入目标，但提升毛利率目标 10-20bps 至 20.1%-20.2%，经营利润率层面的指引保持不变。

由于美股 AI 产业链股价调整及市场前期对于英伟达 GB200 系列产品延迟交货的担忧，公司股价近期也有所调整，目前公司股价对应 11.2/6.9 倍的 FY24/25E 市盈率倍数，我们认为比较具有吸引力，我们维持“买入”评级，目标价 4.25 港元。我们建议投资者关注今天鸿海集团的业绩说明会给出的指引。（[链接](#)）

■ **丘钛科技 (1478 HK, 买入, 目标价: 6.43 港元) - 盈利快速复苏; 重申“买入”评级**

丘钛科技公布了 1H24 业绩，受益于智能手机需求反弹、公司市场份额增长、UTR 攀升和高端产品销售占比提升，公司摄像头模组/指纹识别模组业务强劲增长且毛利率得到改善。展望 2024 年下半年和 2025 年，我们仍然对高端手机规格升级持乐观看法，预计有望推动 ASP/GPM 改善；此外，预计在新能源汽车渗透率提升背景之下公司车载摄像头模组销售将快速增长、超声波指纹识别模组应用于手机升级。考虑到 1H24 业绩和 2H 季节性因素影响，我们将 FY24-25E 每股收益略微下调 1-8%，我们新的每股收益仍比一致预期高 19-24%。该股目前股价对应 12.4x/8.3x FY24/25E 市盈率倍数，我们认为其估值具有吸引力，考虑到我们的 FY24/25E EPS 预计同比增长 335%/50%。新目标价为 6.43 港元，基于 13 倍 FY25E 市盈率倍数，维持“买入”评级。（[链接](#)）

招銀國際環球市場焦點股份

公司名字	股票代码	行业	评级	现价	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	1FY	2FY	1FY	1FY	1FY	1FY
长合												
理想汽车	LI US	汽车	买入	19.39	26.00	34%	3.1	1.9	2.6	11.2	0.0%	
吉利汽车	175 HK	汽车	买入	7.66	14.00	83%	10.9	10.1	0.8	8.4	4.3%	
中联重科	1157 HK	装备制造	买入	4.37	7.50	72%	8.2	7.3	0.6	7.6	7.7%	
浙江鼎力	603338 CH	装备制造	买入	50.78	75.00	48%	12.2	10.6	2.4	21.6	2.0%	
波司登	3998 HK	可选消费	买入	3.90	5.98	53%	11.8	10.0	2.6	26.3	7.5%	
江南布衣	3306 HK	可选消费	买入	12.94	19.77	53%	7.8	6.9	2.7	39.4	12.7%	
Vesync	2148 HK	可选消费	买入	3.94	6.79	72%	49.3	41.5	10.2	21.7	0.9%	
贵州茅台	600519 CH	必选消费	买入	1423.01	2219.00	56%	19.7	17.5	7.3	37.7	3.2%	
百济神州	BGNE US	医疗	买入	187.20	269.73	44%	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%	
迈瑞医疗	300760 CH	医疗	买入	256.18	383.49	50%	22.6	19.0	7.1	40.0	2.6%	
中国太保	2601 HK	保险	买入	19.08	24.80	30%	5.8	5.5	0.6	12.4	6.1%	
中国财险	2328 HK	保险	买入	10.16	11.90	17%	7.7	7.1	0.8	12.0	5.7%	
腾讯	700 HK	互联网	买入	378.60	480.00	27%	18.4	16.8	3.4	17.4	1.1%	
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	81.10	124.90	54%	1.3	1.1	1.3	10.7	1.1%	
拼多多	PDD US	互联网	买入	144.02	192.70	34%	1.7	1.2	4.6	45.0	0.0%	
亚马逊	AMZN US	互联网	买入	170.23	207.00	22%	N/A	N/A	46.5	21.4	0.0%	
华润置地	1109 HK	房地产	买入	22.70	45.10	99%	4.6	N/A	0.5	13.8	7.0%	
鸿腾精密	6088 HK	科技	买入	2.26	4.24	88%	86.9	53.8	5.7	7.3	0.0%	
小米集团	1810 HK	科技	买入	16.90	24.29	44%	19.2	16.7	2.1	9.9	0.0%	
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	29.35	45.28	54%	13.0	9.6	1.8	21.1	2.1%	
中际旭创	300308 CH	半导体	买入	116.94	150.76	29%	23.2	15.6	6.6	23.2	0.6%	
北方华创	002371 CH	半导体	买入	319.44	405.00	27%	30.7	21.7	5.7	21.0	0.4%	
金蝶	268 HK	软件 & IT 服务	买入	5.78	15.50	168%	N/A	80.3	2.2	N/A	0.0%	

资料来源：彭博、招银国际环球市场（截至 2024 年 8 月 13 日）

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策。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国2000年金融服务及市场法令2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关FINRA规则的限制。本报告仅提供给美国1934年证券交易法(经修订)规则15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。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的机构。如果报告在新加坡分发非《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。