

策略观点

政策强宽松或提升风险偏好

- **宏观：**近期股市房市新政预示中国政策转向强宽松模式，政策将持续宽松直至社会预期改善。稳地产是政策重点，核心城市具有更大政策空间和更好政策效果。中国经济增速或从低位回升，通缩逐步缓解，人民币或先弱后强。美国经济近期有韧性远期有风险，通胀先反弹再回落，美联储9月或暂停加息，但不会很快转向鸽派，将基于数据管理市场预期，降低市场对降息周期的押注。
- **科技：**谨慎乐观。8月份半年报基本符合预期，人工智能和国产替代将成为下半年投资主线，部分企业指引库存周期在三季度见底，我们预计一些企业库存压力会持续到年末。在消费电子新品发布、AI相关领域需求的拉动下，部分板块有望迎来业绩复苏。我们看好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、盈利能力较强的产业链，以及受益于AI资本开支提升的部分标的，推荐比亚迪电子和中兴通讯。
- **软件及IT服务：**谨慎乐观。人员成本控制，注重盈利修复及现金流改善仍然是软件及IT服务公司今年的主要目标。由于国内经济复苏仍需时间，企业维持谨慎的IT支出，预计板块估值短期维持震荡。但展望中长期，仍看好软件国产化主题机会，随着宏观环境逐步恢复推动企业IT支出恢复，板块估值有望重估。推荐买入金蝶国际(268 HK)。
- **互联网：**中性乐观。监管常态化、政策支持民营企业及基调转向扩内需后，互联网板块估值受益于投资情绪恢复而有所回升，但市场对政策的实际转化效果为经济及消费带来的推动作用仍较为谨慎，且流动性仍处于偏紧状态使得近期板块估值维持中枢震荡趋势。向前看，2H23互联网公司基本面仍有望持续环比改善，板块估值有望逐步回到基本面驱动，国内经济及消费复苏或有助于推动基本面进一步复苏，美元流动性压力边际缓和或有望推动板块估值重估。中期我们推荐三条主线：1) 主营业务可持续获取稳定现金流且新业务具备长期扩张前景的公司；2) 逆周期到相对顺周期的投资逻辑转变下的受益板块，如即时零售、在线招聘等；3) 有望受益于监管政策落地催化(金融科技)，或资本市场运作推动估值重估的公司。推荐腾讯、拼多多、阿里巴巴、网易。
- **医药：**尽管反腐对于行业有短期扰动，但是长期仍然利好创新药/器械，我们预计未来院内刚需产品将能够获得市场份额并且提升盈利能力。短期来看，创新药当中已经进入医保且大规模进院的成熟品种将受益于行业环境变化，市场份额增加并且销售费用率降低。此外，中国药品附条件批准的新规更有利于头部创新药企业，减少国内无序研发竞争，看好信达生物、百济神州。未来随着监管压力逐渐常态化，国内医疗秩序逐步恢复，预计龙头器械公司将受益于医院采购需求以及手术量的恢复，看好迈瑞医疗、爱康医疗。龙头医疗服务公司不受反腐影响，且长期将受益于高端人才的流入，看好锦欣生殖。
- **食品饮料、免税美妆奢侈品：**上半年业绩出炉，行业表现基本符合预期，食品饮料板块：啤酒、白酒符合预期，乳品略低于预期，软饮超预期；高端消费板块：免税消费符合预期，旅游消费超预期。随着近期宏观数据的出炉，决策层或采取更多措施进一步拉动居民消费意愿，并持续对制造业企业给予支持。在此环境下，中国必选消费类仍具备防守性。随着中秋、国庆、购物大促等节点的临近，各个场景下消费有望实现稳健增长。我们推荐华润啤酒、青岛啤酒、贵州茅台、新秀丽买入评级。
- **可选消费：**8月的增长和7月相若，但低于预期。由于季节性的影响，我们预计暑假假期后，9月的数据很可能会有所回调。在整体需求不好的框架下，我们会更期待中秋后和10-1黄金周的行情。但因为政策利好持续推出，和估值比较吸引(15倍，略高于去年10月的13倍)，行情仍然有机会会短暂转好。推荐亚朵(ATAT US)、名创优品(9896 HK)、百胜中国(9987 HK)、Vesync(2148 HK)、海信(921 HK)和滔搏(6110 HK)。
- **汽车：**8月份乘用车零售销量延续了6-7月的强劲走势，大幅好于部分投资者上半年的悲观预期。虽然目前行业的终端折扣和库存水平仍然处于高位，但是在

叶丙南, Ph.D

刘泽晖

伍力恒

杨天薇, Ph.D

陶冶

陆文韬, CFA

贺赛一, 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

许义鑫

马毓泽

冯键嵘, CFA

夏徽, CESGA

这场新能源转型的淘汰赛中，大部分车企都不愿将市场份额拱手相让，短期内对销量的看重超出对盈利的追求。继续看好行业变革中的引领者，首推理想汽车 (LI US/2015 HK)；建议关注传统车企的电动化转型机会，推荐关注长城汽车 (2333 HK/601633 CH) 和吉利汽车 (175 HK)。

- **房地产和物管：**谨慎乐观。销售端温和复苏，8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销售总额在8月同比下跌36%、环比上涨3%，YTD销售总额同比跌幅由7M23的10%扩大至8M23的14%。其中，国央企继续因其可售资源和品牌优势表现优于行业，越秀地产/华润置地/中海地产/招商蛇口单月同比+18%/-9%/-14%/-18%。民企中，除个别民企外（滨江-19%），其余仍跑输市场较多。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。融资端压力持续，开发商仍处在还债高峰期，不断的债务展期或违约给板块股价带来波动的同时进一步蚕食购房者信心，同时不断地交付问题也将更多需求挤向二手房市场。政策端近期落地加速，一线城市访交明显提升。我们近期一线城市认房不认贷的实施彰显了监管期望房地产市场企稳的决心，后续如政策效果不理想可期待进一步的宽松政策，这将推动新房销售继续缓慢修复。
- **传媒文娱：**中性乐观。8月传媒文娱板块2Q23业绩较为分化，其中短视频呈现韧性增长，且在电商及广告变现层面市占率持续提升，利润进一步上修。长视频业绩稳健，但会员波动影响短期股价走势。直播行业因平台自查及运营稳态化指引较为疲软，积极开拓新业务变现。展望2H23，我们认为板块情绪将有望受益于地产政策放松，且基本面持续边际改善，源于：1) 暑期强劲剧集增量贡献；2) 短视频电商及本地生活增势不减；3) 广告温和复苏；4) 利润释放持续。我们持续看好短视频、长视频为代表的泛文娱赛道，基于宏观高防御性、竞争格局稳定、利润释放逻辑清晰。优选业绩展望向好、市占率提升、估值吸引标的，首选快手、爱奇艺和同程旅行。
- **保险：**乐观，储蓄需求依旧旺盛，开门红预计超预期。1H23尤其2Q23因险企投资端承压拖累净利增长，上半年6家上市险企公司平均归母净利润同比+3.3%，其中寿险及健康险业务平均归母净利润贡献仅同比+2.7%，4家财险业务平均承保综合成本率同比+1.0个百分点至97.5%，承保利润同比下降。负债端受益于渠道产品双轨驱动，上半年新业务价值显著修复，6家上市险企平均新业务价值同比+31.2%。

下半年受益于国内居民储蓄需求持续旺盛，且竞品投资收益率下行，预计定价为3%的固定利率储蓄型产品仍具市场竞争力。3Q23关注各家开门红预售情况，受益于上半年寿险新业务的大幅增长，各家险企已基本完成今年全年的业绩目标，下半年将有更多时间全力备战24年开门红业绩。国寿预计仍将领先行业于10月率先开始开门红预售；平安将保持往年节奏，预计11月中左右开始预售；太保将延续产品销售常态化，不强调开门红增收，预计将于12月预售相关产品，节奏与去年相仿。

8-9月受预定利润下调产品切换的影响，保费收入预计将略有波动，但随着各险企在代理人及银保渠道上结构进一步完善，预计全年新业务价值仍能同比实现较快增长，短期保费收入波动影响可控。推荐买入中国人寿(2628 HK)，公司资产端将受益于资本市场回暖而投资弹性更大；中国平安(2318 HK)方面，受益于近期监管密集出台的地产化债等一系列政策，利好资产端信心恢复；中国太保(2601 HK)方面，公司坚持长期长航转型战略有望持续释放增长潜力。

- **资本品：**工程机械/重卡看好：海外仍然是主机厂和零部件制造商的主要市场。国内方面，随着近期房地产政策密集出台，预计国内工程机械和重卡需求将迎来温和边际改善。我们继续看好浙江鼎力 (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 (000157 CH, 买入) 起重机需求超预期以及新兴市场销售突破；看好恒立液压(601100 CH, 买入) 液压件的复苏机会，以及进入机械人产业链（滚珠丝杠）的增长空间；看好三一国际 (631 HK, 买入) 大规模进军光伏及氢能领域。重卡方面，我们看好潍柴动力 (000338 CH/2338 HK, 买入) 重卡发动机市占率持续提升以及新业务的突破。光伏设备谨慎：光伏产业链价格最近几周有所回稳，我们认为从短周期的维度看光伏板块总体上将出现阶段性回稳。然而，隆基(601012 CH, 未评级)在上半年业绩发布会中明确将会以 BC 作为未来主要技术路线，并指出 TOPCon 技术周期短并可能出现过剩，对 TOPCon 相关概念带来压力。

■ 能源 - 城燃、电力运营商:

-电力运营商: 保持乐观。国家能源局数据显示, 2023年7月电力累计装机同比增长11.5%到2,740GW, 其中太阳能发电和风电装机同比增长明显, 分别同比增长42.9%和14.3%。风光投资增速持续提升, 火电投资同比增长17%。7月全行业电力投资增速为54.4%。发改委加大电煤长协保供力度, 电煤长协实际履约率有望提升。火电实现保供作用依旧, 我们预期火电企业成本可控持续。关注华润电力(836 HK), 半年报火电扭亏预期火电成本持续下降, 估值具有吸引力, 预期风光新增装机增加, 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。三峡能源(600905 CH)在建项目较多项目储备丰富, 预期新增风光装机提速; 风光上游成本下降以及技术效率提高导致技术成本下降有助于提升新增装机项目IRR; 整体上网电价预期和去年持平。

-城燃板块: 保持谨慎中性乐观, 板块整体短期波动, 但调整后估值具有吸引力, 基本面稳中恢复。全国7月天然气表观消费量324.9亿立方米, 同比增长9.6%。国产气供给和进口同比上升明显。预期气源供给和成本改善持续。然而, 因为上半年经济恢复增速稍弱于预期, 工业用气需求较疲弱, 预期下半年持续恢复但是整体缓慢。近期相关居民顺价政策陆续出台利好城燃毛差。推荐华润燃气(1193 HK), 原因是估值具有吸引力、居民顺价政策陆续公布利好毛差改善以及增值业务保持良好增速。

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	2023E	2024E	2023E	2023E	2023E
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	37.25	42.0	13%	22.7	18.4	N/A	12.7	0.0%
中兴通讯	763 HK	科技	买入	24.1	29.4	22%	11.0	9.4	1.6	14.0	0.9%
金蝶国际	268 HK	软件 & IT服务	买入	11.36	17.0	50%	N/A	N/A	5.3	N/A	0.0%
拼多多	PDD US	互联网	买入	96.61	109.0	13%	20.9	15.6	37.3	27.5	0.0%
腾讯	700 HK	互联网	买入	321.6	458.0	42%	19.4	16.2	N/A	15.1	0.0%
携程	TCOM US	互联网	买入	35.85	45.8	28%	18.4	16.6	N/A	6.1	0.0%
网易	NTES US	互联网	买入	97.94	125.0	28%	17.0	15.9	3.8	21.5	1.2%
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	89.97	156.6	74%	9.5	8.7	N/A	11.9	0.0%
锦欣生殖	1951 HK	医药	买入	3.87	7.3	90%	20.1	17.3	N/A	4.0	0.0%
信达生物	1801 HK	医药	买入	35.35	48.1	36%	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%
百济神州	BGNE US	医药	买入	194.26	291.5	50%	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%
迈瑞医疗	300760 CH	医药	买入	257.68	396.5	54%	27.0	22.5	N/A	33.6	0.0%
爱康医疗	1789 HK	医药	买入	6.4	8.5	32%	25.0	19.3	N/A	11.0	0.0%
华润啤酒	291 HK	必需消费	买入	45.35	73.1	61%	25.3	20.1	4.6	18.9	1.4%
青岛啤酒	168 HK	必需消费	买入	65.45	88.9	36%	19.2	16.6	N/A	16.0	0.0%
贵州茅台	600519 CH	必需消费	买入	1838	2440.0	33%	30.9	26.6	9.8	31.9	1.7%
伊利股份	600887 CH	必需消费	买入	25.88	36.5	41%	15.2	13.6	2.9	20.7	5.0%
蒙牛乳业	2319 HK	必需消费	买入	26.6	36.5	37%	16.7	14.7	2.2	13.9	2.0%
农夫山泉	9633 HK	必需消费	买入	43.9	56.9	30%	45.7	37.4	17.7	40.7	1.9%
百果园	2411 HK	必需消费	买入	5.53	7.7	39%	17.3	13.0	2.4	13.4	1.9%
新秀丽	1910 HK	必需消费	买入	25.5	32.4	27%	15.7	13.3	N/A	30.3	0.0%
中国中免	601888 CH	必需消费	买入	110.24	132.3	20%	32.4	24.0	4.1	13.7	1.5%
百胜中国	9987 HK	可选消费	买入	406.8	576.9	42%	24.3	19.7	2.5	11.9	0.9%
海底捞	6862 HK	可选消费	买入	20.7	24.8	20%	31.8	24.2	9.4	41.8	0.7%
滔搏	6110 HK	可选消费	买入	6.27	9.0	44%	15.9	13.4	3.6	23.2	4.4%
安踏	2020 HK	可选消费	买入	88.8	108.0	22%	25.6	20.8	5.7	30.2	1.4%
特步	1368 HK	可选消费	买入	7.8	11.4	46%	16.6	12.8	2.1	13.5	3.8%
华住	1179 HK	可选消费	未评级	30.5	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%
亚朵	ATAT US	可选消费	买入	18.24	23.9	31%	28.4	17.5	N/A	42.2	0.0%
Vesync	2148 HK	可选消费	买入	3.38	6.7	99%	7.0	5.6	1.3	23.0	4.3%
海信	921 HK	可选消费	未评级	19.1	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%
江南布衣	3306 HK	可选消费	买入	8.29	11.8	42%	6.7	5.7	2.0	32.3	14.5%
理想汽车	LI US	汽车	买入	38.57	55.0	43%	62.9	31.8	N/A	17.6	0.0%
长城汽车	2333 HK	汽车	买入	9.37	12.0	28%	23.7	16.0	N/A	4.9	1.9%
吉利汽车	175 HK	汽车	买入	9.66	14.0	45%	26.6	19.3	N/A	4.7	1.4%
华润万象生活	1209 HK	房地产	买入	35.05	46.9	34%	25.7	21.2	N/A	19.3	0.0%
越秀服务	6626 HK	房地产	未评级	3.09	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%
保利物业	6049 HK	房地产	买入	37.6	57.3	52%	14.1	12.1	N/A	16.9	0.0%
万物云	2602 HK	房地产	买入	28	44.1	58%	13.7	11.2	4.8	11.7	2.0%
中海物业	2669 HK	房地产	未评级	9.44	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%
贝壳	BEKE US	房地产	买入	16.96	24.5	44%	75.5	26.2	N/A	6.0	0.0%
华润置地	1109 HK	房地产	买入	33.85	45.1	33%	7.6	6.5	0.9	13.3	5.3%
越秀地产	123 HK	房地产	未评级	9.79	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%
快手	1024 HK	传媒文娱	买入	64.3	97.0	51%	37.7	22.3	N/A	N/A	0.0%
同程艺龙	780 HK	传媒文娱	买入	17.46	25.1	44%	18.2	14.9	2.1	8.7	0.0%
爱奇艺	IQ US	传媒文娱	买入	4.76	8.6	81%	13.1	9.7	24.8	4.7	0.0%
太平洋保险	2601 HK	保险	买入	19.38	29.7	53%	N/A	N/A	N/A	11.3	0.0%
中国人寿	2628 HK	保险	买入	12.26	17.8	45%	6.8	6.0	N/A	9.9	6.1%
平安保险	2318 HK	保险	买入	47.85	80.3	68%	6.3	5.4	N/A	14.4	5.5%
潍柴动力	000338 CH	资本品	买入	12.27	N/A	N/A	19.5	16.6	1.4	7.5	1.8%
恒力液压	601100 CH	资本品	买入	65.52	83.0	27%	33.3	27.9	6.7	24.2	0.0%
浙江鼎力	603338 CH	资本品	买入	52.56	67.0	27%	18.1	14.7	3.2	19.2	1.0%
三一国际	631 HK	资本品	买入	12.76	16.2	27%	15.5	11.6	3.3	22.1	1.7%
鼎盛机电	300316 CH	资本品	买入	53.49	106.0	98%	16.1	13.7	4.8	34.3	1.1%
华润电力	836 HK	能源	买入	15.14	23.4	55%	5.6	4.7	N/A	15.1	0.0%
三峡能源	600905 CH	能源	买入	4.87	6.2	28%	15.7	13.2	N/A	10.5	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
刘泽晖 / frankliu@cmbi.com.hk (852) 5661 7298

中国经济

■ 自上而下开启政策强宽松，着力扭转社会悲观预期

股市、房市新政展现决策层提振经济决心。中国8月出台的活跃资本市场措施（下调印花稅、阶段性收紧IPO和再融资、限制大股东减持、降低融资保证金最低比例）超出预期，显示决策者提振市场信心和改善社会预期的诚意和决心。中国历来有股市刺激政策先于经济刺激政策的惯例，提振股市举措是中国自上而下开启经济刺激的先兆。数日后，金融政策部门宣布提振房地产新政（下调首套房和二套房按揭首付比例及利率，降低存量首套房按揭贷款利率）。可以预期，未来政策宽松不停，直到扭转市场和社会对中国经济的悲观预期。未来可能出台的政策包括：1) 进一步放松房地产政策，在加快一二线城市城中村改造和保障房建设的同时，从二线到一线城市逐步放松或取消限购，加大对房企融资支持；2) 保持货币流动性宽松，进一步刺激信贷供应扩大，进一步降低法定存款准备金率、存款利率和LPR；3) 积极化解地方政府隐性债务风险，利用地方政府特殊再融资债券机制置换部分隐性债务，鼓励地方政府盘活存量资产资源，鼓励银行对地方政府存量隐性债务展期或借新还旧，但严格控制增量；4) 加快政府债券发行，4Q提前下发明年部分债务额度，提高明年广义财政赤字率，支持财政支出扩张；5) 提振汽车、电子产品、家居等大宗消费，推动体育休闲、文化旅游等服务消费；6) 聚焦数字经济、人工智能、高端制造等行业，加大产业政策力度；7) 建立健全与企业的常态化沟通交流机制，努力改善民营企业信心。

稳地产是提振经济重点，政策空间和效果在一二线城市。事实证明，房地产市场稳定关系到金融体系稳定、地方财政稳定和市场主体信心。我们认为房地产政策大幅宽松周期已经启动，政策宽松将持续到住房销售、房企现金流和土地市场实质性改善。政策放松空间和实际效果主要在一二线城市，预计一二线城市在加快城中村改造和保障房建设的同时，将从二线到一线逐步放松或取消限购政策，推动核心城市房地产市场和金融财政形势率先改善。同时，政策部门将进一步放松房企融资政策，引导金融机构加大对房企融资支持。一二线城市加大保障房供应和放松限购，将对周边地区和低线城市形成人口和资金的虹吸效应，从而扩大不同层级城市房地产市场的分化。但这是客观规律驱动的自然结果。随着人口结构、产业结构和城镇化阶段变化，高端产业、就业机会、年轻人口和社会资金向核心城市聚集成为不以人的意志为转移的客观规律。只有为一二线城市松绑政策和提供更大空间，才能进一步做大经济蛋糕，进而通过信心传递、地区统筹和转移支付机制，带动全国经济、金融和财政形势的改善。当下政策部门对城镇化模式强调已经从大中小城市协同发展、打造特色小镇转向“大国大城”。

货币信贷政策持续宽松。货币信贷政策将持续宽松，未来两个季度存在降准和进一步下调存款利率、LPR的可能性。首先，由于外需疲弱和国内信心低迷，近期政策宽松只能支撑中国经济低位企稳或弱复苏，中国经济增速仍将显著低于潜在增速，大部分行业仍面临类通缩压力。其次，随着低基数效应减弱，中国明年保5%经济增速的压力上升。最后，美国

经济活动和通胀不断降温，明年可能迎来美元利率和汇率拐点，中国货币政策宽松所面临的外部约束减弱。

人民币可能先弱后强，迎来温和反弹。未来两个月，美国通胀反弹支撑美元偏强，人民币仍面临压制可能偏弱。但未来四个季度，人民币有望迎来温和反弹。未来四个季度，中国经济有望缓慢复苏，美国经济可能逐步放缓，中美长期利差或见底回升。同时，中美关系可能阶段性改善。中国亟需聚焦于搞好经济，修复市场和企业家信心，降低外部冲突和地缘政治风险成为不可或缺一环；美国对两国经济相对强弱前景的判断发生根本性变化，对其领导的“自由世界”联盟相对地位更加自信，对华政策可能从全面遏制转向“小院高墙”重点打击和局部合作相共存，拜登政府在明年大选前面临缓解中小企业、中低收入群体压力和延续经济扩张周期的挑战。因此，未来四个季度人民币对美元可能温和反弹，美元/人民币汇率 2023 年底可能达到 7.05-7.1。

■ 经济增速将低位回升，通缩压力或逐步缓解

GDP 增速将从低位回升，通缩压力将逐步缓解。中国经济在第二季度再次探底，GDP 环比增速和两年平均同比增速分别降至 0.8%和 3.3%，通缩压力扩大，GDP 平减指数同比下降 1.4%，PPI 跌幅扩大，CPI 在 7 月转为同比负增长。8 月经济活动低位趋于平稳，制造业 PMI 延续回升但仍处于收缩区间，服务业 PMI 放缓但仍处于扩张区间，受益于暑期旅游旺季，交运、餐饮、住宿、娱乐等服务业表现相对较好。中国密集出台活跃资本市场、稳定房地产市场和支持民营企业的系列政策，试图提振投资者信心和改善社会预期。9、10 月大部分行业进入传统旺季，家庭消费和服务业活动有望改善，房地产市场可能出现企稳迹象。我们预计 GDP 同比增速在第三、四季度分别达到 4.4%和 5.2%，全年增长 5.1%；CPI 同比增速在第三、四季度分别回升至 0.1%和 0.8%，全年增长 0.6%；PPI 同比降幅在第三、四季度分别收窄至 3.3%和 2.4%，全年下降 3%。

制造业依然疲弱，但降幅收窄，未来或重回增长。8 月中国制造业 PMI 持续回升但仍处于收缩区间，生产、新订单和原材料采购量均恢复扩张，预示未来制造业可能重回增长；原材料价格指数和出厂价格指数大幅上涨，预示 PPI 同比降幅显著收窄；但就业指数持续处于收缩区间，显示需求不旺和生产率升级背景下制造业就业疲弱；出口新订单和进口指数回升，但仍在收缩区间，预示商品进出口可能降幅收窄。分行业来看，农副食品加工、化学原料及化学制品、汽车等行业生产指数和新订单指数均高于 53%，生产和需求较为活跃。全球制造业与中国制造业趋势类似，8 月全球制造业 PMI 仍处于收缩区间，唯原材料和出厂价格反弹。我们注意到，与制造业活动密切相关的国际铜价小幅回升，作为全球经济金丝雀的韩国商品出口降幅收窄。

服务业延续复苏，但增速回落，未来或逐步回升。8 月中国服务业 PMI 进一步回落，但仍处于扩张区间。分行业来看，受暑期出行旅游旺季支撑，铁路运输、航空运输、住宿、餐饮、环保及公共设施管理、文体娱乐等行业景气度较高，而零售、邮政、电信广播电视及卫星传输服务、货币金融服务等行业对未来前景预期最为乐观。8 月国内航班执行架次大幅超过 2021 年同期水平，接近 2021 年 5 月和 7 月高点水平，国际及港澳台航班执行架次持续恢复；大部分一二线城市地铁日均客运量相比 2019 年同期复苏率显著上升；电影院日均

观影人次相比 2019 年同期复苏率有所下降，但票房收入相比 2019 年复苏率达到 95.1%。展望未来，服务业将延续恢复，支撑中国经济逐步回升。

房地产市场依然疲弱，9、10 月可能出现初步企稳迹象。30 大中城市商品房成交量相比 2019 年同期复苏率从 7 月的 48.4% 升至 8 月的 56.1%，其中前期政策放松后最受益的二线城市的复苏率从 7 月的 41% 升至 8 月的 57%，三线城市复苏率从 39.7% 小幅升至 41.7%，但一线城市复苏率从 92.7% 降至 79.7%。11 个代表性城市二手房销量相比 2019 年同期的复苏率从 7 月的 72.2% 升至 8 月的 81.9%。随着服务业延续复苏和近期二线城市房地产政策进一步放松、一线城市加入放松行列，一线和强二线城市将引领房地产复苏，支撑房地产市场可能在 9、10 月出现初步企稳迹象。中期来看，房地产需求总体延续弱复苏，但由于释放节奏变化，房地产市场复苏速度将有所波动。

美国经济

■ 经济近期有韧性但远期有风险，通胀先反弹再回落

美国经济近期仍具韧性，三季度延续扩张。制造业 PMI 回升至略低于枯荣线水平，非制造业 PMI 大幅反弹至今年 2 月以来最高。劳工需求温和放缓，劳工供给缺口收窄但仍存在，薪资增速回落但相对平缓，通胀下降更快，实际工资增速回升和家庭消费信心回升，服务消费延续扩张，汽车等部分商品消费反弹。超额储蓄持续释放但可能仍有残余，支撑近期消费表现。美国政府支出重启扩张，联邦政府赤字从 2022 年的 1 万亿美元增加至 2023 财年预期 2 万亿美元左右，政府不变价消费和投资环比增速从去年上半年的 -0.5% 回升至下半年的 0.9% 和今年上半年的 1%，同期同比增速从 -1.4% 回升至 0.3% 和 3.3%。去库存周期已持续一段时期，随着预期转向乐观和原材料价格反弹，企业进一步压降库存动力可能减弱，生产端跟进需求端而有所改善。

美国经济远期有风险，四季度或开始下行。收益率曲线持续倒挂，银行体系将不断承压，信贷条件将进一步收紧。商业地产大幅下滑，住宅市场低位反弹，但并非新一轮上升周期开启，随着高利率持续和实际利率上升，住宅市场将再度下行。劳工市场持续降温，薪资增速进一步下降，超额储蓄终将释放完毕，家庭消费放缓。两党围绕明年大选激烈竞争，“笨蛋，是经济”意味着 2024 年财政预算案成为焦点，财政支出扩张可能受限，对经济拉动可能下降。

美国通胀近期反弹，远期再度回落。因需求韧性、大宗商品反弹和基数效应，CPI 同比增速可能从 7 月的 3.2% 回升至 8、9 月的 3.5%，4Q 稳定在 3.3% 左右，为去通胀增添波折与难度。家庭消费模式从宅经济和商品消费向服务消费回归，需求更具韧性，但服务业更加劳动密集，对劳工需求提振更大，对劳工成本更加敏感，服务通胀也更具粘性。近期原油和铁矿石价格显着反弹可能是去通胀受阻的先兆，一方面美国经济表现超预期，需求仍居韧性，另一方面中国有启动新一轮经济刺激的迹象，势必对商品通胀产生影响。通胀近期反弹将延长美联储政策紧缩周期，高利率和实际利率回升对经济的紧缩效应将不断显现，又会增加远期经济和通胀下行压力，预计 2024 年美国通胀将再度开始回落，CPI 与核心 CPI 增速分别降至 2.7% 和 3%。

■ 美联储9月可能暂停加息，但不会很快转向鸽派

随着上半年通胀显著回落和银行体系压力上升，美联储内部对进一步加息的分歧上升，9月暂停加息似乎成为美联储维护统一并取得与市场最大共识的选择。但由于近期需求仍居韧性和通胀将迎来反弹，美联储不会很快转向鸽派，将努力消除市场对于加息见顶的预期，更不愿市场过早押注降息周期开始。美联储将基于经济数据和市场预期演进而进行预期管理，如果经济和通胀超预期，那么将引导强化进一步紧缩预期，如果经济数据低于预期，那么将引导弱化进一步紧缩预期。

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。预计未来四个季度仍有部分中小银行可能出现动荡，信贷条件将进一步收紧，经济可能在4Q开始再度下行，明年上半年美联储紧缩政策可能迎来拐点。

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

8月份半年报基本符合预期，AI和国产替代为下半年投资主线，部分企业指引库存周期在三季度见底，我们预计一些企业库存压力会持续到年末。在AI创新驱动和补库存的拉动下，产业链和市场反馈对需求复苏维持积极态度，我们看好科技板块在AI/MR创新、需求回暖和国产替代所带来的投资机会。随着消费电子3Q旺季及渠道拉货，建议关注库存改善、份额提升和创新确定性较高的产业链。海外大厂AI相关资本开支加速，对算力和存储需求持续扩张，关注AI芯片、存储、光通信等受益产业链。

消费电子：库存消化持续进行，有望在下半年回归正常水平。随着华为、苹果等硬件厂商新品陆续发布，可能迎来投资者对相关产业链的关注。建议跟踪：1) 新品上市后的市场反应，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XR创新驱动，预期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：运营商收入及利润均实现稳健增长，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。此外，我们预计运营商对继续推进股东回馈计划，例如分红比例的提升和回购。同时，随着AI算力需求爆发，云计算厂商持续加大AI算力相关投入，数据中心和算力设备加速升级，部分AI算力核心产业链将有望受益。

半导体：行业库存水平三季度开始见底，4Q有望开始复苏，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) 芯片设计板块去库存节奏加快，3Q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。建议关注汽车/AI服务器等稳定增长领域，看好半导体设备/材料、部分库存水平企稳的芯片设计等板块，以及国产替代、市场份额增长的受益标的。

推荐买入比亚迪电子、中兴通讯

1) 比亚迪电子：安卓业务稳定和iPad OEM/组件份额提升为2023年利润增长动力，同时新能源汽车/智能产品业务的收入占比提升有助利润率改善，我们预计利润率修复有望超预期。此外，公司宣布收购捷普在中国的Mobility业务，将扩大其智能手机业务发展机会并从长远来看将推动苹果供应链中的份额增长。展望2023下半年，我们对安卓业务复苏、苹果份额提升、新型智能产品稳定增长、汽车业务强劲增长及产品结构优化驱动利润率复苏持乐观看法。

2) 中兴通讯: 公司业务稳步发展, 市场份额继续增长, 毛利率明显提升。看好公司未来发展, 利润率和运营效率有望持续向好。通讯设备板块受益于数字经济建设加速发展以及 AI 技术革新的推动。公司作为全球领先主设备商将长期受益于人工智能和数字经济浪潮的发展。关注中兴通讯 1) 在服务器市场的发展, 以及 AI 服务器的出货情况, 2) 2.0 版本基础大模型的迭代, 及其商业化进展, 3) 在卫星通讯方面的研发和相关产业链的投资机会。

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

| 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 个月看法谨慎

人员成本控制、注重盈利修复及现金流改善仍然是软件及 IT 服务公司今年的主要目标。由于国内经济复苏仍需时间, 企业维持谨慎的 IT 支出, 预计板块估值短期维持震荡。但展望中长期, 仍看好软件国产化主题机会。随着宏观环境逐步恢复推动企业 IT 支出恢复, 板块估值有望重估。推荐买入金蝶国际 (268 HK)。

■ 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。尽管垂类房地产 SaaS 业绩恢复仍需时间, 房地产支持刚需政策出台或有望逐步推动业绩修复。

■ 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 1H23 收入同比增长 16.8%至 26 亿元人民币, 净亏损同比收窄至 2.84 亿元人民币 (1H22: 亏损 3.56 亿元人民币)。核心 SaaS 产品星空的订阅服务年经常性收入 (ARR) 保持健康增长势头, 1H23 同比增长 28.6%。与此同时, 国产替代需求继续推动大型企业收入稳健增长 (1H23 同比增长+38.4%)。虽然我们预期在当前的宏观背景下, 企业端数字化需求复苏仍需时间, 但数字化和国产替代仍然是一个重要的长期趋势, 我们认为金蝶有

望长期受益。维持买入评级，目标价为 17.0 港元，基于 8.4 倍 2023 EV/S，与一年均值一致。

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

监管常态化、政策支持民营企业及基调转向扩内需后，互联网板块估值受益于投资情绪恢复而有所回升，但市场对政策的实际转化效果为经济及消费带来的推动作用仍较为谨慎，且流动性仍处于偏紧状态使得近期板块估值维持中枢震荡趋势。向前看，2H23 互联网公司基本面仍有望持续环比改善，板块估值有望逐步回到基本面驱动，国内经济及消费复苏或有助于推动基本面进一步复苏，美元流动性压力边际缓和或有望推动板块估值重估。中期我们推荐三条主线：1) 主营业务可持续获取稳定现金流且新业务具备长期扩张前景的公司；2) 逆周期到相对顺周期的投资逻辑转变下的受益板块，如即时零售、在线招聘等；3) 有望受益于监管政策落地催化（金融科技），或资本市场运作推动估值重估的公司。推荐腾讯、拼多多、阿里巴巴、网易。

当前互联网板块整体估值对应 20x 2023E Non-GAAP PE，考虑经济复苏及降本增效带动基本面与盈利修复，互联网行业 2023 年 Non-GAAP 净利润增速有望达 23%，对应 2023E PEG 为 0.9x。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、京东、阿里巴巴、网易。

■ 在线游戏：游戏市场景气度持续修复，2Q23 加速增长

2023 年 7 月中国网络游戏市场收入同比增长 37.5% 至 286 亿元，增长进一步加速（5 月/6 月：同比增长 16.0%/23.6%），主要得益于优质新游戏上线及低基数效应。中国自研游戏海外收入在 7 月份也恢复正增长（同比增长 7.6%）。我们预计中国网络游戏市场将在 2H23 保持强劲增长势头，腾讯和网易游戏收入增长在 3Q23 重新加速。我们预测：1) 腾讯 3Q23 游戏收入同比增长 8%，主要受《无畏契约》、《命运方舟》和《冒险岛：枫之传说》等新游戏上线的推动。2) 我们预计网易游戏收入在 3Q23 同比增长 14%，得益于《逆水寒》手游和《巅峰极速》的上线。网易新游戏《全明星街球派对》在 8 月 23 日上线后表现良好，持续在中国 iOS 游戏畅销榜排名前 10。《全明星街球派对》进一步丰富网易游戏产品组合及覆盖的游戏品类，并有望进一步推动其 4Q23 游戏收入增长。

■ 电商：2Q23 板块利润表现好于预期，关注消费复苏进程

据国家统计局数据，7M23 网上零售额/实物商品网上零售额分别为 8.3/7.0 万亿元，同比增长 12.5/10.0%。单 7 月份实物商品网上零售额同比增长 5.0%（2023 年 6 月：7.1%；2022 年 7 月：6.3%），表明消费复苏仍需要时间。尽管电商平台的整体营收增长可能因宏观不确定性而面临短期波动，但电商平台正在高效率的推动收入增长和规模扩张，并以提高运

营效率为目标，这可能导致行业竞争激烈程度弱于预期，并意味着电商平台将在有望继续在3季度实现好于预期的盈利增长。维持拼多多、阿里巴巴和京东的买入评级。

■ 在线旅游：出境航班供给恢复有望推动高利润率长途游复苏

受夏季旅游旺季和国际航班供应持续复苏的推动，被压抑的旅游需求释放在3Q23延续；基于强大的供应链能力和合作伙伴关系，携程出境游的复苏速度仍有望领先行业，维持对携程的买入评级。

在整体出境航班供给恢复到疫情前37%的情况下，2Q23携程平台出境酒店和机票预订恢复到2Q19的60%以上，好于我们预期的50%，我们认为这可归因于携程强大的供应链能力。随着国际航班供给的持续复苏，出境游有望在2H23维持复苏趋势，而携程的出境游复苏有望在下半年持续好于行业。我们预期携程的出境游将有望在2023年年底实现全面复苏，并预测全年出境游收入将恢复至疫情前的50%。此外，高利润率长途游业务持续稳步复苏，及疫情期间的降本增效举措将在疫后营收恢复的过程中推动利润更具弹性的复苏，有望支撑携程在3季度取得具备较高能见度的利润增长。

■ 在线广告：2H23互联网广告市场延续复苏趋势

根据QuestMobile数据，中国互联网广告市场规模在1Q23/2Q23分别同比增长2/8%，市场需求温和复苏，2Q23互联网广告市场规模基本恢复至2Q21的水平。得益于经济和消费促进政策，我们预计2H23互联网广告市场规模有望延续复苏趋势。2Q23头部平台在线广告收入表现强劲：1) 腾讯：2Q23广告收入同比增长34%，主要得益于视频号广告收入的增量贡献以及电商/游戏等主要行业的广告需求复苏；2) 快手：2Q23广告收入同比增长30%，主因内循环广告收入强劲增长以及网服行业需求复苏推动外循环广告收入恢复正增长；3) 哔哩哔哩：2Q23广告收入同比增长36%，主要受益于电商广告强劲增长以及广告基础设施的持续完善。

■ 推荐买入腾讯、拼多多、携程、阿里巴巴、网易

1) **腾讯**：腾讯核心竞争优势稳固，公司在视频号、海外游戏和企业服务的投入持续取得成果，推动高毛利率业务收入加速增长并进一步释放运营杠杆。2Q23视频号广告收入超30亿元（占广告收入>12%），直播电商GMV同比增长约150%并拉动企业服务收入同比实现双位数增长。我们预计公司FY23/24非IFRS净利润同比增长30/20%，当前20x FY23E PE的估值具备吸引力。

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。公司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。

3) **阿里巴巴**：阿里巴巴对淘宝和天猫战略的调整正在取得早期成果。这一战略举措通过丰富有价格竞争力的产品和品牌的供应来提高用户活跃度，从而提高商家投资广告的意愿，我们认为这有助于支撑阿里巴巴长期收入和盈利增长前景与行业大势相符。国际扩张和技术能力提升仍将推动长期收入和盈利增长。尽管短期的业务发展可能会因宏观不确定而面临波动，但阿里巴巴已经证明了其有能力推动各业务线获得更好的运营效率，并且更有可能

力随着未来整体消费的复苏而复苏。公司交易现价仅对应 9.5x FY24 PE，我们认为估值具备吸引力。

4) 携程：受夏季旅游旺季和国际航班供应持续复苏的推动，被压抑的需求释放在 3Q23 延续；基于其强大的供应链能力和合作伙伴关系，携程出境游的复苏速度仍有望继续领先行业。高利润率长途游业务持续稳步复苏，及疫情期间的降本增效举措将在疫后营收恢复的过程中推动利润更具弹性的复苏，有望支撑携程在 3 季度取得具备较高能见度的利润增长。携程交易现价对应 17x 2023E PE，2023-2025E Non-GAAP 净利润 CAGR 为 14%。

5) 网易：网易新游戏《逆水寒》和《巅峰极速》上线后持续表现强劲，有望推动游戏收入在 2H23 加速增长 (2H23E：同比增长 15%)。此外，公司通过游戏渠道策略优化以及运营费用控制推动利润率持续提升，我们预计公司 FY23 总收入同比增长 9%，运营利润同比增长 35%。网易交易现价对应 17x 2023E PE，2023-2025E 运营利润 CAGR 为 17%，估值具备吸引力。

■ **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

尽管反腐对于行业有短期扰动，但是长期仍然利好创新药/器械，我们预计未来院内刚需产品将能够获得市场份额并且提升盈利能力。短期来看，创新药当中已经进入医保且大规模进院的成熟品种将受益于行业环境变化，市场份额增加并且销售费用率降低。此外，中国药品附条件批准的新规更有利于头部创新药企业，减少国内无序研发竞争，看好信达生物、百济神州。未来随着监管压力逐渐常态化，国内医疗秩序逐步恢复，预计龙头器械公司将受益于医院采购需求以及手术量的恢复，看好迈瑞医疗、爱康医疗。龙头医疗服务公司不受反腐影响，且长期将受益于高端人才的流入，看好锦欣生殖。

■ 推荐标的

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

1) 信达生物：信迪利单抗 (PD-1) 作为有医保覆盖的成熟品种，受益于国内经营环境的变化，将持续增加市场份额并节省销售费用。IBI-362 (GLP-1/GCGR) 抢占国内减肥赛道双靶点 GLP-1 产品的先机，有重磅潜力。肿瘤和非肿瘤创新管线丰富且研发效率高。

- 2) 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。下一代重磅品种 Bcl-2 抑制剂即将在年内进入全球三期临床。
- 3) 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。
- 4) 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; 海外扩张持续发力, 海外收入占比约 4 成, 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。
- 5) 锦欣生殖:** 疫情后公司的国内和海外业务将逐步复苏。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。

■ 风险提示

医药反腐对于国内经营环境产生负面影响; 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

■ 下半年看法谨慎乐观

上半年业绩出炉, 整体符合此前预期。展望下半年, 食品饮料头部企业把握高端化稳健发展策略, 降本增效措施逐步传导至经营利润端。高端消费板块已实现企稳, 随着海南省文旅发展规划加速整合推进及出境团游政策放开, 出行消费热度延续复苏态势。随着中秋、国庆、购物大促等节点的临近, 食品饮料、免税美妆奢侈品消费将在多种场景下持续稳健增长。

■ 食品饮料 - 中国市场高端化及降本增效发展策略进一步明确

啤酒: 上半年中, 青岛/华润/百威亚太区销售额增 12.0%/9.0%/16.6%。伴随中国啤酒市场高端化发展趋势, 啤酒行业具备在未来几年中持续增长的韧性。在进口大麦关税取消及成本经由企业主动改善的双重影响下, 成本压力有望在中期内进一步缓和。多家企业已逐步改善其运营效率以平衡供应链问题带来的包材成本上升压力, 9 月起销售的低基数效应将开始显现。根据我们的调研, 高端化趋势仍延续且餐饮及夜场渠道销售进一步恢复, 7-8 月天气原因造成的销售影响主要反映在中低档位产品。展望下半年, 华润啤酒 (0291 HK) 预计全年实现次高端 20% 以上增速, ASP 中单位或中单位数以上增长, 并预期消费刺激政策拉动销售增长将在 4 季度看到起色; 青岛啤酒 (0168 HK) 预计全年延续次高端 15% 以上增长, 降本效益正逐步向利润端传导; 百威亚太 (1876 HK) 2 季度内生增长 14.9%, 主要得益于中国市场中的夜场和高端餐厅良好势头持续。

白酒：板块中贵州茅台（600519 CH）依靠其自身品牌力有效回避价格战，目前售价稳定且库存天数健康。进入三季度，中秋节等送礼旺季的到来将持续支撑下半年的高增长。

乳业：尽管主营业务中液奶增速略低于预期，但高端常温奶销售向好及价格基本维稳。低温产品仍随着消费场景恢复逐步恢复。下半年中的新品排布有望拉动老品销量并逐步推高整体 ASP；伊利股份（600887 CH）和蒙牛乳业（2319 HK）均维持全年营收及经营利润率改善的目标。

■ 高端消费 - 旅游消费热度不减、业绩增长企稳

暑期出行热度高涨已超过 2019 年水平，随着出境团游政策放开，长线游已占据主导低位，国庆中秋出行热度有望延续。新秀丽（1910 HK）上半年业绩表现强劲，自疫情以来实行成本优化有效改善了毛利率及经营利润率。全球各地区业务均呈稳健复苏态势，中国地区复苏仍将持续。全年指引不变，并有望于 2024 年恢复派息。中国中免（601888 CH）上半年业绩符合预期，短期内的盈利预期已趋于稳定，预计 1-7 月海南免税消费人数同比增 38% 的势头会延续至下半年，公司维持谨慎的定价促销力度已有成效，上半年毛利率环比提升了 3.8 个百分点。我们认为外部风险依然存在，但由于品牌组合和产品组合的多样化提升，毛利率有望进一步微升，但提升速度可能略缓。

■ 股票推荐

基于中期业绩表现情况与我们此前的预测无明显偏离，食品饮料行业中，我们推荐**华润啤酒（0291 HK）、青岛啤酒（0168 HK）、贵州茅台（600519 CH）**，维持**伊利股份（600887 CH）、蒙牛乳业（2319 HK）、农夫山泉（9633 HK）、百果园（2411 HK）**的“买入”评级；高端消费中我们推荐**新秀丽（1910 HK）**，维持**中国中免（601888 CH）**“买入”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 (未来三个月看法维持中性)

8 月的增长情况和 7 月大致相若，但因为基数低、暑期旺季等因素，原本的预期更高，所以基本面并不好。由于季节性的影响，在假期后，9 月的数据很可能会回调，在整体需求不好的框架下，我们会更期待中秋后和 10-1 黄金周的行情。但是政策利好持续推出（需要持续关注实际帮助），和估值仍然很吸引人的（仅在 15 倍，对比 8 年平均的 20 倍），行情仍然有机会会短暂转好。

目前比较看好中期成长空间充足的亚采(ATAT US)，受惠于消费降级的标的，像名创优品(9896 HK)、百胜中国(9987 HK)，以及周期反转的 Vsync (2148 HK)、海信(921 HK) 和滔搏(6110 HK)。

■ 餐饮(维持中性)

相比于6和7月,8月同店增长大概率会放缓。尽管政府有提振经济的政策,但政策落地需时,实际消费力仍然疲弱,我们预计9月的同店增长会很一般。从复苏率来说,8月对比6和7月也许会有稍微改善,但主要是季节性的帮助,预计9月环比改善有限。目前行业消费降级和价格战仍然严重(餐饮和茶饮也是),对绝大部分上市餐饮品牌都不利好。

选股上只推荐海底捞(6862 HK)和百胜中国(9987 HK)。奈雪的茶(2150 HK)仍然值得关注,因为同对开店加快,压力较大,但未来加盟商的开店速度和表现会是股价的关键。

■ 体育用品(维持中性)

受到天气和洪水的影响,8月零售流水增长应该和7月的水平相若。但增长乃低于预期(因为原本预期基数低会有加速),而且补单也会较少。库存水平虽然对比6月应该更好,但因为8月销售表现较差,仍然有去库存压力,零售折扣也会较深。和餐饮行业一样,因为消费降级明显,中低端的品牌像特步和361度表现会更好。而海外品牌像Nike和Adidas,以及FILA因为品牌有效改革,增长速度都会较国产品牌快。

比较看好滔搏(6110 HK)、安踏(2020 HK)和特步(1368 HK)。

■ 旅游行业(维持看好)

7月和8月表现非常强劲,但我们预计9月会有季节性的回调。不过考虑到八月底的数据仍然不俗,以及旅游平台上机票和酒店的预订仍然很满,都代表出游兴趣仍然高企,加上PMI等基本面都有所好转,相信中秋假期和10-1的黄金周年仍然会有一波需求。目前来看,入住率环比仍然平稳,所以ADR还有上升空间。因为管理层的指引相当保守,下半年大概率仍能超预期,最近估值也有不少回调,我们认为风险回报不错。

仍然看好亚朵(ATAT US)和华住(1179 HK)。

■ 家电行业(维持看好)

受到高基数影响,8月份空调销售开始同比下降,目前来看,相信9月也不会太好,所以这一波利好应该暂时告一段落。而其他品类像冰箱洗衣机,和房地产数据一样,同比略有改善。我们预计中央对房地产板块的政策放松,在短期内的确会改善投资者信心,利好估值提升。但是仍然要关心实际销售情况,假若不如预期,中长线对房地产以及家电销售可能会更悲观。对比国内,考虑到美国房地产销售改善、行业库存逐渐出清、人民币汇率贬值,以及海运运费下降年等,我们认为海外的行业反转机会更大。

比较推荐Vesync(2148 HK)和海信(921 HK)。海尔(6690 HK)和美的(000333 CH)的表现也会相对较好。

■ 服装行业(维持看好)

受到大环境和消费降级所影响,7月和8月的增长环比二季度进一步放缓。所以我们对下半年的增长看法会较为保守,而且受到体育用品行业去库存的冲击,折扣率也会加大。唯一比较正面的是,行业库存不高,仍然处在健康水平。考虑到今年的消费环境,进一步提价难度甚高,对波司登的影响较大。

比较看好江南布衣(3306 HK)，虽然预计业绩只会平稳，但股息率仍然很高，很吸引。

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

我们预计8月乘用车零售销量有望符合或略微超出我们此前的预测（约190万台，同比增长1%），比较强劲；其中新能源乘用车零售销量有望同比增长40%至67万台，市场份额继续提升至35.5%。行业终端折扣在8月份环比略有扩大，维持在历史高位，价格战继续蔓延。目前行业的库存水平约为1.9个月。大部分新能源品牌保持了较好的销售热度。6-8月终端的强劲表现提升了我们对下半年的信心，期待四季度旺季有更好的销量表现。

总结主要车企上半年业绩表现，虽然价格战的影响持续存在，但是头部整车厂上半年的盈利能力好于我们此前的预期；相较而言，下游汽车经销商的新车毛利率压力较大。对于整车厂，随着更多新车型于三四季度陆续推出，我们认为新车效应的重要性会逐渐超出对市场竞争和车企盈利的担忧。对于领先的豪华品牌汽车经销商，我们认为其下半年的新车毛利率也有望随着整车厂控量和车型结构调整而获得边际改善。我们继续推荐波段交易的策略，目前投资者的博弈情绪仍然较重。

■ 推荐标的

在电动智能化的趋势下，我们认为新势力相比传统车企更具市场竞争力。三家头部新势力中我们更加看好理想汽车(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。考虑到目前新势力的估值普遍较贵，我们也推荐投资者关注传统车企的新能源转型，相关标的包括长城汽车(2333 HK/601633 CH)和吉利汽车(175 HK)，催化剂主要为新款PHEV车型的逐渐上量、新能源市场份额的提升。

房地产和物管

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

■ 短期乐观

谨慎乐观。销售端温和复苏，8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销售总额在8月同比下跌36%、环比上涨3%，YTD销售总额同比跌幅由7M23的10%扩大至8M23的14%。其中，国央企继续因其可售资源和品牌优势表现优于行业，越秀地产/华润置地/中海地产/招商蛇口单月同比+18%/-9%/-14%/-18%。民企中，除个别民企外（滨江-19%），其余仍跑输市场较多。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。融资端压力持续，开发商仍处在还债高峰期，不断的债务展期或违约给板块股价带来波动的同时进一步蚕食购房者信心，同时不断地交付问题也将更多需求挤向二手房市场。政策端近期落地加速，新房方面一线城市访交见有所提升，二手房方面一线城市部分区域挂牌量激增，咨询带看量均明显回升，我们认为二手房成交将

有阶段性上涨。近期一线城市认房不认贷的实施彰显了监管期望房地产市场企稳的决心，后续如政策效果不理想可期待进一步的宽松政策，这将推动新房销售继续缓慢修复。我们推荐二手房经纪贝壳、有长期持有价值的华润置地及拥有结构性成长机会的越秀地产等。

物管企业的中期业绩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表现稳健，中期业绩符合预期增速，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较弱。由于消费复苏节奏慢于预期，物企增值服务板块恢复节奏也较为缓慢，对1H23业绩形成拖累。我们推荐华润万象生活（将有近6成收入来自商管板块）、中海物业（高业绩兑现度）、保利物业（母公司表现优异）、万物云（存量领域有绝对竞争优势）、越秀服务（母公司增长领先于行业）等。

■ 推荐标的

由于政策的加速落地将率先促进更多二手房成交，且不断出现的房企暴雷违约和房屋交付问题将挤压更多需求到二手方市场，我们看好二手房经纪-贝壳；同时在保交付政策持续大力推进的背景下，我们看好完工类标的如物管企业华润万象生活、中海物业、保利物业、万物云、越秀服务等。开发商我们推荐有长期持有价值的华润置地及拥有结构性成长机会的越秀地产等。

传媒文娱

黄群 / sophiehuang@cmbi.com.hk (852) 3900 0889
 许义鑫 / easonxu@cmbi.com.hk (852) 3900 0849

■ 未来6个月看法中性乐观

8月传媒文娱板块2Q23业绩较为分化，其中短视频行业呈现韧性增长、且在电商及广告变现层面市占率持续提升、利润进一步上修。长视频业绩稳健，但会员波动影响短期股价走势。直播行业因平台自查及运营稳态化指引较为疲软，积极开拓新业务变现。展望2H23，我们认为板块情绪将有望受益于地产政策放松、且基本面持续边际改善，源于：1) 暑期强劲剧集增量贡献；2) 短视频电商及本地生活增势不减；3) 广告温和复苏；4) 利润释放持续。我们持续看好短视频、长视频为代表的泛文娱赛道，基于宏观高防御性、竞争格局稳定、利润释放逻辑清晰。优选业绩展望向好、市占率提升、估值吸引标的，首选快手、爱奇艺和同程旅行。

短视频：电商强劲增长，利润释放空间可期。

7月因线下消费场景恢复、假期等因素，短视频月活环比稳健增长，行业月活攀升至9.6亿，同比增长4.5%。其中抖快主站月活分别+0.8%/+0.2% QoQ，日活+0.4%/+0.4% QoQ（根据QuestMobile数据）。短视频平台业绩持续强劲，其中快手利润大幅超预期。展望3Q23，快手广告和电商将展现韧性增长，同时盈利能力不断提升：1) 电商：尽管受宏观和竞争影响，我们看好快手持续在电商领域获取份额，预计3Q23 GMV/电商收入将同比增长30%/36%。当中，货架电商（目前占GMV约10%）以及平台生态优化将带来更多增量空间。2) 广告：预计广告在3Q23同比增长25%，当中内循环广告保持强劲，外循环广告也将加速增长。直播收入增速有所下降，源于监管和平台主动治理，我们预计3Q/4Q23同比增速为5%/0%，

但对估值影响有限。抖音层面，电商和到店酒旅依旧保持强劲增长（到店酒旅 7/8 月 GMV 保持环比增长），持续加码跨境电商（如 9 月开展抖音全球购行业盛典、上线“抖音进口超市”）；同时成立文娱部门，整合直播、音乐等多项业务。我们预计下半年短视频增势不减，且长期看好其市占率提升、利润释放逻辑。我们预计直播电商 GMV TAM 达 7 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），且本地生活及海外空间可期。

长视频：优质内容+短视频宣发，助推暑假档百花齐放；关注长期会员价值提升。

2023 年暑假档流量稳中有升且古装爆剧百花齐放。根据云合及抖音数据，暑假档全网累计有效播放 772 亿，同比上涨 6%，受益于：1) 剧集上新数量同比增长 28 部（至 125 部）；2) 精品古装爆剧频出（15 部 S+ 剧集）：<长相思第一季>（腾讯）、<莲花楼>（爱奇艺）、<长风渡>（爱奇艺）、<玉骨遥>（腾讯）累计有效播放均破 10 亿，其中<长相思第一季> 单日有效播放破亿、市占率超 30%（为近两年暑期档最高单日市占率）。此外，暑期档长视频剧集在短视频宣发推广层面实现大幅增长，助推优质内容加速出圈：抖音新剧相关视频播放量/相关艺人涨粉实现同比增长 217%/126%。暑假档腾讯视频市占率或有望边际上升，且于 9 月 1 日发布的 2024 片单储备丰富，重视“头部精品+单元板块创新”：剧集储备包括<长相思第二季>、<庆余年第二季>、<与凤行>、<神隐>、<玫瑰故事>等，综艺包括<哈哈哈哈哈 4>、<现在就出发 2>、<五十公里桃花坞 4>等。相较于腾讯强 IP 优势，我们认为爱奇艺中台化制作能力、题材精准把控能力亦将构筑高壁垒、实现优质内容差异化。近期爱奇艺独播古装剧<云之羽>上线后热度快速攀升，且登顶播放量 TOP1，憧憬 2H23 及 2024 精品剧增量持续：包括<宁安如梦>、<一念关山>、<狐妖小红娘>等。爱奇艺将更加兼顾会员长期价值，短期会员数波动不改长期增长逻辑，且预计 2H23 广告保持加速增长。

直播：短期业务调整已逐步消化，关注海外直播企稳复苏及新业务拓展。

近期直播行业因内容监管影响（如网信办提到加强自媒体管理、部分平台语音直播业务关停），部分平台国内业务 2H23E 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），而头部短视频平台因前期多轮业务自查调整、分红透明等因素，预计影响程度可控（自 6 月起增速有所回落）。考虑直播行业诸多挑战，预计直播平台将积极开拓第二增长曲线，如虎牙将重新配置资源发展游戏业务。我们认为当前直播标的估值倒挂、部分公司回购分红彰显信心，下行空间有限，2H23E 潜在温和复苏有望驱动估值中枢上修。建议关注 JOYY 海外 BIGO 直播企稳、3Q23E 重回环比增长。

■ 推荐买入快手、爱奇艺、同程艺龙

1) **快手**：看好快手广告复苏、电商市占率持续提升态势以及利润释放逻辑。在 2Q23 持续超预期后，我们预计 3Q23 广告和电商将继续展现韧性增长，同时盈利能力不断提升：1) 预计 3Q23 GMV/电商收入将同比增长 30%/36%。当中，货架电商（目前占 GMV 约 10%）以及平台生态优化将带来更多增量空间；2) 预计广告 3Q23 同比增长 25%，当中内循环广告保持强劲，外循环广告也将加速增长。我们看好公司毛利率提升，以及 ROI 导向营销投放下净利率的持续改善，预计 2H23E 利润仍有上修空间。维持买入评级，目标价 97 港元。短期催化剂：1) 9 月投资日大会；2) 货架电商推进。

2) 爱奇艺: 市场担心会员留存度转弱及 2H23 净增用户可见度不高, 但我们认为近期股价已充分反映, 且公司将更加兼顾会员当期及长期价值, 其独家精品内容储备助于长期价值最大化。我们预计 3Q23 收入同比增长 8%, 当中会员/广告增速为 20%/37%, 经调整运营利润为 8.15 亿元人民币。会员方面, ARM 将实现健康增长, 预计首次超 15 元, 得益于精细化价格策略。广告有望保持加速增长, 源于暑期头部剧和综艺的上线带动内容营销, 以及食品饮料投放旺季。近期《莲花楼》、《云之羽》等精品头部古装剧表现亮眼(其中《云之羽》上线后于 9 月登顶播放量 TOP1), 憧憬 2H23E 及 2024 年强劲内容储备, 包括《宁安如梦》、《狐妖小红娘》等。当前估值为 14x/10x FY23/24E P/E, 估值吸引。维持买入评级, 目标价 8.6 美元。

3) 同程艺龙: 在出行强复苏、商旅高增长及跨省出行回暖下, 我们认为同程在 2023 年将展现更为强劲的 V 型复苏, 并期待其在长期实现快于行业的增长。相比电商/本地生活公司, 我们认为同程深耕低线城市, 产品有着较高的交叉销售以及腾讯流量支持, 对宏观不确定具备高防御性。我们看好同程持续获取市场份额及利润率改善趋势, 受益于: 1) 疫峰后出行频次增加、长途旅行回暖; 2) 出境游逐步复苏。预计同程 FY24 收入将同比增长 20%, 且利润率预见性较强。短期催化剂: 1) 3Q23 业绩强劲(预计收入同比增长 56%); 2) 中秋及国庆黄金周出行。维持买入评级, 目标价为 25.1 港元, 对应 2023 年 25 倍市盈率。

■ **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; 内容监管收紧。**

保險

| 马毓泽 / nikama@cmbi.com.hk (852) 3900 0805

■ **未来 6 个月对寿险看法乐观, 预计 2H23 开门红业绩超预期。**

在 1H23 行业新业务价值趋势性回暖且各上市险企改革成效逐步显现的基础上, 我们认为今年全年寿险新业务价值有望延续较快增长态势。国内储蓄需求依旧旺盛, 在银行存款利率下行及相关理财产品收益波动情况下, 尽管寿险产品预定利率下调至 3.0%, 相较竞品仍具备市场吸引力; 短期关注各险企 8-9 月新单保费销售情况, 预计 2-3 个月产品切换期内保费收入将略有波动。

渠道方面, 1) 个险代理人队伍清虚接近尾声, 1H23 人均产能、收入及个险新业务价值贡献同比均大幅提升, 对 1H23 公司整体新业务价值拐点的出现形成有力支撑。预计 2H23 在代理人增员及获客上将有更大潜力空间, 配合 FY24 开门红产品预售, 个险渠道有望在结构的持续完善中进一步贡献新业务价值增长。2) 银保方面, 1H23 新单保费及新业务价值率均实现大幅提升, 得益于各家在银保渠道差异化的战略与合作, 2H23 在此基础上结合去年相对较低基数影响, 有望提升对全年新业务价值增长贡献的占比。

上半年各家险企已基本完成今年全年的业绩目标, 下半年将有更多时间全力备战 24 年开门红业绩。节奏上看, 国寿将领先行业于 10 月率先开始开门红预售; 平安将保持往年节奏, 预计 11 月中左右开始预售; 太保将延续产品销售常态化, 不强调开门红增收, 预计将于 12 月预售相关产品, 节奏与去年相仿。此外, 重疾险销售有望在产品切换后实现进一步增长, 1H23 平安及太保的重疾险销售已出现回暖迹象, 2H23 随着代理人队伍质量进一步提升, 重疾险销售有望实现增长。

投资建议方面，推荐买入**中国人寿(2628 HK)**，看好公司资产端将受益于资本市场回暖而具备更大的投资弹性，负债端坚持均衡化的产品策略，2H23 预定利率下调对公司产品切换的影响较小。估值层面，公司 A/H 股估值折价高，港股低估值具备较大上涨潜力。**中国平安(2318 HK)**方面，近期监管密集出台一系列地产化债相关政策，利好市场对公司资产端投资信心恢复；承保层面 1H23 公司新业务价值超预期，医养生态赋能产品价值增长的潜力已有显现；2H23 有望在银保高价值率和代理人队伍结构持续完善的基础上实现新业务价值的稳定增长。**中国太保(2601 HK)**方面，看好公司长航转型对价值增长潜力的持续性贡献，短期关注公司保费收入销售情况。

■ **对财险谨慎乐观，2H23 车险出险率回升且存在大灾情况，相较去年高基数下承保利润可能承压。**

1H23 4 家财险公司平均承保综合成本率同比+1.0 个百分点至 97.5%，承保利润同比下降。受出行及经济活动恢复，车险出险率下半年有望进一步回升，伴随大灾风险多于每年 7-9 月出现，相较去年承保利润高基数影响下，我们认为 2H23 财险承保综合成本率同比可能略有上升，承保利润相对承压。1H23 车险二次综改的影响已有体现，对上市财险公司而言，得益于数据及风控模型的精细化管控，车险自主定价系数的改变对公司产品定价及承保利润整体而言影响可控。关注国内财险龙头**中国财险(2328 HK)**，公司准备金计提充分，并维持年初提及将实现全年车险/非车承保综合成本率维持在 97%/100% 以内的指引。

资本品

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

■ **工程机械/重卡**

短期看好：

二季度业绩回顾：

工程机械和重卡二季度的盈利普遍符合和超出市场预期，主要由于海外销售增长强劲，抵消国内普遍疲弱的销售。不同主机厂在中东及欧洲等地区实现突破，海外市场已成为中国主机厂的主要收入来源。同时，在销量上升、外币兑人民币升值、加上海运费和钢材价格下跌，毛利率普遍显着扩张。

短期展望：

海外仍然是主机厂和零部件制造商的主要市场。但在基数较高的背景下，我们预期出口/海外收入增速将有所放慢。国内方面，房地产政策持续放松，我们预计工程机械和重卡国内需求将迎来潜在边际改善，特别是对房地产施工比较敏感的工程机械产品包括塔式起重机和混凝土机械。此外，石油化工和风电投资加快将有助拉动汽车起重机的需求。重卡方面，最新数据显示八月份重卡销售量同比上升 49%，连续七个月保持同比上升趋势，主要由强劲的出口拉动。今年前八个月重卡销售同比增长 29%，我们维持今年对重卡行业的正面看法。但另一方面，我们对地面机械（包括挖掘机和装载机）维持较审慎的态度，国内需求仍然疲弱，同时出口增速放缓。

图 2：国内工程机械下游需求分布

工程机械类别	基建	房地产	采矿
挖掘机	高	中	低
轮式装载机	中	低	高
汽车起重机	高	低	-
塔机	-	高	-
混凝土机械	中	高	-
煤炭机械	-	-	高
矿用车	-	-	高
工程重卡	高	中	低

资料来源：招银国际环球市场

我们继续看好浙江鼎力（603338 CH，买入）在高空作业平台新产品持续突破海外特别是美国市场；看好中联重科（000157 CH/1157 HK，买入）起重机需求超预期以及新兴市场销售突破；看好恒立液压（601100 CH，买入）在液压件的复苏机会，以及进入机械人产业链（滚珠丝杠）的增长空间；看好三一国际（631 HK，买入）物流装备和矿山装备需求均超预期，下一催化剂来自进军光伏及氢能领域。重卡方面，我们看好潍柴动力（000338 CH/2338 HK，买入）重卡发动机市占率持续提升以及新业务的突破。

■ 光伏设备

短期看法谨慎：光伏产业链价格最近几周有所回稳，我们认为从短周期的维度看光伏板块总体上将出现阶段性回稳。然而，隆基（601012 CH，未评级）在上半年业绩发布会中明确将会以 BC 作为未来主要技术路线，并指出 TOPCon 技术周期短并可能出现过剩，对 TOPCon 相关概念带来压力。光伏设备中，我们看好晶盛机电（300316 CH，买入），公司在新一代的光伏超导磁场单晶炉、组件设备、金刚线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

■ 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7月，国内天然气表观消费量 324.9 亿方，同比上升 9.0%。整体天然气需求有反弹。此外，预期 2023 年整体气源供给改善，国内天然气供应相对良好，为下游天然气消费提供支持。然而，因为上半年经济恢复增速稍弱于预期，预期下半年经济刺激政策持续推出，用气需求可能部分改善。预期全年整体气价成本和居民顺价政策将有所改善，利好毛差改善。整体基本面方面，我们保持谨慎中性乐观，原因是：

-行业：中国天然气需求仍待恢复，气源供给改善

1) 气价：国际天然气价格大幅回落。9月1日，欧洲 TTF 现货价格为 10.02 美元/百万英热，同比下降 86.5%，周环比下降 0.6%；

国内天然气价格：截至 9 月底，上海石油天然气交易中心 LNG 出厂价格全国指数同比下降 39%到 4,158 元/吨；中国进口 LNG 到岸价同比下跌 73%为 13.71 美元/百万英热，环比稍有上升。

2) 气源供给：

根据海关总署数据，2023 年 7 月，国内天然气产量同比上升 7.6%为 184 亿方。天然气进口量同比上升 18.5%到 1,031 万吨。1-7 月份，生产天然气 1,340 亿立方米，同比增长 5.7%。进口天然气 6,688 万吨，同比增长 7.6%。我们预期未来短期供应趋稳。

3) 天然气需求：

2023 年 7 月，国内天然气表观消费量 324.9 亿方，同比上升 9.0%。整体天然气需求有反弹。接下来，我们预期整体需求或有回暖，因为金九银十期间工业企业消耗气量有望上升，供暖季前城燃迎冬补库或增加。此外，刺激经济措施陆续出台，预期下半年经济持续恢复，带动整体用气需求。

-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稍微低于预期，居民用气和商业用气上半年同比增长良好。然而，受宏观经济影响整体生产开工和进出口弱于预期影响，工业销气量普遍录得低中单位数同比增长。随着经济刺激措施陆续实施，改善工商业用气需求，我们对城燃公司下半年整体销气量改善和销气收入及利润增长持中性谨慎乐观。

2) 毛差：气源价格有望改善，居民顺价措施陆续实施。陆续各省份快速出台相关居民顺价政策。积极顺价措施有望改善城燃顺价和毛差情况，我们对全年毛差改善保持乐观。

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中性乐观：

华润燃气 (1193 HK) 估值具有吸引力，预期下半年工商业用气需求持续改善。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。3) 工业用气需求恢复缓慢。

■ 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：据国家能源局数据，2023 年 1-7 月我国累计电力总装机量达到了 2,740GW，同比增长 11.5%。其中，太阳能发电装机容量累计约 490GW，同比增长 42.9%；风电装机容量累计约 390GW，同比增长 14.3%。火电装机容量累计 1,364GW，同比增长 4.0%。

1-7月电力新增装机量达到17,216万千瓦，同比增长8,773万千瓦。其中火电新增装机量同比增长1,391万千瓦。风电新增装机量同比增长1,138万千瓦。光伏新增装机量同比增长5,943万千瓦。

预期风光装机有望持续高增长，金九银十有望增加用电，整体装机有望维持稳定增长。

利用小时数：1~7月份，全国发电设备的平均利用小时数略有下降，其中太阳能发电的利用小时数减少，而火电和风电的利用小时数增加。

全国发电设备累计平均利用小时为2,017小时，比上年同期减少54小时。太阳能发电的利用小时数同比减少42小时；火电的利用小时数同比增加96小时；风电的利用小时数同比增加112小时。

电源投资：1~7月份，全国主要发电企业电源工程完成投资4,013亿元，同比增长54.4%。其中，太阳能发电1,612亿元，同比增长108.7%；风电为960亿元，同比增长40.3%。火电完成474亿元，同比增长16.9%。预期风光投资保持高增速。

用电和发电：在供需方面，1-7月全社会用电量为5.20万亿千瓦时，同比增长5.2%。其中，第一产业和第三产业用电增速高，分别达到12.3%和9.8%。全社会发电量为50130亿千瓦时，同比增长3.8%。7月份，发电同比增长3.6%。火电、核电、太阳能发电增速回落。火电同比增长7.2%。水电同比下降17.5%。风电同比增长25%，太阳能发电同比增长6.4%。供需趋紧。

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2023年8月25日，广东电力现货日前市场成交周均价为357.81元/兆瓦时，周环比下降0.81%

火电-动力煤价格：9月国内动力煤价格波动反弹，但仍处于相对低位。

我们认为火电不仅局限于成本下降，更应该重视盈利与扩表周期的行业重估。我们认为火电的改善更多的来自于对火电的态度转变，迎峰度夏叠加“金九银十”政府多次强调民生用电保供和支持经济平稳发展中火电的作用，是用电高峰期保供的能源保障和压仓石。比起此前趋严基调有所缓和和转变。

我们对火电以及新能源电力运营商乐观：看好华润电力（836HK）。我们认为公司上半年业绩录得火电扭亏，火电业务的成本和利润将在2023年得到改善，原因是：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。

新能源业务方面，公司管理层给予2023年指引实现7,000MW的风光新增装机容量。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，有利于提高整体估值。

风险：1) 煤炭成本反弹超预期；2) 装机增速不及预期；3) 上网电价下滑。

三峡能源（600905 CH）：我们认为公司有良好的增长潜力：1) 三峡能源计划于2023年实现光伏和风电新增装机容量5,000兆瓦，同比增长42%，光伏装机将有明显提速。上半年风光装机进度对于全年稍慢，我们预计下半年新能源装机进度将加快。2) 我们预计风电和光伏上游成本降低，以及技术和效率提高导致的技术成本下降，会提高三峡能源新增新能源风光项目的内部收益率。从而进一步提高三峡能源的装机意愿和利润。3) 预期上网

电价同比持平。4) 三峡能源也在探索融合多种新能源开发创新一体化发电项目，寻找进一步的增长空间。

风险：1) 会计准则调整计提折旧增加；2) 装机增速慢于预期；3) 上网电价波动。

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。