

中国策略

三中全会政策解读

- **宏观：**高质量发展是推进中国式现代化的首要任务，政策利好科技行业与高端制造业，但提振消费政策依然较少。构建统一大市场 and 新型城镇化利好核心城市、大众消费、科技行业、大数据公司、智能电网产业链和能源资源行业龙头国企。在土地财政萎缩背景下，财税体制改革重点是为地方财政开源，相关行业税负可能上升。未来金融业发展重点是科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融。
- **科技：**会议强调发展新质生产力，促进实体经济和数字经济深度融合，健全现代化基础设施建设，提升产业链供应链韧性和安全水平。当前新一轮科技革命和产业变革深入发展，我们认为此次党的三中全会科技领域的主要关注点在于新质生产力、科技创新和产业链安全等，科技行业将受益于全面科技创新体制建设、实体和数字经济融合和产业链安全提升等投资主题，我们建议关注比亚迪电子（285 HK）、小米集团（1810 HK）、立讯精密（002475 CH）和歌尔股份（002241 CH）。
- **半导体：**会议强调要加强现代化基础设施建设，提升产业链供应链韧性和安全水平，同时要**加强国家战略科技力量建设，统筹强化关键核心技术攻关**。半导体产业是现代信息社会的基石，国家高度重视集成电路产业的发展，在近年来推出了一系列的支持政策，并设立了集成电路产业投资基金。我们认为本次党的三中全会精神体现了国家对集成电路产业继续大力支持的态度，以及推动半导体关键领域的发展、实现技术自主可控目标的决心。我们建议关注半导体晶圆制造、设备与材料、存储、算力芯片及人工智能等相关领域的投资机会。
- **互联网和软件：**我们关注到的积极举措包括《决定》提及要更好发挥市场机制作用，支持有能力的民营企业牵头承担国家重大技术攻关任务，同时提及要完善扩大消费长效机制，也对开放、扩大利用外资作出了重要部署。我们认为这或有望为民营企业牵头承担国家重大技术攻关任务明晰方向、推动消费复苏及入境游进一步发展、提振市场信心。《决定》还提及，要健全因地制宜发展新质生产力体制机制，健全促进实体经济和数字经济深度融合制度，完善发展服务业体制机制，健全现代化基础设施建设体制机制，健全提升产业链供应链韧性和安全水平制度。我们认为这或有望进一步推动人工智能、大数据、数字经济等新兴行业的高质量发展。
- **医药：**党的三中全会提出“健全社会保障体系，深化医药卫生体制改革，健全人口发展支持和服务体系。”我们认为，中国的基本医疗保险支出将持续稳健增长。考虑到人口结构老龄化趋势，中国基本医疗保险的增速有望持续高于 GDP 增速，从而驱动中国医药行业的稳健增长。我们预期中国将加大生育支持政策，加速推进各地区辅助生殖服务进入医保。此外，相关新闻发布会提到：“实施好大规模设备更新和消费品以旧换新政策，投入更多真金白银，加大政策支持力度，让企业和消费者获得实实在在的好处。”我们预期医疗设备更新将加速落地，利好国产医疗设备龙头企业。
- **必选消费：**强文化自信或引国风更盛。我们认为会议对必选消费板块带来的潜在影响可总结为“强文化自信或助国风更盛，挖内需潜力或赋能本土品牌”，我们从会议中提炼出了以下关键词：1) 激发文化创新活力，优化文

叶丙南, Ph.D

刘泽晖

伍力恒

李汉卿

刘梦楠

杨天薇, Ph.D

张元圣

贺赛一, CFA

陶冶

陆文韬, CFA

武煜, CFA

王银朋

黄本晨, CFA

王云逸

张苗

李昀嘉

胡永匡

史迹, CFA

赛文静, CFA

马毓泽

冯键嵘, CFA

化产品供给；2) 充分挖掘内需潜力；3) 拓展地方税源。我们认为，1) 增强文化自信和传承优秀传统文化对必选消费行业而言不仅是产品创新的源泉，也是市场拓展的动力，使行业在满足消费者基本需求的同时赋予了产品更深厚的文化价值和情感意义，故认为将有更多消费产品开始融入中国传统文化元素，推动国风潮流的进一步盛行；2) 扩内需方面，政策刺激提振消费信心的预期将持续存在，内需扩容有望加速本土品牌的成长和市场份额的扩大；3) 消费税改革被提及，建议持续关注其推进。选股策略上，我们推荐强文化属性的国货美妆珀莱雅（603605 CH）及食品饮料中的贵州茅台（600519 CH）、华润啤酒（291 HK）等。

- **可选消费：**党的三中全会一直与中国各项改革密切相关，无论是经济还是体制优化，都将为未来政策定下基调。面对经济放缓、生育率下降、人口老龄化及房地产去杠杆对经济的影响，高质量增长的需求更加迫切。未来的关注点仍将集中在新一轮改革上。会议公报全文公布后，我们认为除了对消费行业的短期刺激较少，其他政策大致上是符合预期的。政策优化和改革都集中在几个方面：加大新质生产力的推动力度，优化资源配置特别是财税改革，提升科技和供应链安全，加速推动经济双循环，以及促进国资国企和非公有制企业经营体系改革，激发市场活力和创新能力。在短期内对消费行业仍然会保持积极鼓励的态度，但长期来看，为应对财政压力可能需要提高财政收入，调整税制以支持经济发展。总体而言，虽然三中全会中有明确提到，财税改革的实施必然是要有利于高质量发展、社会公平和市场统一，但我们认为对消费行业仍可能产生一次或多次负面的影响。
- **汽车：**“优势产业”新能源车渗透率突破 40%， “外贸动能” 出口成为汽车销量增长的重要引擎。今年以来新能源车市占率的提升速度超出我们年初的预期。据我们统计，下半年中国市场或有 100 款全新新能源车型推出市场，我们预计下半年新能源车的单月零售渗透率有望超过 50%。上半年出口贡献中国整体乘用车批发销量的 20%，我们预计全年出口销量有望同比增长 21% 至约 500 万台。19 日晚国务院召开常务会议，研究加力支持消费品以旧换新政策措施，如果中央政府进一步推出真金白银支持的汽车消费刺激政策，有望超出市场预期，成为汽车板块股价催化剂。推荐投资者关注盈利具有韧性又相对低估值的头部车企，首推吉利汽车（175 HK）和理想汽车（LI US）。
- **房地产：**解决旧问题，发展新支柱。我们认为会议对于中国房地产行业的指示可提炼为“用改革解决旧问题，加快发展经济新支柱”。其中，解决旧问题部分，我们提炼出的关键词为 1) 深化土地制度改革、2) 深化税制改革、3) 落实好防范化解房地产风险措施；发展新支柱部分关键词为 4) 加快经济发展动能替换。以上关键词相关的具体内容如图 17 所示。我们认为，深化土改旨在解决资源配置不平衡问题；深化税改有助于解决土地财政依赖问题；落实化风险措施如保交楼、去库存等意在解决购房者、开发商供需终端的困境；而加快经济发展动能替换，旨在改善行业被过度依赖的局面，引导行业步入合理健康的发展轨道。考虑到政策前景良好、实施力度增强，行业将进入平稳发展阶段，我们认为板块中长期将维持修复态势。选股方面我们倾向于存量市场的受益者物管公司华润万象生活（1209 HK）、保利物业（6049 HK）、滨江服务（3316 HK）和万物云（2602 HK），中介平台贝壳（BEKE US），代建公司绿城管理（9979 HK）和开发商中具有长期持有价值的华润置地（1109 HK）。

- **非银金融：**金融供给侧改革和金融机构化险进程有望加速，建议增持非银板块头部险企。《第二十届中央委员会第三次全体会议公报》（简称“公报”）中两次提及金融行业，包括深化金融体制改革和推进中小金融机构风险化解，明确行业未来发展的总体方向，整体延续中央金融工作会议基调。保险业作为经济减震器和社会稳定器，将进一步助力中国式现代化发展进程。我们认为未来金融高质量发展的主线更加明确，行业供给侧改革加速推进，非银机构由以规模扩张，向以价值和经营效率为先的经营模式转变，头部险企的竞争优势将进一步增强，行业马太效应凸显。在严监管趋势下，我们认为头部险企的市场份额有望进一步提升，随着长债利率预期在央行政策的调控下逐步企稳，市场对险企利差损的担忧将有所缓解。看好经营业绩稳健且资产负债更优的头部险企中国太保、中国平安和中国财险。维持行业“优于大市”评级。
- **资本品：**党的三中全会重申几个重大长期方向，当中与资本品相关的包括加快专项债使用进度、加强现代化基础设施建设、大规模设备更新、提升产业链供应链韧性、新质生产力和共建一带一路等。过去专项债的投放主要以基建和市政工程为主，我们相信加快专项债使用进度将有助支持基建投资以减少房地产投资下滑的冲击。此外，会议提到提高中央财政支出比例，有助缓和地方政府的出资压力，对支持基建以及大规模设备更新政策有所裨益。工程机械今年二季度国内销售总体持续疲弱，主要受到房地产投资下滑所影响，我们期待三中全会落幕后将会有更多实质措施落地，特别是设备更新方面。海外方面，共建一带一路方向继续为工程机械和重卡出口带来机会，在中国对一带一路国家投资大幅增长，叠加中国主机厂和零部件制造商的产业升级下，市场空间将持续增加。我们对资本品看好的观点没有太大改变，看好设备更新下的受益者，包括中联重科（1157 HK / 000157 CH，买入）、潍柴动力（2338 HK / 000338 CH，买入）和中国重汽（3808 HK，买入）。

宏观

叶丙南, Ph.D / yebingnan@cmbi.com.hk (852) 6989 5170
刘泽晖 / frankliu@cmbi.com.hk (852) 5661 7298

■ 中国式现代化

党的二十届三中全会文件以全面深化改革、推进中国式现代化为主题。中国式现代化的关键词：高质量发展、中国特色社会主义、文化软实力、共同富裕、绿色转型、国家安全、和平发展等。

政策受益方向：科技产业与高端制造业，国有企业，国潮与中华文化相关行业，高性价比大众消费，绿色低碳环保相关行业，信息与网络安全相关行业，全球化出海主题等。

■ 高质量发展

高质量发展是中国式现代化的首要任务。高质量发展的关键词：新质生产力、新型工业化、数字经济、服务业、新型基础设施、自主可控产业链等。

政策受益方向：新一代信息技术、人工智能、航空航天、新能源、新材料、高端装备、生物医药、量子科技等新质生产力相关行业；制造业高端化、智能化和绿色化等新型工业化方向；数字产业化和产业数字化等数字经济方向；生产性服务业高质量发展、产业互联网、生活性服务业等；基础设施数字化改造、综合交通运输体系、通用航空和低空经济等；集成电路、工业母机、医疗装备、仪器仪表、基础软件、工业软件、先进材料等重点产业链。

■ 统一大市场

构建全国统一大市场是建设高水平社会主义市场经济的重要内容，包括构建城乡统一建设用地市场、全国一体化技术和数据市场、全国统一电力市场等，推进水、能源、交通等领域价格改革，优化居民阶梯水价、电价、气价制度，完善成品油定价机制。

政策受益方向：增加农民土地财产收入，促进流动人口市民化，利好核心城市与大众消费；促进科技创新与技术交易，利好科技行业；促进数据资产交易，利好大数据企业；促进电网投资，利好智能电网产业链；推进水、能源、交通等领域价格改革，利好相关行业龙头国企。

■ 财税体制改革

重点内容：1) 研究同新业态相适应的税收制度；2) 规范经营所得、资本所得、财产所得税收政策，实行劳动性所得统一征税；3) 拓展地方税源，包括推进消费税征收环节后移并稳步下划地方，完善增值税留抵退税政策和抵扣链条，优化共享税分享比例，研究把城市维护建设税、教育费附加、地方教育附加合并为地方附加税，授权地方在一定幅度内确定具体适用税率，适当下沉部分非税收入管理权限，由地方结合实际差别化管理，清理地方税收优惠和财政奖补等；4) 完善房地产税收制度。

第1)项改革主要针对互联网经济和数字经济带来的新业态如何加强税收征管、减少偷税漏税，政策方向是增加税负。第2)项改革的方向是加强对资本征税，适度降低对劳动所得征税，利空资本投资，利好大众消费。第3)项首先是消费税改革，将消费税划为地方税并将征收环节从出厂端改为零售端，因税基提高税负将增加，短期利空相关消费品行业，长期则激励地方政府将工作重点从鼓励生产投资转向优化消费环境和吸引中高收入消费群体。消费税改革涉及地方税源利益调整，税源将从相关消费品生产地区（如贵州、四

川等产酒大省) 转向需求地区(北上广深等重点消费地区), 中央政府可能通过转移支付解决这一问题。其他税费改革则是赋予地方政府在确定具体税率和差别化管理方面一定自主权, 总体利好东南沿海核心城市的企业, 这些城市财政压力相对较小, 可能采用更低的税率和更宽松的征税力度。清理地方税收优惠和财政奖补将减少地方政府招商引资无序竞争, 利空单纯以税收优惠为竞争力的城镇, 利空享受较多地方税收优惠和财政奖补的企业, 利好以营商环境和法治水平为竞争力的东南沿海核心城市。第4)项改革可能指向房产税, 房产税改革的目标是将其培育为地方政府支柱性税种, 并兼有调节贫富差距功能, 但考虑到目前房地产下行周期, 房产税改革时点具有很大不确定性。

■ 金融体制改革

重点内容: 1) 积极发展科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融, 加强对重大战略、重点领域、薄弱环节的优质金融服务。2) 提高上市公司质量, 强化上市公司监管和退市制度。建立增强资本市场内在稳定性长效机制。完善大股东、实际控制人行为规范约束机制。完善上市公司分红激励约束机制。3) 稳健扎实推进人民币国际化, 发展人民币离岸市场, 推进自主可控的跨境支付体系建设。

第1)项改革是金融机构落实功能性大于盈利性的具体要求, 将成为金融机构业务发展的重点方向。第2)项改革中鼓励上市公司分红利好高分红收益率板块。第3)项改革重申人民币国际化, 要求推进自主可控跨境支付体系建设, 以应对其他国家金融制裁。

■ 新型城镇化

重点内容: 由常住地登记户口提供基本公共服务制度, 加快农业转移人口市民化; 保障进城落户农民合法土地权益, 探索建立自愿有偿退出的办法; 都市圈同城化发展体制机制; 发展农业适度规模经营等。

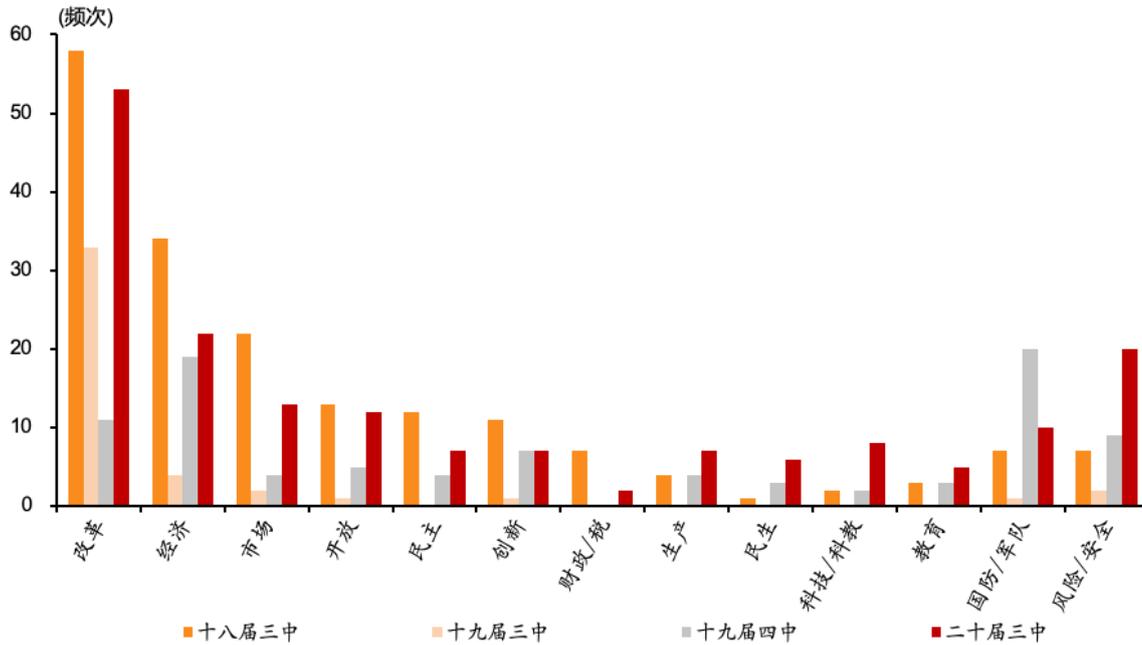
政策将促进人口、土地、资金、技术、数据等各类生产要素的合理流动与优化配置, 有利于核心城市吸引更多人口和要素聚集, 利好核心城市经济与公司。

■ 保障改善民生

重点内容: 1) 规范收入分配秩序, 有效增加低收入群体收入、稳步扩大中等收入群体规模、合理调节过高收入的制度体系, 合理确定并严格规范国有企业各级负责人薪酬、津贴补贴等; 2) 基本养老保险全国统筹, 逐步提高城乡居民基本养老保险基础养老金, 健全灵活就业人员、农民工、新就业形态人员社保制度, 全面取消在就业地参保户籍限制, 完善社保关系转移接续政策; 3) 发展多层次多支柱养老保险体系, 扩大年金制度覆盖范围, 推行个人养老金制度, 发挥各类商业保险补充保障作用; 4) 建立租购并举的住房制度, 加快构建房地产发展新模式, 加大保障性住房建设和供给, 改革房地产开发融资方式和商品房预售制度; 5) 推动建设生育友好型社会; 6) 完善发展养老事业和养老产业政策, 稳妥有序推进渐进式延迟法定退休年龄改革。

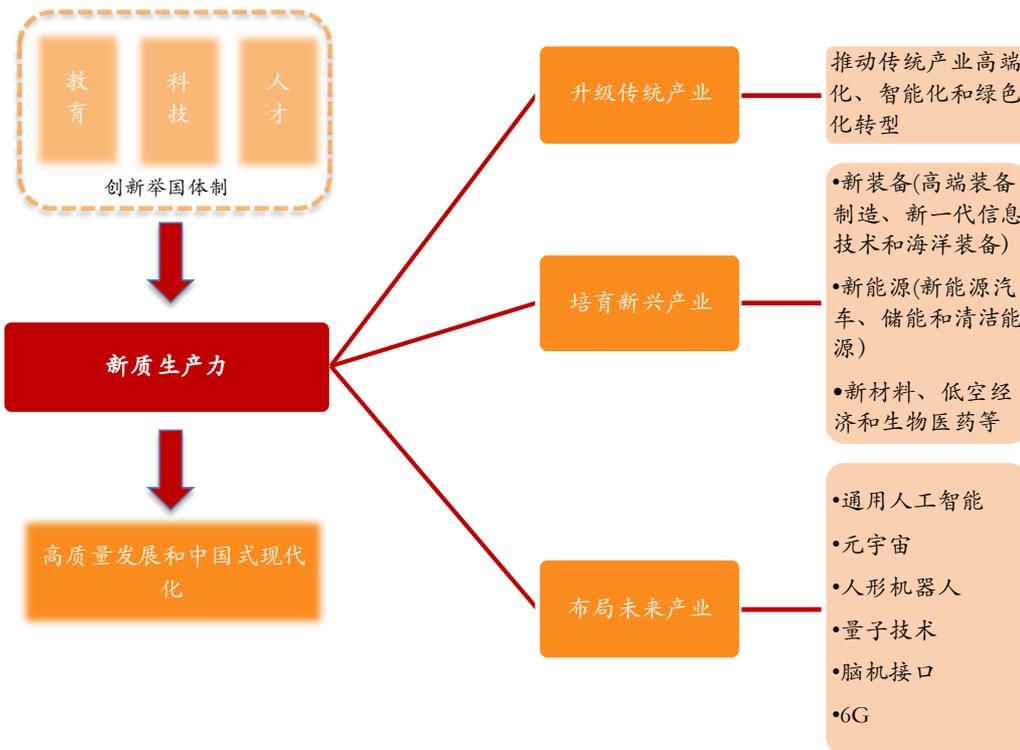
第1)项改革利好低收入群体, 利空高收入群体, 尤其是国有体系内高收入群体。第2)项改革总体将增强未来非正规就业人员的医疗保障和社会保障, 但可能增加企业用工成本或减少就业人员当下收入; 此项改革也有助于促进劳动力跨区流动, 提升要素配置效率。第3)项改革利好商业养老保险业务发展。第4)项改革利好国有房企。第5)项改革向提升人口出生率, 但具体政策及其效果仍有点观察。第6)项改革利好养老产业发展, 有利于延缓劳动年龄人口下降过程。

图 1: 关键词语频次变化



资料来源：会议公报，招银国际环球市场

图 2: 新质生产力



资料来源：政府文件，招银国际环球市场

科技

伍力恒 / alexng@cmbi.com.hk (852) 3900 0881

刘梦楠 / claudialiu@cmbi.com.hk

李汉卿 / lihanqing@cmbi.com.hk

党的二十届三中全会公报指出要健全因地制宜发展新质生产力体制机制，促进实体经济和数字经济深度融合，健全现代化基础设施建设，提升产业链供应链韧性和安全水平。对于科技行业，2024年初以来党和政府在重要场合多次提及“新质生产力”、“数字经济”、“科技创新”和“产业链安全”等方向，对于此次三中全会，我们认为需要关注三大亮点：

■ 新质生产力：“发展新质生产力体制机制”

会议指出“高质量发展是全面建设社会主义现代化国家的首要任务”，健全因地制宜发展新质生产力体制机制，促进实体经济和数字经济深度融合制度，健全现代化基础设施建设体制，提升产业链供应链韧性和安全水平制度。新质生产力是高质量发展的重要落脚点，具体产业方向上，会议提及的数字经济、现代基建、产业链安全等领域有望成为后续的投资机会。重点关注人工智能作为新一轮科技与产业革命的核心动力，有望获得更多政策与资源支持，受益板块包括智能算力和终端产业链。

■ 科技创新体制：“构建支持全面创新体制机制”

会议指出“教育、科技、人才是中国式现代化的基础性、战略性支撑”，提出统筹推进教育科技人才体制机制一体改革，从而实现创新驱动引领和发展新质生产力，强调优化重大科技创新组织机制，加强国家战略科技力量建设，统筹强化关键核心技术攻关。从具体改革任务的排序上，“构建支持全面创新体制机制”排在第三位，科技创新体制改革的重要性仅次于社会主义市场经济体制和高质量发展。随着我国经济从高速增长转向高质量发展阶段，同时面对纷繁复杂的国际国内形势，面对新一轮科技革命和产业变革，围绕高素质人才和科技制高点的国际竞争空前激烈，新质生产力可推动经济高质量发展，通过创新和产业升级实现产业结构的转变，从而促进生产效率的提升和科技行业的可持续发展。

■ 产业链自主可控：“推进国家安全体系和能力现代化”

三中全会提出，国家安全是中国式现代化行稳致远的重要基础，强调健全提升产业链供应链韧性和安全水平制度。统筹发展和安全已成为中央的战略部署，在当前内外部环境下产业链安全与科技自立自强显得尤为重要。我们认为，国内的科技产业内需，特别是基础设施建设，将推动科技自立自强。三中全会中供应链安全成为高频词之一，建议关注供应链自主可控和科技自立自强的投资机会。

总的来说，当前新一轮科技革命和产业变革深入发展，我们认为此次三中全会科技领域的主要关注点在于新质生产力、科技创新和产业链安全等，科技行业将受益于全面创新体制机制建设、实体和数字经济深度融合和产业链安全提升等投资主题，我们建议关注比亚迪电子（285 HK）、小米集团（1810 HK）、立讯精密（002475 CH）和歌尔股份（002241 CH）。

半导体

| 杨天薇 / lilyyang@cmbi.com.hk
| 张元圣 / kevinzhang@cmbi.com.hk

■ 会议强调要加强现代化基础设施建设，提升产业链供应链韧性和安全水平，同时要**加强国家战略科技力量建设，统筹强化关键核心技术攻关。**

当今时代，科技是第一生产力，人才是第一资源，创新是第一动力。党的二十大突出了创新在我国现代化建设全局中的核心地位，强调教育、科技、人才是全面建设社会主义现代化国家的基础性、战略性支撑，明确到 2035 年建成教育强国、科技强国、人才强国。这次三中全会进一步提出，构建支持全面创新体制机制，统筹推进教育科技人才体制机制一体改革，健全新型举国体制，提升国家创新体系整体效能。

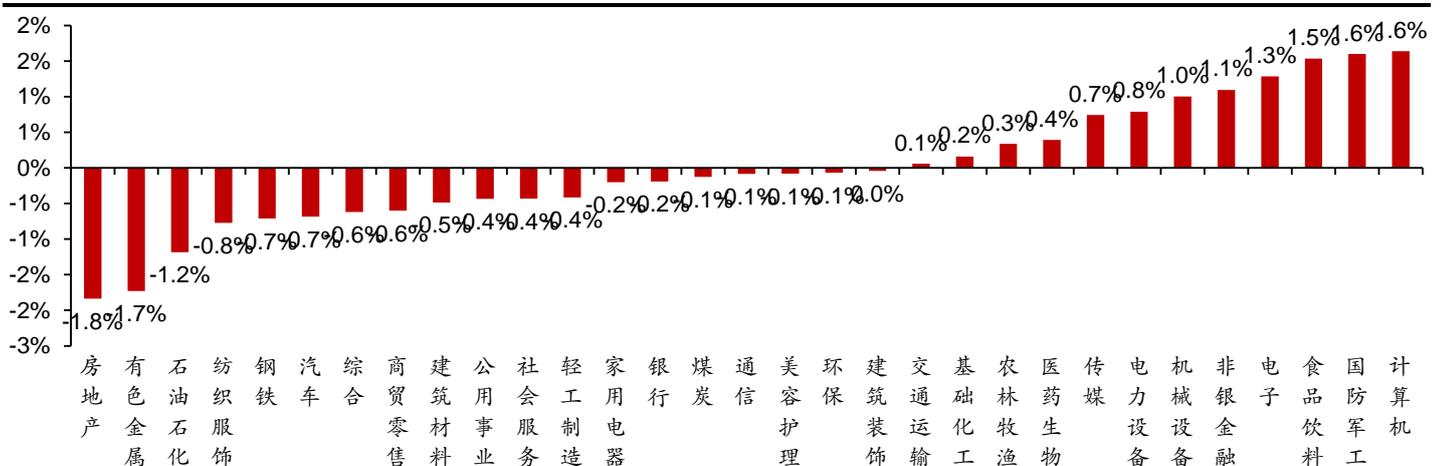
全会《决定》**强调要促进实体经济和数字经济深度融合，加快发展现代服务业，加强现代化基础设施建设，提升产业链供应链韧性和安全水平，同时要优化重大科技创新组织机制，加强国家战略科技力量建设，统筹强化关键核心技术攻关。**

半导体产业是现代信息社会的基石，国家高度重视集成电路产业的发展，在近年来推出了一系列的支持政策，并设立了集成电路产业投资基金。今年 5 月，国家集成电路产业投资基金（大基金）第三期成立，规模为 3,440 亿元人民币，约为大基金一期（1,387 亿元人民币）和二期（2,041 亿元人民币）规模的总和。

近日，半导体板块明显走强，涨幅靠前。根据万得数据，计算机板块本周（7 月 15-19 日）涨幅达 1.6%，名列第一；电子涨幅 1.3%，位列第四。聚焦细分二级行业，半导体板块本周上涨 5.3%，单日（7 月 19 日）上涨 2.7%，涨幅排名第一。

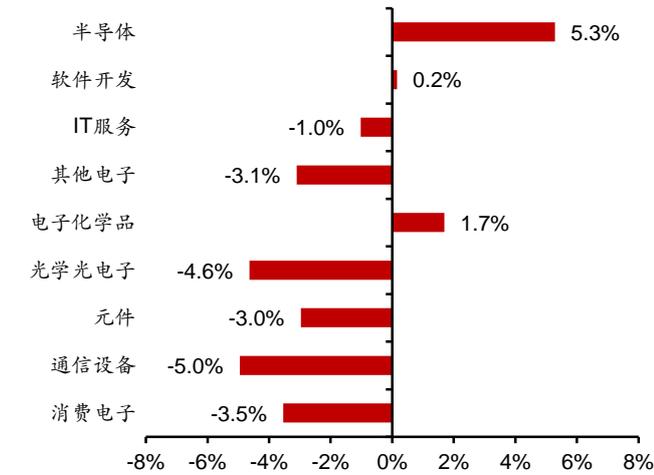
我们认为本次三中全会的精神体现了国家对集成电路产业继续大力支持的态度，以及推动半导体关键领域的发展、实现技术自主可控目标的决心。建议关注半导体晶圆制造、设备与材料、存储、算力芯片及人工智能等相关领域的投资机会。首推半导体产业链自主可控主题相关标的，如北方华创(002371 CH, 买入)、华虹半导体(1347 HK, 买入)等。

图 3: 申万行业单日涨跌幅榜 (7 月 19 日)



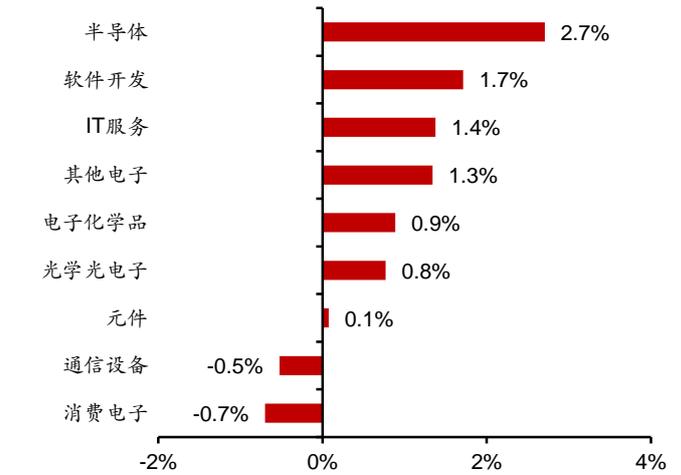
资料来源：万得，招银国际环球市场

图 4: 申万科技板块周涨跌幅榜 (7月15-19日)



资料来源: 万得, 招银国际环球市场

图 5: 申万科技板块日涨跌幅榜 (7月19日)



资料来源: 万得, 招银国际环球市场

互联网和软件

| 贺赛一 / hesaiyi@cmbi.com.hk (852) 3916 1739
 | 陶冶 / franktao@cmbi.com.hk
 | 陆文韬 / luwentao@cmbi.com.hk

在中共中央举行的介绍并解读党的二十届三中全会精神的新闻发布会上, 我们关注到的积极举措包括《中共中央关于进一步全面深化改革、推进中国式现代化的决定》(以下简称《决定》) 提及要更好发挥市场机制作用, 支持有能力的民营企业牵头承担国家重大技术攻关任务, 同时提及要完善扩大消费长效机制, 也对开放、扩大利用外资作出了重要部署。我们认为这或有望为民营企业牵头承担国家重大技术攻关任务明晰方向、推动消费复苏及入境游进一步发展、提振市场信心。

据中共中央新闻发布会, 《决定》提及要更好发挥市场机制作用, 创造更加公平、更有活力的市场环境, 激发全社会内生动力和创新活力, 同时《决定》提及要为非公有制经济发展营造良好环境、提供更多机会, 完善民营企业参与国家重大项目建设长效机制, 支持有能力的民营企业牵头承担国家重大技术攻关任务, 也提及法治是最好的营商环境、要制定出台民营经济促进法。

《决定》提及, 要健全因地制宜发展新质生产力体制机制, 健全促进实体经济和数字经济深度融合制度, 完善发展服务业体制机制, 健全现代化基础设施建设体制机制, 健全提升产业链供应链韧性和安全水平制度。我们理解: 1) “健全因地制宜发展新质生产力体制机制”——各地根据自身地域特点或产业基础, 推出支持新质生产力发展的政策和机制, 推动人工智能、大数据、数字经济等新兴行业的高质量发展; 2) “健全现代化基础设施建设体制机制”——鼓励各地方和企业加强网络基础设施、算力基础设施、应用基础设施的建设, 有利于人工智能和数字经济等行业的发展; 3) “健全提升产业链供应链韧性和安全水平制度”——继续推动人工智能、软件和数字经济等产业供应链的国产化替代。

此外, 《决定》提及要完善扩大消费长效机制, 提及完善促进机会公平制度机制, 保证各种所有制经济依法平等使用生产要素、公平参与市场竞争、同等受到法律保护, 畅通社会流动渠道, 营造勤劳致富环境。三中全会也对推进高水平对外开放、扩大利用外资作出了

重要部署，主要包括：1) 稳步扩大制度型开放：提及要主动对接国际高标准经贸规则，建立高效便利安全的数据跨境流动机制，打造透明、稳定、可预期的制度环境，未来将进一步完善来华经商旅游人员居住、医疗、支付等便利制度；2) 进一步放宽市场准入：扩大鼓励外商投资产业目录，合理缩减外资准入负面清单；扩大服务业开放，全面实施跨境服务贸易负面清单，推动电信、互联网、教育、文化、医疗等领域有序扩大开放；3) 切实保障外资企业国民待遇和合法权益：强调一视同仁支持内外资企业发展，保障外资企业在要素获取、资质许可、标准制定、政府采购等方面的国民待遇。

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

■ 深化医药卫生体制改革，健全人口发展支持和服务体系。

党的三中全会提出“健全社会保障体系，深化医药卫生体制改革，健全人口发展支持和服务体系。”我们认为，中国的基本医疗保险支出将持续稳健增长。考虑到人口结构老龄化趋势，中国基本医疗保险的增速有望持续高于GDP增速，从而驱动中国医药行业的稳健增长。我们预期中国将加大生育支持政策，加速推进各地区辅助生殖服务进入医保。

此外，相关新闻发布会提到：“实施好大规模设备更新和消费品以旧换新政策，投入更多真金白银，加大政策支持力度，让企业和消费者获得实实在在的好处。”我们预期医疗设备更新将加速落地，利好国产医疗设备龙头企业。

必选消费：强文化自信或引国风更盛

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

| 李昀嘉 / bellali@cmbi.com.hk (852) 3900 6202

通过研读学习党的二十届三中全会公报及新闻发布会对会议精神的介绍和解读，我们认为会议对必选消费板块带来的潜在影响可总结为“强文化自信或助国风更盛，挖内需潜力或赋能本土品牌”，会议的主要指示可以提炼出以下关键词：1) 激发文化创新活力，优化文化产品供给；2) 充分挖掘内需潜力；3) 拓展地方税源。我们认为，1) 增强文化自信和传承优秀传统文化对必选消费行业而言不仅是产品创新的源泉，也是市场拓展的动力，使行业在满足消费者基本需求的同时赋予了产品更深厚的文化价值和情感意义，故认为将有更多消费产品开始融入中国传统文化元素，推动国风潮流的进一步盛行。2) 扩内需方面，政策刺激提振消费信心的预期将持续存在，内需扩容有望加速本土品牌的成长和市场份额的扩大。3) 消费税改革未被提及，或隐含在“拓展地方税源”等指示中，建议持续关注其推进。选股策略上，我们推荐强文化属性的国货美妆珀莱雅（603605 CH）及食品饮料中的贵州茅台（600519 CH）、华润啤酒（291 HK）等。

■ 优化文化产品供给：或引国风更盛

会议提及“必须增强文化自信，传承中华优秀传统文化，激发全民族文化创新创造活力，优化文化服务和文化产品供给机制”，我们认为增强文化自信和传承优秀传统文化对必选消费行业而言不仅是产品创新的源泉，也是市场拓展的动力，使行业在满足消费者基本需求的同时赋予了产品更深厚的文化价值和情感意义，故认为将有更多消费产品开始融入中

国传统文化元素，推动国风潮流的进一步盛行。可以看到，**1) 美妆方面**，文化符号主要体现在国风美妆和草本护肤。越来越多的国货美妆品牌开始运用中国传统的色彩、图案和文化符号，如牡丹、青花瓷、山水画等，设计出具有鲜明中国风特色的产品包装和营销策略。同时依托中国传统的中草药知识，开发出一系列具有天然、温和、养肤功效的护肤品，满足了消费者对健康、绿色产品的需求。**2) 食品饮料方面**，文化标签主要来自地域特色和健康养生，带有地方特色口味或风味的食品和饮品通过传统与现代的碰撞建立新鲜感；通知结合中医养生理论推出具有保健功效的产品满足消费者对健康的追求。**3) 黄金珠宝方面**，文化符号主要体现在工艺复兴及设计元素的复古。工艺方面传统金银首饰制作工艺如篆刻、珐琅、镶嵌等被重新发掘和应用，创造出具有浓厚文化底蕴的珠宝作品。设计方面以龙凤、如意、福字等传统吉祥图案为设计灵感的产品也重获消费者青睐。

■ 充分挖掘内需潜力：本土品牌前景广阔

会议重申“扩大国内需求特别是消费需求，充分挖掘内需潜力”，我们认为政府通过政策措施如财政政策、货币政策来增强消费者购买力或提振消费信心的预期将持续存在，如付诸实践将直接催化行业销售的增长。如内需市场如期扩容，本土品牌将迎来更多发展机遇，尤其是在餐饮、日用品等必选消费领域，有望加速本土品牌的成长和市场份额的扩大。

■ 深化财税改革：拓展税源或涉及消费税改

我们观察到此前热议的税改重点话题“消费税改”并未在会议中被提及，但会议将“深化财税体制改革”列于改革部署的第四顺位，并在发布会中指出要“增加地方自主财力，拓展地方税源”，我们认为消费税改对调整完善央地财政分配关系及缓解地方财政压力具有重要意义，仍为拓展地方收入来源的重要考量之一，建议持续关注其推进动态。

图 6: 三中全会必选消费行业发展关键词及具体内容

必选消费行业发展 相关关键词	改革部署 中顺位	公报相关内容	发布会解读相关内容	发布会答记者问相关内容
激发文化创新活力，优化文化产品供给	第九顺位	中国式现代化是物质文明和精神文明相协调的现代化。必须增强文化自信，发展社会主义先进文化，弘扬革命文化， 传承中华优秀传统文化 ，加快适应信息技术迅猛发展新形势，培育形成规模宏大的优秀文化人才队伍， 激发全民族文化创新创造活力 。要完善意识形态工作责任制， 优化文化服务和文化产品供给机制 ，健全网络综合治理体系，构建更有效力的国际传播体系	-	-
扩大国内需求特别是消费需求，充分挖掘内需潜力	-	-	-	要扩大国内需求特别是消费需求 ，增强国内大循环的内生动力和可靠性。面对新的国际环境，我们要稳住外贸外资基本盘，不断拓展我国的发展空间。同时，要 充分挖掘内需潜力 ，充分利用国内超大规模市场优势，充分发挥消费的基础作用和投资的关键作用，推动我国经济实现质的有效提升和量的合理增长。中国经济是大国经济，内需潜力大，内部可循环，只要办好自己的事，就能够确保国民经济循环畅通、行稳致远

深化财税体制改革 第四顺位 统筹推进财税、金融等重点领域改革，深化财税体制改革

在健全宏观经济治理体系部分提及：**深化财税体制**、金融体制改革、针对地方政府和基层财政困难，提出要完善中央和地方财政关系，增加地方自主财力，**拓展地方税源**，提升市县财力同事权相匹配程度，适当加强中央事权，提高中央财政支出比例，不得违规要求地方安排配套资金。要研究同新业态相适应的税收制度

资料来源：新华网，招银国际环球市场

可选消费

| 胡永匡/ walterwoo@cmbi.com.hk (852) 3761 8776

一直以来，党的三中全会都和国内的各种改革紧密相连，不论是经济层面还是在不同的体制优化，不论是大改革还是小改革，都是会为往后的政策定调。

对于党的二十届三中全会，虽然我们认为在大方向上也许不会出现大的转向，但基于当前中国面临的新情况和新问题，包括：1) 经济增长放缓，同时其他增长引擎贡献也不够多，2) 生育率下降和人口老龄化，3) 房地产行业去杠杆的情况下对消费和经济的拖累等等，未来对高质量的增长需求只会更大，所以国家新一轮的改革仍然相当值得关注。

我们认为以下几个方面会有较多的优化政策或者改革，包括：1) 新质生产力的挖掘，当中的核心是加大力度鼓励创新；2) 资源配置的优化，当中财政和税务改革都是重中之重，如健全直接税体系等；3) 科技和供应链的自主和安全，对核心的科技和国内对能源和食品的覆盖要全面，并且加速推进国内和国外的经济增长双循环；4) 企业经营体系的改革也许会加速，促进各种所有制的公司融合，以便有效激发各类市场主体的活力和创造力。

对于新质生产力的提升，我们认为会利好各个子板块的龙头公司，特别是标准化和数字化程度较高的公司，我们认为 AI 和各种创新举措以及效率的提升都会被积极奖励。

对于财税改革，因为在国家层面：1) 财政收入因为土地收入减少而有所减弱，2) 另外目前税收再调节收入分配的作用也比以前减弱，3) 中央和地方的财权与事权仍然不够匹配，所以改革是迫切和需要加速的。

首先，在短期内（2024 年）也许为了支持经济发展，财政政策需要更积极（货币政策维持稳健），所以鼓励消费的态度或许会强化，但中长期来说，因为国家财政压力较大，我们认为未来还是大概率需要：1) 提高财政收入，或提高消费税或者加大纳税范围，加大对资本和经营回报的所得税；2) 调整地方政府的财政和债务的弹性可能会逐步增加，但也会同时纳入地方政府的考核指标，让他们更主动和积极地去推动高质量发展。未来假如消费增加，以及拓宽覆盖的范围，相信对高端产品像奢侈品、黄金珠宝、手表和酒类都是利空的，不过因为高收入人士对价格敏感度较低，影响可能是比较一次性的。

总的来说，虽然三中全会明确提到深化财税体制改革的首要前提，是要有利于高质量发展、社会公平和市场统一，但最终目的也是要令税收增加，所以必然会一次性或多次性的减少社会消费力，所以我们认为对消费行业还是会有较负面的影响。

汽车

| 史迹, CFA / shiji@cmbi.com.hk (852) 3761 8728

| 窦文静, CFA / douwenjing@cmbi.com.hk (852) 6939 4751

中国共产党第二十届三中全会公报指出“落实好宏观政策，积极扩大国内需求，因地制宜发展新质生产力，加快培育外贸新动能，扎实推进绿色低碳发展”。中共中央在解读三中全会精神的新闻发布会上，韩文秀进一步指出“近年来我国形成了高端装备、新能源汽车、光伏等一批优势产业”，“我们要按照三中全会《决定》作出的部署，因地制宜发展新质生产力”，“推动制造业高端化、智能化、绿色化发展，形成一批新兴支柱产业，不断增强发展新动能新优势”。相关指导思想落实到汽车行业主要涉及推动新能源车的发展，以及扩大内需和出口增长。

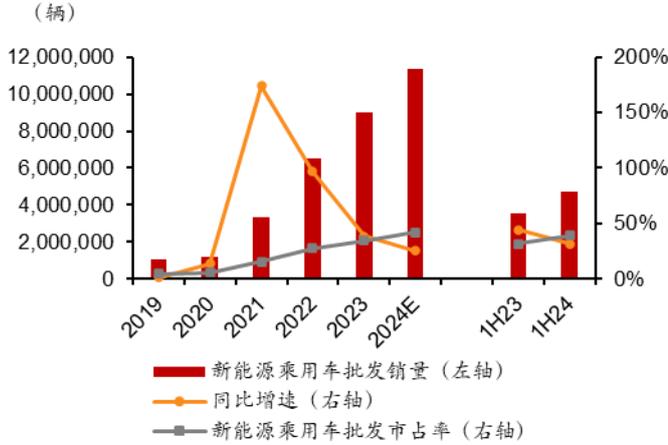
■ 新能源车作为“优势产业”，上半年零售市占率突破 40%，下半年单月或突破 50%

今年上半年，中国市场新能源乘用车（含进口）零售销量同比增长 38%至约 405 万台，市占率从 2023 年的 34%提升至 41%，市占率的提升快于我们在年初的预期。新能源乘用车批发销量同比增长 32%至约 470 万台，其中出口贡献约 55 万台，渠道库存增加约 9 万台。

中国品牌新能源车的热销也带动中国品牌在国内汽车市场的零售市占率从 2023 年 48.9% 提升至今年上半年的 54.3%。今年上半年，中国市场新能源车销量排名前十的车企中，仅特斯拉（TSLA US, 未评级）一家外资车企。相较于其他外资品牌，中国汽车品牌在新能源领域具有领先的智能网联技术、更强的产品力以及对市场变化更快的响应能力，这也使得中国品牌在本轮愈演愈烈的价格战中获得了更强的议价能力，目前终端市场的名义折扣率远低于外资品牌（如下图所示）。

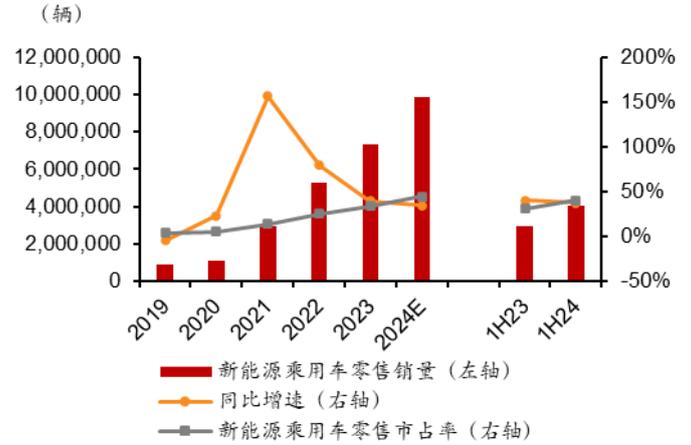
展望下半年，我们统计中国市场或将有约 100 款全新新能源车型推出，有望带动新能源车销量和市占率进一步提升。我们预测全年新能源乘用车零售销量有望同比增长 35%至约 984 万台，市占率提升至 44%，对应下半年新能源汽车零售销量将同比增长 32%至 579 万台。得益于出口的贡献和渠道库存的潜在增加，我们预测全年新能源车批发销量有望同比增长 26%至 1,135 万台，市占率提升至 42%。

图 7: 中国新能源乘用车批发销量预测



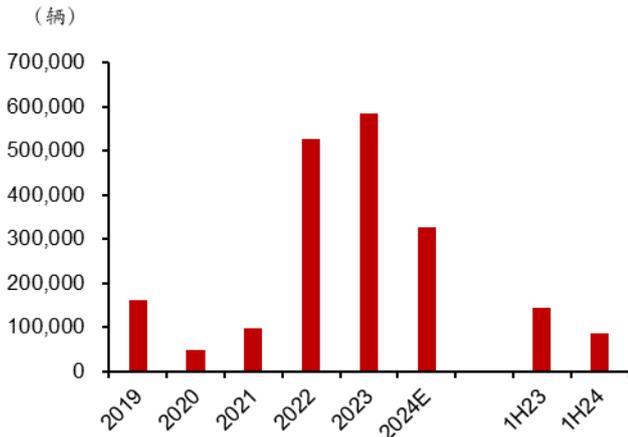
资料来源: 中国汽车工业协会, 招银国际环球市场预测

图 8: 中国新能源乘用车零售销量预测



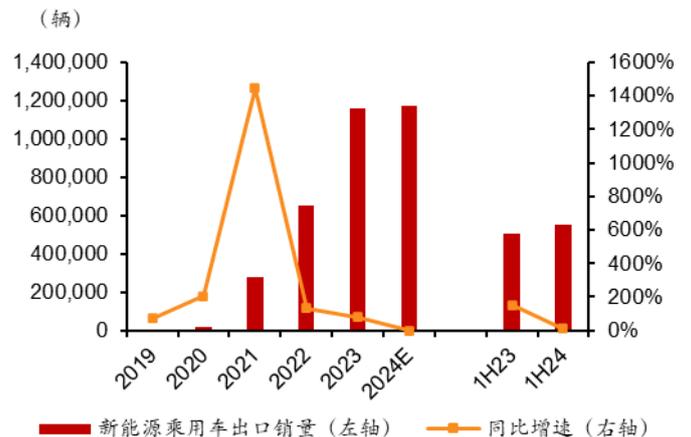
资料来源: 中汽中心, 招银国际环球市场预测

图 9: 中国新能源乘用车渠道库存变化预测



资料来源: 中国汽车工业协会, 中汽中心, 招银国际环球市场预测

图 10: 中国新能源乘用车出口销量预测



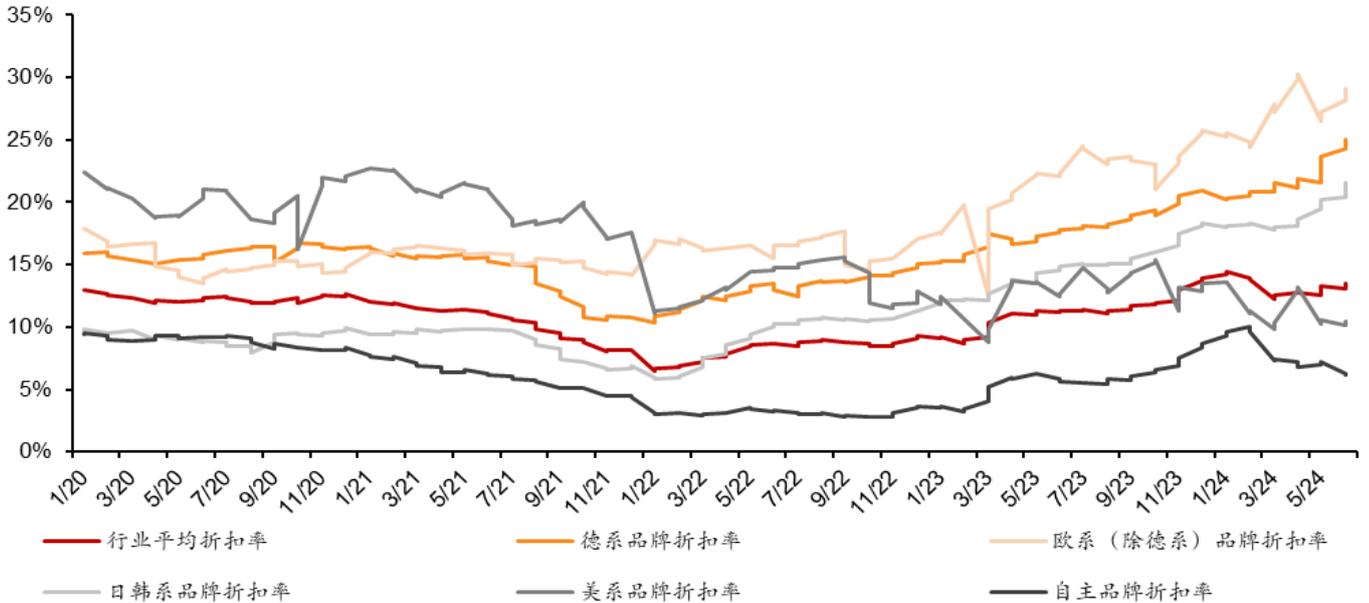
资料来源: 中国汽车工业协会, 招银国际环球市场预测

图 11: 中国新能源乘用车零售销量排名前十的车企

(辆)	2024年6月零售销量	2024年6月同比增长	2024年上半年零售销量	2024年上半年同比增长	2024年上半年市场份额
新能源乘用车合计	830,598	26.8%	4,048,488	37.8%	100.0%
比亚迪	276,643	18.5%	1,364,627	25.3%	33.7%
吉利汽车	59,207	79.7%	287,479	105.8%	7.1%
特斯拉	58,641	-21.8%	282,017	-5.0%	7.0%
长安汽车 (含阿维塔)	45,232	55.8%	248,250	91.3%	6.1%
上汽通用五菱	32,241	6.4%	218,917	23.7%	5.4%
理想汽车	47,746	46.5%	193,955	37.2%	4.8%
广汽集团	36,175	-16.4%	181,856	-9.6%	4.5%
赛力斯	42,680	848.4%	180,747	638.8%	4.5%
长城汽车	21,311	0.5%	122,638	78.1%	3.0%
奇瑞汽车	29,288	213.7%	111,942	140.5%	2.8%

资料来源: 中汽中心, 招银国际环球市场

图 12: 中国汽车市场终端折扣变化 (分品牌)



资料来源：中汽中心，招银国际环球市场

■ “加快培育外贸新动能”：出口成为汽车销量增长的重要驱动力

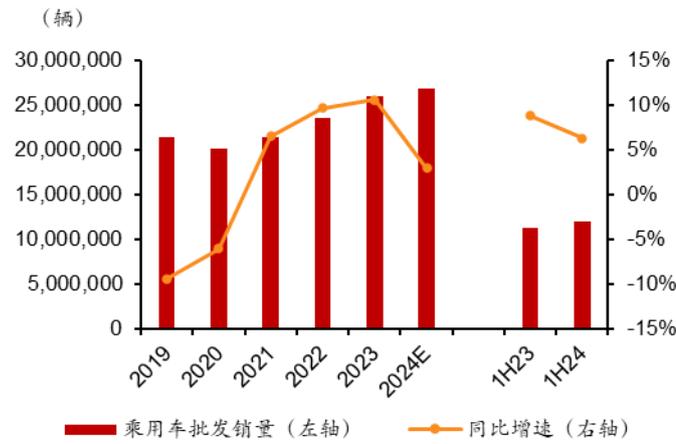
今年上半年，中国整体乘用车出口销量同比增长 31% 至约 234 万台，贡献上半年整体乘用车批发销量的 20%，相比 2023 年 16% 的贡献比例提升 4 个百分点。我们注意到乘用车出口，特别是新能源车出口销量在 5-6 月份出现一些波动，可能与欧盟在 6 月份宣布欲对中国出口的新能源车加征惩罚性关税及此前的预期有关。该临时性反补贴关税已于 7 月开始实施。虽然欧盟加关税的决定尚面临各利益相关方的博弈，最终的决定或于今年 11 月公布，但是考虑到地缘政治风险的升级和海外地方保护主义的抬头，我们将今年中国乘用车出口销量的预测下调至约 500 万台，同比增长 21%，对应下半年出口将同比增长 13% 至约 267 万台。

相较于出口超过 30% 的增长，今年上半年国内乘用车零售同比增长 4% 至约 994 万台。上半年汽车零售的同比增长主要得益于 1 月份在去年低基数的情况下实现了较高的同比增长，而 2-6 月份零售销量则均呈现了 3-11% 的同比下滑。

政府于 4 月 26 日推出的汽车“以旧换新”政策，从 5-6 月的汽车零售数据来看，对汽车的需求拉动比较有限。“消费品以旧换新”也是本次三中全会解读新闻发布会中强调需要重点落实的决策部署。7 月 19 日晚，央视新闻称李强主持召开国务院常务会议，研究加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新政策措施。如果中央政府进一步推出真金白银支持的汽车消费刺激政策，有望超出市场预期，成为汽车板块股价催化剂。

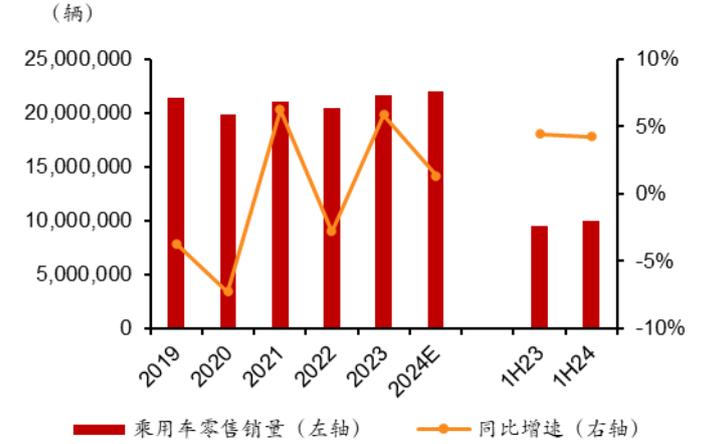
在政府不推出新一轮刺激政策的假设下，我们预计今年全年中国市场乘用车零售销量有望同比增长约 1% 至 2,199 万台，批发销量有望同比增长 3% 至约 2,684 万台，对应下半年分别下滑 1% 和同比持平。

图 13: 中国乘用车批发销量预测



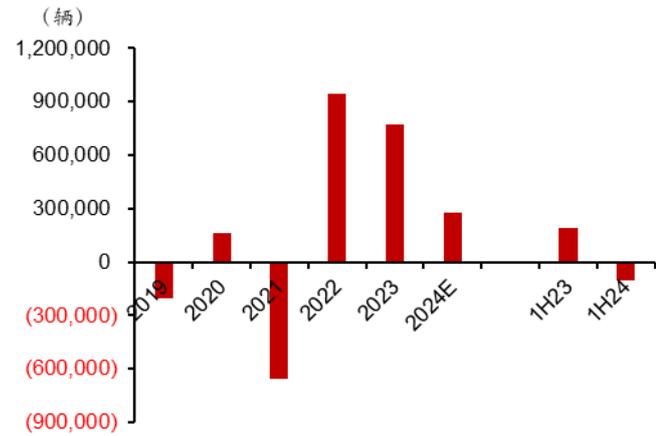
资料来源：中国汽车工业协会，招银国际环球市场预测

图 14: 中国乘用车零售销量预测



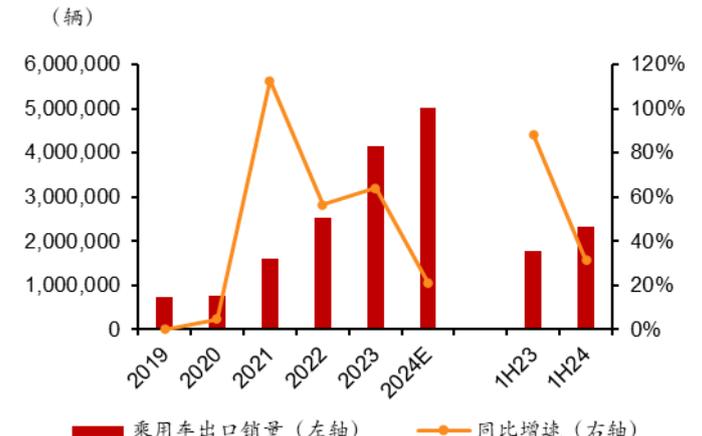
资料来源：中汽中心，招银国际环球市场预测

图 15: 中国乘用车国内渠道库存变化预测



资料来源：中国汽车工业协会，中汽中心，招银国际环球市场预测

图 16: 中国乘用车出口销量预测



资料来源：中国汽车工业协会，招银国际环球市场预测

■ 投资建议

虽然汽车行业价格战仍在蔓延、终端折扣率创历史新高，但是我们注意到头部整车厂的盈利能力仍具有韧性，主要得益于供应链降本、技术创新、出口和高科技企业增值税加计扣除等因素。我们推荐投资者关注盈利能力稳健又相对低估值的头部车企，首推**吉利汽车**（175 HK，买入）、**理想汽车**（LI US，买入）。我们预计两家公司今年的盈利能力有望超出市场预期，近期股价回调后或将出现较好的买入机会。

中国房地产：解决旧问题，发展新支柱

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

| 李昀嘉 / bellali@cmbi.com.hk (852) 3900 6202

通过研读学习党的二十届三中全会公报及新闻发布会对会议精神的介绍和解读，我们认为对于中国房地产行业的指示可提炼为“用改革解决旧问题，加快发展经济新支柱”。其中解决旧问题部分，我们主要提炼出以下三个关键词：1) 完善城乡融合发展体制机制，深化土地制度改革，2) 深化税制改革，3) 落实好防范化解房地产风险措施。发展新支柱部分，关键词为4) 加快经济发展动能替换。以上关键词相关的具体内容如图17所示。我们认为，深化土改旨在解决资源配置不平衡问题；深化税改有助于解决土地财政依赖问题；落实化风险措施如保交楼、去库存等意在解决购房者、开发商供需终端的困境；而加快经济发展动能替换，旨在改善行业被过度依赖的局面，引导行业步入合理健康的发展轨道。考虑到政策前景良好、实施力度增强，行业将进入平稳发展阶段，我们认为板块中长期将维持修复态势。选股方面我们倾向于存量市场的受益者物管公司华润万象生活（1209 HK）、保利物业（6049 HK）、滨江服务（3316 HK）和万物云（2602 HK），中介平台贝壳（BEKE US），代建公司绿城管理（9979 HK）和开发商中具有长期持有价值的华润置地（1109 HK）。

■ 深化土改：解决资源配置问题

城乡融合发展中一项重要原则为城乡要素平等交换，即打破制度壁垒实现生产要素在城乡之间的自由流动和平等交易，土地作为重要生产要素仍未满足上述原则。故会议一并提及“深化土地制度改革，构建统一的建设用地市场”。具体到落实层面，我们总结为三个关键步骤：1) 完善产权制度：确保农村集体土地与城市国有土地的财产权利一致，推进土地确权登记颁证工作，为流转交易提供法律依据；2) 允许农村集体经营性建设用地入市与国有建设用地平等交易；3) 设计合理的土地增值收益分配机制，确保农民能够公平分享土地增值收益。我们观察到近期多个地区就已经开展试点并进行了实践，如广东省韶关市，广西柳州市等。总结来说，上述措施有助于提高农村地区的经济发展水平和居民生活质量，同时缓解城市过度集中带来的压力，可以优化土地资源分配推动其他资源的均匀分配，最终解决长期以来的城乡发展不平衡问题。

■ 深化税改：解决土地财政依赖问题

分税制改革后地方财政对土地依赖逐渐攀升，依赖程度自地产风险暴露后被动下降但仍处高位，根据我们计算，国有土地使用权出让收入及五大房产相关税收（契税、房产税、城镇土地使用税、土增税、耕地占用税）占财政收入主要来源（一般公共预算收入+政府性基金预算收入）的比重从2021年的36%下降至2023年的27%。会议提出的“增加地方自主财力，拓展地方税源”意味着“财权下放、事权上收”，这将扩大地方政府收入来源，系主动压降地方财政对土地的依赖。

■ 落实化解风险措施：解决供需终端困境

会议中提及“落实好防范化解房地产、地方政府债务、中小金融机构等重点领域风险的各项举措”，答记者问环节也再次提及“促进房地产市场平稳健康发展”，我们认为内容针对供需两端做出了明确的指示，其中“落实完善房地产新政策，切实做好保交楼工作”系解决需求终端即购房者的困境；“盘活存量商品房和土地资源”系解决供应终端即开发商的困境。“加快构建房地产发展新模式，消除三高模式弊端，建设适应人民群众新期待的好房子”系为供需两端指明新的匹配路线。

■ 发展新兴产业+扩大内需：形成经济发展新支柱

会议提及将在两个方面持续发力，一是加快发展新兴、未来产业，培育壮大新的经济增长引擎，推动形成一批新兴支柱产业；二是扩大内需为高质量发展提供多元动力支撑。意味着经济发展过度依赖房地产行业的局面将逐渐得到改善，房地产行业也将走向更加健康合理的发展轨道。

图 17: 三中全会房地产发展关键词及具体内容

房地产发展相关关键词	改革部署中顺位	公报相关内容	发布会解读相关内容	发布会答记者问相关内容
完善城乡融合发展体制机制	第五顺位	城乡融合发展是中国式现代化的必然要求。必须统筹新型工业化、新型城镇化和乡村全面振兴，全面提高城乡规划、建设、治理融合水平， 促进城乡要素平等交换、双向流动 ，缩小城乡差别，促进城乡共同繁荣发展。要健全推进新型城镇化体制机制，巩固和完善农村基本经营制度，完善强农惠农富农支持制度， 深化土地制度改革	在构建全国大一统市场，构建 城乡统一的建设用地市场	
深化财税体制改革	第四顺位	统筹推进财税、金融等重点领域改革，深化财税体制改革	在健全宏观经济治理体系部分提及：深化财税体制、金融体制改革、针对地方政府和基层财政困难，提出要完善中央和地方财政关系， 增加地方自主财力，拓展地方税源 ，提升市县财力同事权相匹配程度， 适当加强中央事权，提高中央财政支出比例 ，不得违规要求地方安排配套资金。要研究同新业态相适应的税收制度	
落实防范化解房地产风险举措		落实好防范化解房地产、地方政府债务、中小金融机构等重点领域风险的各项举措		要促进房地产市场平稳健康发展。近期，房地产市场正在出现积极变化。我们要坚持消化存量和优化增量相结合，进一步落实和完善房地产新政策， 切实做好保交房工作，盘活存量商品房和土地资源 。下一步，要贯彻落实好党的二十届三中全会精神， 加快构建房地产发展新模式，消除过去“高负债、高周转、高杠杆”的模式弊端 ，建设适应人民群众新期待的“好房子”，更好满足刚性和改善性住房需求，并建立与之相适应的融资、财税、土地、销售等基础性制度。需要指出，我国新型城镇化仍在持续推进，房地产高质量发展还有相当大的空间。

加快经济发展动能
替换

要**加快发展新兴产业和未来产业，培育壮大新的经济增长引擎**。近年来我国形成了高端装备、新能源汽车、光伏等一批优势产业，新一代信息技术、新材料、低空经济、新型储能等新兴产业发展向好，累计培育专精特新中小企业超过14万家。我们要按照三中全会《决定》作出的部署，因地制宜发展新质生产力，大力培育壮大新兴产业，布局建设未来产业，改造提升传统产业，推动制造业高端化、智能化、绿色化发展，**形成一批新兴支柱产业，不断增强发展新动能新优势**。要**扩大国内需求特别是消费需求**，增强国内大循环的内生动力和可靠性。面对新的国际环境，我们要稳住外贸外资基本盘，不断拓展我国的发展空间。同时，要充分挖掘内需潜力，充分利用国内超大规模市场优势，充分发挥消费的基础作用和投资的关键作用，**推动我国经济实现质的有效提升和量的合理增长**。中国经济是大国经济，内需潜力大，内部可循环，只要办好自己的事，就能够确保国民经济循环畅通、行稳致远

资料来源：新华网，招银国际环球市场

保險

| 馬毓澤 / nikama@cmbi.com.hk (852) 3900 0805

■ 政策调控稳增长利率，资产负债端共振可期

《第二十届中央委员会第三次全体会议公报》（简称“公报”）中两次提及金融行业，包括深化金融体制改革和推进中小金融机构风险化解，整体延续中央金融工作会议的论调。我们认为金融高质量发展是推动实现金融强国的必经之路，保险行业以保障为本源，助力实现中国式现代化发展的潜力可期。纵观行业发展历程，保险业经营的顺周期属性显著，当前阶段，我们认为险企资产端投资收益的改善是板块估值提振的关键，也是市场增配保险股、扭转利差损风险预期的核心考量。公报明确深化金融体制改革，定调金融发展方向，预计未来非银机构的供给侧改革将加速。

6月港股保险板块略有回调，主要受经济数据未及预期，险企股息除净日调整和中长期国债利率下行的影响。近期超长期国债的加速供应和央行通过公开市场操作借入国债的举措，显示出其对市场长债利率预期管理的重视，后续期限利差有望进一步改善，推升长期利率回归至 2.5%-3.0% 的合理区间。从此轮 4-5 月保险个股反弹的趋势来看，我们认为标的选择逻辑大致分为四类：1) 地产利好政策的出台（平安、新华受益弹性更大）；2) 权益市场回暖（太平、新华敏感性更高）；3) 资产负债久期匹配和新会计准则下的财务稳健性，太保更优；4) 高股息和估值层面，中国人保更趋稳健。从中期角度看，我们认为高股息行情在当前板块轮动和市场风格下有望延续。近期多家上市险企宣布拟派发中期分红，我们认为板块配置的吸引力在资产端预期修复、高股息行情和负债端业务结构改善的背景下进一步增强，当前板块 FY24E 股息率在 5%-8%，短期催化包括上市险企 8 月下旬的中期业绩披露。

负债端层面，头部险企 1H24 新业务价值有望优于预期，NBV 增长受价值率提升驱动的效应凸显。我们预计头部险企太保/平安/国寿 1H24 新业务价值增速在可比口径下达中双位数，得益于：1) 传统险预定利率再下调；2) 银保报行合一对费率管控的优势进一步凸显；3) 长险期交保费占比提升伴随寿险新单保费的持续增长。负债端成本压降是险企在中长端利率中枢下行趋势下，实现业绩分化的重要考量。

目前板块估值交易于 0.1-0.4 倍 P/EV 和 0.3-0.8 倍 P/BV，估值上修空间充裕。个股层面，我们推荐资产负债综合表现最优的中国太保（2601 HK，买入，目标价：24.8 港元）；中长期角度，推荐买入中国财险（2328 HK，买入，目标价：11.9 港元）。

资本品

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

党的三中全会重申几个重大长期方向，当中与资本品相关的包括加快专项债使用进度、加强现代化基础设施建设、大规模设备更新、提升产业链供应链韧性、新质生产力和共建一带一路等。

分析：

过去专项债的投放主要以基建和市政工程为主，我们相信加快专项债使用进度将有助支持基建投资以减少房地产投资下滑的冲击。此外，会议提到提高中央财政支出比例，我们预计有助缓和地方政府的出资压力，对支持基建以及大规模设备更新政策有所裨益。

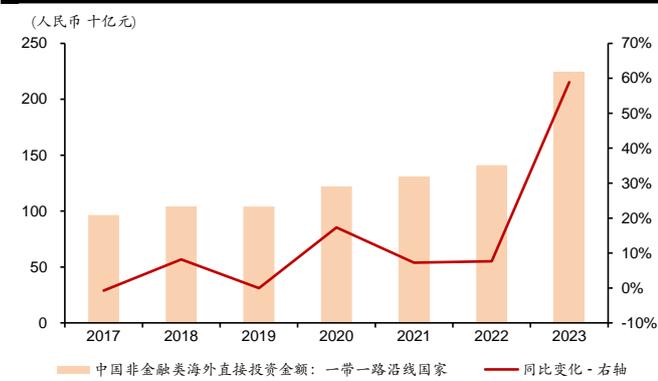
工程机械今年二季度国内销售总体上持续疲弱，主要受到房地产投资下滑所影响，我们期待三中全会落幕后将会有更多实质措施落地，特别是设备更新方面。

海外方面，共建一带一路方向继续为工程机械和重卡出口带来机会，在中国对一带一路国家投资大幅增长，叠加中国主机厂和零部件制造商的产业升级下，市场空间将持续增加。

投资建议：

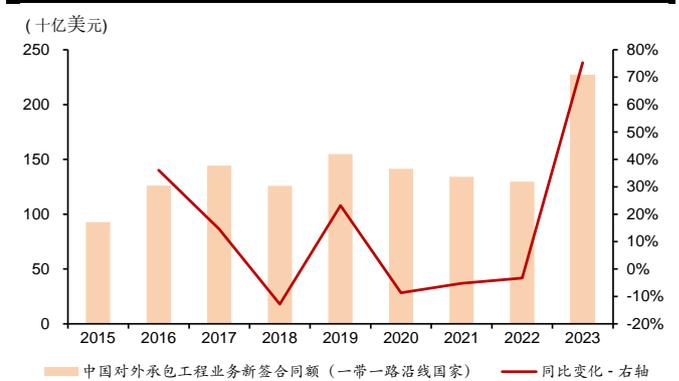
三中全会后我们对资本品看好的观点没有太大改变，看好设备更新下的受益者，包括**中联重科(1157 HK / 000157 CH, 买入)**、**潍柴动力(2338 HK / 000338 CH, 买入)**和**中国重汽(3808 HK, 买入)**。

图 18: 中国对“一带一路”沿线国家的非金融类海外直接投资金额



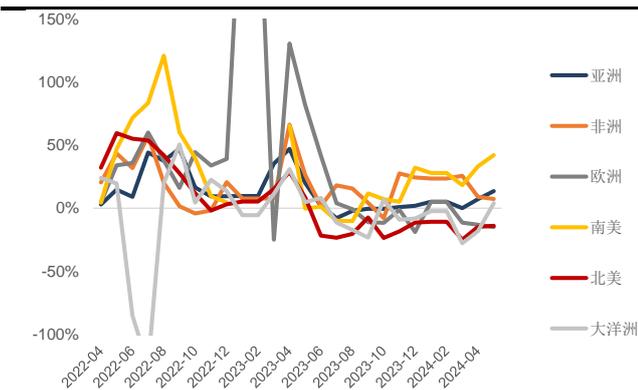
资料来源：万得、商务部、招银国际环球市场

图 19: 中国对外承包工程业务新签合同额（“一带一路”沿线国家）



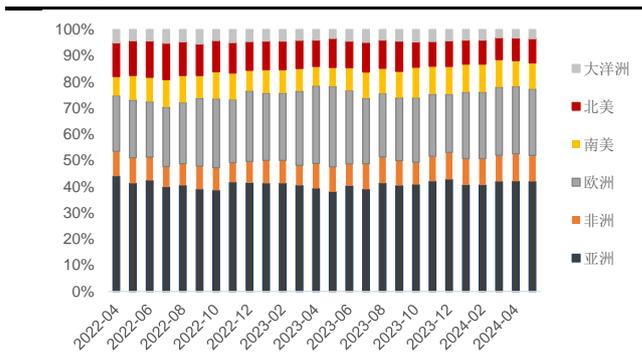
资料来源：万得、商务部、招银国际环球市场

图 20: 中国工程机械月度出口金额同比增速



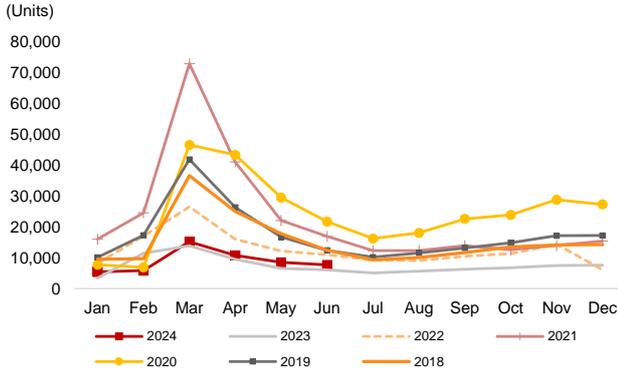
资料来源：Wind、招银国际环球市场

图 21: 中国工程机械月度出口金额分布



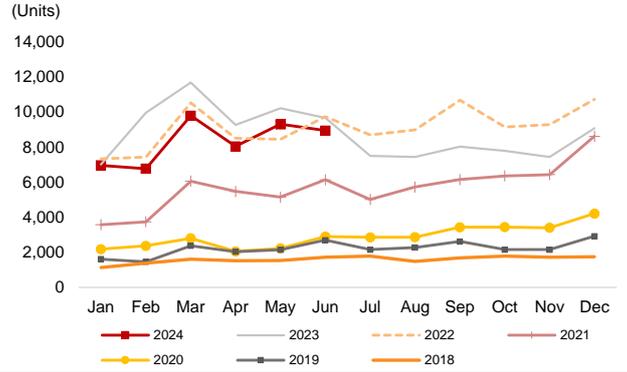
资料来源：Wind、招银国际环球市场

图 22: 中国挖掘机月度国内销量



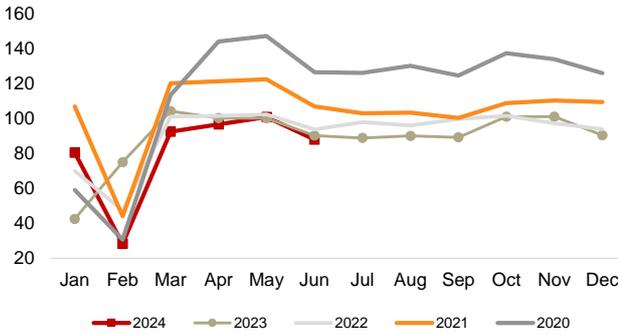
资料来源: 中国工程机械协会、招银国际环球市场

图 23: 中国挖掘机月度出口销量



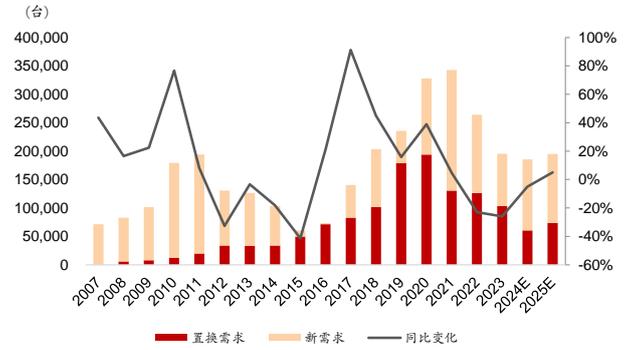
资料来源: 中国工程机械协会、招银国际环球市场

图 24: 小松挖掘机使用小时数 - 中国



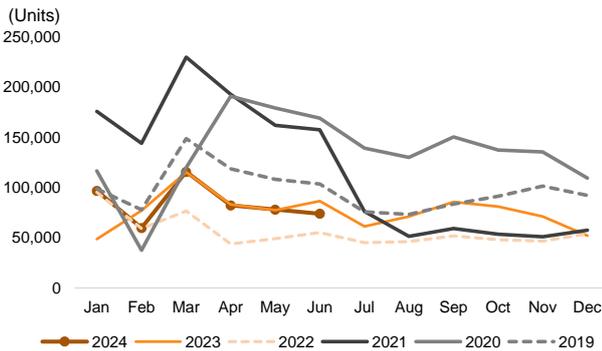
资料来源: 小松、招银国际环球市场

图 25: 招银国际环球市场挖掘机销量预测



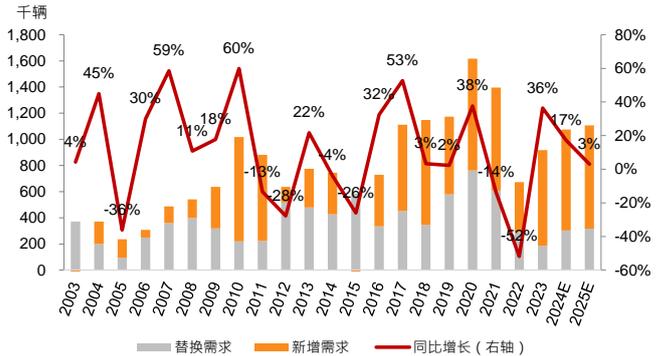
资料来源: 中国工程机械协会、万得、招银国际环球市场预测

图 26: 中国重卡月度销量



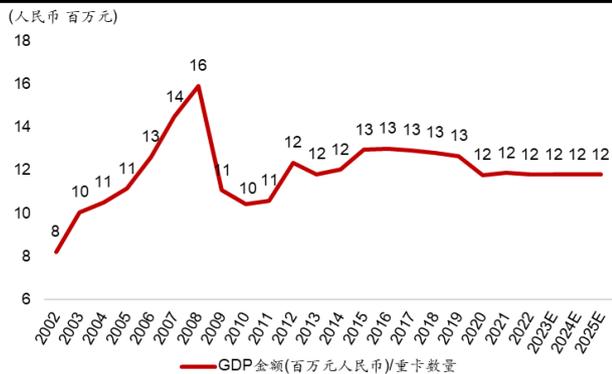
资料来源: 第一商用车网、招银国际环球市场预测
注: 销量包括内销以及出口销售

图 27: 招银国际环球市场重卡销量预测



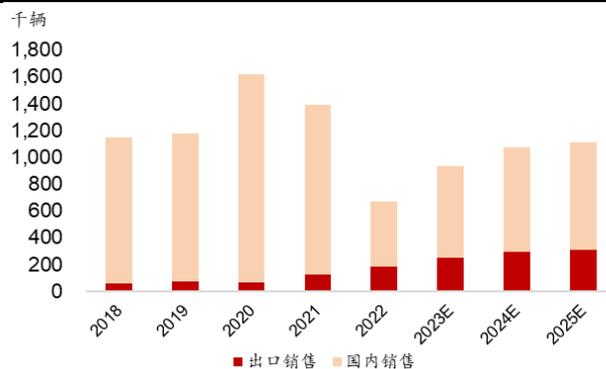
资料来源: 第一商用车网、万得、招银国际环球市场预测
注: 销量包括内销以及出口销售

图 28: 每台重卡保有量对应 GDP 金额



资料来源: 万得、招银国际环球市场预测

图 29: 重卡国内销售和出口



资料来源: 万得、招银国际环球市场预测

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	: 招银国际证券并未给予投资评级

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定。

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。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。