

## 策略观点

### 可能完成二次探底

- **宏观:** 中国经济修复 7/8 月放缓, 9 月或再度回升, 因保交楼稳地产承诺和流动性宽松稳定信心, 需求季节性上升, CPI 增速温和回升不改政策偏松状态; 美国通胀将见顶下行但仍大幅高于目标水平, 衰退风险上升但可能在明年, 市场对美联储转鸽预期过于激进超前, 可能因美联储引导或经济数据做出调整。
- **港股策略:** 预期震荡盘整, 因中国经济放缓、房市风险和中美关系紧张抵消美联储加息预期降温。看好互联网、消费、医疗等成长股受益于美元加息预期回落, 价值股将受到中国房市疲弱和美欧衰退风险拖累。
- **科技:** 谨慎乐观。下半年受宏观经济影响, 下游景气度分化, 预期 8 月业绩后超跌个股有反弹机会, 建议关注光学升级、折叠屏手机及半导体国产替代、产业升级创新及自主可控板块。推荐买入歌尔股份、闻泰科技、中际旭创。
- **软件及 IT 服务:** 谨慎乐观, 在缺乏明显的经济刺激措施下, 国内经济修复将比预期缓慢, 企业 IT 支出更趋保守, 预计板块在 8 月业绩期还有下行压力, 业绩后估值或逐步迎来修复机会, 推荐买入金蝶国际。
- **互联网:** 谨慎乐观。短期回调空间有限, 2H22E 板块业绩和估值双重修复, 6 月拐点清晰, 虽然宏观修复尚需时间, 存在阶段性反复, 但下半年整体趋势有望震荡上行。推荐买入美团、拼多多、快手、网易。
- **房地产:** 谨慎。在任何大政策出台前, 板块还会承压。中期业绩继续分化, 但总体偏弱。民企风险加剧。7/8 月面临还债高峰期、业绩低于预期等风险。
- **保险:** 乐观。三季度寿险公司新业务增速将因低基数而明显改善, 财险公司利润可能因综合成本改善而见到两位数增长。当前保险业 H 股估值处于历史低位, 对长期投资是好的买点。推荐买入人保财险。
- **银行:** 乐观。烂尾楼风险敞口对资产质量影响有限, 声誉风险大于资产质量风险, 3Q 净息差面临收窄压力, 零售贷款增长弱于对公贷款, 偏好大型国有行和长三角区域性银行, 推荐买入邮储银行。
- **资本品:** 光伏设备: 乐观。多晶硅新增产能投产将降低其价格利好下游需求, 硅片制造稳步扩产推动设备需求, 继续看好晶盛机电。能源设备: 乐观。煤矿稳供应、智能化及电动化, 煤炭开采业投资强劲增长, 钢材等原材料成本下降, 推荐三一国际。工程机械/重卡: 低基数推动需求降幅收窄, 但实质性改善较小, 建议以长短仓策略对冲行业风险, 如买入中联重科 A/三一重工短仓。
- **医药:** CXO 板块首选昭衍新药 (新订单强劲增长)、药明生物 (全球市场份额提升)、药明康德、泰格医药; Biotech 板块首选信达生物 (管线丰富, 商业化品种多)、百济神州、诺诚健华; 医疗器械板块看好爱康医疗。
- **汽车:** 谨慎乐观。芯片短缺开始缓解, 金九银十表现决定全年销量, 四季度销量强劲。首推蔚来其销量环比改善空间最大, 广汽集团是防御选择, 吉利或受极氪放量提振, 继续推荐亿和控股。
- **必选消费和免税美妆:** 谨慎乐观。对二季度业绩下滑不必过分担忧, 聚焦布局下半年业绩改善行情。首推华润啤酒, 原材料压力舒缓, 毛利率有望环比改善, 高端化带动均价继续提升。美妆首推在研发、产品创新、全渠道营销等方面综合实力领先珀莱雅。免税品首推中国中免, 电子烟首推思摩尔国际。
- **可选消费:** 乐观。受益于一线城市复苏、提振消费政策、低基数、原材料价格回落和人民币贬值。看好体育用品, 餐饮行业上调至看好, 维持看好家电和服装行业, 推荐特步、李宁、百胜中国、美的和波司登。

叶丙南, Ph.D

苏沛丰, CFA

伍力恒

杨天薇, Ph.D

颜宇翔

黄群

曾展

张苗

陈喆, CFA

冯键嵘, CFA

武煜, CFA

王银朋

黄本晨, CFA

王云逸

史迹, CFA

窦文静, CFA

黄铭谦

郑晓慧

胡永匡



请登录 2022 年亚洲货币券商投票网址,  
投下您对招银国际研究团队信任的一票



图 1: 行业荐股

公司名字	股票代码	行业	评级	股价	目标价	上行/下行	市盈率(倍)		市净率(倍)	ROE(%)	股息率
				(当地货币)	(当地货币)	空间	2022E	2023E	2022E	2022E	2022E
<b>长仓</b>											
歌尔股份	002241 CH	科技	买入	31.09	48.00	54%	18.2	15.0	N/A	18.1	0.9%
闻泰科技	600745 CH	科技	买入	72.82	93.12	28%	30.0	19.6	2.4	8.1	0.3%
中际旭创	300308 CH	科技	买入	32.55	45.60	40%	23.8	19.3	2.1	8.8	0.8%
金蝶国际	268 HK	软件&IT服务	买入	16.16	24.37	51%	N/A	N/A	6.5	N/A	0.0%
快手	1024 HK	互联网	买入	79.25	120.00	51%	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%
美团	3690 HK	互联网	买入	177.10	263.00	49%	N/A	117.2	7.3	N/A	0.0%
拼多多	PDD US	互联网	买入	48.98	70.00	43%	28.9	23.1	26.4	20.2	0.0%
人保财险	2328 HK	保险	买入	7.65	11.64	52%	6.0	4.7	0.7	12.0	7.6%
邮储银行	1658 HK	银行	买入	4.94	8.40	70%	4.5	4.2	0.6	10.5	6.6%
三一国际	631 HK	资本品	买入	8.21	14.60	78%	13.3	11.2	2.2	17.7	2.3%
晶盛机电	300316 CH	资本品	买入	71.12	93.00	31%	34.2	27.9	10.0	33.4	0.6%
药明生物	2269 HK	医药	买入	71.75	146.12	104%	58.2	42.6	6.0	12.7	0.0%
昭衍新药	6127 HK	医药	买入	48.80	76.70	57%	30.0	22.6	2.9	10.5	0.8%
信达生物	1801 HK	医药	买入	31.95	58.32	83%	N/A	N/A	4.5	N/A	0.0%
蔚来-US	NIO US	汽车	买入	20.18	45.00	123%	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%
广汽集团	2238 HK	汽车	买入	7.49	12.00	60%	7.6	6.4	N/A	9.3	4.0%
吉利汽车	175 HK	汽车	持有	17.58	13.50	-23%	22.9	18.4	N/A	9.2	1.3%
亿和控股	838 HK	汽车	买入	1.93	3.00	55%	10.2	6.4	N/A	11.5	3.1%
华润啤酒	291 HK	必选消费	买入	54.25	71.00	31%	38.9	35.9	5.8	15.0	1.1%
思摩尔国际	6969 HK	必选消费	买入	17.30	25.20	46%	24.8	18.6	4.3	19.9	1.3%
中国中免	601888 CH	必选消费	买入	200.05	232.00	16%	40.0	27.8	10.8	26.9	0.8%
珀莱雅	603605 CH	必选消费	买入	177.80	184.00	3%	49.4	36.3	10.5	21.4	0.6%
特步国际	1368 HK	可选消费	买入	12.40	17.04	37%	23.7	19.0	3.2	13.9	2.5%
李宁	2331 HK	可选消费	买入	65.15	75.43	16%	31.3	27.3	8.8	29.7	1.0%
百胜中国	9987 HK	可选消费	买入	368.40	450.06	22%	32.4	23.3	2.4	6.1	0.6%
美的集团	000333 CH	可选消费	买入	52.25	67.79	30%	11.6	10.1	2.5	23.4	3.4%
波司登	3998 HK	可选消费	买入	4.62	5.89	27%	18.1	14.7	3.4	20.0	4.0%

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

### 中国宏观

#### ■ 7月经济修复速度放缓

(1) 房地产销售回升势头放缓, 开发商现金流和融资条件依然紧张, 烂尾项目引发断供风波冲击期房市场信心, 开发投资持续下滑, 建筑、建材、钢铁、家具等行业疲弱。(2) 因开发商陷入财务困境及看淡行业前景, 土地购置延续大幅下滑, 地方政府土地收入同比下降30%以上, 加上经济疲弱和减税降费, 地方财政困难, 限制基础设施投资回升空间, 导致To G业务公司现金流显著恶化, 抑制商业投资。(3) 局部地区疫情反弹, 民众对政府收紧防疫管控预期升温, 消费信心有所回落, 消费和服务业修复速度略有放缓。(4) 出口或有所放缓, 但仍可能超出预期保持较快增长, 因海外需求虽高位放缓但仍未进入衰退, 国内外价差刺激对外出口。

#### ■ 8月可能平淡, 9月或有所回升

(1) 住房销售8月下旬以后同比降幅可能收窄。断供风波在互联网时代发酵对期房市场的影响可能在8月进一步显现, 但7月末政治局经济会议将保交楼作为稳地产的重中之重, 地方政府签署保交楼军令状, 央行承诺保持货币流动性宽松, 银行表态加大对房地产业融资支持。分城市来看, 一线城市房市修复快于二线城市, 二线城市快于三四线城市, 一线城市7月商品房销量降幅与6月基本持平, 二线城市商品房销量7月降幅有所扩大, 但在7月最后一周开始显著收窄, 而三四线城市恢复更加缓慢。分指标来看, 住房销量恢复先于开发商现金流和信用状况, 后者又先于开发投资和土地市场。(2) 货币流动性和信贷政策将保持宽松, 央行和监管机构鼓励银行扩大对制造业、现代服务业、中小企业和民营企业的贷款供应, 降低企业融资成本, 将有助于改善企业部门融资条件, 缓解企业资本支出收缩。(3) 随着稳增长政策发力和经济渐进重启, 就业和消费将呈现缓慢修复态势, 大部分行业9、10月将进入需求旺季, 环比将有所回升, 汽车销售可能增长较快。(4) 主要下行风险有两个, 一是上半年用完全年专项债额度后面临“悬崖效应”, 基础设施投资面临下行风险, 但国务院已提出下半年允许地方政府提前使用一部分明年专项债额度, 同时提高政策性银行专项贷款额度, 这将部分对冲该下行因素, 二是美欧经济下行, 中国出口面临下行风险, 但年内中国出口下行幅度可能依然可控, 明年下行压力将会更大。

总体来看, 中国经济在今年4、5月硬着陆之后开始逐步修复, 下半年到明年上半年将处于修复周期中, 但此轮修复比较缓慢, 且充满波折。预计中国GDP增速将从第二季度的0.4%回升至第三季度的4%和第四季度的4.7%, 全年GDP增速可能从2022年的3.5%回升至2023年的6.6%, 2022-2023年两年平均增速为5%, 低于2020-2021年两年平均增速5.1%, 也显著低于潜在增速5.5%。

#### ■ 中国政策

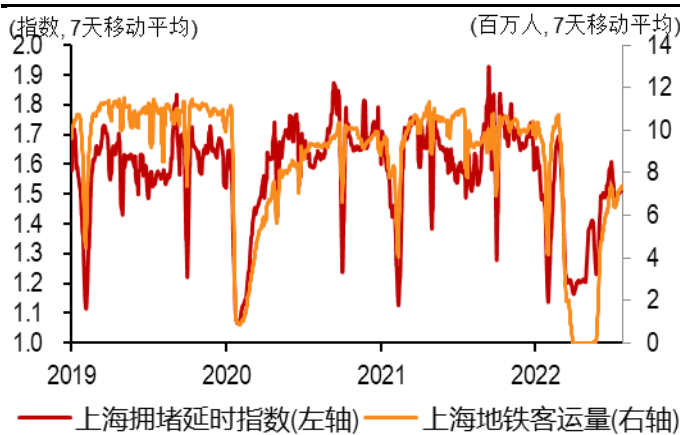
(1) 货币政策可能保持偏松状态, 房地产下滑和坚持动态清零意味着货币宽松时间延长。因经济远未恢复到疫情前水平, 房地产下滑拖累总需求疲弱和地方政府财政困难, 流动性宽松时间延长。因生猪进入上涨周期和服务需求逐步修复, CPI通胀可能温和上升, 但在消费

需求偏弱和全球通胀逐步下行背景下，中国 CPI 通胀升幅将受到抑制，对货币政策空间可能构成一定制约，但不会是严重制约。随着经济修复和 CPI 通胀温和上升，LPR 进一步下调可能性下降，但信贷供应政策仍将比较宽松，因为家庭消费信心和企业资本支出需求仍然疲弱，中长期信贷需求依然较弱。

**(2) 财政政策增量空间有限。**积极财政增量政策理论上包括提高赤字率、发行特别国债或上调专项债额度，这些政策本质是改变原定财政预算，7月末政治局经济会议并未给出这方面信号，预示财政政策增量空间比较有限。为解决因上半年用完全年专项债额度产生的“悬崖效应”，中央政府可能会进一步扩大政策性银行专项贷款额度，由政策性银行发挥准财政作用，从而稳定基础设施投资。

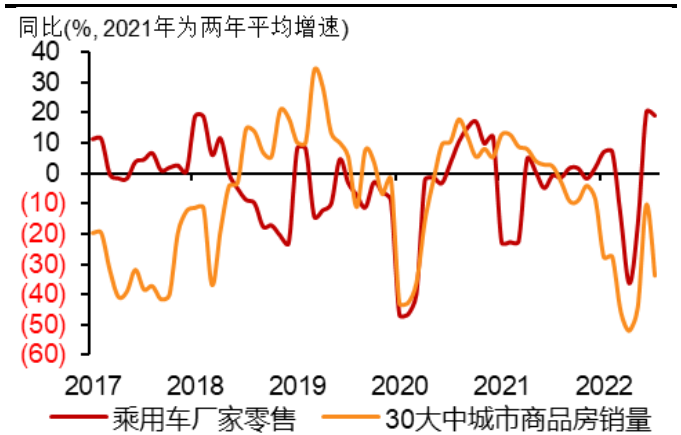
**(3) 其他政策。**稳地产是稳定内需重点，稳地产重点则是保交楼，通过保交楼承诺防止房地产市场信心崩塌，从而稳定住房需求，同时货币流动性、按揭贷款政策和开发贷政策将延续偏松态势，地方层面房地产政策可能进一步放松。平台政策将进一步向好，年内完成整改，进入常态化监管，鼓励平台企业对绿灯领域投资，以此稳定平台就业并提升数字经济竞争力。中央高度重视粮食和能源安全，农业、水利、能源等方面投资将保持快速增长，短期内煤炭产能将显著扩大，中长期内将加快风光新能源基地建设。

图 2: 上海车流与人流



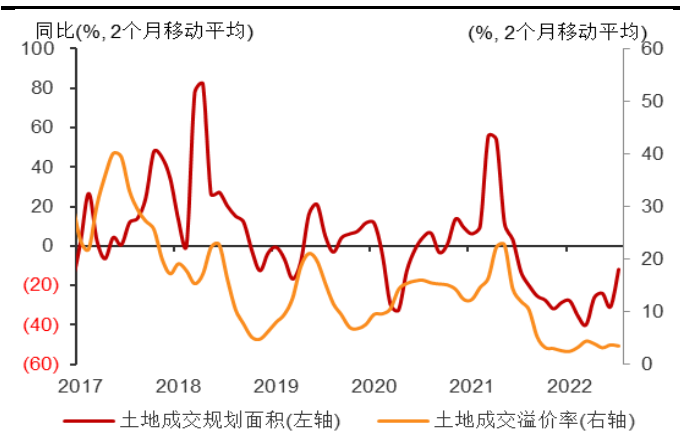
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 3: 中国乘用车与商品房销量



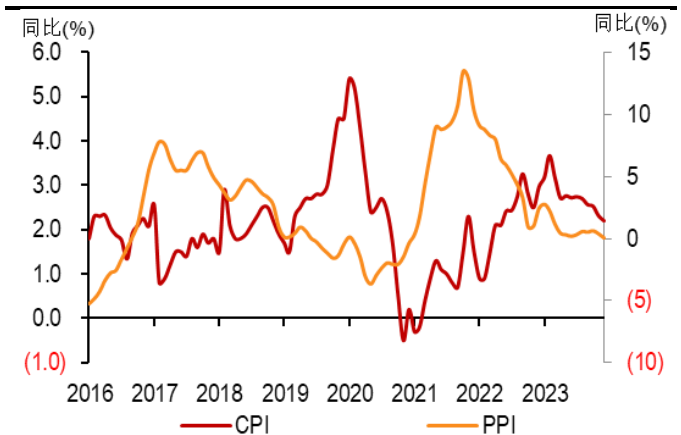
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 4: 中国土地市场成交状况



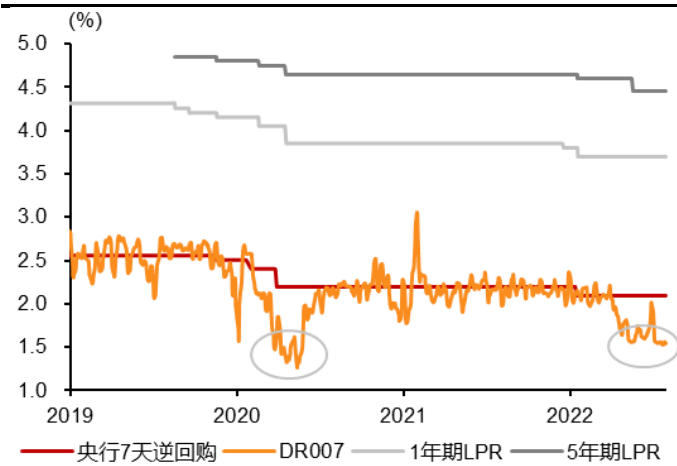
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 5: 中国 CPI 与 PPI



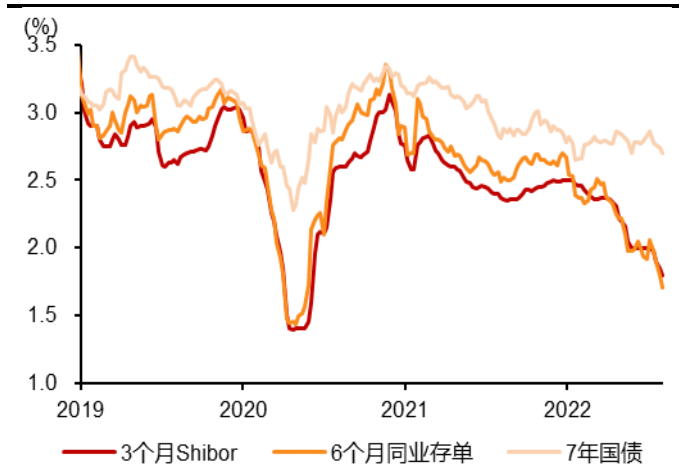
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 6: 中国央行政策利率



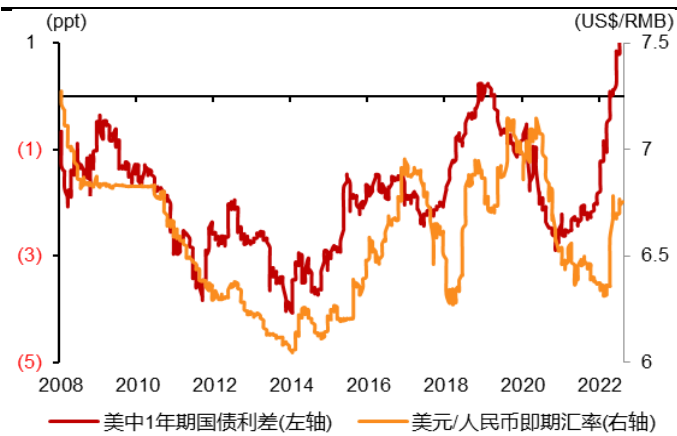
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 7: 中国 3 个月 Shibor 与 7 年国债利率



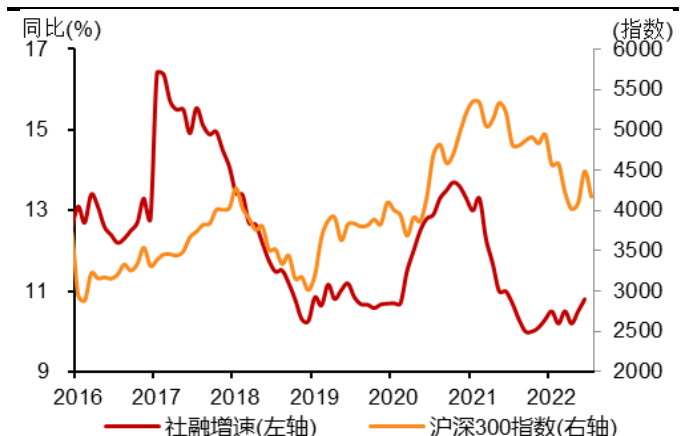
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 8: 美元/人民币汇率与利差



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 9: 社会融资存量增速与沪深 300 指数



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

## 美国宏观

### ■ 通胀将见顶下行但仍远高于目标水平，衰退风险上升但更可能在明年

美国通胀将见顶下行，但仍远高于目标水平。一方面大宗商品见顶回落，商品通胀下行，因全球衰退预期和中国地产投资下滑打击商品需求，全球大部分国家走出疫情困扰改善商品供应，另一方面服务通胀仍居高不下，因部分服务需求仍在修复，劳工短缺有所改善但仍需更多时间，住房市场冷却对房租传导存在 3-4 个季度的时滞。预计美国核心 PCE 通胀可能从 2022 年 1 季度的 5.2% 和 2 季度的 4.8% 降至 3 季度的 4.5% 和 4 季度的 4%，仍大幅高于美联储 2% 的目标水平。

市场对美国衰退交易升温，美国 GDP 上半年连续两个季度环比负增长，符合技术性衰退定义，但美国经济今年大幅下行主要来自库存扰动和供给冲击，而需求仍在高位，劳动力市场依然强劲，与典型衰退周期有所不同。因为去年需求透支式释放和供应短缺下大量囤货，今年上半年出现需求挤压效应，同时劳工短缺和能源等商品通胀对经济活动产生抑制。

展望下半年，总需求可能见顶回落，但库存扰动和供给冲击将显著缓解，美国经济环比有可能转为正增长。从需求侧来看，当前美国家庭工资收入增长较快，服务消费仍有适度修复空间，家庭消费可能保持正增长态势，但同比增速将逐步放缓。美国实际利率依然较低，货币政策尚未进入偏紧状态，加上企业高利润，有望支撑设备、技术资本支出增长，但受前景预期恶化影响，企业资本支出增速将逐渐放缓。

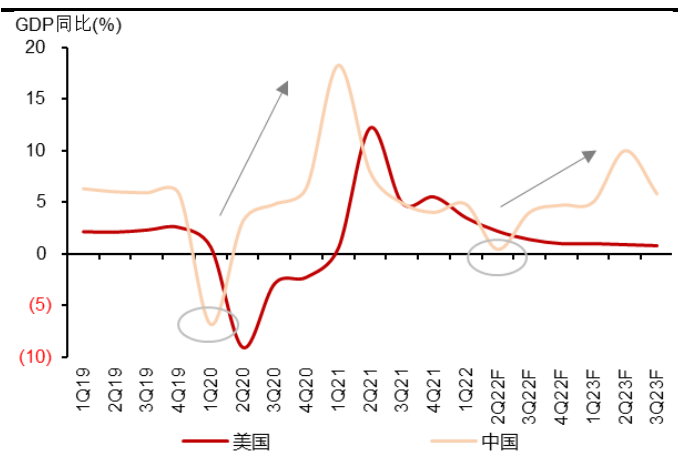
2023年随着政策进入紧缩状态和信心进一步下滑，美国经济可能迎来需求全面冷却阶段，很多行业可能出现量价齐跌，经济可能陷入衰退。但我们判断美国此次衰退大概率是中小型衰退，类似2001年因科技股泡沫破裂叠加后来9.11冲击导致的适度衰退，发生类似2008年银行危机和大衰退的概率较小。一方面，过去两年联邦政府加杠杆转移支付给私人部门，保护了私人部门资产负债表，家庭部门财务稳健，目前债务负担率9%左右，距离12%危险线仍有较大距离(利率上升1个百分点推升债务负担率0.9个百分点)。另一方面，美国银行体系稳健，资本充足率较高，信贷质量优良，抵押贷款中次级贷款占比不到2%(次贷危机前夕占比超过25%)。

### ■ 市场当前对美联储转鸽预期有些激进和超前

虽然市场在交易衰退，但美股7月有所反弹，因市场预期美联储很快转向鸽派，明年将开始降息，即市场不仅在交易衰退，也开始交易美联储政策宽松。目前市场预期美联储将在9月22日加息50个基点，11月3日加息25个基点，12月15日停止加息或加息25个基点，2023年降息50个基点以上。但按照美联储预测，9月22日和11月3日加息幅度与当前市场预期一致，但12月15日和2023年1月将分别加息25个基点。

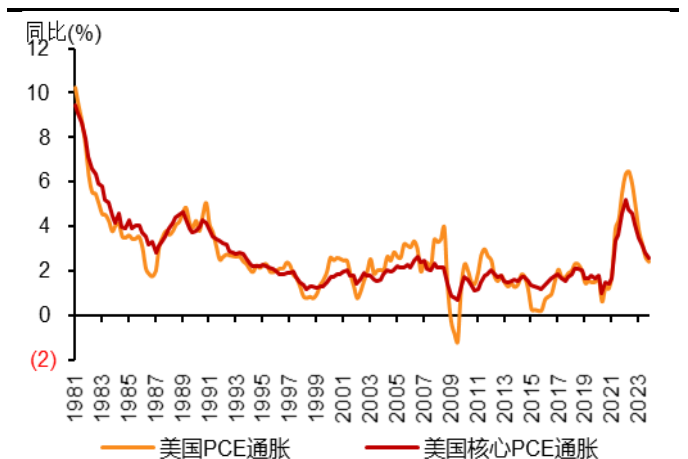
相比美联储预测，市场当前对美联储转鸽预期有些激进和超前，美联储可能引导市场预期向自身预测路径靠近，但8、9月经济数据表现也将对市场预期和美联储预测路径产生影响。经济数据很差倾向于强化当前市场对美联储转鸽预期，可能利好美股；反之，经济数据很好倾向于改变市场当前预期，可能利空美股。

图 10: 中美 GDP 同比增速



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 11: 美国 PCE 通胀



资料来源: 彭博, 招银国际环球市场

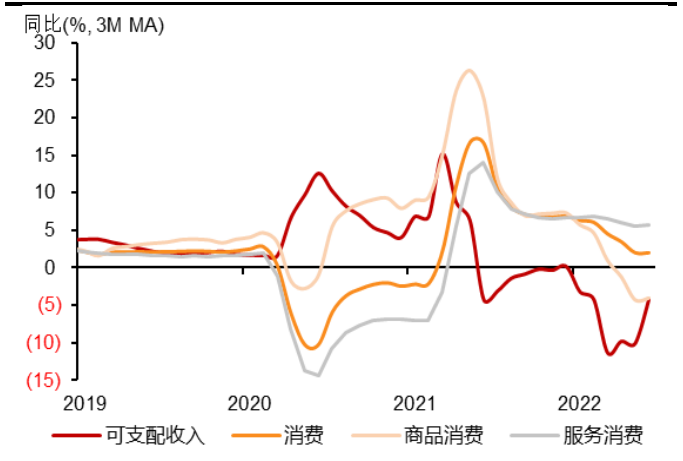
注: 2022年第2季度以后为彭博一致预测值

图 12: 美国劳工短缺



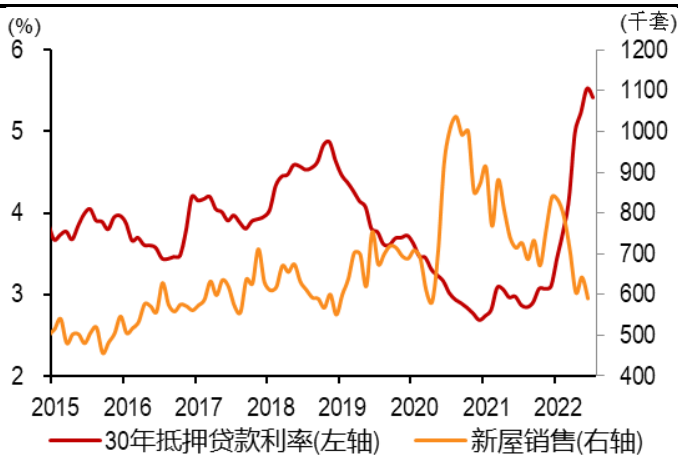
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 13: 美国家庭不变价收入与消费



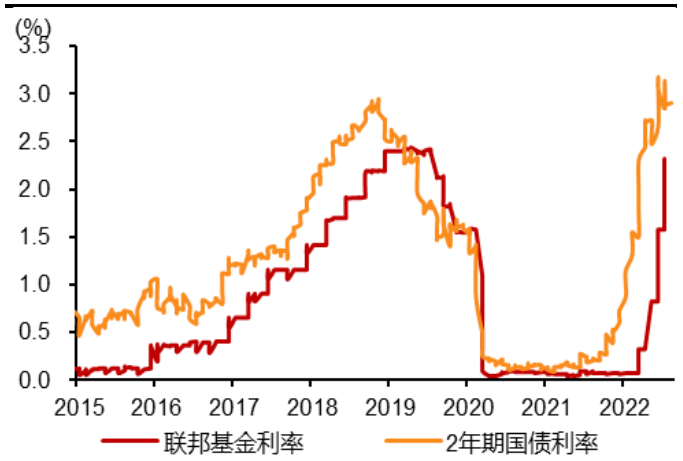
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 14: 美国抵押贷款利率与新屋销售



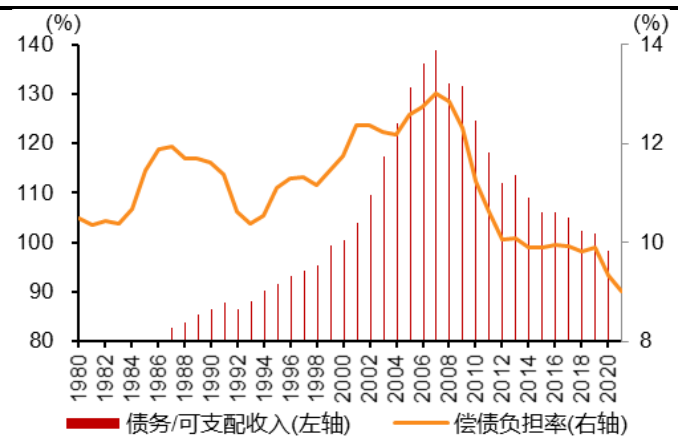
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 15: 美国政策利率与 2 年期国债利率



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 16: 美国家庭债务率与偿债负担率



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 17: 标普 500 指数估值



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

## 港股策略

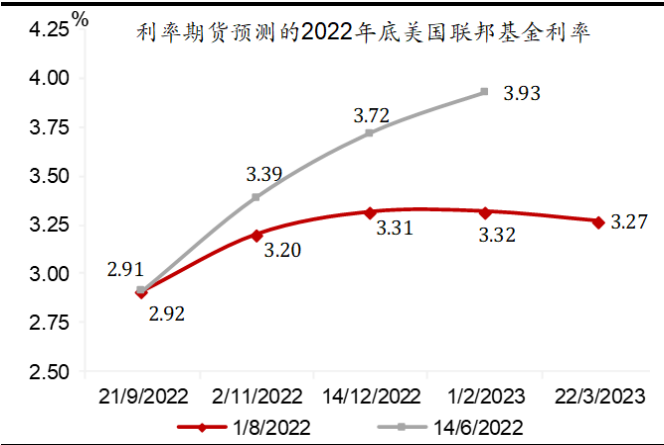
| 苏沛丰, CFA / danielso@cmbi.com.hk (852) 3900 0857

### ■ 港股走势判断 - 利好利空夹杂, 预期震荡盘整

港股经过 5、6 月的反弹后, 7 月显著回调。8 月焦点于上半年/二季度业绩、中国经济复苏力度、中央政府如何应对房地产烂尾楼风险、中美关系、美国通胀和经济数据以及利率预期。

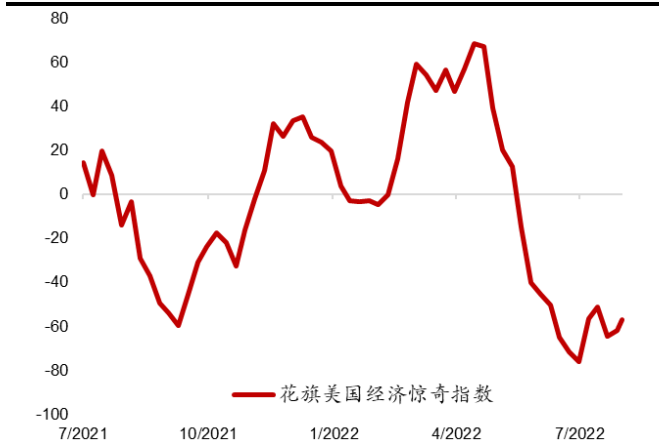
外围因素偏向正面, 主要是市场对美国加息的忧虑降温。利率期货显示, 加息预期已于 6 月中见顶回落, 而近期美国经济数据较多逊预期, 有可能继续舒缓加息忧虑, 同时对美国经济衰退的忧虑上升。我们估计美国经济有可能于 2023 年才陷入衰退 (而且大概率是中小型衰退), 虽然届时难免影响全球经济以至股市气氛, 但此为“远忧”, 负面影响料未会于短期内充份反映。相反, 美联储大幅加息为“近忧”, 加息预期降温、甚至开始憧憬明年上半年减息, 料对目前之股市气氛带来支持。

图 18: 市场对美国加息预期较 6 月中降温



资料来源: 彭博, 招银国际环球市场

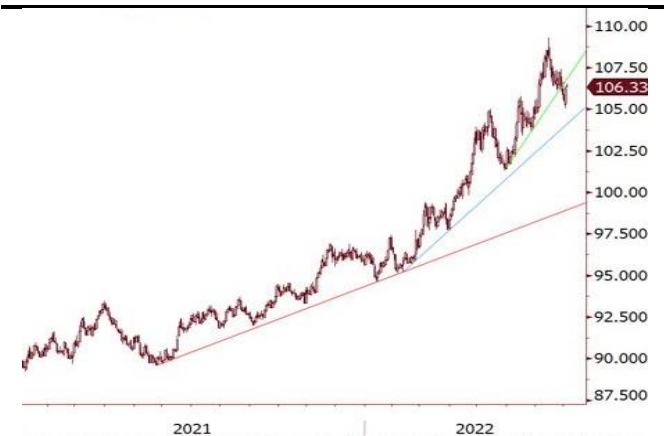
图 19: 近期美国经济数据较多逊预期



资料来源: 彭博, 招银国际环球市场

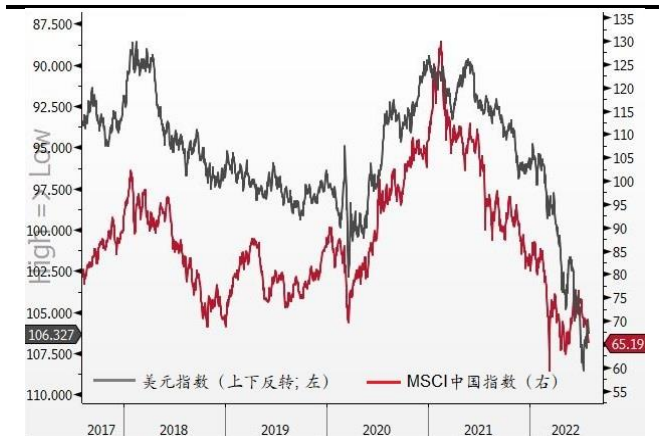
随着美国加息预期回落, 美元汇价于 7 月中见顶走低。美元汇价向来倾向与中国股市等新兴市场呈反向走势。若美元短期回落, 料将有利中国股市表现。

图 20: 美元指数 7 月中见顶, 跌穿短期上升轨



资料来源: 彭博, 招银国际环球市场

图 21: 美元汇价与中国股市多呈反向走势



资料来源: 彭博, 招银国际环球市场

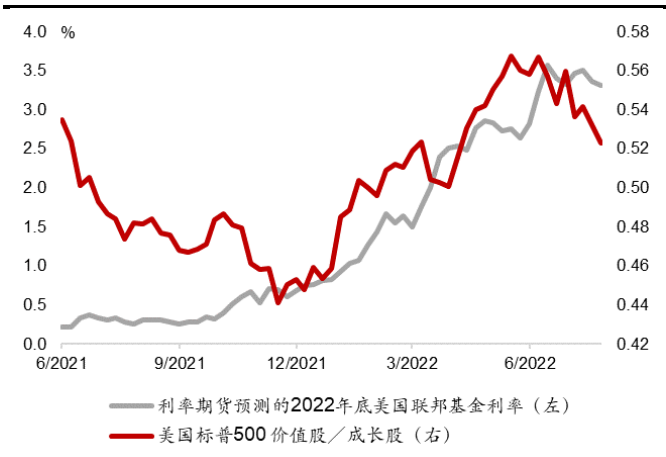


不过，上述的中国因素暂时偏向利空，包括近期公布的7月中国制造业PMI逊预期、7月底之中央政治局会议未有提出新的刺激政策、烂尾楼风险仍有待化解、美国国会众议长佩洛西访问中国台湾地区后令中美关系紧张。在内地政府推出支持房地产市场之重大政策及更多刺激经济政策前，港股之整体反弹空间料将受制约。

### ■ 焦点板块 - 成长股受惠美国加息预期及美元汇价回落

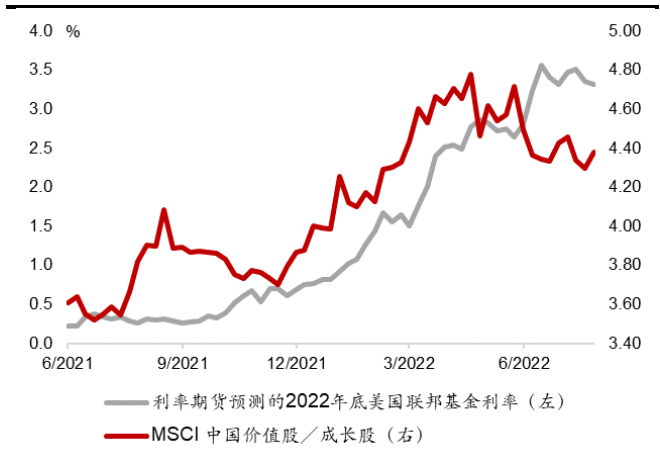
美国加息预期降温及美元汇价回落，较有利成长股之表现（相对于价值股），例如互联网、消费、医药等板块。另一方面，中国价值股目前面对较多风险，包括内房及内银较受烂尾楼风险影响，以及欧美经济衰退的忧虑不利大宗商品之需求。

图 22: 加息预期降温，较有利美国成长股之表现



资料来源：彭博，招银国际环球市场

图 23: 加息预期降温，较有利中国成长股之表现



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

我们相信下半年整体行业仍然受到宏观经济不确定因素的影响，下游景气度持续分化，但预期8月业绩后超跌个股有望迎来反弹的机会，建议关注受宏观经济影响较少和增长确定性较高的板块和产业链，如光学升级、折叠屏手机及半导体国产替代，产业升级创新和自主可控仍是市场关注重点。1) 消费电子：全球宏观不确定、国内疫情反复和地缘风险对产业链带来压力，预期三季度行业需求持续疲弱，建议关注苹果9月新品发布和AR周期，以及Quest/Pico/PS VR新品推动产业链增长。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。3) PCB/CCL：受益于下游市场的旺盛需求的驱动，看好IC载板行业的发展(BT/ABF)。4) 半导体：预计下半年需求结构分化，供应端部分舒缓，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/服务器等高增长领域，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。

### ■ 推荐买入歌尔股份、闻泰科技、中际旭创

1) 歌尔股份：预期下半年受益于Meta、Sony和Pico等VR新品发布，同时iPhone14、TWS耳机、游戏主机和智能可穿戴等产品有望稳定增长。

2) **闻泰科技**: 看好功率半导体板块, 预期景气度将持续, 尤其受益于新能源领域的需求增长和功率半导体国产替代的趋势。

3) **中际旭创**: 海外云厂商资本开支增长快, 对于光模块业务预期今年有季度环比增长的趋势, 主营业务市场需求旺盛。

#### ■ 风险提示

宏观疲弱影响需求, 疫情影响持续超预期。

## 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

我们预计地方政府在下半年将逐步推出稳增长措施, 对于企业上云和扩大信创产业规模有提振作用, 具体措施包括增加补贴、提高政企采购比例等。虽然对于上市公司短期业绩的帮助有限, 但预计市场情绪, 特别是对科技板块的偏好会逐渐改善。我们预计在 8 月业绩前板块仍有获利回吐压力, 但在业绩期后板块估值会缓慢修复。主要下行风险为国内疫情反复, 防疫政策重新收紧。

#### ■ 推荐买入金蝶国际 (268 HK)

国内经济增长放缓, 企业的 IT 支出都会倾向于保守, SaaS 公司一般来说收入的可见性比较高, 现金流也比较好, 主要是因为订阅的模式, 先付费后用服务。虽然金蝶国际上半年亏损扩大, 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, 公司估值对于长线基金来说比较吸引, 股价处于 3 年平均一个标准差以下。

## 互联网

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

#### ■ 未来 6 个月看法谨慎偏乐观

7 月因疫情反复、部分利好出尽、中美关系等因素板块自高位回调约 18%。3Q22 预计存在阶段性盘整(中概退市及中美关系风险待释), 但预计回调空间有限, **下半年整体趋势有望震荡上行**, 源于: **1) 政策面**: 尚有潜在实质性政策利好待释放, 包括滴滴蚂蚁事件进展、境外上市放开等; **2) 基本面**: 7 月电商数据向好、8 月大部分公司预计业绩超预期、3Q22 基本面有望持续边际回暖。预计行业核心标收入平均增速 3Q22 恢复至 11% (vs. 2Q22 4%), 4Q22 至 15%。**3) 估值面**: 当前板块估值为 15x/13x FY22/23E P/E, vs. 历史五年低位 16x。随着后续的稳经济政策及消费逐步复苏, 基于行业 FY22-24E earnings CAGR 20% (其中 FY23 earnings +19% YoY, 加速增长), 我们认为估值存在上修空间(~15%), fair level 有望修复至 16-18x (历史五年平均为 18/19x)。

#### ■ 推荐买入美团、拼多多、快手

1) **美团**: 外卖增长及集团利润指引好于预期, 憧憬疫情降温、管控放松后本地生活消费反弹, 且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;

2) **拼多多**: GMV 增速好于竞对(受宏观冲击相对小)、利润释放(预计 2022 年利润仍有上修空间), 长期看好农产品及多多买菜增量, 估值吸引;

3) **快手**: 2Q22 预计好于预期, FY22E 增速向好、且亏损大幅收窄, 估值吸引; 直播政策风险可控。

■ **风险提示**: 疫情反复风险; 退市风险; 中美关系恶化; 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 (8621) 3893 4995

■ **谨慎**: 在任何大政策出台前, 我们认为板块还是会承压。中期业绩继续分化, 但总体偏弱。民企风险加剧。

■ **风险提示**: 7/8 月房企还债高峰期; 业绩低于预期。

## 保险

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

■ **未来两个月看法乐观**

1) 保险公司将会在 8 月中下旬发布中期业绩, 我们预计大多数寿险公司上半年会录得新业务价值双位数负增长, 但是进入三季度, 寿险公司新业务增速边际会有明显边际改善; 财险方面, 我们预计人保财险上半年综合成本率有明显改善, 承保利润会有双位数增长。2) 7 月产险保费维持较高增速, 一方面由于减征车辆购置税等优惠措施刺激新车销量持续回暖, 另一方面新能源车保险定价提升, 使得车险保费增速维持在较高水平。3) 进入三季度, 主要上市寿险公司的低基数效应逐步开始显现, 保费增速有所回升, 预计随着疫情防控措施的进一步放松, 三季度开始单季度新业务价值同比增速会进一步有所好转。4) 从估值上看, 当前 H 股保险股估值处于历史低位, 已经充分反映了资产端和负债端的风险因素, 对长期投资来说是一个很好的买入点。

■ **推荐买入人保财险 (2328 HK)**

1) 作为产险龙头企业, 车险保费增速和综合成本率持续优于行业平均。2) 非车的竞争压力将有所缓和, 承保情况有望改善。3) 作为产险公司, 负债久期短于资产久期, 利润受市场利率降低的影响较小。此外, 在寿险公司中, 我们认为平安 (2318 HK/601318 CH) 的渠道转型进度和力度都领先于同业, 有望率先成功实现代理人转型。

■ **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。

## 银行

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

■ **看法保持乐观**

1) 关于停贷潮事件: 根据我们和行业专家进行的电话会议, 各银行对烂尾楼的风险敞口普遍在贷款总额千分之几的水平最高未突破千分之九, 风险可控, 对不良率的影响有限。该

事件对银行的声誉风险大于事实风险，同时事件引起全社会重视，有利于银行借此契机调动社会资源处置相关风险资产。我们认为未来风险敞口进一步恶化的可能性很小。2) 主要上市银行将会在8月发布中期业绩，我们预计二季度净息差收窄，资产质量保持相对稳定。3) 展望三季度，我们预计净息差仍将面临收窄压力，对公借贷业务将成为银行板块收入增长的主要驱动力，下半年信贷的增长主要由小微贷款、绿色贷款和基建类贷款的投放所推动，零售信贷需求将持续疲弱，债券投资方面，城投债和地方政府专项债成为投资的热点。4) 在估值与基本面的性价比上，中短期来看，大型国有行及在长三角等经济发达地区行业领先的区域性银行将受益于其更充足的拨备计划和对零售业务收入的低依赖。

#### ■ 推荐买入邮储银行 (1658 HK)

1) 地产风险敞口低，资产质量优异。2) 中长期来看，利润增速优于大部分全国性银行。3) 新管理团队带来的经营模式的变化，在数据上已经得到初步验证，预计未来大财富管理业务的增长将有很强的持续性。4) 预计存贷比持续提升的趋势将可延续。5) 利润增速、拨备、净息差、不良率、逾期率等各项指标均处于行业前列。

#### ■ 风险提示

建议回避拨备水平不足的银行，由于低拨备覆盖率，长期利润释放的能力非常有限，造成ROE持续下行。

## 资本品

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

#### ■ 光伏设备

**短期看法乐观：**我们预计多晶硅新增产能在三季度陆续投放有助改善当前紧张的供应，我们预计多晶硅价格将于未来数月进入拐点，有利下游的需求。设备方面，我们相信硅片制造环节稳步扩产、加上主要硅片制造商向大尺寸硅片的转型将继续推动设备的替换需求。我们继续看好**晶盛机电 (300316 CH)**，主要由于晶盛在单晶炉拥有**隆基(601012 CH)**以外的大部份市场份额，加上公司在半导体设备领域进展理想，我们预计公司在手订单足以覆盖2022-23年收入的80%以上。

#### ■ 能源设备

**短期看法乐观：**我们继续看好能源设备板块，今年上半年煤炭开采固定资产投资同比上升37%，我们预期在煤矿稳供应以及智能化和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，钢材价格在二季度同比下跌9%，而七月的价格较二季度进一步下跌14%，有利设备制造成本下降。我们继续推荐**三一国际 (631 HK)**，公司所有产品线订单强劲，新业务如工业机器人外部订单理想。

#### ■ 工程机械/重卡

**长短仓策略：**我们预计在低基数效应下，总体工程机械/重卡需求跌幅将会收窄，但我们对有意义的需求改善持审慎的看法，因此我们建议以长短仓策略对冲行业风险，我们看好**中联重科 A(000157 CH)**，主要由于公司的大型回购A股计划(最高40亿元人民币)正在高效落实。自七月公布计划后，截至8月2日，公司已投入5.4亿元人民币，我们相信计划有助中联股价跑赢同业。另一方面，我们认为**三一重工(600031 CH)**目前市场共识的盈利预测仍然相对进取，对估值构成较大压力。

## 医药

| 武煜, CFA / jillwu@cmbi.com.hk (852) 3900 0842  
| 黄本晨, CFA / huangbenchen@cmbi.com.hk (86) 021 3893 4986  
| 王银朋 / andywang@cmbi.com.hk (852) 3657 6288  
| 王云逸 / cathywang@cmbi.com.hk (852) 3916 1729

### ■ 推荐标的

CXO 板块首选昭衍新药 (6127 HK)、药明生物 (2269 HK)、药明康德 (603259 CH、2359 HK)、泰格医药 (300347 CH、3347 HK)；Biotech 板块首选信达生物 (1801 HK)、百济神州 (6160 HK、62235 CH、BGNE US)、诺诚健华 (9969 HK)；医疗器械板块看好爱康医疗 (1789 HK)。

**1) 药明生物：**将持续提升在全球生物药 CRDMO 市场的份额，预计 22 年收入增长 45%，业绩受到新冠订单的扰动逐步减少，UVL 清单基本不影响公司运营，上海疫情缓解将有助于公司在下半年进一步提升业绩增速。**2) 昭衍新药：**新订单维持强劲增长势头，5 月的新签订单同比增长 60%左右；全年新订单增速目标仍然维持在 40%以上；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) 信达生物：**公司管线储备丰富，预计 2023 年左右将有超过 10 个商业化品种；五年内中国产品销售额有望超 200 亿元；LAG-3、TIGIT 等在研品种今年有 PoC 数据读出，驱动第二波创新；预计信迪利单抗的销售额将从二季度开始逐步复苏，信迪利单抗 (PD-1) 于 6 月获批一线食管鳞癌和一线胃癌两项大适应症，今年有望通过简易续约方式新增医保覆盖一线食管鳞癌和一线胃癌适应症。

### ■ 风险提示

中美关系恶化给 CXO 和 Biotech 板块带来经营风险；国内疫情恶化。

## 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

芯片短缺或开始缓解，金九银十成色决定全年销量：与市场不同，我们并不担心低基数情况下 7-8 月的销量表现，由于购置税带来的抢购影响，我们也并不担心 11-12 月的销量，所以 9-10 月的销量/订单或许真正反映了当下汽车的需求量，尤其是芯片供应可能开始缓解。虽然不少车企还是认为 2023 年开始芯片供应才开始缓解，我们也看到某些芯片目前还存在短缺，但我们认为反转的信号已经出现，我们预计芯片供应能够支撑今年可能强劲的四季度销量。

7 月新能源车零售市占率 25%左右，从在手订单看，8 月市占率或保持平稳。如果新能源供应链和宏观环境不恶化，我们认为全年新能源的批发量还是有望超我们 550 万台的预期。

## ■ 推荐标的

我们继续看好新势力在行业巨变中的革新能力，三家头部新势力中目前首推蔚来 (NIO US/9866 HK)，因其短期销量环比改善空间或最大。广汽集团 (2238 HK/601238 CH) 或是行业景气度承压时的防御选择，吉利 (175 HK) 的极氪销量从8月开始逐步放量，短期存在正向催化剂。我们5月覆盖的亿和控股 (838 HK)，受到越来越多的市场关注。

## 必选消费、免税美妆

| 黄铭谦 / josephwong@cmbi.com.hk (852) 3900 0838

| 郑晓慧 / zhengxiaohui@cmbi.com.hk (852) 3900 0838

## ■ 未来6个月看法谨慎乐观

二季度消费受创较大，后续消费复苏之路或不平坦。不过，经过近三个月的盈利预期下调，市场比之前已较充分定价了上半年的盈利风险。特别是跟市场沟通较充分的公司，我们建议投资者对二季度的业绩下滑不必过分担忧，转而聚焦布局下半年的业绩改善行情。

## ■ 推荐标的

**啤酒：**我们维持首推华润啤酒 (291 HK，买入)。推荐百威啤酒 (1876 HK，买入) 和青岛啤酒 (168 HK，买入)。我们预计公司上半年销量同比持平、收入和单价中高单增长、费用率下降，利润有望同比增长。七月天气炎热，有利啤酒需求。我们渠道调研发现观察品牌单月销售达高单到低双位数，超预期。展望下半年，原材料涨价压力舒缓，毛利率有望环比改善，加上高端化持续情况稳定，带动均价继续提升，整体足够消化原材料涨价压力。控费措施持续且仍有空间，我们觉得对下半年不需太悲观。

**美妆：**我们首推在研发、产品创新、全渠道营销等方面综合实力领先的本土龙头珀莱雅 (603605 CH，买入)。公司2Q收入同比增长25-35%，净利润同比增长15-22%，符合市场预期。二季度防晒霜召回事件对盈利影响可控而公司也没有调低全年指引。加上憧憬双十一销售支撑下半年营收双位数增长的前提下，我们预计短期内仍受市场追捧。

**免税：**中国中免 (601888 CH，买入) 2Q营收和净利润同比下滑37.5%和45.2%，主要由于上半年国内疫情多点散发对公司经营造成短期较大影响。但自5月下旬开始，随着国内疫情缓解、上海复工复产、国内跨省旅游恢复、海南等多地消费券发放等一系列促消费和稳增长政策的出台，6月公司销售同比增长13%。我们认为中短期公司基本面大利空落地，市场担忧情绪或阶段缓解。2Q国内疫情反复，对线下客流、门店和物流运营普遍造成巨大冲击，公司收入和净利润表现已略优于我们预期，上海封城未造成经营费用超预期增加，体现一定经营韧性。

**电子烟：**随着监管新规落地、新品逐渐获批上市，行业有望自四季度起迎来业绩持续改善。首推思摩尔国际 (6969 HK，买入)。公司盈利预警预计上半年净利润13-15亿元，同比减少46%-54%。管理层在公告中引述下跌主要原因包括：疫情影响、电子烟新规落地以及今年16亿元研发费用投放。海外方面，公司业务一直保持健康推新节奏和强劲销售势头，有望抵销内地业务的压力。同时，小烟的推出将为下半年贡献约10-20亿元营收，取代果

味烟弹，成为未来几年收入增长引擎。监管框架明确后，预计明年电子烟在国内市场的渗透率有望重新稳步提升，叠加低基数，我们认为明年行业和公司将迎来较明显复苏。

**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

未来3个月看法保持乐观

### ■ 短线：

7月消费表现，对比6月虽然有些反覆，但我们对于下半年复甦的态势仍然相当乐观，因为：1)上海和北京等一线城市复甦比较顺利，2)提振消费的政策仍然会陆续出台，3)低基数，4)原材料价格回落和5)人民币贬值。而且我们相信市场已经消化了上半年的业绩拖累，再加上中美冲突对国内消费板块的直接影响较少，所以如果是因为市场情绪影响所带来的估值回调，其实都是中线投资加仓的好机会。

### ■ 体育用品行业维持看好：

在6月强劲的反弹后，7月表现略为转弱，虽然市场比较担心，但我们认为是相当正常，因为7月的疫情是略有反弹，而且是产品上新的第一个月，折扣通常比较少。我们对于3季度的复甦仍然抱有信心，受惠于低基数，疫后复甦，政策支持和体育赛事重启等等。当然，我们对海外品牌在下半年的表现变得更为谨慎，零售折扣率因为库存水平仍然高企，会受到影响，此外，销售在下半年也许不会录得增长。然而，因为价格带和客群的差异，我们认为国内外品牌的分化会加大。但相信上半年的负面因素应该已经反映，加上股价最近的回调，估值变得相对引，都是中长线加仓的好时机。

### ■ 餐饮行业上调至看好：

7月业绩对比6月也许有点反覆，但我们相信最坏情况已经过去。3季度持续改善的趋势相当明确，一方面是受惠于上海北京的复甦，另一方面是各类政策的扶持。在下半年，优秀的品牌，在成本管控，租金条件，开店速度等等都会远远好于行业整体，应可更有效抢占市场份额，利好下半年和明年业绩。尽管食材成本仍然在上升，但只要油价不再破顶，未来趋势和压力仍然可控。随着九毛九，海伦司等等公布盈警，相信市场已经消化了上半年业绩的拖累，加上最近市场情绪不稳，估值回调到较合理水平后，已经可以开始买入。

### ■ 家电行业维持看好：

6月销售下滑比5月有所收窄，7月销售更重拾增长，受惠于炎热天气下，空调的需求大幅爆发，而其他大家电表现亦有逐渐改善。虽然短期内经济和房价下行都令需求偏弱，而且烂尾楼断供事件亦影响了赚房信心，但我们认为拐点仍然会慢慢到来。更重要的是我们认为未来价格战的可能性较低，而各品牌亦有机会重新涨价，配合原材料价值回落和人民币

贬值，毛利率将会逐渐改善。不过随着美国的通胀和加息加剧，对消费力的负面冲击巨大，我们对出口业务转为谨慎，尽管人民币仍在贬值。而中美关系重新恶化，对未来对中国产品所征收的关税的调整空间亦有减少。

#### ■ 服装行业维持看好:

经历了去年4季度的暖冬，今年1和2季度的疫情爆发，我们认为3季度应该大概率是拐点，未来可见底回升。加上过去2年比较谨慎的订货和主动清理库存，目前行业库存压力并不大，而且折扣在2季度有所增加，但估计最慢也会在3季度见底改善，配合目前偏低的估值，只要未来业绩逐渐改善，反弹空间不俗。

#### ■ 长线: 还是要看疫情的爆发情况

##### 推荐标的:

目前比较推荐特步(1368 HK)，因为其大众化的价格，在经济下行情况下，会更加受惠。李宁(2331 HK)进入3季度低基数，增长相信也会不俗，也可以买入。另外也推荐百胜中国(9987 HK)，因为他们大众化的价格，在经济下行情况下，能抢到更多市场份额，也看好美的(000333 CH)，主要是因为空调销售改善和原材料价格下行，尽管他们的销售今年较弱，但利润率才是他们更关注的目标。也看好波司登(3998 HK)，受惠于公司偏低的库存水平，以及确定性比较高的增长点，包括新产品、新品类、抖音、新增经销商门店等，今年增长将会较快。

**风险提示:**疫情爆发，能源和原材料成本再次上涨，中美关系恶化



## 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个月的潜在涨幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来12个月的潜在跌幅超过10%
未评级	: 招银国际环球市场并未给予投资评级

### 招银国际环球市场行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

### 招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

### 重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决策。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律风险。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研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关FINRA规则的限制。本报告仅提供给美国1934年证券交易法(经修订)规则15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由CMBI(Singapore)Pte.Limited(CMBISG)(公司注册号201731928D)在新加坡分发。CMBISG是在《财务顾问法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG可根据《财务顾问条例》第32C条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构属制的报告。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。