

策略观点

对中国经济重启的交易可能延续

- **宏观：**中国经济 10 月延续下滑，防疫政策可能渐进优化，疫情破防风险上升，宏观政策将保持宽松，中国经济终将摆脱疫情影响，迎来消费、服务业和房地产缓慢修复。美国通胀 4Q22 下行仍较缓慢，货币政策拐点可能在 1Q23，2023 年可能接近中型衰退，债市已对衰退进行定价，但美股预期仍不充分。
- **港股策略：**困扰港股之不利因素已大致反映于低残之估值，近期的不明朗因素逐渐消化，市场恐慌情绪稍减，恒指于 11 月份有望温和反弹。不过，若要港股之估值向上重估至较正常水平，例如十年平均减一个标准差，仍有待内地出现放宽防疫政策的讯号，或美国通胀回落，令美元汇价和美国债息转为向下。
- **科技：**谨慎乐观。我们相信整体行业 4Q 仍受到宏观经济压力和终端需求疲软等因素影响，子版块景气度分化，三季报大部分公司对 4Q 指引较为保守，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。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。
- **软件及 IT 服务：**谨慎偏乐观，过于一个月，市场逐步消化包括中美科技战，人民币贬值等负面因素，板块部分股票估值处于历史低位，随着美国加息步伐有机会放缓，国内经济在 2023 年逐步改善的预期下，我们预计板块估值迎来修复机会。国产替代，信创仍然是软件板块主要的增长动力，推荐买入金蝶国际及海康威视。
- **互联网 I：**谨慎乐观。疫情防控长期持续优化趋势不变，尽管短期因为冬季来临防控或更加严格使得互联网公司的短期基本面修复面临波动。行业监管指引更加清晰（如未来推出“绿灯投资案例”）及中美审计合作进程推进或有利于估值进一步修复。展望 4Q22 及 2023 年，商业模式稳健性、经营杠杆提升、及拓展新营收来源的能力将是股票 alpha 的关键驱动因素。我们预计龙头科技公司将在建设数字基础设施和推动企业数字化转型方面发挥重要作用。短期关注受益于消费复苏，及有能力主动降本增效支撑盈利增长有更高确定性的公司，如拼多多、美团、京东、腾讯音乐；长期关注技术实力强、可以通过开放基础设施赋能中国企业转型，及出海能带来更多营收及净利增量的公司，如腾讯、阿里巴巴、百度。
- **互联网 II：**中性乐观。疫情反复或使板块存在阶段性盘整(1-2 个季度)，待防控基调清晰化板块有望迎来结构性行情，在于：1) 短期利空已逐步消化、尚有政策面利好待释放(如中概审计)；2) 基本面边际改善持续(4Q22E 及 FY23E 增速反弹)；3) 潜在放开预期。细分赛道偏好：电商/本地生活> 泛文娱> 广告。看好电商、本地生活韧性复苏及降本增效，憧憬“11.11”催化剂，估值中枢存在 15% 上修空间。板块估值充分回调，下探空间有限，部分优质标的超卖或提供潜在买点，推荐买入美团、拼多多、快手。
- **房地产：**谨慎。在任何大政策出台前，我们认为板块还是会阶段性承压。主要原因是受疫情影响，销售回暖缓慢，来不及覆盖民企紧迫的债务偿还时间表。建议投资者继续等待更好的时间点。短期可以吸纳超跌的龙头，华润，中海物业等。
- **保险：**乐观。财险公司三季度巨灾损失同比大幅减少，承保利润率同比持续改善。寿险三季度表现分化，太保新业务价值同比增速由负转正；国寿、平安新业务价值仍然承压；寿险企业陆续开始 2023 开门红预售，节奏较去年同步或略有提前；我们预计养老储蓄需求的增长会支撑寿险企业开门红业绩。推荐买入太平洋保险、人保财险。
- **银行：**谨慎乐观。上市银行三季度信贷投放结构改善，不良资产率环比略有改善，净息差环比降幅收窄，净利润增速提升。我们预计四季度资产质量保持稳定，净息差逐渐趋稳。看好长三角地区的优质区域性银行。
- **资本品：**工程机械/重卡转趋乐观：海外需求持续强劲继续为中国制造商出口带来支持。国内方面，在低基数效应下，总体工程机械/重卡销售跌幅已收窄。由于中国经济重启的预期正在升温，我们预期有助拉动 2023 年总体需求从低

叶丙南, Ph.D

苏沛丰, CFA

伍力恒

杨天薇, Ph.D

颜宇翔

贺赛一, CFA

陶冶

陆文韬

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

黄铭谦

胡永匡

史迹, CFA

窦文静, CFA

夏微, CESGA

白毅阳, CFA

位回升。短期看好潍柴动力-H (2338 HK), 主要由于重卡保有量和 GDP 复苏相关度高; 中长期看好浙江鼎力 (603338 CH) 海外市场份额提升的趋势。光伏设备乐观: 电池技术往 TOPCon 和 HJT 的升级将推动光伏电池设备的替换需求, 看好已在不同技术路线进行布局的捷佳伟创 (300724 CH)。能源设备乐观: 在煤矿稳供应以及智能化和电动化换代周期加快下, 我们预期煤矿设备需求将持续强劲。海运费和钢材价格下跌, 有利制造成本下降, 继续推荐三一国际 (631 HK)。煤矿乐观: 由于多国将能源安全置于首位, 我们预计海运煤的需求将保持强劲, 而供应方面仍然偏紧, 看好兖煤澳大利亚 (3668 HK)。

- **医药:** CXO 板块首选药明生物 (全球市场份额提升)、昭衍新药 (业绩增长确定性高); Biotech 板块首选百济神州 (国际化能力领先)、信达生物 (商业化品种及研发管线丰富)、荣昌生物 (商业化进展顺利、管线国际竞争力强); 医疗器械板块看好爱康医疗 (国产替代空间大)。
- **汽车:** 我们认为近期股价的低迷已经反映了投资者对汽车消费的担忧, 我们预计汽车股价有望在旺季中迎来短暂反弹, 趋势性的反转仍有待基本面改善的支撑。继续看好造车新势力, 首推蔚来 (NIO US/9866 HK); 广汽 (2238 HK/601238 CH) 是不错的防御性标的; 汽车经销商中首选美东 (1268 HK)。
- **必选消费和免税美妆:** 未来 6 个月看法保持谨慎乐观。三季度行业整体业绩大概符合我们预期, 除了伊利, 贝泰尼低于预期外, 符合的预期的有百威, 珀莱雅, 中国中免以及上海家化。我们下调公司今明两年的盈利预测 1-23%, 下调后对比市场平均预测低 5-25%。
- **可选消费:** 考虑到: 1) 股价短线超跌, 2) 市场憧憬防疫政策放松, 3) 德国总理访华, 4) 世界杯举行等等, 市场情绪或许会有边际改善, 股价可能适度反弹。但在基本面来说, 因疫情继续肆虐, 以及各品牌的去库存压力, 未来三个月看法保持中性, 但上调体育用品板块至看好和下调餐饭板块至中性。根据目前双 11 预售情况, 推荐波司登 (3998 HK), 安踏 (2020 HK)。同时亦推荐奈雪的茶 (2150 HK) 和海尔 (6690 HK)。
- **能源 - 城燃板块:** 我们对城燃板块 3-6 月保持谨慎乐观, 关注城燃企业 Q4 部分地区供暖需求上升提振 LNG 需求, 持续顺价措施实施毛差趋于稳定, 综合能源业务和增值业务等保持快速增长。推荐华润燃气 (1193 HK) 毛差持续改善, 销气量增速向好, 燃气接驳增长优于同行, 优质项目优势明显增值业务增长潜力大。

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
长仓											
立讯精密	002475 CH	科技	买入	31.78	52.30	65%	22.5	18.3	N/A	19.8	0.9%
闻泰科技	600745 CH	科技	买入	52.82	90.13	71%	21.7	14.2	1.8	8.1	0.5%
金蝶国际	268 HK	软件 & IT服务	买入	13.10	23.83	82%	N/A	N/A	5.8	N/A	0.0%
海康威视	002415 CH	软件 & IT服务	买入	30.02	41.46	38%	17.6	14.5	3.9	25.0	3.0%
拼多多	PDD US	互联网	买入	61.89	92.90	50%	20.7	16.8	31.4	26.2	0.0%
美团	3690 HK	互联网	买入	149.50	220.00	47%	1636.9	64.6	6.3	N/A	0.0%
腾讯	700 HK	互联网	买入	238.60	398.00	67%	18.5	16.1	2.3	11.2	0.5%
腾讯音乐	TME US	互联网	买入	3.97	6.60	66%	13.7	13.7	1.1	6.4	14.0%
快手	1024 HK	互联网	买入	41.90	120.00	186%	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%
中国太保	2601 HK	保险	买入	14.80	25.19	70%	5.8	4.8	0.6	9.9	6.2%
人保财险	2328 HK	保险	买入	7.39	12.74	72%	5.9	5.1	0.7	12.1	7.1%
潍柴动力-H	2338 HK	资本品	持有	8.34	9.30	12%	16.0	12.2	0.9	5.9	2.2%
浙江鼎力	603338 CH	资本品	买入	48.31	59.50	23%	21.7	17.8	3.5	17.5	0.9%
兖煤澳大利亚	3668 HK	资本品	买入	26.05	53.00	103%	1.5	1.8	0.8	59.7	32.7%
三一国际	631 HK	资本品	买入	7.15	13.20	85%	12.4	10.4	2.1	18.0	2.4%
捷佳伟创	300724 CH	资本品	买入	149.01	187.00	25%	49.8	41.5	7.2	15.6	0.2%
药明生物	2269 HK	医药	买入	43.35	120.40	178%	34.4	24.9	3.9	12.9	0.0%
昭衍新药	6127 HK	医药	买入	32.80	53.61	63%	19.7	14.2	2.1	11.0	1.2%
信达生物	1801 HK	医药	买入	31.55	52.60	67%	N/A	N/A	4.8	N/A	0.0%
百济神州	BGNE US	医药	买入	185.43	253.13	37%	N/A	N/A	58.2	N/A	0.0%
荣昌生物	9995 HK	医药	买入	52.85	79.13	50%	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%
爱康医疗	1789 HK	医药	买入	8.27	9.20	11%	40.0	29.3	4.0	7.5	0.5%
蔚来	NIO US	汽车	买入	11.68	28.00	140%	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%
广汽	2238 HK	汽车	买入	5.40	8.00	48%	5.4	5.7	N/A	10.1	5.8%
美东	1268 HK	汽车	买入	12.30	23.00	87%	12.6	8.3	N/A	26.5	4.4%
华润啤酒	291 HK	必选消费	买入	45.10	71.00	57%	31.9	29.6	5.3	16.8	1.2%
百威亚太	1876 HK	必选消费	买入	19.06	27.20	43%	30.5	27.1	2.8	9.2	1.2%
珀莱雅	603605 CH	必选消费	买入	175.85	184.00	5%	48.8	35.9	10.3	21.4	0.6%
中国中免	601888 CH	必选消费	买入	197.09	230.00	17%	42.8	29.9	10.8	25.1	0.8%
安踏	2020 HK	可选消费	买入	77.80	113.30	46%	23.8	19.0	5.7	24.6	1.4%
奈雪的茶	2150 HK	可选消费	买入	4.94	7.38	49%	N/A	32.5	1.6	N/A	0.0%
海尔智家	6690 HK	可选消费	买入	22.00	27.30	24%	11.7	9.8	1.7	17.1	3.4%
波司登	3998 HK	可选消费	买入	3.64	5.89	62%	12.4	10.5	2.8	23.0	4.8%
华润燃气	1193 HK	能源	买入	22.45	39.13	74%	7.5	6.8	N/A	11.9	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

中国宏观

■ 10 月经济下滑

(1) **多地疫情反弹并加强防疫管控, 人员流动、居民消费和服务业活动下降。**10 月多个地区疫情反弹, 加上临近重要会议, 各地方防疫管控明显加强, 人员流动和服务业客流降幅扩大。10 月一线城市日均交通拥堵延时指数和日均地铁客运量同比分别下降 5.8% 和 16.3%, 相比 9 月 (下降 4.6% 和 12.1%) 和 3Q22 (下降 0.2% 和 11.5%) 降幅扩大。10 月国内航班日均执行架次和城市日均观影人次同比分别下跌 61.6% 和 69%, 而 9 月同比分别下降 50.5% 和 39%, 3Q22 同比分别下降 19.3% 和增长 17.1%。港澳台航班有所恢复, 10 月日均执行架次同比增长 7.5%, 而 9 月同比下降 23.4%; 国际航班恢复相对缓慢, 10 月同比下降 32.1%, 而 9 月同比下降 34.4%。

(2) **商品房销量跌幅扩大, 汽车销量增速回落。**10 月 30 个大中城市商品房日均销量同比下降 22.7%, 相比 9 月降幅 (16.6%) 有所扩大。一方面, 开发商违约风险事件频发, 购房人对期房市场信心低迷; 另一方面, 防疫管控加强, 经济和就业形势严峻, 家庭收入信心和大额支出意愿较低。因住房销售疲弱, 开发商自主现金流非常紧张, 银行一方面担心项目风险, 另一方面在房住不炒和支持实体的政策逻辑下对地产项目融资依然谨慎。由于开发商现金流紧张和信心低迷, 土地购置和开发投资延续下滑, 建筑、建材、钢铁、家具等行业依然疲弱, 土地财政大幅萎缩, 地方财政面临巨大压力, To G 业务公司现金流恶化。由于防疫管控加强、人流下降和信心疲弱, 汽车销量增速有所回落, 乘联会统计乘用车日均销量同比增速由 9 月的 21.5% 回落至 10 月的 10.3%。

(3) **基础设施与公共服务投资保持快速增长。**地方政府土地收入和财政收入大幅下滑, 但在政策性银行专项贷款扩大和国有企业加杠杆支撑下, 水利、公用事业、能源、医疗等行业投资保持快速增长, 但交通运输、文化娱乐等行业投资相对疲弱。

(4) **出口增速进一步放缓。**因海外需求回落和供应链恢复, 中国商品出口增速可能进一步放缓。

■ 中国政策

(1) **防疫政策可能优化调整。**新冠病毒似乎向流感化方向演化, 重症率和死亡率已大幅下降, 但总发病率 (大面积感染) 和超额死亡率 (医疗挤兑风险) 仍显著高于流感。由于新冠病毒传播性和隐蔽性不断增强, 控制其流行变得愈加困难。在人口大规模流动和聚集的国庆节、春节等特殊时期, 局部地区破防的概率显著上升, 中国可能需要提前做好应急准备。同时, 经济、就业、财政和金融形势日益严峻, 民众对地方防疫中层层加码和频繁封控的接受度显著下降, 客观形势可能倒逼中国重新审视防疫政策, 优化调整防疫策略, 但由于中国非常关注总发病率和超额死亡率, 中国防疫政策的调整可能是渐进的。

(2) **货币政策可能保持宽松。**中国经济 4 月触底后开始回升, 但恢复过程非常缓慢且充满波折, 核心通胀依然疲弱, 中国货币政策将保持宽松基调。因政策不强刺激、房价看跌预

期及就业、收入和信心疲弱，房地产市场本轮恢复非常缓慢，2023-2024 年仍将处于恢复周期；因就业、收入和信心疲弱、对未来不确定性担心及消费行为惯性，中国家庭消费恢复也将需要较长一段时期；因海外经济可能出现衰退，2023 年中国出口和制造业投资可能显著放缓；中国 CPI 增速回升主要受能源和生猪周期影响，核心 CPI 增速仍在低位。中国货币政策宽松举措可能包括：1) 保持流动性合理充裕，不排除进一步降准可能性，货币市场平均利率或小幅上升，但仍将显著低于疫情前水平；2) 保持信贷政策宽松，LPR 仍有小幅下降空间，推动首套房、二套房按揭合同利率和制造业、中小企业贷款利率进一步下降；3) 改革后的存款利率定价机制主要参考 10 年国债利率和 LPR，必要时可以通过下调 LPR 压降存款利率，为贷款利率下降创造空间；4) 保持人民币汇率灵活性，以保证国内利率政策的自主性。

(3) 财政政策将保持积极基调。由于经济活动萎缩和房地产大幅下滑，财政收入同比显著下降，今年前三季度一般财政收入和政府性基金收入分别同比下降 6.6% 和 24.8%，与全年预算分别增长 3.8% 和 0.6% 的目标相去甚远。但由于防控疫情、机关事业单位运转、社会民生保障等财政支出比较刚性，一般财政收入仍实现同比正增长。财政收支缺口明显超过全年赤字预算水平，不少地方政府已经提前使用明年财政收入。加上明年稳增长需要和财政支出刚性，财政政策不得不保持积极基调，预计 2023 年公开的财政赤字将高于今年。

(4) 房地产政策延续温和放松。未来 1-2 年，房地产信贷政策可能进一步温和放松，首套房和二套房按揭贷款合同利率仍有进一步下降空间，监管机构可能进一步鼓励银行加大对开发商的信贷支持力度。目前银行对开发商授信采用白名单制，对地产项目融资仍比较谨慎，主要有两个方面担心。一是项目销售前景及经营风险，目前商品房销售恢复缓慢，尤其是在三四线及以下城市，房价看跌预期较浓。二是未来政策风险，尽管在当前稳地产周期中，政策部门对房地产融资较为支持，但房住不炒和支持实体的中长期政策导向不变，从跨周期角度来看，当下对房地产融资可能再未来周期中面临政策风险。中长期内，中国可能择机推出房产税，在土地财政削弱后为地方政府开辟新的财源，同时调节贫富差距实现共同富裕；但 2023-2024 年房地产仍处于恢复周期，实施房产税的可能性较低。

(5) 人民币短期仍有走弱空间，中期可能迎来反弹。尽管市场开始交易美国经济衰退和中国 reopening 预期，但美联储紧缩周期和中国动态清零政策尚未真正逆转，短期人民币对美元仍有走弱空间。但随着 2023 年美国可能陷入衰退，中国经济可能逐渐重启，人民币对美元可能迎来反弹。

■ 未来经济增速可能缓慢回升

(1) 中期内消费和服务业可能缓慢恢复。中国未来放开的路径仍不明朗，决策者希望兼顾降低超额死亡风险和尽快恢复经济两个目标，即使放开也将采用渐进模式，但防疫政策很难有中间状态，疫情演进也并不完全以人的主观意志为转移。无论未来放开之路如何，我们认为疫情扩散对经济体系的短期冲击（如劳工短缺和服务业通胀）应该比较有限，因为病毒日益轻症化、疫苗和治疗药物更加成熟以及中国可以学习其他国家或地区的经验教训。对今年下半年以来实现完全放开的日本、韩国、台湾和香港进行数据分析发现，放开后疫情扩散对劳动参与率和核心通胀的影响相对较小（当然前提可能是消除对病毒的恐惧）。

在放开过程中，一方面对预防或治疗药物及医疗服务的需求可能显著上升，利好医药及医疗服务行业，另一方案出行和社交需求将有所释放，利好航空、铁路、旅游、餐饮、服装鞋帽、化妆品、娱乐等行业。在放开之后，中期内消费和服务业将迎来渐进式恢复。

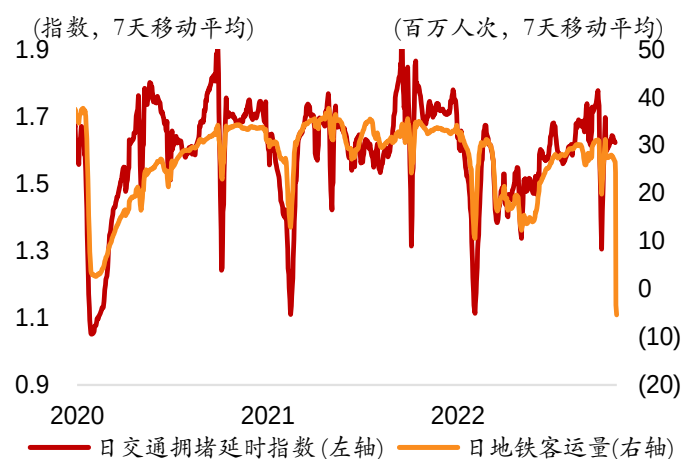
(2) 住房需求可能缓慢改善，商品房销售降幅或逐渐收窄。由于同比基数变化、按揭贷款政策宽松和经济活动缓慢回升，商品房销售同比降幅将逐渐收窄。一线城市和部分强二线城市住房销售改善明显，三四线及以下城市住房销售改善相对缓慢，房地产开发投资回升将更加滞后。总体来看，此轮房地产恢复之路相对漫长，2023-2024 年仍将处于恢复周期，恢复后的销售峰值也将显著低于 2021 年水平。

(3) 基建投资高增长难以持续，制造业投资可能放缓。在政策性银行专项贷、商业银行贷款和国有企业、事业单位加杠杆的支撑下，4Q22 基础设施和公共服务类投资设施业投资可能延续较快增长。但由于基数效应和对未来部分需求透支，2023 年基建投资面临较大下行压力。制造业投资 4Q22 可能保持平稳增长，但 2023 年可能有所放缓，因全球衰退风险和民营企业信心疲弱。

(4) 商品出口可能进一步放缓。海外需求逐渐下行，商品通胀亦见顶回落，中国商品出口增速将进一步回落。因能源危机，欧洲工业基础和产业链遭受重挫，短期内将巩固提升亚洲产业链包括中国产业链优势。

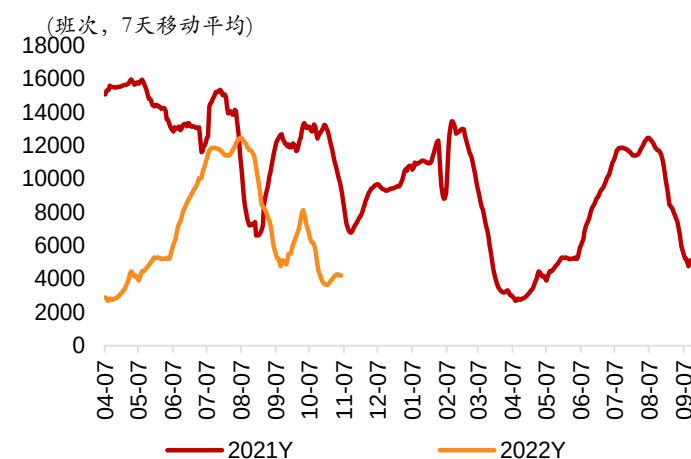
整体来看，中国经济中期内处于渐进缓慢修复周期，预计 4Q22 的 GDP 增速可能略超 4%，2022 年全年 GDP 增速在 3.4% 左右，2023 年 GDP 增速可能回升至 4.8%。

图 2: 中国一线城市车流与地铁人流



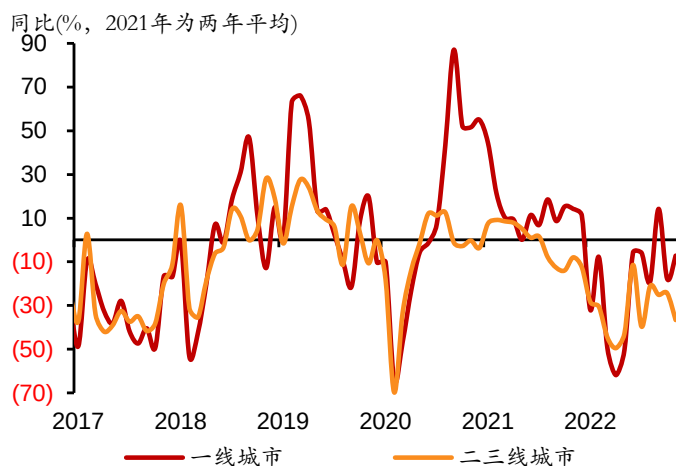
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 3: 中国国内航班每天执行班次



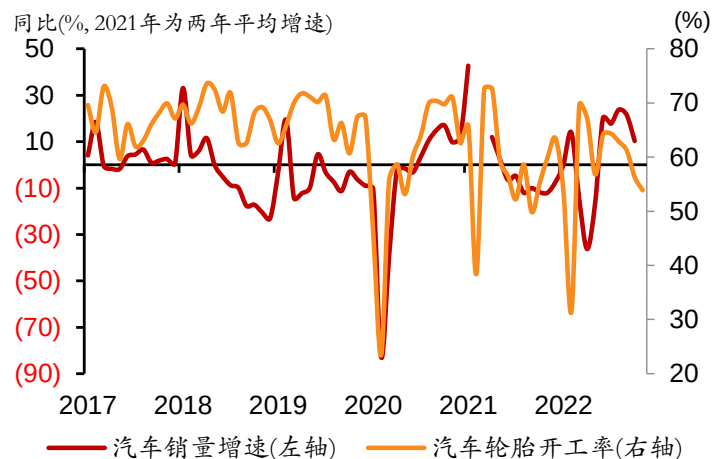
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 4: 中国 30 个大中城市商品房日均销量增速



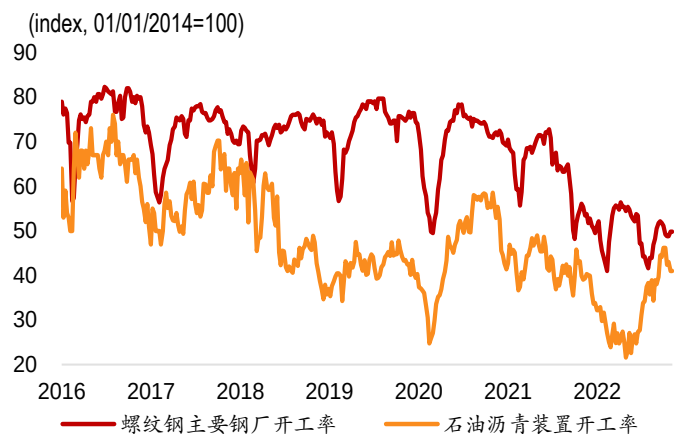
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 5: 中国乘用车销量与汽车轮胎开工率



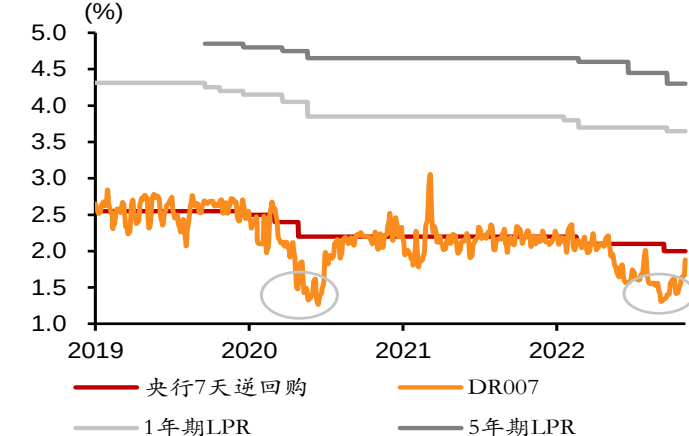
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 6: 中国主要钢厂和石油沥青装置开工率



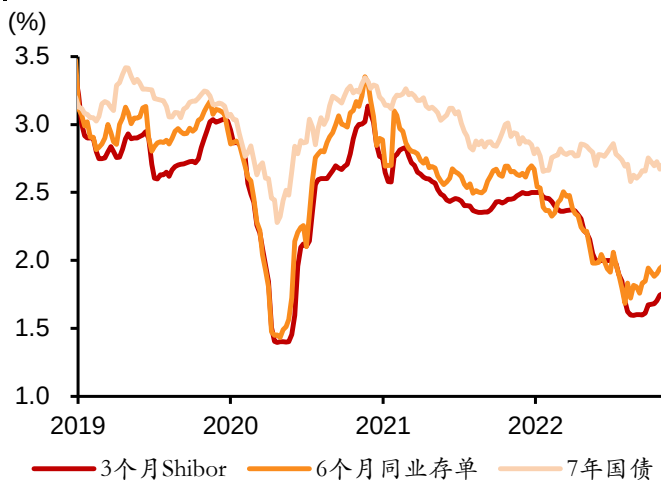
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 7: 中国央行政策利率



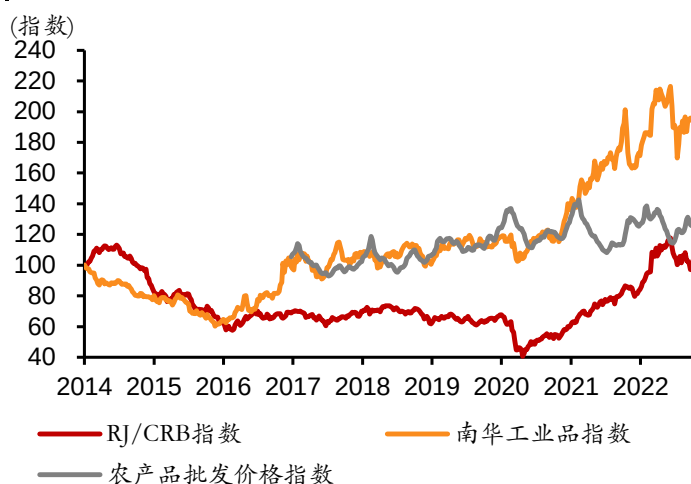
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 8: 中国 3 个月 Shibor 与 7 年国债利率



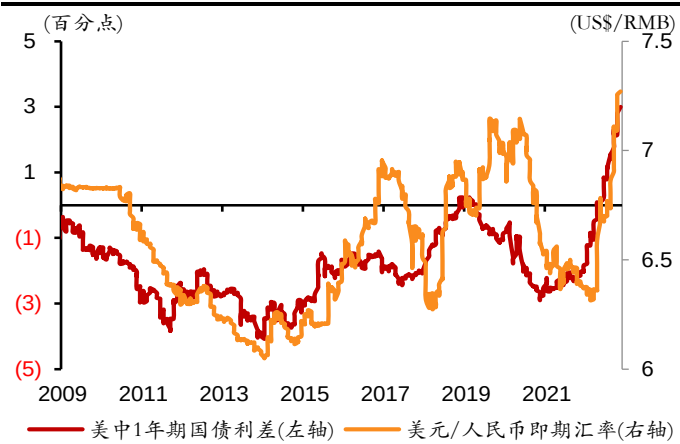
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 9: 中国 RJ/CRB 指数、工业品/农产品批发价指数



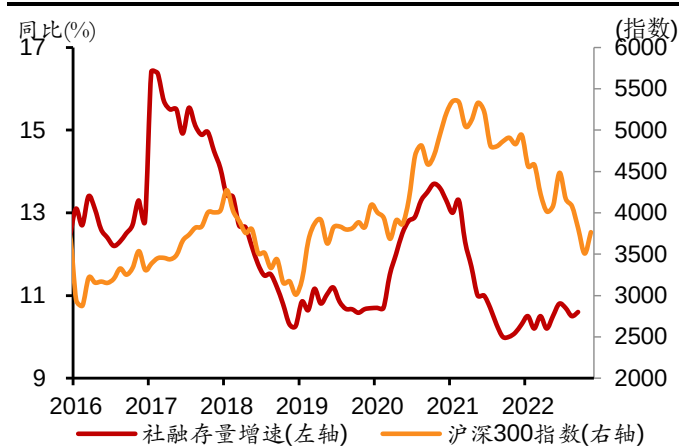
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 10: 美元/人民币汇率与利差



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 11: 社会融资存量增速与沪深 300 指数



资料来源: 彭博, 招银国际环球市场

美国宏观

■ 2023 年美国可能经历中小型衰退

债市已对衰退风险发出预警，但股市预期仍不充分。国债收益率曲线已经给出美国经济 2023 年可能进入衰退的预警。10 年/2 年国债利差自 7 月以来持续为负，10 年/3 个月国债利差近期也转为负值，预示未来 12 个月内美国经济大概率陷入衰退。10 年/2 年国债利差和 10 年/3 个月国债利差对未来衰退风险的预测力较强，前者预警时间更早，后者预测准确性更高。对 1978 年以来美国的 7 次衰退，10 年/2 年利差平均提前 14 个月发出预警；对 1989 年以来的 4 次衰退，10 年/3 个月利差平均提前 11 个月发出预警；1998 年亚洲金融危机并未导致美国经济衰退，10 年/3 个月利差没有给出衰退预警，但 10 年/2 年利差给出了衰退预警。我们在 7 月的月度策略中曾指出，美国经济可能经历两轮下行过程，第一轮下行是库存扰动和供给冲击，在今年上半年已经见到，第二轮是需求量价齐跌，可能在明年前三季度见到；经济在两次下行之间可能会有暂时性的环比改善，这主要来自库存扰动和供给冲击的缓解，并不意味着衰退风险的解除，随着需求量价齐跌，美国经济将进入第二轮下行过程，经历实质性衰退。目前美股市场对经济衰退预期并不充分，美股盈利下调尚未到位，未来随着衰退不断临近，美股盈利将迎来下调过程。

高通胀和高利率的紧缩效应将逐渐显现。美国此轮通胀创 40 年来最高，且高通胀粘性导致高利率持续较长时间，对经济的紧缩效应将逐渐显现。美国高通胀粘性主要因为两方面原因：一是过去两年超级宽松周期推动商品和住房需求过热，美联储紧缩过晚，二是疫情和俄乌冲突等因素导致劳工短缺和能源通胀持续较长时间。目前大宗商品和通胀预期均有所回落，但房租和服务业通胀依然较高，延缓了核心通胀下行过程。房租在美国 CPI 篮子中占比近三分之一，在核心 CPI 篮子中占比更高，房租来自租房合同中价格，统计局计算房租涨幅时取 6 个月移动平均，这导致 CPI 中房租项变动比市场挂牌价和个人可支配收入变动滞后 18 个月左右。由于美国房地产和个人可支配收入增速在 2021 年年中达到最热，这意味着房租通胀可能要等到 1Q23 才开始下降。其他服务业通胀主要由于劳工短缺，劳工短缺的原因比较复杂，包括部分大龄劳工因为疫情和股市、房地产大牛市周期选择提前退

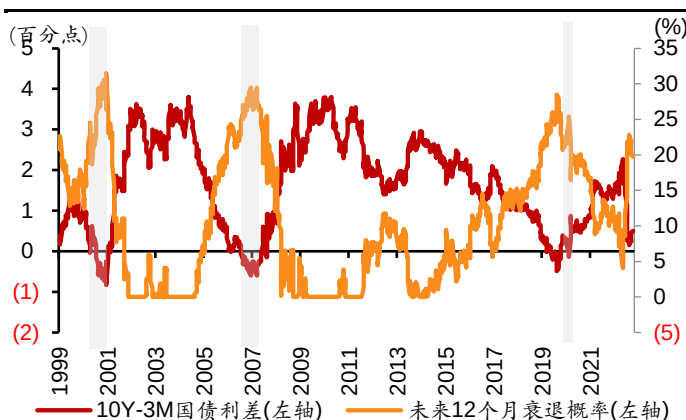
休，移民劳动力因为特朗普政策和疫情而大幅减少等，但随着工资薪酬持续大幅上涨、全球劳动力流动逐步正常化和劳动力需求开始放缓，劳工短缺问题在逐渐缓解，服务业通胀将逐步回落。高通胀粘性导致高利率持续时间较长，由于美联储今年下半年加息非常迅速，高利率对经济的紧缩效应远未显现。随着高利率环境延续，2023 年美国的房地产、汽车和耐用消费将出现显著的量价齐跌过程，拖累金融周期向下，并推升经济衰退风险。

美国发生银行危机和大衰退概率较小，可能接近中型衰退。随着货币政策大幅紧缩和信心持续下滑，美国经济将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。由于本轮高通胀和高利率持续时间较长，加上过去两年超级宽松周期中透支效应，我们认为美国此次衰退严重程度可能超过 2001 年因科技股泡沫破裂叠加 9.11 冲击出现的微型衰退。但美国发生类似 2008 年银行危机和大衰退的概率也比较小，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，家庭部门资产负债表和财务状况非常稳健，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非常稳健，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%（次贷危机前该占比超过 25%）。综合来看，我们认为美国此次衰退可能接近中型衰退。

■ 美联储的选择

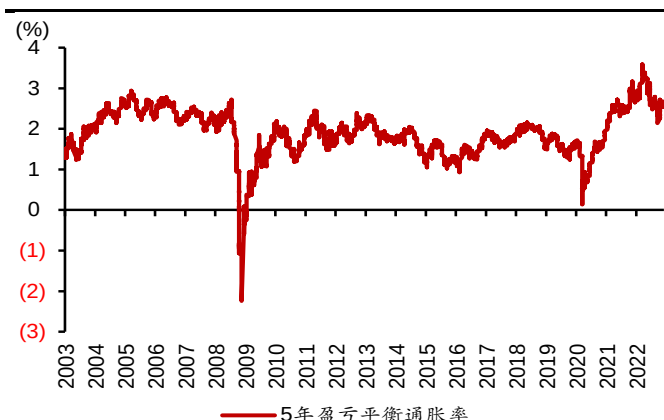
近期控通胀，远期战衰退。在未来 3-5 个月，美联储可能仍将控通胀作为第一目标，而后随着衰退逐步临近，美联储对衰退风险的关注将逐渐上升。经济衰退将带动通胀显著下降，并最终改变美联储政策周期。美联储过去两年超级宽松政策助推通胀达到 40 年来最高，鲍威尔去年对通胀暂时性的判断酿成大错，不仅损害美联储信誉，而且加剧通胀粘性，并使加息路径更加陡峭。鲍威尔为挽回美联储信誉，面对市场认为紧缩到顶的预期，坚持紧缩方向不动摇，虽然对加息放缓持开放态度，但认为目前讨论加息见顶为时尚早。预计美联储将在 12 月议息会议上加息 50 个基点，明年 1 月议息会议加息 25 个基点，而后观望一段时间，3 月会议是否加息存在较大不确定性。政策利率大概率在 1Q23 见顶，但美联储缩表将持续更长时间。美国经济可能在 2Q23-3Q23 进入衰退，经济衰退将带动通胀大幅下行，美国长期国债利率具有较大下行空间。高通胀终将埋葬经济繁荣，引发经济衰退。短期高通胀持续越久，未来衰退越严重，通胀下行幅度也会越大，长期利率下行空间也将越大。

图 12: 美国 10Y-3M 国债利差与未来 12 个月衰退概率



资料来源：Wind, 招银国际环球市场

图 13: 美国 5 年盈亏平衡通胀率



资料来源：Wind, 招银国际环球市场

图 14: 美国职位空缺数/失业人数与薪资增速

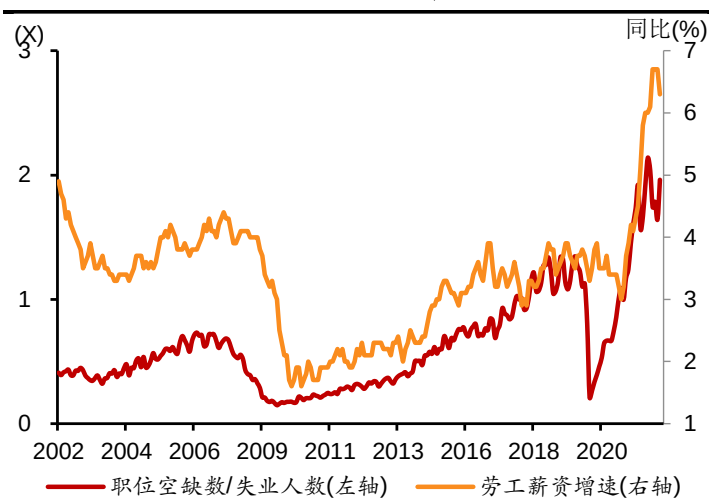


图 15: 联邦基金利率期货对未来政策利率预期

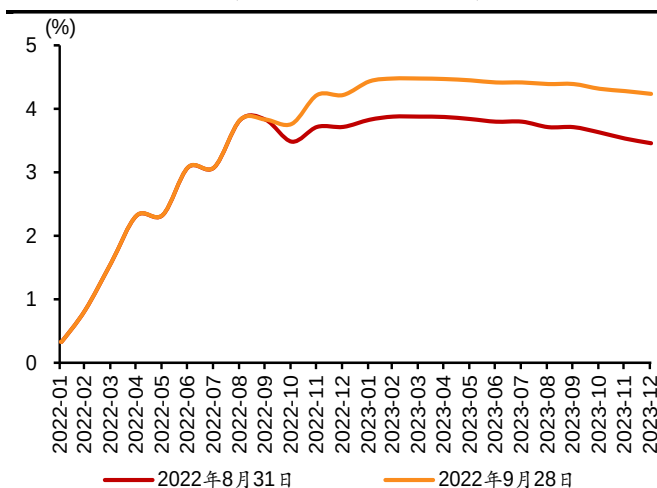


图 16: 美国联邦基金利率与 2 年期国债利率

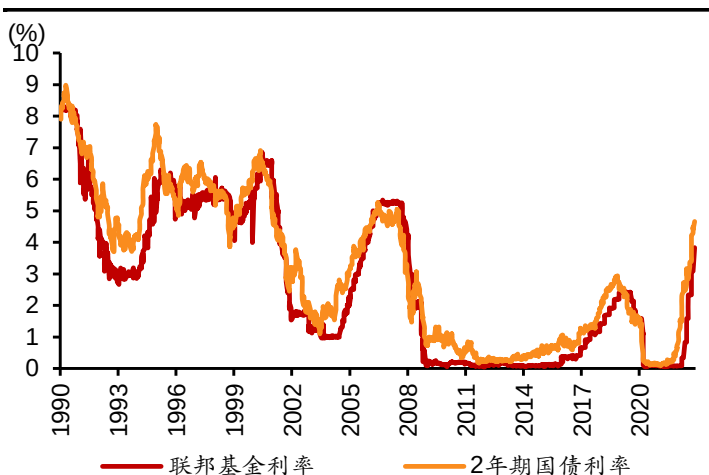


图 17: 美国实体融资成本

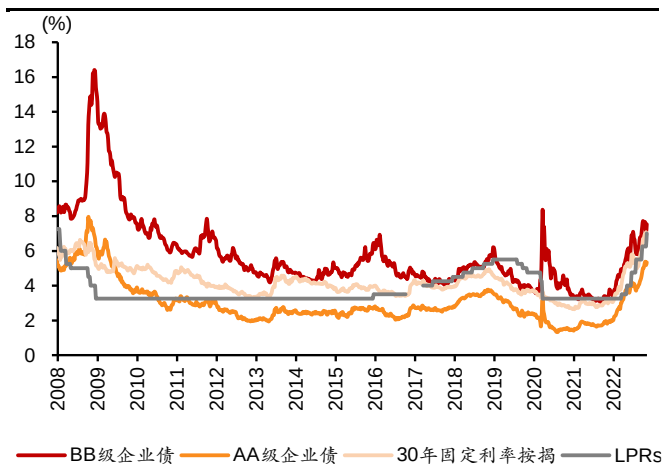


图 18: 美国房价泡沫化指数

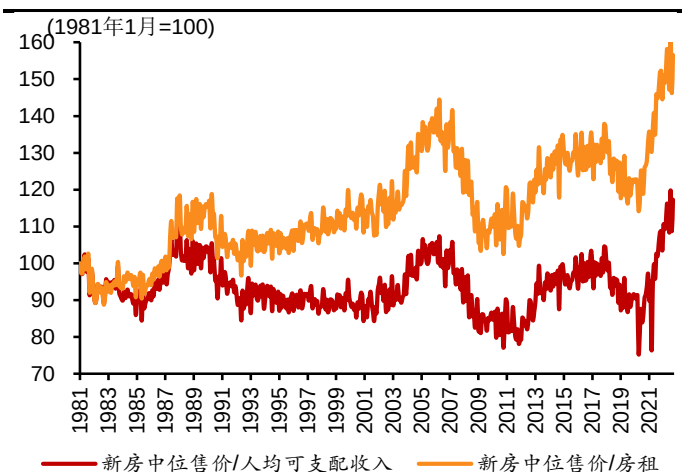
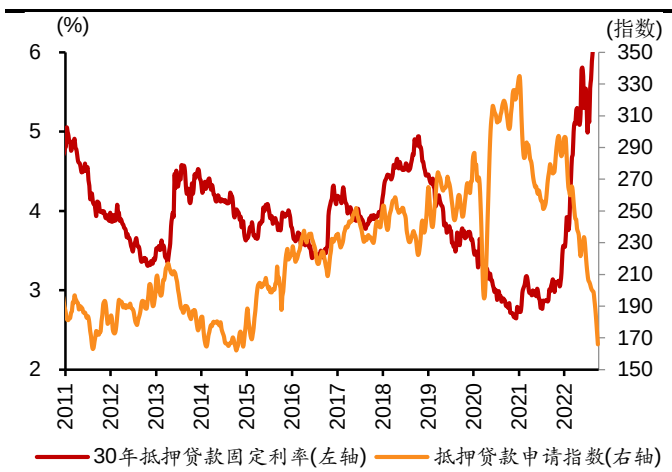


图 19: 美国抵押贷款利率与申请指数



港股策略

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

不明朗因素减, 有利短期反弹; 持续回升尚待两大好消息

于 10 月初的月度策略报告, 我们指出“港股要扭转弱势, 须待风险回落和不明朗因素消除, 包括: 1) 美国加息预期开始回落, 美联储 11 月 2 日议息会后暗示加息步伐或会放缓; 2) 俄乌战争未有爆发核战; 3) 10 月 16 日中共二十大会议召开后, 防疫和房地产政策趋向明朗; 4) 11 月 8 日美国国会中期选举后, 中美关系不明朗因素减少。”

结果于 10 月份, 港股弱势加剧, 恒指再跌 15%。随着上述的不明朗因素部份逐渐消化, 港股于 11 月之表现有望改善, 迎来 6 月底至今未见的较大幅度反弹。不过, 若要港股持续向上, 仍有待两大利好因素兑现: 1) 内地出现放宽防疫政策的讯号; 2) 美国通胀回落, 令美元汇价和美国债息转为向下。

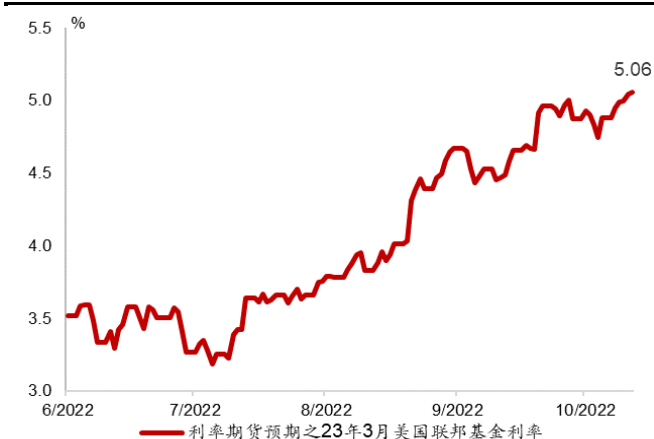
■ 美国: 联储局预告放缓加息步伐; 中期选举或利好股市

上月提出的四大不明朗因素, 至今并未带来任何惊喜, 但部份正被市场消化, 可算是不明朗的程度下降, 稍为有利港股前景。

美国经济方面, 联储局主席鲍威尔于 11 月 2 日之议息会后表示, 可能于下次或再下次议息时放慢加息步伐, 但暂停加息则言之过早。“继续加息但步伐放缓”的指引, 符合市场预期, 但鲍威尔发言后, 利率期货显示之市场预期利率略为上升, 可见“加息预期开始回落”这一潜在利好因素尚未兑现。

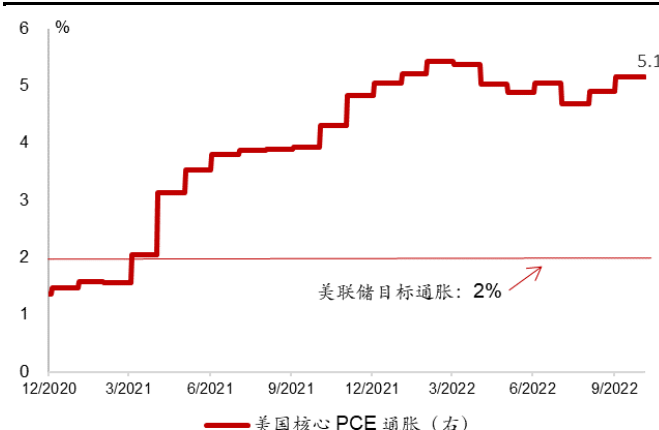
经济数据亦未足以支持加息预期下降。两大关键数据 (通胀和就业) 之一的核心 PCE 通胀, 于 9 月份反弹至同比 5.1% (8 月是 4.9%)。此外, 花旗美国经济惊奇指数近期持续于 0 以上, 反映数据普遍胜预期, 意味联储局有条件继续收紧货币政策。

图 20: 利率期货反映市场对美国利率的预期仍趋升



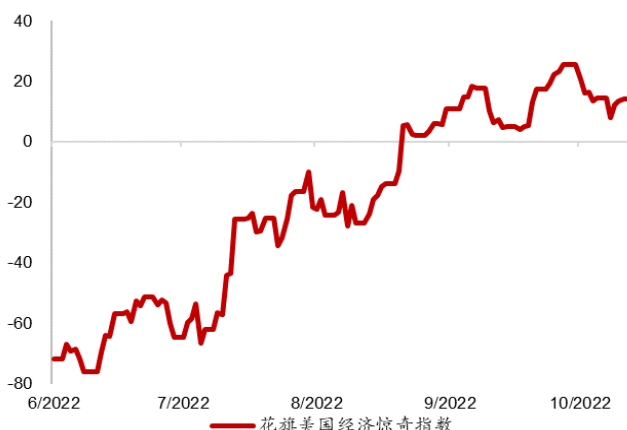
资料来源: 彭博, 招银国际环球市场

图 21: 美国核心通胀连续两个月反弹



资料来源: 彭博, 招银国际环球市场

图 22: 美国经济数据近期较多胜预期，亦是加息预期升温的原因之一



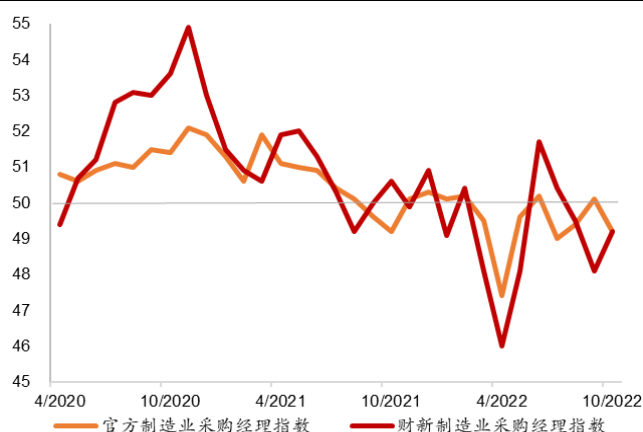
资料来源：彭博，招银国际环球市场

美国政治方面，有可能稍为利好股市。11 月 8 日举行中期选举，预料共和党将重掌众议院，参议院则战况较接近，无论如何，大机率由现时民主党同时控制白宫和国会的情况，变为共和党至少控制众议院，如此的“分立政府”一般较受市场欢迎，因为激进的法案较难通过。此外，中期选举结果虽不会明显改变美国对中国的政策，但投资者可能对美国短期内再出招压制中国的忧虑稍为纾缓（因为压制中国可能是选举前争取选票的手段之一）。

■ 中国：防疫和房地产政策未转向

中国方面，暂时较少利好因素或憧憬。投资者持续关注限制经济复苏的两大因素——疫情防控 and 房地产市场疲弱。中共二十大会议于 10 月中召开后，重申坚持动态清零和房住不炒，市场解读为防疫和房地产政策短期内不会有重大转向。与此同时，经济数据仍然偏弱，例如官方和财新的制造业采购经理指数（PMI）于 10 月份都在 50 以下收缩区，更显得推出利好经济的政策的重要性。

图 23: 中国制造业采购经理指数在 50 以下收缩区



资料来源：彭博，招银国际环球市场

■ 地缘政治：俄乌战争未排除核威胁

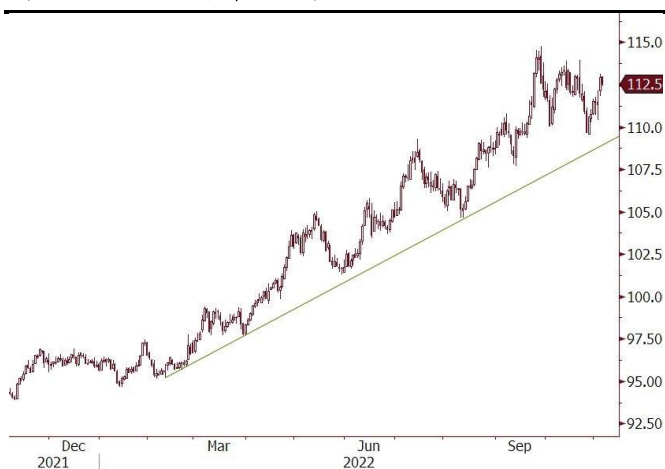
地缘政治方面，俄乌战争虽未升级至核战，但未能排除此风险。《纽约时报》11 月 2 日报道，多名美国高阶官员指出，俄罗斯军方高层近期讨论了何时及如何在乌克兰战场上使用战术核武。白宫国家安全发言人 John Kirby 表示，美国没有看到任何迹象显示俄罗斯正在为使用核武器做准备，但白宫对俄国威胁于乌克兰用核武日益关注。此外，朝鲜半岛紧张局势亦升级。若地缘政治风险升温，不单直接令市场避险意识上升，更好可能推高能源价格、令欧美通胀居高难下、逼使央行持续紧缩。

■ 等待美元和美债息转跌

今年初以来，美元汇价和美国债息持续上升（主要由于美国高通胀和美联储大幅加息），是环球股市尤其是新兴市场下挫的主要原因之一。因此，已较 2021 年初高位下挫一半的港股，中线能否向上重估，美元和美债息转弱将是重要催化剂。美元和债息的走势，与美联储的货币政策关系甚大，但除了密切留意美联储官员的言论外，由于市场往往反映预期，美元和债息有可能提前预示美联储货币政策转变，是股票投资者的重要参考指标。

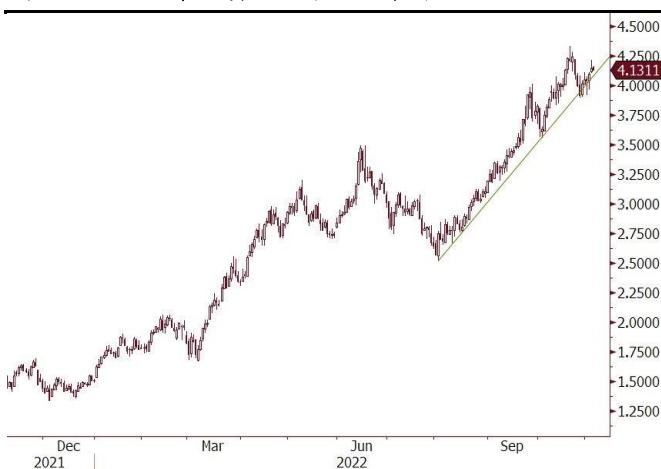
美汇指数虽较 9 月份高位回落，但仍处于年初以来升轨之上，若稍后跌穿升轨（现约于 109），将有利港股。美国十年期债息自年初以来之升轨于较低水平，相信中短期内不会跌穿，可留意最近三个月之升轨（约 4.1 厘）会否失守。

图 24: 美元仍处于年初以来升轨之上



资料来源：彭博，招银国际环球市场

图 25: 美国十年期债息险守近三个月之升轨



资料来源：彭博，招银国际环球市场

■ 港股估值：极度低残，短期修复；长期重估尚待利好因素

恒生指数虽已由 10 月底低位反弹了 10%，但估值仍处于十分低残水平 - 恒指之本年度（2022 年）预测市盈率仅 9.1 倍，较过去十年平均低逾 2 个标准差，且稍低于 2013、2014、2016 年和 2020 年 3 月新冠疫情爆发后的低位；恒指之下年度（2023 年）预测市盈率更只得 7.9 倍，同样是至少十年低位。

综合而言，困扰港股之不利因素已大致反映于低残之估值，近期的不明朗因素逐渐消化，市场恐慌情绪稍减，恒指于 11 月份有望温和反弹。不过，若要港股之估值向上重估至较正

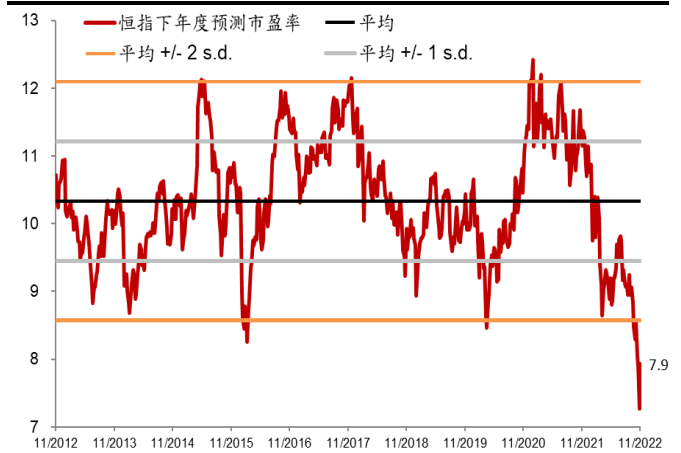
常水平，例如十年平均減一個標準差，仍有待 1) 內地出現放寬防疫政策的訊號，及／或 2) 美國通脹回落，令美元匯價和美國債息轉為向下。

图 26: 恒指之本年度预测市盈率较平均低逾 2 个标准差



资料来源：彭博，招银国际环球市场

图 27: 恒指之下年度预测市盈率创至少十年新低



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

我们相信整体行业 4Q 仍受到宏观经济压力和终端需求疲软等因素影响，子版块景气度分化，三季报大部分公司对 4Q 指引较为保守，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。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，预期四季度消费电子需求持续疲弱，建议关注苹果新品 4Q 需求情况。2) 通信：受益于海外云厂商资本开支的增长，光模块市场需求强劲。我们认为 4Q 海外云厂商对于光模块的采购需求仍将持续。3) 半导体：预计 4Q 需求结构分化，目前消费电子类相关板块仍处于去库存阶段，TSMC 指引去库存情况将持续至 2Q23，近期地缘风险和中美摩擦加速国产替代进程，建议关注 IoT/新能源/汽车/服务器等稳定增长领域，看好半导体设备/材料、功率等需求旺盛的板块，以及国产替代、市场份额增长的标的。

■ 推荐买入立讯精密、闻泰科技

- 1) 立讯精密：受益于苹果各个品类(iPhone, Watch, AirPods)份额和盈利能力明显提升，中短期业绩增长较为确定，中长期布局汽车电子快速扩张，目前估值处于历史低位。
- 2) 闻泰科技：看好安世半导体发展。受益于汽车电子化、智能化趋势，预期景气度将持续。目前安世半导体的功率、逻辑等产品仍供不应求，三季度收入（同比、环比）、毛利率均有上升，显示了公司业务很强的韧性。目前公司估值处于历史低位。

■ 风险提示

宏观疲弱影响需求，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 个月看法谨慎偏乐观

过去一个月，板块持续受市场负面因素影响，包括中美科技战，国内经济修复速度预期调整及人民币贬值等，部分公司股价跌到历史地位。随着美国加息步伐有机会放缓，国内经济在 2023 年逐步改善的预期下，我们预计板块估值将迎来修复机会。从中长期看，国产替代、扩大信创产业规模仍然是软件板块的主要增长动力，在选股方面，偏好盈利及现金流较好的行业龙头。

■ 推荐买入金蝶国际 (268 HK)，海康威视 (002415 CH)

SaaS 企业一般来说收入的可见性比较高，现金流也比较好，主要是因为订阅的商业模式，先付费后用服务。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，同时，公司作为港股主要的信创标的，估值修复空间大。

海康威视虽然短期业绩受宏观经济影响，但其行业龙头地位使得公司能稳健地抵御周期性的不景气。除了安防产品以外，海康威视持续发展创新业务，包括智能家居，机器人，热成像等，创新业务收入占比在上半年达到 19%，收入结构更趋完善。同时，海康威视在 9 月 16 日公告，公司拟用自有资金 20-25 亿元，以不超过 40 元/股的价格，回购公司股票。公司现金充裕，股价也处于 3 年低位，我们认为股价下行风险可控。

互联网 I

| 贺赛一 / hesaiyi@cmbi.com.hk (852) 3916 1739

| 陶冶 / franktao@cmbi.com.hk

| 陆文韬 / luwentao@cmbi.com.hk

■ 未来 6 个月看法谨慎乐观

疫情防控长期持续优化趋势不变，尽管短期因为冬季来临防控或更加严格使得互联网公司的短期基本面修复面临波动。行业监管指引更加清晰（如未来推出“绿灯投资案例”）及中美审计合作进程推进或有利于估值进一步修复。展望 4Q22 及 2023 年，商业模式的稳健性、经营杠杆的提升、及拓展新营收来源的能力将是股票 alpha 的关键驱动因素。我们预计龙头科技公司将在建设数字基础设施和推动企业数字化转型方面发挥重要作用。选股层面，我们建议短期关注受益于消费复苏，及有能力主动降本增效支撑盈利增长有更高确定性的公司，如拼多多、美团、京东、腾讯音乐；长期关注技术实力强、可以通过开放基础设施赋能中国企业转型，及出海能带来更多营收及净利增量的公司，如腾讯、阿里巴巴、百度。当前互联网板块估值仅在 14x/11x 2022/2023E Non-GAAP PE，考虑 2023 年疫情形势缓解以及降本增效带动基本面与盈利修复，互联网行业 2022-2024 年 Non-GAAP net income CAGR 有望达 19%，对应 2022E PEG 仅为 0.7x，估值具备较高吸引力。

■ 电商：温和复苏延续，盈利能见度仍为重中之重

7 月以来，实物商品网络零售额持续稳步回升，2022 年 9 月单月同比增长 8.3%（2022 年 6/7/8 月同比增长 5.6/6.3/6.5%），3Q22 合计同比增长 7.1%。考虑到宏观逆风和消费者消费

意愿较为疲软，更坚实的 GMV 增长复苏或仍需时间，而盈利增长能见度仍是近期的关键。我们预计 4Q22 实物商品网上零售 GMV 同比增长 8.5%，对应 2022 年同比增长 6.9%（2021 年：同比增长 12.0%）。自 2022 年以来，电商平台一直致力于满足核心消费群体的需求，并一直在精简新业务，推动更高的运营效率，这些举措将有助于推动盈利具备更高的能见度。

■ 在线广告：4Q22E 有望迎温和复苏

在线广告市场需求在 3Q22 仍然较为疲软。我们预计腾讯和微博 3Q22 广告收入仍然承压，分别同比下滑 11% 和 25%。我们预计在线广告市场有望自 4Q22E 起迎来温和复苏，主因 1) 低基数效应，在线广告市场自 4Q21 起已较为充分反映教育行业广告监管（2021 年 7 月落地）、开屏广告整改（2021 年 7 月落地）及个保法（2021 年 11 月 1 日生效）等行业监管的负面影响；2) 宏观消费温和复苏。腾讯视频广告商业化加速有望进一步推动其广告业务恢复增长，我们预计腾讯 4Q22 广告收入同比增长 1%。

■ 在线游戏：行业增长承压

3Q22 中国游戏市场增长仍然承压，游戏市场收入同比下滑 19% 至 597 亿元，主因游戏内容供应不足以及监管影响。国产游戏版号自 22 年 6 月起连续 4 个月恢复正常审批节奏后，10 月国产游戏版号审批再次暂停，行业监管不确定性进一步增加。行业收入下滑趋势或延续至 4Q22，我们预计增长的拐点仍有待游戏版号发放以及头部内容厂商的产品上线节奏恢复常态化。我们预计腾讯 3Q22/4Q22 游戏收入仍然承压，同比下降 4/3%；受产品周期影响，预计网易游戏业务收入增速也将放缓，3Q22/4Q22 分别同比增长 11/6%。

图 28: 互联网行业：收入预测

		总收入 (人民币百万元)				YoY%				对比一致预期	
公司	股票代码	1Q22	2Q22	3Q22E	2023E	1Q22	2Q22	3Q22E	2023E	3Q22E	2023E
平台											
阿里巴巴	BABA US	204,052	205,555	208,868	1,004,333	8.9%	-0.1%	4.1%	12.0%	-0.2%	-0.1%
腾讯	700 HK	135,471	134,034	140,557	614,074	0.1%	-3.1%	-1.3%	10.0%	-1.2%	-7.1%
百度	BIDU US	28,411	29,647	31,762	137,657	1.0%	-5.4%	-0.5%	10.7%	-1.2%	-2.8%
电商及本地生活											
京东	JD US	239,655	267,600	243,178	1,230,050	18.0%	5.4%	11.2%	15.7%	0.0%	0.5%
拼多多	PDD US	23,794	31,440	29,335	144,739	7.3%	36.4%	36.4%	21.1%	-4.7%	-5.1%
美团	3690 HK	46,269	50,938	62,049	285,213	25.0%	16.4%	27.1%	29.2%	-0.7%	-1.4%
社交娱乐											
网易	NTES US	23,556	23,159	24,411	104,243	14.8%	12.8%	10.0%	7.3%	-0.9%	-4.9%
哔哩哔哩	BILI US	5,054	4,909	5,788	26,584	29.6%	9.2%	11.2%	20.7%	1.2%	-5.3%
腾讯音乐	TME US	6,644	6,905	7,067	29,724	-15.1%	-13.8%	-9.5%	7.1%	-0.1%	0.6%
云音乐	9899 HK	2,067	2,192	2,403	11,595	38.6%	29.5%	24.8%	27.5%	-	-
微博	WB US	485	450	469	1,965	5.6%	-21.6%	-22.8%	4.8%	1.3%	-6.2%
在线旅游											
携程	TCOM US	4,111	4,016	6,562	29,672	0.0%	-31.8%	22.7%	41.6%	4.9%	-2.5%

资料来源：公司资料，招银国际环球市场预测

注：1) 微博基于美元单位；2) 阿里巴巴基于 FY24E 的数据；

■ 推荐买入拼多多、美团、腾讯、腾讯音乐

1) **拼多多**: 受益于品牌化、高单价类目拓展及消费分级, 公司 GMV 及营收增长能见度较高, 受益于强用户粘性 & 已经建立的消费者心智, 公司销售营销费用率有望持续优化。公司目前交易现价对应 17x 2022E PE, 2021-2024E Non-GAAP 净利润 CAGR 为 48%, 估值具备吸引力。

2) **美团**: 到店板块一线城市 GTV 占比较高, 为疫后复苏优选标的; 核心本地生活业务整体仍具备长期增长空间, 新业务降本增效推动短期利润率复苏; 美团优选单位经济模型及商业模式优化有望带来长期增量。

3) **腾讯**: 降本增效带来杠杆效应, 4Q22 有望迎盈利拐点; 视频号商业化加速, 4Q 和 22FY23 广告业务有望在低基数下迎来反弹; 云业务优化持续推进, 云计算盈利能力明年有望显著改善。

4) **腾讯音乐**: 音乐会员业务收入增长稳健伴随毛利率提升; 广告业务逐渐复苏; 降本增效有望推动 2H22 盈利增长超预期。

■ **风险提示**: 疫情反复; 宏观恢复速度不及预期; 地缘政治风险加剧。

互联网 II

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

■ 未来 6 个月看法中性偏乐观

10 月因疫情散点复发、防疫基调预期差等因素, 板块进入情绪面回调, 部分资金出现恐慌性抛售。我们认为短期利空已逐步消化, 3Q22E 核心标的指引已充分调整, 憧憬 4Q22 业绩增速持续回暖 (行业核心标收入平均增速 3Q22 预测恢复至 9% (vs. 2Q22 4%), 4Q22 至 12%)。疫情防控基调及宏观复苏节奏将成为影响板块走势的关键。当前板块大部分标的股价已跌破前期底部, 基于其长期韧性基本面、估值充分回调 (12x FY23E P/E, 对应 FY22-24E earnings CAGR 20%), 我们预计下探空间有限, 部分优质标的超卖或提供潜在买点。短期底部盘整阶段存在交易性机会 (预计持续 1-2 季度, 期间 LO 较为谨慎、HF 活跃), 待疫情防控基调清晰化板块有望迎来结构性行情。此外, 二十大政策下建议重点关注“网络安全”、“数字经济”、“硬科技”等配置方向。

细分赛道偏好: 电商/本地生活 > 泛文娱 > 广告。

1) **大电商**: 看好大电商韧性复苏及降本增效逻辑, 憧憬“11.11”催化剂: 3Q22 网上销售额同比增长 7%, 其中抖快、拼多多增势不减。我们认为疫情反复下电商/本地生活是为数不多的韧性增长的子版块, 短期憧憬双十一、4Q22 边际改善, 长期电商出海等第二增长曲线可期。叠加核心平台重视“修炼内功”、降本增效, 预计有望在明年率先实现估值与业绩双重修复。建议重点关注: 美团、拼多多、同程。

2) **泛文娱**: 分化持续, 关注开源节流。游戏行业在当前版号发放节奏下, 新游增量尚需时间释放。预计短期业绩承压, 但长期出海+产品迭代逻辑不改。视频领域, 短视频分流持续, 中长视频平台将更加侧重开源节流/收窄亏损及内容精品化。看好短视频分流抢时、利润率改善及长期变现空间。建议重点关注: 快手。

3) 广告: 恢复略慢于预期。因疫情反复、宏观压力, 广告需求波折修复中。部分行业广告主投放依旧稳健 (如: 电商、食品饮料), 但线下广告主、游戏、金融、地产等相关垂类仍待恢复。3Q22 平台广告收入指引已下调, 如果外部宏观恢复向好, 头部平台将凸显业绩弹性。

■ 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, 在宏观压力及疫情管控下仍保持韧性增长及强势反弹, 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:** 受益于消费分级大趋势; GMV 增速远好于竞对 (受宏观冲击相对小)、利润释放 (预计利润仍有上修空间), 长期看好农产品、多多买菜及海外增量, 估值吸引;
- 3) **快手:** 2H22 指引虽无惊喜, 但电商韧性增长、市占率提升、亏损收窄等中长期逻辑未改, 估值吸引。

■ **风险提示:** 疫情反复风险; 地缘政治风险; 宏观恢复或慢于预期。

房地产和物管

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

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

- **谨慎:** 在任何大政策出台前, 我们认为板块还是会阶段性承压。特别是 20 大后新的领导人选还需要时间去研究政策, 所以短期不太会有大利好出现。销售端, 主要原因是受疫情影响, 回暖缓慢, 来不及覆盖民企紧迫的债务偿还时间表。所以可能会有更多的公司暴雷, 建议投资者继续等待更好的时间点。
- **关注:** 超跌的龙头华润置地, 中海物业。

保险

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

■ 未来 6 个月看法乐观

寿险方面, 主要上市寿险公司三季度负债端表现分化。其中, 太平洋保险三季度新业务价值增速由负转正, 同比增长 2.5%, 核心代理人规模环比持续提升, 积极推进代理人队伍升级取得的成效显著。平安寿险新业务价值增速从上半年同比下降 28.5% 边际收窄至三季度同比下降 20.0%; 受益于平安银行的 26% 强劲利润增速, 集团营运利润三季度同比增速维持稳定。国寿三季度新业务保费增速有所改善, 但由于产品结构变化, 价值率下降显著, 导致新业务价值维持双位数同比降幅。进入四季度, 寿险企业陆续启动 2023 开门红预售, 节奏较去年同步或略有提前; 我们预计养老储蓄需求的增长会支撑寿险企业开门红业绩。

财险方面, 由于三季度巨灾损失大幅低于去年同期, 主要财险公司综合成本率同比显著改善。其中人保财险的承保利润率持续改善并领先于主要同业, 前九个月承保利润同比高增 246%, 对比上半年同比 53% 的增长大幅提升, 三季度承保利润率同比提升 4.7 个百分点, 市场份额持续提升。我们预计下半年行业承保利润率会维持同比改善的态势, 保费稳健增长。

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，我们相信下半年基本面的改善会助推估值的修复。

■ 推荐买入太保集团 (2601 HK)、人保财险 (2328 HK)

太保 (2601 HK) 受益于代理人升级转型的成效以及低基数效应，我们预计新业务价值的同比正增长会持续到四季度和 2023 年开门红。人保财险 (2328 HK) 作为行业龙头，在承保端的领先优势进一步提升，未决赔付准备金计提充足，远高于同业及历史平均水平，我们预计四季度和 2023 年公司将会维持承保利润的双位数增长。

■ 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

■ 看法谨慎乐观

上市银行三季报显示，受益于信贷投放稳定增长、不良资产率逆势微降、拨备计提压力缓解等正面因素，上市银行净利润增速提升；净息差环比降幅收窄，呈现边际趋稳的态势；资产质量维持稳定，不良资产率环比下降 2bps，略有改善，大部分上市银行关注贷款率环比下降，拨备覆盖率边际提升；零售贷款需求回暖，票据贴现占比压降，信贷投放结构改善。

展望四季度，我们预计银行资产质量将维持稳定，随着零售信贷需求边际回暖，新发放贷款利率将会企稳回升，净息差边际压力变小，呈现逐渐企稳的态势。预计长三角等经济高韧性地区的优质区域性银行将受益于本地的旺盛信贷需求，盈利增速持续领跑行业。

■ 推荐标的

我们看好在长三角等经济发达地区行业领先的区域性银行，因其将受益于优质区域环境下持续旺盛的信贷需求和其更充足的拨备，实现盈利的长期稳定增长。

■ 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

■ 工程机械/重卡

短期看法转趋乐观：工程机械三季度业绩分化，浙江鼎力 (603338 CH, 买入) 和恒立液压 (601100 CH, 持有) 较预期理想，三一重工 (600031 CH, 持有)、潍柴动力 (000338 CH, 持有)

/2338 HK, 买入)和中联重科 (000157 CH, 持有/1157 HK, 买入)低于预期。海外需求持续强劲继续为中国制造商出口带来支持。国内方面, 在低基数效应下, 总体工程机械/重卡销售跌幅已收窄。由于中国经济重启的预期正在升温, 我们预期有助拉动 2023 年总体需求从低位回升。短期看好潍柴动力-H, 主要由于重卡保有量和 GDP 复苏相关度高; 中长期看好浙江鼎力海外市场份额提升的趋势。

■ 光伏设备

短期看法乐观: 欧洲加快发展新能源以取代俄气, 相信在中长期对中国光伏组件需求带来支持, 国内方面, 地面电站建设将于四季度加快, 有利需求。供应方面, 多晶硅新增产能陆续投放有助改善当前紧张的供应, 我们预期多晶硅价格已进入拐点, 有利产业链价格回落。设备方面, 我们相信电池技术往 TOPCon 和 HJT 的升级将推动光伏电池设备的替换需求, 看好已在不同技术路线进行布局的捷佳伟创 (300724 CH)。

■ 能源设备

短期看法乐观: 我们继续看好能源设备, 今年 1-9 月煤炭开采固定资产投资同比上升 28%, 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, 海运费和钢材价格进一步下跌, 有利设备制造成本下降。我们继续推荐三一国际 (631 HK), 公司目前所有产品线订单强劲, 公司已公布在西安建立新的生产基地, 以应对市场对矿山装备的强劲需求。

■ 煤矿

短期看法乐观: 我们预计海运煤的需求将保持强韧, 主要由于全球多国将能源安全置于首位。但在供应方面, 由于海外煤企资本支出持续谨慎以及全球主要煤炭生产国之一的澳洲受暴雨影响, 加上欧洲对俄罗斯的煤炭禁运在 8 月正式实施, 导致全球煤炭供应紧缺。在煤炭价格持续强劲支撑下, 澳洲最大的纯煤生产商兖煤澳大利亚 (3668 HK) 的净负债率从 2020 年的 69% 大幅下降至目前的净现金水平, 我们认为这为公司未来的慷慨派息奠下根基。当前股价相当于 1.5 倍 22 年市盈率/ 23% 股息率 (基于 50% 派息率) 以及 50% 自由现金流收益率, 非常具备吸引力。

医药

| 武煜, CFA / jillwu@cmbi.com.hk (852) 3900 0842

| 黄本晨, CFA / huangbenchen@cmbi.com.hk (852) 3657 6288

| 王银朋 / andywang@cmbi.com.hk (852) 3657 6288

| 王云逸 / cathywang@cmbi.com.hk (852) 3916 1729

■ 未来 6 个月看法乐观

预期未来 6 个月医药行业将在波动中继续反弹。板块反弹的驱动力包括: 1) 估值极其吸引, 2) CXO 和 biotech 的基本面强劲, 业绩/研发进度持续兑现, 3) 医保基金运营平稳, 医保谈判/集采政策延续以往预期。首选 CXO 和 Biotech 子版块。龙头 CXO 企业的业绩和订单增速维持高位, 证实短期部分 biotech 公司融资难并未对行业研发需求产生影响。龙头 CXO 公司接订单能力强, 且客户结构均衡, 涵盖 MNC、Pharma、Biotech, 因此具备强的

抗风险能力，对于行业的小幅波动不敏感。Biotech 企业的研发进展颇多，临床数据在国际会议崭露头角，医保目录对于创新药价格的调整幅度预期将较温和，我们继续看好 Biotech 公司的创新药资产在中国及国际市场的商业化潜力。

■ 推荐标的

CXO 板块首选药明生物（2269 HK，全球市场份额提升）、昭衍新药（6127 HK、603127 CH，业绩增长确定性高）；Biotech 板块首选百济神州（6160 HK、688235 CH、BGNE US，国际化能力领先）、信达生物（1801 HK，商业化品种及研发管线丰富）、荣昌生物（9995 HK、688331 CH，商业化进展顺利、管线国际竞争力强）；医疗器械板块看好爱康医疗（1789 HK，国产替代空间大）。

1) 药明生物：无锡工厂已经从 UVL 中移除，上海工厂已经完成 UVL 核查，公司将完全回到正常经营。药明生物具备全球领先的竞争力，充足的管线储备将使公司保持强劲业绩增长势头，目前 P/E 估值处在历史低位，预计公司 2022/23 年收入增速 48%/39%，经调整净利润增速 50%/37%。**2) 昭衍新药：**新订单维持强劲增长势头，上半年的新签订单同比增长 50%左右，第三季度同比增长 40%；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) 百济神州：**公司是中国 Biotech 国际化的领头羊，BTK 抑制剂泽布替尼已经证明是全球最佳，有巨大的国际市场潜力；泽布替尼是全球唯一相对于伊布替尼既展现出 PFS 优效性，又具有更好安全性的 BTK 抑制剂。NCCN 指南 2023 版已将泽布替尼用于一线及复发 CLL/SLL 治疗的推荐由 2A 级提升为 1 级。替雷利珠单抗在国内已有 9 项适应症获批上市，是国内获批适应症最多的 PD-(L)1 品种，预期替雷利珠单抗将在即将到来的医保谈判中寻求新增 4 项适应症的医保准入，包括 2L NSCLC、MSI-H/dMMR 实体瘤、2L ESCC 和 1L NPC。公司的产品销售收入迅猛增长，2022 年第二季度百济神州产品收入达 3.0 亿美元，同比+120%，公司的国内外商业化能力得到完美验证。

■ 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

我们预测 10 月中国乘用车零售销量为 164 万台，同比下滑 2%，环比下滑 12%，低于市场预期。我们认为“旺季不旺”反映了消费者在当前经济和政策形势下消费信心的减弱。展望 11-12 月，我们认为政策退出前的“提前抢购效应”仍有可能在年底显现，推动月度销量重回增长。展望明年，随着燃油车购置税减半和新能源车购置补贴的退出，如果宏观经济没有明显改善，我们预计汽车销量将因为需求透支面临较大跌幅，新能源车的销量增速也将较今年有所放缓。同时，新能源政府补贴的退出可能导致新能源车企的利润水平恶化。因此，

我们认为投资者对车企明年的盈利预测存在下调风险。我们认为近期股价的低迷已经很大程度上反映了投资者对汽车消费的担忧，我们预计四季度股价仍将处于震荡区间。

■ 推荐标的

我们继续看好造车新势力在行业巨变中的革新能力，三家头部新势力中目前首推**蔚来 (NIO US/9866 HK)**，因其短期内销量的环比改善空间最大。我们认为**广汽集团 (2238 HK/601238 CH)** 是行业下行时的防御选择。汽车经销商中我们最喜欢**美东汽车 (1268 HK)**，其保时捷品牌的销量增长有望超预期。

必选消费、免税美妆

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

■ 未来 6 个月看法保持谨慎乐观

三季度行业整体业绩大概符合我们预期，除了伊利，贝泰尼低于预期外，符合的预期的有百威，珀莱雅，中国中免以及上海家化。我们下调公司今明两年的盈利预测 1-23%，下调后对比市场平均预测低 5-25%。考虑到消费力正逐渐下降，以及零星的疫情防控，我们认为市场对于四季度的盈利预测还是有下调空间。加上动态清零方向在短时间内不会有大改变，我们预计明年春节在地过年的政策或会维持。尽管偶尔的重开传闻或会短暂刺激股价反弹，但市场整体对于重开概念的希望仍徘徊在低位。我们维持推荐执行力较强和处于结构性成长赛道的公司，首推华润啤酒，百威啤酒，珀莱雅以及中国中免。

■ 推荐标的

啤酒：股价从三季度高位回调约 20%。而华润啤酒股价也因收购金沙酒窖而跑输行业。对于这次收购我们的取态比较中性。短期而言我们认为公司会面对较多经营上的挑战，但长远我们认为这次收购创造的价值远高于公司自己打造的白酒产品。而四季度一般是啤酒销售淡季，我们亦觉得股价不会在年底前有一个很明显的反弹。但考虑到产品提价的可能性，原材料下降带来的超预期业绩，我们认为啤酒在今年四季度至明年一季度会是一个标配的行业。

乳制品：今年来说表现确实令人失望，特别是消费两极化开始拖累液态奶的销售增速。受益于春节下游提货，行业四季度销售或者会出现环比改善，但我们对于明年抱有的期望不大，特别是考虑到高饲料价格对原奶价格以及乳制品制造商产生毛利率的不确定性。最近蒙牛伊利股价大幅度调整也反映了资本市场并没有完全认同管理层的指引。

化妆品/免税：对于双十一的预售情况，网上新闻或者一些爬虫数据供应商有颇多杂音。对美妆行业来说，我们认为今年将迎来一个不温不火的双十一。GMV 增长将视乎个别品牌，可能偶尔会出现翻倍的情况，但在扣除退货率后我们预计品牌商的收入增长将在 10-40% 左右。免税方面，新开幕的海口免税城反应热烈，长期也对中免的品牌矩阵有正面的影响。

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：未来三个月看法保持中性（因超跌和潜在政策放松，也许会反弹，但不建议高追）

考虑到：1) 股价短线超跌（目前估值比较便宜，只有 17 倍，低于 8 年平均的 20 倍），2) 市场憧憬防疫政策放松，3) 德国总理访华，4) 世界杯举行等等，市场情绪或许会有边际改善，股价有可能适度反弹。

不过基本面来说，10 月表现比 9 月更为不振，考虑各地疫情仍然严峻（例如广州和郑州），11 月目前来说，并不太乐观，所以预期复苏速度还是缓慢。11 月线上销售增长也许会比 10 月更快，但更多是各大公司加强去库存力度所带来的，对利润的实际帮助不多。20 大之后，未来防疫政策就算放开，我们认为仍然是缓慢的，对短期经济帮助不大。

而且我们认为经济层面的利空：1) 收入增长放慢，失业率仍然高，2) 负财富效应，3) 欧美地区经济下滑带来的出口增长放缓，仍然要比利好：1) 原材料价格下滑，2) 人民币贬值，以及提振消费的政策等更强，并不建议投资者高追。

推荐标的：

看好**波司登(3998 HK)**，公司双 11，在天猫平台的预售相当亮丽，在男装和女装分别拿到了第二和第一。我们认为受惠于偏低的库存水平，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。

推荐买入**安踏(2020 HK)**，卖出**李宁(2331 HK)**的配对交易建议，背后逻辑为：安踏增长动力较强，而从历史角度来看估值比率相对安全。相对于李宁方面，核心品牌面临销售增速放缓和同比毛利率压力。我们认为：1) 投资者对安踏和 FILA 增长的预期相对较低，2) 其他品牌的利润增长相当快（尤其是迪桑特和可隆，尤其受惠于近期户外和露营的热潮），可能占 22 年销售额约 9%，3) Amer Sports 的增长潜力相当健康和稳健。注意安踏双 11，在天猫平台体育用品的预售，FILA 和安踏品牌亦取得第一和第二的位置。

亦推荐**奈雪的茶(2150 HK)**，因为拓展中低价位产品后在保持高毛利率下触达到的大量新客户和新市场，以及自动排班和自动制茶机上线之后，人力成本明显下降。

也看好**海尔 (6690 HK)**，因为在高端化，数字化，以及多品类扩张的策略下，公司不论在海外和国内都能持续交出令人惊讶的成绩。

风险提示：疫情爆发或相关封控措施的影响，房地产行业低迷，能源和原材料成本再次上涨，中美关系恶化。

长线：除了疫情爆发，亦需要观察经济复苏的速度。

■ 体育用品行业看法上调至看好：

行业 10 月销售增长比 9 月进一步放缓，11 月也许会受到双 11 的帮助而让销售增长短暂加速，股价可能会在短期反弹。但因为行业库存水平高，利润率的压力其实很大，对利润帮

助不多，所以我们并不建议投资者高追。我们认为国潮类产品在李宁的舆论事件后，增长会慢慢恢复。我们认为因为市场憧憬防疫政策放松，以及受惠于世界杯的营销推广，国产和海外品牌的销售都会有反弹，但对海外品牌的提振会略多一些。

■ 餐饮行业看法下调至中性：

受困于疫情影响，10 月份表现比 9 月更差，而且目前来看，11 月仍然会有压力，下半年的业绩大概需要进一步下调。只有个别行业龙头，像百胜中国和奈雪的茶，过去 2 年在原材料和供应链，以 SKU 的管理上都有明显进步，所以毛利率普遍都比预期好，而且都在积极调整店型，新店谈到的租售比，单店人员数量，以及单个员工的效率，都有相同显著的优化。因为成本优化极为有效，只要未来销售重新增长，利润的反弹空间其实相当巨大。虽然估值上的确略为偏贵，仍然可以买入。

■ 家电行业保持中性：

需求从九月开始放缓，10 月份的销售仍然不温不火，国内经济和房价下行都继续令需求偏弱。在这情况下，各大品牌只能通过减少价格战，和原材料价格回落，去尽力守住利润率。随着美国通胀和加息加剧，欧洲面对能源危机，以及汇率持续贬值，对消费力的负面冲击相当巨大。加上 4 季度，库存偏高，通过促销去库存压力较大，我们对出口业务，以及其利润率更为谨慎。只有小数能持续达成产品创新，推出解决消费者痛点或者外观更为吸引的产品的品牌，像海尔和 JS 环球，仍然可以超越市场，保持稳健的增长。不过在 23 年初开始，因为原材料价格下降，海运费下降，和人民币贬值，也许会有轻微改善。

■ 服装行业维持看好：

受到经济影响，服装行业的需求也受打击，加上各大体育品牌去库存的压力，销售和利润率也受影响。目前只是因为偏低的估值，以及相当高的股息率，所以我们认为股价下行风险有限。建议投资者静待明年业绩改善。

能源 — 城燃板块

| 夏微, CESGA / meganxia@cmbi.com.hk (852) 3761 0836

| 白毅阳, CFA / jackbai@cmbi.com.hk (852) 3900 0835

■ 未来 3-6 个月看法保持谨慎乐观

板块整体：三季度城燃企业销气业务增长偏弱，主要因为疫情部分地区封控等原因影响工商业经营，燃气需求受到影响。此外气价成本较高城燃企业毛差依旧承压，但是部分顺价措施效果显现使得毛差有所改善。除了传统业务，城燃企业的综合能源业务以及增值业务等增长迅猛。进入四季度采暖季，部分地区供暖需求增强部分提振 LNG 需求。毛差方面，部分城燃企业已提前与上游资源方协议冬季价格，提价幅度好于预期。且顺价措施部分有效传导成本。毛差影响部分可预期，整体趋于稳定。城燃公司也纷纷布局综合能源业务和增值业务，发展迅速。

综上，我们对城燃板块保持谨慎乐观。关注城燃企业 Q4 部分地区供暖需求上升提振 LNG 需求，以及持续顺价措施实施，综合能源业务增值业务等保持快速增长。看好华润燃气 (1193HK) 毛差持续改善，销气量增速向好，燃气接驳增长优于同行，优质项目优势明显增值业务增长潜力大。

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。

招银国际环球市场或其他关联机构曾在过去 12 个月内与报告内所提及发行人有投资银行业务的关系。

招银国际环球市场投资评级

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

招银国际环球市场行业投资评级

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

招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

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

重要披露

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

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、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。