

## 策略观点

### 美元高利率压制市场

- **宏观:** 中国政策更加积极宽松, 仍有适度降息降准空间, 经济可能缓慢复苏, 通缩或逐步缓解, 房地产和地方城投的债务风险趋于下降。美国短期内经济仍有韧性, 油价和通胀有所反弹, 美联储或延续鹰派基调, 政策紧缩预期持续压制市场。
- **科技:** 谨慎乐观。预计下半年行业需求呈现弱复苏, 终端库存大致恢复正常水平, 上游细分板块库存表现分化, 供需平衡逐渐改善。随着消费电子新品发布、AI 相关领域需求拉动, 部分板块下半年有望迎来业绩复苏。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、创新确定性较高的上市公司, 以及 AI、汽车和国产替代等投资主题, 推荐比亚迪电子(285 HK)和中兴通讯(763 HK)。
- **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。短期出行及本地生活高景气或有望为对应板块估值提供支撑。向前看, 随着政策逐步落地起效, 及行业重新面临低基数效应, 4Q23 互联网公司基本面仍有望环比持续改善, 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、阿里巴巴、拼多多、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。
- **高端消费:** “双节”假期前三天出行购物数据理想, 海口离岛免税销售金额 4.26 亿元, 同比增 40.3%; 免税购物人数 6.16 万人次, 同比增 84.1%。叠加中产人群因目前宏观环境不确定性计划推后跨境游, 我们认为这将转而利好境内高端、免税购物在节日送礼场景下的需求增长。推荐买入新秀丽 (1910 HK)、周大福 (1929 HK), 维持中国中免 (601888 CH)、普拉达 (1913 HK) “买入”评级。
- **可选消费:** 9月增长对比8月没有改善太多, 数据仍然是低于预期。相比于5-1 黄金周, 我们认为中秋和10-1 国庆假期的表现还是略差一些, 所以未来股价下行压力较大。由于目前估值相当便宜, 假如政策利好持续推出, 我们认为这是收集好公司的好时机。推荐名创优品(9896 HK)、亚朵(ATAT US)、海信(921 HK)、百胜中国(9987 HK)和滔搏(6110 HK)、Vesync (2148 HK)和江南布衣(3306 HK)。
- **汽车:** 9月份整体乘用车和新能源车的零售销量皆有望小幅好于我们此前的预期, 终端市场保持了较强的增长态势, 尽管折扣仍处于高位。我们认为新车的密集推出有望成为汽车行业的股价催化剂。在价格战持续的情况下, 车企的技术创新能力或成降本盈利的关键。我们继续推荐波段交易的策略, 节后股价或

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

有短期反弹的机会。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，推荐关注吉利汽车 (175 HK) 和长城汽车 (2333 HK/601633 CH)。

- **房地产和物管：**谨慎乐观。四季度销售有望回暖，9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9月同比下跌29%、环比上涨19%，YTD销售总额同比跌幅由8M23的14%扩大至9M23的16%。我们认为四季度销售有望回暖，高频数据端可以看到已落地政策所释放的需求正在支撑销售进入恢复，虽然渠道调研显示一线城市访交热度在认房不认贷实施首周出现爆发式增长后显现回落迹象，我们认为监管期待房地产市场企稳的决心以示，相关政策会进一步放松尤其在一线城市。同时考虑贝壳二手房中介费率的降低将在提高二手房成交的同时释放更多新房需求、开发商正在政策宽松窗口采取提前推盘等积极促销措施、CMBI领先指数也显示10月销售可能会有超预期表现，我们认为四季度销售会有较好表现。由于部分新房需求受二手房成交支撑，促进二手房成交将成为阶段性的政策努力方向，且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，我们看好最大的受益者贝壳。开发商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：**中性乐观。9月传媒文娱板块因暑期档收官、业绩消化、节前避险情绪，整体交易较为平淡、股价小幅回落。9月为爱优腾片单发布月(平台片单均超200部)，大IP加码下的头部内容外，各平台也从漫改、悬疑、喜剧、科幻、短剧等垂类内容做差异化、挖掘不同圈层价值。短视频流量保持稳健，且变现韧性增长，其中快手9月举办首次投资日，多维度展现了内容社区生态护城河、未来电商及广告增长空间、本地生活布局及自研能力。展望4Q23，我们认为板块情绪将在波动中小幅回暖，源于：1) 国庆中秋长假出行热度不减；2) 双十一短视频货架电商增量可期；3) 广告持续边际复苏。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：**中性乐观。近期规范行业销售行为、渠道费率等监管出台，利好头部险企强者恒强；2024年开门红拉开帷幕，提前一月启动业绩有望超预期；投资端压力仍存。8月单月人身险保费较7月单月环比下降21.3%，较去年同期低基数下的单月保费亦下降1.1%，反映监管7月31日产品预定利率下调对行业保费收入节奏的阶段性影响，但短期数据波动市场已有充分预期；9月新单保费在产品切换过渡期内仍有望承压。随着各大险企陆续启动2024开门红预收，时间较去年同期提前近一个月，相较1Q23产品销售并未受增额寿炒停影响，我们预计2024开门红有望在更长备战时间下表现超预期。推荐买入中国人寿(2628 HK)投资端具备向上弹性，负债端人力规模基本企稳，9月8日率先启动2024开门红，有望推动下半年销售超预期；中国平安(2318 HK)资产端对地产信用修复敏感度较高，公司10月8日上市开门红产品，相较去年同期提早一个月，负债端在产品切换过渡期后修复积极性高。
- **资本品：**工程机械/重卡看好：目前海外是中国主机厂和零部件制造商的主要市场。然而，在高基数较效应下，七月和八月份工程机械出口开始放缓，只有个别产品如汽车起重机、塔式起重机、高空作业平台以及大型矿山装备保持增长。国内方面，房地产政策持续放松，我们相信潜在边际改善将会持续但相当温和。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)起重机需求保持稳健以及不同产品在新兴市场销售突破；长期看好恒立液压(601100 CH，买入)在液压件国产替代的机会，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)物流装备和大型矿车需求均超预期。重卡方面，看好潍柴动力(000338 CH/2338 HK，买入)在燃气发动机占比提升下市占率持续提升以及在新业务的突破。
- **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8月电力累计装机同比增长11.9%到2,760GW，其中太阳能发电和风电装机同比增长明显，分别同比增长44.4%和14.8%。风光投资增速持续提升，火电投资同比增长。8月全行业电力投资增速为46.6%。8月雨水丰富水电发电增长较快以及亚运举办火电发电管理增加，部分影响火电发电。风资源减弱部分影响风电发电。但是火电实现保供作用依旧，我们预期火电企业成本可控持续，预期年底或者

明年初容量电价出台利好火电。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，预期新能源业务风光新增装机增加，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；整体上网电价预期波动较小。

**-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 8 月天然气表观消费量 327.08 亿方，同比上升 13.74% 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，因为工业用气需求待改善，预期下半年持续恢复。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	2023E	2024E	2023E	2023E	2023E
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	36.00	41.98	17%	21.8	17.7	N/A	12.7	0.0%
中兴通讯	763 HK	科技	买入	23.25	29.40	26%	10.6	9.0	N/A	14.0	0.0%
金蝶国际	268 HK	软件&IT服务	买入	9.43	17.00	80%	N/A	N/A	4.4	N/A	0.0%
腾讯	700 HK	互联网	买入	300.60	458.00	52%	18.0	15.1	N/A	15.1	0.0%
拼多多	PDD US	互联网	买入	97.90	109.00	11%	24.9	18.5	N/A	23.4	0.0%
携程	TCOM US	互联网	买入	33.24	45.80	38%	17.0	15.3	N/A	6.1	0.0%
网易	NTES US	互联网	买入	98.82	125.00	26%	17.1	16.0	3.8	21.5	1.2%
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	84.54	156.60	85%	9.9	9.2	N/A	10.4	0.0%
锦欣生殖	1951 HK	医药	买入	3.64	7.35	102%	18.8	16.2	N/A	4.0	0.0%
信达生物	1801 HK	医药	买入	37.85	48.13	27%	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%
百济神州	BGNE US	医药	买入	174.24	291.47	67%	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%
迈瑞医疗	300760 CH	医药	买入	269.81	396.50	47%	28.2	23.6	N/A	33.6	0.0%
爱康医疗	1789 HK	医药	买入	6.13	8.46	38%	23.8	18.4	N/A	11.0	0.0%
新秀丽	1910 HK	高端消费、美妆	买入	27.00	32.40	20%	16.5	14.0	N/A	30.3	0.0%
周大福	1929 HK	高端消费、美妆	买入	11.32	18.73	65%	14.8	12.3	N/A	24.4	0.0%
珀莱雅	603605 CH	高端消费、美妆	买入	101.60	145.70	43%	29.0	22.9	9.4	26.7	0.8%
中国中免	601888 CH	高端消费、美妆	买入	105.97	132.30	25%	31.7	23.4	4.0	13.6	1.5%
普拉达	1913 HK	高端消费、美妆	买入	46.50	70.00	51%	23.4	20.1	N/A	17.1	0.0%
贝泰妮	300957 CH	高端消费、美妆	买入	93.31	157.00	68%	29.2	22.8	6.0	21.0	1.1%
名创优品	9896 HK	可选消费	未评级	49.80	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	23.91	31%	28.2	17.4	N/A	42.2	0.0%
海信	921 HK	可选消费	未评级	19.74	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%
百胜中国	9987 HK	可选消费	买入	430.60	609.41	42%	25.1	18.9	2.6	12.0	0.9%
滔搏	6110 HK	可选消费	买入	6.01	9.00	50%	15.1	12.7	3.4	23.2	4.6%
Vesync	2148 HK	可选消费	买入	3.70	6.71	81%	7.6	6.1	1.4	23.0	3.9%
江南布衣	3306 HK	可选消费	买入	10.32	14.26	38%	6.9	6.1	N/A	34.1	0.0%
理想汽车	LI US	汽车	买入	34.64	55.00	59%	56.2	28.4	N/A	17.6	0.0%
长城汽车	2333 HK	汽车	买入	8.84	12.00	36%	22.3	15.0	N/A	4.9	2.1%
吉利汽车	175 HK	汽车	买入	9.01	14.00	55%	24.7	17.9	N/A	4.7	1.5%
华润万象生活	1209 HK	房地产	买入	30.35	46.94	55%	22.1	18.2	N/A	19.3	0.0%
越秀服务	6626 HK	房地产	未评级	2.86	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	31.20	57.31	84%	11.6	10.0	N/A	16.9	0.0%
万物云	2602 HK	房地产	买入	22.45	44.11	96%	10.9	8.9	3.8	11.7	2.5%
中海物业	2669 HK	房地产	未评级	8.74	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%
贝壳	BEKE US	房地产	买入	15.44	24.50	59%	47.1	17.1	N/A	6.0	0.0%
华润置地	1109 HK	房地产	买入	30.55	45.10	48%	6.3	5.7	0.8	13.3	5.9%
越秀地产	123 HK	房地产	未评级	8.86	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%
快手	1024 HK	传媒文娱	买入	62.60	97.00	55%	36.5	21.6	N/A	N/A	0.0%
同程艺龙	780 HK	传媒文娱	买入	17.00	25.10	48%	17.6	14.4	2.1	8.7	0.0%
爱奇艺	IQ US	传媒文娱	买入	4.48	8.60	92%	12.3	9.0	20.7	18.4	0.0%
中国人寿	2628 HK	保险	买入	11.66	17.81	53%	6.4	5.7	N/A	9.9	6.4%
平安保险	2318 HK	保险	买入	42.70	80.30	88%	5.6	4.8	N/A	14.4	6.2%
潍柴动力	000338 CH	资本品	买入	12.53	N/A	N/A	19.9	16.9	1.4	7.5	1.8%
恒力液压	601100 CH	资本品	买入	63.90	83.00	30%	32.4	27.2	6.5	24.2	0.0%
浙江鼎力	603338 CH	资本品	买入	52.75	67.00	27%	18.1	14.7	3.2	19.2	1.0%
三一国际	631 HK	资本品	买入	12.38	16.20	31%	15.0	11.2	3.2	22.1	1.7%
华润燃气	1193 HK	能源	买入	21.85	35.48	62%	8.0	6.8	1.0	11.2	0.0%
华润电力	836 HK	能源	买入	14.54	23.43	61%	5.3	4.5	N/A	15.1	0.0%
三峡能源	600905 CH	能源	买入	4.78	6.24	31%	15.4	12.9	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

#### ■ 经济缓慢复苏，通缩逐渐缓解

经济活动小幅放缓，但仍在缓慢复苏之中。随着暑期出行和旅游旺季结束，9月中国经济活动小幅放缓，一财经济高频活动指数从8月的0.84降至9月的0.77，腾景高频模拟当季GDP增速从8月的4.5%小幅降至9月的4.4%。9月制造业PMI时隔五个月后重返扩张区间至50.2%，新订单指数和经营预期指数均继续高于50%，显示制造业需求和预期持续改善；服务业PMI上升0.4%至50.9%，新订单指数和上个月持平，经营预期指数上升0.3个百分点至58.1%，保持在较高区间，显示服务业企业对近期市场景气度信心较强。8月以来房地产政策显著放松，但对住房市场的作用存在时滞，9月30大中城市商品房成交量和代表性城市二手房销售量延续弱势，预计4Q可能明显改善。9月大部分消费进入传统旺季，汽车销量超预期，手机销量降幅可能收窄，4Q或进一步改善。由于需求见底、去库存趋缓和大宗商品价格反弹，9月PPI环比可能延续正增长，核心CPI同比增速小幅回升。我们预计GDP同比增速从3Q的4.2%回升至4Q的5.4%，两年平均增速从2Q的3.3%回升至3Q的4%和4Q的4.1%，全年GDP增长5.1%；CPI同比增速从3Q的0%升至4Q的0.7%，PPI同比降幅从2Q的4.5%收窄至3Q的3.4%和4Q的2.3%。

**制造业PMI重回扩张区间。**9月中国制造业PMI较上月升0.5个百分点至50.2%，重返扩张区间，其中生产、新订单和原材料采购量均继续改善并保持扩张，预示未来制造业延续增长；原材料价格指数和出厂价格指数分别从7月的56.5%和52%大幅上涨至59.4%和53.5%，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；出口新订单小幅回升1.1个百分点至47.8%，但仍在收缩区间。进口订单下降1.2个百分点至47.6%。预示商品出口可能降幅收窄。分行业来看，装备制造、高新技术制造和消费品均位于扩张区间，但高耗能行业仍处在收缩。全球制造业和贸易活动依然低迷，但降幅缩窄，去库存趋缓，原材料和大宗商品价格有所反弹。韩国出口同比降幅大幅缩窄至4.4%，越南出口同比增速转正至4.6%，显示全球商品需求有所改善。

**服务业延续复苏。**9月中国服务业PMI上升至50.9%，继续保持扩张。分行业来看，水上运输、邮政、电信广播电视及卫星传输服务、互联网软件及信息技术服务、金融服务等行业均位于55%以上较高景气区间，但铁路及航空运输、住宿和餐饮等行业均低于临界点。9月国内航班执行架次环比显著下降，略高于2021年同期水平，国际及港澳台航班数量环比持平，同比延续大幅增长态势。9月大部分一二线城市地铁日均客运量相比2019年同期复苏率有所回落，电影院日均观影人次和票房收入相比2019年同期的复苏率分别从8月的81.5%和95.1%降至9月的67.7%和81.5%。展望未来，我们预计服务业活动将延续复苏，成为中国经济复苏的重要支撑因素。

**房地产市场依然疲弱，10月或逐步改善。**30大中城市商品房成交量相比2019年同期复苏率从8月的56.1%降至9月的53.1%，其中一线城市复苏率从79.7%升至94%，但二线城市复苏率从57%降至49%，显示近期以二线城市为主的放松政策可能加剧潜在购房人观望等待情绪，三线城市复苏率从41.7%小幅降至41.2%。11个代表性城市二手房销量相比2019年同期的复苏率从8月的81.9%升至84.9%。近期房地产政策放松对提振改善型需求

具有积极作用，随着政策效应逐步释放和经济活动缓慢复苏，我们预计一线和强二线城市将引领房地产市场在10月开始逐渐改善。

## ■ 政策转向积极宽松

**政策转向积极宽松，仍有增量政策空间。**8月以来，经济政策更加积极，实施降息降准，一二线城市更加自主地放松房地产政策。政策的目的是修复市场信心和扭转社会预期。由于市场信心依然疲弱，预计未来仍有增量政策推出。一是保持货币流动性充裕，进一步刺激信贷供应扩大，4Q或明年1Q进一步适度降低法定存款准备金率、存款利率和LPR；二是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；三是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；四是加快政府债券发行，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；五是加大产业政策力度，聚焦数字经济、人工智能、高端制造等产业发展；六是努力降低与美冲突，管控台海风险。

**稳地产是政策重点。**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，房地产政策宽松周期已经启动，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。目前已实施的政策可能促进改善型需求在未来两个季度释放，支撑住房销售降幅逐步收窄。但房地产此轮复苏总体是弱复苏模式。未来按揭贷款利率仍有适度下调空间，为保护银行息差，可能在适度下调LPR的同时，进一步降低存款利率；同时，二套房按揭贷款政策仍有放松空间。

**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，明年美国经济和通胀可能显著降温，美元利率和汇率可能迎来拐点，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，人民币可能依然偏弱。但未来四个季度，人民币有望迎来温和反弹。一方面，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。另一方面，中美关系可能阶段性改善。中国希望降低外部冲突和地缘风险，以修复市场信心。美国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。我们预计美元/人民币汇率2023年底可能达到7.2，2024年底为7.0。

## 美国经济

### ■ 经济短期仍有韧性，远期面临风险

经济短期内仍具韧性。首先，劳动力市场依然较强，尽管劳工需求温和放缓，劳工供应有所回升，但劳工供求不平衡依然存在，劳工薪酬增速温和放缓，但通胀降幅更大，实际薪酬增速有所上升，支撑消费延续扩张。其次，疫后两年股市、房市大牛支撑家庭资产负债表繁荣，今年上半年股市房市反弹推动家庭净资产回升，消费信心居高，储蓄率降至显著低于疫情前水平，高利率和信贷条件收缩对家庭财务条件和消费的抑制作用尚未完全显现。

最后，政府支出重新扩张，联邦政府赤字从 2022 财年的 1 万亿美元升至 2023 财年的 2 万亿美元左右，联邦政府和地方政府的支出增速均显著回升。

通胀近期反弹，去通胀短期受阻。因需求韧性、大宗商品反弹和基数效应，CPI 同比增速在 3Q 有所反弹，4Q 可能稳定在 3% 以上，去通胀短期受阻。一方面，家庭消费持续向服务消费模式回归，服务业对劳工成本更加敏感，服务通胀更具粘性。另一方面，OPEC+ 减产、全球出行需求报复性增长和美国原油库存大幅下降推动油价反弹，延缓进一步去通胀步伐。

短期经济韧性和通胀反弹将延长美联储政策紧缩周期，增加远期经济不确定性。伴随高利率持续和信贷条件进一步收紧，家庭部门财务状况和耐用消费可能下滑，房地产市场在环比反弹后可能再度下行。企业面临成本压力和远期不确定性，将采取低库存策略，尽管去库存接近完成，但加库存意愿仍然较低，企业资本支出也面临放缓压力。

此外，学生贷款豁免到期、汽车工人罢工和政府关门风险也增加未来经济不确定性。经济形势是决定 2024 年大选选票的重要因素，两党围绕明年大选的争斗可能更加激烈，在政府停摆风险、新财年预算法案等问题上的政策协调性下降。

#### ■ 短期经济韧性和油价反弹强化政策紧缩预期

美联储在 9 月议息会议上维持政策利率在 5.25%-5.5% 不变，但通过点阵图预测和记者会展现出偏鹰派姿态。更新后的点阵图预测显示，今年底利率中值 5.625%，19 人中有 12 位支持年内再加息一次，明年底利率中值上调 50 基点至 5.125%，明年降息幅度大幅缩小。鲍威尔在记者会上表示，准备在合适时进一步加息，中性利率可能更高。

由于近期经济韧性和去通胀速度放缓，美联储难以宣布抗通胀已经取得胜利，油价反弹可能令部分官员担心通胀预期回升风险。美联储可能不得不延续鹰派基调，以管理市场预期，推动通胀预期进一步下行，为去通胀赢得更坚实的基础。

## 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

上半年细分板块业绩分化，预计下半年需求呈现弱复苏，终端库存大致恢复正常水平，上游细分板块库存表现分化，供需平衡逐渐改善。随着产业链3Q旺季拉货和创新拉动，预期下半年业绩将环比提升。我们看好科技板块中受益需求复苏、份额提升和创新确定性较高的上市公司。投资主线方面，建议关注AI、汽车和国产替代投资主题，推荐比亚迪电子和中兴通讯。

**消费电子：**3Q下游终端库存回归正常水平。随着安卓/苹果高端新品陆续发布，推动下半年产业链产能利润率和出货提升，建议跟踪：1) 新品上市后的市场反响，库存和利润率压力改善，以及需求复苏趋势；2) 创新机会：看好苹果和Meta MR创新产品周期，关注光学和显示屏的创新机会；折叠手机渗透率提升所带来柔性屏和铰链的增量机会。

**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：**展望3季度，预期整体库存水平较上半年改善。需求方面，手机/PC/TV等消费电子需求仍然较弱，汽车、工控、AI服务器等需求相对稳健，下游需求持续分化，建议关注国产替代及细分成长板块投资主线。1) 全球晶圆厂资本支出下降，国内晶圆厂逆周期扩产加快，预计4Q整体需求较往年疲弱，但高端制程受益新品发布和AI需求推动，弥补成熟制程需求复苏缓慢；2) 芯片设计板块3Q去库存节奏加快，由于下游市场结构性差异，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，业绩保持较高增长。整体上，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改善收入结构，我们预计利润率修复有望超预期。此外，公司宣布收购捷普的Mobility业务，扩大其智能手机业务发展空间，从长远来看将推动苹果供应链中的份额增长。展望下半年，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，市场份额持续增长，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，以及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

云厂商进入了一个注重改善盈利质量的新阶段，宏观逆风仍是行业增长的主要拖累，预计中国云计算市场将随着经济回暖而温和恢复，营收增速有望自 2H23 起逐步回暖。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。短期出行及本地生活高景气或有望为对应板块估值提供支撑。向前看，随着政策逐步落地起效，及行业重新面临低基数效应，4Q23互联网公司基本面仍有望环比持续改善，美元流动性压力边际缓和或有望推动板块估值重估，且板块估值有望逐步回到基本面驱动。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、阿里巴巴、拼多多、网易。

当前互联网板块整体估值对应 21x 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、阿里巴巴、拼多多、网易。

### ■ 在线游戏：游戏市场景气度持续提升，腾讯网易 3Q23 游戏收入增长有望加速

中国网络游戏市场持续复苏（5月/6月/7月：同比增长 16.0%/23.6%/37.5%），得益于优质新游戏上线、游戏版号发放常态化以及低基数效应。我们预计腾讯和网易游戏收入增长有望在 3Q23 重新加速，其中：1) 我们预计腾讯 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》等新游戏上线推动。腾讯代理手游《冒险岛：枫之传说》在 8 月上线后的表现好于预期，持续排名 iOS 游戏畅销榜前 15 名；2) 我们预计网易 3Q23 游戏收入同比增长 14%，主要得益于《逆水寒》手游和《巅峰极速》上线。

### ■ 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，8M23 网上零售额/实物商品网上零售额达到 9.5/8.0 万亿元，同比增长 12.1%/9.5%。8 月实物商品网上零售额同比增长 6.1%（2023 年 7 月：5.0%），与我们预测的 5.5% 基本一致，展现出环比边际温和改善趋势，但表明消费复苏仍需要时间。尽管电商平台整体营收增长或因宏观不确定性而面临短期波动，但电商平台正在以高效的方式推动收入增长，并以提高运营效率为目标，这可能导致行业竞争弱于预期，及 3Q23 的盈利增长好于预期，随着 4Q 电商平台整体进入低基数阶段，营收增长有望重新加速，宏观及消费若边际改善有望进一步为营收增速恢复提供助力。

### ■ 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 及十一期间延续；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。

据携程 9 月 14 日发布的《中秋国庆旅游预测报告》显示，消费者出行需求旺盛，且跨省游、出境游等高利润率长途游业务明显恢复。国内旅游产品“十一”预订量环比前一周增长 88%，同比去年增长超 4 倍；2023 年“十一”，跨省游订单占比达到 73%，较 2022 年同期提升 10 个百分点，近 20% 用户选择连住 3 天及以上。作为出境游基本全面放开后的首个长假期，“十一”期间携程平台整体出境游订单同比去年增长近 20 倍。

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，叠加旺盛的十一出行需求业绩在 3Q 计入，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：3Q23 互联网广告市场延续复苏趋势

根据 CTR 数据，2023 年 1-7 月中国广告市场花费同比增长 5.4%，其中互联网广告市场收入同比增长 4.3%。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。关注 3Q23 头部平台在线广告收入趋势：1) 腾讯：我们预计 3Q23 广告收入同比增长 22%，主要得益于视频号广告收入的增量贡献以及电商等主要行业的广告需求复苏；2) 快手：我们预计 3Q23 广告收入同比增长 25%，主因内循环广告收入强劲增长以及外循环广告收入复苏；3) 哔哩哔哩：我们预计 3Q23 广告收入同比增长 25%，主要受益于电商广告强劲增长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 17x 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 9x 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）、爱康医疗（1789 HK）、迈瑞医疗（300760 CH）、锦欣生殖（1951 HK）。

**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。

## 高端消费、美妆

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

### 未来 3 个月, 看法谨慎乐观

#### ■ 高端消费行业-长假旅游消费热度不减、四季度进入节日送礼旺季

进入四季度, 黄金周等假期到来利好旅行消费, 高端消费在节日送礼场景下进入旺季。今年的 8 天国庆假期更长于往年的 7 天假期, 公众长线游兴致更高。平台数据显示, 境内部分地区长线游订单量飙升高达 300%, 而出境游机票均价录得较“五一”假期上涨约 44%。旅游消费方面, 根据我们追踪的数据, 8 月中新秀丽主品牌在中国电商平台录得高基数下同比 ~10% 的增幅。新秀丽表示, 全球各地区业务均呈稳健复苏态势, 而中国地区业务复苏仍有大幅持续上升空间。免税方面, 根据海南省此前公布的数据, 海南省 1-8 月旅客数量同比增 37.5%, 环比持续修复势头符合我们此前的预期。今年中秋国庆“双节”假期前三天出行购物数据理想, 海口离岛免税销售金额 4.26 亿元, 同比增 40.3%; 免税购物人数 6.16 万人次, 同比增 84.1%。考虑到目前宏观环境不确定性, 有调查显示, 中产人群中计划推后跨境游的人数比例较今年 6 月已大幅升高。我们认为, 这将转而利好国内度假游及境内免税购物需求增长。我们预计, 中国中免的三、四季度收入支撑将会维持, 同时迎来盈利提升。珠宝及奢侈品方面, 四季度进入送礼旺季, 高端及超高端销售向好。今年起, 周大福已将提升门店运营效率作为首要运营目标。随着中国经济环境的稳步复苏, 我们预测公司 24 财年上半年的收入将增长 11% 至 520 亿港元, 其中中国收入 430 亿港元, 香港/澳门收入 90 亿港元。稳健业绩或将对股价有拉动作用。

#### ■ 美妆行业-高性价比助力国货品牌抢占消费力弱复苏市场

行业进入3季度传统淡季，各品牌商积极准备双11大促。另外，在消费降级趋势下，“79元国货眉笔”事件进一步反映中端客群对于美妆、护肤品高性价比的偏好持续走高。我们认为，叠加日本核污水排放对于日系品牌的营销影响，借双庆、双十一等促销节点到来，头部国产护肤品销售将迎来持续利好。上月初，珀莱雅官宣上新能量系列，相较于已有的三大系列定位的100-300元价格带，能量系列单品进一步锁定400元以上价格带，品牌客单价及客群有望迎来进一步突破。此前，管理层对双十一大促规划提出了明确的目标及策略，力求延续6.18取得的TOP4市占率成绩。贝泰妮一直以薇诺娜作为主力品牌发展，不断升级其核心单品，累计市场口碑。今年内公司将同步增强对于一系列副线品牌的持续孵化。

#### ■ 股票推荐

目前，“双庆”假期对公众旅游、探亲等长距离出行需求拉动已有体现，高端品在节日送礼场景下的需求也已开始显现。展望至年底，我们看好高端消费行业。推荐买入**新秀丽 (1910 HK)**、**周大福 (1929 HK)**、**珀莱雅 (603605 CH)**，维持**中国中免 (601888 CH)**、**普拉达 (1913 HK)**、**贝泰妮 (300957)**“买入”评级。

■ **风险提示：**宏观消费力大幅减弱、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)

9月增长对比8月没有改善太多。虽然市场对暑假后的季节性回调有所预期，但数据仍然是低于预期的。

中秋和10-1国庆假期的确呈现不错的客流和环比改善，但我们认为对比5-1黄金周的表现，还是略差一些。所以10月数据超预期的机会较低，股价下行压力较大。

但假如政策利好持续推出，加上估值便宜（仅在14倍，对比8年平均的20倍），进入11月，我们并不排除行情有反弹机会。

推荐名创优品(9896 HK)、亚朵(ATAT US)、海信(921 HK)、百胜中国(9987 HK)、滔搏(6110 HK)、Vesync (2148 HK)和江南布衣(3306 HK)。

#### ■ 体育用品(维持中性)

9月份行业的流水增长比8月份略快，主要是低基数的原因。而由于消费力疲弱和天气的影响，复甦率比较一般，所以行业整体还是低于市场预期。不过，当中海外品牌的表现好于国内品牌，Nike/ Adidas 贴近预期，而李宁/ 安踏要差得多。因为流水增长慢于订货会增长，仍然有去库存的压力，所以零售折扣也是多于预期（同样是海外品牌表现较好）。

短线来说，假如4季度流水增长没有明显加速，那就是大幅低于预期，投资者需要小心。中长线来说，我们仍然看好行业发展，因为随着比赛和广告的重启，消费者对运动的热情持续提升，后续只要经济改善，消费自然会跟上。

在海外品牌好转和消费降级持续的情况下，我们推荐滔搏(6110 HK)、安踏(2020 HK)和特步(1368 HK)。

### ■ 餐饮(维持中性)

8月的同店销售增长较7月差，而9月并没有看到太多改善，估计10月增长可能改善，但都只是低基数的原因。从复甦率来说，行业表现还是低于预期，预计4季度也不会太好。

而且消费降级和价格战(包括餐饮、茶饮和咖啡)仍然严峻，一些低价的新兴品牌不停崛起，对已上市餐饮品牌的销售和利润率产生巨大的压力。目前只有开店速度快、价格便宜(能应对价格战)和成本管控极度优秀的品牌才能够站得住脚。

我们只看好百胜中国(9987 HK)和海底捞(6862 HK)。由于行业竞争激烈，我们对奈雪的茶(2150 HK)的看法会变得较为保守。

### ■ 旅游-酒店(维持看好)

9月的表现，对比8月有些回落，相当合理。目前来看，中秋和10-1国庆假期的RevPAR复甦率有季节性的改善，但预计不会好于5-1黄金周时的水平，而且周度ADR也有回落迹象，都代表着消费力有些疲弱。总的来说，我们预计长假期的表现大概率只是符合市场预期。

虽然随着酒店供应快速恢复，未来ADR会出现大幅调升，后续的成长性会减慢，但是消费者对于高质素和高性价比的品牌需求仍然在增长。

较为推荐亚朵(ATAT US)和华住(1179 HK)。

### ■ 家电行业(维持看好)

9月增长比8月略好，线上增长加速，线下跌幅收窄，空调销售增长改善较为明显。而下一个空调年度的增长，也基本敲定，大概在0到10%左右，大致符合市场预期。白电的表现仍然好于小家电，因为消费降级和价格战的影响较大。

在低基数的推动下，目前来看4季度的增长也许较为稳定。随着房地产政策放松，房地产销售和价格有望企稳，有望对家电销售不再带来新的负面影响。因为海外市场销售和库存逐渐改善，人民币贬值，海运费用下降，我们更看好出口市场。

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)

和其他零售行业一样，服装行业也受到宏观经济和价格战的影响，但整体表现会较体育用品更好，因为库存和投资者期望也较低。

进入4季度，虽然增长有望加速，但库存和折扣仍然不会太突出。而且考虑到今年的消费环境，提价空间可能较少。

推荐江南布衣(3306 HK)，因为在大环境较差的情况下，产品力和品牌力都有持续提升，下半年的表现也会较好，目前股息率仍然很高，估值很吸引。

## 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9月份乘用车零售销量可能略超我们此前的预测（约190万台，同比增长2%），终端保持了较强的销售态势；其中新能源乘用车零售销量有望超过70万台，市场份额继续提升至约37%。大部分新能源品牌保持了较好的销售热度，我们预计新能源市场份额将于四季度继续逐月攀升。基于我们的测算，目前行业的库存水平约为1.9个月。

行业销量预测：我们此前小幅上调了对全年乘用车零售销量的预测至2,127万台（同比增长3.8%），同时提高对全年批发销量的预测至2,488万台（同比增长5.6%）。今年乘用车的批发销量有望突破2017年的历史高点（2,472万台），这将超出很多投资者的预期。目前我们对新能源乘用车的全年零售和批发销量预测分别为730万台和860万台。

汽车股价短期或有机会反弹：据我们统计，9月份行业共推出12款主要的新能源新车型，而四季度或将有40余款新车推出，新能源车的推出正在加速。我们认为新车的密集推出有望成为汽车行业的股价催化剂。我们预计明年新能源车批发销量有望超过1,000万台，市场份额超过40%。在价格战持续的情况下，车企的技术创新能力或成降本盈利的关键。我们继续推荐波段交易的策略，节后股价或有短期反弹的机会。

### ■ 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），其股价近期有所回调，而我们认为理想汽车今年的盈利有望超出市场预期，有望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，相关标的包括吉利汽车（175 HK）和长城汽车（2333 HK/601633 CH），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等。

## 房地产和物管

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

### ■ 短期乐观

房地产和物管：短期乐观，四季度销售有望回暖。9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9月同比下跌29%、环比上涨19%，YTD销售总额同比跌幅由8M23的14%扩大至9M23的16%。我们认为四季度销售有望回暖，高频数据端可以看到已落地政策所释放的需求正在支撑销售进入恢复。虽然渠道调研显示一线城市访交热度在认房不认贷实施首周出现爆发式增长后显现回落迹象，我们认为监管期待房地产市场企稳的决心以示，相关政策会进一步放松尤其在一线城市。同时考虑贝壳二手房中介费率的降低将在提高二手房成交的同时释放更多新房需求、开发商正在政策宽松窗口采取提前推盘等积极促销措施、CMBI领先指数也显示10月销售可能会有超预期表现，



我们认为四季度销售会有较好表现。我们推荐受益于二手房市场的贝壳、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

由于部分新房需求受二手房成交支撑，促进二手房成交将成为阶段性的政策努力方向，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，我们看好最大的受益者贝壳；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

9月传媒文娱板块因暑期档收官、业绩消化、节前避险情绪，整体交易较为平淡、股价小幅回落。9月为爱优腾片单发布月（平台片单均超200部），除大IP加码下的头部内容外，各平台也从漫改、悬疑、喜剧、科幻、短剧等垂类内容做差异化、挖掘不同圈层价值。短视频流量保持稳健，且变现韧性增长，其中快手9月举办首次投资日，多维度展现了内容社区生态护城河、未来电商及广告增长空间、本地生活布局及自研能力。展望4Q23，我们认为板块情绪将在波动中小幅回暖，源于：1) 国庆中秋长假出行热度不减；2) 双十一短视频货架电商增量可期；3) 广告持续边际复苏。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：流量交易韧性增长，憧憬双十一货架增量，AIGC赋能核心应用场景。

7-8月因线下消费场景恢复、假期等因素短视频流量稳中有升，其中8月抖快主站月活分别+1.4%/+2.1% MoM，日活+1.2%/-0.2% MoM，日均使用时长+1.4%/-1.5% MoM（根据QuestMobile数据）。9月快手举办首次投资日，从公司战略发展、用户及内容生态、商业化、国际化、AIGC应用层面展现快手内容社区生态护城河、未来电商及广告增长空间、本地生活布局及自研能力。主要亮点包括：1) 内容消费、流量分配机制升级下，社区护城河凸显，竞争影响有限；2) 电商商达调优效果显著，货架电商初步跑通，期待双十一全量上线增量；3) 广告在全面原生化、算法优化、客户拓展下长期有望达到10%市占率。抖音层面，9月TikTok启动美国电商业务、加码电商出海；国内业务字节上线闪电搜索，以期拉

动优质流量及广告增量、同时储备 AI 大模型能力。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。

### 长视频：丰富精品片单发布，夯实头部内容、创新赛道突破并行。

在暑假档古装爆款频出后，9月爱奇艺独播古装剧《云之羽》、《骄阳伴我》（爱/腾）、西出玉门（腾讯）位居播放量TOP3（根据云合数据），但播放量边际回落、且TOP1剧集播放量市占率10%-15%（vs. 暑假档25%-35%）。9月为爱优腾片单发布月（平台片单均超200部），除大IP加码下的头部内容外，各平台也从漫改、悬疑、喜剧、科幻、短剧等垂类内容做差异化、挖掘不同圈层价值。爱奇艺在9月21日2023悦享会上发布了282部2023-25最新片单，其中剧集片单围绕国民大戏（如：《南来北往》、《城中之城》）、东方幻想（如：《一念关山》、《虎鹤妖师录》和《狐妖小红娘月红篇》）和正义传奇（如：《孤舟》和《哈尔滨一九四四》）三大篇章展开，叠加两大垂类剧场“一年一度喜乐会”“迷雾剧场”，以多样化、精品化内容满足不同圈层用户观剧需求。继2023年《狂飙》、《长风渡》、《莲花楼》三部热度破万爆款，4Q23E头部剧集上线有望驱动会员业务稳健增长，包括《一念关山》、《虎鹤妖师录》、《老家伙》等；2024-2025憧憬更多精品内容实现梯度接力，如《狐妖小红娘月红篇》、《狐妖小红娘竹业篇》、《四海重明》、《念无双》等。优酷9月20日发布的2024片单则包含磅礴力量、东方英雄、东方传奇、悬疑罪案等八大赛道100多部待播剧，重点布局真人漫改、科幻、先锋短剧等创新赛道，头部剧集包括《上甘岭》、《清明上河图密码》、《雪迷宫》、《梦之海》、《暗河传》等。腾讯视频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》、《与风行》、《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。期待后续4Q23E头部内容上新带来梯度接力，中长期丰富的精品自制内容将驱动会员价值最大化，行业降本增效下利润释放可期。

### 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。

我们认为市场近期已逐步消化直播行业因内容监管影响下的平台自查及指引疲软。头部短视频平台因前期多轮业务自查调整、分成透明等因素，预计影响程度可控。例如，快手直播自6月起增速有所回落，2H23E指引已下调充分，未来将更加注重健康供给生态建设，发力优质内容垂类与主播培养。而垂类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（游戏分发、道具销售等），近期《龙与家园》新游版号获批提振股价。海外直播竞争格局逐步稳定（如中东），且部分地区重拾增长，期待直播流水边际改善及利润率改善。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：快手于9月21日举办投资日，亮点如下：1)在内容消费、流量分配机制升级下，社区护城河凸显，竞争影响有限；2) 电商商达调优效果显著，货架电商初步跑通，期待双十一全量上线增量；3) 广告在全面原生化、算法优化、客户拓张下长期有望达到10%市占率。快手在过去多季度实现好于行业的韧性增长，并持续上修利润率，配合40亿港元回购

计划，我们认为当前宏观不确定性下具备高防御性的成长型标的。我们看好2H23业绩高确定性，中长期电商增量空间（叠加货架电商）、外循环广告复苏以及利润释放可期。维持买入评级，目标价97港元。短期催化剂：1) 好于预期的3Q23业绩；2) 货架电商推进。

**2) 爱奇艺：**爱奇艺于9月21日举办了2023悦享会，发布了282部2023-25最新片单，精品化与多样化并行。我们认为悦享会亮点如下：1) 剧集片单丰富，包括4Q23E即将上线的精品剧集《一念关山》、《虎鹤妖师录》，及2024-2025年储备的《狐妖小红娘月红篇》、《狐妖小红娘竹业篇》等，憧憬优质内容驱动会员稳健增长；2) AIGC已覆盖至制作、宣发、消费全链条，且在文本、图片、声音、视频、3D模型五大应用场景中形成生产力，有望赋能生态激活创意；3) 六大综艺板块及内容营销生态升级有望驱动广告持续复苏。近期因板块清晰、暑期档结束、会员净增不明朗等因素使得爱奇艺股价短期较为波动，但我们期待后续4Q23E头部内容上新带来梯度接力，中长期丰富的精品自制内容将驱动会员价值最大化，行业降本增效下利润释放可期。维持买入评级，目标价8.6美元。

**3) 同程艺龙：**根据交通运输部、公安部等机构预测，今年十一出行热度将是近年最高，人口迁徙总量或超去年200%；全国高速路段流量将较平时上升80%，同比2021年、2022年分别上升22%、69%。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。短期催化剂包括：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（特种兵旅游、Citywalk等玩法热度高涨）。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。

## 保险

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

■ 对未来3个月寿险看法中性乐观，2024开门红较同期提前一月启动，业绩有望超预期；投资端受宏观经济波动承压影响仍存。

自7.31产品预定利率切换后，各险企提前2024开门红启动时间，由传统开门红将持续至一年中首季结束的周期来看，2024年开门红将持续近7个月时间的备战及销售，有望推动今年下半年及全年寿险新单保费及新业务价值延续增长。当前国内10年期国债收益率仍在2.6%-2.7%区间波动，国内储蓄需求旺盛，在银行存款利率下调及相关理财产品收益净值化波动背景下，寿险产品预定利率下调至3.0%后，相较竞品仍具备市场吸引力。市场已充分吸收8-9月行业及各保险公司新单保费收入波动；随着各险企陆续启动2024开门红，市场关注各险企开门红产品策略、推行节奏等情况。

监管层面方面，近期金融监管局相继出台规范银保代理渠道佣金费率、个险销售人员销售行为管理、偿付能力优化等一系列监管文件，利好行业长期有序发展，头部险企更加受益；同时在银保行业自律约束更加严格的情况下，2024开门红对比去年同期银保增额终寿大卖，今年将更多有望依靠个险渠道发力推动，因此各险企的规模人力、增员、培训及队伍质态发展对2024开门红销售而言更显重要。

**2024 开门红情况更新：**各险企产品策略及销售节奏分化，但整体下半年寿险开门红业绩有望超预期。

**国寿：**率先于9月8日启动开门红第一阶段，主推1) 3年交8年保两全险鑫耀龙腾，附加4.0%鑫尊宝万能账户；2) 10年交15年保年金鑫耀鸿图；及3) 3年交养老年金鑫耀年年，年复利定价3%；

**平安：**10月8日开门红产品上市，主推1) 3年交8年保御享财富年金，附加聚财宝万能账户；2) 3年交财富养老年金；3) 3.0%金越尊享增额终身寿；4) 2.5%保底利率分红型增额寿金越尊享分红。

**太保：**4月推出重疾险产品金生无忧，产品切换后8月业绩回归一季度水平，业务贡献超10%。管理层明确总部将不启动开门红，在去年同期未进行开门红低基数上，下半年销售更取决于产品切换后队伍蓄力增员及质态发展，根据渠道调研结果，下半年将以3.0%增额寿及分红型养老年金为主。

**泰康：**9月12日启动开门红，主推3.0%定价的增额寿和2.5%保底利率的分红型年金。

**太平：**计划10月底至11月启动开门红，主推产品尚未披露；7.31产品切换后推出臻爱一生3.0%定价的增额寿。

**新华：**7.31后上市3.0%定价的荣耀鑫享增额寿，开门红拟上市3.0%鑫荣耀增额寿和惠金享年金险，附加4.0%万能账户。

**人保寿：**拟推出3年交7年保卓越鑫生两全险，附加4.0%万能账户；尚未披露具体启动时间。

**友邦人寿：**开门红节奏与去年基本一致（11月），产品策略坚持以重疾+中期年金+个人养老年金为主。

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及领先于行业开启的2024开门红预售；估值层面方面，公司A/H股估值折价仍高，港股低估值具备上涨潜力。**催化剂：**10月31日将举办国寿上市20周年投资者开放日，届时将披露公司个险营销体系改革及养老布局的更多细节。**中国平安(2318 HK)**，资产端对地产信用修复敏感度较高，公司10月8日上市开门红产品，相较去年同期提早一个月，负债端在产品切换过渡期后修复积极性高。**催化剂：**集团将于11月6日举办有关综合金融业务的投资者开放日，届时将披露更多有关集团综合金融战略运营的具体数据。

## 资本品

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

### ■ 工程机械/重卡

#### 短期看好:

目前海外是中国主机厂和零部件制造商的主要市场,大部份工程机械制造商的收入结构中,超过一半来自海外。然而,在高基数效应下,七月和八月份工程机械出口开始放缓。据海关数据统计,八月工程机械出口同比下降7.2%,连续第二个月下降。我们预期高基数效应持续下,出口/海外收入将面临压力,但个别产品包括汽车起重机、塔式起重机以及高空作业平台等仍然延续增长态势。此外,日本小松(6301 JP)上月表示大型矿山装备需求没有放缓迹象,并跟随 Caterpillar (CAT US)上调产品价格,我们相信强劲需求将会持续。

国内方面,房地产政策持续放松,对房地产施工比较敏感的塔式起重机八月份国内销售同比下跌18%,跌幅较七月份的25%略有好转,我们相信潜在边际改善将会持续但相当温和。石油化工和风电投资加快将有助支持汽车起重机的需求。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,同时出口在七月和八月均出现同比下跌。

重卡是目前销售表现最好的板块。最新数据显示九月份重卡销售量同比上升55%,连续八个月保持同比上升趋势,主要由强劲燃气重卡以及出口拉动。今年前九个月重卡销售同比增长32%,我们维持今年对重卡行业的正面看法。

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)起重机需求保持稳健以及不同产品在新兴市场销售突破;长期看好恒立液压(601100 CH, 买入)在液压件国产替代的机会,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)物流装备和大型矿车需求均超预期。重卡方面,我们看好潍柴动力(000338 CH/2338 HK, 买入)在燃气发动机占比提升下市占率持续提升以及在新业务的突破。

## 能源 — 城燃、电力运营商

| 夏微, 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8月，国内天然气表观消费量327.08亿方，同比上升13.74%。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26日，荷兰TTF现货价格为12.48美元/百万英热，涨幅为5.27%。东北亚现货(DES)为13.89美元/百万英热，涨幅为5.00%。国内天然气价格：截至9月28日，上海石油天然气交易中心LNG出厂价格全国指数上升到4,438元/吨；

2) 气源供给：根据海关总署数据，2023年8月，国内天然气产量同比上升6.6%为181亿方。天然气进口量同比上升22.7%到1,086万吨，进口继续快速增长。1-8月份，生产天然气1,521亿立方米，同比增长5.7%。进口天然气7,771万吨，同比增长9.4%。我们预期未来短期供应趋稳。

3) 天然气需求：2023年8月，国内天然气表观消费量327.08亿方，同比上升13.74%。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1-8月我国累计电力总装机量达到了2,760GW，同比增长11.9%。其中，太阳能发电装机容量累计约510GW，同比增长44.4%；风电装机容量累计约400GW，同比增长14.8%。火电装机容量累计1,366GW，同比增长4.0%。

1-8月电力新增装机量达到19,855万千瓦，同比增长10,223万千瓦。其中火电新增装机量同比增长3,429万千瓦。风电新增装机量同比增长2,892万千瓦。光伏新增装机量同比增长11,316万千瓦。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：**1-8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2,423小时，比上年同期减少76小时。太阳能发电的利用小时数同比减少40小时；火电的利用小时数同比增加67小时；风电的利用小时数同比增加121小时。

**电源投资：**1-8月份，全国主要发电企业电源工程完成投资4,703亿元，同比增长46.6%。其中，太阳能发电1,873亿元，同比增长82.7%；风电为1,149亿元，同比增长38.7%。火电完成546亿元，同比增长13.8%。预期风光投资保持相对高增速。

**用电和发电：**在供需方面，1-8月全社会用电量为6.08万亿千瓦时，同比增长5.0%。其中，第一产业和第三产业用电增速同比保持较高，分别达到同比增长11.7%和9.3%。全社会发电量为52,230亿千瓦时，同比增长4.2%。8月份，发电同比增长1.1%，增速比7月放缓2.5%。受到水电增长以及风资源较弱的影响，火电、风电增速由增转降。核电、太阳能发电增速加快，水电由降转增。火电同比下降2.2%，由于降水增加水电发电，亚运举办对环境要求增加火电管理。降雨量增长影响水电同比增长18.5%。风电同比下降11.5%，太阳能发电同比增长13.9%。风资源趋弱部分影响风电发电。

**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9月15日，广东电力现货日前市场成交周均价为286.84元/兆瓦时，周环比下降4.16%，周同比下降59.6%。

**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。

我们认为中长期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，预期容量电价有望年底或者明年初出台利好火电运营商。火电9月同比发电有所下降，受到水电发电增加以及亚运对火电管控增加等影响。“金九银十”叠加政府多次强调火电在民生用电保供和支持经济平稳发展中的作用，是用电高峰期保供的能源保障和压仓石。

**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) 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。4) 发电量浮动，火电和风电发电短期受到水电发电增长和风资源波动等影响。

**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) 预期上网电价同比相对稳定。

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之分析员，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之分析员，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。