

## 策略观点

### 市场对政策期待下降

- **宏观:** 信贷扩张和房地产复苏超预期, 二季度经济活动将在低基数上实现快速增长, 市场对政策进一步宽松的预期下降。下半年随着美国衰退和国内复苏节奏放缓, 中国货币政策可能迎来再度放松的窗口期。美国经济和通胀韧性超预期, 市场预期更高利率持续更久。尽管对美国预期变得乐观, 但高利率持续更久意味着远期衰退风险可能上升。
- **科技:** 谨慎乐观。3月业绩期前部分个股有获利压力, 产业链于1Q仍受到宏观经济压力和去库存等因素影响, 但整体库存水平有望于2Q回稳, 建议关注需求复苏拐点以及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, 推荐京东方精电和闻泰科技。
- **软件及IT服务:** 谨慎乐观, 随着美国加息步伐放缓, 国内防疫政策放开, 经济在疫情后重启, 中国企业IT支出在2023年有望逐步改善, 板块估值处于上行周期, 虽然部分公司在业绩后面面临获利回吐压力。持续看好软件国产替代题材, 拥有政府、电信、金融类客户的横向SaaS和IT服务企业会是主要收益标的。推荐买入金蝶国际(268 HK)并建议关注亚信科技(1675 HK)。
- **互联网 I:** 中性乐观。在估值处于较为合理水平但基本面复苏强度持续验证的过程中, 行业子行业间的轮动行情或将在1H23持续, 而轮动中我们预期市场将会更加偏好有能力持续提升经营效率、业务有稳固护城河、且新业务在长期有变现空间的公司。在经济复苏相对具备确定性的情况下互联网公司或将加大对长期增长(ie: 海外扩张、产业互联网、技术进步)的投入, 我们偏好新业务投入能被证明具备较高ROI, 且核心业务仍具备稳定竞争优势、有能力进一步提升经营效率的公司。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: 拼多多、腾讯、百度、阿里巴巴。
- **互联网 II:** 乐观。预计3月板块情绪将有所改善, 且盘整企稳。2Q23板块有望进入震荡上行通道(第二波修复), 受益于1)低基数效应及疫峰后, 2Q23E行业增速及利润将迎来高弹性(1Q23/2Q23E行业收入增速预测为8%/16%); 2)广告、游戏、到店、OTA等行业将受益于线下实体经济恢复、宏观回暖及政策温和化; 3)3月业绩后1Q23E财务指引将充分调整, 且部分核心标的利空消化(如美团被派息)。前期板块第一轮普涨行情主要为“放开+买中国”下的估值修复逻辑, 我们认为二次反弹将更多由基本面改善驱动(子板块和标的表现将分化)。细分赛道偏好: 游戏>电商/本地生活>广告。我们认为, 当前宏观弱复苏、经济刺激政策预期转弱背景下, 游戏板块防御性凸显, 且竞争格局稳定、政策及新游流水向好。京东百亿补贴下电商竞争格局、抖音本地生活激进扩张以及ChatGPT为投资者关注重心。当前板块估值中枢为15x FY23E P/E (对应FY22-24E利润CAGR 20%), 仍存在20%修复空间(至历史5年平均)。推荐买入腾讯、拼多多、美团、快手、爱奇艺。
- **房地产:** 短期乐观。2月开发商销售大超预期, 单月同比增长30% (市场预估-5%), 销售同比回正时间点早于市场预期的4月。我们认为销售恢复的持续性也将好于市场预期, 由于1)招银国际的领先指标GAIN在2月达到2021年以来的最高值, 预示短期销售将继续保持强劲; 2)我们的渠道调研发现购房需求远不止疫情期间的积压需求, 且很多购房者认为目前是买房的最佳时机, 因为贷款利率极低且房价已经触底进入反弹; 3)我们认为支持性政策将保持延续。我们将2023年全年销售预期由原先的-10% YoY提高到持平于2022。这将使2022年拿地较多的房企受益, 继续看好华润置地(1109 HK)、越秀地产(123 HK)、龙湖(960 HK)、滨江集团(002244 CH)、华发(600325 CH)及受益于二手房市场的强劲反弹的贝壳(BEKE US)和我爱我家(000560 CH)。
- **保险:** 乐观。我们持续看好寿险业务的复苏, 原因包括: 1)居民对储蓄产品需求旺盛, 根据我们的渠道调查, 太保、国寿、太平人寿等险企代理人渠道开门红新单保费增速转正, 其余头部险企新单功能也有不同程度的改善。2)寿险代理人规模降幅逐步收窄, 我们预期2023年有望实现行业代理人规模企稳。3)个人养老金制度的加速落地有助于寿险储蓄类产品的销售增长。4)债券利率的回升, 以及地产风险的缓释, 有助于寿险业务资产端的收益率提升。推荐买入太平洋保险、中国人寿、平安保险。

叶丙南, Ph.D

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

冯键喙, 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

夏徽, CESGA

白毅阳, CFA

- **资本品**：工程机械/重卡短期选择性看好：我们在工程机械板块中，选择性看好高空作业平台子板块。看好浙江鼎力(受惠于全球高空作业平台强劲的需求增长)和中联重科(分拆高空作业平台业务释放潜在价值+10倍2023年市盈率的估值具备防御性)。光伏设备乐观：尽管光伏产业链价格近期从低位有所回升，但我们相信总体价格趋势以下行为主，将有利拉动国内大型地面电站建设的积极性。此外，电池技术往TOPCon和HJT的持续升级将推动光伏电池设备的替换需求，继续看好已在不同技术路线进行布局的捷佳伟创)。能源设备乐观：在煤炭稳供应以及设备智能化/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。海运费大幅下跌，有助提升毛利率，继续推荐三一国际。
- **医药**：预期未来6个月医药行业将继续反弹。板块反弹的驱动力包括：1) 疫情后医疗器械、医疗服务、消费医疗需求反弹，2) 医保谈判持续利好创新药/器械，降价温和，3) 创新药进入业绩兑现期，销售收入高速增长。首选爱康医疗(1789 HK)、锦欣生殖(1951 HK)、医思健康(2138 HK)、信达生物(1801 HK)、百济神州(6160 HK、688235 CH、BGNE US)、药明生物(2269 HK)。
- **汽车**：2月整体乘用车零售销量可能弱于我们此前的预期，但新能源车零售渗透率有望超预期。如果1季度汽车消费复苏不及预期，政府可能会继续推出刺激政策。随着竞争的加剧，对车企来说今年的销量比利润更重要。继续看好造车新势力，首推理想汽车(LI US/2015 HK)；传统车企中首推吉利汽车(175 HK)；汽车经销商中首选美东(1268 HK)。
- **食品饮料和免税美妆**：二月初电话会专家给出的数据稳健，但并未有超出市场预期。进入业绩期，考虑到行业以及部份龙头股价从去年12月至今已经出现明显的升幅，行业的牛市可能需在此基础上喘息。我们建议投资人配置盈利确定性高，或者转而聚焦估值较落后的股票。蒙牛伊利估值在重开后跑输同业和指数，但两家公司四季度业绩已转趋稳定，加上市场预测保守，我们相信符合预期的业绩将重振市场信心，拉近公司以及同业在估值上的距离。
- **可选消费**：根据我们的调研，不同的子板块(体育用品、餐饮、旅游、服装)的基本面在2月份仍然不俗。我们认为市场早已消化22财年业绩压力，也预计一部份龙头业绩后给未来的指引都会转为乐观。假如行业股价进一步调整，将会是吸纳的好机会。看好呷哺呷哺(520 HK)、百胜中国(9987 HK)、安踏(2020 HK)和亚朵(ATAT US)。
- **能源-城燃板块**：保持谨慎乐观，1)防疫政策优化，经济复苏明显，刺激工商业等用气需求增长。2)国际油价和气价回调，LNG进口现货价格回落，LNG进口现货部分量有恢复松动迹象，有利于整体气源供给和国内气价下降，利好毛差改善；3)短期地产刺激政策利好接驳业务；经济恢复，接驳工程和增值业务等都会有所改善；4)城燃企业积极布局新能源业务，孵化第二增长曲线值得期待，符合ESG投资主题；5)稳定良好的派息。推荐华润燃气(1193 HK)持续收并购优质项目，项目质量优于同业。防疫措施放松提振整体用气需求，华润零售销气量增速有望恢复中双位数增长。毛差持续改善。燃气接驳增长优于同行，优质项目为增值业务提供良好的增长空间。新奥能源(2688 HK)综合能源业务强劲增长势头持续，零售销气量恢复。

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>											
京东方精电	710 HK	科技	买入	17.08	26.0	52%	22.8	16.7	N/A	14.7	0.0%
闻泰科技	600745 CH	科技	买入	54.49	88.6	63%	23.2	15.4	1.8	7.9	0.4%
金蝶国际	268 HK	软件 & IT服务	买入	16.32	23.8	46%	N/A	N/A	6.9	N/A	0.0%
亚信科技	1675 HK	软件 & IT服务	未评级	13.94	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%
拼多多	PDD US	互联网	买入	95.69	116.9	22%	24.1	21.1	46.5	33.7	0.0%
美团	3690 HK	互联网	买入	142.30	216.4	52%	1492.2	58.8	5.8	N/A	0.0%
腾讯	700 HK	互联网	买入	367.60	450.0	22%	26.6	23.0	3.4	12.3	0.4%
腾讯音乐	TME US	互联网	买入	8.13	10.5	29%	18.9	16.7	2.2	7.2	7.1%
百度	BIDU US	互联网	买入	153.46	196.3	28%	16.7	15.3	0.9	6.6	0.0%
快手	1024 HK	互联网	买入	58.75	94.0	60%	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%
爱奇艺	IQ US	互联网	买入	7.70	8.6	12%	39.1	25.8	37.8	4.7	0.0%
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	89.70	155.5	73%	11.9	10.3	1.5	6.1	0.0%
华润置地	1109 HK	房地产	买入	37.45	45.1	20%	7.9	6.7	1.0	11.2	5.1%
越秀地产	123 HK	房地产	未评级	12.52	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%
龙湖	960 HK	房地产	买入	24.90	52.6	111%	4.2	N/A	0.9	22.3	9.1%
滨江集团	002244 CH	房地产	未评级	10.20	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%
华发	600325 CH	房地产	未评级	11.27	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%
贝壳	BEKE US	房地产	买入	19.77	23.3	18%	70.5	82.8	N/A	N/A	0.0%
我爱我家	000560 CH	房地产	未评级	3.26	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%
太平洋保险	2601 HK	保险	买入	21.85	29.7	36%	8.2	6.8	0.8	9.9	4.4%
中国人寿	2628 HK	保险	买入	13.96	20.9	50%	9.5	6.8	0.7	10.3	4.6%
平安保险	2318 HK	保险	买入	57.20	80.3	40%	9.1	7.2	1.1	11.9	4.4%
浙江鼎力	603338 CH	资本品	买入	58.49	71.0	21%	24.6	20.5	4.2	18.5	0.8%
中联重科	1157 HK	资本品	买入	4.82	5.2	8%	12.9	10.4	0.7	5.0	3.3%
捷佳伟创	300724 CH	资本品	买入	123.73	187.0	51%	41.4	34.5	6.0	15.6	0.2%
三一国际	631 HK	资本品	买入	8.00	13.2	65%	13.3	11.2	2.2	17.7	2.3%
锦欣生殖	1951 HK	医药	买入	6.74	11.3	67%	42.4	27.0	1.5	3.0	0.0%
医思健康	2138 HK	医药	买入	7.87	11.0	40%	35.7	17.1	N/A	13.7	0.0%
药明生物	2269 HK	医药	买入	57.75	96.6	67%	44.2	33.9	5.9	13.3	0.0%
信达生物	1801 HK	医药	买入	42.25	52.6	24%	N/A	N/A	6.1	N/A	0.0%
百济神州	BGNE US	医药	买入	241.33	290.4	20%	N/A	N/A	96.5	N/A	0.0%
爱康医疗	1789 HK	医药	买入	9.15	11.4	25%	47.4	32.2	4.2	9.2	0.5%
理想	LI US	汽车	买入	25.10	44.0	75%	642.8	125.8	N/A	3.1	0.0%
吉利汽车	175 HK	汽车	买入	10.62	16.5	55%	20.3	17.3	N/A	6.6	1.8%
美东	1268 HK	汽车	买入	17.84	25.0	40%	24.2	14.7	N/A	19.7	2.3%
啱啱啱	520 HK	可选消费	买入	8.97	11.6	29%	N/A	24.7	5.2	N/A	0.0%
百胜中国	9987 HK	可选消费	买入	483.8	554.6	15%	28.8	23.3	2.8	11.7	0.8%
大家乐	341 HK	可选消费	买入	12.2	15.1	24%	31.0	17.9	2.4	8.0	2.3%
特步国际	1368 HK	可选消费	买入	9.48	11.5	22%	22.6	17.8	2.6	11.4	2.3%
滔博	6110 HK	可选消费	未评级	7.18	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%
安踏	2020 HK	可选消费	买入	111.4	128.9	16%	37.7	28.4	8.0	21.9	0.9%
江南布衣	3306 HK	可选消费	买入	10	11.8	18%	9.0	7.6	2.5	28.9	10.6%
波司登	3998 HK	可选消费	买入	4.57	4.1	-10%	19.2	16.8	3.4	18.2	3.5%
海尔智家	6690 HK	可选消费	买入	28.6	27.3	0.0	14.6	12.2	2.1	17.1	2.7%
格力电器	000651 CH	可选消费	未评级	36.97	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%
JS环球	1691 HK	可选消费	买入	8.52	9.5	0.1	9.4	8.6	1.4	13.5	4.8%
亚朵	ATAT US	可选消费	未评级	26.26	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%
贵州茅台	600519 CH	必选消费	买入	1818.04	2440.0	0.3	36.5	30.6	10.2	27.9	2.8%
华润啤酒	291 HK	必选消费	买入	60.85	77.4	0.3	41.2	35.7	6.8	17.2	0.9%
中国中免	601888 CH	必选消费	买入	196.06	255.0	0.3	56.0	38.4	11.6	20.0	0.4%
华润燃气	1193 HK	能源	买入	33.5	39.1	0.2	11.3	10.2	1.6	11.9	0.0%
新奥能源	2688 HK	能源	买入	117.5	132.2	0.1	N/A	N/A	N/A	20.5	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

### 中国经济

#### ■ 中国经济延续修复, 再通胀非常温和

(1) **人员流动快速恢复, 出行、餐饮、社交、娱乐、个人护理等对人流敏感的服务业迎来修复, 支撑经济开启第一轮复苏。**2月, 国内航班执行架次已恢复至比去年同期高1.5%的水平; 40大城市中四分之三城市的拥堵延时指数同比增速超过10%; 主要城市地铁日均客运量恢复至超过2019年同期水平。年初至今, 电影日均观影人次和票房收入同比分别增长2.7%和8.2%。

(2) **房地产销售大幅改善, 但修复速度仍会有波动。**2月30大中城市商品房日均销量同比大幅增长32.6%, 因信贷宽松和经济重启后前期被封锁或推迟的需求开始集中释放。1-2月累计同比下降13.5%, 相比2022年全年下降31.3%降幅显著收窄。经济复苏将支撑家庭部门就业、收入和信心恢复, 信贷条件保持宽松, 核心城市二手房价逐步企稳, 上半年住房需求可能持续改善, 商品房销售面积降幅将逐渐收窄。但住房销售的复苏速度并非线性, 随着前期累积需求逐步释放, 下半年复苏速度可能放缓, 加上基数因素, 各月同比增速将有明显波动。

(3) **基础设施与公共服务业投资短期平稳较快增长。**地方政府追求2023年经济开门红, 在银行扩大信贷供应和国企、城投加杠杆的支撑下, 水利、公用事业、交通运输、能源、医疗等基础设施和公共服务业投资短期内保持平稳较快增长。石油沥青开工率和钢材价格温和反弹, 水泥库容率从高位开始回落。

(4) **商品出口暂时改善, 但未来存在走弱可能性。**中国商品出口可能在2月显著改善, 因国内供应链恢复和美欧需求韧性超预期。2月中国出口新订单指数回升至52.4%, 自2021年6月以来首次反弹至50%以上, 预示出口短期将有所改善。中国主要港口集装箱吞吐量同比增速从去年四季度的6.7%放缓至1月的3.4%, 2月大幅回升至25.6%。全球经济金丝雀——韩国出口去年12月同比下跌9.7%, 1月跌幅扩大至16.6%, 但2月跌幅又收窄至7.5%。越南出口去年12月和今年1月分别下跌14.1%和13.5%, 2月转为增长12.8%。展望未来, 海外商品需求和商品通胀均处于下行通道, 海外供应链持续恢复将增加国际市场竞争, 中国出口仍存在走弱可能性。我们维持2023年中国商品出口同比下降3.5%的预测, 四个季度增速分别为-9%、-5%、-2%和2%。

(5) **中国再通胀依然温和。**对中国经济复苏的预期支撑近期部分大宗商品价格温和反弹, 但由于中国房地产和耐用消费不是强复苏, 而海外需求下行, 通胀居高不下迫使美联储紧缩持续更久, 商品通胀并未大幅回升。中国部分服务业价格再通胀比较明显, 推动核心CPI增速有所回升, 但总体再通胀比较温和。预计PPI跌幅可能在3月、4月有所扩大而后在逐步收窄, 全年下跌0.5%; CPI增速在3月、4月可能小幅回落, 而后温和回升, 全年增速2.2%左右。



**(6) 一季度 GDP 增速可能高于预期。**目前市场对中国第一季度 GDP 的中值预测为 3.4%，略低于我们预测的 3.5%。利用 AI 技术基于最新信息预测的第一季度 GDP 增速达到 3.5%-4%，高于市场预期。

■ **信贷政策保持宽松，财政政策扩张力度低于预期，市场对政策期待已经下降**

**(1) 货币市场流动性边际收紧后或逐步趋稳。**随着风险偏好和信贷需求回升，流动性需求显著上升，货币市场利率显著回升，DR007 从去年 12 月平均 1.76% 升至 2 月平均 2.1%。由于 1、2 月份新增贷款超出预期，近期房地产市场恢复阶段性好于预期，央行对进一步放松流动性变得更加谨慎，容忍货币市场利率上升。央行在最近一期货币政策报告中指出，将引导货币市场利率围绕政策利率波动，目前 DR007 已回到央行 7 天逆回购利率 2% 左右，预计未来货币流动性可能趋于稳定。

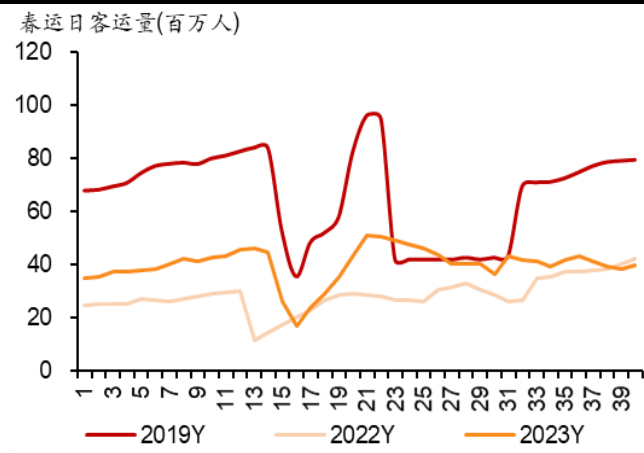
**(2) 信贷政策将保持宽松。**1、2 月份新增人民币贷款显著超出去年同期水平，单位新增贷款表现强劲，主要由于地方政府和国有企业追求开门红推升信贷需求，地方政府财政困境和偿债压力也导致其融资饥渴。据银保监会披露，今年 1 月单位新增贷款 4.68 万亿中，对基础设施行业和租金及商务服务业的新增贷款分别达到 1.5 万亿和 0.8 万亿。同时，个人经营性贷款增长较快，因商户复工复产和部分家庭以经营贷替换按揭贷款。展望未来，由于经济尚未完全恢复，再通胀依然温和，信贷政策将保持宽松。

**(3) 财政政策扩张力度低于预期。**地方财政依然困难和近期经济活动恢复降低了中国大规模财政扩张的可能性。2023 年一般财政赤字率 3%，略高于 2022 年的 2.8%，地方政府专项债额度 3.8 万亿元人民币，略高于 2022 年的 3.65 万亿元人民币，但考虑到去年追加余额限额内数千亿专项债规模后，今年地方政府专项债净发行额可能低于去年水平。

**(4) 市场对中国政策宽松的期待显著下降。**投资者对中国政策宽松的预期显著下降，是导致过去一个月中国股市回撤的因素之一。过去一个多月，先是中国财政部长发表文章显示对财政扩张的谨慎保守态度，而后《经济日报》和中国银保监会先后表示要加强对个人经营贷、消费贷违规流入房市、股市的监管，投资者对货币信贷政策进一步宽松的预期下降。

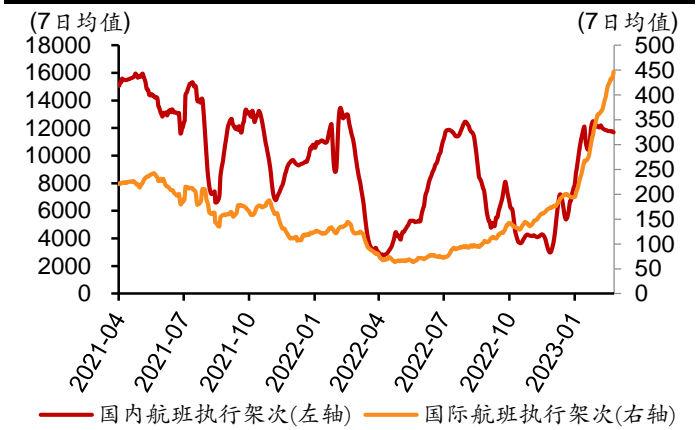
**(6) 人民币对美元经历回撤后仍有反弹空间。**下半年美国经济衰退风险可能上升，中国经济延续修复，中美长期利差可能回升，支撑人民币对美元仍有反弹空间。我们维持此前预测，美元/人民币可能从 2022 年末的 6.95 降至 2023 年末的 6.60。

图 2: 中国 2019-2023 年春运客运量对比



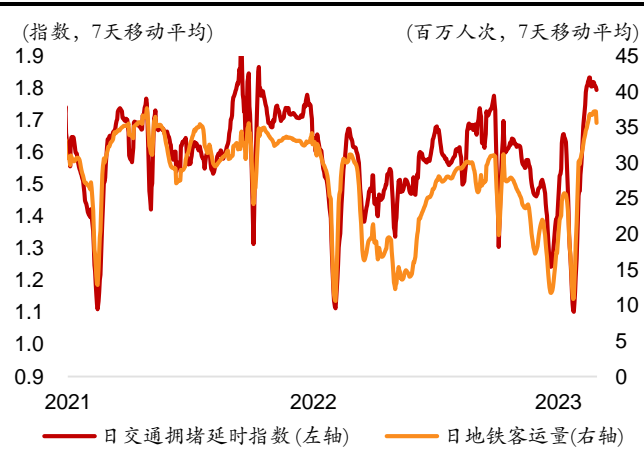
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 3: 中国国内与国际航班每天执行班次



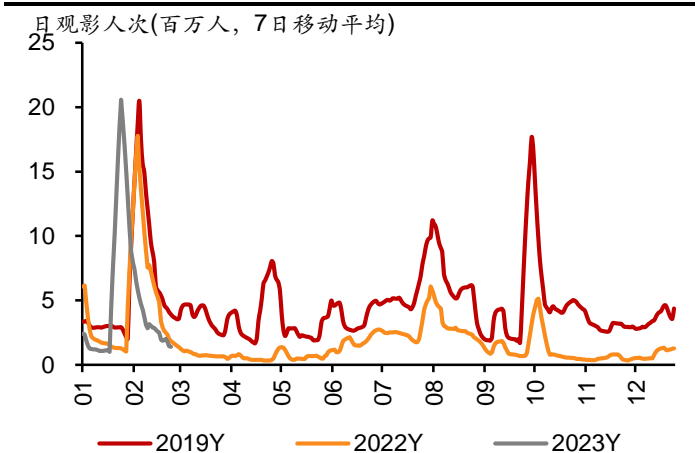
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 4: 中国日交通拥堵延时指数及日地铁客运量



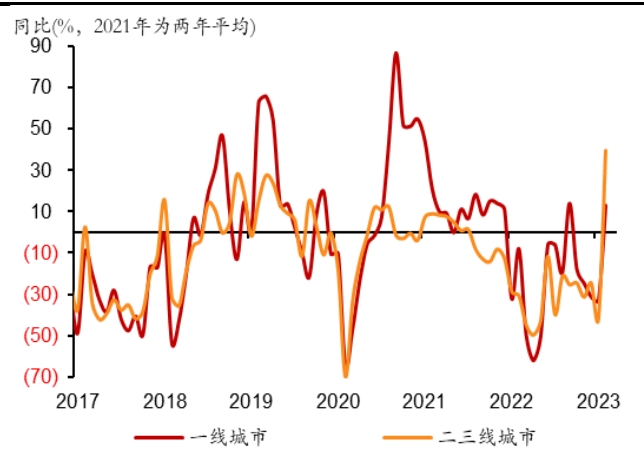
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 5: 中国日观影人数



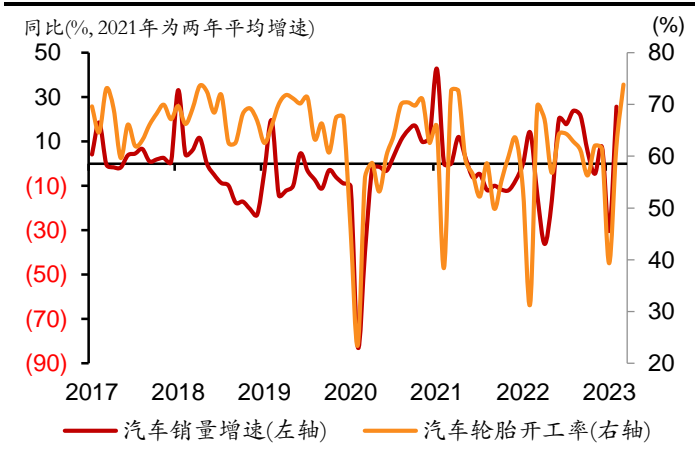
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 6: 中国 30 个大中城市商品房日均销量增速



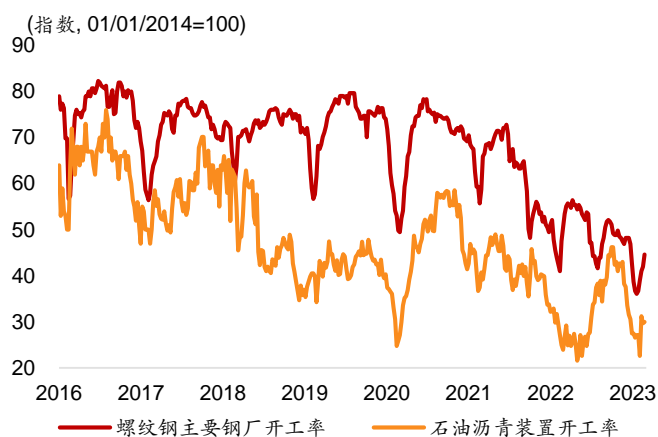
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 7: 中国乘用车销量与汽车轮胎开工率



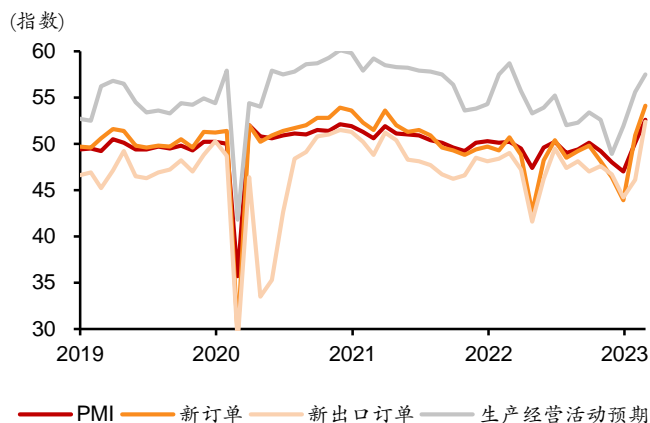
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 8: 中国主要钢厂和石油沥青装置开工率



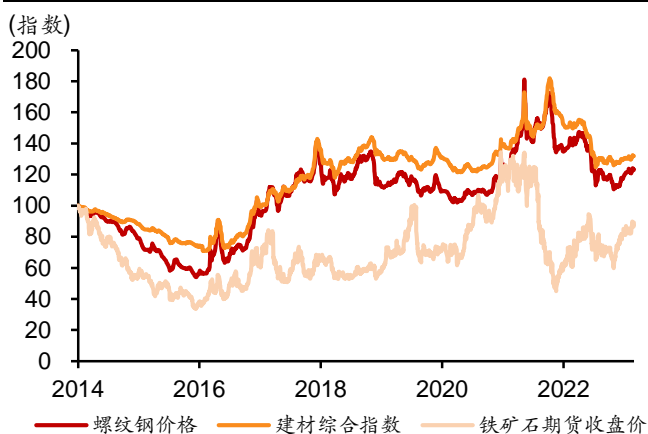
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 9: 中国 PMI 数据



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 10: 中国建筑材料价格走势



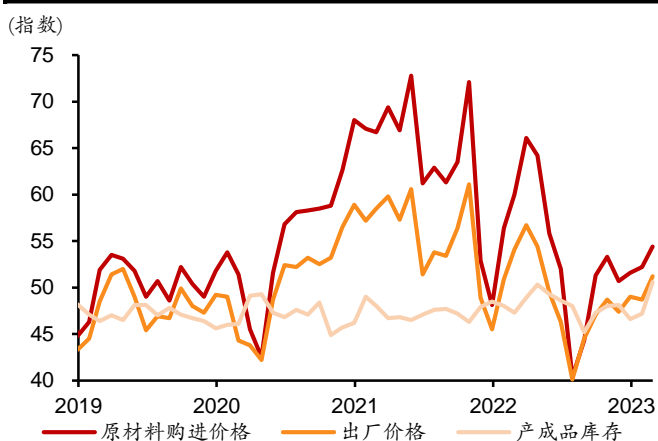
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 11: CRB 商品指数和南华工业品价格指数



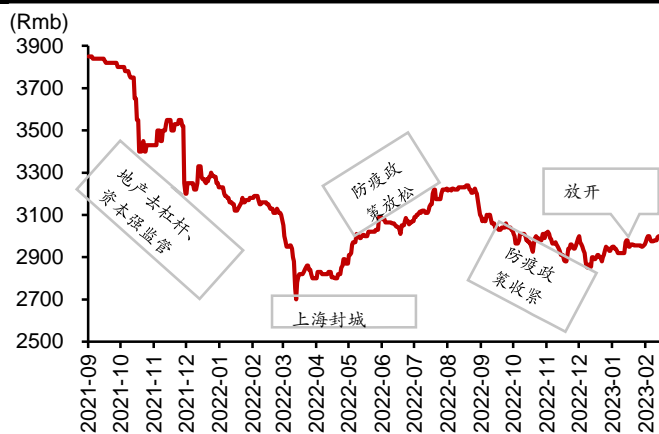
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 12: 中国原材料成本、出厂价格与库存指数



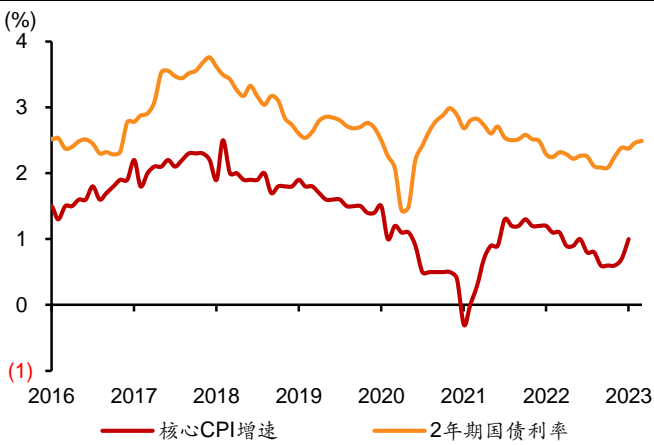
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 13: 中国茅台飞天原装批发参考价



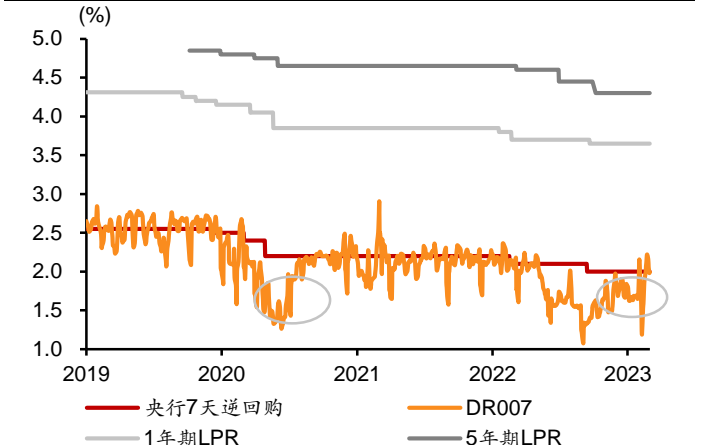
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 14: 中国核心 CPI 增速与 2 年期国债利率



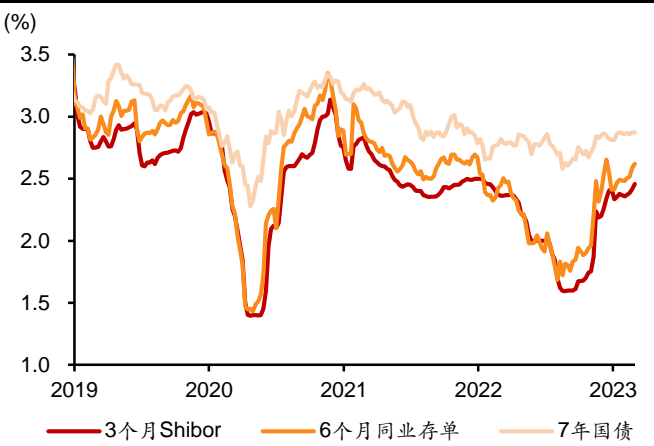
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 15: 中国央行政策利率



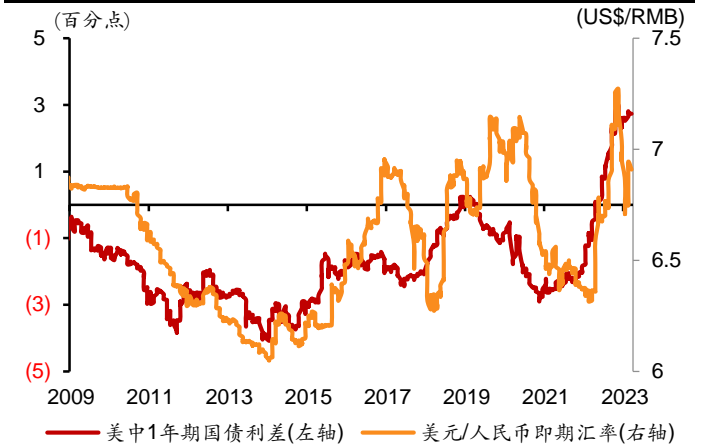
资料来源: 彭博, 招银国际环球市场

图 16: 中国 3 个月 Shibor 与 7 年期国债利率



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 17: 中美 1 年期国债利差与美元/人民币即期汇率



资料来源: 彭博, 招银国际环球市场

## 美国宏观

### ■ 经济和通胀韧性超预期，市场预期更高利率持续更久

美国 1 月零售出乎意料地强劲，环比增速创 2021 年 3 月以来新高，1 月 PPI 涨幅和 PCE 通胀也大超预期，核心 PCE 通胀再次反弹，浇灭了投资者之前对下半年降息的预期，经济不着陆主导市场交易。对政策利率路径敏感的两年期国债利率反弹，10 年期国债利率也再次回升。目前市场 priced in 联邦基金利率在 9 月达到 5.5% 左右峰值、明年第一季度才开始降息的预期。

美联储在过去一个月密集释放鹰派言论后，将认真评估未来数周的经济数据和通胀形势，以判断市场预期调整是否足够到位，从而决定未来一段时期释放鹰派还是鸽派信息。由于经济和通胀形势存在较大不确定性，美联储官员的措辞可能更加谨慎平衡。

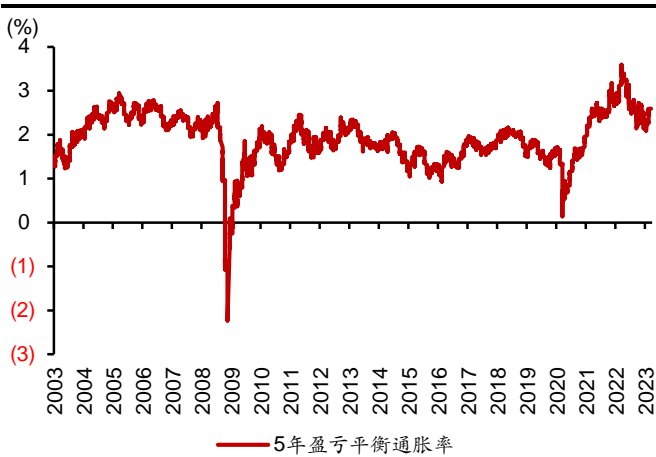
### ■ 美国经济衰退风险并未解除



尽管市场对美国经济预期变得更加乐观，但我们认为美国衰退风险并未解除。当前通胀韧性越强，远期衰退风险越大，因为它将延长高利率持续时间，对实体经济产生更大的负面影响。从美国经济各部门来看，房地产市场已经处于深度衰退，住宅投资持续大幅收缩；不变价商品消费去年四季度同比小幅负增长，制造业处于衰退边缘，制造业 PMI 持续低于 50%，1 月零售超预期受益于劳动力市场强劲和工资水平上涨，以及社保支付水平上调，但预计劳动力市场将很快走弱，带动工资涨幅回落。美国服务消费依然延续平稳较快增长，但随着修复过程完成和劳动力市场走弱，可能逐步放缓。

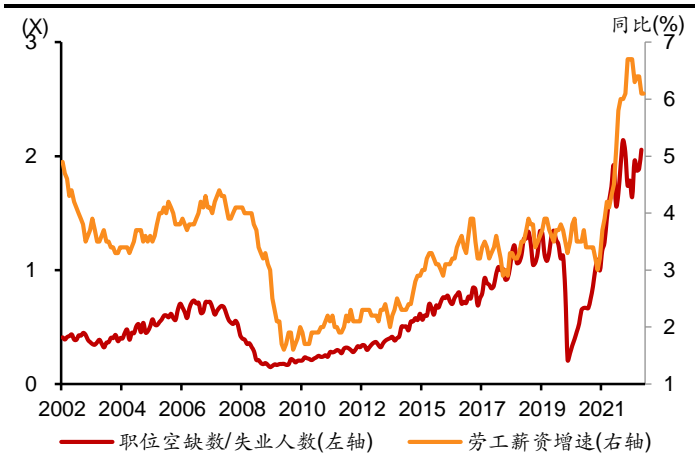
美国国债收益率曲线依然预示美国经济衰退风险。10 年/2 年国债利差自 7 月以来持续为负，10 年/3 个月国债利差近期也转为负值，预示未来 12 个月内美国经济大概率陷入衰退。10 年/2 年国债利差和 10 年/3 个月国债利差对未来衰退风险的预测力较强，前者预警时间更早，后者预测准确性更高。对 1978 年以来美国的 7 次衰退，10 年/2 年利差平均提前 14 个月发出预警；对 1989 年以来的 4 次衰退，10 年/3 个月利差平均提前 11 个月发出预警；1998 年亚洲金融危机并未导致美国经济衰退，10 年/3 个月利差没有给出衰退预警，但 10 年/2 年利差给出了衰退预警。

图 18: 美国 5 年盈亏平衡通胀率



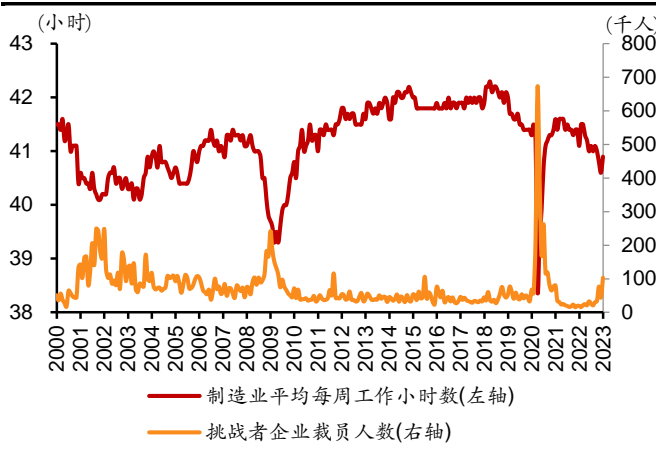
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 19: 美国职位空缺数/失业人数与薪资增速



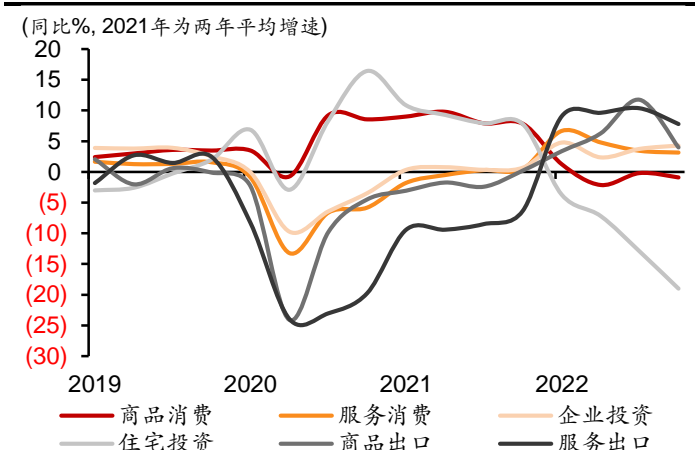
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 20: 美国制造业平均每周工时与企业裁员人数



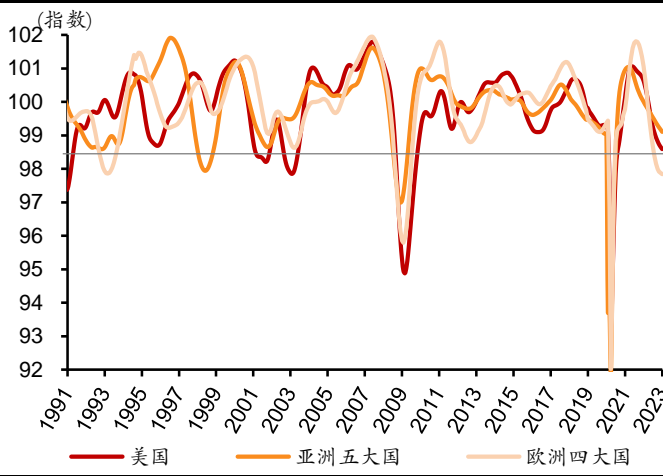
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 21: 美国各项消费、投资、与出口增速



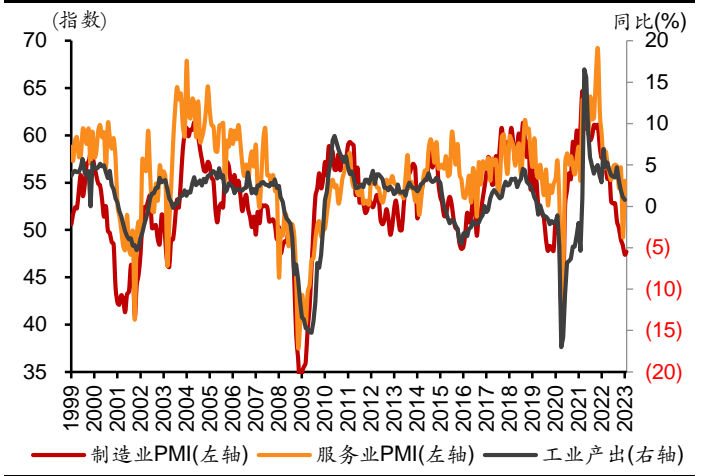
资料来源: 彭博, 招银国际环球市场

图 22: 全球 OECD 综合领先指标



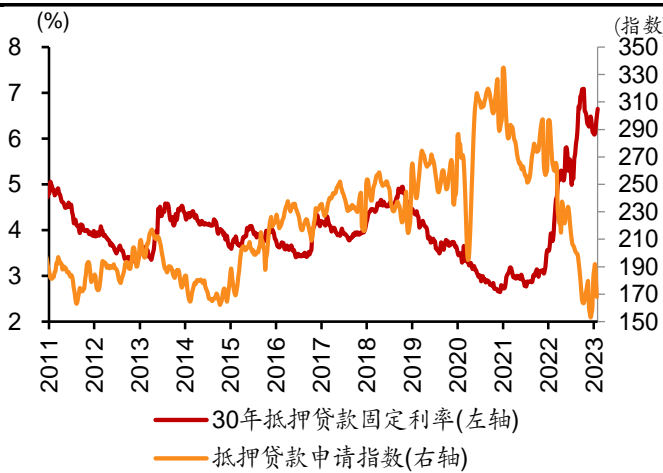
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 23: 美国 PMI 数据



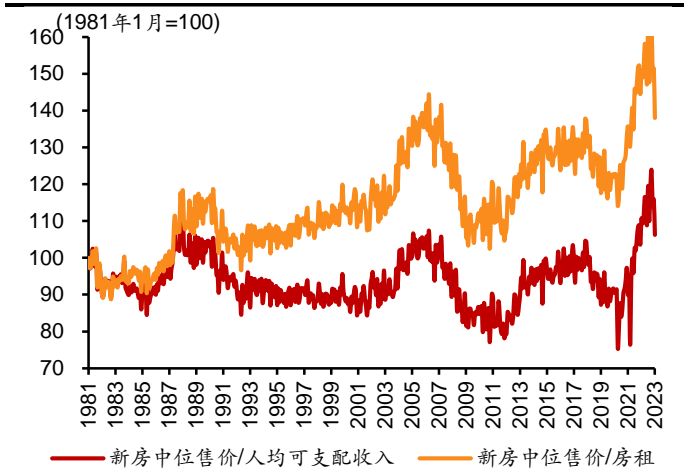
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 24: 美国抵押贷款利率与购买指数



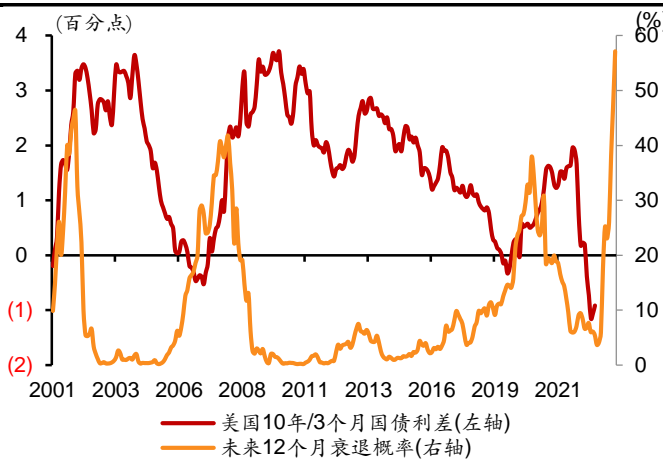
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 25: 美国房价泡沫化指数



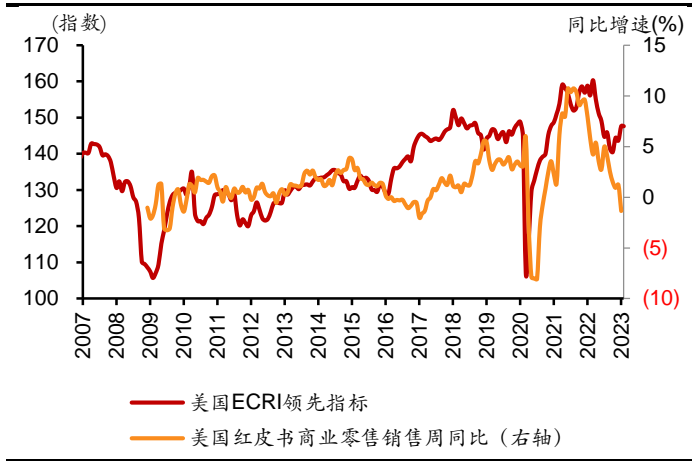
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 26: 美国 10Y-3M 国债利差与未来 12 个月衰退概率



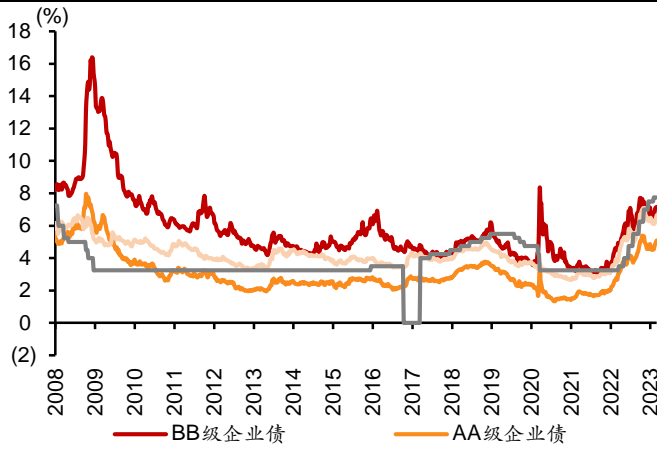
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 27: 美国 ECRI 领先指标与商业零售额增速



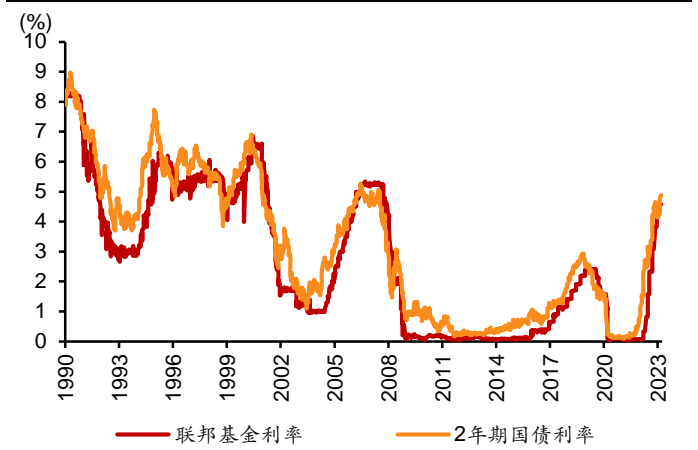
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 28: 美国实体融资成本



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 29: 美国联邦基金利率与 2 年期国债利率



资料来源: Wind, 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 3 月业绩期前部分个股有获利压力, 根据我们近期在深圳和上海调研, 产业链于 1Q 受到宏观经济疲弱和去库存等因素影响, 子板块景气度分化, 但整体库存水平有望于 2Q 回稳, 建议关注需求复苏拐点以及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是市场关注重点。1) 消费电子: 目前行业去库存可能持续到 2Q 以后, 上半年业绩存在压力, 建议关注消费电子复苏拐点以及增量市场的需求情况。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。我们认为海外云厂商对于光模块的采购需求仍将持续。3) 半导体: 需求结构分化, 目前消费电子相关领域仍处于去库存阶段, 新能源、汽车、高端工业及部分特种芯片需求持续增长, 整体上目前 1) 晶圆代工 CAPEX/减产在加快, 库存水平正逐渐改善, 2) 芯片设计预期于下半年需求复苏, 3) 设备/材料公司对于 2023 有较大不确定。台积电指引行业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。

### ■ 推荐买入京东方精电、闻泰科技

- 1) 京东方精电: 作为全球最大车载显示模组龙头, 受益于智能座舱市场的蓬勃发展和产业升级趋势, 凭借行业领先地位和丰富的产品储备, 预计 21-24 年收入/净利润以 33%/47% 年复合增速增长, 催化剂包括智能座舱产品发布、客户订单增长及成都基地产能扩张。
- 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, 显示了公司业务强劲的韧性。目前公司估值处于历史低位。

### 风险提示

宏观疲弱影响需求, 去库存速度慢于预期。

## 软件与 IT 服务

| 颜宇翔 / marleyngan@cmbi.com.hk (852) 3916 3719

### ■ 未来 3 个月看法谨慎乐观

随着美国加息步伐放缓，国内防疫政策放开，经济在疫情后重启，中国企业 IT 支出在 2023 年有望逐步改善，预计板块估值处于上行周期，但在业绩前后部分公司将有利回吐压力，建议投资者继续关注国产替代题材，拥有政府、电信、金融类客户的横向 SaaS 和 IT 服务企业会是主要受益标的。

### ■ SaaS：短期有获利回吐压力

中国 SaaS 板块自 2022 年 10 月的底部反弹，行业平均涨幅 70% 以上，在业绩前后我们认为部分公司面临获利回吐的压力，虽然企业级 SaaS 整体需求持续回暖。我们预计企业级 SaaS 公司的收入在 23 年实现 +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。预计垂类房地产 SaaS 在 23 财年上半年业绩可能继续承压。

### ■ IT 服务：人员调整结束，盈利能力逐步提升

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，当下人员调整已经完成。我们预计中国 IT 服务类企业在 23 财年的收入增速相对稳定，同比增长 +10-15%，但在利润层面的增速较快。同时，由于信创产业的推进，IT 服务的需求例如数据库和系统迁移等，已经从互联网/科技公司转移到了电信/政府/金融等企业。

### ■ IaaS 和 PaaS：国内云资本开支仍然疲弱

我们认为行业每年同比 +30-40% 的快速增长期已经过去，云厂商进入了一个注重改善盈利质量的新阶段，预计中国云计算市场在 23 财年同比增长 +10-20%。尤其是互联网云厂商把优化盈利能力放在首位，而不是市场份额的提升。我们预计中国 23 财年云计算资本开支的复苏会比较温和，上游 IDC 的收入增速也会相对较缓。中国 IDC 板块自 2022 年 10 月以来反弹约 20%，明显比 SaaS 的反弹力度低。

### ■ 推荐买入金蝶国际 (268 HK)

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 22 年亏损扩大，但 ARR 按年增长 33%，随着向订阅模式转型，利润和净现金流的可见性提升。虽然公司股价从 10 月底部反弹 80%，短期勉励 profit taking 的压力，但长期来看，我们依然看好软件国产替代的趋势，技术自主可控仍然是两会焦点之一。

## 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3个月看法中性乐观

在估值处于较为合理水平但基本面复苏强度持续验证的过程中，行业子行业间的轮动行情或将在1H23持续，而轮动中我们预期市场将会更加偏好有能力持续提升经营效率、业务有稳固护城河、且新业务在长期有变现空间的公司。在经济复苏相对具备确定性的情况下互联网公司或将加大对长期增长（ie：海外扩张、产业互联网、技术进步）的投入，我们偏好新业务投入能被证明具备较高 ROI，且核心业务仍具备稳定竞争优势、有能力进一步提升经营效率的公司。

当前互联网板块平均估值为 18x 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 净利润 CAGR 有望达 17%，对应 2023E PEG 为 1.1x。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：拼多多、腾讯、百度、阿里巴巴。

### ■ 电商：消费复苏趋势延续，但短期竞争或加剧

得益于经济复苏整体电商板块复苏趋势在 1 月延续。据商务部数据，2023 年“年货节”前 5 天全国网上零售额比上届同期增长 4.7%，春节假期全国实物商品网上零售额同比增长 14.5%，均相较 2022 年 12 月实物商品网上零售额同比增长 4.4% 有所加速。受益于低基数和消费稳步复苏，我们预计 2023 年在社会消费品零售总额同比增长 7% 的支撑下实物商品网上零售额将同比增长 12%。在经济复苏较为具备确定性的情况下电商平台开始逐步加大对长期增长的投入，短期国内电商市场的竞争或将加剧从而影响到利润率扩张的节奏，但长期而言，我们认为商业模式创新助力商家 ROI 提升，及用户体验提升以支撑核心用户群体钱包份额获取仍是在竞争中胜出的关键因素。

京东即将上线百亿补贴引发关注。我们认为京东上线百亿补贴（[链接](#)）与京东长期增长目标一致，有望助力性价比用户群获取且扩大三方商户基数，在长期为平台业务发展提供支撑。但主要关注点为：1) 京东定价体系是否会受到影响：百亿补贴的上线是否会影响到京东本身生态的定价体系，低价补贴过程中是否能平衡好与品牌商的关系；2) 经营效率：性价比用户获取的 ROI 能否维持合理水平；3) 商家端运营成本是否会优于其他平台，可能会成为京东百亿补贴能否起量的关键。短期而言，整体电商行业对用户留存方面的竞争或将加剧，并为利润率的扩张带来压力，但长期而言，我们认为商业模式创新助力商家 ROI 提升，及用户体验提升以支撑核心用户群体钱包份额获取仍是支撑增长的重要驱动因素。

### ■ 在线旅游：出境游稳步复苏

据香港旅游局数据，2019 年内访港旅客日均人数为 12 万人。据香港移民局数据，近 5 日（2023 年 2 月 26 日-3 月 2 日）内地访港旅客日均人数为 5.2 万人，已恢复至 2019 年水平的 43%，整体出境游呈现稳步复苏态势，我们预期境内长途游复苏及长途出境游进一步



复苏将为在线旅游板块业绩复苏提供支撑，且此前经历疫情扰动时降本增效的举措有望为营收复苏情况下的盈利恢复提供更多弹性。

### ■ 在线广告：23 年广告需求渐进复苏

随着经济增长和消费复苏，中国在线广告需求有望在 2023 年迎来渐进修复。1Q23 整体广告市场需求复苏相对温和，部分反映广告主在 4Q22 的保守预期（1Q23 广告预算多数已在 4Q22 制定），我们预计广告需求复苏趋势将在 3 月后进一步显现。展望 2023 年，我们看好具备广告商业化产品创新（比如腾讯和哔哩哔哩）以及消费/线下经济行业广告主占比较高的广告平台（比如百度和微博）。展望 2023 年，我们预测 1) 腾讯广告收入同比增长 15%，主因视频号商业化加速；2) 哔哩哔哩广告收入同比增长 24%，主因广告商业化基础设施改善、用户数增长及广告库存增加；3) 微博广告收入在固定汇率下同比增长 10%，主因整体广告需求复苏和广告品类拓宽（如游戏和汽车广告等）；4) 百度核心广告收入 2023 年将同比增长 8.9%（2022：-5.8%），受益于低基数及宏观环境复苏和线下活动复苏，百度移动生态持续强化及视频内容（通常有更高 eCPM），在搜索结果中占比提升将有望为广告业务营收增长复苏提供支撑。

### ■ 在线游戏：1Q23 收入增长仍然承压，静待 2Q23 基本面修复

2023 年 1 月中国游戏市场收入同比下降 16.9% 至 240.5 亿元，新游戏增量流水贡献有限，而部分头部产品在上架较长时间后流水同比下滑。1Q23 游戏市场仍需时间消化新游戏供应不足的影响，但我们对游戏行业自 2Q23 恢复正增长保持乐观，主要得益于游戏版号审批持续回归常态、更多高质量游戏上线和高基数效应消退。我们继续看好头部在线游戏公司腾讯和网易，主因高业绩确定性/优质游戏产品储备/海外游戏研发能力的持续投入。2023 年主要游戏管线：1) 腾讯：《无畏契约》《宝可梦大集结》《合金弹头：觉醒》《重生边缘》《白夜极光》等；2) 网易：《逆水寒》手游《超凡先锋》《巅峰极速》《大话西游：归来》。

### ■ 推荐买入拼多多、腾讯、百度、阿里巴巴

- 1) 拼多多：**依托高粘性的用户群体，拼多多能够更有效地管理主站销售营销费用支出，且在盈利管理中处于更主动的地位。考虑到拼多多在生鲜和制造业垂类的已经建立的用户心智，我们认为拼多多主站的盈利能力可持续，未来主要关注重点在于其对跨境电商的投资节奏。跨境电商的发展有望为拼多多打开长期增长空间。
- 2) 腾讯：**视频号商业化提速、线下支付业务复苏及多款重点游戏获批上线有望驱动 2023 年收入增长重新加速，降本增效措施落地进一步释放盈利增长空间，金融科技监管更清晰有助于金融科技业务价值重估。
- 3) 百度：**我们认为线下流量复苏和稳健的消费复苏会更有利百度的搜索广告复苏，百度线下活动相关的广告垂类对广告业务的营收占比相较竞对更大，有望在线下活动复苏的过程中受益更多。我们预计“文心一言”产生实质性的收入贡献或需时间，但百度在人工智能、大数据和语言模型以及应用程序方面的技术处于领先地位。2023 年核心搜索广告业务前景改善、自动驾驶套件大规模变现或有望早于预期、云业务进入较为稳定的盈亏平衡阶段等因素将为公司的股价提供坚实的基本面支撑。
- 4) 阿里巴巴：**随着经济刺激政策逐步传导至消费端，阿里巴巴中国零售市场 GMV 增长有望受益于消费复苏，且其核心高质量用户群体具备粘性，有能力抵御行业竞争；公司已证

明其有能力通过精简新业务及优化运营使利润重回增长轨道，消费复苏驱动高利润率平台业务营收重回增长或将在 2023 年为利润增长及利润率提升带来进一步的助推；长期增长驱动力，如云业务，营收增长有望触底反弹，金融科技监管更清晰化将有助于旗下金融科技公司价值重估。

■ **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。

## 互联网 II

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

### ■ 未来 6 个月看法偏乐观

因中美关系、加息、竞争加剧等因素，2月板块有所回调，我们认为3月板块情绪面将有所改善、且盘整企稳。2Q23 板块有望进入震荡上行通道（第二波修复），受益于：2）低基数效应及疫峰后，2Q23E 行业增速及利润将迎来高弹性（1Q23/2Q23E 行业收入增速预测为 8%/16%）；3）广告、游戏、到店、OTA 等行业将受益于线下实体经济恢复、宏观回暖及政策温和化；4）3月业绩后 1Q23E 财务指引将充分调整，且部分核心标的利空消化（如美团被派息）。前期板块第一轮普涨行情主要为“放开+买中国”下的估值修复逻辑，我们认为二次反弹将更多由基本面改善驱动（子板块和标的表现将分化）。细分赛道偏好：游戏/文娱> 电商/本地生活> 广告。我们认为，当前宏观弱复苏、经济刺激政策预期转弱背景下，游戏板块防御性凸显（受宏观影响较小），且竞争格局稳定、政策及新游流水向好。京东百亿补贴下电商竞争格局、抖音本地生活激进扩张以及 ChatGPT 为投资者关注重心。当前板块估值中枢为 15x FY23E P/E（对应 FY22-24E 利润 CAGR 20%），仍存在 20%修复空间（至历史 5 年平均）。推荐买入**腾讯、拼多多、美团、快手、爱奇艺**。

细分赛道偏好：游戏/文娱> 电商/本地生活> 广告。

**游戏：**监管放松、版号发放，新游供给上线提速。我们对 2023 年游戏大盘增长更为乐观（预计同比增长 7%），且憧憬后续重度游戏、头部游戏版号发放后新游流水释放。1 月游戏时长环比同比均增长，且流水增长稳健（其中春节期间手游大盘流水同比增长 10%，其中腾讯/网易+6.6%/10.5%）。网易《蛋仔派对》、腾讯《黎明觉醒》iOS 畅销榜排名稳定在 TOP5-10，后续头部新游上线为催化剂（包括腾讯《无畏契约》、网易《逆水寒》、《永劫无间》手游、《哈利波特》海外版等）。我们预计腾讯/网易游戏 2023 年同比增长 9%/6%，新游迭代+出海浪潮为长期驱动力。首选腾讯，看好游戏增长+广告复苏+利润拐点。标的排序：腾讯> 网易。

**文娱：**视频领域，看好抖快市占率提升、广告复苏、货架电商增量。中长视频提质减量、利润率改善持续，我们看好长视频受益于放开及内容监管边际改善、产品供给提速，近期剧集表现突出有望大幅拉动会员增长。标的排序：爱奇艺> 快手> 哔哩哔哩。

**电商：**看好大电商韧性复苏及降本增效逻辑，憧憬物流恢复下货币化率提升。在放开物流及品类复苏下（服饰、美妆），我们预测 2023 年电商大盘 GMV 增速反弹至 12%（阿里/拼多多/

快手/头条分别为2%/19%/25%/30%，京东百亿补贴后增速或上调)。1+2月包裹数增速向好(同比+9%)，3月及2Q23E有望提速。京东百亿补贴短期引发市场对竞争格局及行业利润率担忧，但并未触发友商过度补贴，我们认为拼多多强用户心智、优势品类及高执行力下影响有限。看好拼多多长期低价优势持续(竞对价格战难以扭转拼多多市占提升大势)、1H23E增势不减，且认为TEMU估值尚未释放，2H23E高基数、腾讯潜在减持是制约股价持续上行的因素。标的排序：拼多多>京东>阿里巴巴。

**广告：**复苏进行时。我们看好2023年广告渐进式修复逻辑，预计在线广告大盘增速13%，其中1Q23E短期承压已部分被市场预期，憧憬2Q23E广告需求释放。品类层面，部分行业广告主投放依旧稳健(如：电商、食品饮料)，期待线下广告主、游戏、金融、地产等相关垂类恢复。当前广告主对预算谨慎乐观，预计在动态追加调整中。其中头部平台将凸显业绩弹性：受益于效果广告高ROI、电商广告强势，字节广告份额持续提升(逆势增长)，且有望于2023年保持高双位数增长。腾讯广告预计于4Q22E转正，受益于视频号商业化提速(已提前实现单季度10亿收入，长期增量预计2025年250亿/20%广告收入比重)，预计2023年广告收入增速恢复至15%。百度指引稳健，广告复苏有望好于市场预期(2023年预计广告增长6%)。

#### ■ 推荐买入腾讯、拼多多、美团、快手、爱奇艺

**1) 腾讯：**相比于消费互联网标的，我们认为腾讯防御性凸显(竞争格局稳定、受宏观影响较小)，且受益于游戏重拾增长(版号常态化发放、产品供给提速)、广告反弹(预计2023年增速15%)、盈利能力改善。新游增量及视频号有望带来利润上修空间。强基本面支撑下，当前估值吸引(21x FY23E PE, 对应FY22-24E利润CAGR 22%)。催化剂：年报业绩、<无畏契约>上线、广告加速。

**2) 拼多多：**为消费互联网首选，源于消费降级下高增长持续(2023年20% GMV增速)、市占率提升、TEMU第二增长曲线清晰，且利润率可观。短期来看，1月主站及TEMU增速强势，预计1H23E业绩支撑性较强。TEMU GMV趋势及投入为市场关注重心(预计2023年TEMU GMV 30亿美元，亏损约100亿元人民币)。京东百亿补贴短期引发市场对竞争格局及行业利润率担忧，但并未触发友商过度补贴，我们认为拼多多强用户心智、优势品类及高执行力下影响有限，且难以扭转拼多多市占提升大势。

**3) 美团：**在抖音本地生活激进扩张下，美团到店酒旅TAM及长期利润率有所影响，但我们认为外卖、闪购及新业务长期成长性不改，且供应链、精细化运营、骑手优势依然构筑高护城河。预计4Q22E外卖增长及集团利润指引好于预期，憧憬2月疫峰后到店酒旅V型复苏，建议3月腾讯派息后回调积极吸纳，社保风险已部分消化且预计量化影响好于市场预期。

**4) 快手：**看好快手长期电商韧性增长、广告复苏及利润率改善空间，同时短期业绩向好有望支撑估值持续修复。预计快手4Q22业绩将更为乐观，其中广告和直播增长及亏损改善幅度有望好于预期。期待疫峰后广告业务进入恢复通道及2023年集团扭亏为盈。

5) **爱奇艺**: 文娱赛道首选标的, 看好公司 2023-24 年丰富的剧集储备、健康的收入增长、清晰的盈利路径以及长视频内容监管边际放松。预计 1Q23 收入加速增长至 10% (其中会员数预计净增 1,100 万至 1.23 亿), 受益于现象级电视剧《狂飙》上线 (播放量 50% 市占率)。长期 ARM 将受益于变现能力增强、提价转化、及大屏用户占比提升。展望 2023 年, 丰富的剧集内容有望支撑用户和会员收入增长, 且利润率大幅改善 (预计 1Q23E 和 2023 年 Non-GAAP 经营利润率为 10%)。目标价为 9 美元 (17x FY24E P/E, 对应 FY22-24 净利润 CAGR 27%)。催化剂: 5 月业绩、2Q23E 精品剧集上线 (包括《宁安如梦》、《长风渡》等)。

■ **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。

## 房地产和物管

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

| 张苗 / zhangmiao@cmbi.com.hk (852) 3916 8910

### ■ 短期乐观

2 月开发商销售大超预期, 根据克而瑞公布的数据, 我们追踪的主要开发商的销售额在 2 月份实现了 31%/30% 的环比/同比正增长。前两月累计销售额同比也已经由逆转正, 销售回暖的时间远早于市场预期的 4 月。其中, 国央企由于其充足的可售资源和品牌优势继续引领市场, 越秀/中海/华润置地 2M23 同比增 185/58/61%, 部分民企如碧桂园/旭辉依然跑输市场录得 -35%/-23%。我们认为国央企和民企拿地的分化将使销售端的分化趋势继续保持。分市场看, 高频数据显示二手房继续强于新房, 且均超市场预期。春节后 33 天 (1 月 28 日至 3 月 1 日), 二手房销售同比增长 56%, 新房则已经与去年同期持平。分地区看, 通过近期在上海、杭州、宁波、广州及深圳等地的调研, 我们认为华东地区的销售回暖快于其他地区——某家装公司表示春节其团队春节期间仍需加班, 这是以往春节罕见的。同时, 深圳地区的回暖也在提速, 2 月份深圳二手房成交套数有望突破 3,000 套, 是 2022 年以来的单月最高水平。

我们认为销售恢复的持续性也将好于市场预期, 由于 1) 招银国际领先指标 GAIN 在 2 月达到 2021 年以来的最高值, 预示短期销售将继续保持强劲; 2) 我们的渠道调研发现目前的购房需求远不止疫情的积压需求释放, 且很多购房者认为目前是买房的最佳时机, 因为贷款利率极低且房价已经触底进入反弹, 这也带动部分在未来几年有需求的购房者提前行动; 3) 我们认为支持性的政策将继续保持。

我们将 2023 年全年销售额预期由原先的 -10% YoY 提高到持平于 2022 (市场预期 -5% YoY), 将销售面积预期由同比 -8% 提高至持平反映相对稳定的销售均价。鉴于销售恢复将提高拿地积极性, 我们将新开工面积/房地产投资的全年预估分别提升至 -2% YoY/同比持平。

### ■ 推荐标的

我们看好二手房经纪: 贝壳; 以及完工类标的: 如物管里的越秀服务、华润万象生活、中海物业。我们推荐买入贝壳的核心原因为: 短期来看, 1) 我们看好 23 年二手房市场的强势反弹 (同比 +17%), 尤其在一线城市放松和疫情后供给继续加大的助攻下, 同时最新的



数据显示二手房销售数据已经好于新房。2) 如佣金上限指引影响解除贝壳将为主要受益者。长期来看, 1) 贝壳 ACN 业务占据市场主导地位并通过稳定且高利润率的平台服务费逐步提高贡献, 预计未来将贡献 15% 的净利润; 2) 二手房强于预期将带动家装业务的协同, 圣都亏损将逐步收窄。目标价 23.3 美元, 对应 34x 2023E PE 和 27x 2024E PE, 对 23/24 年盈利预测高出一致性预测 10%。催化剂: 4Q22 业绩超预期、一线城市限购政策放松等。风险: 佣金率上限指引<2%、反垄断调查等。

■ **关注:** 两会后一线城市政策放松

## 保险

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

### ■ 未来 6 个月看法乐观

我们持续看好寿险业务的复苏, 原因包括: 1) 居民对储蓄产品需求旺盛, 根据我们的渠道调查, 太保、国寿、太平人寿等险企代理人渠道开门红新单保费增速转正, 其余头部险企新单动能也有不同程度的改善。我们预期 2023 年一季度的新业务价值增速将会有所改善, 其中头部险企如太保、国寿等有望实现新业务价值正增长。2) 寿险代理人规模降幅逐步收窄, 我们预期 2023 年有望实现行业代理人规模企稳。3) 个人养老金制度的加速落地也会有助于寿险储蓄类产品的销售增长。4) 债券利率的回升, 以及地产风险的缓释, 有助于寿险业务资产端的收益率提升。

财险方面, 2022 年头部产险企业的综合成本率和承保利润增速都有所改善, 同时, 在未决赔款准备金的计提方面, 人保等头部险企采取了审慎的态度, 准备金充足率有所提升。进入 2023 年, 我们预计车险保费会随着车辆保有量的提升而保持稳定增速, 但另一方面, 随着疫情管控放松, 行业出险率可能会出现一定程度的同比升高。对此, 我们认为人保等前期准备金计提充足的头部险企有空间维持承保利润率的稳定。

从估值上看, 当前 H 股保险股估值仍低于历史平均估值水平, 我们相信负债端和资产端基本面的改善会助推估值的修复。

### ■ 推荐买入太保集团 (2601 HK)、平安保 (2318 HK)、中国人寿 (2628 HK)

根据我们的渠道调研, 今年寿险开门红太保集团 (2601 HK) 取得了双位数的个险新单保费增长, 受益于代理人升级转型的成效以及低基数效应, 我们预计太保寿险新业务价值的同比正增长会持续到 2023 全年。集团的财险业务 2022 年承保利润显著改善, 我们预计明年其财险保费增速和综合成本率将保持稳健。平安保险 (2318 HK) 资产端受益于地产风险的释放, 估值有望进一步修复。同时, 渠道改革的持续推进带动寿险业务负债端回暖; 金融科技业务方面也有望受益于监管政策的明确。中国人寿 (2628 HK) 今年开门红新单销售领先同业, 主要由于预售开始较早, 受疫情影响较小, 我们认为 2023 年国寿的新业务价值增速有望转正。

### ■ 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。



## 资本品

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

### ■ 工程机械/重卡

**短期选择性看好:** 今年2月初以来工程机械行业经历了一波上涨后,我们认为目前市场已经基本反映了即将到来的工程机械需求复苏。我们认为板块短期内上行空间不大,主要考虑到:(1)近期的复苏可能更偏属季节性(环比)而非结构性(同比),我们预计三月份挖掘机行业销量将可能低于正在升温的市场预期;(2)我们预计强劲的信贷增长只将对今年挖掘机需求带来温和复苏(我们测算全年挖掘机销量将同比增长10%)。因此,我们在工程机械板块中,只选择性看好高空作业平台子板块(1月行业内唯一录得同比增长[15%]的产品)。看好浙江鼎力(603338 CH, 买入)(受惠于全球高空作业平台强劲的需求增长)和中联重科(1157 HK, 买入)(分拆高空作业平台业务释放潜在价值+10倍2023年市盈率的估值具备防御性)。

### ■ 光伏设备

**短期看法乐观:** 尽管光伏产业链价格近期从低位有所回升,但我们相信总体价格趋势以下行为主,将有利拉动国内大型地面电站建设的积极性。设备方面,我们相信电池技术往TOPCon和HJT的持续升级将加快推动光伏电池设备的替换需求,继续看好已在不同技术路线进行布局的捷佳伟创(300724 CH, 买入)。

### ■ 能源设备

**短期看法乐观:** 我们继续看好能源设备,2022年煤炭开采固定资产投资同比上升24%,原煤产量同比上升10%至4.5亿吨。我们预期在煤矿稳供应以及设备智能化/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,海运费大幅下跌,有助提升毛利率。我们继续推荐三一国际(631 HK, 买入),公司所有产品线订单强劲,近期进军锂电设备领域将成为新的增长点。

## 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个月医药行业将继续反弹。板块反弹的驱动力包括:1)疫情后医疗器械、医疗服务、消费医疗需求反弹,2)医保谈判持续利好创新药/器械,降价温和,3)创新药进入业绩兑现期,销售收入高速增长。

## ■ 推荐标的

首选爱康医疗（1789 HK）、锦欣生殖（1951 HK）、医思健康（2138 HK）、信达生物（1801 HK）、百济神州（6160 HK、688235 CH、BGNE US）、药明生物（2269 HK）。

**1) 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；**2) 锦欣生殖：**鼓励生育政策持续利好辅助生殖需求释放，疫情后公司的国内和海外业务将强力复苏。**3) 信达生物：**公司管线储备丰富，五年内中国产品销售额有望超 200 亿元；信迪利单抗的一线食管鳞癌和一线胃癌两项大适应症新进入医保，且价格未降，将驱动公司销售收入反弹；OXM3、LAG-3 等品种驱动第二波创新。**4) 百济神州：**BTK 抑制剂泽布替尼的大适应症 CLL/SLL 于 1 月获得 FDA 批准，驱动海外销售快速增长。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。**5) 药明生物：**商业化项目驱动非新冠核心业务高速增长，全球一线生物药 CXO 龙头具备较强的抗风险能力。

## ■ 风险提示

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。

## 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

2 月中国整体乘用车零售销量可能会低于我们此前的预测（134 万台），而新能源乘用车的零售销量可能接近我们此前的预测（39 万台），新能源车的渗透率有望超过 30%。年后汽车销量复苏节奏落后于部分投资者预期，使得近期对汽车板块的投资热情有所减退。部分地方政府着力于推动汽车消费回暖，宣布为购买或置换电动车提供补贴政策。如果 1 季度汽车销量表现弱于预期，中央政府也可能会继续出台刺激政策。3-4 月份车企将陆续公布 2022 年的业绩，我们在近期的报告中做了详细的展望。相比于去年的业绩，投资者可能更加关注年后的订单和销量趋势。随着新能源车补贴的退坡和价格战的打响，新能源车市场竞争明显加剧，我们认为投资者今年更看重车企的销量表现，而不是利润水平。我们相信短期内大部分的负面因素已经在股价中反映，今年汽车板块股票表现大概率呈现区间波动的态势，Beta 比 Alpha 更重要，时点比选股更重要。

## ■ 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，三家头部新势力中首推**理想汽车（LI US/2015 HK）**，公司在 2023 年有望率先实现利润转正，最有可能在竞争中脱颖而出成为长期赢家。传统车企中首推**吉利汽车（175 HK）**，极氪品牌的发展开始步入正轨，今年销量有望翻倍；新的 PHEV 有望带来超预期的销量表现，抢占比亚迪的市场份额。汽车经销商中首推**美东汽车（1268 HK）**，管理层的执行力和品牌组合优于同行。

## 必选消费、免税美妆

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

### ■ 未来6个月看法乐观

食品和饮品业表现稳定积极，但行业的牛市可能需在此基础上喘息。二月初电话会专家给出稳健数据，但并未有超预期。考虑到行业以及部份龙头股价从去年12月至今已经出现明显的升幅，当前由重开主题下所带动的利好因素已大致或全面反映。在缺乏其他催化剂以及低线城市二次感染的前提下，增速有可能环比放缓。子板块偏好我们维持首推白酒啤酒行业。选股方面我们首推茅台和华润啤酒。免税美妆领域我们首推中免。

乳制品：进入业绩期，蒙牛伊利的股价将有机会因为符合预期的业绩而短线反弹。估值层面，两公司在去年重开后一直跑输指数。相对已经出现明显反弹的同业，蒙牛伊利股价还徘徊在平均以下的一到两个标准差。基本上，两公司四季度业绩已转趋稳定，下半年业绩理论上应该符合市场的低预期。虽然公司对2023年并未有作出具体指引。但受益于重开以及原奶价格高位回落，我们相信今年两公司业绩将会有明显改善。考虑到市场预测两公司营收增长中单至高单位数，属于保守的范围内，我们认为去年下半年以及2023年全年盈利下行风险属于较低水平。我们相信符合预期的业绩将重振市场信心，拉近公司以及同业在估值上的距离。

**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看好)

我们相信部份龙头公司在业绩公布后, 所给出的未来指引将会转为乐观, 这或会利好整体投资气氛。假如股价进一步调整, 我们仍然认为是吸纳的好机会。按估值来说, 23 财年可选消费行业的估值仅在 17 倍, 略低于 8 年平均 21 倍的 0.5 个标准偏差, 仍然很便宜, 特别是在 2 月股价回调后。按基本面来说, 我们仍然认为有超预期的空间。首先是: 1) 政策方面, 我们相信政府即便在今年略为收紧政策, 但提振消费的主调仍然不会改变, 然后是 2) 信心和需求, 因为房地产价格企稳, 消费信心恢复, 加上之前的积压, 以及和香港通关后商务来往增加, 都会带动更多需求, 而且 3) 需求目前比供应多, 单价都在提升, 从餐饮品牌涨价、体育用品零售折扣减少以及酒店行业的房价上升来看, 都在反映疫情后的供需平衡。2 月行业表现比 1 月有所回调, 我们认为应该只是春节时间点的问题, 1 和 2 月综合来看仍然强劲, 考虑到 3 到 6 月的低基数, 我们仍然看好。海外经济下行的风险仍然存在, 但我们观察到海运费用已经大幅下降, 在线平台和龙头品牌的库存拐点出现, 对于大品牌的影响可能较少。

推荐标的:

推荐呷哺呷哺(520 HK), 主要是受惠于组织架构变革, 启动利润分成激励计划和品牌回归性价比等。仍然看好百胜中国(9987 HK), 主要是受惠于同店销售增长反转和在二季度后的逐步加速, 单店模型优化带来的利润率快速反弹(同店恢复率只需达到八成, 餐厅就能盈利), 和未来潜在的开店加速。也看好安踏(2020 HK): 除了新品牌(Descente/ Kolon/ Amer) 带来新的增长点, 二月份超预期的零售折扣改善, 对于自营店数量多的安踏也是极为利好。我们也看好亚朵(ATAT US), 受惠于强劲的商务旅游需求恢复, 以及公司自身领先行业的品牌力, 预计未来的房价仍然有上升空间。

### ■ 体育用品(维持看好)

销售情况在 1 月和春节呈现强劲恢复, 但在 2 月份有所回落, 因为春节时间点的问题, 我们认为相当合理。综合来说, 一二月的销售情况仍然是好于预期, 特别是零售折扣的改善, 是在库存没有完全恢复的情况下所达成的。未来 2 到 3 月, 以及 23 年全年, 我们持续看好其销售增长和利润率改善, 特别是安踏、特步和滔搏。

### ■ 餐饮(维持看好)

尽管 1 月和春节的销售情况相当良好, 但仍然在一定程度下受到疫情干扰。所以需求实际上是从 2 月开始才恢复正常。我们观察到疫情后各大品牌的同店销售增长都在陆续转正, 而且亦包含了一些单价的提升, 侧面说明消费者对餐饮的需求仍然庞大。展望未来, 凭借单店成本进一步优化(租售比、员工人数等)和开店重新加速等因素, 我们对 23 年的基本面仍然相当看好。我们看好呷哺呷哺、百胜中国、大家乐。

### ■ 服装(维持看好)

虽然在疫情后服装行业的复苏速度较其他子板块慢, 但仍然录得不俗的同比增长。随着体育用品行业的库存出清和零售折扣有所改善, 我们预计业绩也会陆续转好。值得一提的是, 总体来说设计师品牌和女装的表现比男装和童装更好。当中我们更看好产品和渠道升级较强的江南布衣和波司登。

### ■ 家电(保持中性, 但行业基本面略为转好)

随着国内政府对房地产的政策回暖，房价开始企稳，一月和二月的房地产销售略超预期(特别是一线城市)，我们相信都会持续利好市场情绪。家电在2月实际的销售增长也比1月有所改善(特别是空调)，而且毛利率大概率有明显改善(单价在保持稳定的同时，原材料价格大幅下降)，利润增长也许会明显加速。主要的拖累来自于海外经济下行或会使消费需求进一步受压。然而，由于海外运输成本下降，利润率或会出现改善，利润也可能在23年重新出现增长。我们看好海尔、格力以及JS环球。

## 能源 — 城燃板块

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

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

### ■ 保持谨慎乐观

板块整体：城燃板块自去年12月防疫政策优化后，板块股价明显反弹，整体估值修复明显。但是临近3月业绩期部分2022年业绩可能低于预期，股价有所波动调整。但是整体基本面仍然稳定向好，主要原因是：

- 1) 销气量：自疫情防疫措施放松部分刺激经济增长，提振工商业用气需求。同时，工商业经营恢复也提升企业接受气价调整能力，促使城燃公司工商业用气需求持续改善，利好城燃公司销气收入和利润增长。
- 2) 毛差：国际油价和国际天然气气价部分回调利好国内气价调整。LNG进口现货价格回调，经过数据端了解，LNG进口现货数量份额部分有小幅上升迹象。对整体气源供给有利的信号。结合城燃企业积极的顺价政策，毛差持续有逐步改善的趋势。
- 3) 接驳业务：近期防疫措施优化提振经济，以及短期房地产利好政策将部分改善之前受到影响的接驳工程。
- 4) 增值业务：经济增长恢复，利好此前受疫情影响的增值业务等带来利好和提振，包括炉具销售，保险销售等等。
- 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。因为接驳业务增速放缓，城燃企业纷纷根据自身的优势布局新能源业务。

综上，我们对城燃板块保持谨慎乐观，看好

华润燃气(1193 HK)持续收购优质项目，叠加经济恢复带来整体用气量恢复，2023年公司零售销气量增速有望实现双位数增长。积极的顺价政策整体毛差持续改善。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。

风险：1) 2022年零售销气量增速不及预期；2) 估值稍高于同行。

新奥能源(2688 HK)综合能源业务强劲增长势头持续，零售销气业务在经济恢复下得到提振，ESG评级较高

风险：1) 2022年零售销气量增速不及预期；2) 估值较高。



## 免责声明及披露

### 分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告30日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告3个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

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

### 招银国际环球市场投资评级

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

### 招银国际环球市场行业投资评级

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

### 招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

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

### 重要披露

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

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决策完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国2000年金融服务及市场法令2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关FINRA规则的限制。本报告仅提供给美国1934年证券交易法(经修订)规则15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应以通过美国注册的经纪交易商进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由CMBI(Singapore)Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号201731928D)在新加坡分发。CMBISG是在《财务顾问法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG可根据《财务顾问条例》第32C条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第289章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则CMBISG仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电(+65 6350 4400)联系CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。