

策略观点

4月有望迎来反弹

- **宏观:** 中国经济延续复苏, 通胀仍在低位, 信贷政策将保持宽松, 决策者希望以修复企业家信心为支点推动经济复苏。美国近期银行业局部动荡不会导致系统性金融危机, 但会加快金融周期下行、经济衰退来临和去通胀过程。
- **科技:** 乐观。行业整体库存逐步回稳, 下游需求有望下半年复苏, 业绩后市场逐步转向积极, 看好 2Q 科技板块在 AI/MR 创新、需求复苏和国产替代所带来的投资机会。建议关注需求复苏和创新确定性较高的板块, 以及芯片/存储/光通信等产业链受益于 AI 大模型快速发展对算力和存储需求的提升, 推荐鸿腾精密和闻泰科技。
- **软件及 IT 服务:** 谨慎乐观, 随着中国经济在疫情后重启, 中国企业 IT 支出在 2023 年有望逐步改善, 板块估值处于缓慢向上阶段, 持续看好 AI 大模型及软件国产化主题题材。拥有大模型能力的 AI 公司, 以及政府、电信、金融类客户的横向 SaaS 会是主要收益标的。推荐买入金蝶国际 (268 HK) 及商汤 (20 HK), 建议关注亚信科技 (1675 HK)。
- **互联网:** 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、阿里巴巴、百度、腾讯音乐、网易、快手、爱奇艺。
- **医药:** 预期未来 6 个月医药行业将继续反弹, 驱动因素包括: 1) 疫情后医疗健康相关消费复苏, 特别是可选消费 (如辅助生殖、医美、中医)、择期手术 (如关节、TAVR); 2) 医药政策平稳, 医保持续支持创新药, 集采对于药品、器械的影响可预期性强, 集采后部分产品国产替代加快 (如关节、IVD 等); 3) 宏观环境有机会改善, 或将推动 biotech 融资触底反弹以及 CXO 板块的需求复苏 (取决于全球加息周期等宏观因素, 仍有不确定性)。首选标的: 锦欣生殖 (1951 HK)、医思健康 (2138 HK)、爱康医疗 (1789 HK)、迈瑞医疗 (300760 CH)、百济神州 (BGEN US, 6160 HK, 688235 CH)、信达生物 (1801 HK)、药明康德 (2359 HK, 603259 CH)。
- **必选消费和免税美妆:** 3 月业绩期结束。啤酒、软饮料符合预期, 乳制品逊预期, 美妆电子烟则表现分化。对于 2023 指引, 公司管理层亦认为啤酒、软饮料美妆较为乐观。纵使在重开的前提下, 我们预期 1 季度业绩难有重大改变。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珀莱雅, 推荐中免。
- **可选消费:** 清明节销售同比增长不俗, 但按照复苏率来说, 和 3 月一样, 还是出现了环比转弱。不过我们认为行业仍然会受到政策支持, 以及五一黄金周仍有超预期和利好市场情绪的空间。假如行业股价进一步调整, 都会是吸纳的好机会。看好餐饮和旅游、性价比较高和利润率改善较强的公司, 像百胜中国 (9987 HK)、呷哺呷哺 (520 HK)、海底捞 (6862 HK)、亚朵 (ATAT US)、安踏 (2020 HK)、滔搏 (6110 HK) 和特步 (1368 HK) 等。
- **房地产:** 短期乐观。3 月开发商销售依旧优于市场预期, 根据克而瑞公布的数据, 我们追踪的主要开发商的销售总额在 3 月实现了 40%/24% 的环比/同比增长。随着疫情后积压需求逐步释放完全和经济活动的快速恢复, 主要房企的销售总额仍呈现 1Q23 同比大增 19%。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 1Q23 同比增 215/73/72%。民企中, 除了滨江集团增速亮眼, 录得同比增 63%, 部分民企如碧桂园/旭辉仍跑输市场录得 -28/-26%。招银国际的领先指标 GAIN 表明 4 月的销售水平会逐步从 2-3

叶丙南, Ph.D

伍力恒

杨天薇, Ph.D

颜宇翔

贺赛一, CFA

陶治

陆文韬

黄群

武煜, CFA

王银朋

黄本晨, CFA

王云逸

黄铭谦

胡永匡

曾展

张苗

陈喆, CFA

史迹, CFA

窦文静, CFA

冯键嵘, CFA

夏微, CESGA

白毅阳, CFA

月的高峰回到相对正常的水平。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。

- **保险：**乐观。我们持续看好寿险业务的复苏。央行近期公布的一季度城镇储户问卷结果显示，倾向于“更多储蓄”的居民占58%，保持在高位，居民对储蓄产品的旺盛需求推动寿险负债端动能修复。据我们的渠道调研，我们预期2023年一季度头部险企如平安、国寿等的新业务价值增速将有望转正，太平洋保险则将保持去年三季度以来的同比正增长态势并有望进一步改善。推荐买入太平洋保险、平安保险、中国人寿。
- **汽车：**3月整体乘用车零售销量可能符合我们此前的预期，而新能源车零售渗透率有望超预期。随着竞争的加剧，对车企来说今年的销量比利润更重要。根据我们的渠道调研，客流和订单情况在3月最后一周有所改善。4月中下旬开幕的上海车展有望成为汽车股价的短期催化剂。继续看好造车新势力，首推理想汽车(LI US/2015 HK)；传统车企中推荐关注吉利汽车(175 HK)。
- **资本品：**工程机械/重卡乐观：三月份板块总体上有所回调，符合我们上月所指短期上行空间有限。展望四月份，我们的看法比三月时乐观，主要由于(1) 2022年公布普遍疲弱的业绩已在预期之中，利空基本出尽，(2)近期行业数据初步好转。我们在三月份把恒立液压(601100 CH)和中联重科 A(000157 CH)评级上调至买入。光伏设备乐观：我们相信光伏产业链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，我们继续看好设备制造商，包括已在不同技术路线进行布局的捷佳伟创(300724 CH)，以及短期受惠石英坩埚供不应求的晶盛机电(300316 CH)。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，继续推荐在新产品和业务线持续突破的三一国际。
- **能源-城燃板块：**保持谨慎乐观，1)经济复苏刺激工商业等用气需求增长，城燃企业 2023 年普遍给出指引有信心整体销气量恢复低双位数指引。2) 近期 OPEC 减产国际油价反弹，对部分 LNG 进口长协价格产生不利影响，整体气源成本受到波动。给毛差带来不利因素。但城燃企业给出全年相对积极指引，基于居民顺价持续推进，工商业运营恢复良好预期整体顺价改善良好；3) 城燃企业给出 2023 年接驳业务指引相对保守但是符合预期；预期增值业务持续保持良好增长势头；4) 城燃企业积极布局新能源业务；5) 估值具有吸引力。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，华润整体销气量增速有望恢复低中双位数增长。居民顺价公工作持续推进。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

公司名称	股票代码	行业	评级	股价	目标价	上行/下行 空间	市盈率(倍)		市净率(倍)		ROE(%)		股息率
				(当地货币)	(当地货币)		2023E	2024E	2023E	2023E	2023E		
重仓													
鸿腾精密	6088 HK	科技	买入	1.94	2.5	27%	10.7	8.5	N/A	6.6	2.4%		
闻泰科技	600745 CH	科技	买入	63.93	88.6	39%	27.2	18.1	2.2	7.9	0.4%		
金蝶国际	268 HK	软件 & IT服务	买入	13.42	23.3	73%	N/A	N/A	5.8	N/A	0.0%		
商汤	20 HK	软件 & IT服务	买入	3.30	3.5	0.0	N/A	N/A	4.2	N/A	24.5%		
拼多多	PDD US	互联网	买入	71.31	106.0	49%	17.1	12.7	25.8	23.4	0.0%		
腾讯	700 HK	互联网	买入	376.60	455.0	21%	23.1	19.7	3.1	14.1	0.4%		
腾讯音乐	TME US	互联网	买入	7.48	10.5	40%	15.3	13.2	2.0	7.3	9.7%		
网易	NTES US	互联网	买入	89.02	116.0	30%	17.6	15.9	3.3	15.1	1.4%		
百度	BIDU US	互联网	买入	139.00	196.3	41%	15.1	13.8	0.8	6.6	0.0%		
快手	1024 HK	互联网	买入	56.20	94.0	67%	123.2	35.2	N/A	N/A	0.0%		
爱奇艺	IQ US	互联网	买入	6.72	8.6	28%	34.0	22.5	32.8	4.7	0.0%		
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	101.54	154.0	52%	13.3	11.7	1.7	6.2	0.0%		
华润万象生活	1209 HK	房地产	买入	43.00	48.0	12%	32.2	26.4	5.0	15.5	1.1%		
滨江服务	3316 HK	房地产	买入	26.80	35.8	0.3	12.1	9.3	4.0	33.5	2.5%		
保利物业	6049 HK	房地产	买入	49.05	58.4	19%	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%		
中海物业	2669 HK	房地产	买入	9.70	7.9	-0.2	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%		
贝壳	BEKE US	房地产	买入	18.87	24.3	0.3	78.7	27.4	N/A	4.2	0.0%		
太平洋保险	2601 HK	保险	买入	22.20	29.7	34%	6.9	5.6	0.7	11.3	5.2%		
中国人寿	2628 HK	保险	买入	13.08	20.9	0.6	6.4	5.7	0.6	10.5	5.5%		
平安保险	2318 HK	保险	买入	52.10	80.3	54%	6.1	4.5	0.9	15.2	6.6%		
恒立液压	601100 CH	资本品	买入	65.51	90.0	37%	33.8	30.1	7.9	25.4	0.0%		
中联重科	000157 CH	资本品	买入	6.40	7.3	14%	15.6	13.6	1.0	6.4	2.8%		
捷佳伟创	300724 CH	资本品	买入	117.01	187.0	60%	39.1	32.6	5.7	15.6	0.3%		
晶盛机电	300316 CH	资本品	买入	71.05	99.0	39%	23.8	20.1	6.6	31.5	0.8%		
三一国际	631 HK	资本品	买入	8.05	13.0	61%	11.2	9.5	1.9	18.5	2.8%		
锦欣生殖	1951 HK	医药	买入	5.72	9.7	70%	26.4	22.8	1.2	4.0	0.0%		
药思健康	2138 HK	医药	买入	6.30	11.0	75%	28.5	13.6	N/A	13.7	0.0%		
药明康德	2359 HK	医药	未评级	86.00	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%		
信达生物	1801 HK	医药	买入	39.50	50.3	27%	N/A	N/A	6.0	N/A	0.0%		
百济神州	BGNE US	医药	买入	235.00	290.4	24%	N/A	N/A	93.5	N/A	0.0%		
迈瑞医疗	300760 CH	医药	未评级	309.78	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%		
爱康医疗	1789 HK	医药	买入	10.18	12.3	21%	37.2	26.3	4.3	11.1	0.6%		
理想	L1 US	汽车	买入	23.63	44.0	86%	232.4	271.2	N/A	3.1	0.0%		
吉利汽车	175 HK	汽车	买入	9.97	15.0	50%	19.9	13.2	N/A	6.0	1.8%		
美东	1268 HK	汽车	持有	14.26	17.0	19%	16.7	11.2	N/A	19.8	3.0%		
永达汽车	3669 HK	汽车	买入	5.26	8.5	62%	4.5	3.9	N/A	13.5	8.9%		
呷哺呷哺	520 HK	可选消费	买入	6.75	11.2	66%	16.0	9.9	3.1	11.9	0.0%		
百胜中国	9987 HK	可选消费	买入	499.8	554.6	11%	29.5	23.9	2.8	5.9	0.8%		
海底捞	6862 HK	可选消费	买入	21.1	28.0	33%	N/A	24.0	9.0	22.9	0.8%		
亚朵	ATAT US	可选消费	未评级	26.83	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%		
大家乐	341 HK	可选消费	买入	11.7	15.1	29%	N/A	N/A	2.3	8.0	2.4%		
特步国际	1368 HK	可选消费	买入	9.9	10.5	6%	18.5	14.5	2.5	13.7	3.2%		
酒博	6110 HK	可选消费	未评级	7.23	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%		
安踏	2020 HK	可选消费	买入	112.9	126.1	0.1	28.7	24.3	6.7	26.5	1.2%		
贵州茅台	600519 CH	必选消费	买入	1745.5	2440.0	0.4	29.4	25.3	9.4	31.9	1.8%		
贝泰妮	300957 CH	必选消费	买入	127.37	157.0	0.2	39.8	31.1	8.0	21.0	0.8%		
蒙牛	2319 HK	必选消费	买入	33.15	40.0	0.2	19.4	16.2	2.6	11.1	1.7%		
华润啤酒	291 HK	必选消费	买入	63	74.8	0.2	36.8	30.7	5.9	17.5	1.1%		
中国飞鹤	6186 HK	必选消费	买入	6.1	7.5	0.2	8.9	7.6	1.7	21.7	5.6%		
农夫山泉	9633 HK	必选消费	买入	44.85	58.0	0.3	45.7	40.6	17.0	37.0	2.0%		
百果园	2411 HK	必选消费	买入	6.07	7.7	0.3	17.7	13.3	2.4	13.4	1.9%		
珀莱雅	603605 CH	必选消费	买入	174	184.0	0.1	48.3	35.5	10.2	21.4	0.6%		
中国中免	601888 CH	必选消费	买入	179.27	255.0	0.4	35.2	26.4	8.8	24.3	0.9%		
华润燃气	1193 HK	能源	买入	27.55	39.0	0.4	9.2	8.2	1.2	12.3	0.0%		
新奥能源	2688 HK	能源	买入	103.8	135.9	0.3	11.7	10.8	N/A	23.1	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

■ 经济延续复苏, 各部门有所分化, 通胀先回落再回升

(1) **预计一季度 GDP 增速 3.8%-4%**。中国经济在一季度延续复苏态势, 出行、娱乐相关消费和服务业活动恢复较快, 汽车、消费电子等消费依然偏弱, 基建投资和制造业投资保持平稳较快增长, 房地产市场修复速度有所波动。我们预测一季度 GDP 增长 3.8%-4%。目前一季度 GDP 增速的 Wind 一致预测 (以中资券商预测为主) 和彭博一致预测 (以外资券商预测为主) 分别为 4.1% 和 3.5%。

(2) **出行、娱乐相关的消费和服务业活动复苏较快**。3 月服务业 PMI 延续回升, 零售、铁路运输、道路运输、航空运输、互联网软件及信息技术服务、货币金融服务、租赁及商务服务等行业景气度较高。一二线城市地铁客运量持续回升, 3 月和 4 月前 7 天日均客运量同比增长分别超过 50% 和 70%, 已经达到 2019 年高峰时水平。国内国际航班不断恢复, 3 月国内航班和港澳台及国际航班的执行架次同比分别增长 102.9% 和 437.5%, 4 月前 8 天同比增速进一步升至 308.4% 和 955%, 分别比 2021 年同期低 21% 和高 262.2%。娱乐场所客流量延续恢复, 电影院日均观影人次同比增速由 1-2 月的 1.1% 大幅升至 3 月的 104.2% 和 321.3%。随着春季美好季节、五一长假和暑期来临, 出行、娱乐相关消费需求有望进一步回升。

(3) **汽车和消费电子需求仍相对较弱**。随着汽车行业进入价格战, 消费者持币观望情绪上升, 抵消了经济重启对需求的提振作用, 乘联会统计显示中国乘用车厂家零售 3 月同比基本持平, 1 季度同比下降 13%。消费者信心仍在低位, 对资本品和耐用品支出依然谨慎, 而供给侧消费电子产品功能升级放缓, 消费电子产品置换周期拉长, 1 月和 2 月 CPI 篮子中通信工具价格指数分别下跌 0.8% 和 1.2%。因基数作用和需求随经济重启逐步企稳, 4、5 月份汽车和消费电子销售同比增速将大幅回升。

(4) **房地产销售增速有所波动, 各城市分化明显**。30 大中城市商品房销量同比增速由 2 月的 32.6% 回升至 3 月的 41%, 4 月前 7 天又降至 30% 以下, 其中一线城市增速持续回升, 但二三线城市增速在 3 月下旬以后显著回落。总体来看, 经济复苏将支撑家庭部门就业、收入和信心恢复, 通胀低位意味着信贷条件将保持宽松, 房地产市场有望持续复苏。但由于基数效应和前期积压需求释放节奏变化, 商品房销售增速将有明显波动。各城市将延续分化, 其中一线和强二线城市将迎来相对较好复苏, 但三四线城市复苏则相对较弱。

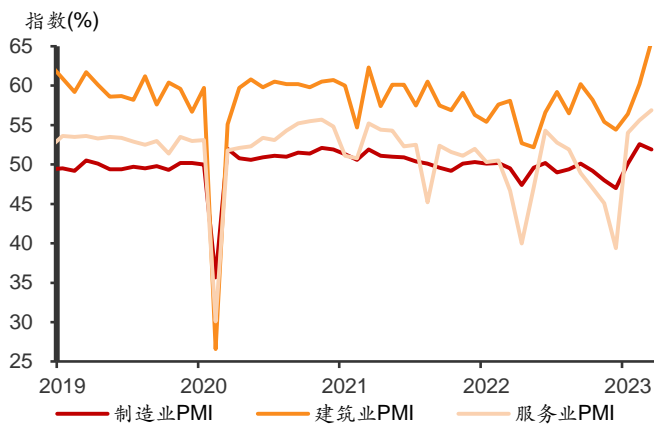
(5) **泛基建投资短期延续较快增长, 制造业投资增速好于预期**。今年一季度, 泛基建投资保持两位数快速增长。受益于新型电力系统建设和清洁能源投资, 公用事业投资增速可能超过 20%。因经济重启后人流、物流和出行需求快速恢复, 铁路运输和航空运输业投资增速均有望超过 15%。信息传输、软件和信息技术服务业投资增速可能在 15% 左右, AI+ 技术爆发可能刺激相关资本支出进一步增长。公用设施投资可能保持 10% 左右的平稳增长, 受益于地方政府稳增长诉求、国企城投加杠杆和银行信贷供应宽松。但水利、教育、文体

娱乐和公共管理等行业投资增速大幅回落或仍处于低位水平，卫生和社会工作投资增速也显著放缓，但仍可能在15%左右。一季度制造业投资增速好于预期可能达到8.5%左右，因制造业高端化、智能化和绿色化转型刺激相关资本支出，前两个月化工、有色金属、汽车、电气机械及器材、计算机、通信和其他电子设备、仪器仪表等制造业投资增速均超过15%，但纺织、服装、化纤、制药、钢材、铁路及航空运输设备等制造业投资比较疲弱。

(6) 商品出口依然疲弱，拖累工业产出活动。3月海外商品需求和通胀延续回落，韩国与越南进出口跌幅进一步扩大，预示中国商品出口可能依然疲弱。展望未来，海外商品需求下行和去通胀仍将延续，中国商品出口可能持续偏弱。由于海外商品消费下行早已开始，未来海外消费进一步下行风险更多来自服务业，但服务业作为不可贸易部门对中国商品出口的影响相对较小，中国商品出口跌幅进一步扩大的空间不大，加上基数效应，下半年中国商品出口跌幅可能收窄。我们维持全年中国商品出口下降3.5%的预测。

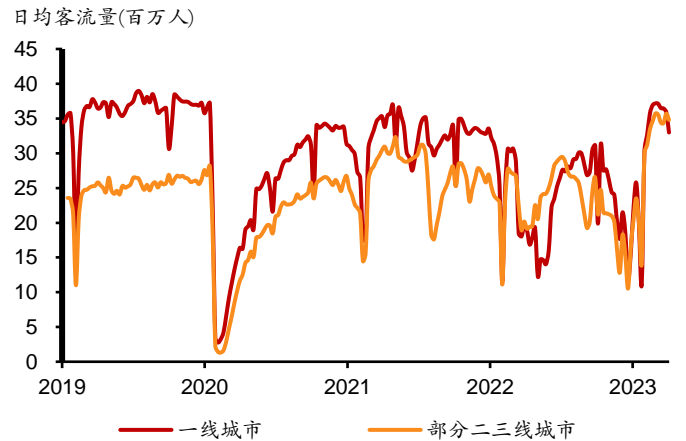
(7) 中国通胀短期回落，下半年或温和回升。由于生猪产能周期扰动、消费复苏缓慢及近期美欧银行业动荡打击大宗商品，中国CPI增速近期进一步回落，3、4月份仍将在1%左右的低位水平，PPI跌幅在3、4月份可能进一步扩大，5月以后跌幅可能收窄。随着经济复苏，下半年中国通胀可能温和回升。但由于房地产和耐用消费恢复比较渐进，而海外商品进入去通胀周期，中国再通胀过程将非常温和。我们预测CPI增速从2022年的2%小幅回升至2023年的2.2%和2024年的2.5%，PPI在2022年上涨4.1%后，2023年可能下跌0.5%，2024年或会温和上涨1.6%。

图 2: 中国 PMI



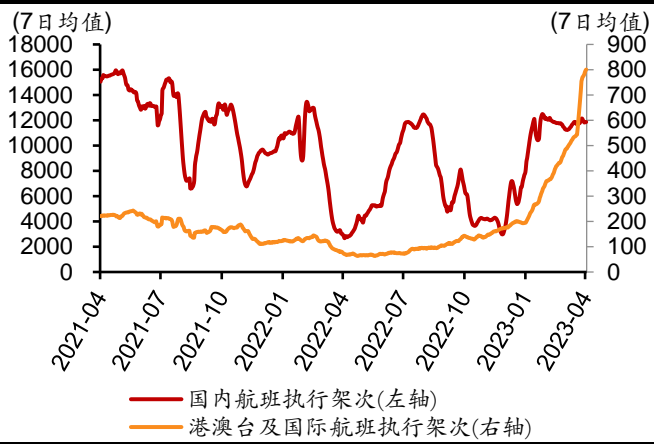
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 3: 中国一线与部分二三线城市地铁客流量



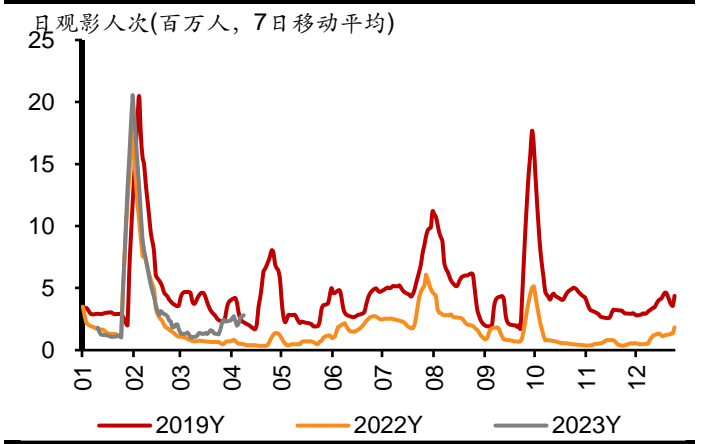
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 4: 中国国内和国际航班日执行班次



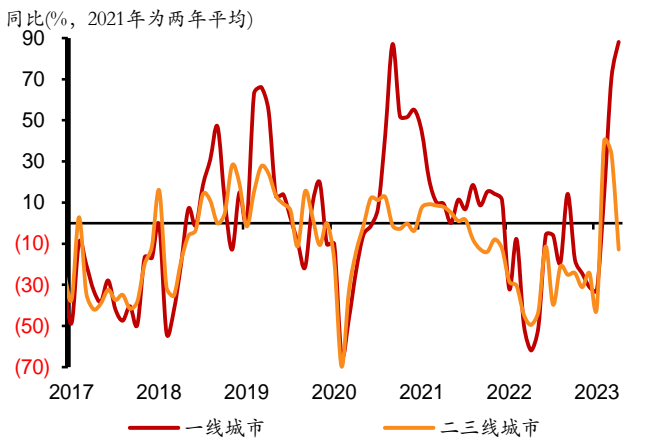
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 5: 中国日观影人数



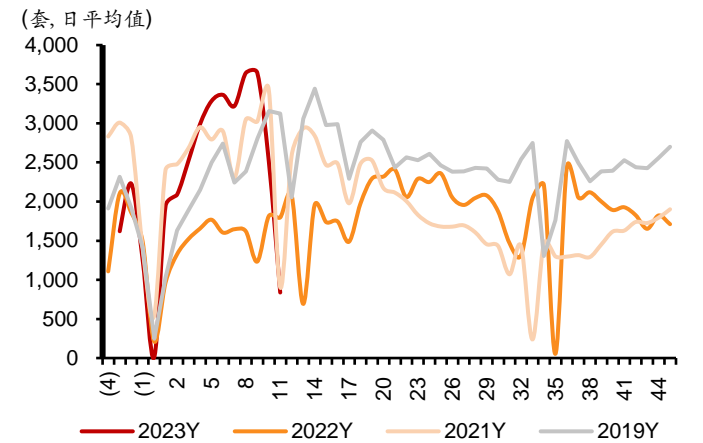
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 6: 中国 30 大中城市商品房日均销量增速



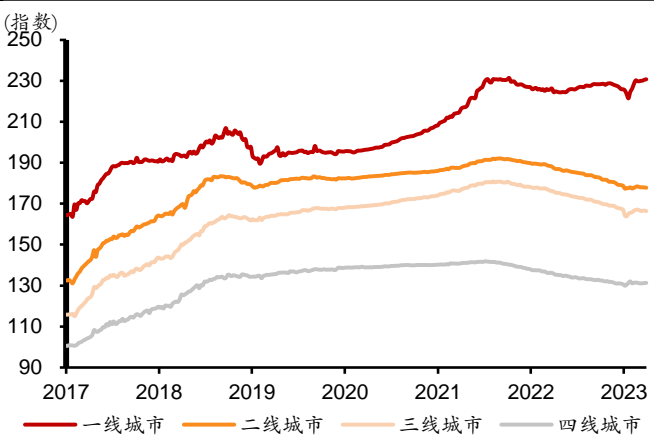
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 7: 中国 10 个代表性城市二手房日交易套数



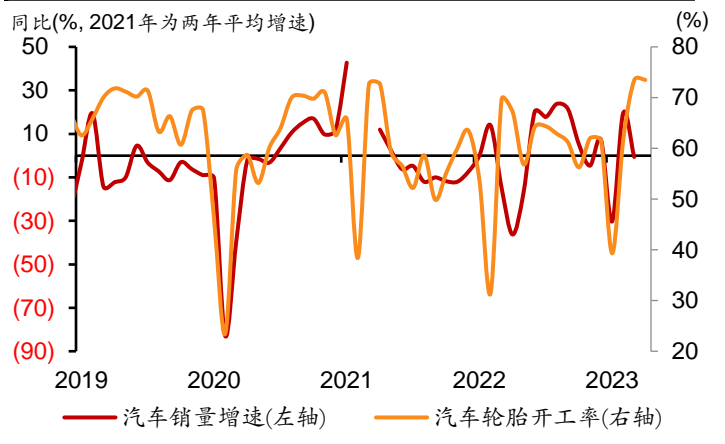
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 8: 中国二手房挂牌价格走势



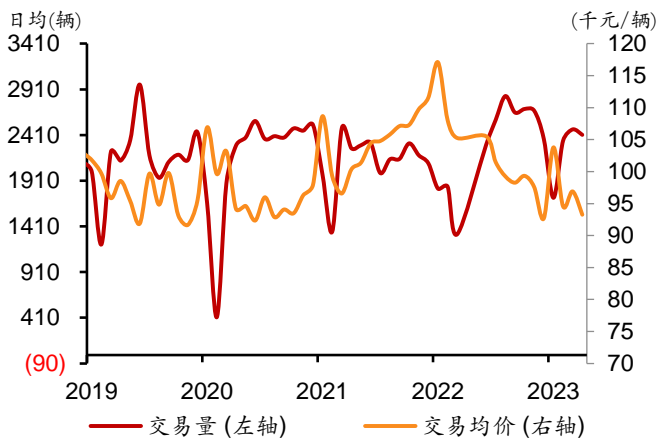
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 9: 中国新车销量增速与汽车轮胎开工率



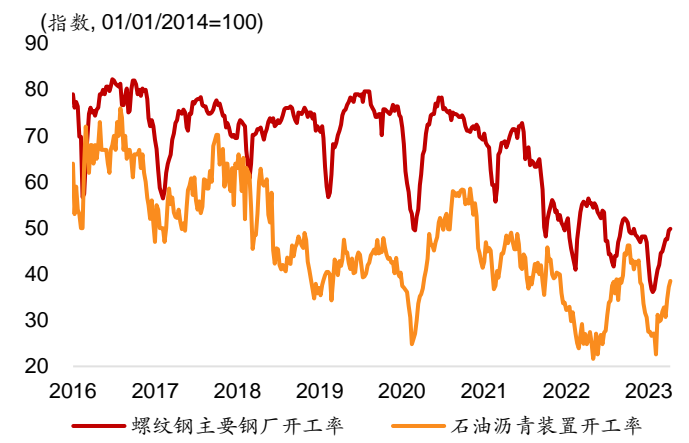
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 10: 上海二手车交易量与均价



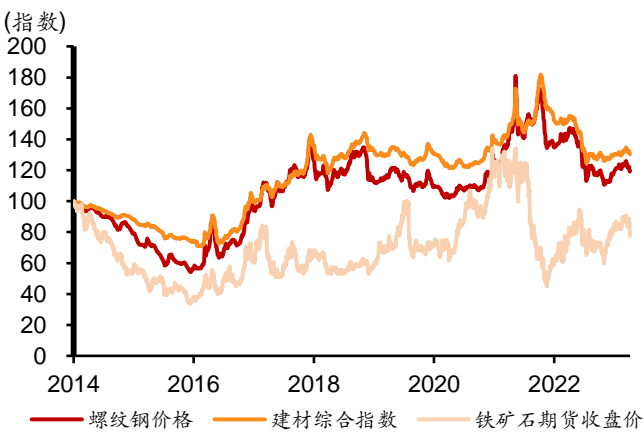
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 11: 中国主要钢厂与石油沥青装置开工率



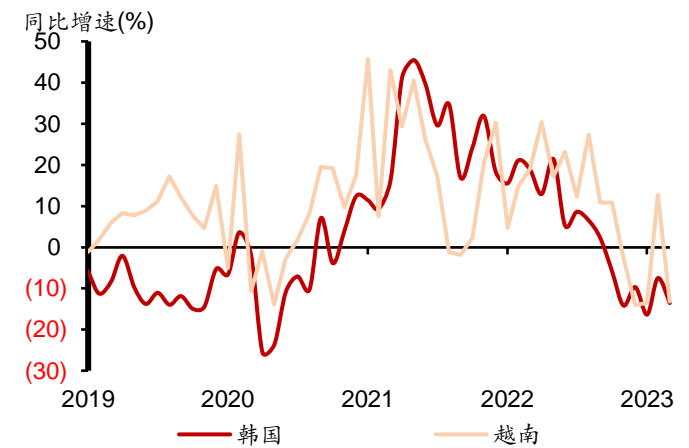
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 12: 中国建筑材料价格走势



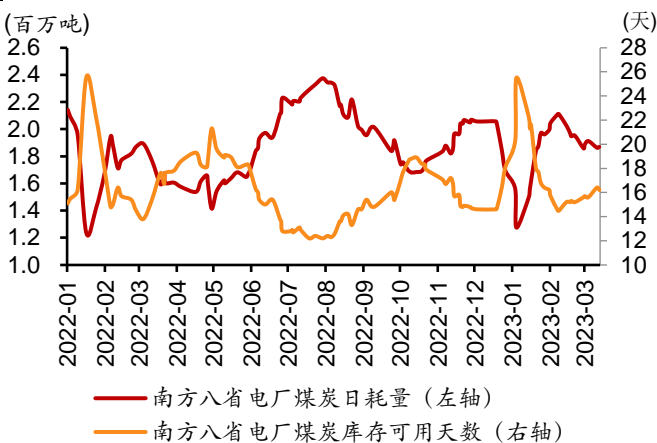
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 13: 韩国与越南出口增速



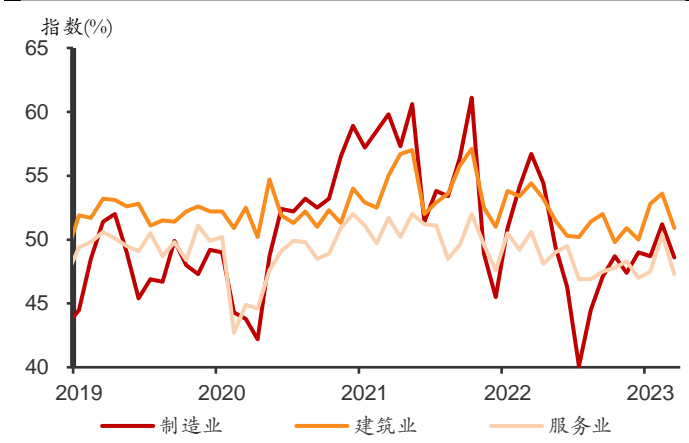
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 14: 中国煤炭日耗量与煤炭库存可用天数



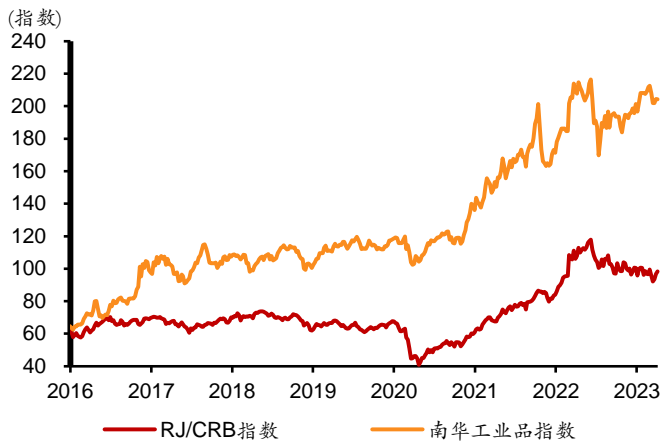
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 15: 中国 PMI 分项指数: 出厂价格指数



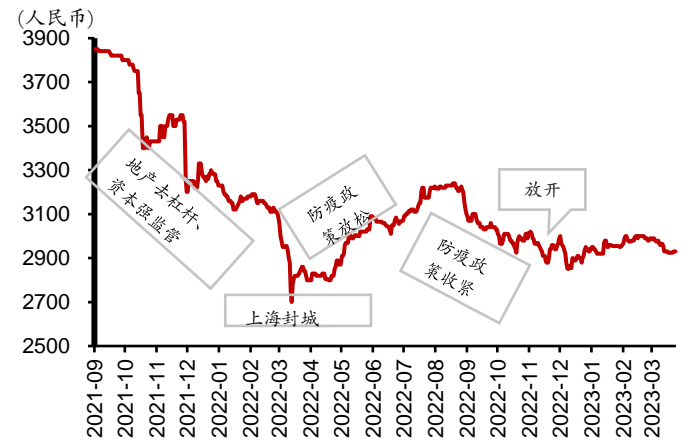
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 16: CRB 商品指数和南华中国工业品价格指数



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 17: 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

政策重点在修复私人部门信心，信贷政策比较宽松

(1) **政策重点在修复私人部门信心。** 民营经济和中小企业作为中国经济最具活力的部门，贡献 80% 以上就业，对中国科技创新具有重要意义，稳定就业和促进创新均离不开民营企业信心的恢复。新决策层不少官员来自江浙、福建、上海等民营经济发达地区，将修复私人部门信心作为政策重点，希望适度恢复地方 GDP 竞争激励，更大发挥企业家作用。我们已经看到稳地产政策落地和互联网等行业监管政策回暖，未来将有更多提振企业家信心的举措出台。

(2) **财政政策保持适度扩张力度。** 中国经济快速重启和房地产市场改善降低了中国实施大规模财政刺激的可能性。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，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将低于去年水平。据国家税务总局估计，2023 年新增减税降费预计 1.2 万亿元，加上继续实施的留抵退税政策，预计减税降费及退税缓税缓费总额 1.8 万亿元左右，而 2022 年总金额超过 4.2 万亿元。

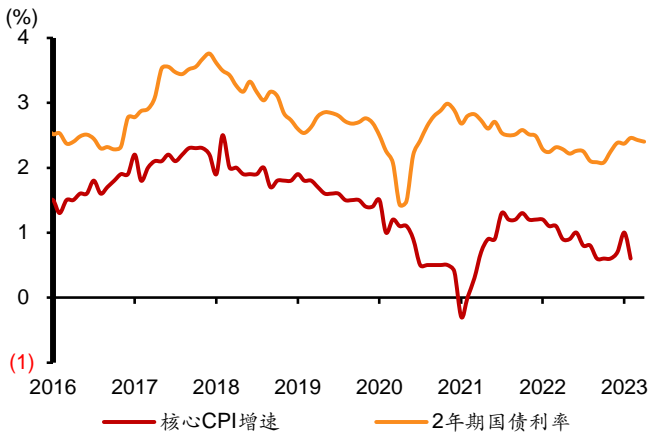
(3) **货币市场流动性逐步趋稳。** 经济重启和信贷扩张推升流动性需求，货币市场利率已经从去年四季度的非常宽松状态回到目前适度偏松状态，DR007 已升至略高于央行 7 天逆回购利率。由于中国经济仍在修复关键期，外需和出口偏冷，内需复苏温和，再通胀压力较小，中国货币流动性不存在大幅收紧的条件。我们预计货币市场流动性将趋于稳定。

(4) **信贷政策比较宽松。** 预计 3 月新增贷款依然较强，但由于去年同期水平较高，新增贷款同比增速相比从前两个月的近 30% 可能有所放缓。一季度银行信贷供应显著扩大，但只有大型国企和城投的信贷需求比较强劲，民营企业和家庭部门的信贷需求仍在恢复。由于银行对前者的议价能力明显小于后者，以国有部门为主导的贷款需求回升可能很难提振银行净息差水平。预计二季度信贷政策将保持宽松。

(5) **人民币对美元可能温和反弹。** 双边汇率和利差的变化，均反映市场对两国经济相对强弱变化的预期。随着中国经济重启和复苏，中国中长期利率见底回升，而美国经济衰退预

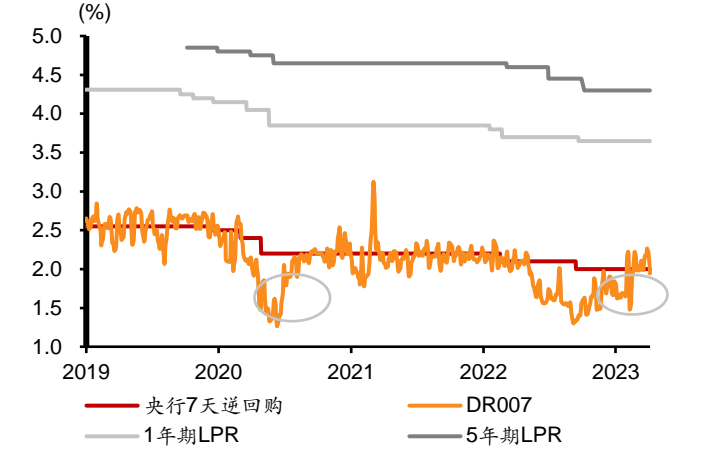
期推动其中长期利率下行，中美中长期利差开始回升，预示未来几个季度人民币对美元可能反弹。预计美元/人民币汇率今年年底在6.6左右，明年年底在6.5左右。

图 18: 中国核心 CPI 增速与 2 年期国债利率



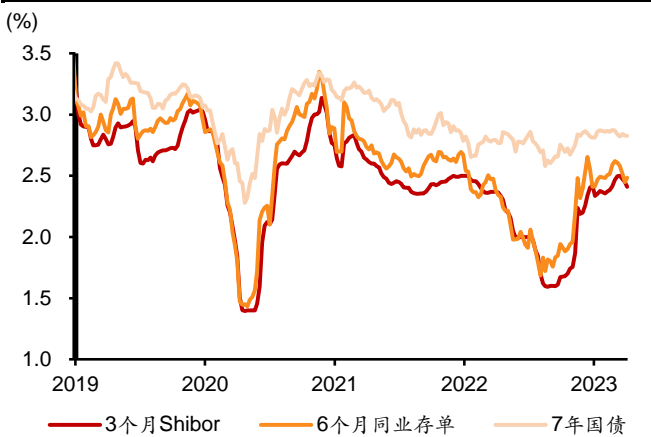
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 19: 中国央行政策利率



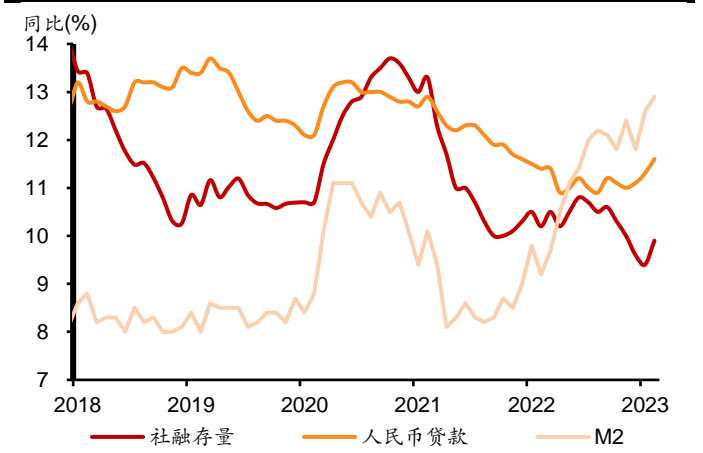
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 20: 中国 3 个月 Shibor 与 7 年国债利率



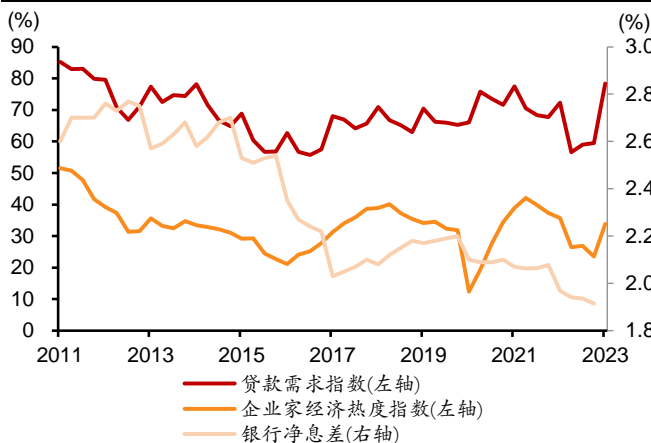
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 21: 中国信贷增速



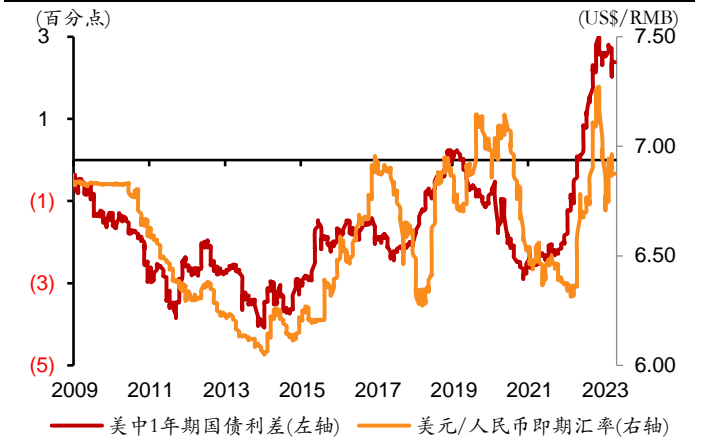
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 22: 中国贷款需求、企业家信心与银行净息差



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 23: 美元/人民币汇率与利差



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

美国宏观

■ 近期银行业局部动荡不会导致系统性金融危机

美国两家中小银行倒闭事件引发金融市场动荡，在财政部承诺保护未保险存款和美联储提供特别再融资机制后，市场情绪逐步稳定。3月区域银行股票指数下跌近30%，仍显著低于2020年3月疫情大爆发引发市场恐慌和美元流动性急剧收缩时期50%的跌幅；美国金融市场压力有所上升，但仍明显低于2020年3月、2011-2012年欧债危机和2009年次贷危机时的水平，显示美国金融体系压力仍处于可控状态。

美国发生系统性金融危机的概率较小，因为美国银行体系非常稳健，信贷质量优良，不存在大规模有毒资产，资本充足率和净息差较高，家庭债务率处于历史低位，而近期银行风险事件将加快美联储紧缩周期的结束。

2022年末美国住房抵押贷款中次级贷款占比不到2%，而2008年时占比超过25%。2022年末美国商业地产抵押贷款余额2.9万亿美元，其中中小银行资产负债表上余额约2万亿美元，相当于GDP的7.9%（1980s储贷机构危机时期储贷机构按揭贷款/GDP为22%，2008年次贷危机时期银行业住房抵押贷款/GDP为77%，如果加上MBS和相关衍生品，那么该比例可能更高）。商业地产虽然面临高利率挑战，但仍有宽厚的安全垫可以避免系统性风险。商业地产价格指数自2013年以来接近翻倍，2018年以来上涨34%左右，绝大部分商业地产贷款的贷款价值比低于80%，能够抵御商业地产价格一定幅度的回撤（次贷危机时期商业地产价格下跌30%左右）。此外，商业地产内部差异很大，目前只有约占商业地产四分之一的办公地产因近年来居家办公流行而面临较大压力，其他大部分商业地产的空置率可以接受。

美国联邦政府在疫情期间大规模举债，转移支付给家庭，家庭通过消费支出又转移给企业，有效保护了家庭和企业的资产负债表。2022年末美国联邦政府债务/GDP从2019年末的100.8%升至2022年末的115.6%，但家庭和企业的债务/GDP比分别为76.1%和141.7%，分别比2019年末低1.1和8.9个百分点。美国家庭偿债负担率在次贷危机以后持续大幅下降，去年仅小幅上升，距离历史上的危险阈值仍有相当大的安全距离，美国家庭的净资产因2020-2021年股市和房市大涨而创下历史新高。2021-2022年美国企业税后利润/GDP比超过11%创历史新高。

■ 但将加速金融周期向下、经济放缓和去通胀过程

美国近期银行业动荡将导致银行信贷条件收紧，加剧经济下行，加快去通胀过程。我们注意到，尽管中长期国债利率在回落，但美国最优贷款利率仍在上升，银行信贷包括消费信贷大幅放缓，银行存款持续负增长。美国10年/3个月期国债利率倒挂程度更加严重，预示衰退概率不断上升，该指标成功提前预测到美国过去8次衰退。

目前市场已经交易去通胀加快和下半年降息周期到来。我们同意美联储加息周期已在尾声，但美联储降息周期到来未必如市场预期那么快，因为美国通胀降至美联储目标水平附近仍需要一些时间，而美联储为挽回抗通胀信誉和管理市场过于超前的预期，需要 *behind the curve*。

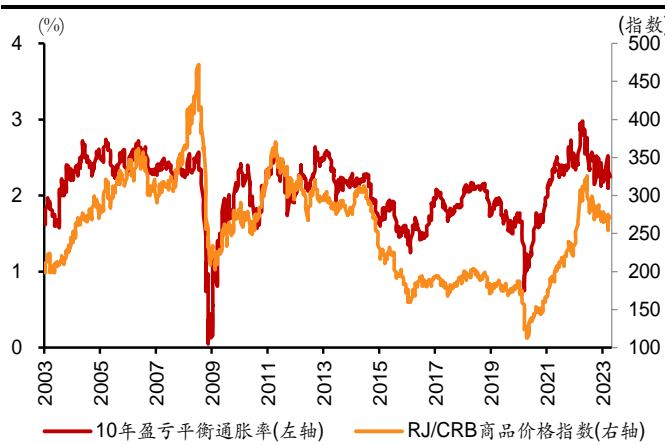
■ 美国不同部门周期不同步

美国经济不同部门周期不同步。美国房地产在价格泡沫化程度创下 40 多年来最高后，随着美联储剧烈加息，已进入深度衰退，去年美国新房销售下降 16.7%，今年 1-2 月同比降幅进一步扩大至 21.4%，成为拖累美国经济的重要部门。美国制造业在衰退边缘，1-2 月制造业产出同比下降 0.33%。

美国服务业仍在温和增长，今年 1-2 月个人服务消费以不变价衡量同比增长 3.5%，相比去年 4.5% 增速仅有所放缓。疫情对服务消费场景冲击较大，家庭转向更多商品消费，经济重启后服务消费开始渐进修复，但消费习惯恢复需要时间，而高通胀和高利率周期也打断服务消费复苏势头。美国服务消费占比由 2019 年 69% 降至 2021 年一季度的 65%，今年 1-2 月回升至 66.2% 左右，未来仍有进一步恢复空间，其中交通运输服务、住宿、娱乐服务、医疗服务、个人护理、幼儿护理、房屋维修、出境游服务和入境游服务分别比疫情前趋势线低 12.9%、8.4%、5.4%、4.1%、26.5%、13.7%、12.9%、16.4% 和 36.5%。

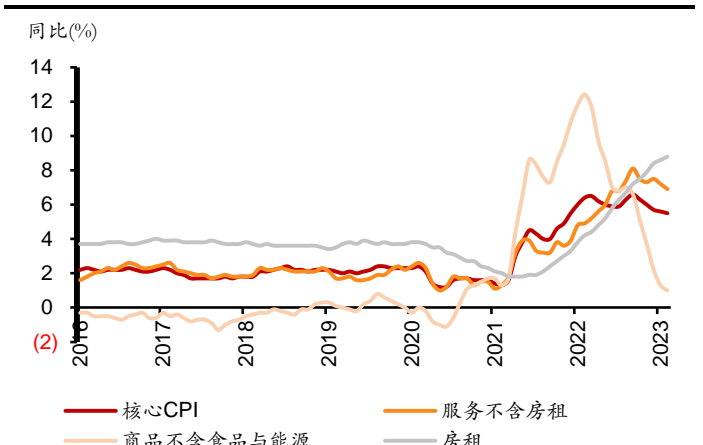
美国家庭储蓄率已大幅降至疫情前水平，疫情期间累积的超额储蓄已经释放三分之二，再经过几个月基本释放完毕，而家庭收入逐步放缓，预计家庭消费可能进一步下行。

图 24: 美国 10 年盈亏平衡通胀率与 CRB 商品价格



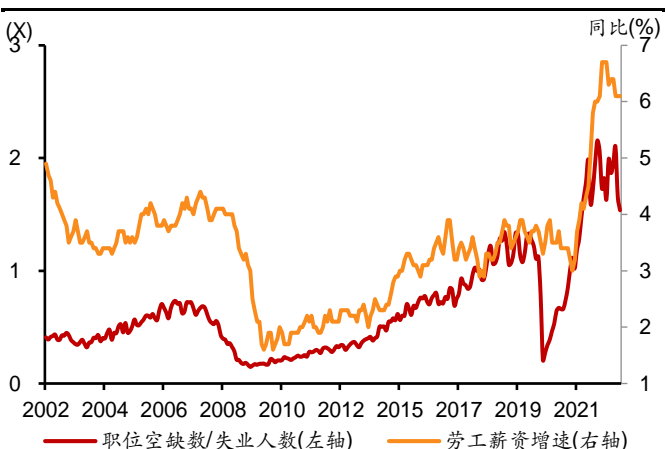
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 25: 美国各类 CPI 增速



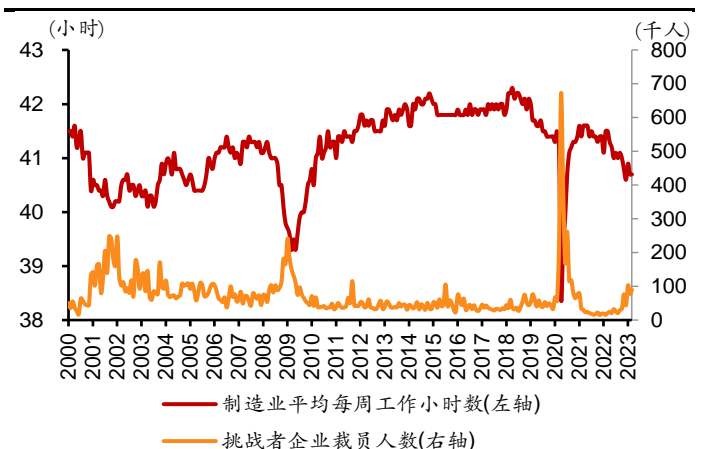
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 26: 美国职位空缺数/失业人数与薪资增速



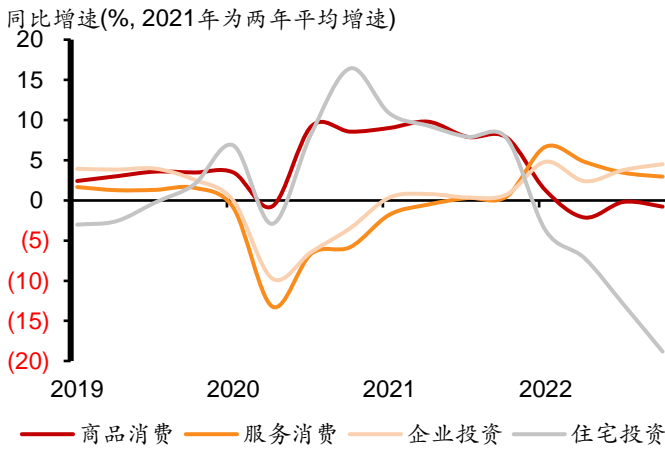
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 27: 美国制造业平均每周工时与企业裁员人数



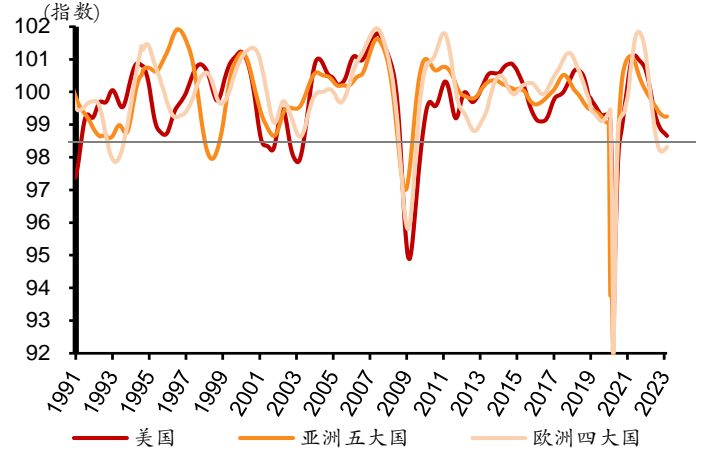
资料来源: 彭博, 招银国际环球市场

图 28: 美国 GDP 支出项



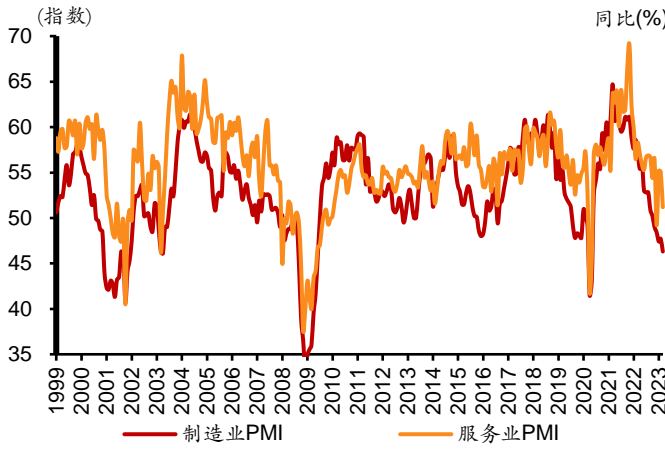
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 29: OECD 综合领先指标



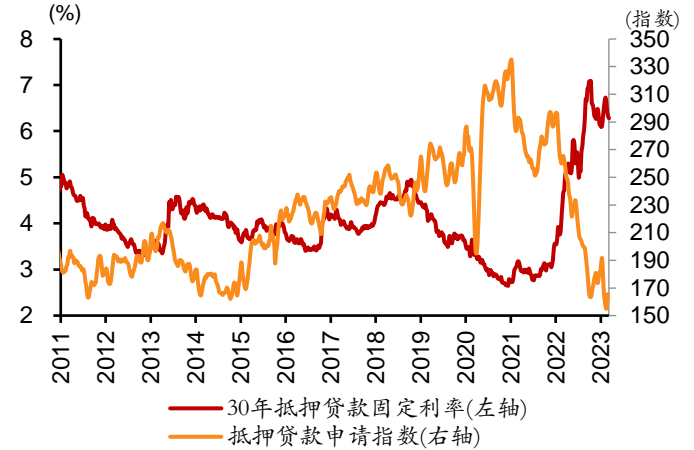
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 30: 美国 PMI



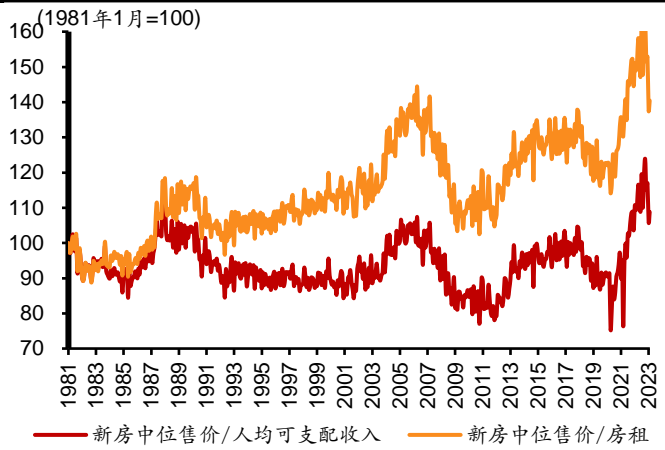
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 31: 美国抵押贷款利率与购买指数



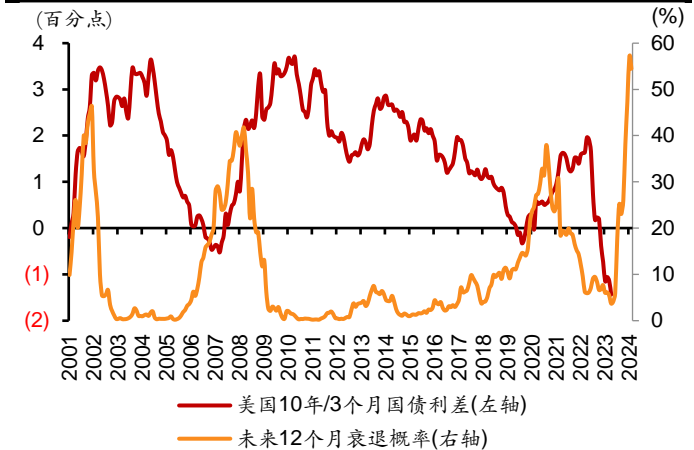
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 32: 美国房价泡沫化指数



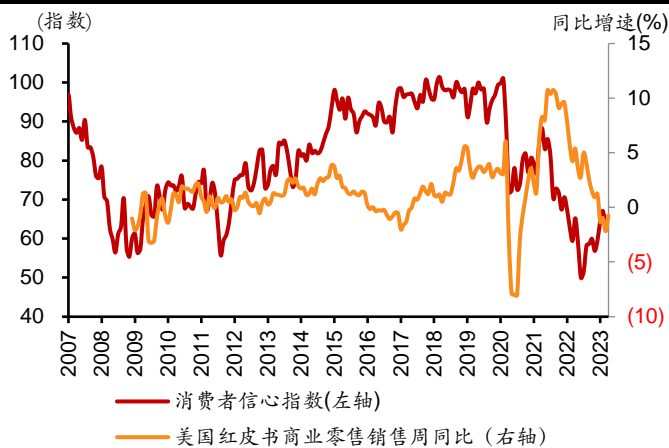
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 33: 美国 10Y-3M 国债利差与未来 12 个月衰退概率



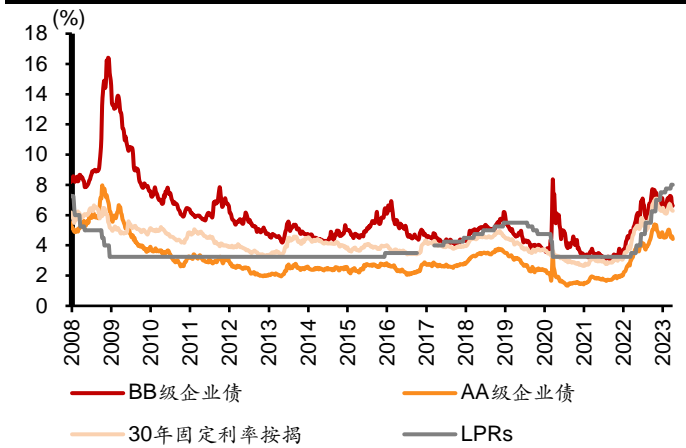
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 34: 美国消费者信心与商业零售销售实际增速



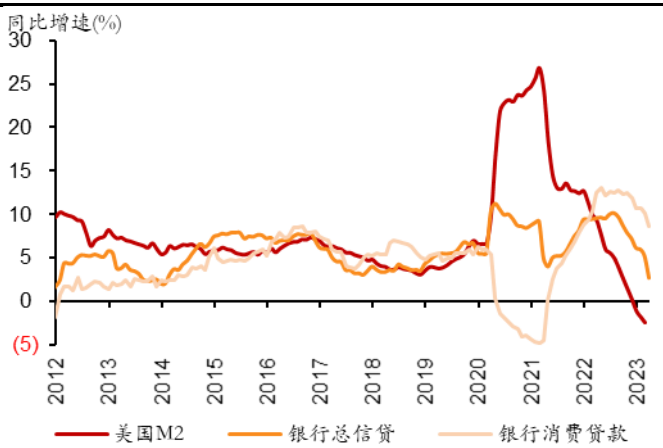
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 35: 美国实体部门融资成本



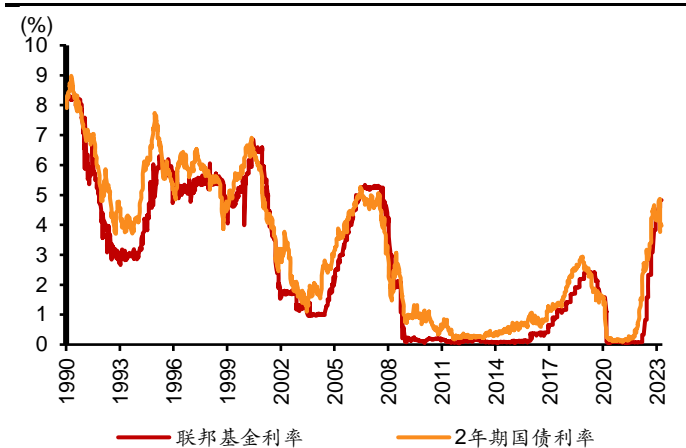
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 36: 美国货币和信贷增速



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 37: 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 个月看法乐观

行业整体库存逐步回稳, 下游需求有望下半年复苏, 业绩后市场逐步转向积极, 我们看好 2Q 科技板块在 AI/MR 创新、需求复苏和国产替代所带来的投资机会。随着终端新产品发布以及渠道拉货, 建议关注需求复苏和创新确定性较高的产业链, 另外, AI 大模型和应用快速发展, AI 芯片、存储、光通信等产业链将受益于算力和存储需求的持续增长。

消费电子: 行业去库存持续到 2Q, 下游需求有望下半年回升, 建议关注库存/需求拐点以及终端新品的需求情况。另外, 苹果 MR 产品年内发布, 关注光学(3D Pancake)和显示屏(Micro-OLED)的创新机会。

通信: 随着 AI 算力需求爆发, 预计云计算厂商将加大算力数据投入, 数据中心和算力设备加速升级, 光模块作为 AI 算力设施中核心设备将有望显著受益。

半导体：目前整体终端库存已逐步改善，展望未来几个月供需将逐渐平衡，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 1) 晶圆代工厂 CAPEX/减产在加快，库存水平逐渐改善，2) 芯片设计预期下半年需求复苏，3) 设备/材料整体需求上有较大不确定，但受益于近期地缘风险加速国产替代进程，建议关注新能源/汽车/服务器等稳定增长领域，看好半导体设备/材料、功率等板块，以及国产替代、市场份额增长的标的。

■ 推荐买入鸿腾精密、闻泰科技

1) 鸿腾精密：作为苹果连接器主要供应商，预计 2023 年将受益于 iPhone15 降价后份额提升、USB type-c 升级周期以及苹果 AirPods 供应链多元化策略。另外，在母公司支持下，“EV/声学/5G+AIoT”策略转型加快，相关收入占比从 21 年的 16% 将提升至 2023 年的 30%，有助持续优化收入结构和整体利润水平。目前公司股价对应 9.9 倍/9.1 倍 FY23/24 市盈率，估值极具吸引力。短期催化剂包括并购进展、EV/声学产品新订单以及新增产能计划。

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，预计板块估值处于缓慢修复周期，大部分软件与 IT 服务公司的 2023 年指引也比较保守，行业恢复速度比预期慢，建议投资者继续关注 AI 及国产替代题材，拥有大模型能力或政府、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。

■ AI：关注国内大模型发展

过去几年，超大参数模型在 NLP、CV、多模态领域相继涌现，参数量每年提升一个数量级。随着美国 OpenAI 在 22 年年底发布 ChatGPT，中美在 AI 领域的竞争更加激烈，我们预计国内第一梯队的 AI 公司包括 BAT、字节、华为、商汤等公司在 23 年将会陆续发布大模型，投资者对 AI 行业关注度提升，支撑 AI 估值重估。

■ 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。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：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 2023 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

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)、商汤 (20 HK)

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。我们认为最近股价回调过度反映华为入局 ERP 的影响，两者客户重叠性低，同时，华为 ERP 产品需要经过市场的长时间验证。我们依然看好金蝶作为 SaaS 及软件国产化的受益者。

商汤在 AI 大模型竞赛中处于领先地位，公司的 AIDC 算力规模已经超过 5.0 exaFLOPS，拥有超过 27,000 个 GPU。另外，公司业务持续多元化，AlaaS 经常性收入贡献逐步提升，对智慧城市业务的依赖度下降，我们认为公司在 AI 大模型的突破将继续推动估值向上。

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 22%，对应 2023E PEG 为 0.8x。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、阿里巴巴、百度、腾讯音乐、网易、快手、爱奇艺。

■ 电商：短期竞争加剧，更好的消费者参与度和商家 ROI 或为长期竞争胜出的关键

2M23 网络零售额数据展现逐步复苏趋势，实物商品网上零售额同比增速由 2022 年 12 月的 4.4%改善至 2M23 的 5.3%。整体网上零售额同比增长 6.2%，增速好于实物商品网上零售额或可归因于疫情防控政策放松推动在线旅游相关服务及产品复苏所致。

京东推出“百亿补贴”或导致短期内行业对于消费者留存的竞争升级，并推迟京东利润率扩张的步伐，但我们认为百亿补贴对京东的长期增长至关重要，因京东需通过扩大消费者规模及商户规模而促进平台业务增长。展望长期，我们认为：1) 推动商业模式进化以更好的满足消费者需求，同时为商户提供更好的 ROI；2) 推动消费者体验和参与度提升以获取更多的钱包份额，是在长期差异化和赢得竞争的关键因素。我们偏好核心业务具备稳定 ROE 且新业务具备长期增长前景的公司。

■ 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 3 月 28 日-4 月 3 日）内地访港旅客日均人数为 6.4 万人，已恢复至 2019 年水平的 53%，整体出境游呈现稳步复苏态势。随着 2Q23 节假日增多及 3Q23 暑期旺季的到来，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 年广告需求温和复苏，1Q23 平台广告收入增长表现分化

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 整体广告市场需求温和复苏，部分反映广告主在 4Q22 的保守预期，我们预计广告需求复苏趋势将在 3 月后进一步显现。1Q23 各平台广告收入增长表现分化，主因广告主行业结构差异以及基数效应影响，按照 1Q23 广告收入增长排序：腾讯 (+22% YoY) > 哔哩哔哩 (+20% YoY) > 快手 (+16% YoY) > 百度 (+1% YoY) > 微博 (-6% YoY)。

展望 2023 年，我们看好具备广告商业化产品创新（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 17%，主因视频号商业化加速及低基数效应；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%，主因整体广告市场需求复苏和广告品类拓宽；4) 百度核心广告收入同比增长 9%（2022：-6%），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，以及视频内容（通常有更高 eCPM）在搜索结果中占比提升。

■ 在线游戏：1Q23 收入增长承压，静待 2Q23 基本面修复

2M23 网络游戏市场收入同比下降 20%，新游戏增量流水贡献有限。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，我们预计腾讯/网易 2023 年游戏收入同比增长 8/7%。2023 年主要游戏管线：1) 腾讯：《无畏契约》（3 月 28 号开启预约）《合金弹头：觉醒》（4 月 18 日上线）《重生边缘》（暑期上线）《宝可梦大集结》《白夜极光》等；2) 网易：《逆水寒手游》（6 月 30 日上线）《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、腾讯音乐、网易

1) **拼多多**: 在短期面临竞争加剧的情况下, 拼多多主动选择减慢了商户侧的变现力度从而支撑商户获得更高的 ROI, 且提升了消费者端的补贴力度以强化用户心智, 举措或在短期影响公司的变现率提升进程和经营利润率的扩张进程。但我们仍看好拼多多在国内市场建立的消费者心智, 这有助于拼多多 2023 年维持稳健的 GMV 增长, 同时基于国内的供应链优势以及拼多多较强的用户运营能力, 我们看好 Temu 业务海外扩张的前景。我们预测拼多多核心主站业务 2023 年经营利润将同比增长 19%, 目前公司交易价格对应 16x 2023E PE, 从估值性价比上具备吸引力, 维持买入评级。

2) **腾讯**: 腾讯在社交娱乐领域的竞争优势稳固, 2023 年各项业务基本面持续改善。视频号广告商业化提速拉动广告收入增长及毛利率提升、多款重点游戏获批上线推动游戏业务反弹、线下支付业务复苏及云业务完成战略调整支撑金融科技和企业服务收入增长重新加速。我们预计公司 FY23/24 非 IFRS 净利润同比增长 20/17%, 能够支撑当前核心业务(剔除战略投资与现金的) 18x FY23E PE 的估值。

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**: 受益于整体经济复苏和消费复苏, 阿里巴巴中国零售市场 GMV 增速有望复苏, 且平台 GMV 占比最大的服饰穿戴类目复苏也有望为 GMV 增速复苏提供支撑。随着履约正常化及商户广告支出意愿逐步复苏, 阿里巴巴客户管理收入增速与 GMV 增速间的差距有望显著收窄。此外, “1+6+N”组织变革有望推动阿里巴巴旗下业务集团和业务公司创新活力的提升及竞争力的提升, 潜在业务集团和业务公司的估值重估也有望带动整体阿里巴巴估值重估。公司交易现价仅对应 12x FY24 PE, 我们认为估值具备吸引力。

5) **腾讯音乐**: 订阅会员业务增长及广告业务复苏推动公司核心音乐业务收入强劲增长, 我们预计公司在线音乐收入 2023/1Q23 同比增长 19%/27%, 同时音乐业务毛利率在版权成本结构持续优化下有望进一步提升。受益于核心音乐业务收入强劲增长、整体毛利率改善以及运营费用的持续控制, 我们预计公司 2023/1Q23 调整后净利润同比增长 15%/42%, 目前公司交易价格对应 15x 2023E PE, 估值具备较高性价比。

6) **网易**: 公司游戏业务在高基数下仍有望维持稳健增长, 主要得益于老游戏《蛋仔派对》《梦幻西游》的强劲流水表现以及 2023 年有望上线的重点游戏《逆水寒手游》(6 月 30 日)《超凡先锋》《巅峰极速》的增量流水贡献。热门游戏《蛋仔派对》流水表现的持续性有望好于预期, 2023 年以来该游戏持续位列 iOS 畅销榜前 15 名。我们预计公司 FY23 总收入同比增长 8%, 运营利润同比增长 11%, 公司核心游戏业务基本面稳健, 新游戏上线有望提供增量催化, 海外拓展打开长期变现空间。

■ **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个月看法中性乐观

在3月板块阶段性盘整后（财报喜忧参半、但预期已调整），我们看好4月板块情绪面及基本面逐步改善，并有望在2Q23迎来第二波修复（或持续至5月）。潜在反弹主要受益于：1) 低基数效应及疫峰后，2Q23E行业增速及利润回升（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财务指引充分调整，且部分核心标的利空消化（如美团被派息）；4) 头部公司部分业务分拆上市利好。当前宏观弱复苏、经济刺激政策预期转弱背景下，我们重申看好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。推荐买入**快手、爱奇艺**。

文娱：看好长视频提质减量，爆款剧集拉动会员加速增长。我们看好长视频受益于内容监管边际改善、产品供给提速及利润释放逻辑，近期剧集表现突出有望大幅拉动会员增长（1Q23现象级剧集《狂飙》最高播放量市占率高达65%，且带动长视频时长市占率提升）。此外，当前短视频分流抢时已进入稳态区，长视频在优质内容输出下具备溢价能力并发挥片库长尾价值。2Q23E及暑假档头部精品剧集上线为催化剂，包括：爱奇艺《宁安如梦》、《长风渡》、《无忧渡》等。短视频层面，看好抖快广告复苏、货架电商增量；其中外循环广告尚需时间，但有望有益于游戏广告预算回暖。标的推荐排序：爱奇艺> 快手。

■ 推荐买入、快手、爱奇艺

1) 快手：看好快手广告复苏，以及电商和直播领域市占率持续提升态势。经过近期股价回调，我们认为当前股价下行空间有限，可考虑逢低吸纳，主要基于：1) 强劲的1Q23指引（预计收入同比增长15%，好于一致预期10%；且亏损远小于预期），其中广告和直播增长势头良好（广告/直播预计同比增长15%/12%）；2) 外循环广告预算有望从2Q23开始复苏并释放；3) 集团层面将在年内扭亏并释放超10亿利润。我们相信，稳健的2023年指引将减轻投资人对于电商放缓和广告复苏放慢的疑虑。

2) 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。

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，驱动因素包括：1) 疫情后医疗健康相关消费复苏，特别是可选消费（如辅助生殖、医美、中医）、择期手术（如关节、TAVR）；2) 医药政策平稳，医保持续支持创新药，集采对于药品、器械的影响可预期性强，集采后部分产品国产替代加快（如关节、IVD等）；3) 宏观环境有机会改善，或将推动 biotech 融资触底反弹以及 CXO 板块的需求复苏（取决于全球加息周期等宏观因素，仍有不确定性）。

■ 推荐标的

首选标的：锦欣生殖（1951 HK）、医思健康（2138 HK）、爱康医疗（1789 HK）、迈瑞医疗（300760 CH）、百济神州（BGEN US, 6160 HK, 688235 CH）、信达生物（1801 HK）、药明康德（2359 HK, 603259 CH）。

1) **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。2) **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。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。

■ 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。

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。

3 月业绩期结束。啤酒、软饮料符合预期，乳制品逊预期，美妆电子烟则表现分化。对于 2023 年指引，公司管理层认为啤酒、软饮料美妆较为乐观。纵使在重开的前提下，我们预期 1 季度业绩难有重大改变。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珀莱雅，推荐中免。

■ **华润啤酒（291 HK，买入，目标价：74.8 港元）- 22 年下半年业绩符合预期，中国食品饮料行业中首推**

华润啤酒去年下半年业绩符合预期。公司对 23 年展望表达信心，受益于 20% 高端/次高端品量增长（喜力啤酒 30% 左右增长），以及中单位数单价增长，管理层维持高单位数收入增长的指引。此外，考虑到营业费用率将继续在 23 年下降，我们预计今年核心 EBIT 增长将维持双位数。白酒方面，与金莎的报表合并已在 1 月 10 日完成，但预计对财务的即时性影响较少。公司今年目标优先解决渠道定价、库存等问题。管理层指出白酒业务是公司的长远发展计划，将在未来三至五年持续扩张，预计在 2028 年获得回报。新目标价为 74.8 港元，维持买入以及食品饮料行业首推。[\(链接\)](#)

■ 蒙牛 (2319 HK, 买入, 目标价: 40 港元) – 增速放缓, 但企业管治能力有望为股东带来稳定回报

管理层给出全年中高单收入增长指引（剔除妙可蓝多后），逊预期，疫情放开后复甦也看似乏力。奶粉业务仍是拖累因素，预计分部收入会出现高单位数下滑，这也意味着液态奶/冰淇淋业务的收入增长将超 7%/25%。另外，在原材料成本价格不太可能明显下降和产品结构升级放缓时，毛利率没有明显的扩张空间。后疫情行政成本正常化下为推动净利润率增长（0.3-0.5 百分点）的唯一动力。我们维持蒙牛买入评级，但调低新目标价目标市盈率至 22 倍，为长期平均低一个标准差，对标飞鹤。股价处于历史低位，大部分负面因素或已反映，而公司良好的企业管治能力将有望为股东带来稳定的回报。[\(链接\)](#)

■ 贝泰妮 (300957 CH, 买入, 目标价: 157 元人民币) – 员工持股计划有助稳定盈利预期, 但负面市场情绪犹在

4 季度低于预期，但随着中国重新开放，公司 OMO 分销网络差异化有助于公司实现较同业明显的恢复。据渠道检查，薇诺娜在 23 年 1、2 月的销售额在天猫/淘宝上增长了 20%+，在抖音更增长了 300%+。线下业务方面，我们预计公司 24 年的总收入比例将从 19% 扩大到 26%，受益于低药房渗透率。此外，新品牌瑗科缙/薇诺娜宝贝等有助公司维持较平稳毛利率。我们维持贝泰妮买入评级，目标价 157 元人民币，基于 48.5 倍 23 财年市盈率，比上市平均水平低一个标准差。[\(链接\)](#)

■ 农夫山泉 (9633 HK, 买入, 目标价: 58.0 港元) – 双位数收入增长和 90% 派息率支撑公司估值溢价

管理层谨慎地给出收入低双位数增长的指引，主要是由于：1) 公司营收已取得的较大规模；2) 疫情后竞争加剧。尽管如此，公司年初至今仍能实现中双位数销售增长，归功于东方树叶和大瓶装水的量增长。我们的预测优先反映年初至今的情况，续予公司买入评级，目标价 58.0 港元，基于 58 倍 23 财年市盈率，比 2 年平均值高出 1 个标准偏差。[\(链接\)](#)

■ 中国飞鹤 (6186 HK, 买入, 目标价: 7.5 港元) – 中单增长, 5% 股息率吸引

管理层在电话会议中给出 23 年收入和净利润双位数增长的指引。我们同意市场对于新生儿已经触底的观点，家庭和婴儿支出的恢复理应在重开前提下消费复苏最利好的板块之一，23 年上半年或全年将立马出现 V 型反弹。因此，我们维持较保守的收入高单增长，低于指引。我们更新预测后目标价为 7.5 港元，基于 11 倍 23 财年市盈率，比长期平均低 1 个标准差。[\(链接\)](#)

■ 百果园 (2411 HK, 买入, 目标价: 7.7 港元) – 23 年保持乐观

百果园 22 年净利润与我们预测一致。管理层对 23 年保持乐观，并维持了全年指引。我们预计公司 3 年收入的年复合增长率为 12.1%，比行业的 7.8% 增长为高。优质级的销售组合占比提升和门店增长都有助公司未来的毛利率提升。维持公司买入评级，目标价 7.7 港元，基于 23 倍 23 财年市盈率，相对国内和全球同业 23 倍的平均估值。[\(链接\)](#)

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)

清明节的旅游人次和收入虽然有不错的增长，同比上升约 20%至 30%，但从复苏率(对比 2019 年)来说还是低于春节不少，虽然说和去年的三天连假并不可比，但消费行业的整体趋势还是和三月比较类似(同比增长不俗，但复苏率环比转弱)。

假如趋势持续，短线股价或会受压。不过，我们还是倾向乐观的，因为：1)今年政策主调还是提振经济，假若短期目标不达预期，也许还会出台更多的利好政策，2)之后的五一黄金周并没有季节性的负面因素，只要销售大致达标，我们相信会利好市场情绪。

加上股价在 2 至 3 月已经回调不少，正式反映了 22 年 4 季度业绩的利空。目前估值也其实并不贵，只有 17 倍的 23 财年市盈率，对比八年平均 20 倍，还是很吸引。假如股价进一步调整，我们仍然认为是吸纳的好机会。

海外方面，虽然海运费大幅下降，电商和龙头品牌的库存拐点逐渐出现，需求转弱的风险仍然存在，我们目前还是较为警惕。

■ 推荐标的:

我们认为在大环境仍然偏弱的情况下，消费者在消费时仍会较为谨慎：1)因为疫情期间消费较少，所以在 1 季度反弹得最好的是旅游和餐饮，像亚朵(ATAT US)，2)性价比很高的，像百胜中国(9987 HK)、特步(1368 HK)、呷哺呷哺(520 HK)和一些茶饮龙头，以及 3)利润率改善较强的公司，像安踏(2020 HK)、海底捞(6862 HK)和滔博(6110 HK)都会表现较好。

■ 餐饮(维持看好)

经历一月和春节的强劲复苏后，2 月的同店销售普遍下跌，虽然 3 月亦出现大幅上升，但主要还是受基数影响。按复苏率来说，3 月只有约 70%左右，仍然有环比转弱的情况。不过 3 月仍然是淡季，加上成本上升不太明显(招工并未出现大幅反弹)，相信利润率不一定会很差。我们看好百胜中国、呷哺呷哺、茶饮龙头和海底捞，主要是受惠于单店成本进一步优化(租售比、员工人数等)，特别是从去年下半年开始成效显著的品牌，以及开店重新加速等。

■ 体育用品(维持看好)

同样经历了 1 月和春节强劲的恢复和 2 月的回调后，三月的销售增长亦开始加速。虽然 1 季度销售略为低于预期，特别是李宁，但零售折扣和库存水平的明显改善是好于预期。所以未来进入到 2 季度的低基数，以及在各种各样线下赛事和活动重启的帮助下，我们对于 23 年全年的销售增长和利润率改善，都是持续看好，特别是安踏、滔博和特步。

■ 旅游行业(维持看好)

春节的复苏相当不俗，而且在 2 至 3 月仍然环比改善，明显较其他消费行业的子板块强劲。我们认为，主要还是受惠于：1)行业供应大幅减少所带来的 RevPAR 上升，2)长期积压的商务和旅游需求，3)港澳通关后的利好，以及 4)PMI 的持续改善等。展望五一黄金周，我们相信需求还会相对强劲，所以仍然看好，推荐和商务需求相关度更高的亚朵(ATAT US)。

■ 服装行业(维持看好)

相比于体育用品行业，服装行业的生长在1至3月反而更好，但估计还是低基数的帮助更多。随着零售折扣改善和库存出清，业绩会陆续转好，不过还是更看好性价比更高的品牌。当中我们更看好产品升级较强的波司登。江南布衣和利郎的股息很高，下行空间较少，但同样上行空间也不多。

■ 家电行业(保持中性，但行业基本面继续转好)

政府对房地产的政策逐渐回暖，房价亦开始企稳，3月的房地产销售继续超预期，持续利好市场情绪。在2月强劲的销售反弹后，3月的销售略为下滑。考虑到季节性因素，我们认为还是很合理，而且拐点应该已经出现。从品类来说，空调好于冰箱，冰箱好于洗衣机。单价保持平稳，原材料和海运价格下降，应该可以利好利润率提升。不过海外经济风险仍然很大，需求还不确定。所以我们偏好国内销售和空调占比更高的格力，然后才是估值便宜的JS环球，之后才是海尔和美的。

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

3月开发商销售继续超预期。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3月份实现了40%/24%的环比/同比正增长。一季度累计销售额同比增幅由2M23的初步回正加速到19%的同比增幅。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且增幅进一步扩大，越秀/中海/华润置地1Q23同比增215/73/72%，民企中滨江集团表现亮眼，录得同比增长63%。部分民企如碧桂园/旭辉依然跑输市场但增幅略微收窄，录得同比-28%/-26%。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，高频数据显示一手房表现强于二手房。截至4月1日，新房销售周环比增长22%，年初至今已经录得5%的同比增长。二手房销售周环比持平，年初至今同比增幅依然高达61%。分等级看，一二线已久强于三四线，分别录得周环比24%、15%的增长。

我们认为4-5月销售数据将继续表现出正增长，由于1) 招银国际领先指标GAIN在预示销售将在4月从2-3月的高峰中恢复至正常水平，但不会呈现大幅度下跌趋势；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) 3-5月是开发商季节性推货大月；4) 去年4-5月上海进入封城，基数较低；5) 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。

物管企业的2022年业绩表现出较为明显的国央企和民企分化，国央企由于绝对的母公司资源优势表现稳健且部分大超预期，民企在母公司拖累下业绩都有所下降，均在三方拓展方面努力获取增长，部分民企为证明自己的现金独立性提高了派息。我们首次覆盖滨江服务并将其作为板块首选，由于其高业绩兑现度，30%的增长，稳定的母公司以及有吸引力的

估值(11/9x 2023/24E PE)。上调保利物业评级到买入，犹豫期大超预期的业绩和社区增值服务成功渗透。

■ 推荐标的

我们看好二手房经纪：贝壳；以及完工类标的：如物管里的滨江服务、保利物业、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。

保险

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

■ 未来 6 个月看法乐观

上市保险公司 FY22 业绩符合预期。在 FY22 业绩发布会上，各上市寿险公司先后给出了正面的 FY23 指引，平安、太平洋保险等均预计能在 2023 年达成全年新业务价值正增长。我们持续看好寿险业务的复苏，原因包括：1) 居民对储蓄产品的需求保持旺盛，央行近期公布的一季度城镇储户问卷结果显示，倾向于“更多储蓄”的居民占 58%，保持在高位。另据我们的渠道调研，我们预期 2023 年一季度头部险企如平安、国寿等的新业务价值增速将有望转正，太平洋保险则将保持去年三季度以来的同比正增长态势并有望进一步改善。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，人保财险未决赔款准备金计提充分，并且 2023 年前两个月综合成本率同比略有改善。我们预计 2023 年人保的非车业务承保利润率将有进一步改善，车险保费增速会略有下滑但综合成本率保持稳定。我们认为人保等前期准备金计提充足的头部险企有充足空间维持公司整体承保利润率的稳定。

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)、平安保险 (2318 HK)、中国人寿 (2628 HK)

根据我们的渠道调研，今年一季度太保集团 (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，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 2023 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) 管理层表示一季度及 2023 年全年新业务价值都有望实现正增长。随着渠道改革和产品改革的持续推进，以及资产端地产风险的释放，估值有望进一步修复。另外，我们认为中国人寿 (2628 HK) 2023 年的新业务价值增速有望转正，同时资产端将受益于长端利率的上升。

■ 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。

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

3 月中国整体乘用车零售销量可能与我们此前的预测 (157 万台, 同比+6%) 大体一致, 而新能源乘用车的零售销量有望超出我们此前的预期 (53 万台, 市占率 34%)。今年 6 月底燃油车将面临国六 b 和 RDE 测试标准切换, 叠加高库存的压力, 燃油车价格战在 3 月份集中爆发。我们在 3 月中旬的报告中提示汽车板块股价已经进入短期底部, 最近两周的反弹也验证了我们的观点。3 月下旬, 港股的汽车公司已经陆续公布了去年的业绩, 投资者对公司基本面的关注业已切换至今年。我们维持今年的投资策略: 随着竞争的加剧, 投资者今年更看重车企的销量表现, 而不是利润水平; 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。根据我们的渠道调研, 客流和订单情况皆在 3 月最后一周有明显的恢复。4 月 18 日开幕的上海车展将有大量新车亮相, 有望成为汽车股价的短期催化剂。

■ 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)**, 公司今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。传统车企中推荐关注**吉利汽车 (175 HK)**, 极氪品牌的发展已经步入正轨, 新的银河 PHEV 还没有在股价中反映, 如果销量超预期将推动估值上涨。汽车经销商中, **美东汽车 (1268 HK)** 在我们下调评级后连跌 3 天, 累计下跌超 20%; 我们维持**永达汽车 (3669 HK)** 的买入评级, 低估值可以带来安全边界。

资本品

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

■ 工程机械/重卡

短期看好: 三月份板块总体上有所回调, 符合我们上月所指短期上行空间有限。展望四月份, 我们的看法比三月时乐观, 主要由于(1) 2022 年公布的业绩普遍疲弱但已在预期之中, 因此利空基本出尽, (2) 近期行业数据初步好转, 包括三月份重卡销售同比上升 26%、恒立液压三月份的挖机油缸排产量转正, 预视未来 1-2 个月下游需求好转。我们在三月份把**恒立液压**

(601100 CH)和**中联重科 A(000157 CH)**评级上调至买入, 我们看好恒立短期挖机油缸排产转正趋势持续, 长期在挖机泵阀市占率提升、高空作业平台/农机马达和泵阀的国产替代空间。中联重科方面, 公司刚公布的派息比率超过110%, 同时在业绩后马上重启A股的回购。

■ 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)**。此外, 我们看好**晶盛机电(300316 CH, 买入)**, 公司目前是石英坩埚最大供货商, 可见将来受惠石英坩埚供不应求的有利局面。长期而言, 公司在新一代的光伏单晶炉以及半导体设备的技术突破将对盈利持续性带来支持。

■ 能源设备

短期看法乐观: 我们继续看好能源设备, 2023年首两个月煤炭开采固定资产投资同比上升20%, 原煤产量同比上升7%。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, 同时公司今年以来在电动轮矿卡方面实现突破, 预计将成为新的增长点。

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: 城燃板块短期波动, 原因是OPEC油价减产部分影响LNG进口长协价格以及3月业绩期部分城燃2022年业绩低于预期。2023年指引相对保守, 但是整体气价成本和销气量恢复好于去年保持乐观。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。3月城燃企业给出2023年指引预期整体销气量同比恢复低双位数增长, 预期销气量或会改善。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: 短期OPEC减产导致国际油价反弹, 部分影响和油价联动的LNG进口长协价格, 不利于整体气源成本。但是3月和城燃企业沟通了解部分居民用户顺价积极, 工商业恢复经营顺利顺价良好, 毛差有逐步改善的趋势。
- 3) 接驳业务: 近期防疫措施优化提振经济, 短期房地产利好政策部分城燃企业2022年接驳业务加快但是因人工成本等原因利润未能如期。2023年城燃企业基于地产趋势给出接驳指引均较保守但符合预期。

4) 增值业务：2022 年整体增值业务增长相对稳定，预期经济持续恢复，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。因为接驳业务指引增速放缓，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）持续收并购优质项目，叠加经济恢复带来 2023 年整体用气量恢复到低中双位数增速。居民顺价持续推进，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，积极推动综合能源业务。股价回调估值具有吸引力。

风险：1) 居民顺价进度不理想；2) 接驳业务低于预期。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) 2023 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，都仅应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。