

策略观点

6月可能迎来反弹

- **宏观策略:** 中国经济度过最坏时刻开始修复, 短期仍受多因素制约, 经济政策延续宽松, 中国股市可能在6月迎来反弹, 因大幅下跌后处于低位、防疫政策可能松动和经济政策放松。美国通胀见顶但仍在高位, 美联储难以大幅转鸽, 美股经历两轮下跌后可能再次反弹, 但仍面临盈利下行和熊市杀估值压力。
- **港股策略:** 港股盈利下调趋势已近尾声, 市场气氛改善, 6月港股或温和反弹, 但内地防疫政策及美国高通胀可能限制港股上升空间。短期内看好互联网和可选消费, 中期内看好房地产股, 但资源股、国际和香港银行或跑输市场。
- **科技:** 谨慎乐观, 关注抗周期和增长确定性较高板块和产业链, 如 VR/AR、折叠屏手机及半导体国产替代。推荐买入**歌尔股份、韦尔股份和中际旭创**。
- **软件及IT服务:** 乐观, 稳增长政策对企业上云和信创产业利好, 市场对科技板块风险偏好改善, 股价已消化大部分利空因素, 优质标的估值具有吸引力。推荐买入**广联达**。
- **互联网:** 板块见到政策底, 2Q 板块基本面处于低位, 6月开始边际改善, 下半年或迎来业绩和估值双重修复。推荐买入**网易、快手、美团和腾讯**。
- **房地产:** 谨慎乐观, 因政策宽松加码、销售见底和利润率下行风险有限。推荐关注**中海、万科、华润置地、旭辉**以及**中海物管、华润万象生活、碧桂园服务**等物管公司, 提示花样年因债务委员遭申请清盘、部分房企债务暴雷等风险。
- **保险:** 乐观, 头部产险企业保费持续增长, 稳地产缓解险企资产端压力, 寿险业绩低基数效应显现, 首推买入**人保财险**, 寿险公司推荐**中国平安**。
- **银行:** 乐观, 估值反映大部分负面信息, 存款成本下降, 5年期LPR下调影响明年开始体现, 国有行优于股份行, 注重防御性, 看好基本面更强劲而非弹性更大的银行, 推荐买入**邮储银行**, 回避拨备水平不足的银行。
- **资本品与快递:** 工程机械和重卡需求总体上仍然疲弱, 短期较看好煤矿设备和港口设备智能化及电动化换代、高空作业平台需求, 推荐**浙江鼎力和三一国际**。光伏设备板块乐观, 硅片制造商向大尺寸硅片转型将推动设备替换需求, 推荐买入**晶盛机电**。快递板块乐观, 单票价格高企支撑盈利上调可能, 行业竞争更加重视服务质量, 推荐买入**顺丰**, 受益于快递服务高端化发展趋势。
- **医药:** 乐观, 看好深度调整后估值修复机会, 首推**CXO** (板块高景气度、估值低)、**创新药** (国际化潜力) 和**龙头医疗服务** (政策稳定、业绩确定)。推荐买入**药明生物、药明康德、昭衍新药、信达生物、百济神州、锦欣生殖**。
- **汽车:** 谨慎乐观, 供应链恢复符合预期, 购置税减半政策强于预期, 尤其在合资和豪华车品牌覆盖面上。短期内对传统车企和经销商情绪可能更好, 但新能源车长期逻辑不变, 地方刺激政策倾向于新能源车。维持全年乘用车批发同比4.3%增长、新能源车批发550万台的预测。给予**亿和控股**买入评级, 继续推荐**理想、小鹏和蔚来**, 传统车企首选**长城汽车**, 国企中最喜欢**广汽集团**。
- **必选消费:** 谨慎乐观, 考虑到上海解封、提价效应、原材料成本压力边际缓解、估值较低、市场避险偏好提升等因素, 重点推荐啤酒和乳制品。继续首推**华润啤酒和蒙牛乳业**, 推荐**百威亚太和伊利股份**。
- **可选消费:** 乐观, 因疫情改善、提振消费政策、原材料价格回落及人民币贬值刺激出口。最看好体育用品, 餐饮和家电行业看法中性, 服装行业看法负面。推荐买入**特步、李宁、海尔智家和波司登**。

叶丙南, Ph.D

苏沛丰, CFA

伍力恒

杨天薇, Ph.D

颜宇翔

黄群

曾展

肖潇

陈喆, CFA

王朕

冯键嵘, CFA

武煜, CFA

王银朋

黄本晨

赵子青

史迹, CFA

窦文静, CFA

黄铭谦

胡永匡

图 1: 行业荐股

公司名字	股票代码	行业	评级	股价	目标价	上行/下行	市盈率(倍)		市净率(倍)		ROE(%)	股息率
				(当地货币)	(当地货币)	空间	2022E	2023E	2022E	2022E	2022E	
长仓												
歌尔股份	002241 CH	科技	买入	40.46	40.80	1%	23.7	19.5	N/A	18.1	0.7%	
韦尔股份	603501 CH	科技	买入	164.63	200.00	21%	28.9	23.7	6.5	22.4	0.4%	
中际旭创	300308 CH	科技	买入	32.60	45.60	40%	23.8	19.3	2.1	8.8	0.8%	
广联达	002410 CH	软件 & IT服务	买入	52.50	72.03	37%	69.1	59.7	10.5	15.0	0.4%	
网易-US	NTES US	互联网	买入	103.73	132.00	27%	22.8	20.2	21.2	18.7	0.2%	
快手	1024 HK	互联网	买入	76.85	120.00	56%	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%	
美团	3690 HK	互联网	买入	184.80	250.00	35%	N/A	143.0	7.7	N/A	0.0%	
腾讯	700 HK	互联网	买入	363.40	480.00	32%	28.4	24.0	3.3	15.4	0.4%	
中国海外	688 HK	房地产	买入	23.45	30.49	30%	4.2	N/A	0.6	13.2	6.8%	
万科	2202 HK	房地产	买入	17.62	33.92	93%	3.2	N/A	0.6	17.8	10.4%	
华润置地	1109 HK	房地产	买入	34.95	44.79	28%	6.1	N/A	0.9	14.3	5.6%	
旭辉	884 HK	房地产	未评级	3.48	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	
中海物业	2269 HK	物管	买入	56.95	146.12	157%	45.7	33.4	4.7	12.7	0.0%	
华润万象生活	1209 HK	物管	买入	39.00	56.00	44%	35.7	N/A	5.0	14.1	1.0%	
碧桂园服务	6098 HK	物管	买入	30.45	47.60	56%	11.8	11.0	8.6	28.3	1.6%	
人保财险	2328 HK	保险	买入	7.55	11.64	54%	5.8	4.6	0.7	12.0	7.8%	
中国平安	2318 HK	保险	买入	48.25	81.40	69%	6.5	5.7	0.9	13.6	6.1%	
邮储银行	1658 HK	银行	买入	5.76	8.40	46%	5.2	4.8	0.7	10.5	5.7%	
浙江鼎力	603338 CH	装备制造	买入	48.52	51.00	5%	21.8	17.9	3.5	17.5	0.9%	
三一国际	631 HK	装备制造	买入	7.77	14.60	88%	12.5	10.5	2.1	17.7	2.4%	
晶盛机电	300316 CH	光伏设备	买入	53.96	93.00	72%	25.9	21.2	7.6	33.4	0.8%	
顺丰控股	002352 CH	快递	买入	52.50	94.00	79%	33.9	23.2	3.0	9.2	0.6%	
药明生物	2269 HK	医药	买入	56.95	146.12	157%	45.7	33.4	4.7	12.7	0.0%	
药明康德-A	603259 CH	医药	买入	93.47	185.04	98%	36.0	29.6	6.3	18.0	0.8%	
昭衍新药	6127 HK	医药	买入	62.15	107.38	73%	27.0	20.3	2.6	10.5	0.9%	
信达生物	1801 HK	医药	买入	24.80	75.01	202%	N/A	N/A	3.4	N/A	0.0%	
百济神州-US	BGNE US	医药	未评级	137.22	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	
锦欣生殖	1951 HK	医药	买入	6.15	19.28	213%	20.9	16.9	1.3	6.5	0.0%	
亿和控股	838 HK	汽车	买入	1.45	3.00	107%	7.5	4.8	N/A	11.5	4.2%	
理想汽车-US	LI US	汽车	买入	25.07	48.00	91%	N/A	984.7	N/A	N/A	0.0%	
小鹏-US	XPEV US	汽车	买入	23.50	60.00	155%	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%	
蔚来-US	NIO US	汽车	买入	17.39	45.00	159%	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%	
华润啤酒	291 HK	必需消费	买入	48.50	80.00	65%	34.4	31.8	5.1	16.6	1.2%	
蒙牛乳业	2319 HK	必需消费	买入	40.15	57.00	42%	21.4	18.0	3.2	13.2	1.5%	
百威亚太	1876 HK	必需消费	买入	21.20	28.00	32%	33.9	27.1	3.0	9.8	1.5%	
伊利股份	600887 CH	必需消费	买入	36.66	47.00	28%	21.6	19.3	4.4	21.1	3.3%	
特步国际	1368 HK	可选消费	买入	11.48	16.21	41%	20.4	16.6	2.9	14.6	3.0%	
李宁	2331 HK	可选消费	买入	60.75	75.43	24%	28.9	25.2	8.1	29.7	1.1%	
海尔智家	6690 HK	可选消费	买入	27.35	33.13	21%	13.5	11.4	1.9	17.0	3.0%	
波司登	3998 HK	可选消费	买入	4.11	5.31	29%	19.4	15.9	3.2	17.1	3.7%	

资料来源: 彭博, 招银国际环球市场

宏观策略

| 叶丙南, Ph.D / yebingnan@cmbi.com.hk (852) 6989 5170

中国宏观策略

■ 中国经济

4、5月最坏时刻已经过去,经济将逐步开始修复,因上海等城市逐步解封并重启,防疫管控政策可能比预期更早放松,经济政策宽松效应逐渐显现,但经济短期内修复速度仍受防疫政策不确定性、信心疲弱、收缩惯性和外需放缓等多方面因素制约。我们预计4月和5月GDP同比分别下降3%和1%,6月GDP转为同比增长3%左右,第二季度GDP同比下降0.3%。下半年经济进一步修复,第三、四季度GDP同比增速或分别达到4%和5%,全年GDP增速3.4%左右,高于美国GDP增速。

从三大需求来看,投资和消费增速将逐步回升,出口增速先升后降。4月固定资产投资增速降至2.3%左右,未来将逐步小幅回升,全年增速或达到4%左右。制造业投资全年增长5%左右;基础设施投资存在超预期可能性,全年增速或达到8%;制造业投资增速房地产市场可能在第二季度见底,未来企稳顺序是销售->房企流动性->开发投资,一线城市->二线城市->三四线城市,全年房地产开发投资或下降4%。消费修复比较缓慢,解封带来人流启动和信心改善,支撑消费有所回升,但就业形势依然严峻,收入增长依然缓慢,信心依然疲弱,消费完成修复需要较长时间。

■ 中国政策

货币政策将延续宽松取向。人民币贬值开启货币政策新一轮宽松,7天回购利率下降预示流动性显著放松,首套房按揭贷款利率下限和5年期LPR先后下调释放提振房地产需求信号,未来将推动宽信用,加大对小微企业、基础设施、民营房企等信贷支持。

积极财政政策扩张力度增加。新增4,600亿元减税退税,全年减税退税规模达到2.64万亿元,阶段性减免部分车辆购置税。加快专项债发行8月底前用完全年3.65万亿额度,8月以后可以提前使用部分明年额度,支持新老基建投资增长。可能不会发行特别国债,地方政府在财政重压之下执行防疫管控难度增加。

中央各部门就稳地产达成共识,限购、限价、限贷等房地产政策将延续放松,按揭贷款合同利率仍有小幅下降空间。平台政策向好,年内完成整改,进入常态化监管,因平台企业关系就业稳定和数字经济竞争。中央高度重视粮食和能源安全,农业、水利、能源等方面投资将保持快速增长,短期内煤炭产能将显著扩大,中长期内将加快风光新能源基地建设。

■ 中国债市、汇市与股市

国债利率可能见底缓慢回升,因经济最坏时刻已经过去,货币政策从流动性宽松转向推动信用扩张。信用扩张缓慢恢复,信用利差可能有所下降,部分对冲企业债利率升幅。

人民币汇率最近有所反弹,年内仍有小幅走弱空间,因中美短期利差将进一步缩窄,中国货币供应在扩张(增速回升),而美国货币供应在收缩(增速下降)。但中期内,美国经

济见顶下行，中国经济触底回升，人民币资产估值低于美元资产估值，降低了人民币汇率超调可能性，预计年底美元/人民币即期汇率在6.9左右。

中国股市6月可能迎来反弹：1) 市场前期经历大幅下跌处于低位，市场对经济和政策预期较低，对正面信号反应不足；2) 因暑期病例数下降、管控成本巨大和周边越南、台湾地区和北韩先后放开，中国防疫管控可能逐步松动；3) 经济政策更加积极，决策层在稳地产、改善平台政策等方面达成共识，宽松政策在缓解经济下行方面的效应逐步显现。

美国宏观策略

■ 美国经济

货币幻觉、高消费习惯和服务业修复支撑内需较快增长，劳工短缺、俄乌冲突和上海封城加剧供应链压力，通胀虽已见顶但仍在较高水平。家庭购买力（不变价可支配收入）和消费信心大幅下滑，储蓄释放完成，经济将从高位大幅下行，远期（2024年）衰退可能无法避免。

但过去两年联邦政府大幅举债转移支付给私人部门，保护了家庭、企业和银行的资产负债表，私人部门和银行体系财务非常稳健，房地产贷款等信贷组合质量优良，美国有望避免严重金融风暴和大衰退发生。

■ 美联储政策

美联储短期优先控通胀，中期力求软着陆，年内仍有多次加息，但随着市场对远期衰退担忧上升，加息周期预期持续至2023年初结束，峰值利率水平在3%左右，6月开始缩表，缩表周期将超过加息周期时长，但持续时间并不确定，仍取决于经济周期。

■ 债市、汇市与股市

美国长期国债利率短期内似乎见到顶部，因通胀见到峰值而经济修复最快阶段已经过去，市场开始担忧远期衰退风险，经济周期因素对长期利率的推升作用倾向于下降，收益率曲线逐步平坦化。美联储缩表对长期利率的影响将逐步释放，尽管市场对此已有预期，但实际影响仍存在一些不确定性。

美元指数短期可能有所回落但依然偏强，因美国经济最热阶段已经过去，市场开始憧憬美联储紧缩顶部到来，但美国经济依然相对强于欧洲和亚太，近期衰退概率较小。

美股经历第二轮下跌后可能进入反弹，因市场已反映加息见顶于3%左右和渐进缩表等因素。但通胀仍持续高于美联储目标，美联储很难快速转向鸽派，美国经济因成本压力和需求放缓进入下行周期的可能性不断上升。美股已进入熊市，部分中小盘科技股泡沫已然破裂，标普500指数PE处于过去25年60%分位值水平，盈利逐步下行，美股仍有进一步下跌空间。

港股策略

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

■ 港股走势判断

港股 22 年盈利预测下调趋势于近几周缓和, 随着上海逐步解除防疫封锁措施、中央政府持续推出货币和财政刺激政策、互联网行业监管风险见顶、一季度业绩期将近完结, 估计盈利下调趋势已近尾声。市场气氛亦见改善, “恐慌指数” VHSI (恒指波幅指数) 和港股沽空比率过去两周均回落。市场焦点正从一季度业绩转向中国 PMI 和美国就业报告等经济数据。6 月份港股有温和反弹潜力, 但内地维持防疫政策及美国通胀维持偏高水平将限制港股上升空间。

■ 焦点板块

短期内, 互联网和可选消费品股票有温和向上重估的潜力, 因为 1) 美国通胀及加息预期缓和, 支持成长股估值; 2) 互联网板块盈利下调可能接近尾声, 因为大部分股票已公布一季度业绩; 3) 上海的封锁措施逐渐解封并推出刺激消费措施, 有助消费者信心。中期而言, 房地产股有望向上重估, 因全国性的刺激政策出台 (首套房利率下限下调、5 年期 LPR 大降), 但选股仍宜侧重财务稳健的房企。相反, 资源股、国际和香港银行或会跑输, 因市场对美国加息预期稍为降温, 并开始担心明年经济或陷入衰退, 不利于资源需求。

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

我们预计二季度细分板块景气将进一步分化, 当前全球宏观经济有较多不确定因素, 建议关注受宏观经济影响较少和增长确定性较高的板块和产业链, 如 VR/AR、折叠屏手机及半导体国产替代, 产业升级创新和自主可控仍是关注重点。1) **消费电子**: 全球宏观不确定、国内疫情反复和地缘风险对产业链带来压力, 预期二季度业绩有所波动, 建议关注三季度苹果新品发布和 AR 周期, 以及 Quest/ Pico/PS VR 新品推动产业链增长。2) **通信**: 受益于海外云厂商资本开支的增长, 光模块市场需求强劲。3) **PCB/CCL**: 受益于下游市场的旺盛需求的驱动, 看好 IC 载板行业的发展 (BT/ABF)。4) **半导体**: 预计全年需求结构分化, 下半年供应端部分舒缓, 近期俄乌冲突和中美摩擦反复加速国产替代进程, 建议关注 IoT/新能源/汽车/服务器等高增长领域, 看好半导体设备/材料、功率等需求旺盛的板块, 以及国产替代、市场份额增长的标的。

■ 推荐买入歌尔股份、韦尔股份、中际旭创

1) **歌尔股份**: 预期下半年受益于 Meta、Sony 和 Pico 等 VR 新品发布, 同时 TWS 耳机、游戏主机和智能可穿戴等产品有望稳定增长。2) **韦尔股份**: 非手机 CIS 将驱动收入增长, 增持北京君正将带来长期在车载行业的合作机会, 近期股价逐步见底, 长期展望积极。3) **中际旭创**: 海外云厂商资本开支增长快, 对于光模块业务预期今年有季度环比增长的趋势, 主营业务市场需求旺盛。

■ 风险提示

宏观疲弱影响需求, 疫情影响持续超预期。

软件与 IT 服务

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

■ 未来 3 个月看法乐观

我们预计地方政府将逐步推出稳增长措施，对于企业上云和扩大信创产业规模有提振作用，具体措施包括增加补贴、提高政企采购比例等。虽然对于上市公司短期业绩的帮助有限，但预计市场情绪，特别是对科技板块的偏好会逐渐改善。我们认为软件板块股价已经消化了大部分的负面消息，包括俄乌冲突，美国加息等，部分股票价格回到三年低位，一些优质标的估值变得吸引，板块迎来估值修复的机会。主要下行风险为国内疫情反复，防疫政策重新收紧。

■ 推荐买入广联达 (002410 CH)

2021 年云预收款增长强劲，SaaS 转型成功使得公司业绩的波动性受宏观经济影响比较少，利润和净现金流的可见性提升，估值对于长线基金来说比较吸引，股价处于 3 年平均一个标准差以下。

互联网

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

■ 未来 6 个月看法谨慎乐观

近期板块国内政策底清晰，中概及俄乌风险市场逐渐消化。市场重心转移至基本面后，疫情防控及宏观将成为板块拐点的决定性因素。预计 2Q22 将为板块全年低位/最差季节，5 月多家公司业绩指引下调后，憧憬 6 月板块边际回暖，受益于：1) 北京、上海管控放松(疫情降温)后利好消费互联网及广告业绩回升；2) 版号重启后新游流水释放，游戏出海等增量可期；3) 板块政策温和化。2H22 板块将迎来业绩和估值的双重修复。

■ 推荐买入网易、快手、美团、腾讯

1) 网易: 看好网易 2022 年新游增量(期待暗黑 6 月上线催化剂)及游戏出海，驱动游戏加速增长。2) 快手: 2Q22 指引好于同业，FY22E 增速向好、且亏损大幅收窄，估值吸引；直播政策风险可控。3) 美团: 1H22 外卖单量短期承压、利润摊薄已被市场消化，憧憬疫情降温、管控放松后本地生活消费反弹，且长期看好赛道成长性、高壁垒下的稳健基本面及盈利预见性。4) 腾讯: 憧憬 2H22 游戏新游增量(版号放开后)，广告低预期市场部分消化，安全边际高。

■ 风险提示

疫情反复风险；宏观恢复或慢于预期；战况恶化、制裁升级风险。

房地产

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

| 肖潇 / xiaoxiao@cmbi.com.hk (852) 3761 8952

■ 6月看法谨慎乐观

我们认为6月地产板块可能仍会波动，但可能会有正回报，特别是在疫情受控的情况下。

1) 政策加码。LPR-5年期一次性降低15基点，多地按揭利率降至4.25%。这次全国性政策放松，可以更好地渗透到存量市场。我们注意到有更多高等级城市放松调控。特别是由之前的降首付降利率，加码到现在的放宽限购。我们认为对于市场信心的恢复有一定程度的帮助。**2) 销售端见底。**虽然受疫情影响，我们认为销售真正起来可能还是要等到三季度，但是同比下滑可能5月就会收窄，因为基数在下降以及政策还是会有一定的帮助作用。**3) 业绩重置以后利润率风险下行有限。**特别是在现在公开市场土地溢价率下降的情况下，销售利润率反而会回升。

■ 推荐关注中海、万科、华润置地、旭辉，以及中海物管、华润万象生活、碧桂园服务等物管公司

■ 风险提示

花样年因1.49亿美元债务遭申请清盘；房企债务风险继续暴雷。

保险

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

■ 未来两个月看法乐观

1) 头部险企产险保费持续增长，2022年一季度车险保费增速重回双位数，在疫情影响下，4月份产险保费仍然保持正增长，险企在上架正式版新能源车险条款后根据高出险率对新能源车险调价。2) 随着各地政府对房地产政策放松、银行按揭利率走低，地产股股价回升，险企资产端压力释放，有望实现一定的估值修复。3) 进入二季度后，疫情造成了一些暂时的负面影响，但主要上市寿险公司的低基数效应逐步开始显现，预计2022年三季度开始单季度新业务价值同比增速逐步有所好转。

■ 推荐买入人保财险(2328 HK)

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

■ 风险提示

疫情影响如持续并扩大，可能会对线上化能力不足的险企业业务造成负面扰动。

银行

| 王朕 / ericwang@cmbi.com.hk (852) 3900 0892

■ 看法保持乐观

1) 市场已经接受经济下行的事实；大部分负面信息已经充分反映在当前估值之中。2) 存款成本下行利于缓解银行负债端的成本压力。3) 五年期 LPR 的下调，对银行利息收入的影响主要从明年 1 月开始体现。4) 根据监管机构指引，预计今年不良率会有一定程度上升。在估值与基本面的性价比上，中短期来看，国有行优于股份行。我们当前强调防御性配置，倾向基本面更强劲的银行而非弹性更大的银行。

■ 推荐买入邮储银行 (1658 HK)

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

■ 风险提示

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

资本品与快递

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

■ 工程机械/重卡

二季度看好细分板块机会：工程机械和重卡一季度业绩一如预期地疲弱，展望二季度，我们预期在严厉的防疫政策下，总体设备需求将继续低迷，因此我们继续较看好细分板块的机会：1) 煤矿设备和港口设备在细分板块中表现最强，订单持续强劲，同时智能化和电动化加快换代周期；2) 高空作业平台需求今年以来超出预期。

推荐买入：1) 浙江鼎力 (603338 CH) - 一季度净利润同比增长 15% 至人民币 1.96 亿元，符合预期。令人鼓舞的是，4Q21 和 1Q22 的毛利率均较 2Q21 和 3Q21 有所改善，显示了公司在竞争激烈的市场中仍具有较好的定价能力。股价在业绩公布后的几个交易日大幅反弹 28%，但当前股价仍仅反映 19 倍 2022 年市盈率（仍处于历史估值较低水平），重申买入。**2) 三一国际 (631 HK)** - 公司所有产品线订单强劲，新业务如工业机械人外部订单理想，我们预计一季度业绩超预期。

■ 光伏设备

短期看法乐观：预计主要硅片制造商向大尺寸硅片的持续转型将继续推动设备的替换需求。

推荐买入：晶盛机电 (300316 CH)。截至 3 月，公司在手订单达到 222 亿元人民币（光伏设备/半导体设备占比：94%/6%），我们预计这足以覆盖 2022-23 年收入的 80% 以上，因此我们认为未来增长具有很高的可见度。此外，在业绩公布后的电话会议中，管理层认

为：（1）光伏硅片设备的升级迭代将持续，以及（2）在强劲的需求下，半导体设备将继续取得突破。

■ 快递

二季度看法乐观：1) 单票价格高企，全行业继续受惠于盈利上调机会；2) 行业竞争更着重服务提升，有助拉动和巩固利润率，高端快递服务营运商将更受惠。

推荐买入顺丰 (002352 CH)：（1）受惠对快递服务往高端发展的新趋势；（2）今年公司策略首重盈利；（3）嘉里物流全面贡献盈利。

医药

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

| 黄本晨 / huangbenchen@cmbi.com.hk (86) 021 3893 4986

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

■ 未来6个月看法乐观

看好医药行业在深度调整之后的估值修复机会，首推 CXO、创新药、龙头医疗服务。我们认为 CXO 板块将维持高景气度，估值极度吸引。我们继续看好中国创新药的国际化潜力。医疗服务的政策环境稳定，业绩确定性高。

■ 推荐买入药明生物 (2269 HK)、药明康德 (603259 CH、2359 HK)、昭衍新药 (6127 HK)、信达生物 (1801 HK)、百济神州 (6160 HK, 688235 CH, BGNE US)、锦欣生殖 (1951 HK)

1) 药明生物将持续提升在全球生物药 CRDMO 市场的份额，预计 22 年收入/利润增长 45%，业绩受到新冠订单的扰动逐步减少，UVL 清单基本不影响公司运营，上海疫情缓解将有助于公司在下半年进一步提升业绩增速。**2) 信达生物：**公司管线储备丰富，预计 2023 年左右将有超过 10 个商业化品种；五年内中国产品销售额有望超 200 亿元；LAG-3、TIGIT 等品种今年有 PoC 数据读出，驱动第二波创新；预计信迪利单抗的销售额将从二季度开始逐步复苏。**3) 锦欣生殖：**国内持续出台鼓励三胎政策，公司通过并购进一步夯实国内辅助生殖领域龙头地位，长期业绩增长稳健。

■ 风险提示

中美关系恶化给 CXO 和 Biotech 板块带来经营风险。

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

1) **供应链恢复速度符合我们预期**: 从5月前四周的数据来看, 全月的零售会接近我们之前预测的同比下滑23%、环比提升30%的预期。6月有望进一步好转。

2) **刺激政策覆盖面和力度强于预期**: 财政部和税务总局于5月31日宣布对2022年6月1日至12月31日期间内购买且单车价格(不含增值税)不超过30万元的2.0升及以下排量乘用车减半征收购置税, 我们认为其覆盖面和力度超出我们之前预期, 也可能超过之前说的600亿元, 以去年的批发量(不含进口)为例, 我们估算90%的燃油车能受益, 对合资和豪华品牌的覆盖面尤为超出预期, 所以经销商和合资品牌的传统业务占比比较大的零部件公司的预期差会较大。

3) **我们维持乘用车批发量全年4.3%增长、新能源批发550万台的预测**: 因为我们之前的预测(2H22同比+10.7%, 2H20同比只有+8.6%)已经隐含了下半年供应链受影响较小以及适度的刺激政策这样的假设。超预期的刺激也略微让我们倾向于我们之前的乐观情况预测(全年同比+7.5%), 不过我们也担心明年的需求被部分提前透支, 出现2018-19年的情况。鉴于消费者对新能源的接受程度提升及地方刺激政策的新能源倾向性, 我们认为全年新能源25%的市占率(550万台)仍然可期。

■ 推荐标的

我们刚刚覆盖了特斯拉北美和长城的供应商**亿和控股(838 HK)**, 给予买入评级, 其受到中国防疫政策的影响比纯国内供应商要小。

虽然购置税减半倾向于燃油车, 但新能源的方向不变, 且地方刺激政策多倾向于新能源, 考虑到新势力在供应链方面的灵活性和对行业变革带来的影响, 我们继续推荐**理想(LI US/2015 HK)**、**小鹏(XPEV US/9868 HK)**和**蔚来(NIO US/9866 HK)**。

传统车企中, 相比吉利汽车(175 HK), 我们更看好**长城汽车(2333 HK/601633 CH)**。

国企中, 我们最喜欢**广汽集团(2238 HK/601238 CH)**。

必选消费

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

■ 未来6个月看法谨慎乐观

考虑到上海解封、提价效应、原材料成本压力预计边际缓解、估值较低、市场避险偏好提升等因素, 重点推荐啤酒、乳制品, 当前逢回调或即为布局时点。

核心因素: 1) **疫情催稳**: 上海近日宣布六月初局部解封, 市场对于外出消费概念信心慢慢恢复。夏季将到, 销售旺季有望迎来环比复苏。2) **主要公司1Q22业绩总体健康**: 我们重点跟踪的主要A/港啤酒/乳制品/软饮料公司中, 大部分公司1Q22业绩符合预期, 体现行业业绩稳健性以及提价传导或进展较顺利。2022年提价效果将得到更充分反映且存在相关公司进一步提价可能性, 有望边际缓解原材料成本端压力。板块2022年收入盈利有望保持高单至低双位数。3) **板块估值处较低位**: 截至5月底, 港股必需消费/餐饮行业PE(TTM)约为20/22.0倍, 处于三年平均估值以下两个标准差, 超卖情况明显。

■ 投资策略

1) 重点推荐业绩稳健、估值较低、提价传导能力强的啤酒和乳制品。2) **维持首推华润啤酒**：4M22收入保持高单增长，受益于产品升级和提价带来的毛利率提升以及部分非核心盈利项。看好公司后续提价传导。公司产品升级以及产能优化领先，相比其他同业公司有最大利率提升潜力；**蒙牛乳业**：4M22收入低双增长。受益于乳制品行业消费升级、产品需求刚性、龙头强者恒强趋势以及新品类开辟第二增长曲线，看好公司实现业绩和利率率的稳健提升。3) **推荐百威亚太，伊利股份。**

■ 风险提示

提价对行业企业销量负面影响超预期、上游原材料持续涨价超预期、行业高端化势头骤缓、行业出台限价、加税等利空政策。

可选消费

| 胡永匡/walterwoo@cmbi.com.hk (852) 3761 8776

■ 未来3个月看法保持乐观

短线行情大概率会转好，因为1)国内疫情改善(上海解封，北京受控)，在夏天病毒感染情况可能会减少，2)国家提振消费的政策陆续出台，均利好市场情绪，带动估值和股价上升，3)各种原材料价格近期有所回落，减少成本压力，4)人民币贬值，亦有利出口。不过特别要注意二季度因为盈利预测下调带来的短暂压力。

体育用品行业保持看好：但仍然要注意二季度盈利下调的风险，因为目前折扣力度一定比21年更大，毛利率提升可能有不如预期的风险。但假设6月以及618的表现，对比5月份有明显改善(各品牌都在努力推广和清理库存)，那全年业绩指引不一定需要下调，估值有望进一步修复。

餐饮行业维持中性：行业面临的压力比20年1季度和21年4季度更大，建议避开，待上半年比较负面的业绩被消化后，才开始买入。

家电行业保持中性：5月情况比4月更差，经济和房价下行均令需求大幅减弱(或者出现延迟)，而且5月后各品牌的加价力度较3月和4月大幅减少。目前我们预计618会出现有限度的折扣和推广，所以全年指引不一定需要下调。但如果价格战全面展开，盈利下调的风险会很大。

服装行业维持负面：疫情打击严重，行业库存比体育用品的压力略大，折扣增加会拖累利润率，儘管估值偏低，催化剂亦比较有限。

■ 推荐标的

目前推荐：1) 特步(1368 HK)，因为4月5月的销售情况明显好于同业；李宁(2331 HK)近期股价的下调幅度较大，也可以买入。2) 海尔智家(6690 HK)，品类扩张的增长较确定，且具备加价能力，因为套系化，三翼鸟，以及Casarte的原因还能保持。3) 预计波司登(3998 HK)的股价也会比较稳健，因为二季度的销售占比极低，22年3月结的全年业绩低于预期的概率也低。

■ 风险提示：疫情风险

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

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

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

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

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相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

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

对于接收此份报告的美国投资者

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

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。