

策略观点

近期获利回吐，而后震荡向上

- **宏观：**中国经济延续修复，但加速度逐渐递减，因重启效应逐渐释放，防疫、经济政策放松空间下降，私人信心和收缩性思维改变仍需时间；美国通胀见顶但下行迟缓，衰退风险上升但可能在远期，政策紧缩最剧烈时期将逐渐过去。
- **港股策略：**港股有望继续跑赢美股，因中美经济和政策周期分化，但港股跑赢幅度料趋温和，因两个市场估值差距已显著收窄。7月看好中国互联网、可选消费等成长股，因中国经济修复和美国加息预期降温。
- **科技：**谨慎乐观，下半年旺季各板块分化，消费电子需求疲弱，通信光模块需求强劲，IC载板行业不错，半导体建议关注IoT/新能源/汽车/服务器、半导体设备/材料、国产替代等，推荐买入小米集团、韦尔股份、中际旭创。
- **软件及IT服务：**乐观，稳增长措施提振企业上云和扩大信创产业规模，市场对板块情绪改善，8月业绩期前有获利回吐压力，但之后估值或缓慢向上，推荐买入广联达。
- **互联网：**谨慎乐观，短期因涨幅较大存在获利回吐，但回调空间有限，下半年板块业绩和估值双重修复，股价可能震荡上行，推荐买入美团、拼多多、快手、网易。
- **房地产：**略微谨慎，近期销售回暖推动地产股超越大市，但7月销售可能稍微转弱，半年报业绩疲弱或导致下调全年指引，短线资金可能部分获利了结，长线资金建议配置中海、旭辉、华润、旭辉永生、金科服务、碧桂园服务。
- **保险：**乐观，防疫政策放松和汽车销量回升带动保费增速反弹，房地产销售改善缓解险企资产端压力，下半年新业务价值增速将有所好转，H股估值处于历史低位，推荐买入人保财险。
- **银行：**2Q经济见底，估值已反映大部分负面信息，存款成本下降缓解负债端压力，信贷需求偏弱影响净息差，不良率将有所上升，建议防御性配置，选择基本面强劲银行，推荐买入邮储银行。
- **资本品：**光伏设备板块乐观，硅片制造扩产可能超预期，推荐晶盛机电。工程机械和重卡板块需求跌幅收窄，但目前市场预期较满，看好能源设备板块，推荐三一国际。
- **医药：**CXO板块首选昭衍新药、药明生物、药明康德、泰格医药；Biotech板块首选信达生物、百济神州、诺诚健华、天境生物；此外看好爱康医疗、锦欣生殖。
- **汽车：**谨慎乐观，6月传统车和新能源车销售均超预期，新能源估值或成投资者顾虑，3季度部分车企环比改善空间变小，新势力股价催化剂或开始传统化，推荐蔚来、小鹏、理想、长城汽车、广汽集团、亿和控股等。
- **必选消费和免税美妆：**乐观，二季度盈利下调风险已充分释放，聚焦下半年业绩改善行情，啤酒对复工复产最敏感，电子烟行业困境反转曙光显现，国内游恢复支撑海南免税业，看好美妆细分赛道，推荐华润啤酒、思摩尔国际、中国中免、贝泰妮、珀莱雅。
- **可选消费：**乐观，暑期病例数或在低位，下半年经济修复、同比低基数、原材料价格回落和人民币贬值可能支撑业绩改善，看好体育用品，餐饮行业维持中性，家电、服装行业上调至看好，推荐特步、李宁、JS环球、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

奚文静, CFA

黄铭谦

胡永匡

ASIAMONEY

 请登录2022年亚洲货币券商投票网址，
 投下您对招银国际研究团队信任的一票

VOTE

敬请参阅尾页之免责声明

 请到彭博(搜索代码: [RESP CMBR <GO>](http://www.cmbi.com.hk))或 <http://www.cmbi.com.hk> 下载更多研究报告

本报告摘要自英文版本，如欲进一步了解，敬请参阅英文报告。

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											
小米集团	1810 HK	科技	买入	13.36	15.10	13%	16.8	12.1	N/A	2.1	0.0%
韦尔股份	603501 CH	科技	买入	161.49	200.00	24%	28.3	23.2	6.4	22.5	0.4%
中际旭创	300308 CH	科技	买入	30.74	45.60	48%	22.4	18.2	2.0	8.8	0.9%
广联达	002410 CH	软件 & IT服务	买入	53.48	85.00	59%	70.4	60.8	10.7	15.0	0.4%
网易-US	NTES US	互联网	买入	93.47	132.00	41%	20.6	18.3	19.2	18.7	0.2%
快手	1024 HK	互联网	买入	88.80	120.00	35%	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%
美团	3690 HK	互联网	买入	197.70	263.00	33%	N/A	130.9	8.2	N/A	0.0%
拼多多	PDD US	互联网	买入	64.82	70.00	8%	38.0	30.4	34.7	20.2	0.0%
中国海外	688 HK	房地产	买入	24.60	30.49	24%	4.4	N/A	0.6	13.2	6.4%
华润置地	1109 HK	房地产	买入	36.70	44.79	22%	6.5	N/A	0.9	14.3	5.4%
旭辉	884 HK	房地产	未评级	3.73	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
旭辉永升	1995 HK	物管	持有	9.17	12.70	38%	16.3	12.2	4.0	16.4	1.8%
金科服务	9666 HK	物管	未评级	19.56	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
碧桂园服务	6098 HK	物管	买入	33.35	47.60	43%	16.9	12.1	9.4	14.1	1.5%
人保财险	2328 HK	保险	买入	8.47	11.64	37%	6.6	5.2	0.7	12.0	6.9%
邮储银行	1658 HK	银行	买入	5.85	8.40	44%	5.3	4.9	0.7	10.5	5.6%
三一国际	631 HK	装备制造	买入	8.25	14.60	77%	13.3	11.2	2.2	17.7	2.3%
鼎盛机电	300316 CH	光伏设备	买入	68.99	93.00	35%	33.2	27.1	9.7	33.4	0.6%
药明生物	2269 HK	医药	买入	82.60	146.12	77%	66.6	48.7	6.8	12.7	0.0%
昭衍新药	6127 HK	医药	买入	74.25	107.38	45%	32.4	24.4	3.1	10.5	0.8%
信达生物	1801 HK	医药	买入	38.95	58.32	50%	N/A	N/A	5.5	N/A	0.0%
锦欣生殖	1951 HK	医药	买入	7.03	19.28	174%	24.0	19.4	1.5	6.5	0.0%
理想汽车-US	LI US	汽车	买入	37.70	48.00	27%	N/A	1486.8	N/A	N/A	0.0%
小鹏-US	XPEV US	汽车	买入	30.28	60.00	98%	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%
蔚来-US	NIO US	汽车	买入	21.36	45.00	111%	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%
长城汽车	2333 HK	汽车	买入	14.56	20.00	37%	14.0	10.4	N/A	12.4	3.2%
广汽集团	2238 HK	汽车	买入	7.43	12.00	62%	7.5	6.3	N/A	9.3	4.1%
华润啤酒	291 HK	必需消费	买入	56.00	71.00	27%	39.9	36.8	5.9	15.0	1.0%
思摩尔国际	6969 HK	必需消费	买入	23.45	25.20	7%	33.4	25.0	5.7	19.9	1.0%
中国中免	601888 CH	必需消费	买入	220.91	232.00	5%	44.2	30.7	11.9	26.9	0.7%
贝泰妮	300957 CH	必需消费	买入	215.00	251.00	17%	74.1	52.4	15.9	21.7	0.4%
珀莱雅	603605 CH	必需消费	买入	162.00	184.00	14%	45.0	33.1	9.5	21.4	0.7%
特步国际	1368 HK	可选消费	买入	14.50	16.21	12%	25.8	21.0	3.7	14.6	2.3%
李宁	2331 HK	可选消费	买入	72.10	75.43	5%	34.4	30.0	9.7	29.7	0.9%
JS环球	1691 HK	可选消费	买入	10.00	11.83	18%	10.0	8.1	1.4	14.3	4.6%
波司登	3998 HK	可选消费	买入	5.01	5.89	18%	19.5	15.9	3.6	20.0	3.7%

资料来源: 彭博, 招银国际环球市场

宏观经济

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

中国宏观

■ 6月经济修复好于预期

(1) 防疫管控放松(重要城市解封、隔离时间缩短、减少/取消常态化核酸检测、行程码取消带星等), 推动人流物流恢复和信心改善, 40大城市拥堵延时指数同比增长1.7%(4月同比下降7.2%, 5月同比增长0.5%), 交通运输、住宿餐饮、文化服务、体育休闲娱乐等服务业PMI大幅回升。(2) 货币信贷宽松、房地产放松、车辆购置税减免、专项债发行提速、政策性信贷加码等经济政策放松, 推动房地产、汽车销售大幅改善和基建投资较快增长, 商品房销量降幅显著收窄(一线城市同比转正), 乘用车零售同比增长20%以上, 基础设施投资增速或超6%。(3) 供应链恢复和海外高通胀, 可能支撑出口增速小幅反弹, 6月出口新订单指数和进口指数有所回升。(4) 前期被封需求逐渐释放, 4、5月被封的部分需求延迟释放, 推升6月统计数字。(5) 市场之前对政策和经济的预期较低(动态清零严格坚持到4Q, 政策公信力下降, 经济反弹是U型而非V型)。

■ 下半年经济延续修复, 但修复速度或逐步放缓

(1) 防疫管控仍有放松空间, 但在动态清零框架下进一步放松空间可能越来越小, 而防疫管控放松是否引发局部地区疫情反弹也值得关注。(2) 经济政策将保持宽松状态, 但进一步宽松空间可能逐步下降。经济增速仍显著低于潜在增速, 局部地区经济、房地产、财政和金融形势比较严峻, 经济政策仍需保持宽松状态。但货币流动性已经比较宽松, 利率处于较低水平, 上半年已基本用完全年专项债额度, 核心资产价格(龙头股和一线房产)显著反弹, 粮食、能源价格居高等和生猪价格大幅反弹推动CPI通胀逐步回升, 经济政策进一步宽松空间可能逐步下降。(3) 经济增速仍有修复空间, 但经济重启和宏观政策放松带来的修复动力将逐渐释放, 疫情困扰长期化和近年来调结构、去杠杆、强监管、碳减排等政策导致的家庭和企业收缩性思维很难在短期内改变, 恢复经济体系的动物精神需要更长时间, 这意味着家庭消费、房地产开发投资和制造业投资恢复到一定增速后可能很难进一步提升, 经济增速很难恢复到潜在增速水平。(4) 全球经济开始二次下行, 衰退风险上升, 中国出口和制造业投资可能先后放缓。

总体来看, 预计中国GDP增速将从第二季度的0%附近回升至第三季度的4%和第四季度的4.7%, 全年GDP增速可能从2022年的3.4%回升至2023年的6.5%, 2022-2023年两年平均增速为4.9%, 低于2020-2021年两年平均增速5.1%, 也显著低于潜在增速5.5%。

■ 中国政策

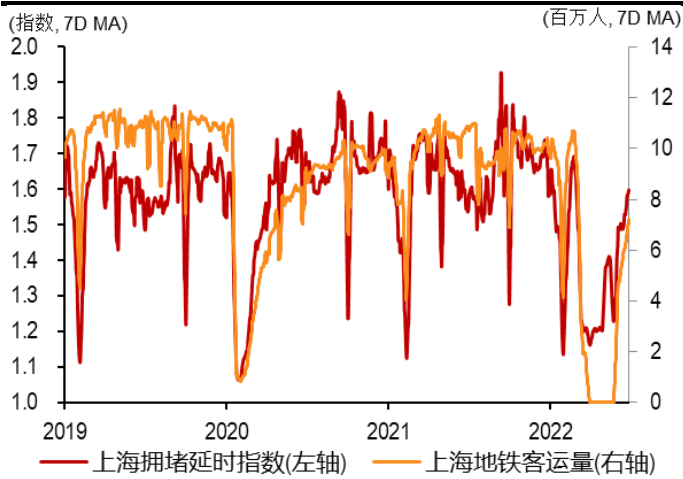
(1) 货币政策可能保持宽松状态, 进一步宽松空间下降。流动性将依然偏松, 因经济远未恢复到疫情前水平, 各地区各行业复苏不平衡, 但随着经济不断修复和CPI增速温和上升, 流动性最宽松时刻将逐渐过去, 货币市场利率可能已经见底, 未来或在低位运行一段时间后小幅回升。由于3季度到期逆回购、MLF等因素导致大量流动性回笼, 三四线城市经济复苏落后和近期风险事件导致地区性小银行面临更大压力, 央行有可能针对中小银行或区域银行实施定向降准。随着经济修复和CPI通胀温和上升, LPR进一步下调可能性下降,

但信贷供应政策仍将比较宽松，因为家庭消费信心和企业资本支出需求仍然疲弱，中长期信贷需求依然较弱。

(2) 财政政策增量空间。积极财政增量政策理论上包括提高赤字率、发行特别国债或上调专项债额度，这些政策本质是改变原定财政预算，扩大政府广义赤字与债务，能否实施存在不确定性。目前增量政策的思路：一是把未来政策空间和工作量提前，今年上半年新增专项债发行 3.4 万亿元，比去年同期多 2.4 万亿元，完成全年新增额度 3.65 万亿元的 90% 以上，中央政府要求这些资金在 8 月底前基本使用完毕。由于上半年将全年额度基本发行完毕，下半年面临类似财政悬崖问题，预计第四季度可以提前使用并发行 2023 年部分专项债额度，规模或超过今年提前一批的 1.46 万亿元，但第三季度将面临没有专项债发行额度问题，需要其他政策对冲。二是政策性银行发挥准财政作用，解决因地方财政困难而出现的项目资本金不足、项目建设滞后和项目款拖欠等问题，目前已经确定政策性银行发行金融债券等筹资 3000 亿元，可以发放资本金贷款（不超过项目资本金 50%）或者项目资本金过桥贷款，本质是降低地方项目资本金比例要求，允许更大比例加杠杆，同时调整政策性银行信贷额度 8000 亿元。

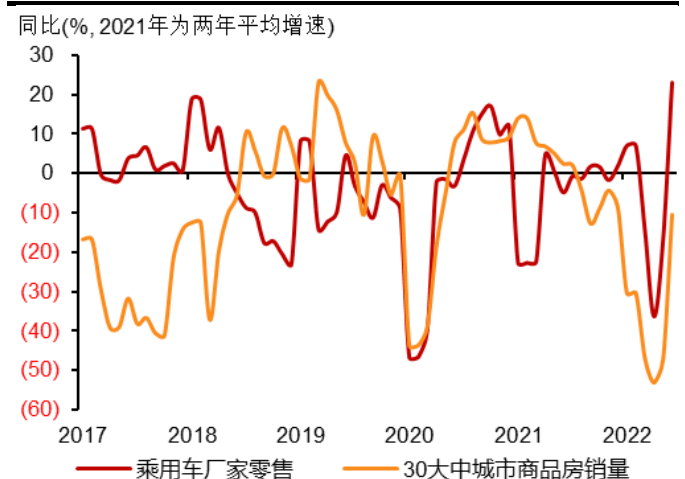
(3) 其他政策。房地产政策延续总体宽松和因城施策格局，按揭贷款合同利率仍有小幅下降空间，地方层面限购、限价、限贷等政策可能延续放松趋势。平台政策总体向好，年内完成整改，进入常态化监管，因平台企业关系就业稳定和数字经济竞争。中央高度重视粮食和能源安全，农业、水利、能源等方面投资将保持快速增长，短期内煤炭产能将显著扩大，中长期内将加快风光新能源基地建设。

图 1: 上海车流与人流



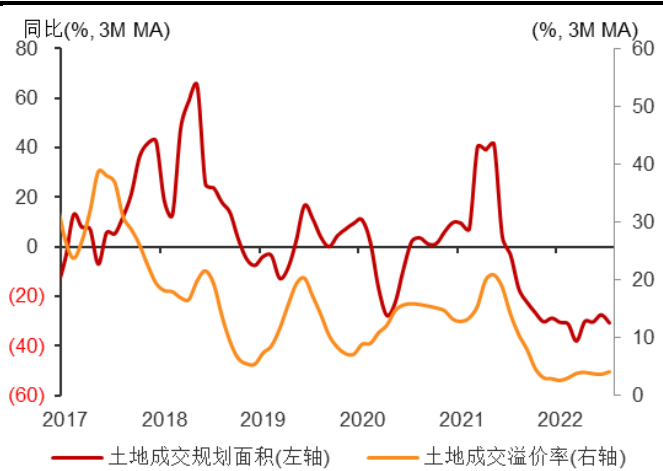
资料来源：Wind, 招银国际环球市场

图 2: 中国乘用车与商品房销量



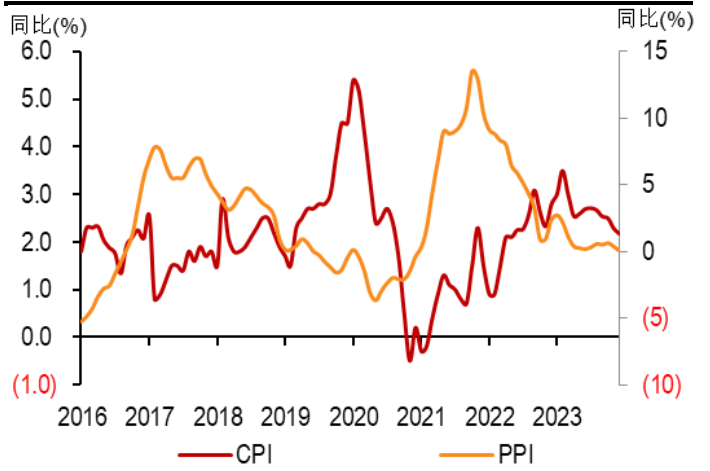
资料来源：Wind, 招银国际环球市场

图 3: 中国土地市场成交状况



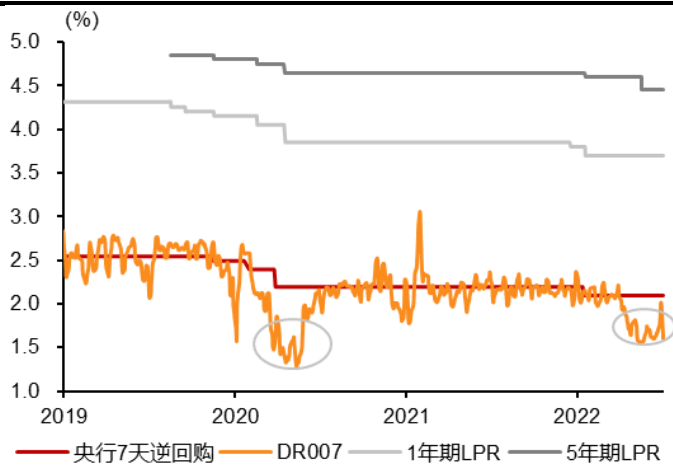
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 4: 中国 CPI 与 PPI



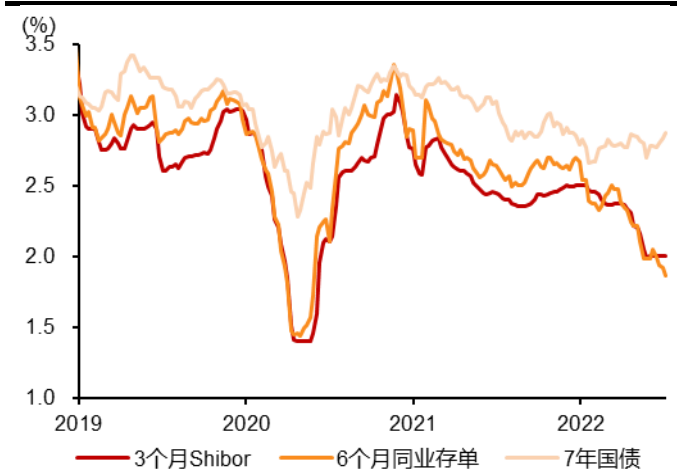
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 5: 中国央行政策利率



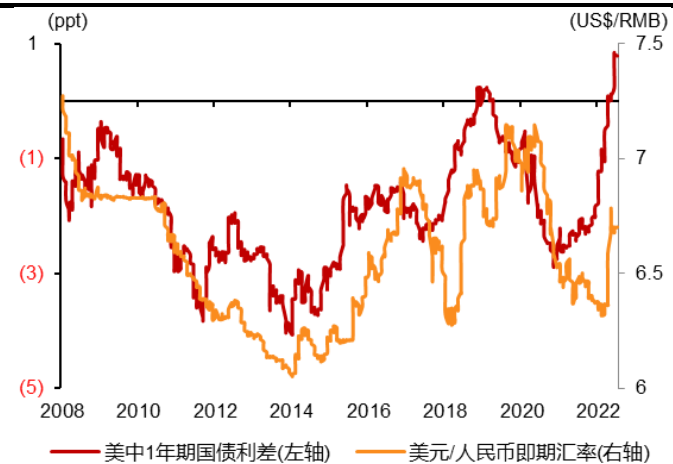
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 6: 中国 3 个月 Shibor 与 7 年国债利率



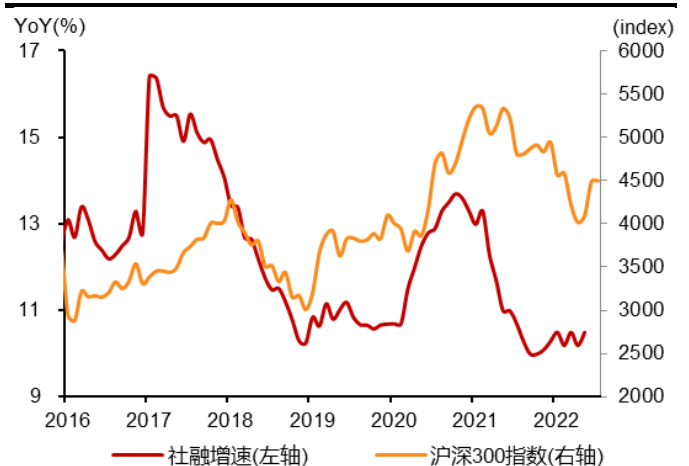
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 7: 美元/人民币汇率与利差



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 8: 社会融资存量增速与沪深 300 指数



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

美国宏观

■ 通胀已然见顶但下行迟缓，衰退风险上升但可能在远期

美国通胀已经见顶但下行迟缓。一方面商品通胀开始回落，因商品需求经过前期透支而大幅下行，商品供应链逐步改善；另一方面服务通胀仍居高不下，因服务需求仍有一定修复空间，服务供应受劳工短缺及成本上升影响较大。预计美国核心 PCE 通胀可能从 2022 年 1 季度的 5.2% 和 2 季度的 4.8% 降至 3 季度的 4.6% 和 4 季度的 4.1%，仍大幅高于美联储 2% 的目标水平。

市场对衰退交易升温，但近期发生衰退可能性较小。近期市场交易衰退升温，美国长期国债利率显著回落，可选消费、资本品等对衰退风险敏感板块大幅落后市场，预期美联储加息幅度回落，预期美联储降息时点提前。但我们认为美国近期不太可能出现衰退：1) 当前通胀处于高位，劳工短缺刺激薪酬大增，服务消费仍有一定修复空间，货币幻觉、高消费习惯和服务业修复等因素可能支撑现价消费较快增长；2) 企业高利润支撑资本支出平稳增长，供应链和劳工成本压力推动设备和技术投资大幅增长；3) 考虑到当前高通胀，实际利率依然非常低，货币政策仍处于偏松状态。

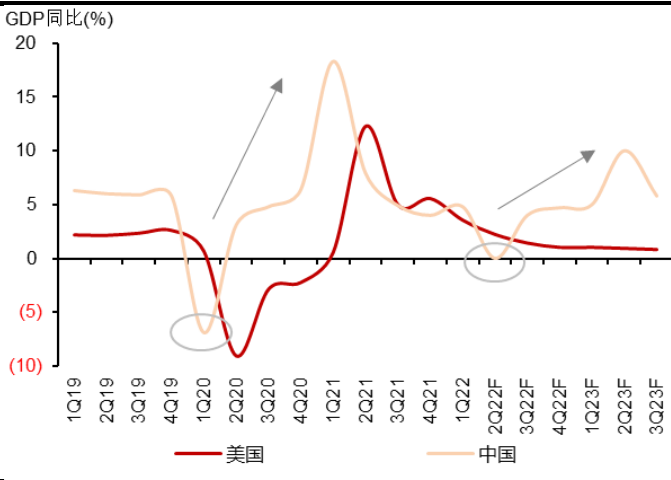
美国经济可能出现两轮下行过程，第一轮下行发生在今年上半年，主要受前期需求透支、高库存对需求挤出、劳工短缺和成本挤压影响，但可能不会陷入衰退，下半年可能迎来高库存消化和供给约束缓解，第二轮下行可能发生在 2023 年，主要由于政策紧缩效应显现后需求全面冷却，很多行业可能出现量价齐跌，经济可能陷入衰退。

美国经济 2023 年可能出现的衰退大概率是中小型衰退，发生银行危机和大衰退的概率较小。一方面，过去两年联邦政府加杠杆转移支付给私人部门，保护了私人部门资产负债表，家庭部门财务稳健，目前债务负担率 9% 左右，距离 12% 危险线仍有较大距离(利率上升 1 个百分点推升债务负担率 0.9 个百分点)；另一方面，美国银行体系稳健，资本充足率较高，信贷质量优良，抵押贷款中次级贷款占比不到 2%(次贷危机前夕占比超过 25%)。

■ 美联储加息最剧烈时刻将逐渐过去

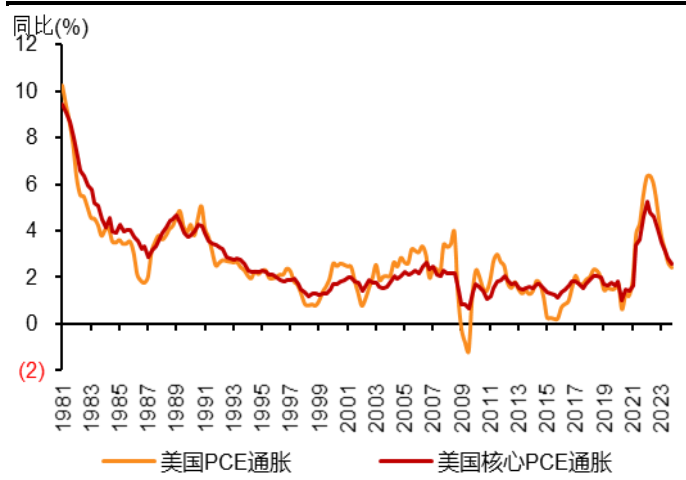
短期内通胀居于高位，经济需求面表现不错，美联储将延续较大幅度加息。但随着供给约束缓解和需求放缓，通胀将逐步回落，远期衰退风险不断临近，美联储会逐渐考虑避免第二次犯错误，加息最剧烈时刻将逐渐过去。预计 7 月美联储可能加息 50 或 75 个基点，9 月视乎 7、8 月份经济和通胀仍可能加息 50 个基点，年底利率水平可能升至 3%-3.25%，此轮加息周期中政策利率峰值可能在 2023 年 1 季度，达到 3%-3.25%。

图 9: 中美 GDP 同比增速



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

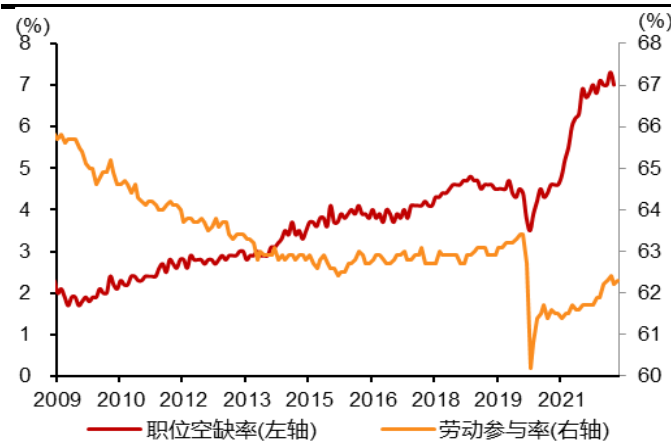
图 10: 美国 PCE 通胀



注: 2022年第二季度以后为彭博一致预测值

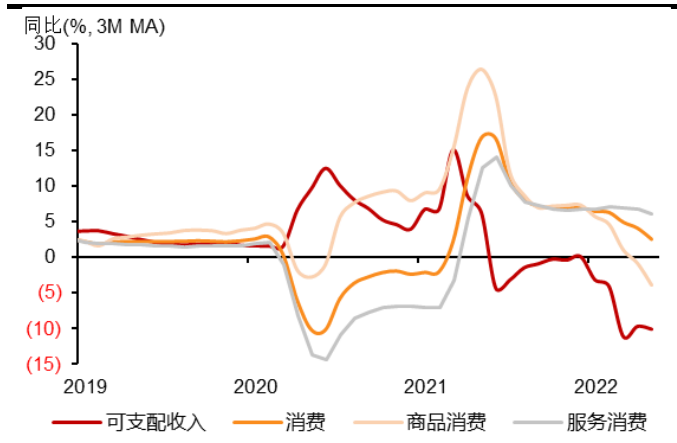
资料来源: Bloomberg, 招银国际环球市场

图 11: 美国劳工短缺



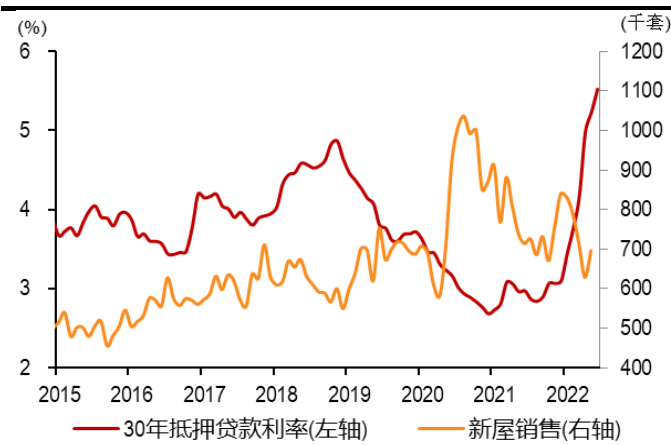
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 12: 美国家庭不变价收入与消费



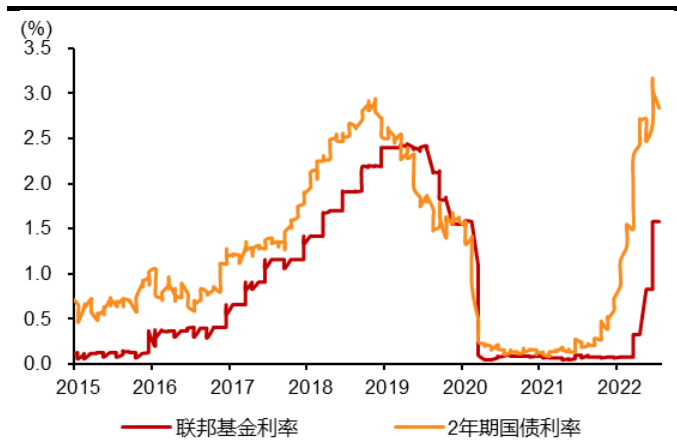
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 13: 美国抵押贷款利率与新屋销售



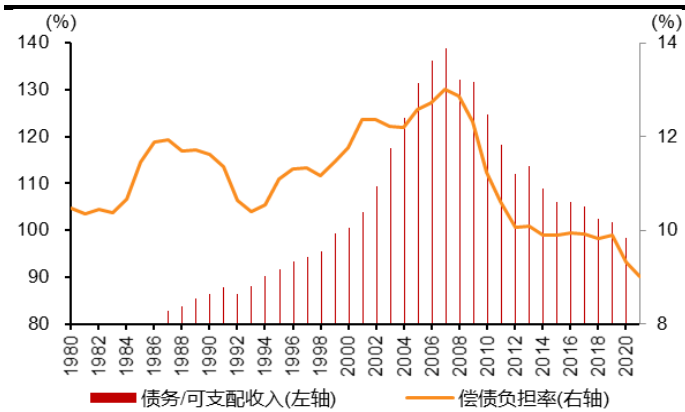
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 14: 美国政策利率与 2 年期国债利率



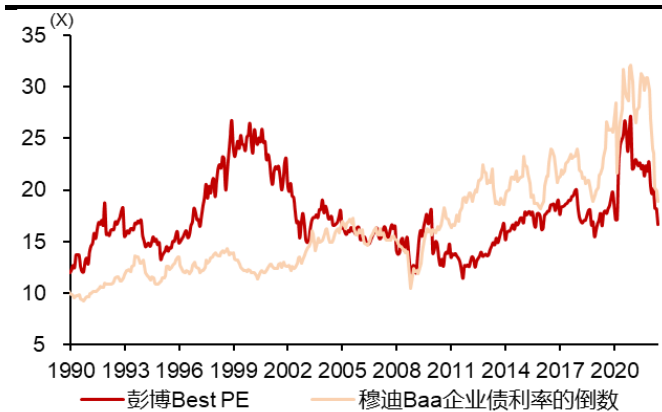
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 15: 美国家庭债务率与偿债负担率



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 16: 标普 500 指数估值



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

港股策略

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

■ 港股走势判断 - 继续跑赢美股, 但跑赢幅度料趋温和

预计香港股市在7月份将延续6月份强势, 继续跑赢美股, 主要由于中美的经济周期、货币政策和股市周期处于不同阶段 - 美国经济放缓、货币政策急速收紧、股市今年初才见顶; 中国经济回稳并复苏、货币政策偏向宽松、股市去年初已见顶。

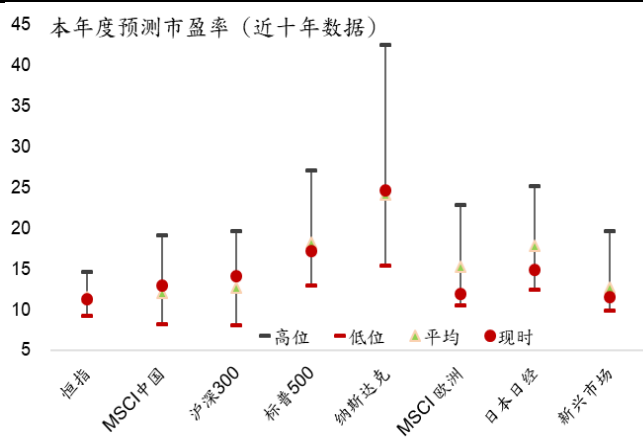
盈利预测的变化亦可能令中港股市本月继续跑赢美股, 因为美股下周进入二季度业绩期, 考虑到二季度美国通胀超预期、货币政策加快收紧, 企业可能于公布季绩时调低指引, 以反映原材料和财务成本上升, 分析员亦可能调低盈利预测, 令美股出现先杀估值、后杀盈利的情况 (与港股一年前的情况相若)。港股方面, 盈利预测于过去两周变化不大, 相信未来几周亦会大致稳定 (7月底才进入业绩期), 过去四个月之盈利下调趋势暂告一段落。

不过, 鉴于港股和美股之今年预测市盈率分别回升及回落到过去十年均值附近 (图1), 估值差距已较一两个月前收窄, 因此预期港股于7月份跑赢美股的幅度将不及过去一两个月。

■ 焦点板块 - 继续偏好成长股

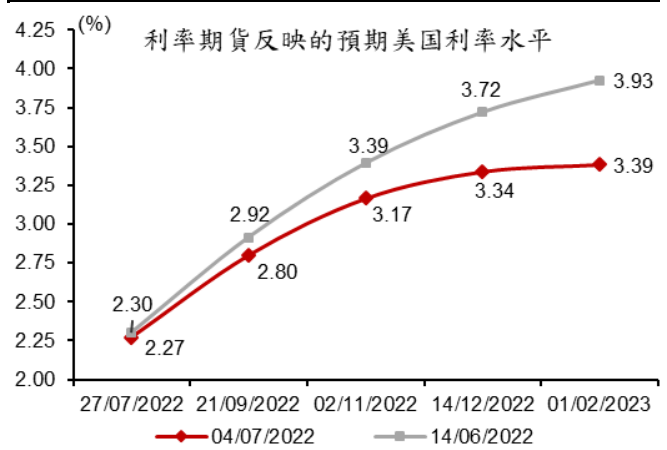
我们于6月份看好中国互联网、可选消费等成长股可获向上重估, 同时估计资源股、国际和香港银行股跑输, 结果如我们预期。7月份我们维持此观点, 主要原因之一是美国通胀及加息预期缓和。利率期货显示, 市场对美联储之加息预期于6月中已见顶, 当时估计今年年底联邦利率升至3.72%, 但该预测水平现已回落至3.34% (图2)。加息预期降温, 一方面支持成长股之估值, 另一方面不利国际和香港银行股之净利差前景。此外, 加息预期降温的背后逻辑主要是忧虑美国经济陷入衰退, 不利大宗商品之需求。

图 17: 近期中国股市上升、美股下跌, 估值趋近十年均值



资料来源: 彭博, 招银国际环球市场

图 18: 市场对美国加息预期自6月中起降温



资料来源: 彭博, 招银国际环球市场

科技

| 伍力恒 / alexng@cmbi.com.hk (852) 3900 0881
| 杨天薇 / lilyyang@cmbi.com.hk (852) 3916 3716

■ 未来3个月看法谨慎乐观

进入下半年传统旺季，我们预计受到宏观经济较多不确定因素影响，下游景气度仍持续分化，7-8月业绩期也导致板块波动加剧，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，如光学升级、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，预期三季度行业需求较为疲弱，建议关注苹果新品发布和 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：预计下半年需求结构分化，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。

■ 推荐买入小米集团、韦尔股份、中际旭创

- 1) **小米集团**：预计下半年疫情后需求恢复，看好高端机型战略和市场份额提升，高端化和海外用户增长推动互联网收入稳定增长。
- 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

我们预计地方政府在下半年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。过去一个月，板块一些优质标的估值修复明显，部分股票单月涨幅在 20% 以上，我们预计在 8 月业绩前板块会有获利回吐的压力，但在业绩后板块估值会缓慢往上。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：近两周板块反弹~30%，受益于上海/北京解封、经济刺激政策、多家公司新用户注册重启等利好因素。短期可能因涨幅较大存在部分资金的获利回吐，但回调空间有限。**重申 2H22E 板块业绩和估值双重修复观点，6月拐点清晰**，虽然宏观修复尚需时间，存在阶段性反复，但下半年整体趋势有望震荡上行，源于：1) **政策面：**尚有潜在实质性政策利好待释放，包括滴滴事件落地、境外上市放开等；2) **基本面：**6月及3Q22基本面有望持续边际回暖（管控放松利好消费互联网+广告；版号重启后新游流水逐渐释放）。预计行业核心标的收入平均增速3Q22恢复至11% (vs. 2Q22 4%)，4Q22至15%。3) **估值面：**当前板块估值为16x/14x FY22/23E P/E, vs. 历史五年低位16x。随着后续的稳经济政策及消费逐步复苏，基于行业FY22-24E earnings CAGR 20% (其中FY23 earnings +19% YoY, 加速增长)，我们认为估值存在上修空间(~15%)，fair level有望修复至16-18x (历史五年平均为18/19x)。

推荐买入美团、拼多多、快手、网易：1) 美团：外卖增长及集团利润指引好于预期，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；2) 拼多多：GMV增速好于竞对(受宏观冲击相对小)、利润释放(预计2022年利润仍有上修空间)，长期看好农产品及多多买菜增量，估值吸引；3) 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；4) 网易：看好网易2022年新游增量(暗黑延迟已消化)及游戏出海，驱动游戏加速增长。

风险提示：疫情反复风险；宏观恢复或慢于预期。

房地产

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

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

■ 7月看法略微谨慎

房企6月销售超预期，我们反而略微谨慎：过去两周地产和物业股板块连续上涨16/14%（恒指只有+4%），主要因为1/2线城市商品房销售回暖。更令投资者兴奋的是，克而瑞公布的开发商6月销售远超预期，环比不仅上涨60%，同比也跌幅收窄至31%。但站在当下时点，我们反而略微谨慎，就像五月下旬市场极度悲观时，我们却是市场第一个转乐观而建议超配板块的券商。主要担忧有三点：1) 销售的复苏会较缓慢：6月的数据回暖一部分因为是低基数和疫情后的集中释放。而7月销售根据我们的领先指数预计会稍微转弱。2) 监管风险在提高：最新的杭州土拍中，滨江一次性拿地225亿元，超过其1Q22帐上的全部现金（164亿元）。这可能会导致监管再一次留意房企高杠杆拿地。3) 半年度业绩疲弱可导致房企下调全年度指引。所以，我们认为短期内对冲基金可能会有部分获利了结。

对于长线基金，我们还是推荐有长期市场份额提高逻辑的**中海、旭辉、华润**。物业板块方面，我们认为上升空间更大，因为第二板块社区增值服务受惠于消费。推荐**旭辉永生、金科服务、碧桂园服务**。

■ 风险提示

7、8月房企还债高峰期。

保险

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

■ 未来两个月看法乐观

1) 5-6月产险保费增速明显反弹，一方面是由于疫情管控措施放松，另一方面由于减征车辆购置税等优惠措施刺激新车销量回升，带来车险保费增速提升，同时损失率维持在低位。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) 5-6月主要上市寿险公司的低基数效应逐步开始显现，保费增速有所回升，预计随着疫情防控措施的进一步放松，三季度开始单季度新业务价值同比增速会进一步有所好转。4) 从估值上看，当前H股保险股估值处于历史低位，已经充分反映了资产端和负债端的风险因素，对长期投资来说是一个很好的买入点。

■ 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

证券市场的波动和投资资产信用风险，可能会令投资端收益下降或产生减值损失。

银行

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

■ 看法保持乐观

1) 对于二季度是经济底部的预期，市场已经达成共识；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) 目前来看，消费贷、按揭贷款等风险收益比较高的资产，投放上仍然存在压力，这将影响到银行净息差，尤其是股份制银行的净息差。5) 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。同时，今年股份行在资产端的扩张上存在压力，基本面的修复预计弱于国有行和优质城商行。

资本品

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

■ 光伏设备

短期看法乐观：上机数控(603185 CH)在六月份公布 40GW 单晶硅拉晶的产能扩张计划，我们认为硅片制造环节的扩产规模可能会超出预期，同时，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。我们持续推荐**晶盛机电**(300316 CH)，主要由于晶盛在单晶炉拥有隆基(601012 CH)以外的大部份市场份额，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，上机数控的潜在新增设备订单将为晶盛盈利带来上调空间。

■ 工程机械/重卡

看好细分板块机会：展望三季度，我们预期在低基数效应下，总体设备需求跌幅将会收窄。但我们关注目前市场共识的盈利预测仍然相对进取，因此建议等待更佳的买入时机，当前我们继续看好能源设备板块的机会，特别是在煤矿稳供应以及智能化和电动化换代周期加快下，煤矿设备需求持续强劲。推荐买入**三一国际**(631 HK)，公司所有产品线订单强劲，新业务如工业机器人外部订单理想。

医药

| 武煜, CFA / jillwu@cmbi.com.hk (852) 3900 0842
| 黄本晨 / huangbenchen@cmbi.com.hk (86) 021 3893 4986
| 王银朋 / andywang@cmbi.com.hk (852) 3657 6288

■ 推荐标的

CXO 板块首选昭衍新药 (6127 HK)、药明生物 (2269 HK)、药明康德 (603259 CH、2359 HK)、泰格医药 (300347 CH、3347 HK)；Biotech 板块首选信达生物 (1801 HK)、百济神州 (6160 HK、62235 CH、BGNE US)、诺诚健华 (9969 HK)、天境生物 (IMAB US)；此外看好爱康医疗 (1789 HK)、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) 昭衍新药：**新订单维持强劲增长势头，5 月的新签订单同比增长 60% 左右；全年新订单增速目标仍然维持在 40% 以上；公司拥有非人灵长类实验动物战略资源储备，将进一步提升在安评领域的龙头市场地位，并享受较强的定价能力。**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，信迪利单抗 (PD-1) 于 6 月获批一线食管鳞癌和一线胃癌两项大适应症，今年有望通过简易续约方式新增医保覆盖一线食管鳞癌和一线胃癌适应症。**3) 锦欣生殖：**武汉医院的 IVF 业务有望在下半年开始恢复运营，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) **6月全行业与新能源都有望超预期**: 我们预计6月新能源车批发量或创历史新高至52万辆, 高于我们预期4%。整体乘用车批发和零售销量或都超过我们预计10%左右。刺激政策下的第一个月超预期。

2) **新能源估值或成投资者顾虑**: 尽管我们对刺激政策并不影响新能源销量的判断在6月得到了验证, 新能源车企的股价上升速度仍超我们预期, 叠加汽车行业作为解封后边际改善最明显的行业, 我们担心市场预期是否有些过满。随着3季度开始不少新能源车企开始交付3月后涨价的车, 部分车企环比改善空间变小。

3) **新势力股价催化剂或开始传统化**: 随着包括比亚迪、埃安、哪吒及零跑等中端新能源车销量的环比激增使竞争白热化, 投资者在短期可能弱化头部新势力的技术优势和终局思考的因素, 转而更看重月度数据、新车周期和盈利能力等传统汽车行业关注的催化剂。我们认为头部新势力目前仍具备估值溢价, 但提醒投资者也要留意催化剂传统化的短期主要矛盾。

■ 推荐标的

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**蔚来 (NIO US/9866 HK)**、**小鹏 (XPEV US/9868 HK)** 和**理想 (LI US/2015 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)**。投资者也可以留意特斯拉的北美座椅骨架供应商**亿和控股 (838 HK)**。

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

市场对二季度盈利风险的定价已较充分。近期中国股票市场情绪回暖, 我们认为主要受稳增长政策持续加码和上海复工复产提振。下半年消费者信心有望持续修复, 前期被压制的需求有望逐渐释放。但二季度消费受创较大, 后续消费复苏之路或不平坦。不过, 经过近三个月的盈利预期下调, 市场已较充分定价了上半年的盈利风险。不考虑新的疫情不确定性, 当前估值水平下抄底机会或已现。我们建议投资者对二季度的业绩下滑不必再过分担忧, 转而聚焦布局下半年的业绩改善行情。

■ 推荐标的

啤酒: 啤酒板块将优先受益于经济复苏, 是对复工复产敏感度最高的消费子版块之一。维持首推**华润啤酒 (291HK)**, 买入。

电子烟：行业困境反转曙光显现。随监管新规落地、新品逐渐获批上市，行业有望自四季度起迎来业绩持续改善。首推**思摩尔国际**（6969HK，买入），公司一次性电子烟等新品已在审批中，有望于四季度上市，助力公司2023年业绩显著改善。

免税：国内旅游有望成为下一批迎来政策放松的板块，叠加四季度节庆集中，前期被压制的旅行和消费需求有望加速释放，助力公司业绩向上反转。继续推荐**中国中免**（601888CH，买入）。

美妆：我们看好积极布局高增长潜力细分赛道、在上述核心竞争要素方面实力领先或具有超预期改善潜力的公司。首推在研发、产品创新、全渠道营销等方面综合实力领先的本土龙头**贝泰妮**（300957 CH，买入）和**珀莱雅**（603605 CH，买入）。

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：随着上海解封，6月消费行业销售表现明显改善，可选消费板块的股价亦反弹了约20到30%，虽然如此，我们认为对未来三个月的表现仍然较为乐观，因为1)我们预期夏天病毒感染情况会较少，而且随着国家对防疫和帮扶经济的政策双轨并行，未来出现大规模防疫措施的概率亦会下降，2)提振消费政策陆续出台和见效，都会利好市场情绪，带动估值进一步修复。而且1)进入下半年，特别是4季的低基数，2)加上最近各种原材料价格回落，以及3)人民币贬值，都可令下半年的利润增长较快。展望未来，若公司受上半年的疫情拖累需要下调财务指引，我们认为都是中线投资加仓的好机会。

体育用品行业维持看好：

4月5月行业压力巨大，但受惠于6月强劲的增长(特别是618亮丽的表现)，2季度的复甦速度快于我们的预期(此前预计复甦速度会和20年相约)，我们估计市场已经消化了2季度业绩下调的拖累，并认为22年全年业绩指引下调幅度比较有限。但在3季度，因为海外品牌积极处理库存的策略，整体的利润率可能会受到一些影响。不过这并不改变中线的投资价值。未来不论是国内或海外品牌，在下半年都很有机会录得增长。

餐饮行业维持中性：

6月业绩有较大的反弹，带动了板块的估值修复。预期2季度的亏损仍会拖累上半年业绩，但我们相信最坏情况已经过去。受惠于低基数，以及各品牌采取的成本减控措施，下半年大概率会出现增长。不过基于我们的假设(复甦速度会略为慢于20年的水平)，估值仍然偏高，所以可以买入，但目前上升空间较少。

家电行业上调至看好：

6月销售下滑仍然巨大，特别是线下渠道，但其实对比5月，已经明显收缩，受惠于618，线上从新录得增长，特别是6月底的同比增长明显。虽然短期内经济和房价下行都令需求偏弱，但因为房地产销售已经开始改善，拐点应该会慢慢到来。基于618期间有限的折扣和推广的力度，所以我们认为未来价格战的可能性较低，而各品牌亦有机会重新涨价，配合原材料价值回落和人民币贬值，毛利率将会逐渐改善。而且未来美国亦可能检讨或减少对中国产品所征收的关税，对家电板块，特别是小家电而言，都是利好。

服装行业上调至看好:

经历了去年 4 季度的暖冬，今年 1 和 2 季度的疫情爆发，我们认为 3 季度应该大概率是拐点，未来可见底回升。加上过去 2 年比较谨慎的订货和主动清理库存，目前行业库存压力并不大，而且折扣在 2 季度有所增加，但估计最慢也会在 3 季度见底改善，配合目前偏低的估值，只要未来业绩逐渐改善，反弹空间不俗。

长线：还是要看疫情的爆发情况。

■ 推荐标的

目前比较推荐特步(1368 HK)，因为 6 月的销售情况明显好于同业，而且李宁(2331 HK)进入 3 季度低基数，增长相信也会不俗，也可以买入。另外也推荐 JS 环球(1691 HK)，因为公司目前估值相当吸引，只要公司业绩（在行业增长较弱的情况下）符合预期，估值有不错的反弹空间，而且亦有机会受惠于关税减免。也看好波司登(3998 HK)，受惠于公司偏低的库存水平，以及确定性比较高的增长点，包括新产品、新品类、抖音、新增经销商门店等，今年增长将会较快。

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

对于在新加坡的收件人

本报告由CMBI(Singapore)Pte.Limited(CMBISG)(公司注册号201731928D)在新加坡分发。CMBISG是在《财务顾问法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG可根据《财务顾问条例》第32C条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。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。