

| 2023年8月21日

# 每周股票策略

产品及投资方案部

# 每周股票策略

---

## 海外宏观

美国住宅抵押贷款发生违约潮的概率较低

## 内地宏观

政策起效的扭转需要时间

## 市场策略

港股：政策预期重回谷底；**A股**：政策起效需时 保持耐心

## 美国互联网行业

持续看好投资价值

## 内地玻璃行业

基本面向上  
市值底部

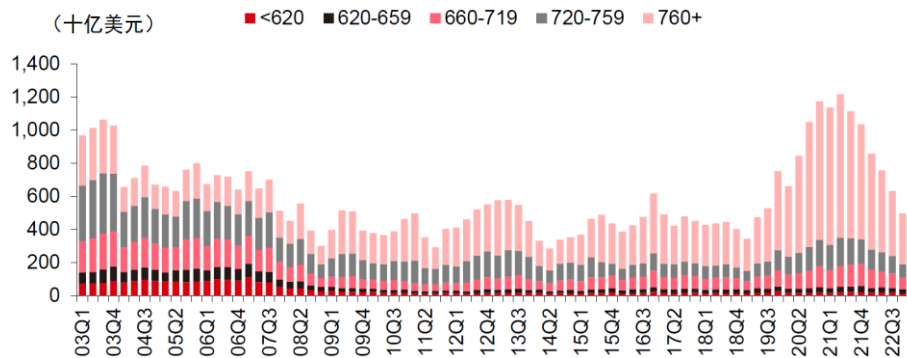
## 每周精选

短线组合建议

# 海外宏观：美国住宅抵押贷款发生违约潮的概率较低

- 从再融资规模来看，虽然以往房主会在房价上涨过程中通过房屋净值贷款等方式再次透支信用、增加杠杆，但此轮数据显示当前房屋净值提取规模远低于上一轮金融危机水平。此外，当前美国套现再融资比率也远低于上一轮金融危机时期，因而当前美国房地产市场金融风险整体可控。
- 从贷款质量来看，此轮住宅抵押贷款信用质量较高，预计本轮住宅抵押贷款发生大规模违约的风险较低。不同于2008年金融危机前信用评级低于720分的贷款占比50%左右，此轮信用优良的贷款占70%以上，此轮住房抵押借款人信用资质整体较好。
- 银行放贷规模随着总资产规模提升先上后下，根据FDIC数据，美国银行总资产规模为前5%的放贷规模仅占总资产的50%，同时，现金及存款机构应收余额占总资产超10%，证券投资规模占总资产的25%。不同规模银行储备金水平平均高于2007年，特别地，平均而言前1%银行准备金占总资产比重提升了3%以上。并且相比于2007年银行放贷均更为谨慎，现金多转化为证券投资，头部银行该现象更为明显。这反映出在金融危机后时代的严监管要求下，不同规模银行放贷更为谨慎且储备金水平更为充足，但也因此会面临证券投资损失的风险。
- 从抵押贷款支持证券的角度来看，机构抵押贷款支持证券成为市场主流，而风险较高的非机构抵押贷款支持证券的存量规模较2007年大幅下降。从美国银行持有的主要资产证券投资的结构来看，虽然银行持有了较多住宅住房抵押贷款证券(MBS)，但是主要为政府机构或政府支持企业(GSE)发行或担保的住宅地产抵押贷款支持证券(RMBS)，风险相对较为可控。随着美联储加息步入尾声，未来住宅MBS未实现损失进一步增加的风险较低。
- 整体而言，在美国房地产存在刚需支撑的背景下，住宅抵押贷款发生像2008年那轮违约潮的概率较低，银行端住宅贷款以及住宅贷款相关的证券资产的风险也较为可控。

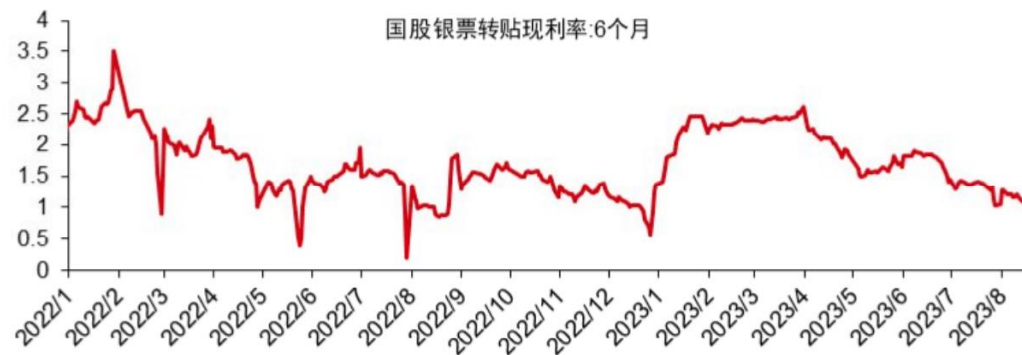
美国抵押贷款评级分布显示此轮借款人质量远高于上一轮房市泡沫时期



# 内地宏观：政策起效的扭转需要时间

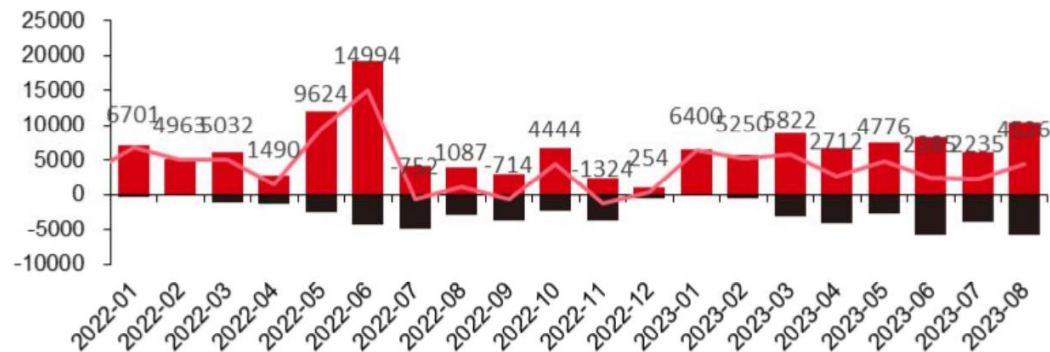
■ 我们认为，8月内地政府债发行提速放量，有望支撑存量社融维持8.9%的同比增长，与7月持平，社融增长大概率不会再继续放缓。从高频数据来看，8月国内经济正展现出积极变化。工业生产方面，开工率与产能利用率指标均表现出同比高增长或环比复苏。大宗消费方面，根据乘联会数据，8月前两周汽车零售同比上升5.33%，批发销售同比上升6.17%，8月汽车消费有望超预期。进出口方面，出口运价基本持平，对美运价已出现触底回升。尽管地产政策、化债政策、政府增加开支的效果可能要到9月才有所体现，但目前来看8月经济数据相对7月至少不会再进一步恶化。

### 票据利率仍维持在低位



资料来源：Choice、中信证券

### 地方债净融资额



资料来源：Wind、中信证券

注：2023年8月数据截至8月18日

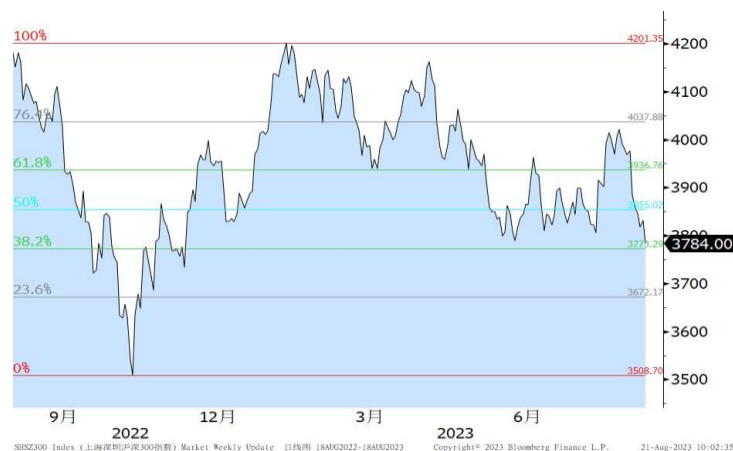
# 市场策略： 港股：政策预期重回谷底 A股：政策起效需时 保持耐心

- **港股策略：**内地下调LPR幅度低于预期，港股情绪及政策预期重回谷底。7月内地地产基本面表现不佳，政策目标在于防范系统性风险，避免房价过快下行，阻断信用风险蔓延，推动行业行稳致远发展，政策会持续出台以达到调控目标，当前政策工具箱储备仍然丰富，一、二线城市“四限”还有放松空间。预计内地整体政策效果的最早体现可能要到9月，情绪扭转需要时间。建议关注产业主题和政策主题如：**自主可控领域中的半导体、AI国产化的催化，基本面视角下关注盈利持续改善的运营商，新能源车关注自动驾驶技术进步推动下产品革新力的整车厂及供应商。**从政策主题来看，围绕后续政府开支的增长，建议关注数字经济主题。
- **A股策略：**从市场目前的状态来看，政策预期从无到亢奋再回到冰点，情绪也重回谷底，市场环境已具备以往历史底部的特征。其次，从政治局会后的政策动向来看，财政政策会变得更加积极，化债举措已在稳步推进，地产领域的进一步宽松可期，部分城市已衍生出多样化的放松举措，活跃资本市场政策率先落地，放松优质证券公司资本约束超市场预期。最后，**政策落地后的作用来看，预计政策效果的最早体现可能要到9月，但8月经济数据不会进一步恶化**，市场情绪已经进入失望和宣泄阶段，情绪扭转需要时间。市场再现三重谷底，已具备以往历史底部特征；政策积极信号已非常明确，政策举措正不断落实，须坚定信心；**政策起效及市场情绪的扭转需要时间，须保持耐心；择机布局产业及政策主题。**

### 恒指走势图 (黄金比率)



### 沪深300走势图 (黄金比率)

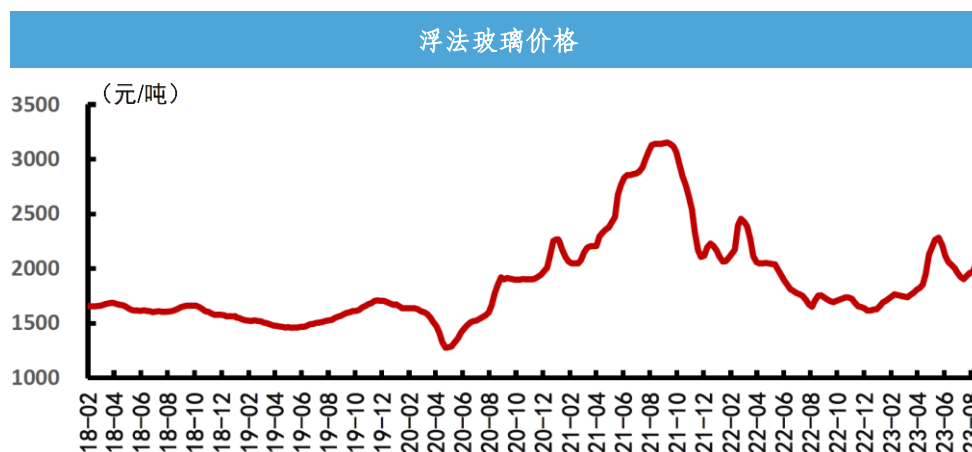


资料来源：彭博、中信证券 截至18/8/2023

- 美国7月零售数据显示，零售销售环比增长0.7%，同比增长3.2%，其中以电商为主的 Nonstore retailer 同比增长10.3%，超出市场预期。微观层面，沃尔玛等零售商在财报公布后上调全年业绩指引。强劲的销售数据展示了美国宏观经济的高韧性，对美股互联网板块而言，在线广告、电商将显著受益美国消费的高韧性，使得互联网公司的业绩确定性相对较高。
  - **电商板块：主要零售商上调业绩指引，利润持续改善。**在已经披露业绩的美股零售公司中，我们看到宏观经济的高韧性带动了收入层面的加速改善，如亚马逊二季度北美业务同比增长11%，沃尔玛营收同比增长6%，两家零售巨头亦在利润层面实现大幅改善。对三季度及全年，根据各公司财报，亚马逊给出1,380亿美元至1,430亿美元的收入指引(对应增速9%-13%)，沃尔玛则预计FY2024合计收入同比增长4%-4.5%(上季度指引3.5%)。两家零售巨头均指出个护、食品是增速较快的领域，亚马逊依靠履约效率的大幅提升以及对医药的布局(如与加州蓝盾进行合作等)，实现了份额的稳定增长，而资本开支的降速亦带来利润的提升。
  - **在线广告：预计将受益零售业务的高景气。**除电商业务外，北美在线广告行业亦将受益。电商以及零售是Meta、谷歌最大的广告主，北美零售业务的高景气有望推动广告投放需求逐步提升。我们预计2H23年北美在线广告市场将实现双位数以上增长，主要驱动力将来自消费行业的线上化，预计将显著带动亚马逊、Meta、谷歌等广告收入的增长。电商业务之外，我们看到Meta为代表的短视频转型推进顺利，二季度单日播放量超过2,000亿次，年化广告规模达100亿美元。AI与电商的融合，如Meta的 Advantage+shopping、亚马逊的Titan模型以及谷歌的Performance Max等产品，亦将带动广告单价的提升。
- 目前，美股互联网公司整体估值仍处在过去五年中枢的下方，考虑到收入层面的复苏以及经营杠杆带来的利润改善，我们持续看好美股互联网板块的投资价值，建议关注亚马逊 (AMZN US)、Meta (META US)、谷歌 (GOOGL US) 等一线互联网巨头。(中信证券 - 陈俊云)

# 内地玻璃行业：基本面向上 市值底部

- 进入今年7月中旬，浮法玻璃旺季去库开启，销售持续好转，厂家库存连续五周出现较大幅度下降。社会库存虽然有分化，但总体绝对额并不高，后续仍有吸收空间。
- 价格来看，浮法玻璃涨价去库的特征明显，下游快速补货带动价格回升，而成本端的明显下降也在加速玻璃企业的盈利回暖，我们预计后续盈利仍有上行空间。
  - 供给端：根据卓创资讯数据，目前行业在产产能为17万吨，处于近年来中枢水平，较2020年下半年及2021年全年略低。整体来看，在旺季期间能释放的有效产能较为有限。另外行业中高龄产线数量仍较多，后续产能存在减少空间。
  - 需求端：2023年上半年整体开工进度不及预期。但三季度在住建部和各地政府的推进下，保交楼需求有望边际向好，我们预计将带动玻璃需求持续改善。
- 从行业龙头的市值来看，旗滨集团(601636 CH)、信义玻璃(868 HK)市值均已回落至2020年下半年周期启动时的水平，已位于底部区域，具备较高安全边际；且周期启动时具备较大向上弹性。估值来看，当前时点龙头企业市净率估值已处在底部区域，具备较高配置性价比；且由于玻璃龙头企业长期保持较高的分红率，若考虑到分红的影响，则市净率估值性价比更高。
- 近期浮法玻璃库存下降、价格/盈利回升，行业基本面持续向上。随着进入旺季，叠加保交楼需求有望边际改善，我们预计玻璃需求将持续向好；供给端来看，预计去年冷修未复产的产能在旺季难以快速释放，后续新增有效供给有限，且考虑到行业仍有大量高龄产线处在运行状态，未来供需格局仍较优。供需优化且成本下行，我们看好浮法玻璃旺季盈利弹性。
- 从市净率的角度来看，当前时点龙头企业市净率估值已处在底部区域，若考虑到高分红率的影响，则估值性价比更高，具有较高配置价值。建议关注旗滨集团、信义玻璃、南玻A(000012 CH)。



# 每周精选：短线组合建议

风险等级：1

## 短线交易建议^

公司	推荐日期	行业	流通市值 (亿港元)	收盘价 (港元)	目标价 (港元)	潜在涨幅 (%)	市盈率(倍)			PEG(倍)	市净率(倍)	息率(%)	一周涨跌 (%)	本年涨跌 (%)	推荐后涨跌 (%)
							23E	24E	22-24E	23E	23E				
同程旅行 (780 HK)	19/04/22	旅行社	194	17.12	24.00	40.2	18.8	16.0	NA	2.1	0.0	(4.9)	(8.8)	25.0	
中国重汽 (3808 HK)	10/01/23	重卡	97	14.70	20.00	36.1	10.0	8.0	0.3	1.0	4.1	(2.4)	35.1	18.7	
阿里巴巴 (9988 HK)*	18/04/23	互联网	14,005	87.00	142.00	63.2	10.8	9.3	0.7	1.7	0.0	(8.7)	0.9	(8.2)	
耐世特 (1316 HK)	25/07/23	汽车零件	69	4.91	7.00	42.6	12.2	8.0	0.3	0.8	2.1	(8.4)	(3.9)	(11.1)	
中国国航 (753 HK)	10/01/23	航司	100	5.88	6.81#	15.8	53.5	9.9	NA	2.3	0.2	(7.8)	(15.4)	(19.2)	
友邦保险 (1299 HK)	10/01/23	保险	8,019	69.65	101.00	45.0	15.8	13.7	0.9	2.3	2.4	(4.5)	(19.8)	(19.3)	
长飞光纤 (6869 HK)	24/04/23	通讯设备	18	10.70	26.00	143.0	5.5	4.9	0.6	0.7	5.4	(2.9)	(23.0)	(34.8)	
天齐锂业 (9696 HK)	20/09/22	原材料	44	44.70	80.00	79.0	4.1	5.2	NA	1.0	4.7	(5.7)	(19.9)	(45.5)	
蒙牛乳业 (2319 HK)	24/01/22	乳业	748	25.25	45.00	78.2	14.9	12.8	1.3	2.1	1.9	(5.6)	(27.6)	(45.9)	

资料来源：彭博、中信证券 截至18/8/2023 \*年化 #彭博综合预测



- **同程旅行 (780 HK)** – 2023年一季度收入25.86亿元/+50.5%，较2019年同期+45.0%，经调净利润5.04亿元/+105.6%，经调净利率19.5%，达到疫情以来单季利润率最高。2023年公司战略重心逐渐从获新客到提升老客用户价值，一季度公司月活用户付费率14.5%/ +1.6百份点，成果初显。短期看暑期、十一为休闲游出行旺季，公司恢复度有望进一步提升。长期看公司通过打通新圈层、丰富新服务、拓展新场景不断拓展业务边界，疫后复苏背景下公司增速持续领先行业，且疫情期间公司通过数字化、组织梳理效率提升，未来收入增长背景下利润率有望持续提升。(中信证券 – 姜娅)
- **中国重汽 (3808 HK)** – 据第一商用车网报道，2023年7月，中国重卡市场销售各类车型约6.5万辆，同比+44%，环比-25%，环比下降的主要原因为：一) 6月季末冲量、有一定销量透支；二) 天气高温多雨，有一定季节性因素。我们认为出口的高速增长、老旧国四车辆的淘汰、天然气渗透率的提升、潜在基建刺激政策的出台等都将为下半年的行业销量注入动能。2023年上半年重卡板块业绩的再超预期已印证了盈利能力正快速恢复，我们认为这种恢复在下半年仍将持续。中国重汽预计2023年上半年实现归母净利润23.0亿~25.7亿元，同比+80%~+100%，中值为24.4亿元，超市场预期。我们认为潜在出口的高速增长、基建刺激政策的出台、老旧国四车辆的淘汰等都将为下半年的行业销量注入动能。中长期来看，在重卡更新替换周期到来+国四淘汰+出口快速增长等利好因素支撑下，行业有望迎来持续成长，公司作为行业龙头有望显著受益。(中信证券 – 尹欣驰)
- **阿里巴巴 (9988 HK)** – 2024财年一季度(截至今年6月)，公司收入及利润均大幅超出市场预期，实现营收2,341.6亿元(同比+14%)，超出彭博一致预期(5%)；实现Non-GAAP净利润449.2亿元(同比+48%)，超出彭博一致预期(17%)。淘天集团用户为先战略成效初显，6月/7月淘宝app活跃用户(DAU)同比增长6.5%/超7%，用户的加速增长带动商家数量和投放意愿的提升，一财季零售商业客户管理(CMR)同比增长10%。此外，组织变革后各子业务独立经营及自负盈亏的能力持续强化，AIDC、菜鸟及本地生活等业务均实现强劲增长，后续也有望持续释放增长动能。我们认为，公司依然是中国长期数字化进程中的重要参与者，维持对公司中长期数字化商业服务能力相对乐观的态度。(中信证券 – 许英博)

- **耐世特 (1316 HK)** – 2023年上半年公司收入21.02亿美元，同比增长17.2%，亚太区需求高增；归母净利润为0.34亿美元，同比扭亏，盈利能力有所改善。上半年新签订单28亿美元，公司全年订单有望破60亿美元。今年上半年公司第二个线控转向定点落地，线控转向龙头地位进一步凸显。线控转向即将进入从0到1的拐点，我们看好耐世特在转向领域的软硬件长期积累助力其在行业量产拐点获将到来之际获得先机。公司是智能驾驶稀缺标的，智能驾驶时代，预计公司在转向领域的技术领先优势将进一步凸显。随着线控转向行业有望迎来量产拐点，智能驾驶浪潮将助力线控转向技术渗透率提升，为公司带来持续增长动能。我们看好公司的客户拓展能力，看好其转向系统在亚太地区的不断获得新能源智能化车型的定点。(中信证券 – 尹欣驰)
- **中国国航 (753 HK)** – 8月10日，中国文旅部公布第三批恢复旅行团出境目的地名单，共有78个国家，其中包括日本、韩国、澳洲、美国等热门旅游国家，预期下半年国际航空客运市场将加快恢复。美国三大航 2023年二季度净利润全面修复，超出市场预期，或主要受益于国际航线快速修复、票价坚挺以及航油价格同比下滑，验证疫后航空出行需求的韧性与弹性。横向对比中美航空业的修复，目前主要区别在于中国民航的国际线修复进度较为落后，我们认为与此相关的宽体机队利用率的修复为航空业全面复苏的最后一环，近期中美航线释出利好，期待航班进一步修复。中国民航较美国更具周期张力，2023年暑运量价繁荣，在今年淡旺季量价差距扩大背景下，2023年二季度业绩弹性尤其值得关注。建议关注票价弹性释放更具空间、业绩将表现出更强周期弹性的中国国航。(网络新闻；中信证券 – 扈世民)
- **友邦保险 (1299 HK)** – AIA股价最近表现疲弱，主要原因为公司于静默期暂停回购计划以及投资者对利润压力和抵港内地人士之保险业务 (MCV) 收入减少的担忧。然而，我们认为市场对于内地业务利润率下降的担忧有些过度，保单量的增长应该能够抵消利润率下降，预期仍然能实现新业务价值 (VONB) 的两位数增长。从同业公司最近的业绩结果来看，他们在香港的新业务销售继续以两位数的季度环比增长。同时，自7月份以来旅客量也有所回升，并有可能超过5月份的峰值，香港的MCV销售可能会出现惊喜。友邦将于8月24日公布中期业绩，之后回购计划可能会恢复。目前该股值水平很有吸引力，仍建议关注。(中信里昂 – Edwin Liu)

- **长飞光纤 (6869 HK)** – 伴随国家政策加大对数字经济的支持，以精品5G网络及相关应用、千兆宽带、云计算、ICT设备、数据中心、光纤光缆等为代表的数字经济基础设施，是承载数字经济快速发展的核心底座，有望在数字经济发展中重点受益。推荐重点关注运营商、ICT设备、光通信、光器件、IDC等细分行业龙头。长飞光纤去年上半年成为博创科技的控股股东及实际控制人，有望实现博创科技 (300548 CH) 与子公司四川光恒的业务协同，同时有望进一步完善长飞光纤在光通信领域的全面布局，提高公司整体竞争实力与行业地位。目前行业回暖趋势显著，海外需求旺盛，公司作为全球光纤光缆龙头供应商将有望享受充分利好。同时公司积极拓展多元化业务，有望为公司提供长期增长动力。(中信证券 – 黄亚元)
- **天齐锂业 (9696 HK)** – 2023年6月，中国从澳洲进口的锂精矿数量为30.68万吨，环比+52.8%；进口价格为4,470.39美元/吨，环比-7.9%，同比+65.0%。2023年6月，内地锂电需求回暖，推动碳酸锂及锂精矿进口量环比回升。澳矿进口价仍高于4,000美元/吨，对应锂价约27万元/吨，对现货价格有一定支撑作用。展望后市，我们预计澳矿成本高企将对锂价形成一定支撑，减缓本轮锂价下跌的速度，关注有资源优势的天齐锂业。(中信证券 – 拜俊飞)
- **蒙牛乳业 (2319 HK)** – 2023年上半年乳制品行业需求弱复苏，二季度多数乳企液奶收入环比恢复至正增长、冷饮收入维持同比较快增长，奶粉及奶酪业务承压。今年以来奶价下跌超预期，参考2014年，原奶供给大于需求，在奶价持续下跌过程中，蒙牛等绝大部分乳企盈利能力得到明显提升。参考2014年奶价下跌及乳企盈利能力提升情况，以及2023年乳企盈利诉求增强、产品结构优化、2022年盈利低基数，我们看好在促销强度有所提升下，乳企2023年依然可以实现盈利能力提升。当中，蒙牛估值调整充分、接近5年底部，处于长期配置点。(中信证券 – 薛缘)

# 免责声明：

本文由中信证券财富管理(香港)撰写。中信证券财富管理(香港)是中信证券经纪(香港)有限公司和中信证券期货(香港)有限公司的财富管理品牌。本文为一般性资讯，仅供参考之用。本文具有教学性质，但不被视为对任何司法管辖区的任何特定投资产品、策略、计划特征或其他目的的建议或推荐，中信证券财富管理(香港)或其任何子公司也不承诺会参与任何此处提及的交易。任何示例都是通用的、假设的并且仅用于说明目的。

本文是由投资/产品专员而非分析师撰写的文章汇编。它不构成研究报告，也不应被解释为研究报告，也不旨在提供专业、投资或任何其他类型的建议或推荐。本文件所载观点为投资/产品专员个人观点，或投资/产品专员对公司观点的理解，可能与中信证券财富管理(香港)的官方观点和利益(包括投资研究部门的观点)存在差异，也可能不存在差异。

本文不包含支持投资决策的全部信息，您不应依赖它来评估投资任何证券或产品的优势。此外，读者应对法律、监管、税务、信用和会计方面的影响进行独立评估，并与其金融专业人士一起确定此处提及的任何投资是否适合其个人目标。投资者应确保在进行任何投资前获得所有可用的相关信息。所载任何预测、数据、意见或投资技术和策略仅供参考，基于某些假设和当前市场状况，如有更改，恕不另行通知。

虽然信息来自被认为可靠的来源，但不保证其准确性，也不对任何错误或遗漏承担责任。请注意，投资涉及风险，投资的价值和收益可能会根据市场情况和税收协议而波动，投资者可能无法收回投资的全部金额。过去的表现和收益率都不是当前和未来结果的可靠指标。

任何人士于某司法管辖区其中作出购买或出售证券的邀请或招揽属违法时，本文不应被解释为发出此类邀请或招揽。此处包含的信息均未在任何司法管辖区获得批准。

## 法律主体声明

**香港：**本资料由中信证券经纪(香港)有限公司(下称“中信证券财富管理(香港)”，中央编号AAE879)，一家受香港证券及期货事务监察委员会监管的公司发表及分发。

## 针对不同司法管辖区的声明

**香港：**根据任何时间下所适用法律和法规，中信证券财富管理(香港)、其各自的关联公司或与中信证券财富管理(香港)有关联的公司或个人可能在发布本资料前使用了此处包含的信息，并且可能不时购买、出售或在所提及的任何证券中拥有重大利益，或在目前或将来可能产生或曾经有业务或财务关系，或可能或已经向本文提及的实体、其顾问和/或任何其他关联方提供投资银行、资本市场和/或其他服务。因此，投资者应注意中信证券财富管理(香港)和/或其各自的关联公司或公司、或此等个人可能存在一项或多项利益冲突。

未经中信证券经纪(香港)有限公司事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本文。中信证券经纪(香港)有限公司2023版权所有，并保留一切权利。