

每日投资策略

行业及公司点评

行业点评

■ **半导体行业 - 英伟达 2QFY25 业绩回顾：重点关注 Blackwell 出货和利润率**

英伟达 (NVDA US, 未评级) 公布了 2QFY25 业绩。公司季度收入为 300 亿美元, 同比增长 122.4%, 环比增长 15.3% (1QFY25 和 4QFY24 分别为 17.8%/22.0%), 超过管理层指引 (280 亿美元) 7.3%, 超过彭博一致预期 (289 亿美元) 4.1%。Non-GAAP 毛利率为 75.7% (环比下降 3.2 个百分点), 略高于公司指引 (75.5%) 和彭博预测 (75.5%)。按业务部门划分, 数据中心业务 (263 亿美元, 占二季度销售额的 87.5%) 受益于下游市场的强劲需求, 依旧是公司收入增长的主要驱动力, 环比增长达到 16.4%, 游戏/专业可视化/汽车业务分别环比增长 8.8%/6.3%/5.2%。数据中心收入中, 算力收入 (226 亿美元) 环比增长 16.6%, 占部门收入的 75%。同时, 受益于供应链的改善, 网络收入环比增长 15.7%, 符合指引 (环比增速转正)。公司管理层预计三季度的收入将达到 325 亿美元, 意味着环比增长为 8.2%, 高出彭博一致预期 2.0% (318.54 亿美元)。Non-GAAP 毛利率预计为 75.0%。英伟达的股价在盘后交易中下跌超过 6%。我们认为投资者仍对以下几点有所担忧: 1) Blackwell 系列的延迟出货; 2) 未来毛利率的走势; 3) 供需达到平衡的时间。

业绩会亮点: Blackwell 系列的延迟出货受到了投资者的高度关注。英伟达预计 Blackwell 系列将于四季度实现产量爬坡, 预计将为公司带来数十亿美元的收入贡献。随着 Hopper 产品供应的持续改善 (现有产品将在三季度实现产量爬坡, 新产品将在四季度实现产量爬坡), Hopper 系列的出货量预计将在 2HFY25 有所增长。我们认为 Blackwell 系列出货延迟所带来的负面影响将被 Hopper 系列的强劲需求所抵消。英伟达预计三季度收入将增长 25 亿美元, 较过往季度收入指引增量的 20 亿美元高出 5 亿美元。管理层认为, Blackwell 系列的强劲需求将持续到明年, 并有望推动数据中心业务实现大幅增长。

公司的毛利率是投资者关注的另一个焦点, 部分投资者担心 Blackwell 系列的延迟出货和良率问题会导致公司未来的利润率承压。我们看到公司的毛利率指引相对稳定, 三季度为 75%, 全年为 75% 左右。

持续的股东回报。英伟达在二季度通过回购和现金分红的方式实现股东回报共计 154 亿美元。近日, 公司董事会批准了额外的 500 亿美元的无到期期限股票回购计划。总体来看, 公司本季度的业绩再次超出预期, 并提高了收入指引。我们预期 AI 计算的需求依然保持强劲。2024 年上半年, 四大云厂商 (亚马逊、谷歌、微软和 Meta) 的资本支出增长超过 50%。根据彭博预期, 这四家 2024 年和 2025 年的资本支出将进一步增长 39%/13%。此外, 公司在业绩会上提到, 主权 AI 方向的投资将在今年达到低百亿美元的收入, 而软件业务的年度经常性收入 (ARR) 预计将在今年底达到 20 亿美元。我们维

招银国际研究部

邮件: research@cmbi.com.hk

全球主要股市上日表现

	收市价	升降 (%)	
		单日	年内
恒生指数	17,786	0.53	4.33
恒生国企	6,247	0.34	8.30
恒生科技	3,461	0.46	-8.05
上证综指	2,823	-0.50	-5.10
深证综指	1,510	1.13	-17.82
深圳创业板	1,541	0.65	-18.50
美国道琼斯	41,335	0.59	9.67
美国标普 500	5,592	0.00	17.24
美国纳斯达克	17,516	-0.23	16.69
德国 DAX	18,913	0.69	12.90
法国 CAC	7,641	0.84	1.30
英国富时 100	8,380	0.43	8.36
日本日经 225	38,363	-0.02	14.64
澳洲 ASX 200	8,045	-0.33	5.99
台湾加权	22,202	-0.75	23.82

资料来源: 彭博

港股分类指数上日表现

	收市价	升降 (%)	
		单日	年内
恒生金融	31,131	-0.70	4.39
恒生工商业	9,795	1.32	6.08
恒生地产	15,092	0.86	-17.65
恒生公用事业	36,731	-0.81	11.73

资料来源: 彭博

沪港通及深港通上日资金流向

亿元人民币	净买入 (卖出)
沪港通 (南下)	38.35
深港通 (南下)	24.67

资料来源: 彭博

持对 AI 供应链的积极展望，尤其看好 AI 收入占比较大的主要受益公司。维持对中际旭创（300308 CH）的“买入”评级。（[链接](#)）

公司点评

■ 信达生物（1801 HK，买入，目标价：55.21 港元） - 2025 年实现 EBITDA 盈亏平衡

产品销售维持强劲增长。信达生物今年上半年产品销售额为 38.1 亿人民币（同比增长 55%，环比增长 17%），占我们先前全年预测的 53%，超出我们预期，主要得益于信迪利单抗和其他新产品的持续放量。根据礼来披露的数据，1H24 信迪利单抗销售额约 17.1 亿人民币，同比增长 46%。我们预测信迪利单抗在 2024 年的销售额将同比增长 29% 达到 35.5 亿元。

EBITDA 亏损持续缩小。公司 1H24 non-IFRS 口径下 EBITDA 亏损从 1H23 的 2.67 亿元缩小至 1.61 亿元。随着产品销售的快速增长和经营效率的持续改善，管理层有信心在 2025 年实现 EBITDA 盈亏平衡。在 IFRS 下，公司产品销售毛利率在 1H24 相比去年同期提升了 3.5 个百分点，达到 82.2%。销售和管理费用率从 1H23 的 63.5% 降至 1H24 的 55.6%。1H24 的研发费用为 14.0 亿元，环比增长 7%。

建立强大的心血管和代谢（CVM）领域产品组合。我们预计玛仕度肽（GLP-1R/GCGR）将在 2025 年上半年获批肥胖适应症（2024 年 2 月提交 NDA），在 2025 年下半年获批糖尿病适应症（2024 年 8 月提交 NDA）。期待玛仕度肽在青少年肥胖、代谢相关脂肪肝（MASH）、阻塞性睡眠呼吸暂停（OSA）和心力衰竭方面的进一步开发。此外，IBI311（IGF-IR）用于甲状腺眼病的 NDA 也在审评中。

IBI363 具有全球重磅潜力。IBI363（PD-1/IL-2）在免疫治疗失败和冷肿瘤中显示出良好的疗效信号，尤其是在免疫耐药的 sq-NSCLC 中。一期临床中，接受 IBI363（≥0.3mg/kg）的免疫治疗失败的 sq-NSCLC 患者（n=37），mPFS 为 5.5 个月，远高于标准治疗多西他赛 3.9 个月的 mPFS。预计公司将在 WCLC 会议上发布更新数据，特别是 3mg/kg 高剂量组的数据。IBI363 针对结直肠癌的更新数据将在 ESMO 会议上发布。信达已在美国启动了 IBI363 的二期篮式试验。此外，IBI343（CLDN18.2 ADC）在胰腺导管腺癌（PDAC）中显示出良好的疗效信号，并已获得 FDA 的快速通道认证，其针对胃癌的三期临床正在准备中，公司亦计划在美国启动海外一期试验。

我们认为信达生物将在 2025 年实现 EBITDA 盈亏平衡，我们看好其创新品种 PD-1/IL-2 资产的同类首创潜力。我们将公司目标价调整至 55.21 港元（前值：55.75 港元），维持“买入”评级。（[链接](#)）

■ 泰格医药（300347 CH，买入，目标价：58.88 元人民币） - 订单增长降低需求复苏的不确定性

泰格医药 1H24 收入同比下降 9.5%，扣非归母净利润同比下降 19.3%，季度间利润显示出明显的环比改善。管理层目标下半年业绩继续环比改善。

订单稳健增长凸显市场需求回暖。得益于国内政策支持力度加码、BD 授权交易持续活跃等因素，泰格医药上半年的新签订单数量和金额均实现了较好的同比增长。管理层表示 2Q 新签订单增速相比 1Q 有所提速，并且 7-8 月延续

了 2Q 的增长趋势。尽管国内订单价格相对较弱，但部分区域价格已有回升，同时海外订单价格保持健康，导致公司整体订单价格保持稳定。

下半年将关注费用结构优化。2Q 公司毛利率到达 41.5%，环比 1Q 的 37.8% 有明显改善，得益于 CRLS 板块的毛利率回升。CRLS 板块内的 SMO 和实验室服务 2Q 毛利率均处在回升趋势中，数统毛利率稳定在高位。同时，公司针对 CTS 板块采取措施提升毛利率。考虑到下半年公司将继续管理三费支出，我们预计下半年利润端将继续改善。

国际化继续推进。上半年公司整体员工人数相比 23 年底减少的背景下，海外人数增长了 90 人，主要增长来自北美和 EMEA 地区，表明公司对于海外业务的持续投入。公司在 7 月收购日本 Medical Edge 强化亚太地区的数统服务能力，并进一步开发日本市场业务机会。

维持“买入”评级，目标价 58.88 元人民币。预计泰格医药 2024E/25E/26E 收入同比增长 +0.2%/+13.2%/+16.4%，扣非归母净利润同比增长 -3.9%/+6.8%/+19.9%，对应现阶段股价的经调整 PE 分别为 31.2x/29.2x/24.3x。 ([链接](#))

■ 爱康医疗 (1789 HK, 买入, 目标价: 5.27 港元) - 上半年业绩展现韧性，期待下半年持续复苏

2024 年上半年爱康医疗实现收入 6.6 亿元人民币，同比增长 1.3%，基本符合预期，占我们之前全年预测的 46%。归母净利润同比增长 5.0% 至 1.4 亿元，达到我们之前全年预测的 52%，归母净利率同比提升 0.8 个百分点至 21.2%，主要得益于有效的费用管控，但部分被毛利率的下降所抵消。2024 年上半年，公司毛利率下降 1.3 个百分点至 60.6%，主要由于集采产品收入占比上升。行业反腐持续对国内非集采产品销售产生负面影响。我们测算 2024 年上半年，爱康医疗国内非集采产品收入同比下降约 12%，而集采产品收入同比增长约 6%。

关节植入产品表现稳健。在 2023 年手术量高基数的情况下，2024 年上半年，公司关节产品收入同比增长 0.5% 至 5.55 亿元。我们估计整体手术量已环比 2H23 有所改善。但翻修和单髁产品依然受到高基数和反腐影响的压力。关节集采续约预计在下半年将陆续落地，叠加 2H23 低基数的影响，我们 2024 年公司髌膝关节产品收入将同比增长 28%。

3D 打印脊柱产品带动了脊柱和创伤业务强劲增长。2024 年上半年，脊柱和创伤业务实现收入 6,900 万元人民币，同比增长 37.6%，主要得益于非集采覆盖产品的增长，如 3D 打印人工椎体。爱康医疗快速扩展 3D 打印脊柱业务的医院覆盖，2024 年上半年新进入 56 家医院，包括 30 家省级医院。

维持“买入”评级。我们预计 2024 年公司收入和归母净利润将分别同比增长 25.0% 和 44.8%。基于 9 年期 DCF 模型 (WACC: 10.11%，永续增长率: 2.0%) 调整目标价至 5.27 港元 (前值: 7.20 港元)。 ([链接](#))

■ 比亚迪 (1211 HK, 买入, 目标价: 262 港元) - 2Q24 业绩喜忧参半，销量和盈利前景仍然稳健

2Q24 毛利率低于预期，但研发费用和政府补贴优于预期：比亚迪 2Q24 毛利率环比收窄 3.2 个百分点至 18.7%，剔除比亚迪电子，我们估计汽车板块毛

利率为 22.4%，低于我们之前的预测，或主要因为供应链降本低于预期以及海外销量占比下滑。但 2Q24 毛利率低于预期的部分被研发费用的环比下降和政府补贴的环比增加所抵消，2Q24 净利润环比提升 98% 至 91 亿元，基本符合市场预期。考虑到比亚迪于上半年加速了固定资产折旧，研发资本化比率仅为 3%，我们认为比亚迪上半年的盈利质量仍然较高。

2H24 和 2025 年展望：尽管我们认为比亚迪有能力冲击今年 400 万销量，我们还是假设其以不显著牺牲利润率为前提，上调今年的销量预测 14 万台至 384 万台。在此销量基础上，我们预计 2H24 毛利率将环比改善 0.4 个百分点至 20.4%。我们将全年的研发费用预测下调 20 亿元，并将政府补贴和增值税加计扣除的收益上调了 40 亿元。综上，我们将今年净利润预测上调 10% 至 362 亿元，对应单车净利润为 9,400 元。展望 2025 年，考虑到 DM-i 5.0 车型的市场反馈超预期，我们预计比亚迪销量将继续增长至 430 万台，同时得益于海外市场及高端车型的贡献，我们认为公司明年有望维持 20% 以上的毛利率。叠加考虑研发费用率的下降，我们预计 2025 年净利润有望同比增长 26% 至 457 亿元，并维持较高的盈利质量。

评级和估值：我们维持“买入”评级，目标价 262 港元，基于 15x FY25E P/E。 ([链接](#))

■ **长城汽车 (2333 HK, 买入, 目标价: 14 港元) - 1H24 的强劲盈利有望持续, 亟需一款新能源时代的“H6”以夯实地位**

2Q24 强劲盈利得益于出口和坦克：长城汽车 2Q24 净利润环比增长 19% 至 38.5 亿元，符合 7 月份公布的盈利预告。2Q24 平均售价环比上涨 12%，高于我们之前的预测。2Q24 毛利率环比上升 1.4 个百分点至 21.4%，得益于出口和坦克品牌销量贡献的提高。管理层表示上半年海外业务贡献长城汽车营业利润的一半。由此，我们估计 1H24 出口业务的营业利润率比中国市场高出约 3.7 个百分点。

拉丁美洲有望成为 2025 年新的销售驱动力：长城汽车现在将拉丁美洲（主要是巴西、阿根廷和墨西哥）作为其首要发展的海外市场，目标市场份额 7%（约对应年销 30 万台）。巴西工厂预计将于今年晚些时候投产，一期工厂年产能 5 万台。

2025 年盈利预计仍将具有韧性，这给长城汽车推出具有竞争力的主流市场新能源车型创造窗口期：尽管我们预测明年整体销量温和增长，我们预计 1H24 的强劲盈利有望延续至 2H24 和 2025 年，主要因为坦克品牌的竞争优势和长城汽车的海外销售增长至少可以持续一年。我们预测 2024/25 年的销量分别为 122/130 万台，2024/25 年的净利润分别为 135 亿/131 亿元，对应 2024/25 年单车净利润分别为 11,000/10,000 元。公司原计划在今年推出的四款新能源车型（魏牌和欧拉各两款），可能都将推迟至明年，具体车型也会有所变化。虽然长城今年的盈利比我们在年初的预期要强得多，但考虑到新车型的延迟推出，我们认为今年对于长城汽车是一个过渡之年。这也意味着明年对长城汽车来说至关重要，因为公司亟需在新能源时代推出一款足以奠定竞争地位爆款车型，恰如燃油时代的“H6”。维持“买入”评级，目标价 14 港元，基于 9x FY25E P/E。 ([链接](#))

■ **比亞迪電子 (285 HK, 买入, 目标价: 40.89 港元) - 捷普整合短期内拖累盈利, 看好未来多个成长动力**

维持“买入”评级, 新目标价为 40.89 港元。我们认为, 苹果市场份额提升、捷普协同效应、新能源汽车产品线、机器人和 AI 服务器业务扩张的多重增长动力将在短期内抵消捷普整合导致费用增加对盈利的影响。我们将 FY24-26E 每股收益下调了 7-14%, 考虑到 1H24 业绩、智能手机复苏强劲以及捷普整合费用。我们预计公司 FY24/25E 净利润将同比增长 8%/43%。我们认为, 最近的股价调整反映了捷普相关的利息成本 and 无形资产折旧费用。该股目前估值为 FY24/25E 市盈率 13.0x/9.1 倍, 我们认为当前呈现良好的买入机会。股价催化剂包括 iPhone 16 发布活动、AI 服务器产品发布 (如 GB200) 和新能源汽车产品线。 ([链接](#))

■ **通达集团 (698 HK, 买入, 目标价: 0.122 港元) - 非金属外壳升级和创智将推动 2025 年盈利复苏**

通达集团上半年收入/毛利率超市场预期, 主要因为安卓手机市场复苏、苹果和创智业务增长, 而由于苹果业务处置, 净利润同比下降 34%。我们在公司发布 1H24 业绩和管理层交流后, 预计公司 FY25/26E 盈利将恢复正常。展望未来, 尽管 2H24 智能手机外壳业务市场竞争加剧, 但管理层认为在苹果业务处置后, 对 2025-2026 年非金属玻璃外壳规格升级、更高利润率的创智业务和更好的运营效率持正面看法。我们的新目标价为 0.122 港元 (前值: 0.13 港元), 基于同样的 6.0 倍 FY25E 市盈率。目前该股估值为 3.7 倍 FY25E 市盈率, 我们认为该股风险/回报具有吸引力。维持“买入”评级。 ([链接](#))

■ **三一国际 (631 HK, 买入, 目标价: 7.2 港元) - 放慢光伏制造扩张计划是积极举措**

我们将 2024-26 年盈利预测下调 9-13%, 以反映矿卡和油气设备领域增长放缓。尽管如此, 我们对三一国际放慢光伏制造业务扩张步伐的决定感到鼓舞。在资本开支减少以及光伏电站出售可实现利润下, 我们对于资产负债表压力的担忧有所缓解。此外, 矿卡和物流设备在海外市场的销售依然强劲。我们的新目标价为 7.2 港元 (之前为 7.9 港元), 基于不变的 11 倍 2024 年预期市盈率 (2017 年以来的平均值), 维持“买入”评级。 ([链接](#))

■ **Salesforce (CRM US, 买入, 目标价: 336.5 美元) - cRPO 增长重新加速, 关注 AI 新产品发布**

Salesforce 公布 2QFY25 财报: 总收入同比增长 8% 至 93.3 亿美元, 符合一致预期; 非 GAAP 营业利润同比增长 16% 至 31.4 亿美元, 高于一致预期 6%。固定汇率下, 2QFY25 cRPO 增长再次加速至同比增长 11% (1QFY25: 同比增长 10%), 主要得益于多云订单的良好表现和提前续约情况好于预期。展望未来, 管理层预计客户预算将持续谨慎, 并指引 3QFY25 总收入同比增长 7% 至 93.1-93.6 亿美元。管理层仍维持 FY25 收入指引为 377-380 亿美元 (同比增长 8-9%), 并将 FY25E 非 GAAP 营业利润率指引上调至 32.8% (前值: 32.5%)。因此我们略微提高 FY25 非 GAAP 营业利润预测和我们的目标价格至 336.5 美元, 基于 20x FY25E EV/EBITDA (前值: 335.0 美元基于 20x FY25E EV/EBITDA)。维持“买入”评级。 ([链接](#))

■ **宝尊 (BZUN US, 买入, 目标价: 3.2 美元) - 减亏趋势好于预期**

宝尊电商发布了好于预期的 2Q24 业绩: 总收入为 24 亿元人民币, 同比增长 3%, 由服务收入同比增长 9% 驱动, 较市场一致预期高出 2%; Non-GAAP 归母净亏损为 390 万元人民币, 较 2Q23 的 440 万元收窄, 好于市场一致预期的 1660 万元亏损。宝尊电商 (BEC) 的营业收入增长在连续 10 个季度同比下降后转为同比增长, 管理层认为这一趋势在 2024 年下半年将得到维持, 得益于抖音相关业务的强劲增长 (占 BEC 收入的约 5%, 但同比增长三位数), 以及总代分销服务的推出。尽管整体线下流量的减弱可能会影响宝尊品牌管理 (BBM) 的减亏轨迹, 但管理层已注意到改善迹象, GAP 业务的营收同比增长在 2024 年 8 月转正, 而且 BEC 可能比预期更好的营业利润 (OP) 应该能够缓冲 BBM 可能比预期更大的亏损, 宝尊仍在努力实现 2024 年全年营业亏损的减少。我们维持“买入”评级, 新的基于 SOTP 的目标价为 3.2 美元。 ([链接](#))

招銀國際環球市場焦點股份

				股价	目标价	上行/下行	市盈率 (倍)		市净率 (倍)	ROE (%)	股息率
公司名字	股票代码	行业	评级	(当地货币)	(当地货币)	空间	1FY	2FY	1FY	1FY	1FY
长仓											
理想汽车	LI US	汽车	买入	19.69	25.00	27%	3.1	1.9	2.6	11.2	0.0%
吉利汽车	175 HK	汽车	买入	8.63	14.00	62%	5.9	10.0	0.8	16.7	5.6%
中联重科	1157 HK	装备制造	买入	4.16	7.50	80%	7.8	6.9	0.6	7.6	8.2%
浙江鼎力	603338 CH	装备制造	买入	47.42	75.00	58%	11.4	9.9	2.3	21.6	2.0%
波司登	3998 HK	可选消费	买入	3.84	5.98	56%	11.6	9.8	2.5	26.3	7.6%
江南布衣	3306 HK	可选消费	买入	13.06	19.77	51%	7.9	6.9	2.7	39.4	12.7%
特步	1368 HK	可选消费	买入	5.12	7.32	43%	11.1	9.8	1.2	14.3	5.0%
贵州茅台	600519 CH	必选消费	买入	1413.30	2219.00	57%	19.5	17.3	7.2	37.7	3.3%
百济神州	BGNE US	医疗	买入	198.50	288.93	46%	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%
迈瑞医疗	300760 CH	医疗	买入	228.20	383.49	68%	20.1	16.9	6.4	40.0	2.9%
中国太保	2601 HK	保险	买入	19.24	24.80	29%	5.8	5.5	0.6	12.4	6.1%
中国财险	2328 HK	保险	买入	10.38	11.90	15%	7.9	7.3	0.8	12.2	5.6%
腾讯	700 HK	互联网	买入	377.60	480.00	27%	17.0	15.7	3.3	19.3	1.2%
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	81.02	126.90	57%	1.3	1.1	1.4	10.4	0.9%
拼多多	PDD US	互联网	买入	93.42	187.90	101%	1.0	0.8	3.0	49.0	0.0%
华润置地	1109 HK	房地产	买入	21.25	45.10	112%	4.3	N/A	0.5	13.8	7.2%
鸿腾精密	6088 HK	科技	买入	2.16	4.25	97%	83.1	51.4	5.4	7.0	0.1%
小米集团	1810 HK	科技	买入	18.88	24.40	29%	20.1	17.6	2.3	10.6	0.0%
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	27.65	45.28	64%	12.3	9.0	1.7	21.1	2.3%
中际旭创	300308 CH	半导体	买入	106.64	150.76	41%	21.2	14.3	6.0	23.2	0.6%
北方华创	002371 CH	半导体	买入	305.18	405.00	33%	27.0	20.6	5.5	22.0	0.4%
金蝶	268 HK	软件 & IT 服务	买入	6.14	10.80	76%	N/A	89.0	2.3	N/A	0.0%

资料来源：彭博、招银国际环球市场（截至 2024 年 8 月 29 日）

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）没有在任何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策。

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的机构。如果报告在新加坡分发非《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。