

每日投资策略

宏观、行业及公司点评

全球市场观察

- 5月15日（上周五），A股继续调整，上证指数跌1.0%至4135.39点，深成指跌1.2%，创业板指跌0.6%，成交额仍达3.37万亿元，显示高位分歧延续但流动性尚未退潮。机器人、氟化工、光刻机逆势活跃，有色、券商、白酒和贵金属回落，市场主线转向国产替代题材。港股遭受更大抛压，恒指跌1.6%至25962.73点，恒生科技跌2.7%，阿里、美团、小米等权重股普遍下跌，南向资金净买入249.55亿港元，主要加仓泡泡玛特、中国移动和中国平安，净卖出阿里巴巴、友邦和美团。离岸人民币纽约尾盘报6.8139，短期从三年高位附近回吐，美债收益率上行压制人民币汇率。
- 日韩和欧洲股市同步转弱，市场再次担忧油价传导导致通胀和利率压力。日经225跌2.0%至61409.29点，日本4月PPI同比升至4.9%，强化日本央行继续收紧预期；韩国KOSPI早盘一度突破8000点后大跌6.1%，三星电子和SK海力士分别重挫，说明此前过度集中的AI半导体交易开始出现获利了结。欧洲STOXX 600跌1.5%至606.92点，基础资源板块跌5.1%，油价上行对欧洲增长和政策空间的挤压重新成为定价核心。
- 美股从历史高位回落，标普500跌1.2%至7408.50点，道指跌1.1%，纳指跌1.5%，但标普500仍录得连续第七周上涨。能源板块涨超2%，成为唯一上涨板块；半导体指数跌4.0%，英伟达、AMD、英特尔和美光等均跌超4%，Cerebras上市次日跌约10%，显示高估值AI链条对利率上行最敏感。微软逆势涨3.1%，主要受Ackman增持消息支撑。
- 美债遭遇明显抛售，10年期美债收益率升至4.59%，2年期升至4.07%，30年期升至5.12%，长端利率创多年高位。本周美国4月CPI、PPI和进出口价格均超预期，叠加油价再度冲高，市场重新定价“通胀更黏、降息更远、甚至加息尾部风险上升”。利率上行同时抬高股票贴现率和企业融资成本，科技股和小盘股在周五更明显承压。
- 大宗商品呈现能源强、金属弱的分化。布伦特涨3.4%至109.26美元/桶，霍尔木兹海峡通行仍无实质进展，供应风险溢价继续推高油价；NYMEX天然气涨2.3%，同样反映能源端风险重新定价。黄金跌2.6%至4555.8美元/盎司，白银大跌9.1%至77.161美元/盎司，铜跌4.8%，主要受美元走强和实际利率上行压制。比特币跌破7.9万美元。

招银国际研究部

邮件: research@cmbi.com.hk

全球主要股市上市日表现

	收市价	升跌 (%)	
		单日	年内
恒生指数	25,963	-1.62	1.30
恒生国企	8,691	-1.89	-2.50
恒生科技	4,941	-2.66	-10.42
上证综指	4,135	-1.02	4.20
深证综指	2,861	-0.88	13.06
深圳创业板	3,929	-0.56	22.66
美国道琼斯	49,526	-1.07	3.04
美国标普	7,409	-1.24	8.22
美国纳斯达克	26,225	-1.54	12.84
德国DAX	23,951	-2.07	-2.20
法国CAC	7,953	-1.60	-2.42
英国富时	10,195	-1.71	2.66
日本日经	61,409	-1.99	21.99
澳洲ASX	8,631	-0.11	-0.96
台湾加权	41,172	-1.39	42.15

资料来源：彭博

港股分类指数上市日表现

	收市价	升/跌 (%)	
		单日	年内
恒生金融	53,541	-0.99	9.42
恒生工商业	13,177	-2.10	-5.05
恒生地产	22,874	-0.50	30.24
恒生公用事业	41,200	-0.64	8.35

资料来源：彭博

宏观点评

■ 中国政策-习特会的主要启示

北京峰会标志着中美关系进入了一个“企稳窗口期”，主要会谈成果大致符合市场预期，两国领导人也在伊朗和中国台湾等地缘政治议题上达成了更多共识。尽管华盛顿方面同意放宽 H200 芯片限制，但北京出于支持国产芯片的考量拒绝了采购。虽然关税方面的实质性减免有限，但此次峰会更具价值的成果在于确立了直至年底的一系列“习特会”安排和常态化的贸易与投资委员会，显著降低未来局势的大幅升级风险，将稳定市场预期。然而，我们认为当前的“休战”更多出于短期现实约束的战术性和缓：华盛顿在面临中期选举以及中东冲突局势之际，需要保持中美关系的稳定与合作；而北京方面则需要一个相对平静的外部环境，以支撑经济增长、维系在台湾问题上的战略主动，并为国产行业技术升级争取宝贵时间。中美关系可能会从之前的全面“脱钩”，演变为“战略性领域脱钩”与“低风险贸易领域重新挂钩”相交织的局面。由于对华强硬和战略对抗是两党的最大共识，美国中期选举结束之后中美关系可能再次迎来考验。对于资本市场而言，中美关系的企稳应有助于降低“中国风险溢价”，推动香港股市及 A 股市场的估值修复，利好 AI 硬件、算力基础设施及制造业出海板块，并为人民币汇率在年底前逐步升值至 6.78 水平创造有利空间。（[链接](#)）

行业点评

■ 资本品行业-东方电气反向路演要点

我们参加了东方电气（1072 HK/600875 CH，未评级）于 5 月 15 日组织的反向路演，并参观了东方电气旗下东方汽轮机位于四川德阳的生产基地。此次活动吸引了约 200 名分析师和投资者。讨论主要围绕东方电气燃气轮机的增长前景，该产品正受益于全球电力需求增长。管理层披露了燃气轮机的产能扩张计划以及在加拿大的最新订单情况。管理层表态显示目前燃气轮机的需求非常强劲，我们预计公司短期内将获得更多订单。我们同时认为，充裕的产能将助力东方电气在海外市场赢得更多订单，因为主要的海外竞争对手未来 2-3 年的产能已几乎被完全预订。（[链接](#)）

公司点评

- **零跑汽车（9863 HK，买入，目标价：60 港元）- 迈向又一个强劲增长之年**
1Q26 业绩基本符合预期。零跑 1Q26 收入同比增长 8%，比我们此前的预测高出 1%。1Q26 毛利率环比下降 5.7 个百分点至 9.4%，比我们的预测低 2.4 个百分点，主要由于其他收入低于预期以及规模效应弱化。销管研费用也高于我们的预期，但被更多的政府补贴所抵消。1Q 净亏损为 3.9 亿元，基本符合我们此前的预测。

2Q26 展望强劲。管理层在业绩电话会上预计 2Q26 销量为 24-25 万台，毛利率提升至 12-13%。我们认为这一指引偏正面，并预计零跑 2Q26 净利润有望创历史新高。这也增强了我们对其全年盈利能力的信心。

海外销售将从 2027 年起贡献可观利润。我们将零跑 2026 年销量预测上调 7 万台至 97 万台，主要考虑到海外销售强于预期。尽管 2026 年海外的利润贡献有限（因销往零跑国际的整车毛利率极低，且合资公司仍需时间爬坡），

但我们预计该合资公司将在2027年贡献投资收益8.7亿元，对应销量28万台。此外，根据与Stellantis的协议，从2028年起，销往合资公司的整车毛利率将有所提高，届时海外业务有望为零跑贡献更多利润。

来自其他车企的收入可能被低估。虽然与Stellantis的战略合作，使得零跑在短期内让渡了部分海外业务利润，但我们认为，这种牺牲换来了与Stellantis更深入、更广泛合作的基础，并为公司带来更多在碳积分、技术合作上的收入贡献。此外，公司与一汽的合作也进展顺利，有望在后续季度贡献更多合作收入。我们基本维持对2026年的净利润预测35亿元，并上调2027年的盈利预测10%至50亿元。维持“买入”评级和目标价60港元，仍基于21x FY26E P/E。 ([链接](#))

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。

招銀國際環球市場投資評級

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	: 招銀國際環球市場并未给予投资评级

招銀國際環球市場行業投資評級

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

招銀國際環球市場有限公司

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

招銀國際環球市場有限公司(“招銀國際環球市場”)为招銀國際金融有限公司之全资附属公司(招銀國際金融有限公司为招商銀行之全资附属公司)

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。招銀國際環球市場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。招銀國際環球市場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銀國際環球市場编写，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責任。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。招銀國際環球市場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責任。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，未经招銀國際環球市場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

招銀國際環球市場不是在美国的注册经纪交易商。因此，招銀國際環球市場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。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，都应以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属的报告。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責任。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。