

每日投资策略

公司首发

全球市场观察

- 6月26日(上周五), A股大幅回调, 上证指数跌2.3%至4027.26点, 深成指跌3.4%, 创业板指跌4.1%, 沪深北两市成交约3.58万亿元, 超4600只个股下跌。算力、CPO和前期高位科技股回落, 保险、医药、有色同步走弱, 市场整体普跌。港股同样承压, 恒指跌1.8%, 恒生科技跌3.4%, 非必需消费、信息和工业领跌。南向资金净卖出25.04亿港元, 主要净买入建滔集团、建滔积层板和长飞光纤光缆, 主要净卖出阿里巴巴、华虹宏力和东岳集团; 离岸人民币报6.800, 美元仍处高位压制人民币。
- 日韩股市再度大跌, 日经225跌4.2%, 韩国KOSPI跌5.8%至8411.21点, 盘中触发熔断。AI和半导体相关股票普遍遭抛售, 叠加月末和季末获利了结, 亚洲科技交易从“业绩上修”转向“估值与杠杆风险释放”。欧洲STOXX 600跌0.7%, 英飞凌、意法半导体、ASML和施耐德电气等科技链承压, 说明AI资本开支回报率和融资成本仍是全球权益的共同压力。
- 美股小幅收跌, 道指跌0.1%, 标普500跌0.1%, 纳指跌0.2%, 标普和纳指均五连跌。表面上指数跌幅有限, 但内部结构分化明显, 费城半导体指数大跌5.3%, 微软涨5.7%、苹果涨3.1%, 科技七巨头整体反而跑赢。市场在AI链条内部从高估值芯片和硬件向更有现金流和平台属性的大型科技切换。
- 美债收益率回落, 2年期跌约3bps至4.10%, 10年期跌约2bps至4.37%, 30年期小幅下行。油价大跌和核心PCE基本符合预期, 推动市场削减部分通胀风险溢价; 但美元指数仍在101上方, 且美联储年内不降息甚至后续加息的预期没有消失。利率下行对权益的支撑有限, 主要因为股票端的压力来自AI拥挤度和盈利兑现要求, 而不只是贴现率。
- 大宗商品整体偏弱但贵金属反弹, 布伦特跌4.3%至71.99美元/桶。现货黄金涨1.4%至4081.02美元/盎司, 白银涨1.6%至58.77美元/盎司, 主要受美债收益率下行支撑; COMEX铜涨0.9%, LME铝涨0.8%, 但周度仍偏弱。比特币小涨0.4%至约59755美元, 仍受压于6万美元附近, 说明加密资产尚未摆脱科技股降温 and 美元强势的约束。

招银国际研究部

邮件: research@cmbi.com.hk

环球主要股市上市日表现

	收市价	升/跌 (%)	
		单日	年内
恒生指数	22,672	-1.76	-11.54
恒生国企	7,461	-1.94	-16.30
恒生科技	4,256	-3.41	-22.85
上证综指	4,027	-2.26	1.47
深证综指	2,786	-3.13	10.08
深圳创业板	4,194	-4.07	30.94
美国道琼斯	51,876	-0.09	7.93
美国标普500	7,354	-0.05	7.43
美国纳斯达克	25,298	-0.24	8.84
德国DAX	24,671	-1.29	0.74
法国CAC	8,385	-0.55	2.89
英国富时100	10,508	-0.21	5.81
日本日经225	69,361	-4.15	37.79
澳洲ASX 200	8,764	0.18	0.57
台湾加权	44,572	-3.64	53.89

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	50,038	-0.96	2.26
恒生工商业	11,137	-2.25	-19.75
恒生地产	18,425	-1.48	4.92
恒生公用事业	36,616	-1.54	-3.71

资料来源: 彭博

公司首发

■ 中芯国际（981 HK，首次覆盖-买入，目标价：110 港元）- 周期中扩张，约束中增强；首次覆盖给予买入评级

我们首次覆盖中芯国际 H 股，给予“买入”评级，目标价 110 港元。中芯国际是中国核心晶圆制造平台，兼具国内规模优势、广泛的成熟/特色工艺覆盖、先进逻辑能力，以及对中国 fabless 生态系统的深度触达。投资视角正在从产能扩张转向：1) 产能转化，即此前资本开支转化为合格的 12 英寸产出；2) 产能利用率维持高位；3) 产品组合改善带动 ASP 提升；以及 4) 中芯北方全资化提升整体盈利。我们认为折旧仍将是毛利率恢复的主要约束，但中芯国际在中国的战略稀缺性和收入质量改善应支撑积极的风险回报。

中芯国际正进入更有纪律的增长阶段。我们认为，公司下一阶段的重点不再是增加产能，而是将此前资本开支转化为合格的 12 英寸产出。我们预计公司 2026/27/28E 收入将增长 22%/14%/12%，主要由较高产能利用率、有利产品组合带来的 ASP 改善，以及现有 12 英寸晶圆厂的产能逐步转化所驱动。公司指引 2Q26 收入环比增长 14–16%、毛利率 20–22%，确认了更强的出货、更好的 ASP，以及更高价值产能的更快释放。我们认为，关键经营争议不再是能否增加产能，而是产能能否在不带来价格压力的情况下被验证、装载并成功变现。

AI 支持的是中芯国际更广泛的芯片产品组合，而不只是国内 AI GPU。AI 驱动的供应紧张正在提升对配套芯片的需求，包括 PMIC、BCD、RF、CIS、特色存储、数据传输和连接芯片；同时，国产化需求继续推动国内 fabless 客户转向本土晶圆代工产能。中芯国际的先进逻辑路线图也为部分国内 AI 和高性能逻辑需求增加了战略可选项，尽管 EUV/最新 DUV 设备获取受限意味着这一路径相比全球前沿制程扩张成本更高、弹性更弱。

我们给予中芯国际 5.0x FY27E P/B 估值，基于 FY27E 每股账面价值 2.8 美元（即 22.2 港元，美元/港元汇率 7.82），得出目标价 110 港元。我们认为，该估值由中芯国际独特的国内地位、产能货币化潜力，以及其在中国半导体供应链中的战略稀缺性所支撑。主要风险包括晶圆制造设备限制进一步收紧、折旧上升、产能转化慢于预期、先进节点制造挑战，以及晶圆需求或价格弱于预期。（[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撰写的报告。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。