

# 每日投资策略

## 公司点评

### 全球市场观察

- 鲍威尔在全球央行年会鸽派讲话提振全球风险偏好，中国股市大涨。港股材料、可选消费与资讯科技领涨，电讯、能源与医疗保健跑输，南下资金净卖出 13.76 亿港元，盈富基金、小米和中芯国际净卖出规模居前，阿里巴巴获得显著净买入。A 股通信、有色与地产涨幅居前，美容护理、纺织服饰与石油石化涨幅落后。煤炭、有色与建材价格上涨，国债收益率小幅回落，人民币兑美元走强。
- A 股牛市加速进入第二阶段，证券公司客户保证金规模大增，部分机构减持债券而加仓股票，在大额存单利率普遍不到 1.6% 情况下部分银行出现预期收益率 3% 的大额存单转让。伴随大量资金进入 ETF，中国 ETF 规模达到 6,810 亿美元，首次超越日本成为亚洲最大。半年报显示 2Q 保险资金新进 120 多家 A 股公司前十大流通股股东名单，主要行业包括化工、机械、电气设备、硬件设备，涉及反内卷和 AI 产业链主题。
- 上海放开外环外住房限购，今年以来新房和二手房成交中来自外环外占比分别超过 60% 和 50%。上海商业房贷利率不再区分首套房和二套房，主城区和临港区新增二套房贷利率将分别从原来的 3.45% 和 3.25% 统一降至 3.05%，将进一步提振需求。目前一线城市中广州已全面取消限购，北京、上海先后放开外环限购，预计深圳将很快跟进。中国炼焦行业协会召开会议，对钢厂客户上调焦炭价格，今年以来钢材出口大增和钢价回升支撑钢企盈利显著改善。
- 欧股下跌，法国预算问题带动欧债收益率上升，法国 30 年国债收益率创近 14 年新高。欧央行降息周期已进入尾声，行长拉加德称关税对欧洲经济影响可能很小，欧元区经济展现韧性，通胀符合目标水平。德国企业信心意外升至 2022 年以来的最高水平。欧元下跌，因特朗普考虑就数字服务法案对欧盟或成员国官员实施制裁。德国运动品牌彪马可能被皮诺家族战略性出售，潜在买家包括安踏、李宁。
- 美股下跌。必选消费、医疗保险与公用事业领跌，通讯服务与能源上涨。特朗普再次发出大幅降低药价和对医药征收关税威胁，医疗板块下跌。英特尔称政府持股对业务构成风险，可能引发其他国家、商业伙伴和员工反对而导致销售下降，如果未能达到特定制造门槛，政府持股比例可能从 10% 升至 15%。沙特 AI 公司 Humain 首批数据中心已开工建设，将从英伟达进口芯片。
- 美债收益率上升。美联储面临通胀反弹风险和就业下行风险两难，如果 9 月降息那么将推动美债收益率陡峭化，美国降息、通胀反弹、白宫对美联储独立性削弱和中国去产能可能推升中期通胀预期，利好大宗商品而利空美债。达拉斯联储主席称近期回购协议利率明显低于银行在美联储准备金存款利率，显示流动性依然充裕，9 月末纳税日货币市场可能面临暂时性压力，但市场机构可以再次使用隔夜流动性工具。

### 招银国际研究部

 邮件: [research@cmbi.com.hk](mailto: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	25,830	1.94	28.76
恒生国企	9,248	1.85	26.86
恒生科技	5,825	3.14	30.37
上证综指	3,884	1.51	15.87
深证综指	2,436	1.80	24.47
深圳创业板	2,763	3.00	29.02
美国道琼斯	45,282	-0.77	6.44
美国标普 500	6,439	-0.43	9.48
美国纳斯达克	21,449	-0.22	11.07
德国 DAX	24,273	-0.37	21.92
法国 CAC	7,843	-1.59	6.26
英国富时 100	9,321	0.00	14.05
日本日经 225	42,808	0.41	7.30
澳洲 ASX	8,972	0.06	9.97
台湾加权	24,277	2.16	5.39

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	45,500	0.81	29.49
恒生工商业	14,592	2.67	29.71
恒生地产	18,756	0.93	25.77
恒生公用事业	36,409	0.61	2.09

资料来源: 彭博

- 黄金小幅下跌，原油上涨，比特币下跌，以太坊大幅回调，铜价走平。美国将铜、钾盐、银、铅、硅等列入 2025 年关键矿物清单，认为这些矿物对国家安全和经济至关重要。铜广泛用于交通、国防和电网，随着数据中心和人工智能发展推升电力需求，美国电网亟需升级改造。钾盐主要用作化肥原料。

## 公司点评

- **拼多多 (PDD US, 买入, 目标价: 146.30 美元) - 销售营销支出节省好于预期的情况下业绩超预期**

拼多多公布 2Q25 业绩：营收同比增长 7% (1Q25: 10%)，达到 1,040 亿元人民币，符合一致预期。这一增长得益于在线营销服务及其他业务收入超出预期 1%，但被交易服务费收入低于预期 1% 所抵消，交易服务费收入低于预期或部分由于美国市场“最低免税限额”政策调整的影响。Non-GAAP 净利润同比下降 5% 至 327 亿元人民币，但较市场预期高 46%，这得益于营业利润超出预期 20% 以及 104 亿元人民币的利息和投资收入。尽管拼多多仍处于加强平台生态系统以及提高供应质量和多样性的投资阶段，但营业利润的超预期可能表明，在国家补贴的背景下，新增销售和营销支出的影响好于担忧。尽管我们预计加强供应和平台生态系统的投资对收益的影响将持续，但我们仍认为盈利增长拐点将在 4Q25 出现，届时对盈利产生影响的首批平台生态系统强化政策的推出和“国家补贴”活动均将届满一年。考虑到 2Q25 利润超出预期，我们将 2025 年 non-GAAP 净利润上调 10%，而 2026-2027 年的预期基本保持不变，并将基于 SOTP 的目标价上调 9% 至 146.3 美元（此前为 134.5 美元）。维持“买入”评级。（[链接](#)）

- **九毛九 (9922 HK, 上调至买入, 目标价: 3.18 港元) — 多项利好迹象预示着业绩反转在逐步形成**

25 财年下半年门店关闭数量或将差于预期。管理层在业绩会中提到，25 财年下半年预计再关闭 40 至 50 家太二门店，这意味着 25 财年全年的关店数量将达到约 100 家，占总店数的约 13%，比管理层先前指引的 10% 更差。这可能导致未来几年的销售预测被下调。

但我们对公司在 25 财年下半年及之后的表现转趋正面。除了关店数量受若干负面因素影响外，仍有多项正面的信号，令我们对整体集团展望更为乐观：

- 1) 太二的同店销售下滑或已企稳（25 年二季度翻台率为 3.1 次，与一季度持平，而按季节性应该出现下跌）。同店销售（对比 19 年）在二季度的恢复率与一季度大致持平。另外，新门店改造模式的正面影响仍未体现，上半年仅有约 20 家改造门店（对比总数 566 家）。同时注意，25 年 7 月同店销售下滑已收窄至个位数。
- 2) 太二的新门店改造模式已获成功（单店销售可在改造后提升至少 15%）。随着改造门店数量在 25 年四季度达到约 150 家（总数 524 家中的一部分），其带来的正面影响可望推动同店销售转正。
- 3) 太二的餐厅层面运营利润率似乎已于 25 财年上半年触底，预计将于 25 财年下半年反弹。尽管同店销售同比下降约 19%，其运营利润率仍能维持在 13.4%（24 财年上半年为 13.8%），主要受益于关闭低效门店及门店人手精简。
- 4) 相关关店的减值损失预计在 25 财年下半年将减少，因 25 财年上半年已对大部分下半年将关闭的门店计提准备，26 财年或不会有太多额外减值。

5) 怱火锅将于 25 财年下半年推出新店面模式，重点突出更多新鲜食材、更健康的零添加汤底及轻松愉快的用餐氛围。

6) 集团将于 25 年四季度推出一个全新品牌（定位为「美味、好玩、好看」），预计市场空间较大，与现有供应链和基础设施具良好协同效应，以及具备可复制性的。

上调评级至买入，目标价升至 3.18 港元，基于 16 倍 26 财年预测市盈率（之前为 13 倍 25 财年预测市盈率）。我们将 25/26/27 财年净利润预测分别下调 4%/13%/16%，主要反映：1) 门店数量和扩张低于预期，2) 但营运费用控制优于预期。虽然 25 财年上半年业绩小幅逊于预期，但我们对公司转趋乐观，因为太二的门店改造已有初步成效，关店高峰或已过去，餐厅层面运营利润率强于预期。因此，我们将评级上调至买入，新目标价为 3.18 港元。目前股价仅相当于 14 倍 26 财年预测市盈率，显著低于过去 5 年平均的 20 倍。

25 财年上半年业绩略低于预期。期内九毛九收入同比下降 10% 至 27.5 亿元人民币，比市场预期低 3%；净利润同比下降 16% 至 6,100 万元人民币，比市场预期低 5%。我们认为小幅不达标主要由于员工成本和其他费用高于预期（虽然有效税率优于预期），但营运数据已比 24 年四季度有所改善。即使九毛九自身同店销售下滑幅度在 25 财年上半年扩大至 20%（24 年四季度为 18% 下降），但太二与怱火锅的同店销售降幅已收窄至 19%/20%（对比 2024 年四季度的 -25% / -27%）。九毛九/太二/怱火锅翻台率在 25 财年上半年分别为 2.5/3.1/3.8 次，同比下降 11%/18%/16%，但已较 24 年四季度的 2.4/3.0/4.2 次趋于稳定。门店数量方面，九毛九/太二/怱火锅分别为 68/566/76 家，同比下降 6%/17%/16%。这些结果基本符合此前公司在一个月前已披露的二季度营运数据。（[链接](#)）

■ **众安在线 (6060 HK, 买入, 目标价: 23 港元) - 财险承保盈利翻倍增长; 众安银行扭亏快于预期**

众安在线 1H25 盈利表现强劲，归母净利润同比提升 11.04 倍至 6.68 亿元，超出市场预期，达到我们此前全年预测值的 66%；其中，财险、科技和银行三大板块利润均实现显著提升。财险业务方面，上半年总保费同比增长 9.3% 至 167 亿元，得益于健康/车险/消费金融保费同比大幅增长 38.3%/34.2%/23.6%。数字生活保费同比下降 16.3% 至 62 亿元，主要受退运险需求下降影响；创新业务保持强劲需求，总保费同比增 40% 至 24.9 亿元，其中宠物险 (+53%) 和低空经济险 (+20%) 增速显著。综合成本率同比下降 2.3 个百分点至 95.6%，其中综合赔付率同比下降 6 个百分点至 54.7%，综合费用率上升 3.7 个百分点至 40.9%，推动承保利润同比增长 123% 至 6.27 亿元。分板块看，消费金融/健康/车险生态综合成本率同比改善 5.1/2.8/3.0 个百分点，达到 94%/92.9%/91.2%；推动三大生态的承保利润同比增幅达 611%/95%/91%。考虑业务质态改善及上半年承保盈利超预期，我们将 2025 年综合成本率预测下调至 96.6%（前：96.9%），以反映承保结构变化下各业务线承保盈利能力的增强。

众安银行上半年实现 4,900 万港元净利润，较此前管理层给到的全年实现盈亏平衡的预期更早。1H25 净收入达 4.57 亿港元，同比增长 82.1%，其中净利息收入/非息收入同比增 43%/272% 至 2.97 亿/1.6 亿港元。净息差 (NIM) 为 2.38%，同比上升 0.1 个百分点，得益于贷款产品结构多元化，NIM 表现优于行业平均。成本收入比同比下降 52 个百分点至 67%，反映在数字化转型

持续推进下，众安银行运营效率持续提升。随着财富管理规模扩张，我们认为银行收入结构将有望进一步多元化，非息收入占比提升（上半年占比 54%，较 2024 年末上升 43 个百分点），有利于在 2H25E 降息环境下降低银行盈利对利率敏感性。基于更均衡的收入结构、财富管理 AUM 增长以及 2025 下半年香港稳定币发行人牌照获批带来的储备资产扩容机遇，我们将众安银行 2025 年净利润预测上调至 8,200 万港元。

科技板块上半年净亏损同比收窄 32.2% 至 5,600 万元，主要得益于持续数字化转型提升运营效率。投资方面，上半年总/净投资收益率保持稳定在 3.3%/2.1%。

考虑到财险业务和众安银行的盈利超预期，以及对科技板块全年实现盈亏平衡的指引，我们将 2025-2027 年每股收益预测上调至 0.80/0.94/1.08 元（前值：0.67/0.75/0.88），并基于分部估值法将目标价上调至 23 港元（前值：20.4 港元），对应 1.5 倍 FY25E P/B，公司股价目前交易于 1.28 倍 FY25E P/B，维持“买入”评级。（[链接](#)）

#### ■ 绿城服务 (2869 HK, 买入, 目标价: 6.61 港元) - 强劲的业绩受益于提效成果显著

公司 1H25 净利润增速 22.6%，核心经营利润 (=GP-S&A) 增速 25.3%，远高于年初指引的 15%。总收入同比增 6.1%，其中基础物管表现稳健增 10.2%，受益于扎实的三方拓展能力尤其在非住业务领域；非业主增值受益于关联方保持平稳（同比+0.6%）；业主增值业务受部分业务出表影响同比下降 6%。公司不断提高在管项目品质和运营管理效率，使得毛利率、核心经营利润率均有提升（+0.5ppt/+1.8ppt）该趋势或将在全年继续维持。我们维持买入评级并上调目标价 8% 至 6.61 港元，对应 22x 2025E P/E，主要反映业绩预期的上调和估值倍数的小幅下调。目标估值倍数自 25x 下调至 22x 以反映行业环境压力。

基础物管表现稳健，毛利率逆势提升。板块收入同比增 10%，主要受益于 1) 在管面积在退盘率上升（1H25:2.4% vs. 1H24: 1.6%）的情况下依然录得不错的增长，同比+11%；其中来自三方的部分同比增 12%；来自非住项目的部分同比增 16%；2) 物管费单价自 1H24 的 3.20 元提升至 1H25 的 3.21 元，得益于过去两年不断清退低质量项目(23-24 年平均退盘率 4%)，新拓展项目费率不断提高。这也使板块毛利率在行业下行的背景下逆势提高 0.4ppt 到 15.3%。我们认为公司以上努力将一定程度抵消行业竞争、物业费限价等带来的负面影响，维持板块毛利率稳中向好。

提效成果显著，销管费率同比收窄 1.3ppt。公司一直致力于提质增效，1H25 取得显著成果，销管费率自 1H24 的 9.2% 降低 1.3ppt 至 1H25 的 7.9%；这带来核心经营利润的稳健增长（同比+25.3%），对应核心经营利润率同比提高 1.8ppt 至 11.6%，虽然应收账款减值等因素依然形成拖累（同比+34%），但净利润依然录得 22.6% 的增长，净利润率提高 0.8ppt 至 6.6%。

FY25 指引不变。公司表示维持 FY25 指引不变 1) 核心经营利润同比增速>15%，2) 基础物管收入双位数增长；3) 毛利率提升 0.5 个百分点；4) 年度新拓饱和营收>40 亿元；我们认为公司在新拓项目方面可能面临一定压力因为上半年仅完成 15.2 亿，但认为全年核心经营利润可能为超出指引维持 1H25 的趋势。

维持买入评级。我们上调目标价 8%至 6.61 港元，对应 22x 2025E P/E，主要反映业绩预期的大幅上调和估值倍数的小幅下调。目标估值倍数自 25x 下调至 22x 以反映行业环境压力（竞争激烈、物业费限价及或有强制社保缴费等）。风险：1) 三方拓展不及预期；2) 毛利率下行压力超预期；2) 开发商相关业务下滑超预期。（[链接](#)）

■ **保利物业 (6049 HK, 买入, 目标价: 54.91 港元) - 1H25 业绩符合预期, 无中期派息**

公司 1H25 净利润增速 5.3%，符合市场预期中单位数。总收入同比增 6.6%，基础物管表现稳健增 13.1%，受三方在管和商写物管部分支撑。公司在三方拓展方面表现亮眼，年化合同额同比增 17.2%至 14 亿元，其中住宅、商写项目分别同比增 32.2%和 18.7%。非业主增值收入受开发商拖累同比降 16.1%，社区增值服务主要受房产经纪业务拖累同比下降 3.7%。我们维持买入评级并上调目标价 2%至 54.91 港元，对应 18x 2025E P/E。

基础物管表现稳定，收缴率下滑。板块收入同比增 13.1%，在管面积同比增 10.2%，主要受三方在管和商写物管的支撑，二者收入同比分别增 19.9/29.8%，在管面积分别增 11.9/26.5%；物业费单价在行业顺风背景下录得显著提高（1H25 2.47 元 vs. 1H24 2.33 元）反映收缴率有一定程度下降，应收账款方面也有所反映，1H25 广义应收账款较 FY24 增 31.5%，其中来自三方的应收款增加 40%；主要原因系受部分地区物业费限价影响缴费意愿、以及新交付项目空置率较高影响。公司表示后续会展开专项行动解决问题。

降本增效成果难抵非业主增值对毛利率的拖累。公司降本增效成果较为显著，销管费用同比降低 9.1%，远大于收入增幅（6.6%），带来销管费率同比缩减 0.9 个百分点，但由于非业主增值 6.8 个百分点的毛利率下降拖累综合毛利率下降 1.1 个百分点；后净利润率录得 0.1 个百分点下降，至 10.6%。

中期无派息，未达部分投资人预期。公司此次依然保持不派发中期股息，这未达部分投资人预期。尽管 FY24 全年派息比例提升 10 个百分点至 50%，但依然处于行业低位。

维持买入评级。上调目标价 2%至 54.91 港元，反映对业绩预期的调整，对应 18x 2025E P/E。风险：1) 三方拓展不及预期；2) 毛利率下行压力超预期；2) 开发商相关业务下滑超预期。（[链接](#)）

■ **贝克微 (2149 HK, 买入, 目标价: 93.0 港元) - 在战略调整中保持高盈利能力; 预计 2025 年下半年表现更强劲**

贝克微公布 2025 年上半年业绩，实现收入 2.92 亿元人民币（半年度创历史新高），同比微增 0.4%。作为对比，2024 年上半年收入为 2.91 亿元，当时同比大增 42%，基数较高。公司展现出强劲的盈利能力，毛利率维持在 51.8%（同比提升 0.5 个百分点），净利润同比增长 14.9%至 7,700 万元，净利率提升 3.3 个百分点至 26.4%。

尽管面临关税及经销商渠道调整的挑战，公司上半年业绩依然稳健，SKU 数量扩展至 850 个。公司依然是我们半导体板块的核心推荐标的。随着公司持续扩充产品组合，并依托稳健的 IP/EDA 设计平台服务长尾工业市场，我们对

其长期成长前景保持乐观。重申“买入”评级，目标价维持在 93 港元不变。

([链接](#))

■ **通达集团 (698 HK, 买入, 目标价: 0.135 港元) - 1H25 盈利复苏符合预期; 看好玻璃纤维外壳升级和创智业务扩张前景**

通达集团 2025 年上半年净利润同比增长 394%，符合此前发布的盈喜。盈利增长主要因 2024 年上半年业务剥离后财务成本降低以及研发/折旧费用减少所推动，公司利润率大幅反弹。我们在业绩发布后与管理层进行了交流，展望下半年和明年，我们预计 1) 主营业务手机外壳将受益于玻璃纤材料升级与 ASP 提升，2) 子公司创智的家居及运动用品业务凭借欧美新客户及马来西亚产能提速实现强劲增长，3) 网通业务在越南工厂扩建驱动，整体上管理层预计盈利在 2H25-2026 年持续复苏。我们上调目标价至 0.135 港元，基于更高的 7.2 倍 2025 年预期市盈率（此前为 6.0 倍），相对于其 10 年平均市盈率 9.3 倍有 23% 的折让，主要反映了公司盈利扭转和订单能见度的改善。目前估值为 6.2 倍/4.3 倍 2025/2026 年市盈率，我们认为估值具有吸引力。重申买入评级。( [链接](#) )

■ **恒立液压(601100 CH, 买入, 目标价: 92 元人民币) - 2Q25 盈利增长加速; 继续看好存量业务和新业务**

恒立液压 1H25 净利润同比增长 11% 至 14.3 亿元人民币，这意味着 2Q25 盈利增长加速（同比增长 18% 至 8.13 亿元人民币）。尽管去年基数较高，但第二季度毛利率仍然同比扩大至 44%。我们维持盈利预测不变，主要由于我们盈利预测已高于市场预期。我们继续看好恒立，主要由于（1）由更新替换驱动的挖掘机上升周期确定性高；（2）滚珠丝杠等人形机器人部件将成为结构性增长动力。我们的目标价维持 92 元人民币不变（基于 41 倍 2025 年预期市盈率，高于历史平均值 1 个标准差）。重申买入评级。( [链接](#) )

## 招銀国际环球市场焦点股份

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	1FY	2FY	1FY	1FY	1FY	1FY
<b>长仓</b>												
吉利汽车	175 HK	汽车	买入	19.55	25.00	28%	11.2	10.7	1.8	20.0	2.7%	
零跑汽车	9863 HK	汽车	买入	67.95	80.00	18%	98.5	29.2	7.6	7.7	0.0%	
中联重科	1157 HK	装备制造	买入	6.60	7.40	12%	12.9	11.6	0.9	7.2	5.7%	
三一国际	631 HK	装备制造	买入	7.11	8.70	22%	10.2	8.2	1.5	17.4	4.1%	
绿茶集团	6831 HK	可选消费	买入	7.62	10.54	38%	10.0	8.7	4.1	49.6	3.7%	
江南布衣	3306 HK	可选消费	买入	19.40	18.68	N/A	11.2	10.1	3.5	38.9	0.0%	
瑞幸咖啡	LKNCY US	可选消费	买入	37.20	44.95	21%	22.8	18.3	0.8	27.7	0.0%	
珀莱雅	603605 CH	可选消费	买入	88.31	133.86	52%	4.6	16.7	5.1	31.0	1.6%	
华润饮料	2460 HK	可选消费	买入	11.86	18.61	57%	49.4	62.4	2.1	17.2	3.0%	
百济神州	ONC US	医药	买入	308.63	359.47	16%	103.6	37.6	13.2	N/A	0.0%	
三生制药	1530 HK	医药	买入	30.00	37.67	26%	7.2	22.4	3.0	37.1	1.9%	
中国平安	2318 HK	保险	买入	58.35	65.10	12%	7.7	7.3	1.0	13.4	4.9%	
中国财险	2328 HK	保险	买入	18.29	15.80	N/A	11.3	10.4	1.3	13.4	3.7%	
腾讯	700 HK	互联网	买入	613.50	705.00	15%	22.6	20.0	4.4	20.9	0.9%	
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	124.35	141.20	14%	1.7	1.5	0.3	9.9	7.1%	
携程集团	TCOM US	互联网	买入	65.93	70.00	6%	2.6	2.4	0.3	10.3	1.6%	
绿城服务	2869 HK	房地产	买入	5.19	6.61	27%	18.5	16.2	1.8	11.0	4.5%	
小米集团	1810 HK	科技	买入	53.75	62.96	17%	31.1	24.3	5.4	19.6	0.0%	
瑞声科技	2018 HK	科技	买入	44.56	60.55	36%	20.5	16.2	1.9	10.4	1.1%	
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	39.26	43.22	10%	16.2	13.0	2.2	15.1	1.9%	
地平线机器人	9660 HK	半导体	买入	7.88	8.90	13%	N/A	N/A	9.3	N/A	0.0%	
豪威集团	603501 CH	半导体	买入	136.68	176.00	29%	32.2	22.4	5.9	19.2	0.3%	
贝克微	2149 HK	半导体	买入	60.30	93.00	54%	17.4	13.4	N/A	18.8	0.0%	
北方华创	002371 CH	半导体	买入	378.00	379.26	0%	36.7	28.7	7.1	21.6	0.3%	
Salesforce	CRM US	软件与IT服务	买入	247.87	388.00	57%	21.9	18.9	4.0	11.2	0.6%	

资料来源：彭博、招银国际环球市场预测（截至2025年8月25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关联机构曾在过去12个月内与本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法律责任。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。