

# 每日投资策略

## 宏观、行业及公司点评

### 全球市场观察

- 中国股市涨跌互现，港股下跌，能源、医疗保健与必选消费领跌，工业、信息技术与可选消费跑赢，南向净买入 15.4 亿港元，小米、中芯国际与泡泡玛特净买入最多，腾讯、华虹半导体与中国平安净卖出居前。A 股收涨，工贸综合、硬件设备与半导体涨幅居前，煤炭、石油石化与食品饮料跑输市场。中国证监会主席提出鼓励券商兼并重组和对优质券商松绑，意味着券商行业将进入供给侧改革阶段，政策将强化市场竞争已形成的马太效应。
- 中央政治局会议定调明年将实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，加大逆周期和跨周期调节力度，实施更加积极有为的宏观政策，发挥存量政策和增量政策集成效应，持续扩大内需、优化供给，做优增量、盘活存量。中国 11 月外贸增速显著回升，商品出口同比增长 5.9%，进口同比增长 1.9%，稀土出口环比增长 26.5%。中国 11 月乘用车销量同比下降 8.5%，油车销量下降 22%，新能源车增长 4.2%。
- 日本第三季度 GDP 环比折年下降 2.3%，因净出口贡献下降和监管变化导致住宅投资下滑。10 年国债收益率一度下降，但很快反弹，因为经济数据越差，新内阁政策刺激的规模可能越大。日本国债收益率持续走高将对美欧债市产生溢出效应。
- 美股回调，通讯服务、可选消费与材料领跌，信息技术、工业与房地产跑赢。市场预期美联储 12 月可能鹰派降息，即如期降息但做出鹰派评论。“影子联储主席”哈塞特暗示未来 6 个月利率路径并不确定，必须以经济数据为依据决策，降低市场对其超级鸽派的预期。
- 欧央行鹰派官员称明年不排除加息可能。欧美国债价格齐跌，10 年美债收益率创两个多月新高，美元指数反弹。大宗商品多数下跌，黄金盘中转跌，原油回落。

### 宏观经济

- **中国经济 - 出口短期反弹，明年料将放缓**  
由于对欧盟、拉美、日本、韩国和非洲等地区的出口全面改善，中国 11 月出口超出市场预期，但对美国和东盟的出口表现不佳。集成电路出口受益于全球人工智能的景气周期，延续较高增速，反映中国持续的科技进步。船舶和汽车出口保持强劲增长，但包括个人科技产品、服装和地产相关的个人消费品出口则较为疲软。来料加工贸易的推动使进口略有改善，但由于国内需求依然疲软，一般贸易进一步下滑。

### 招银国际研究部

邮件: [research@cmbi.com.hk](mailto:research@cmbi.com.hk)

### 环球主要股市上日表现

	收市价	升/跌 (%)	
		单日	年内
恒生指数	25,765	-1.23	28.44
恒生国企	9,084	-1.25	24.60
恒生科技	5,663	0.00	26.73
上证综指	3,924	0.54	17.08
深证综指	2,499	1.22	27.66
深圳创业板	3,190	2.60	48.97
美国道琼斯	47,739	-0.45	12.21
美国标普 500	6,847	-0.35	16.40
美国纳斯达克	23,546	-0.14	21.93
德国 DAX	24,046	0.07	20.78
法国 CAC	8,108	-0.08	9.86
英国富时 100	9,645	-0.23	18.01
日本日经 225	50,582	0.18	26.79
澳洲 ASX 200	8,624	-0.12	5.70
台湾加权	28,304	1.15	22.87

资料来源: 彭博

### 港股分类指数上日表现

	收市价	升/跌 (%)	
		单日	年内
恒生金融	46,851	-1.67	33.34
恒生工商业	14,319	-0.96	27.28
恒生地产	18,115	-1.68	21.47
恒生公用事业	37,458	-1.30	5.03

资料来源: 彭博

由于全球需求放缓和之前因关税预期而提前抢出口造成高基数和需求透支，我们预计中国商品出口增速将在 2026 年放缓。医疗用品、电气设备、汽车、船舶、航空设备和人工智能相关产品等行业，以及对东南亚、中东、非洲、拉美和东欧等地区的出口可能保持强劲。

展望未来，我们预计商品出口增速可能从 2025 年的 5.2% 下降至 2026 年的 3.5%，而进口增速可能从 -0.5% 反弹至 2%。美元兑人民币汇率可能从 2025 年底的 7.07 下降至 2026 年底的 7.02。 ([链接](#))

## 行业点评

### ■ 中国汽车行业 - 2026 展望：鏖战升维，破界竞争

中国乘用车零售销量和批发销量在 2025 年均有望实现历史新高，强于市场在去年底的预期。2026 年，考虑到“以旧换新”补贴和购置税减免优惠退坡，汽车行业或将呈现更为复杂的格局。

**汽车行业韧性或强于市场预期：**尽管面临置换补贴退坡和新能源购置税优惠减半，我们预计 2026 年中国乘用车零售销量同比有望基本持平，同时得益于出口的增长，批发量或同比增长 2.9%。相较于大部分投资者的预期，我们对中国汽车销售韧性的判断更为积极，且不排除若 2026 上半年汽车销量疲软，政府出台新刺激政策的可能性。我们预计 2026 年中国新能源乘用车的零售和批发销量分别同比增长 15.5% 和 18.5%。

**2026 行业趋势研判：鏖战升级、PHEV 逆袭、电池涨价。**考虑到 2026 年新车型发布数量或创历史新高，我们判断中国汽车行业竞争将更趋白热化。部分车企近年凭借激进定价策略获益，将推动更多同行跟进。同时，外资品牌将推出更多本地化研发的新能源车型中，或更具竞争力。鉴于储能电池需求前景超预期带来的供需关系优化，我们预计 2026 年电池价格将上涨，或侵蚀车企利润空间。此外，伴随以旧换新补贴退坡、插混新车型加速推出及潜在电池涨价，我们预计插混车型有望在 2026 年重获增长动能。

**投资策略：**相较于部分投资者对行业销量放缓的担忧，我们更关注 2026 年中国汽车行业的竞争烈度与电池涨价风险。我们判断新能源车竞争将于 2026 年进入下半场，依据有三：1) 新势力与传统车企的估值溢价或开始收窄；2) 竞争维度将从造车延伸至 AI 领域（如 Robotaxi 和机器人）；3) 外资品牌加速推出新能源车型，对中国市场理解加深。鉴于赢家格局尚未定型，2026 年区间交易和逆向投资或是优选策略。

**荐股逻辑：**整车板块首选：**吉利汽车**，新能源车型矩阵仍有完善空间，可支撑 2026 年销量的继续增长，同时车型结构改善和出口加速或提升毛利率，且估值具有吸引力。电池板块关注新势力：**正力新能**，公司刚于 2025 年 4 月实现港股 IPO，投资价值仍待市场挖掘。作为锂电新势力，正力已凭借轻历史包袱及卓越运营效率实现行业领先的毛利率。2026 年客户结构优化（广汽丰田/大众/上汽合作深化）将提振利润率，且可能受益于潜在电池涨价。 ([链接](#))

### ■ 中国保险行业 - 权益投资风险因子再优化，引导险资长期持有是关键

12 月 5 日，金融监管总局发布《关于调整保险公司相关业务风险因子的通知》，对保险公司长期持有的股票风险因子下调，以引导险资拉长股票投资

的持仓时间；其中，《通知》对加权平均持仓时间超过三年的沪深 300 指数成分股和中证红利低波动 100 指数成分股的风险因子从 0.3 降至 0.27，对加权平均持仓时间超过两年的科创板普通股的风险因子从 0.4 降至 0.36，持仓时间根据过去六年/四年加权平均持仓时间确定。我们认为，此次《通知》是对监管自 5 月提出的拟进一步调降险企偿付能力股票投资风险因子 10% 的量化落实，叠加纳入持仓时间的考核，有意引导险资拉长对大盘蓝筹、高股息和新质生产力个股的长期持有周期。

我们测算，此次偿付能力股票投资风险因子调降将带动行业释放最低资本（考虑风险分散效应前）308 亿元；若全部用于增配沪深 300 股票，对应增量入市资金（静态释放风险资本除 0.3）为 1,026 亿元；若不增配权益，考虑风险分散效应后的释放最低资本将在行业 3Q25 综合偿付能力充足率（186.3%）的基础上，提升 1.14 个百分点至 187.4%，介于 150%-250% 之间，权益配置上限保持 30% 不变。

截至三季度末，保险行业资金运用余额中股票投资规模达 3.62 万亿元，我们假设险资对沪深 300 指数成分股、中证红利低波动 100 指数成分股和科创板普通股的投资比例各为 50%/10%/5%，对应满足监管加权平均持仓时间要求的比例为 50%/20%/20%。我们对中证红利低波动指数成分股和科创板采用较低的投资占比和持仓满足率假设，主要考虑险资布局红利股和新质生产力等成长股的持仓历史相对较短，当前满足监管要求加权平均持仓时间的股票或以底仓大盘股为主。

此次调整后，险资投资 A 股相较于 H 股的资本运用效率将进一步提升。调整后长期持有沪深 300 股票的风险因子仅 0.27，将明显优于港股通投资交易的资本占用。中国平安和中国人寿有望成为核心受益标的，中国平安-A 是沪深 300 前十大成分股；截至 12 月 5 日，中国平安-A 指数权重占比 2.59%，排名第三；同时平安寿险位列 8 家沪深 300 成分股的前十大股东。未来伴随险资拉长对沪深 300 指数成分股的权益持仓时间，以享有偿付能力资本占用的九折优待，平安-A 作为指数权重股将受益于中长期新增被动资金流入。同时，我们统计了上市险企 3Q25 寿险子公司偿付能力报告中权益价格风险的最低资本占量化最低资本的比例，其中，中国人寿的权益价格风险最低资本占用（83.6%）显著高于同业，预计最低资本计量风险因子的释放，带动国寿偿付能力充足率改善的弹性空间最大。

维持行业“买入”评级，板块交易于 0.2x-0.6x FY26E P/EV 和 0.6x-1.2x FY26E P/B，估值筑底有望随资产端投资收益中枢回升进一步向上。推荐买入中国平安（2318 HK，买入，目标价：75 港元）、中国人寿（2628 HK，买入，目标价：31 港元）、中国财险（2328 HK，买入，目标价：23.6 港元）和友邦保险（1299 HK，买入，目标价：89 港元）。（[链接](#)）

#### ■ 中国医药 - 医保目录发布，延续支持创新

MSCI 中国医疗指数 2025 年初至今累计上涨 60.9%，跑赢 MSCI 中国指数 29.2%。近期，医药板块有所回调（MSCI 中国医疗指数 10 月至今回调 9%），我们认为部分低估值个股具备吸引力。我们认为，创新药出海趋势长期将延续，更关注已出海产品在海外的推进。由于资本市场融资复苏、创新药出海交易规模上涨，国内创新药研发需求出现回暖，叠加美国降息，CXO 行业有望在 2H25E 迎来业绩修复。

2025 年版基本医保目录以及首版商保目录发布，延续支持创新。本次目录调整新增 114 种药品，其中 50 种 1 类创新药，同时调出了 29 种临床没有供应或可被其他药物更好替代的药品。本次调整在坚持“保基本”“尽力而为、量力而行”的基础上，按照“补齐短板、鼓励创新、优化结构”的调整思路，突出对“真创新”、“差异化创新”的支持。我们预期，本次医保谈判及续约的价格降幅基本符合预期，与往年的经验降幅差别不大。此外，首版商保创新药目录共纳入 19 种药品，包括 CAR-T，神经母细胞瘤、戈谢病等罕见病治疗药品，阿尔茨海默病治疗药品等。尽管首版商保目录短期对于产品销售的拉动或将有限，由于商业保险的规模仍然不大，但是我们认为商保目录的意义重大，或将开启中国商业医疗保险扩容的道路，成为中国多元化支付体系发展的开端。

多家企业的核心创新品种获纳入医保。科伦博泰的芦康沙妥珠单抗（TROP2 ADC）首次进入医保目录，覆盖 3L+ TNBC 以及 3L EGFR-TKI 耐药 NSCLC，成为首款纳入医保的 TROP2 ADC 品种。康诺亚的司普奇拜单抗（IL-4Rα 单抗）已获批的 3 项适应症均纳入医保目录，包括中重度特应性皮炎、慢性鼻窦炎伴鼻息肉、中重度季节性过敏性鼻炎。康方生物的依沃西（PD-1/VEGF）的一线治疗 PD-L1 阳性 NSCLC 适应症新增纳入，卡度尼利（PD-1/CTLA-4）的一线宫颈癌、一线胃癌适应症新增纳入。翰森制药的阿美替尼的辅助 NSCLC 适应症以及 III 期 NSCLC 适应症新增纳入。信达生物的替妥尤单抗（IGF-1R 单抗）、氟泽雷塞（KRAS G12C 抑制剂）、利厄替尼（三代 EGFR-TKI）、他雷替尼（ROS1 TKI）、塞普替尼（RET 抑制剂）和匹妥布替尼（BTK 抑制剂）首次进入医保。

医保收支压力仍在，关注国家集采续约。25 年 1-10 月，基本医疗保险（含生育保险）统筹基金累计收入同比增长 2.0%，而累计支出同比下滑 0.7%。我们认为，宏观环境的短期挑战以及老龄化的长期挑战下，医保收支的压力仍在。

行业展望：布局思路更偏稳健，关注低估值个股机会。推荐买入三生制药（1530 HK）、固生堂（2273 HK）、药明合联（2268 HK）、巨子生物（2367 HK）、信达生物（1801 HK）、中国生物制药（1177 HK）。（[链接](#)）

## 公司点评

### ■ 中广核矿业 (1164 HK, 买入, 目标价: 3.67 港元) - 哈萨克斯坦提出的新政策：对公司资产权益影响不大，但对估值带来风险

据媒体报道（[链接](#)），哈萨克斯坦提出的有关加强对铀矿开采合资企业监管的草案已获下议院通过，目前正等待参议院审议。该草案要求，哈萨克斯坦国有企业、全球最大铀生产商哈萨克斯坦原子能公司（简称哈原工 KAP LN，未评级）在与合资企业续签合同时，将会持有 90% 的合资企业股份。哈原工长期以来通过合资方式与多家外国合作伙伴在哈萨克斯坦开展铀矿开采项目。哈原工表示，目前正与合资伙伴进行谈判，部分伙伴对这项提案提出保留意见。

分析：根据经合组织核能署和国际原子能机构的数据，哈萨克斯坦可采铀资源量位居世界第二，占全球市场份额的 14%（截至 2022 年底）。哈萨克斯坦铀产量位居世界第一（2022 年），因为该国拥有全球最高比例的低成本矿



山。鉴于未来十年铀供应紧张，哈萨克斯坦的政策转变事实上并不完全出乎意料之外。

对中广核矿业的储量所有权影响轻微。目前，中广核矿业与哈原工成立了两家合资企业（共四座矿山，中广核矿业持股 49%）。除谢矿(Semizbay mine)外，其他三座矿山的采矿许可证将覆盖其预计的整个矿山开采寿命。因此，潜在的政策变化不会影响这些矿山。至于谢矿（许可证将于 2031 年到期）目前的年铀产量约为 410 吨（占四家合资企业合并总产量的 15%）。我们估计，假设谢矿年产量未来数年大致维持，其储量（到 2024 年底为 5,300 吨）理论上足以支撑到 2037 年的生产。换句话说，谢矿的合资结构在 2031 年后假如发生变化，对中广核矿业的权益产量会造成影响。

但可能会对我们的目标估值带来负面影响。我们的净现值 (NPV) 估值涵盖矿产现金流，仅计算至储量耗尽或采矿许可证到期（以较早者为准）。因此，政策变化不会影响我们的净现值计算。尽管如此，鉴于我们的目标价给予净现值倍数 3.5 倍，以反映采矿许可证的潜在续期以及铀价上涨可能把资源转化为储量，因此，这项政策变化将令我们的目标倍数带来不确定性。我们暂时维持目标估值不变，但将持续关注政策变化的进展。（[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制的报告。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。