

每日投资策略

行业及公司点评

全球市场观察

- 上周五（3 月 21 日）中国股市大跌。港股原材料、医疗保健与可选消费领跌，电讯、能源与公用事业跌幅较小。A 股跌幅小于港股，汽车、软件、半导体与硬件设备跌幅居前，仅石油石化、钢铁与电信上涨。中概股下跌。国债期货走低，人民币持续回落。随着临近 4 月特朗普对等关税窗口期，市场风险偏好下降。中国科技股完成估值修复后开始回调。中国央行 1Q 货币政策例会提出择机降准降息，中财办副主任称将综合施策扩大消费。与特朗普关系密切的共和党参议员戴安斯现身中国发展高层论坛，中国总理会见其时表示贸易战没有赢家。
- 欧洲股市下跌，资源板块跌幅居前。在德国将国防开支从债务刹车限制中豁免的改革坐实后，投资者选择获利了结。欧洲计划用 5-10 年建设自主防卫体系。如果欧洲国家将国防开支从 GDP 的 2%提高至 3.5%，那么可能提升 GDP 增速 0.5-1.5 个百分点。欧元区国债收益率基本持平，报道称法国提议针对特朗普关税威胁动用欧盟“反胁迫工具”，欧元下跌。英国央行比预期鹰派，国债收益率小升，英镑回落。
- 美股低开但尾盘收涨，通讯服务、可选消费与信息技术上涨，房地产、材料与公用事业跌幅居前。关税担忧和部分公司财报不及预期打击市场情绪，但特朗普出面救市，称对等关税不对所有国家而只对 15%的国家开征，未计划同时对特定行业实施关税。美国财长接受采访称目前最紧迫问题是不断膨胀的债务和赤字以及通胀和分配不平等，政府应该逐步削减支出，如果取消补充杠杆率（SLR）规定，美债收益率可能下降 30-70 个基点，政府计划通过调整国际贸易体系、关税等手段提振本土制造业。美联储理事沃勒称 3 月会议投反对票的原因是银行准备金高于充裕水平。虽然鲍威尔与特朗普先后出面安抚市场，但点阵图预测“滞涨”趋势令美联储很难快速降息，特朗普关税、削减政府支出和减少移民等政策对经济紧缩效应可能显现，投资者信心依然较弱。

公司点评

- 美团 (3690 HK, 买入, 目标价: 200.2 港元) - 坚实的核心业务盈利增长为海外扩张提供支撑
美团 4Q24 营收 885 亿元人民币，同比增长 20%，较彭博一致预期高 1%，调整后净利润达到 98 亿元人民币，与预期基本一致。核心本地商业（CLC）板块 129 亿元人民币的营业利润比预期高出 11%，这主要归因于用户补贴优化推动外卖业务营业利润超预期。2024 年，核心本地商业板块营收和营业利润同比分别增长 21% 和 35%，新业务产生的亏损收窄至 73 亿元人民币（2023 年为 202 亿元人民币），主因美团优选减亏（同比减亏约 100 亿元人民币）和其他新业务盈利能力提升所推动的。展望 2025 年，我们预计美

招银国际研究部

邮件: 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	23,690	-2.19	38.96
恒生国企	8,742	-2.32	51.55
恒生科技	5,640	-3.37	49.82
上证综指	3,365	-1.29	13.11
深证综指	2,064	-1.29	12.28
深圳创业板	2,152	-2.17	13.79
美国道琼斯	41,985	0.08	11.40
美国标普 500	5,668	0.08	18.82
美国纳斯达克	17,784	0.52	18.47
德国 DAX	22,892	-0.47	36.65
法国 CAC	8,043	-0.63	6.63
英国富时 100	8,647	-0.63	11.81
日本日经 225	37,677	0.04	12.59
澳洲 ASX 200	7,931	-0.20	4.48
台湾加权	22,209	-0.75	23.86

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	39,342	-1.62	31.92
恒生工商业	13,865	-2.68	50.16
恒生地产	15,826	-1.82	-13.65
恒生公用事业	34,775	-0.10	5.78

资料来源: 彭博

团将加大国际扩张投资，同时继续推动核心本地商业、美团优选和其他新业务提高运营效率。我们预计坚实的核心业务盈利增长将为海外扩张提供支撑，并预计 2025 年核心本地商业板块营业利润将同比增长 17.6%。我们基于 DCF 的目标价因核心本地商业板块长期盈利增长前景好于预期而小幅上调至 200.2 港元（前值：199.2 港元），尽管为支持国际扩张短期新业务可能产生比预期更大的亏损。维持“买入”评级。（[链接](#)）

■ **伟仕佳杰 (856 HK, 买入, 目标价: 7.60 港元) - FY24 业绩强劲; 受益于强劲的 AI 需求**

伟仕佳杰公布了 FY24 财务业绩：总营收同比增长 21%，达到 891 亿港元，较招银国际/一致预期高 7%/8%，主要得益于对 AI 解决方案的强劲需求以及东南亚业务营收增长；净利润同比增长 14%，达到 10.5 亿港元，较招银国际/一致预期高 10%/6%。凭借公司在云和 AI 领域的良好研发与服务能力，伟仕佳杰在云管理服务和 AI 算力运营市场的份额持续提升。FY24 云计算和 AI 业务营收同比增长 35% 至 77 亿港元。展望未来，在 AI 解决方案、云计算和信创需求的推动下，管理层预计公司 FY25-27 年盈利将维持 15%-20% 增长。我们将 FY25/26 盈利预测上调至 13.2 亿/15.2 亿港元（前值：10.6 亿/11.7 亿港元），并将目标价上调至 7.60 港元，基于 8x FY25 PE（前值：7.20 港元，基于 10x FY25 PE）。维持“买入”评级。（[链接](#)）

■ **宝尊 (BZUN US, 买入, 目标价 3.53 美元) - 驱动有质量的增长**

宝尊 4Q24 总收入为 30 亿元人民币，较彭博一致预期高 3.3%；non-GAAP 归母净利润为 4,600 万元人民币，高于 4Q23 的 2,900 万元人民币，但低于 7,400 万元人民币的市场预期。宝尊电商（BEC）在数字营销和信息技术解决方案需求增加的推动下，收入同比增长 6%；宝尊品牌管理业务（BBM）收入同比增长 17%（3Q24: 10%），这得益于宝尊持续优化 Gap 品牌的商品规划，使其销售额提升，同时也得益于新店铺的开业。展望 2025 年，我们预计管理层会将 BEC 的运营效率提升置于业务扩张之上，并继续推动 BBM 实现稳健的收入增长和亏损收窄，该业务有望在 4Q25 实现 non-GAAP 营业利润盈亏平衡。我们将估值窗口期滚动至 2025 年，基于 SOTP 的新目标价为 3.53 美元（前值：3.1 美元）。维持“买入”评级。（[链接](#)）

■ **中国平安 (2318 HK, 买入, 目标价: 65.1 港元) - 静待寿险营运利润增长拐点**

平安公布 2024 年业绩，集团归母营运利润同比提升 9.1% 至 1,220 亿元，略高于我们此前的预期 1,200 亿元，得益于财险营运利润大幅反弹（同比+67.7%）和资管业务大幅减亏（亏损同比下降 42.6%）的贡献。寿险及健康险板块的归母营运利润同比下降 1.9% 至 970 亿元，降幅虽较 FY23 (-3.2%) 进一步收窄，但低于我们对其达到增长拐点的预期。

寿险经济假设预期下调，营运利润增长拐点待现。2024 年寿险及健康险新业务价值同比增长 28.8%（可比口径）至 285 亿元，大致符合预期；在报告数据口径下同比下滑 8.2%，主要因公司下调 1) 长期投资收益率假设 50bps 至 4.0%（原：4.5%）；2) 风险贴现率假设 100/200bps 至 8.5%/7.5%（原：9.5%），分别用于传统险和非传统险。根据内含价值敏感性分析，我们看到公司寿险新业务价值/寿险及健康险内含价值/集团内含价值在新经济假设下，对利率变动和长期投资收益率假设的敏感度提升；测算若长期投资收益率假设和风险贴现率上行 50bps，寿险新业务价值/寿险及健康险内含价值/集团内含价值将下降 26%/13%/8%（FY23: -19%/-10%/-6%）。预计这与公司近年来销售传统

险保单的占比较大有关；中长期看，预计分红险占比的提升将进一步压降负债成本，并降低新业务价值对利率变动的敏感性。

财险 COR 明显改善，得益于 2H 保证险承保盈利转正。FY24/2H24 年财险保险收入同比增长 4.7%/5.5% 至 3,281 亿元。承保综合成本率同比改善 2.4 个百分点至 98.3%，其中赔付率/费用率各降 0.5/1.9 个百分点，实现承保盈利达 55 亿元（FY23：承保亏损 21 亿元）。2H24 综合成本率为 98.8%，主要得益于保证险风险出清，带动综合成本率大幅压降的影响（同/环比 -65/-16 个百分点至 91.3%）。车险综合成本率小幅上升 0.4 个百分点至 98.1%，2H 在大灾频发背景下基本持平。

估值：公司目前估值交易于 0.55 倍 FY25E P/EV 和 0.8 倍 P/B，对应股息率 >6% 和近 13% 的未来三年平均净资产收益率(ROE)，具备一定吸引力。展望未来，我们认为寿险营运利润增长拐点的出现将是公司股价的重要催化。维持“买入”评级，目标价为 65.1 港元，对应 0.8 倍 FY25E P/EV 和 1.0 倍 FY25E P/B。（[链接](#)）

■ **蔚来(NIO US, 持有, 目标价: 5 美元) - 4Q25 盈亏平衡难期, 历史包袱拖累盈利**

4Q24 核心毛利符合预期，净利润不及预期：蔚来 4Q24 收入环比增长 6% 至 197 亿元，较我们先前预测低 4%，主要因为平均售价低于预期；整车毛利率环比持平为 13.1%，与我们的预期一致，其他业务毛利率转正好于预期，主要得益于超预期的研发服务收入。受到股权投资公允价值损失及汇兑损失的拖累，蔚来 4Q24 净亏损 71 亿元，较我们预测低 16 亿元。

成本削减空间或低于市场预期：管理层在业绩会上强调新产品周期与降本措施。我们认为，蔚来的成本压缩空间可能小于部分投资者预期，因其既不愿放弃已投入巨大且仍需烧钱的项目，比如换电和自研芯片，又难以缩减维持其品牌形象的开支（如牛屋、独立乐道展厅等）。这将导致其资本开支及销管费用率持续高于其他竞争对手。

我们预计乐观情况下的 4Q25 仍难以实现盈亏平衡：尽管我们认为公司 2025 年 44 万辆的销量目标、以及 4Q25 蔚来品牌毛利率 20%、乐道品牌毛利率 15% 的盈利目标充满挑战，但即使我们假设上述毛利率水平成立且 4Q25 销量达 18 万辆，我们测算当季毛利润可以达到 76 亿元（综合毛利率 17%）。然而，研发与销管费用率合计仍将达 24%，致经营亏损 29 亿元。

盈利预测/估值：因预计公司将优先保销量，我们将 2025 年销量预测上调 2 万辆至 38 万辆，同时小幅下调对平均售价的预测。我们预测蔚来 2025 年毛利率同比改善 3.6 个百分点至 13.5%（蔚来品牌：18.7%，乐道品牌：11%）。假设管理层大力降本使研发与销管费用率合计同比收窄 13.1 个百分点，我们测算 2025 年净亏损仍将达 160 亿元，距离盈亏平衡尚远。事实上，即使假设 2026 年销量达 50 万辆且持续降本，我们预计当年净亏损仍为 130 亿元。维持持有评级，目标价 5 美元，仍基于 0.8x FY25E P/S。（[链接](#)）

■ **中广核矿业(1164 HK, 买入, 目标价: 2.18 港元) - 合约/现货铀价差距较大, 有助限制现货价格的进一步下跌**

在业绩发布后的分析师会议上，管理层透露与母公司新的 3 年包销协议（2026-28 年）的一些标准，包括 (1) 公平的市场惯例、(2) 同业的合同结构，以

及 (3) 独立股东的预期和要求, 预计该协议将于 2025 年第四季度签订。我们估计, 中广核矿业可能会维持目前的定价机制 (即 40% 固定价格 + 60% 现货价格), 但固定价格可能会有所提高。另一方面, 管理层看到了非洲和中亚等地区的并购机会, 目标实现地域分散。考虑到未来 15% 的股息预扣税和近期铀价的回落, 我们将 2025E/26E 价格假设下调 18%/16% 至每磅 75/83 美元, 盈利预测分别下调 28%/35%。尽管如此, 我们认为当前较大的合约/现货价差 (2 月份分别为每磅 80/65 美元) 将有助限制现货价格的进一步下跌。此外, 我们预计, 在哈萨克斯坦矿产资源税于 2026 年新机制下, 公司的相关税率将会有所下降。我们将基于净现值(NPV)的目标价从 2.36 港元下调至 2.18 港元, 维持买入评级。 ([链接](#))

■ **贝克微 (2149 HK, 买入, 目标价: 69.5 港元) - 2024 年净利率高达 28.8%, 彰显公司强劲盈利能力**

贝克微 2024 年收入同比增长 25% 至 5.79 亿元人民币, 低于我们预期的 11%。净利润同比大增 52% 至 1.67 亿元人民币, 超出我们预期的 14%。毛利率同比下降 2.4 个百分点至 53%, 由于存货跌价准备影响。剔除此影响后, 管理层表示全年毛利率基本保持稳定。鉴于库存调整周期延长, 我们将 FY25/26E 收入预测下调 14%/18%。毛利率预计在预测期内维持在 53%-54% 区间。得益于成本优化, 我们将 FY25 净利润小幅上调 3% 至 2.17 亿元; FY26 净利润因销售预期下调至 2.85 亿元。

公司持续专注工业级模拟芯片这一细分市场, 需求多元且长尾化, 同时竞争相对较小 (对比消费类模拟芯片市场)。我们预计 2025-2027 年公司收入将保持 27%-33% 的年增长, 净利率稳定在约 28%。重申“买入”评级, 目标价上调至 69.5 港元, 对应 2025 年 18 倍 P/E。 ([链接](#))

■ **讯飞医疗科技(2506 HK, 首次覆盖: 买入, 目标价: 170.56 港元) - 医疗 AI 领航者, 全方位赋能医疗行业; 首予买入**

讯飞医疗是中国医疗人工智能 (AI) 领域的领军企业, 依托星火医疗大模型, 赋能基层医疗、医院、患者、区域管理机构等多方位的行业参与方。据弗若斯特沙利文统计, 按收入计, 2023 年中国医疗人工智能市场 CR5 的合并市场份额仅有 16.5%, 市场格局分散; 2023 年讯飞医疗在中国医疗人工智能市场的份额为 5.9%, 排名第一。得益于政策扶持, 各级医疗机构智能化升级需求增长, 讯飞医疗的收入快速增长, 2021-2023 年收入年复合增长率达到 22.2%。受益于医疗 AI 应用的加速落地, 我们预计公司 2023-2026 年收入的年复合增速将达到 36.9%。首次覆盖给予“买入”评级, 目标价 170.56 港元, 基于 13 倍 26 年市销率。

政策支持医疗 AI 行业发展, 医疗 AI 应用加速落地。近年来, 国家政策持续推动 AI 在医疗场景的应用, 强调应用人工智能技术来提升医疗服务能力。根据弗若斯特沙利文的数据, 中国医疗 AI 市场规模将从 2023 年的 88 亿元增长至 2033 年的 3,157 亿元, 2023-33 年的年复合增长率将达到 43.1%。

母公司科大讯飞技术加持, 深化与头部医院等 B 端合作, 夯实领先优势。公司基于科大讯飞强大的底座模型能力, 推出了星火医疗大模型。依托科大讯飞持续升级的讯飞星火大模型、公司垂类医疗大模型的广泛临床应用经验、公司与头部医院合作的数据资源等, 讯飞医疗可以持续迭代升级星火医疗大

模型，筑牢技术壁垒。同时，公司在 B 端合作方面多点开花，将逐步构建强大的 B 端生态体系，夯实公司的商业渠道壁垒。

持续扩张客户基础，B、C 端收入快速增长，G 端表现稳健。公司积极进行区域拓展，客户基数持续增长。截至 2024 年 12 月 9 日，公司已向全国约 60,000 家基层医疗机构提供产品及服务，覆盖 30 多个省份 610 多个区县，并进入 500 多家等级医院。随着医院加快智能化转型，对 AI 医疗应用需求快速增长，推动公司医院服务收入迅猛增长，公司的诊后管理服务和影像云业务也随之快速增长。此外，人口老龄化也将带动公司助听器产品销售强劲增长。公司 B、C 端收入占比快速提升，且趋势有望持续。1H24，医院服务和患者服务收入同比增长 146%，收入占比提升至 66.9%。

首次覆盖给予“买入”评级，目标价 170.56 港元。我们看好医疗 AI 的应用前景，讯飞医疗在医疗 AI 领域具备先发优势和坚实的技术壁垒。我们预计公司 2023-26 年收入复合增速将达到 36.9%，归母净亏损率将快速缩窄。首次覆盖给予“买入”评级，参考可比公司平均市销率，给予 13 倍 26 年市销率以反映我们看好公司的高成长性，目标价 170.56 港元。（[链接](#)）

■ 翰森制药 (3692 HK, 买入, 目标价: 25.24 港元)- 海外授权成为可持续的盈利驱动力

翰森 2024 年业绩符合预期，实现收入 122.6 亿元（同比增长 21.3%），归母净利润 43.7 亿元（同比增长 33.4%）。产品销售收入达 106.9 亿元（同比增长 13.7%）。创新药销售收入（不含合作收入）同比增长 28.2%，达到 79 亿元。我们预计公司有望实现 2025 年创新药销售收入突破 100 亿元（同比增长超 25%）的目标。公司 2024 年成本效率有所提升，销售及管理费用占产品销售收入的比例从 2023 年的 45% 下降至 42%。公司持续投入研发，2024 年研发费用增长 29%，达到 27 亿元。公司持续提高股息支付率，从 2023 年的 35% 提升至 2024 年的 42.5%。我们预计 2025 年及以后股息支付率将保持稳定。

阿美替尼凭借适应症拓展延长生命周期。阿美替尼 2024 年销售额增长强劲，同比增长 29%。作为先行者，阿美替尼一线和二线适应症已经纳入医保。翰森正在积极推进其进一步的适应症拓展，预计 2026 年初将有两个适应症被新增纳入医保：术后辅助治疗（2024 年 7 月提交 sNDA）和局部晚期不可切除非小细胞肺癌的维持治疗（2025 年 3 月获批）。阿美替尼有望成为国内首个在上述两个适应症获批的 EGFR-TKI。此外，翰森正在开发阿美替尼联合 c-Met 抑制剂或 EGFR/c-Met 的联合疗法，以进一步巩固其领导地位。我们相信阿美替尼有望实现 2025 年 60 亿元的销售目标，并在峰值时超过 80 亿元。

海外授权交易带来可持续利润。继 2023 年底两款 ADC 授权给 GSK 后，翰森在 2024 年底又将其一款口服小分子 GLP-1 受体激动剂通过重磅交易授权给默沙东。HS-20093 (B7-H3 ADC) 目前在中国正在进行 2L SCLC 的 3 期临床，GSK 计划在 4Q25 启动全球关键性。HS-20089 (B7-H4 ADC) 最近已在中国进入卵巢癌的 3 期临床，GSK 的 1/2 期临床试验，预计今年公布数据，关键性试验计划于 2026 年启动。2024 年，翰森有 6 款自主研发的药物进入临床，包括第四代 EGFR-TKI、GLP-1 口服药物、CDH6 ADC 和 CDH17 ADC 等。鉴于目前全球大型制药公司积极寻求中国创新药物资产的趋势，我们相信翰森凭借其丰富的创新疗法管线，将继续从这一行业趋势中受益。其管线资产的海外授权有望成为公司可持续的利润来源。

维持买入评级。不考虑合作收入的影响，我们预计翰森 2025 年和 2026 年的有机收入将分别同比增长 16.3%和 14.2%。我们预计翰森 2025 年和 2026 年的净利润将分别减少 2.2%和增加 0.1%。我们将维持目标价 25.24 港元不变。

([链接](#))

招銀国际环球市场焦点股份

				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	1FY
持仓												
吉利汽车	175 HK	汽车	买入	17.20	23.00	34%	11.9	11.0	1.6	15.7	2.9%	
小鹏汽车	XPEV US	汽车	买入	21.80	28.00	0.3	N/A	N/A	0.8	N/A	0.0%	
中联重科	1157 HK	装备制造	买入	6.27	6.80	8%	13.1	11.6	0.9	6.9	5.5%	
安踏体育	2020 HK	可选消费	买入	89.15	120.86	36%	18.9	16.3	3.3	23.2	3.0%	
瑞幸咖啡	LKNCY US	可选消费	买入	33.00	38.51	17%	15.9	13.6	1.3	26.5	0.5%	
百胜中国	9987 HK	可选消费	买入	398.40	484.83	22%	141.3	129.4	23.6	14.4	0.2%	
珀莱雅	603605 CH	必选消费	买入	84.83	133.86	58%	22.1	17.8	6.2	31.8	1.5%	
华润饮料	2460 HK	必选消费	买入	14.66	18.84	29%	18.1	N/A	2.5	15.7	2.8%	
百济神州	ONC US	医疗	买入	251.98	359.47	43%	204.9	38.8	8.0	N/A	0.0%	
药明康德	603259 CH	医疗	买入	66.98	94.05	40%	16.4	13.8	2.9	19.1	1.9%	
中国太保	2601 HK	保险	买入	24.75	35.50	43%	5.4	5.8	0.8	17.1	4.8%	
中国财险	2328 HK	保险	买入	14.72	14.00	N/A	10.2	9.9	1.2	13.1	4.1%	
腾讯	700 HK	互联网	买入	511.50	625.00	22%	18.0	16.6	3.8	19.4	1.0%	
快手	1024 HK	互联网	买入	59.30	85.60	44%	14.5	11.4	3.7	26.7	0.0%	
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	135.14	157.70	17%	2.1	1.8	0.3	11.8	3.9%	
携程	TCOM US	互联网	买入	64.23	70.00	9%	2.6	2.3	0.3	10.3	1.2%	
绿城服务	2869 HK	房地产	买入	4.21	6.13	46%	15.6	13.2	1.5	11.4	4.7%	
小米集团	1810 HK	科技	买入	54.70	59.52	9%	35.8	29.3	5.9	15.4	0.2%	
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	47.25	48.66	3%	23.4	16.5	3.0	14.0	1.3%	
中际旭创	300308 CH	半导体	买入	102.45	186.00	82%	21.3	14.7	5.8	31.2	0.7%	
北方华创	002371 CH	半导体	买入	418.80	426.00	2%	38.4	29.5	7.5	21.3	0.3%	
韦尔股份	603501 CH	半导体	买入	136.00	176.00	29%	49.5	31.7	6.7	14.5	0.3%	
Salesforce	CRM US	软件&IT服务	买入	280.62	388.0	38%	22.3	20.3	4.4	11.1	0.4%	

资料来源：彭博、招银国际环球市场预测（截至 2025 年 3 月 21 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。