

每日投资策略

行业及公司点评

全球市场观察

- 周二（4 月 8 日）中国股市技术性反弹。港股必选消费、医疗保健与能源涨幅居前，公用事业、金融与电讯跑输市场。A 股消费零售、食品饮料与电信服务领涨，对关税敏感的硬件设备、汽车与零部件和机械下跌。中概股收跌 5.1%。中国“国家队”和国央企上市公司表态维护资本市场稳定。国债收益率基本持平。美元/人民币升至 7.43，预计美元/人民币可能先升后降，在中美冲突升级阶段美元将偏强，在中美开启和谈和中国加大财政刺激阶段人民币将反弹。
- 短期内，中美进入胆小鬼博弈，存在贸易冲突升级并扩散至金融威胁的可能性，投资者作为人质尚未脱离危险。在双方相互极限施压并感受冲击痛苦后，可能重启谈判磋商。随着冲突升级，中国可以进一步大幅提高对美国政治敏感行业（例如农业、能源、汽车、飞机等）的关税税率，将对美出口限制产品名录扩大至更多稀土品种、半导体原材料（镓、锗、锑）、原料药与前体、电池级石墨、锂与钴、镁与铝组件等，中国在美国上述原料供应中占据主导地位，出口限制将打击美国汽车、新能源设备、航空航天设备等行业；中国可以联合欧洲针对美国科技巨头实施反制，打击美股七寸之处；中国可以推动国有部门加快抛售在美投资；由于美国将汇率政治化，中国可以允许人民币更大幅度走弱作为一种施压手段。这些反制措施将增加对美施压，但都是双刃剑。
- 欧洲股市反弹，因交易时段市场预期美国可能缓和贸易战立场。金融、旅游与工业板块领涨。欧债收益率小幅上涨，欧元上涨。媒体报欧盟委员会正加紧制定应对措施，最早可能于下周推出以反击特朗普对欧盟的汽车关税和 20%“对等关税”。目前欧盟内部意见不统一，法德主张对美强硬，意大利、西班牙等主张对美妥协。
- 美股再度经历过山车行情。早盘大涨，因美国财长称 70 个国家寻求谈判，将讨论优先与哪些国家达成关税协议，投资者对贸易谈判预期转向乐观。但午盘时白宫新闻秘书称本周三美国将对别国开征高关税，贸易代表称特朗普已明确指出近期不会实施关税豁免，而加拿大宣布对美汽车关税将于周三生效，市场信心再度崩溃，美股转跌。美债市场经历去杠杆，国债收益率连续两天上升，企业债利差显著扩大。美元指数下跌。
- 未来一段时期，贸易战进展和各国国内政策反应将主导汇市走势。主要货币强弱排序可能如下：日元、瑞郎（避险货币）>英镑（对美贸易平衡而关税税率较低、填补美国退群后软实力真空）>欧元、美元（如果美国贸易战采用一对多模式包括加墨，那么美元对欧元走弱；如果美国贸易战聚焦中国或欧洲，那么美元对欧元走强）>澳元等商品货币（全球衰退风险将重挫商品价格）和人民币等新兴市场货币（风险属性更强）。

招银国际研究部

邮件: research@cmbi.com.hk

环球主要股市上市表现

	收市价	升/跌 (%)	
		单日	年内
恒生指数	20,128	1.51	18.07
恒生国企	7,431	2.31	28.81
恒生科技	4,568	3.79	21.36
上证综指	3,146	1.58	5.74
深证综指	1,792	0.81	-2.50
深圳创业板	1,840	1.83	-2.70
美国道琼斯	37,646	-0.84	-0.12
美国标普 500	4,983	-1.57	4.46
美国纳斯达克	15,268	-2.15	1.71
德国 DAX	20,280	2.48	21.06
法国 CAC	7,100	2.50	-5.87
英国富时 100	7,911	2.71	2.29
日本日经 225	33,013	6.03	-1.35
澳洲 ASX 200	7,510	2.27	-1.06
台湾加权	18,460	-4.02	2.95

资料来源：彭博

港股分类指数上市表现

	收市价	升/跌 (%)	
		单日	年内
恒生金融	34,112	-0.09	14.38
恒生工商业	11,529	2.70	24.86
恒生地产	14,416	-0.77	-21.34
恒生公用事业	33,832	-1.20	2.92

资料来源：彭博

行业点评

■ 互联网行业 - 短期关注防御属性及政策托底下有望受益的公司

在美国与全球关税冲突持续演绎的背景下，对贸易冲突相对免疫、更受益于内需驱动、且需求具备韧性的行业及公司或有望成为避风港。此外，提供稳定可预期的股东回报、且中长期有能力持续提升股东回报水平的公司或有望重新获得市场更多的关注。短期关注具备防御性、估值已处于相对低位、且政策托底预期下有望受益的公司。细分板块和公司中，建议关注：1) 相对具备防御属性的游戏和音乐板块，建议关注游戏收入增长在 1Q25 起重新加速的网易 (NTES US) 以及利润表现有望超预期的腾讯音乐 (TME US)；2) 受益于具备韧性的国内和出境游需求、且 2Q 有相对高频行业数据可供验证的携程 (TCOM US)、同程旅行 (780 HK)；3) 国内收入占比较高，且有望受益于增量内需政策拉动的京东 (JD US)、美团 (3690 HK)、快手 (1024 HK)。此外，仍建议关注估值重回具备吸引力区间，但具备较强技术实力及丰富应用场景，有望持续受益于 AI 浪潮、且具备行业较为领先股东回报水平的腾讯 (700 HK) 和阿里巴巴 (BABA US)。(链接)

■ 半导体行业 - 美国关税对中国半导体行业影响

美东时间 4 月 2 日，美国政府宣布了“对等关税”政策。4 月 4 日，中国发布了对美的关税反制措施。虽然本次美国的“对等关税”不包括半导体（除半导体设备），但我们认为后续美国有可能针对半导体行业出台额外的关税政策。随着地缘风险加剧，我们认为中国半导体国产替代的趋势有望加速，半导体行业将会受益，建议关注国产替代属性较强的公司：1) 晶圆代工厂，如华虹半导体 (1347 HK)，2) 半导体设备制造，如北方华创 (002371 CH)，3) 芯片设计公司，尤其是涉及人工智能方向以及模拟半导体领域的芯片企业，这些细分赛道龙头以美国公司为代表（英伟达、高通、德州仪器等），下游国产替代意愿预期将加强，利好卓胜微 (300782 CH)、贝岭 (2149 HK) 等公司。同时，在全球经济、政策不确定性增加的背景下，我们预期在未来的一两周内（如新关税将于 4 月 9 日生效），全球股市将面临巨大波动。投资者可能会寻求安全港，而高股息防御策略将受到部分偏好保守策略的投资人的青睐。(链接)

■ 保险行业 - 险资权益投资上限比例上调，或带来 1.7 万亿增量资金

4 月 8 日国家金融监管总局发布《关于调整保险资金权益类资产监管比例有关事项的通知》，将上调部分档位综合偿付能力充足率对应的权益资产配置比例上限 5%，并简化监管档位标准，以进一步拓宽险资权益投资空间，为实体经济注入更多股权性资本。

《通知》主要包括三方面，一是上调权益资产配置比例上限至最高 50%，二是提高投资创业投资基金的集中度比例至 30%（原 20%），三是放宽税延养老投资比例监管要求。

调整后的保险资金权益投资比例上限将按照险企上季末综合偿付能力水平简化归类为 5 档（原 8 档），对应综合偿付能力充足率位于 [150%, 200%)、[250%, 300%) 和 >350% 区间的险企权益类资产配置比例较原规定可提升 5% 至 30%（原 25%）、40%（原 35%）和 50%（原 45%）；其余档位对应的权益投资比例上限保持不变。

截至 4Q24，行业综合偿付能力充足率为 199.4%，对应新规定下权益投资比例上限为 30%，保险资金运用余额为 33.26 万亿元，我们测算行业保险资金权益投资上限比例若上调 5%，有望为股市带来 1.66 万亿元增量资金。上市险企及子公司中，平安人寿、太保集团、太平人寿、人保集团、人保寿险的 4Q24 综合偿付能力充足率对应的权益投资比例上限可提升 5% 至 30%/40%/40%/40%/40%，有望带来逾 6900 亿元增量资金，占比 37%。

2024 年上市险企的核心权益资产（含股票和权益型基金）占总投资资产 9%-18%，仍有较大提升空间；其中 OCI 股票占比 1%-5%，投资金额同比大幅提升，反映险企在低利率环境下持续加大高息股配置的策略。展望未来，我们认为险资权益投资比例上调，利好拓宽保险权益投资空间，但实际操作仍需考虑权益配置对险企资本消耗的影响；期待后续持续优化偿付能力监管标准的举措（如 23 年 9 月出台优化权益投资风险因子计量最低资本等）。

板块当前交易于 0.1-0.48 倍 FY25E P/EV 和 0.46-1.02 倍 FY25E P/B，股息率中位数 6%。我们看好险企中长期提升 OCI 股票配置比例的趋势，一方面利好缓解低利率下的资产荒压力，另一方面可平衡资产负债两端公允价值波动对净资产的负向影响；但实操层面仍需考虑险企增配权益对资本消耗的影响，目前上市险企权益型资产配置占比较监管上限仍有相对充足的空间（10%-24%），维持板块“优于大市”评级。（[链接](#)）

■ 中国工程机械行业 - 3 月份国内土方机械销售强劲

中国工程机械工业协会公布了 3 月份土方机械销售数据。挖掘机/轮式装载机国内销量同比增长 29%/23%，显示传统旺季需求强劲。我们认为挖掘机具有韧性，增长主要由国内替代需求推动，受关税战影响较小。我们重申对三一重工（600031 CH）的买入评级，主要由于挖掘机销售占比高，加上公司表示将加快回购速度。我们也看好中联重科（1157 HK / 000157 CH，买入），主要由于其战略重点是新兴市场（美国市场的收入不到 1%）。

- 3 月份挖掘机销量同比增长 18%。国内销量同比增长 29% 至 1.95 万台。出口同比增长 3% 至 1 万台。2025 年 1 季度，挖掘机总销量增长 23%（国内：+38%；出口：+6%）。
- 3 月份轮式装载机销量同比增长 13%。国内销量同比增长 23% 至 8,168 台。出口同比小幅增长 1% 至 5,749 台。电动轮式装载机销量达到 2,802 台（同比增长 3 倍），占轮式装载机总销量的 20%，创历史新高。2025 年 1 季度，轮式装载机总销量同比增长 15%（国内：+25%；出口：+5%）。（[链接](#)）

公司点评

■ 浙江鼎力（603338 CH，下调至持有，目标价：51 元人民币）- 终端需求和美国关税双重压力；下调评级至持有

我们认为美国新近提出的对华关税将使鼎力陷入困境，主要由于美国长期以来是鼎力最重要的市场（根据我们的推算，美国占公司 2024 年总收入近 30%）。我们看到一些下行风险：（1）政策不确定性可能会影响美国高空作业平台运营商的资本支出计划，从而影响高空作业平台的采购；（2）对中国征收 34% 的增量关税超过了美国去年批准对鼎力的 19% 反倾销 (AD) 税减幅，将导致鼎力面对接近 78% 的关税。虽然我们了解到鼎力有计划扩大在美国的生产能力，但我们认为需要时间才能看到实际帮助。我们将 2024E/25E/26E 盈利预测下调 3%/12%/18%，主要由于我们下调美国的销

售假设，并考虑了关税所导致的毛利率下滑。我们目前预计 2025E 的盈利增长率只有 5%。我们将评级从“买入”下调至“持有”，新目标价为人民币 51 元（之前为人民币 75 元），基于 12 倍 2025 年市盈率，相当于过去三年平均值 13.5x 减一个标准差，以反映未来盈利增长放缓。（[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
长仓											
吉利汽车	175 HK	汽车	买入	13.96	23.00	65%	9.7	8.9	1.3	15.7	3.7%
小鹏汽车	XPEV US	汽车	买入	16.42	28.00	71%	N/A	N/A	0.6	N/A	0.0%
中联重科	1157 HK	装备制造	买入	5.09	7.40	45%	10.0	8.9	0.7	7.2	7.4%
安踏体育	2020 HK	可选消费	买入	77.05	120.86	57%	16.3	14.1	2.9	23.2	3.4%
瑞幸咖啡	LKNCY US	可选消费	买入	28.50	38.51	35%	13.7	11.8	1.1	26.5	0.6%
百胜中国	9987 HK	可选消费	买入	361.20	484.83	34%	128.1	117.3	21.7	14.4	0.3%
珀莱雅	603605 CH	必选消费	买入	77.34	133.86	73%	20.2	16.2	5.6	31.8	1.7%
华润饮料	2460 HK	必选消费	买入	13.92	18.61	34%	14.2	12.0	2.5	17.2	3.0%
百济神州	ONC US	医疗	买入	209.41	359.47	72%	170.3	32.2	6.6	N/A	0.0%
药明康德	603259 CH	医疗	买入	51.61	94.05	82%	12.6	10.6	2.2	19.1	2.5%
中国太保	2601 HK	保险	买入	20.70	34.00	64%	4.9	4.5	0.6	14.7	5.7%
中国财险	2328 HK	保险	买入	13.38	15.80	18%	8.5	7.7	1.0	13.1	4.7%
腾讯	700 HK	互联网	买入	440.40	625.00	42%	15.5	14.3	3.3	19.4	1.1%
快手	1024 HK	互联网	买入	45.95	80.00	74%	9.8	8.3	2.3	24.7	0.0%
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	99.37	157.70	59%	1.5	1.3	0.2	11.8	5.9%
携程	TCOM US	互联网	买入	52.21	70.00	34%	2.1	1.9	0.2	10.3	1.5%
绿城服务	2869 HK	房地产	买入	4.17	6.13	47%	15.4	13.0	1.5	11.4	5.0%
小米集团	1810 HK	科技	买入	38.90	59.50	53%	25.4	20.8	4.2	15.4	0.3%
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	28.65	47.10	64%	10.0	8.0	1.6	17.2	2.8%
中际旭创	300308 CH	半导体	买入	72.28	186.00	157%	15.0	10.4	4.1	31.2	0.9%
北方华创	002371 CH	半导体	买入	431.01	426.00	N/A	39.5	30.4	7.7	21.3	0.2%
韦尔股份	603501 CH	半导体	买入	115.15	176.00	53%	41.9	26.8	5.7	14.5	0.4%
Salesforce	CRM US	软件 & IT 服务	买入	243.99	388.00	59%	19.4	17.7	3.8	11.1	0.5%

资料来源：彭博、招银国际环球市场预测（截至 2025 年 4 月 8 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定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。