

每日投资策略

宏观/行业/公司点评

全球市场观察

- 上周五，A股三大指数集体小幅上扬，成交量维持稳定，市场关注国家发改委对“十五五”规划纲要草案的解读，特别是集成电路、低空经济等六大新兴支柱产业至2030年产值翻番的战略目标。港股显著反弹：恒指收涨1.72%，恒生科技收涨3.15%。宏观层面，中国央行连续第16个月增持黄金，显示其储备资产结构持续优化。离岸人民币汇率受强势美元压制出现回调，单周累计跌幅约0.65%。
- 美股受“滞胀恐慌”冲击，三大指数全线下挫。疲弱的非农数据与飙升的油价形成共振，标普500指数创下去年10月以来最差单周表现。芯片板块表现惨淡，受部分科技巨头缩减数据中心扩建计划传闻影响，半导体指数单周下跌逾7%。私人信贷领域的流动性压力开始显现，拖累大型金融机构股价表现。尽管弱于市场预期的2月非农就业数据一度推动收益率下行，但通胀反弹担忧最终成为主导因素，上周五10年期美债收益率仍累计上涨约20个基点。
- 欧洲市场深陷通胀与地缘焦虑，斯托克600指数收跌1.02%，本周累计下跌超5.5%，创下阶段性最大单周跌幅。受能源成本激增预期影响，汽车、建筑及银行等对利率和利润率敏感的板块领跌。
- 大宗商品市场迎来历史性波动，WTI原油单日飙升约12%，创下史上最大周涨幅，因市场高度担忧伊朗冲突导致海湾能源供应长期中断。黄金与白银在周五受避险买盘推动强劲反弹。加密货币市场表现低迷，比特币与以太坊在避险情绪下大幅回调。

宏观点评

■ 美国经济 - 就业数据发出疲软信号，但噪音较多

美国2月新增非农就业大幅收缩并低于市场预期，可能有极寒天气、医疗行业罢工和1月强劲数据的透支等因素影响，相关行业如建筑、酒店&休闲和医疗服务等就业大幅收缩。工资仍保持较高增速，将支持消费韧性，也侧面显示就业市场虽疲软并未大幅走弱。尽管劳动参与率下降，但失业率小幅上升，发出就业市场疲软信号。

由于噪音较多，我们认为这份数据不足以令联储在近期重新开始降息，因油价上涨大幅推升通胀预期，联储面临稳就业和降通胀双重目标的两难困境。我们预计美联储今年仅6月降息一次25个基点，作为新任主席的政治表态。下半年，由于政策利率已接近中性利率，随着通胀可能回升，美联储降息窗口将再次关闭，美元流动性收紧预期可能升温。 ([链接](#))

招银国际研究部

邮件: research@cmbi.com.hk

全球主要股市上市日表现

	收市价	升/跌 (%)	
		单日	年内
恒生指数	25,757	1.7	0.5
恒生国企	8,628	2.1	-3.2
恒生科技	4,948	3.2	-10.3
上证综指	4,124	0.4	3.9
深证综指	2,698	1.0	6.6
深圳创业板	3,229	0.4	0.8
美国道琼斯	47,502	-0.9	-1.2
美国标普500	6,740	-1.3	-1.5
美国纳斯达克	22,388	-1.6	-3.7
德国DAX	23,591	-0.9	-3.7
法国CAC	7,993	-0.7	-1.9
英国富时100	10,285	-1.2	3.6
日本日经225	55,621	0.6	10.5
澳洲ASX 200	8,851	-1.0	1.6
台湾加权	33,600	-0.2	16.0

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	51,255	0.9	4.7
恒生工商业	13,389	2.4	-3.5
恒生地产	21,459	0.3	22.2
恒生公用事	41,108	-0.3	8.1

资料来源: 彭博

行业点评

■ 资本品行业 - 2月份土方机械出口强劲

中国工程机械工业协会周末发布了2月的土方机械销售数据。挖掘机和装载机的出口表现强劲（同比增长37%/34%），较我们预期更为强劲。挖掘机/装载机的国内销量（同比下降42%/14%）较我们预期的低（部分原因受春节影响）。今年前2个月，挖掘机销量（国内销量+出口）同比增长13%，装载机销量同比增长28%，显示今年开局良好。强劲的出口数据进一步印证了我们对今年土方机械前景的乐观预期，主要得益于大宗商品价格上涨带动全球矿业资本支出增长，以及中国机械企业在新兴市场的渗透。维持对中联重科（1157 HK / 000157 CH）、三一重工（6031 HK / 600031 CH）、恒立液压（601100 CH）和三一国际（631 HK）的“买入”评级。（[链接](#)）

公司点评

■ 兖煤澳大利亚（3668 HK，买入，目标价：38港元）- 动力煤价格或将随天然气价格飙升而上涨；兖澳出现买入良机

短期催化剂：霍尔木兹海峡的关闭和中东天然气生产的受限，导致过去一周天然气价格（TTF 1个月远期合约）上涨70%。天然气的短缺和价格飙升短期内可能会促使能源结构从天然气转向受干扰较小的煤炭。历史上，海运动力煤价格与欧洲天然气价格走势一致，过去十年二者呈现着高度正相关（相关系数：0.86）。鉴于兖澳的销售中动力煤占比高（2025年达到84%），我们认为兖澳将在短期内受益。我们预计动力煤价格每上涨1%，兖澳的盈利将增长5%。维持“买入”评级，基于净现值（NPV）的目标价为38港元。我们目前的盈利预测和目标价尚未反映伊朗危机可能导致的煤炭价格上涨。（[链接](#)）

■ 中兴通讯（763 HK，买入，目标价：38.6港元）- 算力业务快速放量使利润率承压

中兴通讯2025年收入1340亿元，同比增长10.4%，归母净利润56亿元，同比下降33.3%，利润下滑的主要原因是毛利率明显下降至30.3%，较2024年37.9%下滑7.7个百分点，核心原因是政企业务占比提升带来的结构性压力。分季度来看，4Q25收入333亿元，同比增长6.8%、环比增长15.2%；净利润2.96亿元，同比下降42.9%，但环比回升11.9%。维持“买入”评级，目标价调整至38.6港元（原42港元），对应2026年25倍市盈率。（[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上责任。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的研究报告。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。