

# 每日投资策略

## 行业及公司点评

### 全球市场观察

- 周二（3月18日）中国股市上涨。恒指上涨近2.5%，恒生科技大涨近4%，可选消费、原材料与资讯科技涨幅居前，公用事业与必选消费等防御性板块涨幅落后。A股高压快充、航运港口、黄金、CRO等概念领涨。中概股回落，富时A50期指连续夜盘小幅收跌。国债收益率基本持平，在10年国债收益率升至1.9%后，部分投资者认为可以抄底，但也有投资者担心债券基金前期净值下跌和股市持续上涨可能导致固收产品赎回从而引发超调，令10年国债收益率进一步升至2%。人民币小幅下跌。
- 欧洲股市上涨。德国股市领涨，军工股大涨。德国议会历史性通过突破债务上限和启动财政扩张的方案，解锁更高国防支出，建立5000亿欧元基建基金。德国财政刺激将提振市场对欧元区经济信心，预计德国未来5年国防支出每年增加GDP的0.1%-0.3%，基建投资进一步推高总需求0.1%-0.3%。欧洲国债收益率持平，欧元走强创5个月新高。欧央行官员称经济不确定性高企，欧央行将保持政策灵活性。预计欧央行4月会议可能暂停降息，今年降息两次。
- 美股下跌，纳指跌近2%，通讯服务、可选消费与信息技术领跌，仅能源与医疗保健小幅上涨。美国财长称4月2日每个国家将收到一个代表关税水平的编号，15%的国家将占据征稅大部分，美国经济仍然健康，减少对政府支出依赖可能使经济出现短期“停顿”，美国将控制好支出，把制造业带回国内，让美国成为工薪阶级更加负担得起的国家。因住房指标、工业生产和进出口价格超预期，亚特兰大联储将第一季度GDP预测从-2.1%上调至-1.8%。
- 特朗普团队可能有意在未来两个季度通过关税政策、政府支出收缩和减少非法移民令经济放缓，从而降低通胀与国债收益率、推动美联储降息和提升工薪阶层实际收入，而后再通过减税、去监管与降息作用，推动经济在今年第四季度到明年上半年进入新的上升周期，为明年11月中期选举奠定基础。但投资者担心特朗普团队想法过于理想主义，激进关税可能带来短期滞涨而非通胀下行，经济下行过程未必可控，美股短期可能持续承压。
- 避险情绪居高推动美债收益率走低。特朗普一对多贸易战对美国经济负面影响大于对非美经济影响，加上美国财政收缩而欧洲财政扩张的前景预期，美欧国债利差收窄，美元指数走弱。日元走强，截止1月1日日本住宅和商业用地均价上涨2.7%，连续第4年上涨，其中商业地价受益于入境游激增而上涨3.9%，支持日本央行进一步加息前景。
- 油价回落，美俄总统通话达成俄乌部分停火协议，普京支持“30天内不打击能源目标”，缓解了之前因中东局势不稳引发的紧张情绪。美股下跌伴随避险情绪上升支撑金价上涨。铜价走高。中国经济复苏预期和欧洲启动财政扩

### 招银国际研究部

邮件: research@cmbi.com.hk

#### 全球主要股市上日表现

	收市价	升/跌 (%)	
		单日	年内
恒生指数	24,741	2.46	45.13
恒生国企	9,178	2.79	59.10
恒生科技	6,106	3.96	62.20
上证综指	3,430	0.11	15.29
深证综指	2,123	0.49	15.50
深圳创业板	2,229	0.61	17.83
美国道琼斯	41,581	-0.62	10.33
美国标普500	5,615	-1.07	17.71
美国纳斯达克	17,504	-1.71	16.61
德国DAX	23,381	0.98	39.57
法国CAC	8,115	0.50	7.57
英国富时100	8,705	0.29	12.57
日本日经225	37,845	1.20	13.09
澳洲ASX 200	7,860	0.08	3.55
台湾加权	22,272	0.69	24.21

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	40,297	1.41	35.12
恒生工商业	14,650	3.19	58.66
恒生地产	16,463	1.30	-10.17
恒生公用事业	35,061	-0.16	6.65

资料来源: 彭博

张与自主防卫体系建设前景提振大宗商品价格，增加特朗普降低通胀与美债收益率的难度，也增加了其政策矫枉过正的风险。

- 投资者关注美联储周三议息会议。预计美联储将维持利率不变，开始计划放缓 QT。鲍威尔面临更加复杂的经济形势和来自白宫的政治施压，但他明年 5 月任期结束后料不会获得特朗普支持而再次连任，所以他有动机捍卫美联储独立性与个人声誉，以抵消自己 2022 年“通胀暂时论”的失误，预计他不会做出明确降息承诺，从而为白宫的政策冲击买单。

## 行业点评

- **房地产 - 政策有空间监管有抓手+销售恢复有望延续，再次建议增配地产**  
我们重申建议增配地产优质标的观点，主要基于：1) 深圳/苏州放宽住房限购政策，代表政策支持信号更加明显，市场尚未进入小阳春后的回落阶段就有城市端政策出台，进一步证明了监管机构维护市场信心的决心；2) 通过对比我们认为一线城市还有较多微调空间，即使微调也能释放被抑制许久的购买力，如在多子女家庭、单身人士方面，或公积金贷款利率及额度方面等，这意味着监管仍有稳住情绪的抓手；3) 销售数据表现依然强劲（截至 3 月 16 日，30 城新房成交面积同比增 2%，16 城二手房成交面积同比 38%）；4) 前置指标如新房认购指数等预示 3 月末 4 月初成交继续强劲，代表销售恢复可持续性更长。除以上因素外，我们在上一封报告中也提到，居民消费情绪较去年同期更好、市场对融资端负面事件如国央企暴雷等担忧显著减弱，我们通过情景分析发现 2 季度板块受到积极影响的可能性高达 70%，故我们重申建议增配地产优质标的观点。选股方面，我们建议关注：1) 存量市场受益者：贝壳 (BEKE US) 作为绝对龙头将长期受益于二手房市场；2) 关注开发+零售，经济复苏率先收益，如华润置地 (1109 HK)、龙湖集团 (960 HK) 等；3) 关注拿地强度+产品溢价能力双优房企；以及 4) 旗下物管如滨江服务 (3316 HK)、绿城服务 (2869 HK)、华润万象生活 (1209 HK)、保利物业 (6049 HK)、金茂服务 (816 HK) 等；5) 短期也可关注信用修复取得较大转折的房企。风险提示：国企开发商违约、购房情绪断崖式下跌、配股风险等。（[链接](#)）

## 公司点评

- **腾讯音乐 (TME US, 买入, 目标价: 16.50 美元) - 4Q24 业绩好于预期; 驱动 FY25 高质量增长**  
腾讯音乐公布 4Q24 业绩: 总营收同比增长 8%至 75 亿元, 基本符合彭博一致预期; 非 IFRS 下净利润同比增长 45%至 22.8 亿元, 较一致预期高 15%, 主要得益于好于预期的毛利率提升和运营成本控制。FY24 非 IFRS 下净利润同比增长 30%至 76.7 亿元, 主要得益于在线音乐业务的强劲增长和毛利率的持续提升。展望 2025 年, 管理层预计收入增长将会加速且利润率进一步扩张。我们预计 FY25 总收入/Non-IFRS 净利润同比增长 9/16%, 但利润率扩张速度将因为高基数而有所放缓。考虑到毛利率的改善好于预期, 我们小幅上调 FY25 盈利预测, 并且将基于 DCF 估值法的目标价上调 3%至 16.50 美元。维持“买入”评级。（[链接](#)）

■ **金蝶 (268 HK, 买入, 目标价: 19.3 港元) - AI 相关的变现是下一阶段的关注重点**

金蝶发布 2024 年业绩: 营收为 63 亿元人民币, 同比增长 10% (2023: 17%), 较彭博市场一致预期低 4%; 剔除公允价值损失的影响, 金蝶的减亏成果大致符合我们的预期, 亏损率从 2023 年的 3.2% 收窄至 2024 年的 1.4%, 得益于毛利率提高了 0.9 个百分点, 主因订阅收入贡献增加; 此外运营效率提升亦有助力。我们仍然看好金蝶受益于国产替代趋势, 且其“AI 优先”战略旨在加速人工智能与 ERP 的融合, 并优先考虑适用于人工智能的场景, 从长期来看应有助于推动 ARPU 的提升, 并且在宏观经济复苏时推动营收增长再次加速。我们预计 2025 年/2026 年的营收同比增长率将恢复至 12.5%/15.2%。我们将估值窗口前滚至 2025 年, 基于 8.5x 2025E EV/Sales, 目标价上调至 19.3 港元 (前值 10.8 港元), 与两年均值加两个标准差一致, 以反映金蝶的行业领先地位及其在人工智能时代的良好发展潜力 (前值: 4.4x EV/Sales; 五年均值: 11.4 倍)。维持“买入”评级。 ([链接](#))

■ **贝壳 (BEKE US, 买入, 目标价: 26.8 美元) - 积极实施长效投入以推动长远发展**

贝壳公布了 4Q24 业绩: 收入同比增长 47%, 达到 311 亿元人民币, 超出彭博一致预期和招银国际预估约 8%, 主要得益于 4Q24 由政策推动的交易情绪上涨。在此期间, 贝壳的二手房 / 新房总交易额分别同比升 59%/49%, 达到 7500 亿 / 3600 亿元, 远超市场表现。Non-GAAP 净利润为 13 亿元人民币, 净利润率 4.3%, 比彭博一致预期及招银国际预估分别低 24%/39%, 系受到 15 亿元的一次性费用拖累, 其中包括 1) 支付给经纪人 (3.5 亿元人民币)、研发人员 (2 亿元人民币)、营销团队 (1.5 亿元人民币) 和行政人员 (3 亿元人民币) 的奖金; 2) 家装业务中计提的 5 亿元坏账准备。在剔除这些影响后, 净利润率达到了 9%。

1Q25 指引对交易量乐观, 对利润非常保守。公司方面看到年初至今一二手房市场均展现强劲复苏, 所以指引一季度 EHT/NHT 同比增 30%/40%, 带来整体收入约 220-225 亿左右。但是给出的利润率指引依然维持在 4.5% 左右的水平, 代表 10 亿的净利润, 使市场感到意外。给出这个指引的主要原因是公司有一系列长效投资措施, 如计划继续扩大经纪人团队, 为上海等核心城市继续调整薪酬结构向固定薪酬制、以及公司希望在当前市场修复的早期阶段保持节制, 放弃一些对企业形象没有积极影响的业务如金融机构合作、VIP 业务、并谨慎控制交易费率等。我们认为房地产市场将在短期到中期继续筑底爬坡, 故该等因素将持续限制公司的盈利能力, 然而, 该影响将随着房地产市场完成爬坡阶段进入稳定期而逐渐消退。公司在回报股东方面依然积极主动, 称 2025 年的综合股东回报将达到 11.2 亿美元或以上 (与 2024 年持平或更高), 相应的股东回报率约为 5%。基于上述长效投入措施带来的影响, 我们对贝壳短期持谨慎态度, 但长期依然看好。基于 SOTP 的目标价上调至 26.8 美元 (此前为 23.3 美元), 隐含贝壳核心业务 25.9 美元, 圣都 0.9 美元, 对应 27 倍 2025E PE (Non-GAAP), 维持“买入”评级。 ([链接](#))

■ **小鹏汽车 (XPEV US/9868 HK, 买入, 目标价: 28 美元/110 港元) - 新车型周期 + 出海 + 自动驾驶 + 机器人**

4Q24 业绩基本符合预期, 毛利率小幅超预期: 小鹏 4Q24 营收环比增长 59% 至 161 亿元, 与我们此前的预测一致, 综合毛利率 14.4%, 较我们的预期高

0.4个百分点。毛利率的小幅超预期被高于预期的研发及销管费用抵消，4Q24净亏损环比收窄至13亿元，符合预期。

强劲车型周期叠加出海战略将推动25-26年销量及利润增长：考虑到今年每个季度都将有新车发布，我们认为小鹏1Q25强劲的销量势头有望延续至2025年全年，我们将2025年销量预测上调5万辆至44万辆。随着基于新平台的新车型陆续上市，我们预计小鹏的整车毛利率有望从4Q24的10.0%改善至2025年的11.3%。在当前产品组合下，我们估算公司实现季度盈亏平衡点所对应的销量约为13-14万辆，我们预计小鹏有望于4Q25实现季度的盈亏平衡。2025年新车型将在2026年贡献全年销量，我们预计2026年销量有望继续增长至60万辆。综合考虑收入的提升和机器人及其他AI项目可能增加的研发投入，我们预计小鹏将于2026年实现首年盈利，净利润或达12亿元。

估值：管理层指引今年将量产自研的图灵芯片，会同时应用于汽车、飞行汽车和人形机器人；2026年将量产低速场景L4自动驾驶车型、飞行汽车和商业化的人形机器人。我们认为小鹏作为AI、智驾和机器人领域的先行者，理应获得高于其他车企的估值倍数。我们维持“买入”评级，并上调美股/港股目标价至28美元/110港元，基于1.8x FY26E P/S。 ([链接](#))

■ **小米集团 (2283 HK, 买入, 目标价: 59.52 港元) - 4Q24 业绩超预期; 看好EV交付目标提升和海外AIoT扩张**

小米在第四季度收入/经调整后净利润同比增长49%/69%，由于物联网/电动汽车和其他收入强劲增长，经调整后净利润比我们/彭博一致预期高18%/27%。小米电动汽车GPM表现强劲，达20.4%（2024年第三季度为17.1%）。考虑到强劲需求，公司将2025年电动汽车交付目标提高到35万辆（之前为30万辆）。展望未来，我们对小米的“人车家”战略持正面观点，受2025-2026智能手机高端化和份额增长、AIoT海外扩张以及EV YU7增长驱动。基于分部估值法得出的新目标价为59.52港元（前值：54.53港元），重申买入评级，对应2025年市盈率35.9倍。未来股价催化剂包括YU7推出、智能手机份额增长、海外门店扩张以及电动汽车订单/交付/盈利能力更新。 ([链接](#))

■ **东江集团 (2283 HK, 买入, 目标价: 2.78 港元) - 2024 年业绩稳健, 派发特别股息; 看好智能穿戴/AI眼镜和海外市场扩张**

东江集团2024年收入/净利润同比增长21%/28%，符合我们/一致预期，主要受消费电子需求复苏、品牌客户产品发布、通信业务复苏、产能利用率提升和运营效率提高所驱动。管理层重申了对2025年前景的正面看法，以及公司将专注于智能可穿戴/AI眼镜、AR/VR和高端耳机的订单赢取。此外，公司宣布派发每股0.1港元的特别股息，2024年的派息率达到73%。我们下调了FY25-26E每股收益，以考虑FY24业绩、产能扩张所产生的费用和2025年一次性咨询费用。总体而言，考虑到可穿戴设备/AI眼镜更乐观的前景，以及FY25/26E盈利前景更明朗，我们新目标价为2.78港元（前值：2.82港元），基于8.8倍FY25E市盈率（此前为8.2倍），与历史8年平均市盈率一致。该股目前估值5.7x/4.5x FY25/26E市盈率，收益率为7.9%，我们认为该股具有吸引力。维持“买入”评级。 ([链接](#))

## ■ 药明康德 (603259 CH, 买入, 目标价: 94.05 元人民币) - 增强的业绩确定性驱动估值提升

药明康德发布 24 年业绩报告, 其中收入同比下降 2.73% 至 392 亿元, non-IFRS 净利润同比下降 2.5% 至 106 亿元。令人鼓舞的是, 24 年内业绩逐季度改善, 并在 4Q 实现收入利润的双正增长。TIDES 继续成为业绩增长的最强推动力, 全年收入增长 70.1%。截至 24 年底的在手订单同比显著增长 47% 至 493 亿元, 特别是 TIDES 在手订单同比大增 103.9%。基于强劲的订单, 管理层发布积极的 25 年展望, 预计持续经营业务收入将同比增长 10% 到 15%, non IFRS 净利润率将继续提高。

强劲订单增长增强未来收入可预见性。药明康德截至 24 年底的在手订单同比显著增长 47% 至 493 亿元, 相比截至 3Q24 的 35.2% 的增速继续提速。在不同业务板块间看到积极趋势, CDMO 业务全年新增 25 个商业化和临床三期项目 (vs 23 年新增 20 个)。生物学业务 4Q 实现收入增速转正, 同环比分别增长 9.3% 和 9.2%, 显示出公司客户早期研发需求的改善趋势。此外, 来自全球 Top20 药企的收入增长 24.1% YoY (剔除新冠), 相比前九月的 +23.1% 提速。这些数字表明公司未来收入的可预见性持续提升。基于对未来需求的积极预期, 公司将计划将 25 年 capex 提升 75%-100% 至 70-80 亿元。

TIDES 业务维持强劲增速。TIDES 收入全年 +70.1% YoY, 年末 TIDES 在手订单 +103.9% YoY。全球多肽市场的核心需求仍旧保持强劲。公司的多肽固相合成反应釜产能在 24 年底增加至 4.1 万 L, 预计 25 年将进一步增加超过 10 万 L, 以更好的满足增长的客户需求。管理层预计 25 年 TIDES 收入将增长超过 60%。

持续关注股东回报。在充满宏观不确定性的 24 年, 药明康德强化股东回报。公司在 24 年累计完成 40 亿元的股份回购注销, 同时公司 24 年的分红率仍旧维持在 30%。为了进一步提升股东回报, 管理层表示公司将一次性派发 10 亿元特殊分红, 同时将增加 25 年中期分红。此外管理层表示在 25 年回购 10 亿元 A 股。

维持买入评级。我们上调药明康德目标价至 94.05 元 (前值: 78.51 元), 以反映业绩复苏趋势。我们预计公司在 2025E/ 26E/ 27E 的持续经营业务收入同比增长 14.4%/ 15.2%/ 16.3%, 经调整 non-IFRS 净利润同比增长 11.7%/ 19.0%/ 16.1%, 对应现阶段股价的经调整 PE 分别为 17.0x/ 14.3x/ 12.3x。

([链接](#))

## ■ 特步 (1368 HK, 买入, 目标价: 7.20 港元) - Saucony 势头强劲, 启动 DTC 转型, 为长远增长做好准备

2025 年至今表现符合预期, 零售增长达标, 电商优于线下。库存维持在 4 个月水平, 好于去年同期。零售折扣稳定在 7 折到 75 折。Saucony 品牌销售并维持快速增长。

2025 财年指引略为保守但符合预期。公司预期销售正增长, 净利润增 10% 以上, Saucony 增长 30%-40%。特步核心品牌若排除直营转型影响, 预计会有中单位数增长。产品均价预计持平, 门店方面特步总数稳定, Saucony 计划新增 30 家。特步增长动力将主要来自: 新跑鞋系列扩展、服装产品线改革及

Saucony 品牌快速成长。利润率有望提升，受益于潜在的折扣改善、减少对分销商支持及对成本加强控制。

Saucony 年销售突破 10 亿元人民币，增长前景明朗。管理层目标 3-5 年内使单店销售翻倍（从 40 万元至 80 万元）。增长动力包括：门店扩张（30 家新店）、店铺面积扩大（增至 150-200 平方米）、优质产品（价格较海外品牌低 30%-50%）、品类扩展（服装占比在 20%，未来能提升至 30%）及强劲单店销售（深圳新店月销超 50 万元，同店增 45%以上）。

特步正式开始实施其 DTC 转型战略，以回应消费者对更佳购物体验的需求。公司计划从分销商回购 400-500 家门店（占总数约 8%-10%），2025 财年下半年约 100-200 家，2026 财年约 200-400 家。我们认为这对长期利好但短期内将影响集团 2025/26 财年销售约 2-3%/4-5%。

2024 财年业绩符合预期。销售增 7%至 136 亿元，净利润增 20%至 12.4 亿元，好于预期的其他收入和财务成本被较高所得税抵消。

维持“买入”评级，目标价 7.20 港元（14 倍市盈率）。下调 2025/26 财年净利润预测 2%/6%，反映销售放缓但毛利改善。目前 11 倍市盈率低于 8 年均值 15 倍，估值合理。如果宏观环境及行业趋势改善，特步亦有望受益。（[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	17.98	19.00	6%	10.9	14.6	1.8	19.3	2.6%	
小鹏汽车	XPEV US	汽车	买入	22.64	28.00	0.2	N/A	N/A	0.9	N/A	0.0%	
中联重科	1157 HK	装备制造	买入	6.51	6.80	4%	13.6	12.1	0.9	6.9	5.3%	
安踏体育	2020 HK	可选消费	买入	101.90	126.68	24%	27.9	22.2	4.4	23.8	2.5%	
瑞幸咖啡	LKNCY US	可选消费	买入	35.00	38.51	10%	16.8	14.5	1.0	26.5	0.5%	
百胜中国	9987 HK	可选消费	买入	419.20	484.83	16%	148.7	136.1	24.7	14.4	0.2%	
珀莱雅	603605 CH	可选消费	买入	85.92	133.86	56%	22.4	18.0	6.2	31.8	1.5%	
华润饮料	2460 HK	可选消费	买入	14.90	18.84	26%	22.2	18.4	2.8	16.3	4.0%	
百济神州	ONC US	医疗	买入	261.38	359.47	38%	212.5	40.2	8.4	NA	0.0%	
药明康德	603259 CH	医疗	买入	69.68	78.51	13%	17.2	14.9	2.9	16.3	1.7%	
中国太保	2601 HK	保险	买入	26.90	35.50	32%	5.9	6.3	0.8	17.1	4.4%	
中国财险	2328 HK	保险	买入	14.58	14.00	N/A	10.1	9.8	1.2	13.1	4.1%	
腾讯	700 HK	互联网	买入	541.00	525.00	N/A	23.5	21.6	4.8	20.0	0.9%	
快手	1024 HK	互联网	买入	66.30	85.60	29%	16.2	12.8	4.1	26.7	0.0%	
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	142.74	157.70	10%	2.2	1.9	0.3	11.8	3.7%	
携程	TCOM US	互联网	买入	66.09	70.00	6%	2.7	2.4	0.3	10.3	1.2%	
绿城服务	2869 HK	房地产	买入	4.58	6.13	34%	19.9	17.0	1.7	9.7	3.7%	
小米集团	1810 HK	科技	买入	57.65	59.52	3%	1.4	2.4	6.3	16.7	0.2%	
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	52.35	48.66	N/A	25.9	18.3	3.3	14.0	1.2%	
中际旭创	300308 CH	半导体	买入	108.86	186.00	71%	22.6	15.7	6.2	31.2	0.6%	
北方华创	002371 CH	半导体	买入	438.67	426.00	N/A	40.2	30.9	7.8	21.3	0.2%	
韦尔股份	603501 CH	半导体	买入	140.68	176.00	25%	51.2	32.8	7.0	14.5	0.3%	
Salesforce	CRM US	软件&IT服务	买入	278.73	388.0	39%	22.2	20.2	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18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作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。