

每日投资策略

宏观、行业及公司点评

全球市场观察

- 上周五（2月6日）中国股市下跌，港股金融、可选消费与信息科技领跌，能源、必选消费与工业跑赢。南下资金净买入148.59亿港元，腾讯、阿里与泡泡玛特净买入居前，康方生物与长飞光纤光缆净卖出较多。A股食品饮料、国防军工与社会服务领跌，石油石化、基础化工与电力设备领涨。美元/人民币降至6.93左右。中国央行黄金储备连续增加，1月环比增加4万盎司。中国成功发射可重复使用试验航天器，商业航天可能步入高频发射常态化阶段。
- 日本众议院选举结果显示自民党单独获得316个席位超过总席位三分之二，自民党与维新会执政联盟获得352个席位，显著超过市场预期。日本资金风险偏好显著上升，日元兑美元冲高，但在干预预期升温后再次回落。日经225指数大涨。日债收益率上升。
- 美股反弹，信息技术、工业与地产涨幅居前，通讯服务、可选消费与公用事业跑输。美国消费者信心创6个月新高。美印达成临时贸易协议框架，印度承诺未来5年对美国大幅开放市场，采购美国5,000亿美元商品（覆盖能源、航空及AI芯片等），停止进口俄油并接受美方监督，美国则取消对印度25%的惩罚性关税，但维持对印度多数商品18%的“对等”关税。投资者逢低买入推动美股反弹。
- 美债收益率走高，美元指数回落。金银先跌后涨，周一亚洲交易时段延续反弹，黄金重返5,000美元上方。比特币强势反弹。投资者关注本周美国非农就业与CPI数据。

宏观点评

■ 策略观点 - 经济再平衡

宏观：一季度中国经济增长放缓，但通缩改善，决策者释放经济再平衡政策信号，政策将聚焦稳地产、促消费与反内卷再次发力，央行可能再次降息降准，人民币兑美元短期走强，股市可能迎来春季反弹；美国经济增长回升，房租通胀下降抵消商品通胀回升令通胀走平，美元流动性偏松，特朗普削弱美联储独立性和美国军事同盟体系利空美元而利好大宗商品与国防股。预计美联储今年仅6月降息一次。美国国债收益率曲线可能先陡再平衡，美股可能先涨后跌，看好信息技术、通讯服务、工业、医疗与必选消费。

互联网：回顾1月，业绩真空期叠加市场风险偏好提升及流动性提升助力下，高beta且受益于事件性催化的股票显著跑赢行业。展望2月，中国龙头互联网厂商均针对C端AI应用开启增量市场费用投放以助力用户增长，我们重申此前年度策略中的观点——2026年将是争夺AI时代用户心智的关键之年，降低使用门槛、助力提升决策效率、创造真实价值是关注重点。配置

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	26,560	-1.21	3.63
恒生国企	9,031	-0.68	1.32
恒生科技	5,346	-1.11	-3.08
上证综指	4,066	-0.25	2.44
深证综指	2,650	-0.04	4.69
深圳创业板	3,236	-0.73	1.04
美国道琼斯	50,116	2.47	4.27
美国标普500	6,932	1.97	1.27
美国纳斯达克	23,031	2.18	-0.91
德国DAX	24,721	0.94	0.94
法国CAC	8,274	0.43	1.53
英国富时100	10,370	0.59	4.41
日本日经225	54,254	0.81	7.78
澳洲ASX200	8,709	-2.03	-0.06
台湾加权	31,783	-0.06	9.73

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	51,775	-1.89	5.81
恒生工商业	14,072	-0.87	1.40
恒生地产	20,634	-0.88	17.49
恒生公用事业	40,950	-0.47	7.69

资料来源：彭博

建议层面，我们仍建议采用“杠铃型”的投资策略，同时关注盈利增长的确定性及AI带来的新增量。1) AI主题方面，建议关注AI拉动广告和云业务持续较快增长、且有望受益于外资回流趋势的腾讯(700 HK)，确定性受益于AI大趋势、具备丰富应用场景但估值较AI同业更低的阿里巴巴(BABA US)，和可灵AI应用变现进展积极并带动收入空间和估值提升的快手(1024 HK)；2) 盈利增长确定性方面，建议关注估值处于较为合理区间且业绩表现稳健、盈利能力见度高的网易(NTES US)、携程(TCOM US)。

软件及IT服务：展望2026，我们目前仍不担心云厂商存在过度投资的风险，认为2026年美股龙头公司盈利增速有望支撑其估值，但同时提示需要更加精选个股、关注投资回报周期。美股软件板块，我们看到市场重新开始担忧AI大模型厂商会抢占软件厂商份额，部分软件厂商AI应用商业化尽管逐渐开始起量，但仍未能推动公司收入增长加速，导致自年初以来板块估值承压，后续我们建议关注软件厂商营收增速拐点，尤其是AI相关变现能够高效拉动营收和盈利加速增长的公司或有望跑赢同业。美国软件板块我们推荐派拓网络(PANW US)，中国软件板块我们推荐云化领先且中长期有望通过AI获得增量变现的金蝶(268 HK)。

半导体：乐观。2026年初，AI仍是半导体景气的核心驱动，但结构正在深化而非反转。其一，存储端呈现由AI拉动的结构性短缺，HBM、服务器DRAM与企业级SSD需求持续挤压有效供给，价格上行已明显超越传统周期修复，扩产难以在短期内改变全球紧平衡格局。其二，算力投资仍处于中期扩张阶段，云厂商与晶圆制造端资本支出维持高位并前置，验证AI相关需求具备跨年度可见性，但市场更关注资本开支是否投向具备明确商业化或效率改善回报的应用方向。其三，英伟达H200对华供应仍处于高度不确定状态，政策口径与执行节奏依然不清晰，供给稳定性难以形成明确预期，对国产算力形成短期扰动但不构成趋势性逆转；在不确定性常态化背景下，国产算力在可持续供货、成本与本土化适配上的中长期逻辑仍具确定性，相关回调更可能是配置窗口而非逻辑变化。推荐标的：中际旭创(300308 CH, 买入)、北方华创(002371 CH, 买入)、生益科技(600183 CH, 买入)、深南电路(002916 CH, 买入)、中兴通讯(763 HK, 买入)。

科技：乐观，受到存储成本压力和宏观不确定性影响，我们预计上半年全球科技产业链需求将持续分化，一方面AI算力产业链景气度维持高企，端侧AI新品落地提速(AI手机/AI眼镜/智能家居)，另一方面低端消费需求将受到内存涨价影响持续承压。展望全年，我们相信AI算力需求与端侧AI创新将是行业核心增长动力，建议关注：1) AI算力基础设施：VR/ASIC服务器架构升级推动产业链量价齐升，看好组装/互联/散热/电源产业链；2) 端侧AI：折叠iPhone/AI手机/智能眼镜新品将加速落地，推动零部件创新升级，建议关注立讯精密(002475 CH)、比亚迪电子(285 HK)和瑞声科技(2018 HK)等企业。

消费：乐观。恒生消费指数开年至今(截至2月3日)上涨8%，主要由高弹性可选消费板块拉动，潮玩、黄金珠宝等细分领域表现亮眼。2月消费行业将凸显旺季驱动特征，春节错期效应下，食品饮料、黄金珠宝等传统消费品类迎来动销高峰；9天春节假期延长有望显著提振文旅、餐饮、零售消费。政策端，九部门印发的《2026“乐购新春”春节特别活动方案》明确加大以旧换新补贴力度，有望进一步提振耐用品消费需求。两会前政策预热窗

口临近，积极的消费政策有望进一步提振市场信心，与需求端形成共振，为板块表现提供有力支撑。

全年来看，我们认为居民消费行为的核心约束为“资产端受房价影响持续缩水及收入端预期修复缓慢”，消费确实将延续“降级”主基调，支出向“不可压缩的刚性需求”与“低成本情绪慰藉”倾斜，可选消费需求弹性走弱。基于此，我们认为三大主线值得关注：1) 消费降级深化：高净值人群降级+大众市场极致性价比；2) 需求优先级固化：聚焦“让生活过得下去 + 稍微有点安慰”；3) 持续推进业务出海以对冲内需不确定性。

选股方面，主线一建议关注高股息标的**江南布衣 (3306 HK)**、基本面稳健的**波司登 (3998 HK)**、体育大年背景下业绩有望反转的**李宁 (2331 HK)**等。主线二建议关注品类延伸支撑增长的**农夫山泉 (9633 HK)**、市场份额降幅收窄且估值具备吸引力的**华润饮料 (2460 HK)**及**锅圈 (2517 HK)**等；以及品类延伸支撑增长的**瑞幸 (LKNCY US)**，外在形象提升及悦己相关的**颖通控股 (6883 HK)**等。主线三出海的突破性进展将显著提升上述标的配置价值。

汽车：1月汽车终端销量有所放缓，主要受新能源车购置税优惠退坡及以旧换新政策具体落地细则未明的影响。12家公布销量的车企1月新能源车销量合计环比下滑41%、同比下滑6%。预计2月受春节假期影响行业销量或延续筑底，期待年后新车上市带动行业需求边际回暖。全年聚焦结构性增长：乘用车零售量或持平，批发量受益出口有望增2.9%；新能源零售渗透率预计将攀升至60%（同比+12.6%），出口增40%驱动批发销量达1,778万台（同比+15.1%）。车企盈利持续分化：我们预计比亚迪和吉利的4Q25净利或好于部分投资者的预期；小鹏4Q有望首度扭亏，零跑全年盈目标有望达成，理想4Q或现小额亏损，蔚来盈亏平衡的目标仍极具挑战。投资主线建议关注：1) 整车首选**吉利汽车 (175 HK)**，新能源车矩阵逐步完善+出口加速夯实盈利基盘；2) 电池新势力**正力新能 (3677 HK)**，客户结构优化助推利润率提升。

医药：我们认为创新药出海趋势长期将延续，重点关注已出海管线的临床进展与数据兑现的核心催化。我们认为，创新药出海趋势长期将延续，主要由于中国创新药的全球竞争优势，包括1) 更高的早期研发效率以及研发水平的快速跟进，2) 更快的临床招募速度以及更低的临床成本，3) 更丰富研发人才供给以及更低的人才成本。在2025年创新药BD出海授权交易爆发式增长的基础上，2026年初已经多个BD落地，体现了中国创新药出海授权交易较高的景气度。值得注意的是，这些分子大多处于临床2~3期的阶段，已具备了中国早期临床数据的验证。我们认为，中国企业对于临床前分子的转让或将谨慎，未来中国出海分子将大多在具备中国早期临床试验数据的基础上达成，以获得更高的交易价值。我们重点关注全球药企在IO 2.0赛道的推进，例如PD(L)1/VEGF赛道，对应的中国药企包括三生制药（1530 HK）、康方生物（9926 HK）、荣昌生物（9995 HK）。推荐买入**三生制药 (1530 HK)**、**固生堂 (2273 HK)**、**药明合联 (2268 HK)**、**中国生物制药 (1177 HK)**。

资本品：今年以来工程机械和重卡板块进入价值重估的时刻。工程机械方面，在全球金属价格上升的有利背景下，矿山资本开支的潜在上升将会拉动矿山设备的需求，将继续利好持续渗透海外矿山设备的**中联重科 (1157 HK/ 000157 CH, 买入)**、**三一重工 (6031 HK/600031 CH, 买入)**和**三一国际 (631 HK, 买入)**等头部制造商。重卡方面，一月份重卡批发量在

低基数下同比上升39%。而在AI对电力设备需求大幅提升的拉动下，AIDC设备用电源预计将延续供不应求，看好潍柴动力（2338 HK/000338 CH，买入）。此外，我们看好恒立液压（601100 CH，买入）海外产能落地带动增长以及人形机器人关键零部件滚珠丝杠的潜力。

电解铝：我们最新的全球电解铝供需分析显示，2026年电解铝供应紧缺将持续，主要由于：(1)中国电解铝产能利用率已近饱和（2025年12月达到4500万吨产能上限的~99%）；(2)海外（中国以外地区）新增产能有限。我们预测2026年电解铝价格将同比上涨15%。尽管我们预计2027年海外产能扩张加快，但铝价或仍将维持高位，主要由于总体供应紧缺仍将延续（尽管缺口将有所收窄）。我们看好创新实业（2788 HK，买入）（核心逻辑：沙特产能扩张；现有成本优势得益于绿色电力陆续投运将进一步扩大），同时继续看好中国宏桥（1378 HK，买入）受惠铝价进一步上升。

保险：12月产寿险保费增速边际改善，2026年行业负债端增长趋势可期。4Q25人身险和财产险保费增速回落，但12月单月边际显著改善。我们维持对2026年行业新单保费规模增长的正面预期。金融监管总局公布12月保险业保费数据，1-12月人身险保费规模达46,491亿元，同比增长9.1%；其中12月单月保费规模为2,286亿元，同比增长6.3%，增速环比上月改善6.9个百分点，主要受寿险12月保费回归双位数增长的带动；4Q25人身险保费同比增长0.3%。12月寿险单月保费同比增长10.1%，环比上月提升12.4个百分点；健康险和意外险保费小幅下滑/持平，同比-3.6%/+0.4%。1-12月万能险和投连险保费受益于资本市场回暖同比增长3.8%/16.4%至6,009/195亿元，增速环比上月+1.3pct/-0.3pct；其中，12月万能险/投连险保费同比增长24.7%/9.4%，增速环比+16.8pct/-1.5pct。展望2026年，伴随资本市场延续回暖，预计保险行业的顺周期特性将进一步显现，资负共振驱动板块估值持续回升。

财险方面，1-12月财险业保费规模达14,703亿元，同比增长2.6%；12月单月保费规模达1,280亿元，同比增长3.8%，环比上月提升3.8个百分点，带动4Q25财险保费规模同比增长0.5%。分险种看，车险延续低单位数增长，非车险12月增速边际改善；其中，车险/责任险/农险/健康险/意外险/其他险种的12月保费增速分别为2.2%/7.7%/199.1%/9.9%/9.3%/-12.2%。12月农险保费增长翻倍，或受低基数和政策类险种承保改善的共同影响。资产端看，1-12月保险业总资产规模达4.13万亿元，同比增长15.1%，增速环比改善1.9pct；其中人身险和财产险总资产规模同比+15.3%/+7.5%，均显著高于负债端保费增速；行业净资产同比增长14%至3.66万亿元。2026年伴随负债端新单保费持续流入，我们预计行业总投资资产及净资产规模有望延续快速增长。

从中长期配置角度看，我们认为，保险行业仍将是产业结构转型中金融业内最具成长性和资负共振效应催化的子板块，其资产端 β 属性与负债端居民储蓄需求释放的长期趋势共振，板块估值上行空间依旧充裕。短期来看，我们认为市场对上市险企2025年业绩高增已有一定预期，但对2026年新单增速和业务质态改善叠加投资弹性驱动估值反弹的预期仍有上修空间；预计头部险企将在偿付能力稳健和银保战略转型深化的基础上引领行业迈入资负扩表正循环。维持板块“优于大市”评级，推荐买入：1)集团经营改善、寿险业务质态向好且资管减值拖累减轻的中国平安（2318 HK，买入，目标价：90港元）；2) COR下行并有望率先受益于非车险报行合一的财险龙头中国财险（2328 HK，买入，目标价：23.6港元）和

3) 深化中国增长战略，叠加美元弱周期下股价表现有望超预期的区域龙头友邦 (**1299 HK**, 买入, 目标价: **89 港元**)。

房地产和物管: 乐观。年初以来, 地产板块迎来多重政策利好。融资端: “三道红线”监管实质性退出, 多数房企不再被要求每月上报财务指标。我们认为, 尽管“三道红线”早已不具备实际监管效力, 但官方媒体对此的重点强调, 一定程度上释放了优化行业融资环境的明确态度。需求端: 多地优化公积金政策(如天津上调贷款额度、延长贷款年限)、推进购房“以旧换新”(如福建推出购房优惠及退税政策), 上海更是启动二手房收储并将其用于保障性租赁住房, 直接消化存量房源的同时稳定了市场预期。我们认为, 此举将对二手房价格企稳形成一定边际支撑。板块表现方面, 恒生地产指数年初至今(截至2月3日)上涨15%, 内房股指数上涨9%, 均显著跑赢恒生指数(+4.7%); 个股层面, 中国金茂、绿城中国、中海宏洋、新城发展等涨幅居前, 分别大涨39.7%、30.0%、26.3%、24.4%。展望一季度, 短期维度, 板块已进入政策博弈阶段, 叠加当前是小阳春行情的提前布局窗口期, 我们建议择机布局优质标的; 长期维度, 板块估值仍处于修复进程中, 建议择优持有。

选股方面, 我们建议: 1) 关注商业运营能力较强的标的, 由于开发持续缩量, 零售业务更具备风险抵御性, 出现经济企稳迹象时零售业务较开发业务率先受益, 同时在当前融资环境下零售资产是相对更易获得增量融资的资产。2) 关注存量市场发展受益者。存量交易生态龙头贝壳 (**BEKE US**) 将受益于行业换手率提升及存量房装修、租赁等全生命周期延伸机会, 在集中度提升中凸显份额收割效应。随着存量市场主导地位强化, 物业服务商家凭借收费面积永续、现金流稳定的逆周期防御属性迎来价值重估, 建议关注华润万象生活 (**1209 HK**)、绿城服务 (**2869 HK**)、滨江服务 (**3316 HK**) 等。3) 开发商方面, 建议关注持续获得优质可售资源标的如拿地强度和拿地质量双优的企业。4) 短期也可关注信用修复取得较大转折的房企。([链接](#))

■ 全球宏观策略 - 唐罗主义与经济再平衡

上半年全球货币供应增速将延续上升, 美国中期选举前减税开始实施, 欧日为重振国防而加大财政扩张, 中国为经济再平衡而进一步稳地产、促消费与反内卷, 全球总需求改善。美国房租通胀滞后式回落将抵消商品通胀回升, 美元流动性将保持平稳, 风险资产可能创出新高, 周期股与价值股将跑赢科技股与成长股。特朗普的唐罗主义助推美元弱势, 非美资金从美国回流可能延续, 非美股市可能跑赢美股。下半年, 美国房租通胀降幅收窄, 通胀可能反弹, 流动性收紧预期可能升温, 风险资产价格可能迎来调整, 美元可能转强, 美股或重新跑赢非美股市。([链接](#))

行业点评

■ 资本品行业 - 1月份土方机械销售开局良好

中国工程机械工业协会周末发布了强劲的1月份土方机械销售数据, 部分原因是获2025年年初春节较早的低基数效应帮助。挖掘机出口/国内销量同比增长40%/61%, 轮式装载机出口/国内销量同比增长53%/43%, 其中1月份电动装载机占比达到25.4%。强劲的数据继续强化我们对今年土方机械前景的乐观预期, 主要驱动因素包括持续的更新换代周期(国内市场)、大宗商

品价格上涨带动全球矿业资本支出的潜在增加，以及中国机械企业在新兴市场的渗透。此外，我们继续相信非挖掘机机械市场仍处于更新换代驱动的上升周期初期（行业数据将于本月晚些时候发布）。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。[\(链接\)](#)

■ 中国医药 - 关注 AI 制药进展以及个股超跌机会

MSCI 中国医疗指数 2026 年初至今累计上涨 7.1%，跑赢 MSCI 中国指数 5.2%。近期，医药行业整体呈现下跌趋势（MSCI 中国医疗指数 1 月 15 日至今累计下跌 8%），特别是创新药板块显著回调（恒生生物科技指数 1 月 15 日至今累计下跌 9%）。我们认为，此轮医药行业的调整主要是博弈层面的因素，例如个别 BD 落地之后的短期利好兑现。从基本面看，中国创新药资产出海 BD 持续超预期，MNC 对于中国资产的购买范围从单个管线拓宽至平台合作，进一步体现了中国创新药的竞争力。我们认为，近期股价表现与基本面的背离提供了较好的抄底机会。展望 2026 年，创新药出海趋势将延续，我们将重点关注已出海管线的临床进展与数据兑现的核心催化。

创新药超跌带来抄底机遇，关注中国 AI 制药平台价值。BD 出海交易持续超预期。我们注意到，MNC 对于中国资产的购买范围从单个管线拓宽至平台合作，特别是 AI 制药平台方面的合作。1 月 30 日，石药集团宣布与阿斯利康达成关于缓释给药平台技术以及多肽药物 AI 发现平台的合作以开发长效多肽药物，包括一款临床准备就绪的 SYH2082（长效 GLP1R / GIPR）以及三个临床前分子，交易总价值高达 185 亿美元，再创出海交易规模记录。此外，1 月 5 日，Earendil Labs 宣布将应用其 AI 药物发现平台为赛诺菲进行新型双抗研发，涵盖多个自身免疫及炎症疾病项目，交易价值高达 25.6 亿美元。1 月 5 日，英矽智能与施维雅（Servier）达成了一项基于 AI 技术平台的肿瘤药物的研发合作，总金额达 8.88 亿美元。我们认为，中国药企在 AI 制药的进步显著，或将涌现出大量的投资机遇。此外，我们认为近期创新药板块的回调与基本面背离。2026 年，中国创新药将迎来 PD-1/VEGF 和 PD-1/IL2 这两个重要的二代 IO 靶点的临床验证。我们认为，尽管研发具备不确定，但是大概率这两项临床验证或将成为驱动中国创新药板块上涨的重要催化剂。

全球减重市场格局快速变化。4Q25，诺和诺德和礼来的业绩“冰火两重天”。礼来的替尔泊肽(Zepbound & Mounjaro)的销售超预期，4Q25 同比大增 115%。在美国市场，Zepbound 的新患占比在去年底已经高达 69%，Mounjaro 高达 55%，显示了强劲的对于司美格鲁肽的替代势头。同时，全球下一代减重药物研发竞争也相当激烈。我们认为，长效制剂将是减重药物重要的研发趋势。辉瑞披露了其长效 GLP-1 (PF'3944) 的 2b 期 VESPER-3 研究的顶线结果。在第 28 周，中剂量组 (4.8mg 每月一次, n=54) 实现了经安慰剂调整后 12.3% 的减重效果。模型预测显示，计划中的 3 期高剂量组 (9.6mg 每月一次) 在第 28 周可能实现 15.8% 的减重，使其具备与替尔泊肽竞争的可能性。

行业展望：推荐买入三生制药（1530 HK）、加科思（1167 HK）、固生堂（2273 HK）、药明合联（2268 HK）、中国生物制药（1177 HK）。[\(链接\)](#)

公司点评

- **亚马逊 (AMZN US, 买入, 目标价: 292.00 美元) : 增长逻辑不变, AWS 收入增速加速超预期**

亚马逊公布 4Q25 业绩：收入 2,134 亿美元，按固定汇率同比增长 12% (4Q24: 11%)，较招银国际预期及彭博一致预期均高出 1 个百分点；营业利润 250 亿美元，同比增长 18%，较招银国际预期/彭博一致预期分别高出 2%/1%。剔除合计 24 亿美元的三项一次性特殊费用后，营业利润较一致预期高出 10%。4Q25 AWS 收入同比增速加快至 23.6% (3Q25: 20.2%; 4Q24: 18.9%)，较一致预期高 2 个百分点，主要受供给约束有所缓解驱动，尽管约束仍存。2025 年全年，总收入同比增长 12% 至 7,169 亿美元，营业利润同比增长 17% 至 800 亿美元。管理层指引 1Q26 收入 1,735 亿–1,785 亿美元 (一致预期：1,755 亿美元)，对应同比增长 11%–15%；营业利润 165 亿–215 亿美元 (一致预期：222 亿美元)。2026 年资本开支指引为 2,000 亿美元 (同比增速超 50%)。我们将 2026–2027 年收入预测上调 2%–3%，以反映 AWS 收入增长前景好于预期；同时将营业利润预测下调 2%–4%，以反映资本开支带来的折旧影响及新业务投入。将估值窗口前滚至 2026 年预测后，我们的目标价上调 9% 到 292.0 美元，基于 17.3x EV/EBITDA (前值：17.5x)，与近两年交易区间均值一致。维持买入评级。

([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之分析员，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有关于他们个人对所提供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着区别，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，请与我们联络。

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之分析员，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。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编制的报告。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。