

每日投资策略

宏观及公司点评

全球市场观察

- 4月14日，A股高开高走，上证指数涨0.95%，创业板指涨2.36%，其中算力硬件、半导体、锂电和商业航天领涨，油气、煤炭回落；港股同步反弹，恒指涨0.82%，恒生科技指数涨0.62%，半导体、有色和地产走强，但南向资金净流出20.17亿港元。宏观方面，3月进口大幅反弹，一季度贸易顺差自23年以来首次收窄；人民币继续走强，中间价升至6.8593，在岸和离岸人民币盘中双双升破6.82，创2023年3月以来新高。
- 日韩和欧洲股市普遍反弹，核心驱动是油价回落和美伊和谈预期回升。日经225和韩国综指分别上涨2.4%和2.7%，但日本4月制造业景气判断创三年来最大降幅，显示能源冲击和供应链扰动仍在侵蚀基本面；欧洲STOXX 600上涨约1%至一个月高位，银行和工业股领涨，能源股则因油价下跌跑输，IMF下调德国增长预期也显示欧洲对输入型能源冲击仍较敏感。
- 美股显著上涨，标普500涨1.18%，纳指涨1.96%，标普已逼近1月底历史高点，纳指实现十连涨。市场主线仍是“和谈预期+财报支撑”：软件板块连续第二天反弹，费城半导体指数再涨2%并录得连续第五个纪录收盘；金融和航空板块继续跑赢，反映资金继续回补风险资产。
- 美债收益率回落，10年期美债收益率跌至4.25%，2年期降至3.75%，反映油价回落和PPI低于预期缓和了短期通胀担忧。美国3月PPI环比上涨0.5%、同比上涨4.0%，均低于预期，服务价格环比持平；但NFIB小企业信心降至11个月低点，显示高油价对企业预期和需求端的压制仍在，联储短期内大概率仍将维持观望。
- 大宗商品方面，市场继续快速回吐战争溢价。WTI原油大跌7.87%至91.28美元/桶；黄金涨2.12%至4840.60美元/盎司，白银大涨5.30%并逼近80美元，显示在油价回落和美元走弱背景下，贵金属重新获得支撑。比特币盘中一度涨近4%、逼近7.6万美元，风险偏好明显修复；但IEA仍警告本轮中东冲突已构成史上最大石油供给冲击之一，意味着商品波动率短期仍将维持高位。

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	25,872	0.82	0.94
恒生国企	8,672	0.81	-2.72
恒生科技	4,852	0.62	-12.04
上证综指	4,027	0.95	1.46
深证综指	2,704	1.42	6.85
深圳创业板	3,559	2.36	11.09
美国道琼斯	48,536	0.66	0.98
美国标普	6,967	1.18	1.78
美国纳斯达克	23,639	1.96	1.71
德国DAX	24,044	1.27	-1.82
法国CAC	8,328	1.12	2.19
英国富时	10,609	0.25	6.82
日本日经	57,877	2.43	14.97
澳洲ASX	8,971	0.50	2.94
台湾加权	36,296	2.37	25.32

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	53,217	0.95	8.76
恒生工商业	13,246	0.72	-4.55
恒生地产	20,788	2.15	18.37
恒生公用事业	40,744	-0.58	7.15

资料来源: 彭博

宏观经济

■ 中国经济 - 贸易顺差收窄

在 2026 年前 2 月出口激增之后，3 月份出口增速大幅放缓，主要因去年对等关税前抢出口导致同比基数较高。总体而言，2026 年第一季度出口持续回升，得益于全球科技周期的提振，半导体和电子产品出口依然保持韧性。3 月份进口显著加速，主要受集成电路、铜矿石和铁矿石采购增加的推动，这表明市场对科技产品和原材料补库存的需求强劲，但并非国内消费全面复苏。能源和其他大宗商品价格上涨可能会逐步推高进口额，同时削弱全球消费者信心，并对出口构成压力。因此，我们认为，未来几个季度贸易顺差可能会收窄，削弱对 GDP 增速的支撑。展望未来，我们预计中国货物出口增速可能从 2025 年的 5.2% 放缓至 2026 年的 4.0% 左右，而进口增速可能从 -0.5% 反弹至 8% 左右。我们预计美元/人民币汇率在 2026 年第二季度可能维持在 6.8 左右，然后在年底前升至 6.9 附近。 ([链接](#))

公司点评

■ 京东 (JD US, 买入, 目标价: 47.50 美元) - 1Q26 业绩预览: 预计外卖业务减亏及核心京东零售业务驱动业绩好于预期

我们预计京东 1Q26 实现总收入人民币 3,106 亿元，同比增长 3.2%，与彭博一致预期相符；non-GAAP 净利润为人民币 59 亿元，同比下降 54%，主要受外卖业务投入及国际扩张影响，但我们的 non-GAAP 净利润预测高于市场一致预期的人民币 51 亿元，主因外卖业务环比减亏或好于预期，以及核心京东零售业务在运营效率提升推动下表现强于预期。我们预计 1Q26 京东零售营业利润同比增长 3% 至人民币 132 亿元，外卖业务运营亏损收窄至人民币 70 亿元（我们估算 4Q25 亏损为人民币 105 亿元）。我们基本维持 2026 年营收预测不变，同时将 non-GAAP 净利润预测上调 4%，以反映在外卖行业竞争放缓背景下，外卖业务减亏进度好于此前预期。我们仍预计 2026 年核心京东零售业务营收及营业利润均同比增长 5%。我们认为，集团层面盈利增长及股东回报的可见度提升，仍是股价核心驱动因素。维持“买入”评级，基于 DCF 的目标价维持在 47.5 美元不变。 ([链接](#))

■ 兖煤澳大利亚 (3668 HK, 买入, 目标价: 审视中) - 收购冶金煤矿将带来增长和协同效应

兖澳昨日 (4 月 14 日) 收盘后宣布，将以 18.5 亿美元的代价 (另加 5.5 亿美元的潜在付款，该款项将根据未来煤炭价格而定) 收购位于澳大利亚昆士兰州的红隼煤矿 (Kestrel Coal Mine) 80% 的权益。此次收购将为兖澳每年增加约 12% 的权益可销售煤炭产量。我们认为此次收购具有增值潜力，原因在于：(1) 闲置资金的运用将有助提升净资产收益率 (ROE)；(2) 由于红隼煤矿与兖澳现有矿山位置接近，可以实现协同效应；(3) 产品组合将得到优化，兖澳的冶金煤占比将从 16% 提升至 22%。虽然此次收购的估值 (相当于 8.5 倍 2025 年 EV/EBITDA) 高于兖澳目前的估值 (5.5 倍)，但鉴于此次收购对公司增长的贡献，我们认为估值合理。这次收购预计将于 3Q26 末完成。我们目前未对模型进行更新，主要由于我们仍在等待完整的财务细节以及股东和各监管机构对交易的批准。维持“买入”评级 (由于最新收盘价高于我们的目标价，目标价正在审视中)。 ([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。