



## 月度市场策略：再平衡与验证下的攻守之道

- 7月，中东冲突、美债利率冲高、AI硬件链重挫等导致市场波动加大。本轮回调主要由宏观流动性收紧、产业预期修正与微观交易结构调整共同驱动。**宏观层面**，美联储转鹰信号强化了流动性收紧预期，重创依赖高杠杆融资的AI基建叙事。同时，中东局势一度升级，市场对于美联储年内加息的预期升温，美债收益率持续攀升。**产业层面**，科技龙头资本开支扩张引发现金流忧虑，获利盘集中了结，费城半导体指数跌入技术性熊市，存储板块跌幅最深。**微观交易层面**，韩国市场杠杆收紧导致大量散户爆仓，恐慌情绪迅速传导至全球半导体产业链。
- 全球资金呈现再平衡态势。尽管避险情绪升温，全球资金并未大规模撤出股票市场，而是呈现跨市场、跨板块再平衡的态势。美股仍受外资青睐，但资金已从AI硬件链切换至软件行业，以及价值股和中小盘股等。韩国股市虽受本土去杠杆影响，但仍受到外资加仓。欧洲云业务超预期的软件龙头受到追捧，而港股则凭借相对偏低的估值与互联网应用重估逻辑，承接了部分再平衡资金。全球资金从估值偏高、业绩确定性偏弱的标的，转向估值合理、业绩可见度更高的方向。
- 盈利端待二季报验证，估值端或受高利率压制。盈利上，港股在7月盈利预期有所企稳，但修复弹性仍有待互联网与消费板块盈利出现实质性反转信号。美股AI产业链的财报也将为中国企业二季报提供前瞻参考。估值上，美债长端利率若进一步冲高，可能对美股估值形成压制，利率敏感型板块和高杠杆率的大科技公司将首当其冲。尽管港股的估值已修复至合理水平，但较全球主要股票市场仍然偏低。
- 美股市场：叙事转换与盈利验证下组合再调整。尽管AI仍为美股投资主线，但在巨额资本开支能否形成现金流闭环尚未被证实的背景下，我们需要调整内部布局。**硬件端**从追逐动量转向追求盈利兑现的确定性。**软件端**或成为AI叙事切换的主要受益者，但需以财报兑现为前提。短期来看，前期动量股在超跌后或迎来技术性反弹，但交易压力仍不容忽视，前期套牢盘体量较大，股价回升可能引发解套抛压，市场或难形成V型反弹。配置上，在市场震荡加大的情况下，可适当增配银行、消费、医疗健康等非AI板块以降低组合的集中度。
- 中国市场：聚焦结构性机会，杠铃策略需再平衡。港股短期反弹有望延续，布局上可采用C.A.S.T.框架杠铃策略，在攻守平衡中捕捉结构性机会。**成长端**：AI仍是中期主线，AI硬件端聚焦超跌和景气确定性较高的细分赛道，比如PCB、被动元件等，并将成长端布局从AI基础设施向“云与应用”和“创新药出海”两大主线扩展。**防御端**：聚焦央企国企红利资产和稳定现金流标的，除银行、能源、公用事业等传统红利板块外，估值偏低、股息率较高的消费板块亦值得关注。
- 浦银国际重点关注股票组合。目前，组合包含台积电、阿里巴巴、百度、深南电路、科伦博泰、百胜中国、康诺亚和江南布衣等8只股票，预计这些个股有望在未来6至12个月内获得较强的相对表现。
- 投资风险：政策刺激不及预期，地缘政治紧张局势升级，流动性趋紧。

赖烨烨

首席策略分析师

Melody\_lai@spdbi.com

(852) 2808 6441

2026年7月31日



扫码关注浦银国际研究

浦銀國際

策略月报

再平衡与验证下的攻守之道

# 目录

|                           |    |
|---------------------------|----|
| 市场回顾及展望 .....             | 4  |
| 估值：港股估值修复有望短期延续.....      | 7  |
| 盈利增长：港股盈利预期有所企稳.....      | 9  |
| 资金流向：全球资金呈现再平衡态势 .....    | 11 |
| 行业配置、轮动与风格切换.....         | 14 |
| 投资交易策略：AI 主线进入业绩验证阶段..... | 17 |
| 浦银国际重点关注股票组合更新 .....      | 23 |

## 图表目录

|                                                                |    |
|----------------------------------------------------------------|----|
| 图表 1：7 月，全球市场波动加大，港股一枝独秀 .....                                 | 4  |
| 图表 2：7 月，中国市场表现十分波动，港股明显反弹 .....                               | 5  |
| 图表 3：7 月，MSCI 中国指数各板块涨跌不一，可选消费、医疗健康、房地产领涨，而信息技术、工业等表现较落后 ..... | 5  |
| 图表 4：恒生综合指数中，除工业以外其他板块均上涨，可选消费、医疗健康涨幅领先 .....                  | 6  |
| 图表 5：沪深 300 指数中，必选消费、能源、医疗健康领涨，但信息技术、电信服务跌幅较大 ...              | 6  |
| 图表 6：相对于全球主要市场，中国股票指数仍较具性价比 .....                              | 7  |
| 图表 7：经过回调，全球大部分股指的估值已回归至其过去十年均值附近，但港股科技股估值仍相对偏低 .....          | 8  |
| 图表 8：MSCI 中国指数前瞻市盈率 .....                                      | 8  |
| 图表 9：恒生指数前瞻市盈率 .....                                           | 8  |
| 图表 10：上证综指前瞻市盈率 .....                                          | 8  |
| 图表 11：7 月，AH 溢价平均值扩大至 23.8% .....                              | 8  |
| 图表 12：主要中国股指 2026 年/2027 年盈利增长预期：科技股和 A 股较领先 .....             | 9  |
| 图表 13：MSCI 中国 2026/2027 年的 EPS 一致预期：过去一个月有所企稳.....             | 10 |
| 图表 14：恒生指数 2026/2027 年的 EPS 一致预期过去一个月略有上调.....                 | 10 |
| 图表 15：上证综指 2026/2027 年的 EPS 一致预期略有下调.....                      | 10 |
| 图表 16：7 月 2 日至 29 日，全球主要市场海外资金流向 .....                         | 11 |
| 图表 17：7 月 2 日至 29 日，被动型和主动型外资均录得净流出 .....                      | 12 |
| 图表 18：然而，本土资金录得大幅净流入 .....                                     | 12 |
| 图表 19：7 月以来，外资净流入港股放缓.....                                     | 12 |
| 图表 20：.....被动型外资仍是回流主力 .....                                   | 12 |
| 图表 21：7 月，南向资金净流入明显加速.....                                     | 13 |
| 图表 22：.....且在港股成交额占比较 6 月有所提升 .....                            | 13 |

|                                                          |    |
|----------------------------------------------------------|----|
| 图表 23: MSCI 中国指数各板块估值 .....                              | 14 |
| 图表 24: 近一月, 房地产、信息技术板块盈利预期上调幅度领先, 但医疗健康、能源板块下调幅度较大 ..... | 15 |
| 图表 25: 恒生综合指数轮动热力图 .....                                 | 15 |
| 图表 26: 沪深 300 指数轮动热力图 .....                              | 16 |
| 图表 27: 7 月, 价值股跑赢成长股 .....                               | 16 |
| 图表 28: .....大盘股明显跑赢小盘股.....                              | 16 |
| 图表 29: 十年期美债 vs 标普 500 指数市盈率 .....                       | 18 |
| 图表 30: 中期选举年 8-10 月波动度明显高于其他非中期选举年份 .....                | 18 |
| 图表 31: 密切关注 Hyperscalers 资本开支指引.....                     | 19 |
| 图表 32: .....以及自由现金流情况.....                               | 19 |
| 图表 33: 7 月或是动量动能平仓 (Momentum unwind) 最剧烈的阶段.....         | 20 |
| 图表 34: 全球存储链短期或迎来技术性超跌反弹 .....                           | 20 |
| 图表 35: 7 月, 资金从 AI 硬件切换至软件.....                          | 21 |
| 图表 36: .....等权重指数持续跑赢市值加权指数.....                         | 21 |
| 图表 37: 浦银国际重点关注股票组合: 反映我们自上而下中长期看好新经济行业的观点 .....         | 23 |
| 图表 38: 浦银国际重点关注股票组合: 个股投资逻辑 .....                        | 24 |

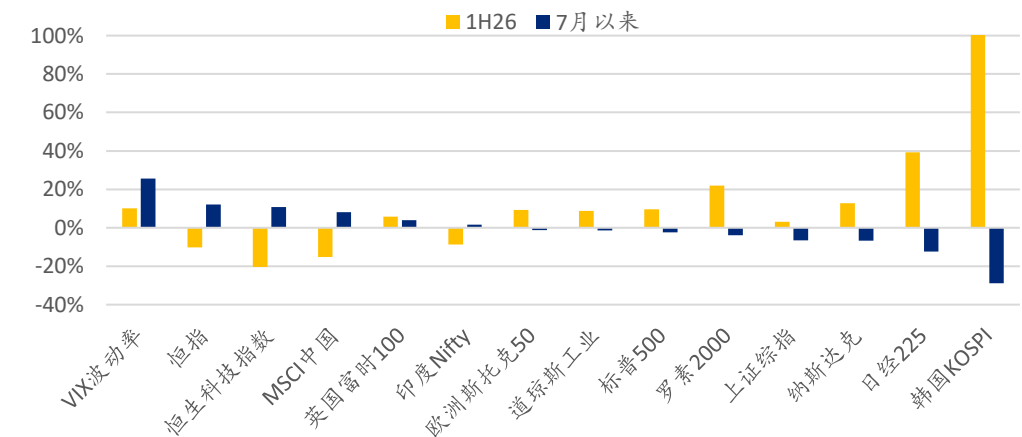
# 市场回顾及展望

中东冲突、美债利率冲高、AI 硬件链重挫等导致市场波动加大。7 月以来，前期涨幅较大、交易高度拥挤的 AI 上游产业链出现动能平仓（momentum unwind），引发市场大幅波动。全球市场表现分化，截至 7 月 29 日，7 月日韩市场领跌，韩国 KOSPI 指数下跌 29%，日经 225 指数下跌 12%；美股大盘指数相对抗跌，标普 500 指数下跌 2%，道指（-1%）明显跑赢纳指（-7%）；中国市场中港股表现亮眼，恒生指数上涨 12%，MSCI 中国指数上涨 8%，明显优于上证指数（-6%）（图表 1）。

本轮回调主要由宏观流动性收紧、产业预期修正与微观交易结构调整共同驱动。宏观层面，美联储转鹰信号强化了流动性收紧预期，重创依赖高杠杆融资的 AI 基建叙事。同时，中东局势一度升级，推升油价和美国通胀预期，市场对于年内加息的预期升温，美债收益率持续攀升，对高估值科技股形成进一步的压制。产业层面，市场对算力可能由稀缺转向过剩的担忧升温，叠加龙头资本开支扩张引发的现金流忧虑，获利盘集中了结。费城半导体指数自 6 月高位已回撤两成，进入技术性熊市。存储板块作为 AI 产业链的“风向标”，在本轮抛售中跌幅最深。微观交易层面，韩国市场杠杆收紧导致大量散户爆仓，恐慌情绪迅速传导至全球半导体产业链。另外，Kimi K3 发布亦加剧了拥挤交易的去杠杆压力。

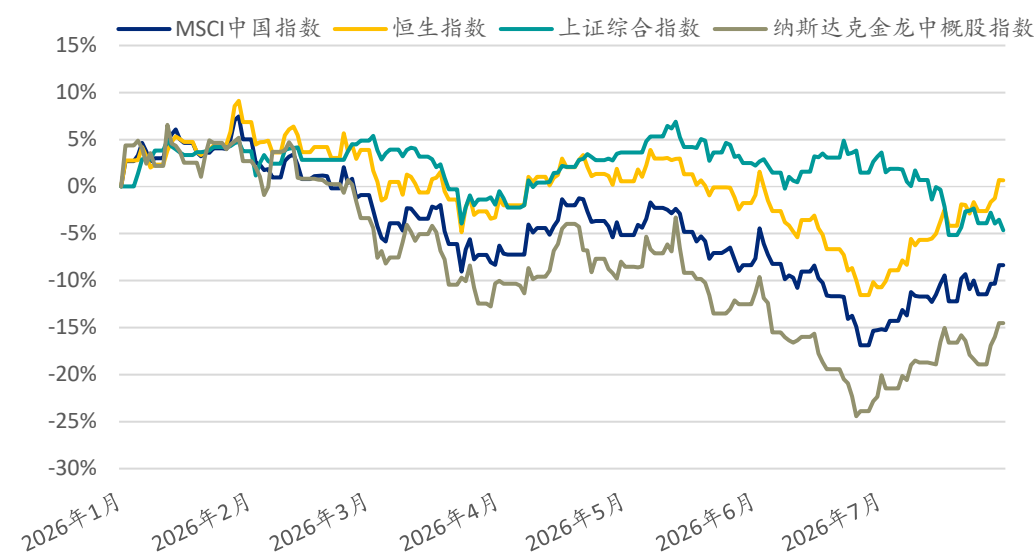
全球资金呈现再平衡态势。尽管避险情绪升温，全球资金并未大规模撤出股票市场，而是呈现跨市场、跨板块再平衡的态势。美股仍受外资青睐，但资金已从 AI 硬件链撤出、切换至软件行业，同时流入价值股和中小盘股等。韩国股市虽受本土去杠杆影响，但仍受到外资加仓。欧洲部分软件龙头凭借云业务超预期表现受到追捧，而港股则凭借相对偏低的估值与互联网应用重估逻辑，成为承接再平衡资金的重要方向。在 AI 投资逻辑转向业绩验证的背景下，AI 内部交易被市场重新定价，资金从估值偏高、业绩确定性偏弱的标的，转向估值合理、业绩可见度更高的方向。

图表 1：7 月，全球市场波动加大，港股一枝独秀



注：数据截至 2026 年 7 月 29 日。资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 2：7 月，中国市场表现十分波动，港股明显反弹

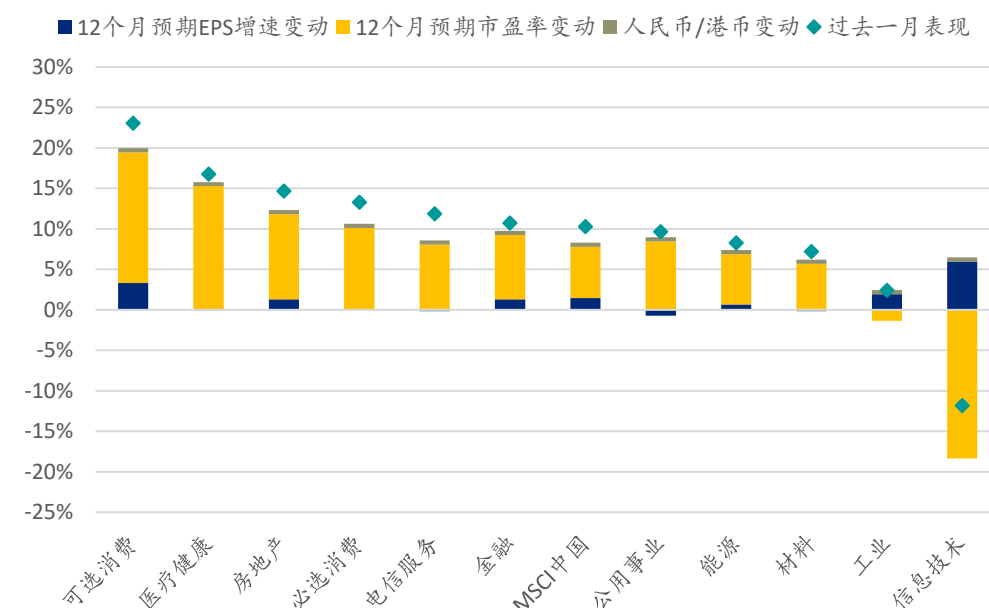


注：数据截至 2026 年 7 月 29 日。

资料来源：Bloomberg、浦银国际

从板块上看，估值仍是回报的主要驱动因素。7 月，MSCI 中国指数各板块涨跌不一，可选消费、医疗健康、房地产领涨，而信息技术、工业等表现较落后。恒生综合指数中，除工业以外其他板块均上涨，可选消费、医疗健康涨幅领先。沪深 300 指数中，必选消费、能源、医疗健康领涨，但信息技术、电信服务跌幅较大（图表 3-5）。

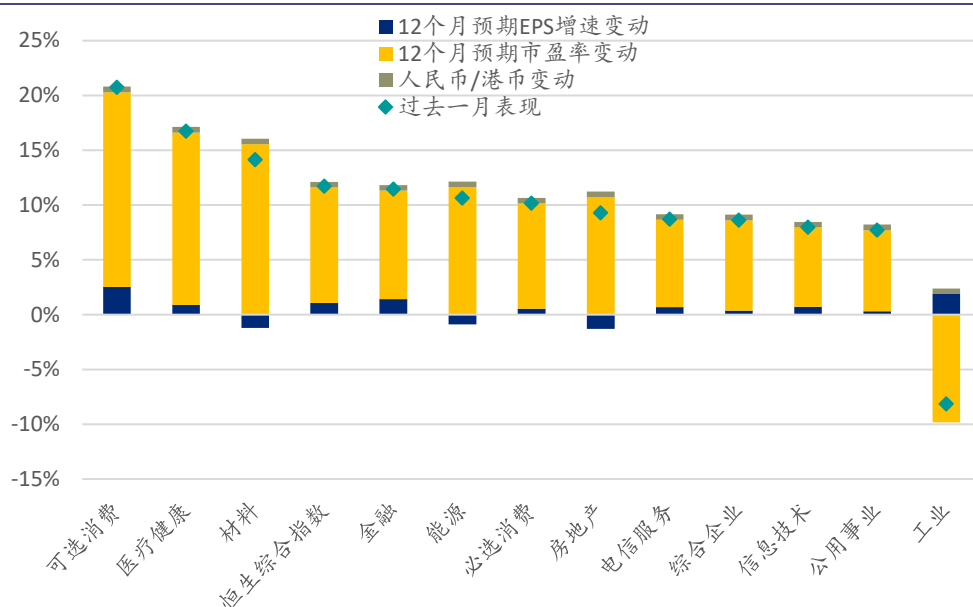
图表 3：7 月，MSCI 中国指数各板块涨跌不一，可选消费、医疗健康、房地产领涨，而信息技术、工业等表现较落后



注：数据截至 2026 年 7 月 29 日。

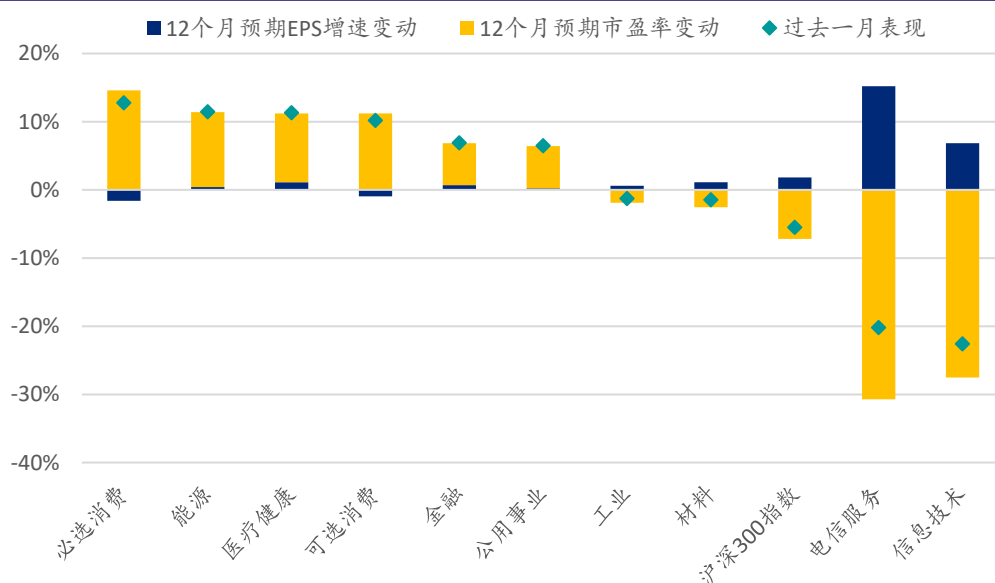
资料来源：Bloomberg、浦银国际

**图表 4：恒生综合指数中，除工业以外其他板块均上涨，可选消费、医疗健康涨幅领先**



注：数据截至 2026 年 7 月 29 日。  
资料来源：Bloomberg、浦银国际

**图表 5：沪深 300 指数中，必选消费、能源、医疗健康领涨，但信息技术、电信服务跌幅较大**



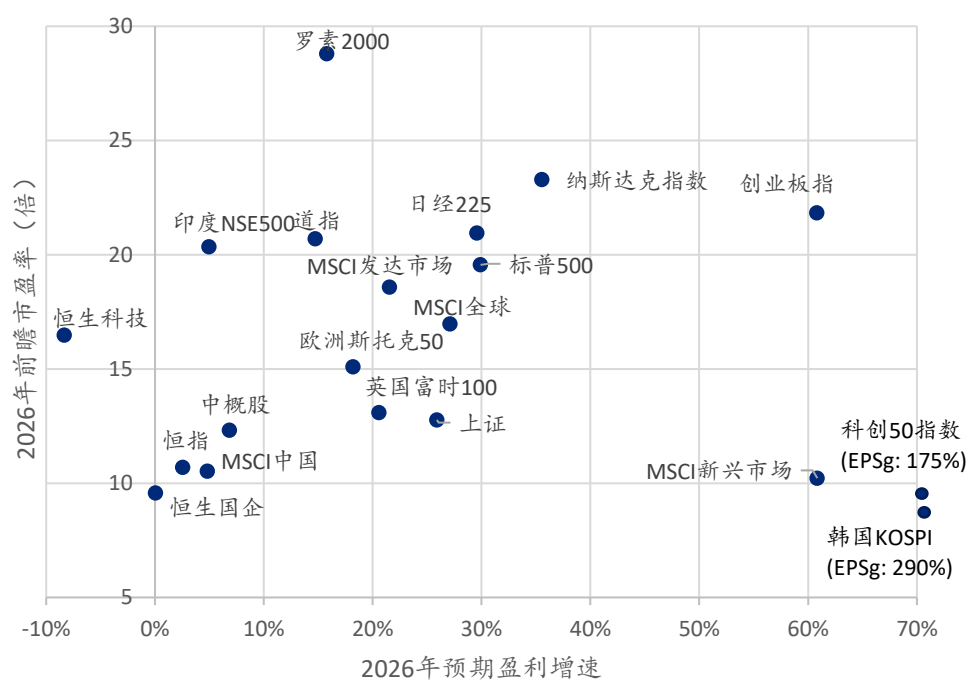
注：数据截至 2026 年 7 月 29 日。  
资料来源：Bloomberg、浦银国际

## 估值：港股估值修复有望短期延续

尽管港股的估值已修复至合理水平，但较全球主要股票市场仍然偏低。目前，相对于全球主要股票市场，中国市场相对优势较为明显，盈利增速稳健，估值水平更低。截至 2026 年 7 月 29 日，MSCI 中国指数和恒生指数的前瞻市盈率分别为 10.5 倍和 10.7 倍，分别位于过去五年均值负 0.2 倍和正 0.7 倍标准差附近，较此前明显修复。上证综指前瞻市盈率为 12.8 倍，高于其过去五年均值正 1.0 个标准差。对比全球其他主要股票市场指数，标普 500 指数的前瞻市盈率为 19.6 倍，欧洲斯托克 50 指数为 15.1 倍，MSCI 新兴市场指数为 10.2 倍。虽然港股的估值较上半年明显修复，但相对于全球其他市场更低，尤其是科技属性较强的恒生科技指数的前瞻市盈率为 16.5 倍，低于其过去五年均值 0.7 个标准差，也显著低于美股纳斯达克指数的 23.3 倍，及 A 股创业板指数的 21.8 倍和科创 50 指数 55.3 倍（图表 6-10）。

近期，AH 溢价有所扩大。7 月，AH 平均溢价较 6 月底时的 20.4% 进一步扩大至 23.8%，港股相对 A 股仍有折价，投资价值凸显（图表 11）。近期，南向资金在港股的定价权呈现上升趋势，有助于 AH 溢价在中期收窄。如果接下来中东紧张局势进一步缓和，海外不确定性逐步降低，AH 溢价仍有一定的收窄空间。

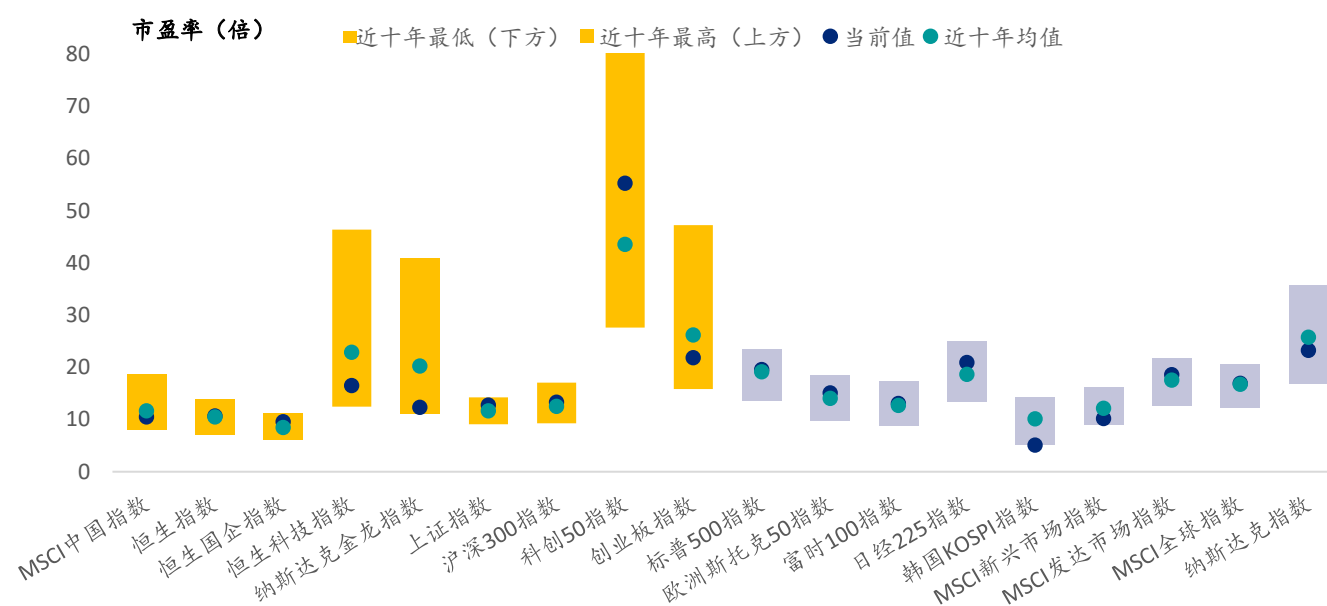
图表 6：相对于全球主要市场，中国股票指数仍较具性价比



注：数据截至 2026 年 7 月 29 日。

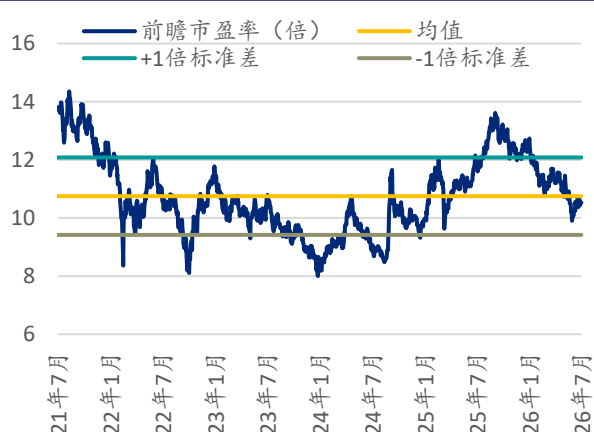
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 7：经过回调，全球大部分股指的估值已回归至其过去十年均值附近，但港股科技股估值仍相对偏低



注：数据截至2026年7月29日。黄色柱状图为中国股指，蓝色为全球其他主要股市股指。资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 8：MSCI 中国指数前瞻市盈率



注：数据截至2026年7月29日。资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 9：恒生指数前瞻市盈率



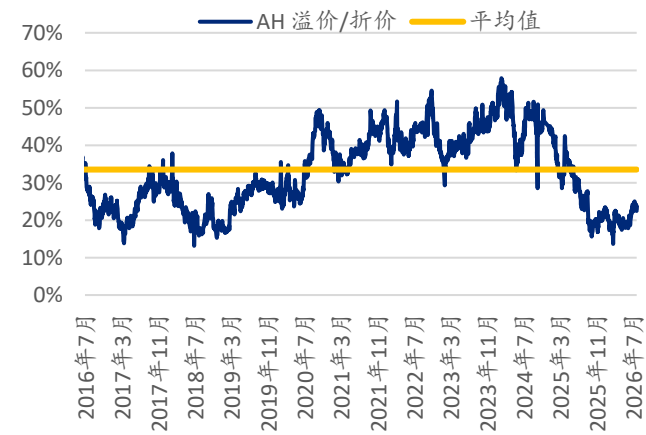
注：数据截至2026年7月29日。资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 10：上证综指前瞻市盈率



注：数据截至2026年7月29日。资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 11：7月，AH 溢价平均值扩大至 23.8%



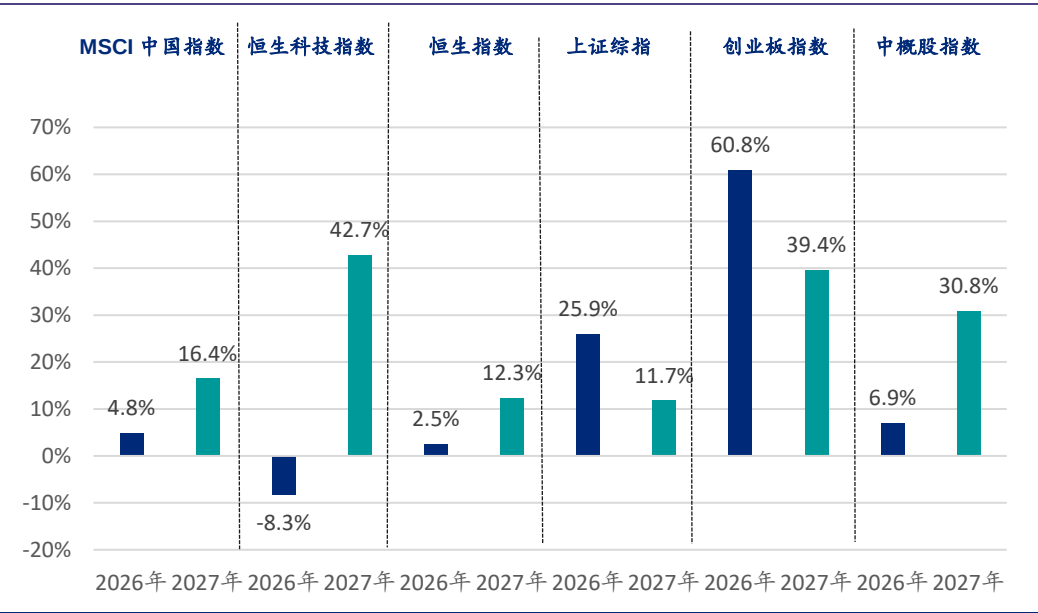
注：数据截至2026年7月29日。资料来源：Bloomberg、浦银国际

# 盈利增长：港股盈利预期有所企稳

在科技股驱动下，A股今年预期盈利增速仍保持领先。根据彭博，近期卖方分析师上调MSCI中国指数2026年/2027年预期盈利增速至4.8%/16.4%；上调恒生指数2026年/2027年预期盈利增速至2.5%/12.3%；下调恒生科技指数2026年预期盈利增速至-8.3%，但上调2027年预期至42.7%；下调上证综合指数2026年预期盈利增速至25.9%，但上调2027年至11.7%；上调创业板指数2026年/2027年预期盈利增速至60.8%/39.4%；下调追踪在美上市中概股的纳斯达克中国金龙指数2026年/2027年预期盈利增速至6.9%/30.8%（图表12）。

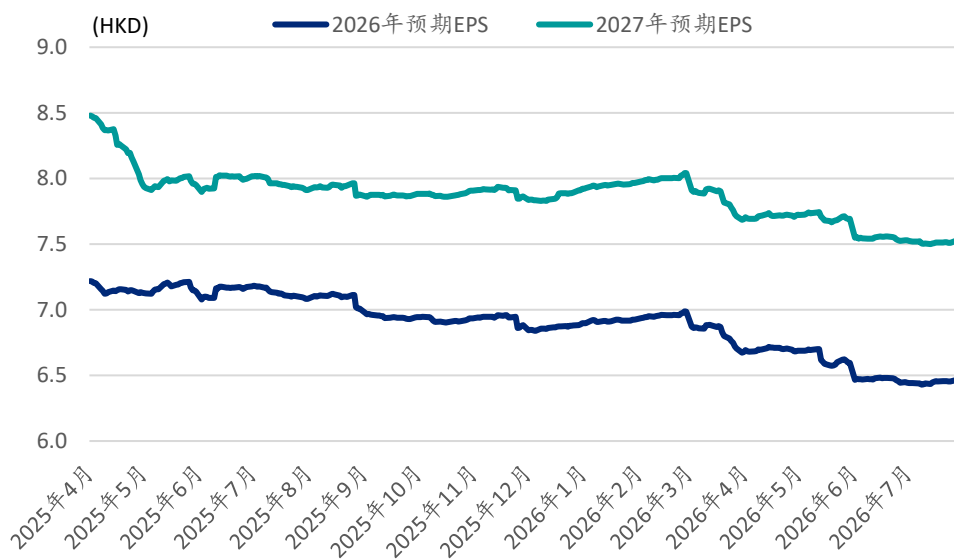
7月，港股盈利预期有所企稳，但A股盈利预期仍被下调。根据彭博，7月以来MSCI中国指数2026年每股盈利预期略微上调了0.2%（图表13），恒生指数每股盈利预期小幅上调了0.3%（图表14）。然而，上证综指每股盈利预期下调了1.7%（图表15）。正如我们此前的判断，港股盈利预期或已于一季报后触底，接下来几个季度有望回升。向前看，盈利与基本面作为核心驱动力的大方向已基本明确，但兑现过程存在显著的结构分化。A股今明两年盈利增长预期更高，在盈利驱动阶段的相对优势将更为突出。而港股，尤其科技股，在经历充分的盈利预期下修后，估值缓冲空间已明显提升，但基本面的修复弹性仍有待互联网与消费板块盈利预期的实质性反转信号。8月起将进入二季度财报密集披露期，实际业绩与前期预期的验证将成为三季度行情分化的观测重点，盈利兑现能力将影响资金流向与板块相对表现。

图表 12：主要中国股指 2026 年/2027 年盈利增长预期：科技股和 A 股较领先



注：数据截至 2026 年 7 月 29 日。  
资料来源：Bloomberg、浦银国际

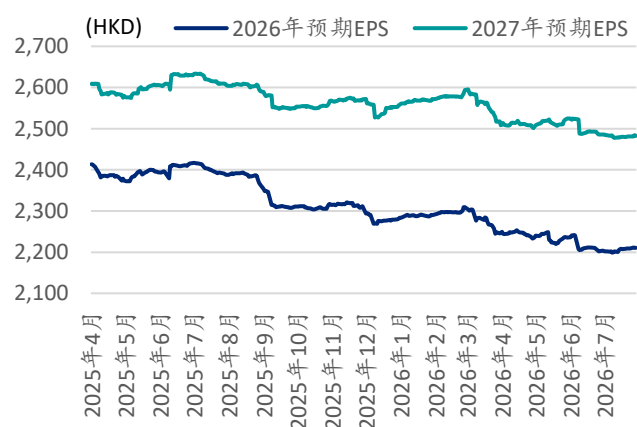
图表 13: MSCI 中国 2026/2027 年的 EPS 一致预期: 过去一个月有所企稳



注: 数据截至 2026 年 7 月 29 日。

资料来源: Bloomberg、浦银国际

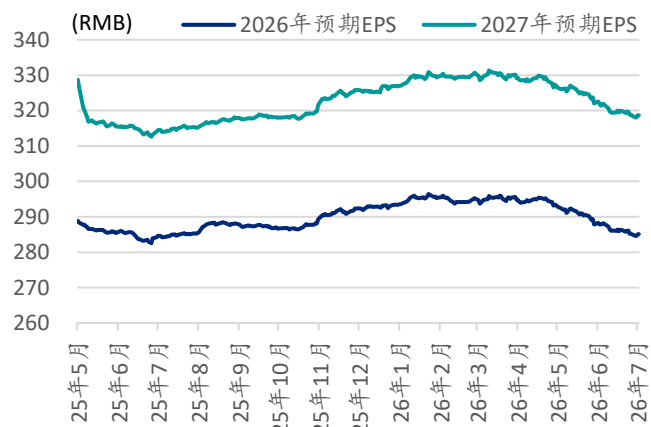
图表 14: 恒生指数 2026/2027 年的 EPS 一致预期过去一个月略有上调



注: 数据截至 2026 年 7 月 29 日。

资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 15: 上证综指 2026/2027 年的 EPS 一致预期略有下调



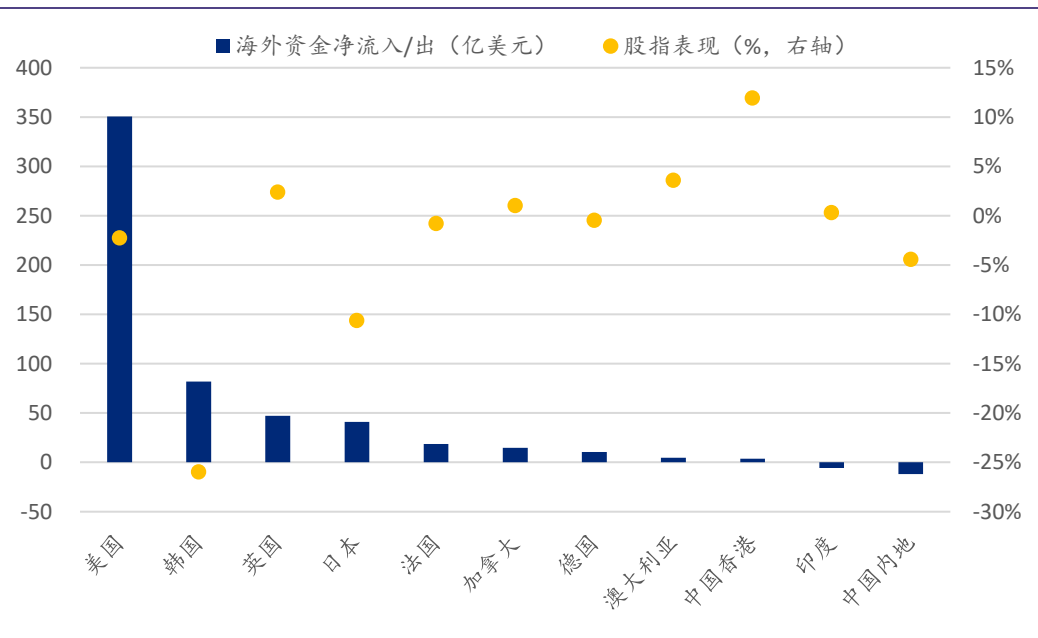
注: 数据截至 2026 年 7 月 29 日。

资料来源: Bloomberg、浦银国际

# 资金流向：全球资金呈现再平衡态势

尽管避险情绪升温，7月全球大部分市场获外资加仓。根据 EPFR，7月2日至29日，宏观流动性、AI 交易叙事转变、微观动量交易回撤等多重冲击下，市场避险情绪升温，全球主要股指的走势较为波动。然而，海外资金流向呈现跨市场和跨板块再平衡的态势，并未大幅撤出股票市场。值得注意的是，美股仍最受外资青睐，期间录得净流入 350.6 亿美元。亚太市场中，韩国股市受外资加仓较多，净流入 81.7 亿美元，日本股市净流入 41 亿美元。中国内地市场仍录得净流出 11.8 亿美元，中国香港市场净流入放缓至 3.9 亿美元。欧洲市场中，法国股市和德国股市分别录得净流入 18.5 亿美元和 10.6 亿美元，英国市场录得净流入 47.3 亿美元。从表现上看，港股表现亮眼，但韩国、日本等股市跌幅较大（图表 16）。

图表 16：7月2日至29日，全球主要市场海外资金流向

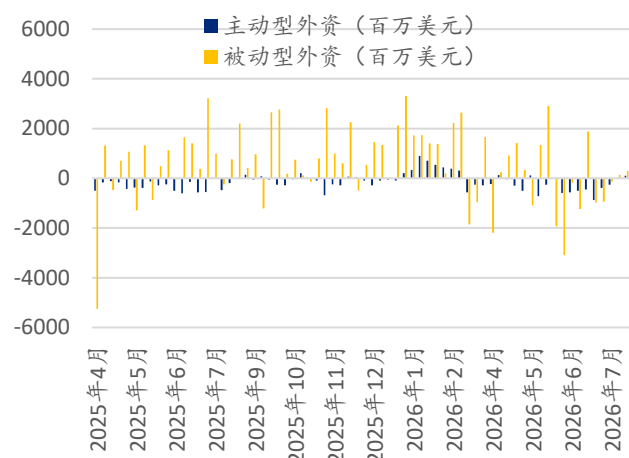


注：2026 年 7 月 2 日至 29 日数据。  
资料来源：EPFR、Bloomberg、浦银国际

**主动型和被动型外资均净流出中国内地市场。**根据 EPFR，7月2日至29日，共有 11.8 亿美元外资净流出中国内地市场，被动型外资录得净流出 6.3 亿美元，主动基金净流出 5.5 亿美元（图表 17）。目前，外资在中国股市的仓位仍然偏低，外资仍有较大的回流空间。中国市场在全球主要股票市场中的性价比凸显，今明年盈利增速稳健，估值水平更低。尽管中美利差走阔背景下，资金或倾向回流至美元资产，但中东冲突若持续，将继续推升油价中枢，中国凭借战略储备和可再生能源加速替代，抗冲击能力较强，中国资产全球配置价值抬升。

然而，本土资金大幅净流入中国内地市场。根据 EPFR，7 月 2 日至 29 日，共有 652.1 亿美元的本土资金大幅净流入中国股市，主要以被动型资金为主（图表 18）。我们观察到，“国家队”整体交易风格偏向逆向投资，即在市场低迷的时候加仓，在市场过热的时候减持，有助于维护市场的稳定。7 月 19 日，中国国新披露，相关主体已使用超过 500 亿元股票回购增持专项再贷款及配套资金，用于维护市场稳定。近期，中国诚通累计买入近 100 亿元中国股票资产。7 月 20 日，证监会提出“全力维护市场平稳运行”。在市场波动加剧时，稳定资金和监管部门都有意控制流动性负反馈。

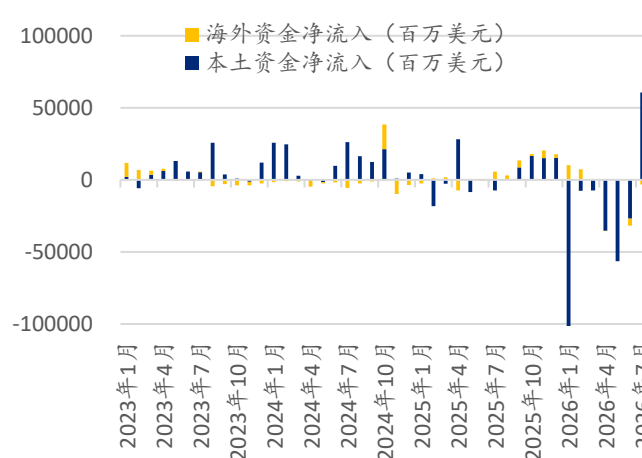
**图表 17：7 月 2 日至 29 日，被动型和主动型外资均录得净流出**



注：数据截至 2026 年 7 月 29 日。

资料来源：EPFR、浦银国际

**图表 18：然而，本土资金录得大幅净流入**

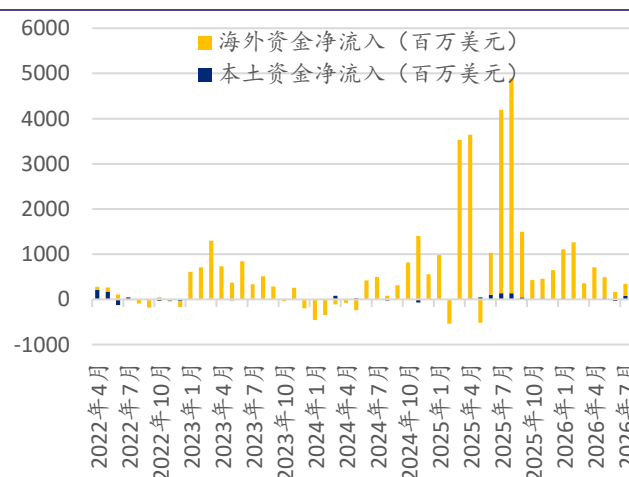


注：数据截至 2026 年 7 月 29 日。

资料来源：EPFR、浦银国际

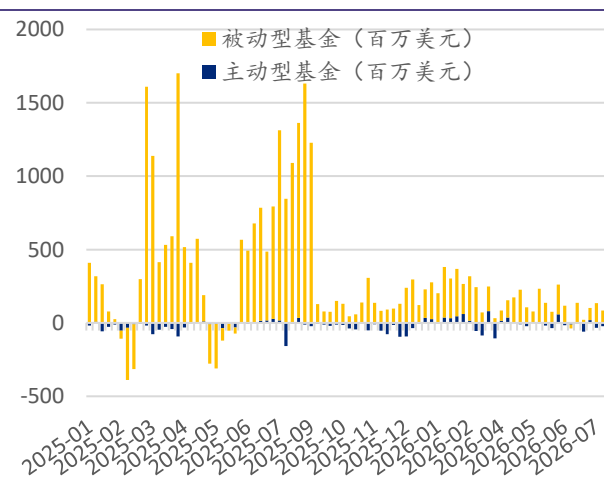
外资保持净流入港股，但幅度放缓。根据 EPFR，7 月 2 日至 29 日，共有 3.5 亿美元净流入港股市场，其中本土资金净流出 0.4 亿美元，外资净流入约 3.9 亿美元。值得注意的是，被动基金仍为外资回流的主力，7 月净流入 3.9 亿美元，而且年初至今也保持净流入，累计录得 46.6 亿美元（图表 19-20）。

**图表 19：7 月以来，外资净流入港股放缓……**



注：数据截至 2026 年 7 月 29 日。资料来源：EPFR、浦银国际

**图表 20：……被动型外资仍是回流主力**

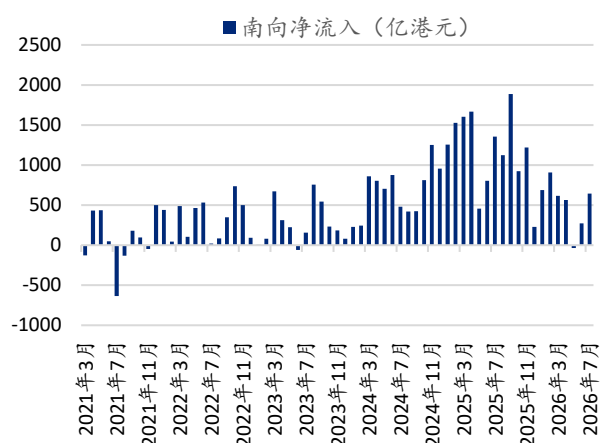


注：数据截至 2026 年 7 月 29 日。资料来源：EPFR、浦银国际

**7月以来南向资金净流入加速。**由于外部流动性预期收紧，港股市场情绪指数6月底达到负1.2倍标准差，悲观情绪接近触底，港股技术性反弹启动。尽管7月外部扰动因素较多，全球市场大幅波动，南向资金净流入港股加速，净流入642.3亿港元（日均净流入为29.2亿港元），但较6月净流入271.1亿港元进一步扩大（图表21）。年初至今，南向资金累计净流入为3,652.7亿港元（去年同期：4,193.8亿港元），表明内地投资者对港股配置兴趣未减，5月曾一度录得净流出更多是由于阶段性调仓，而非趋势逆转。

**南向资金在港股的活跃度有所提升。**截至7月30日，7月南向资金的当月日均成交额在港股占比为21.1%，较6月日均成交额的20.4%有所提升。（图表22）。随着多个新上市AI概念股、新消费股和创新药股被纳入港股通，内地投资者的可投标的范围进一步拓宽，港股的吸引力有望增强。另外，我们观察到在中长期资金入市引导、AH溢价等多个因素驱动下，国内险资和公募基金正加快在港股的布局，有望成为南向资金的增量来源。

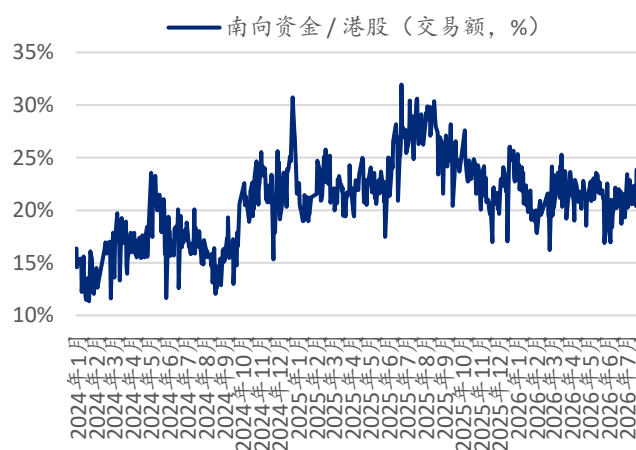
**图表 21：7月，南向资金净流入明显加速……**



注：数据截至2026年7月30日。

资料来源：EPFR、浦银国际

**图表 22：……且在港股成交额占比较6月有所提升**



注：数据截至2026年7月30日。

资料来源：EPFR、浦银国际

# 行业配置、轮动与风格切换

行业配置上，留意高成长科技板块与低估值重资产板块的相互切换。接下来，我们预计行业和风格轮动将会加快，把握好主线与节奏才能获得更好的收益。我们预计短期市场风格将出现转换，资金或会继续青睐估值偏低的红利板块，比如电力、煤炭、公用事业和能源等。同时，部分估值偏低，拥挤度较低的优质 AI 概念股或会吸引资金配置比如云与应用、消费电子、电力设备以及创新药等高景气成长方向。

目前，消费（包括可选消费、必选消费）、医疗健康、电信服务板块的前瞻市盈率和前瞻市净率均低于其过去五年均值，且 2025-2028 年盈利的年复合增长率和 ROE 均较为强劲（图表 23）。过去一月，房地产、信息技术板块的盈利预期上调幅度领先，但医疗健康、能源板块下调幅度较大（图表 24）。中长期建议关注驱动中国未来经济增长的行业，如高端和先进制造业、人工智能、新能源和可再生能源、新兴消费和服务消费等。

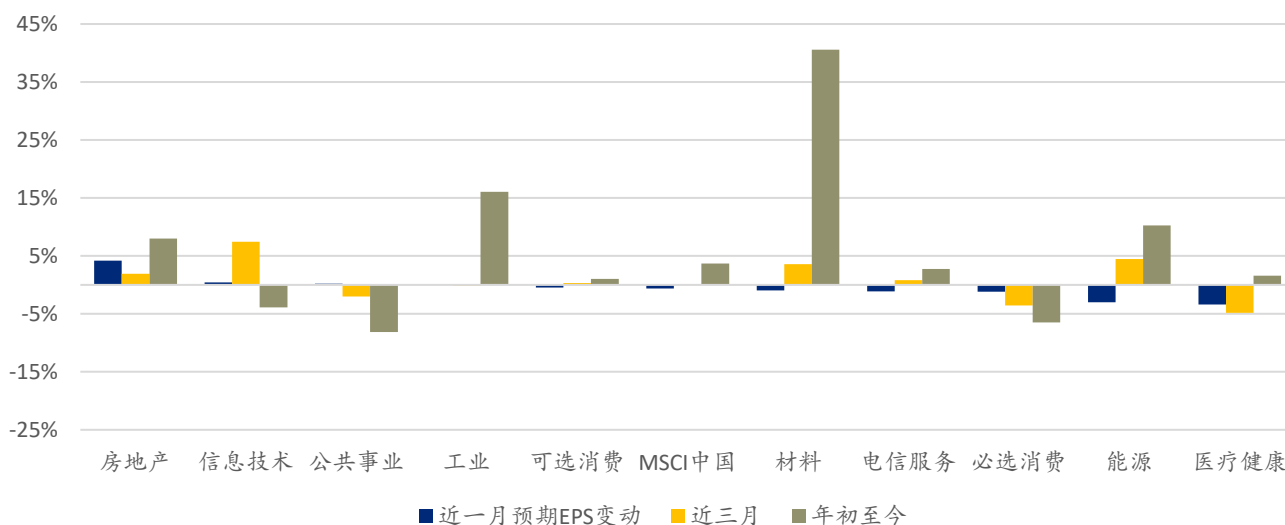
行业轮动加快，港股防御性板块较为强势。我们使用相对旋转图（Relative Rotation Graph, RRG）来直观地显示板块轮动。X 轴代表相对强度（RS-Ratio），而 Y 轴衡量该相对强度的势头（RS-Momentum）。RRG 图利用这两个指标界定出四象限，领先、转弱、落后和改善。恒生综合指数中，大部分板块落在转弱和落后象限，金融、电信服务表现强势，信息技术和医疗健康的动能有所改善，但消费、材料、能源、房地产等板块较为落后（图表 25）。沪深 300 指数呈现显著的结构化行情，信息技术动能较强，医疗健康、金融、公用事业动能改善，电信服务的动能转弱，能源、工业、材料等动能落后（图表 26）。

图表 23：MSCI 中国指数各板块估值

|                        | 必选消费  | 可选消费  | 能源    | 金融    | 医疗健康  | 工业    | 信息科技  | 材料    | 电信服务  | 公用事业 | 房地产   |
|------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|-------|
| 前瞻市盈率                  |       |       |       |       |       |       |       |       |       |      |       |
| 当前                     | 15.6  | 16.0  | 9.1   | 6.1   | 26.8  | 12.5  | 31.0  | 9.8   | 12.6  | 10.1 | 13.1  |
| 过去五年                   | 21.8  | 21.4  | 7.4   | 5.1   | 35.0  | 9.3   | 22.9  | 11.4  | 19.5  | 10.2 | 10.4  |
| 过去十年                   | 23.9  | 25.0  | 11.5  | 5.9   | 33.9  | 9.6   | 26.4  | 11.0  | 19.7  | 10.9 | 8.6   |
| 前瞻市净率                  |       |       |       |       |       |       |       |       |       |      |       |
| 当前                     | 2.4   | 1.4   | 1.0   | 0.6   | 3.1   | 1.3   | 3.3   | 1.8   | 2.2   | 0.9  | 0.7   |
| 过去五年                   | 3.8   | 2.3   | 0.8   | 0.5   | 3.0   | 1.0   | 2.7   | 1.5   | 2.7   | 1.0  | 0.7   |
| 过去十年                   | 3.9   | 3.0   | 0.8   | 0.7   | 3.3   | 1.0   | 3.6   | 1.3   | 2.4   | 1.2  | 0.9   |
| 2025-2028 年 EPS 年复合增长率 | 11.9% | 15.7% | 11.3% | 5.6%  | 8.6%  | 7.5%  | 29.4% | 28.1% | 11.0% | 4.5% | 32.9% |
| ROE                    | 15.3% | 8.7%  | 10.0% | 10.4% | 11.5% | 10.4% | 10.6% | 18.3% | 15.5% | 8.5% | 4.7%  |
| 股利收益率                  | 4.1%  | 1.6%  | 6.4%  | 5.0%  | 0.9%  | 3.0%  | 0.7%  | 3.7%  | 1.5%  | 5.0% | 3.4%  |

注：数据截至 2026 年 7 月 29 日。市盈率/市净率高于其过去五年均值用粉红色突出，市盈率/市净率低于其过去五年均值用绿色突出。  
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 24：近一月，房地产、信息技术板块盈利预期上调幅度领先，但医疗健康、能源板块下调幅度较大

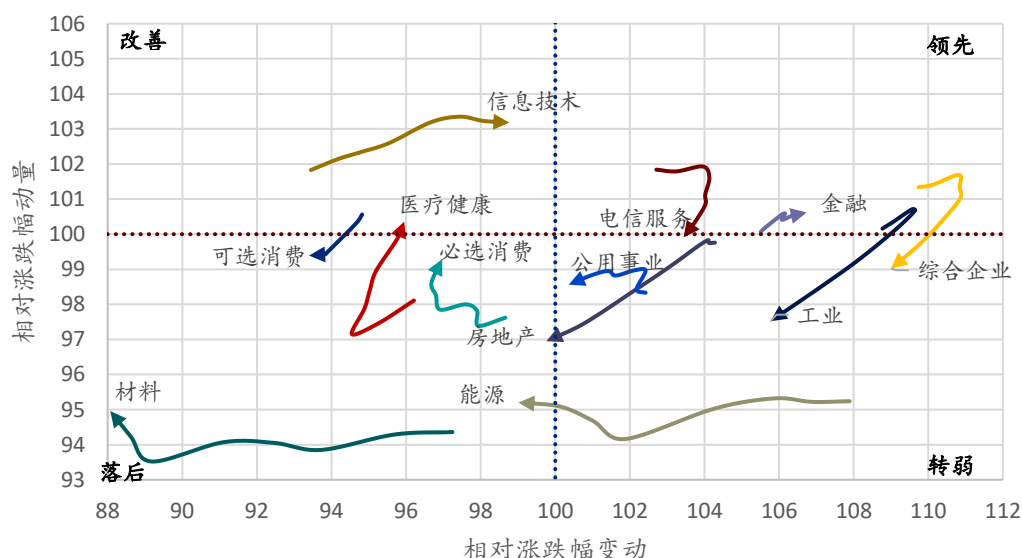


注：数据截至 2026 年 7 月 29 日。  
资料来源：Bloomberg、浦银国际

## 行业轮动热力图

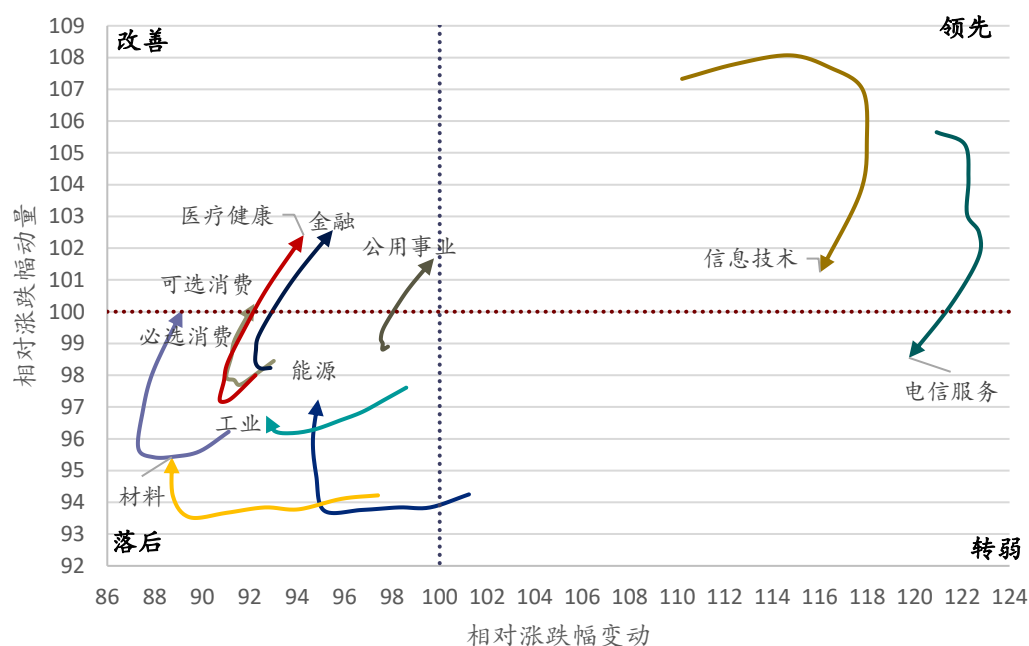
我们使用相对旋转图（Relative Rotation Graph - RRG）来跟踪行业轮动。其中 X 轴代表相对强度(RS-Ratio)，而 Y 轴衡量该相对强度的势头(RS-Momentum)。行业所处的位置取决于其相对于基准指数的强度和动量，各行业在图上一按照顺时针方向移动。相对旋转图分为四个象限，领先（右上象限）、转弱（右下象限）、落后（左下象限）、改善（左上象限）。由于行业轮动较快，我们主要观察过去 8 周的短期趋势。

图表 25：恒生综合指数轮动热力图



注：数据截至 2026 年 7 月 29 日。  
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 26：沪深 300 指数轮动热力图

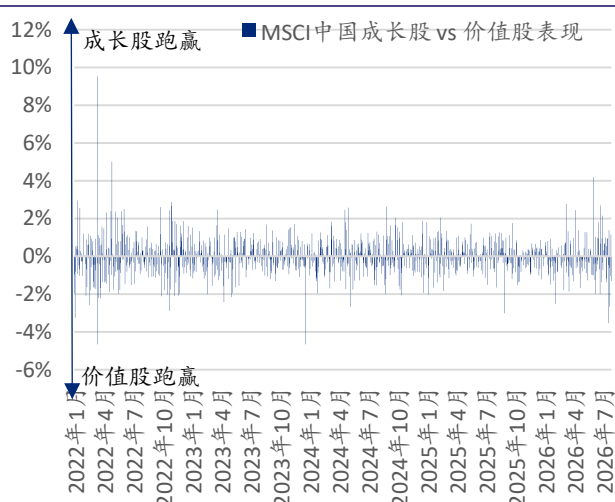


注：数据截至 2026 年 7 月 29 日。

资料来源：Bloomberg、浦银国际

短期大盘价值风格将继续受到青睐。7 月至今，中东冲突、美债利率冲高、AI 硬件链重挫等导致市场波动加大，投资者避险情绪上升，价值股跑赢了成长股 6.2%，大盘股跑赢了小盘股 11.8%（图表 27-28）。短期来看，目前正处于市场去杠杆与恐慌情绪释放最剧烈的阶段，市场走势几乎由情绪主导，基本面暂时失效。此外，若中东冲突不确定性升温，美联储加息预期持续升温，成长股或面临一定的抛压风险。投资者或继续倾向于防御价值风格，大盘股也将更受投资者的青睐。

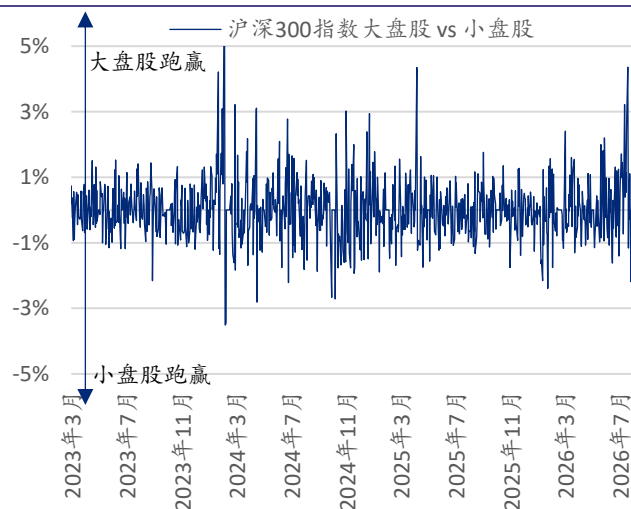
图表 27：7 月，价值股跑赢成长股



注：数据截至 2026 年 7 月 29 日。

资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 28：.....大盘股明显跑赢小盘股



注：数据截至 2026 年 7 月 29 日。

资料来源：Bloomberg、浦银国际

# 投资交易策略: AI 主线进入业绩验证阶段

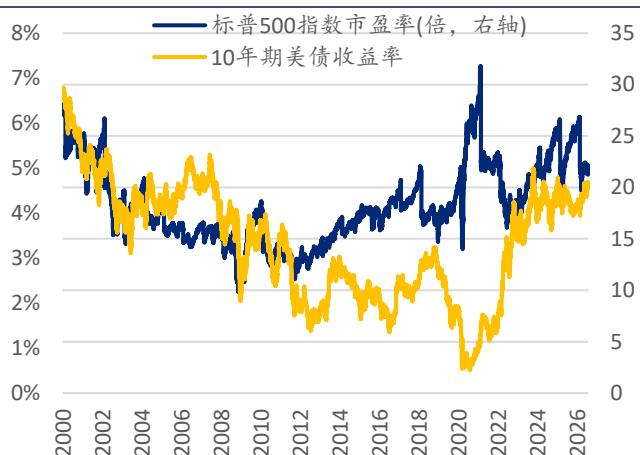
## • 外部扰动加大，全球市场将维持波动

外部宏观环境正由宽松预期转向偏紧。美联储 7 月 FOMC 会议维持联邦基金利率目标区间在 3.50%-3.75% 不变，符合市场预期。会议声明相较 6 月改动极小，但罕见地出现了三位反对维持利率不变，支持加息 25 个基点的情况。会后新闻发布会上，美联储主席沃什部分发言透露鸽派信息，将市场利率上行视为金融条件已在收紧的信号。这也意味着，只要长端利率维持高位，美联储主动加息的紧迫性可能会大幅降低。

美债长端利率若进一步冲高，可能对估值形成压制。近期，美债长端利率异常上行，10 年期美债收益率已在 4.6% 以上、30 年期美债收益率在 5% 以上，金融条件收紧。美债长端利率对市场的压制可能会超过企业盈利的支撑，而美股在偏高的估值与集中度下或尚未充分反映这一压力（图表 29）。若长端收益率进一步突破关键位置（比如 10 年期美债收益率超 4.8%），房地产、信息技术和公用事业等利率敏感型板块将首当其冲。而高杠杆率的大科技公司受到的冲击将尤为显著，过去它们主要依靠强劲的经营现金流支撑资本开支，但在 AI 资本开支快速扩张的背景下，发债已逐步成为关键的融资补充手段。长债利率上升将直接推高新发债券的票息成本，不仅增加当期新增资金的利息负担，还会加大存量债务的再融资压力。实际融资成本上升将迫使大科技公司提升投资回报率，以覆盖更高的资金成本。根据穆迪，当前主要云服务商的信用利差已从约 50 个基点扩大至 78 个基点。

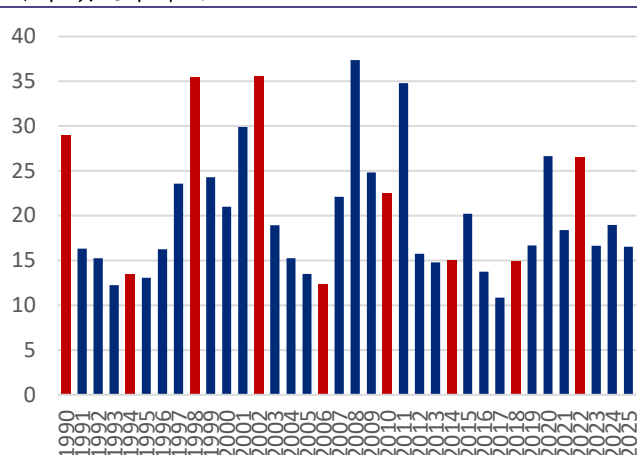
我们预计接下来美股波动将加大，走势更依赖盈利兑现而非估值扩张。由于美联储新任主席沃什上任后取消了前瞻指引，市场缺乏指引可循，只能紧盯油价及 AI 对通胀的影响，因此无论美联储意外加息还是按兵不动都可能引发市场震荡。另外，需留意美国中期选举前的季节性波动和 AI 获利了结压力。中期选举年的季节性规律显示，股指波动率往往自 8 月起攀升并延续至 10 月，VIX 指数平均上升 16%（均值为 22.7），明显高于其他非中期选举年份的 12.7%（均值为 19.6），短期市场震荡可能加剧（图表 30）。

图表 29：十年期美债 vs 标普 500 指数市盈率



注：数据截至 2026 年 7 月 29 日。  
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 30：中期选举年 8-10 月波动度明显高于其他非中期选举年份



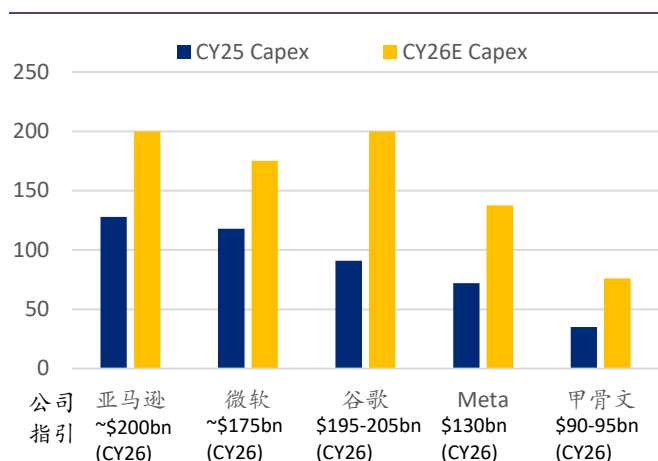
注：数据截至 2026 年 7 月 29 日。红色柱子为中选年，蓝色柱子为其他非中期选举年份。资料来源：Bloomberg、浦银国际

**AI 仍为市场主线，短期走势待二季报验证。**当前市场关注的焦点在于科技巨头的二季度财报。科技巨头能否实现收入与云业务增速超预期、利润率维持高位，并足以消化持续扩张的资本开支，这决定了市场是否相信巨额 AI 投入最终能形成现金流闭环。短期还可重点关注两大观测变量：

**一是韩国存储股是否企稳（这是去杠杆进程出清的关键信号）。**截至 7 月 29 日，韩国 KOSPI 指数自 6 月 19 日高点已下跌 46%，杠杆 ETF 资金规模从 500 亿美元下降至 170 亿美元。韩国金融委员会（FSC）紧急召开会议商讨救市，并考虑对个人投资者参与杠杆 ETF 设定更严格的准入门槛，包括强制性投资者教育和额外的交易限制。

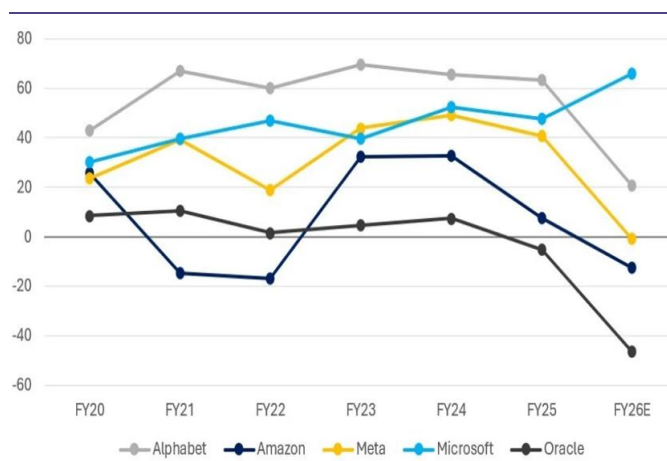
**二是超大规模云服务商（Hyperscaler）的二季度资本开支指引（图表 31）。**若它们维持或上调开支，投资者或迎来存储板块的买入契机；若下调，则算力过剩叙事将继续发酵。目前，市场担忧大量的 AI 资本开支使得 Hyperscalers 自由现金流承压（图表 32），投入产出比例严重失衡，随后风险会传导至 AI 上游硬件行业。因为 AI 上游硬件行业高度依赖云厂商继续扩大资本支出。如果云厂商资本开支增速放缓、甚至削减，上游硬件行业的收入预期将同步下调。整体而言，我们认为 AI 长周期叙事并未终结，但市场已转向“精挑细选、业绩为王”的阶段。

图表 31：密切关注 Hyperscalers 资本开支指引.....



注：数据截至 2026 年 7 月 29 日。  
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 32：.....以及自由现金流情况



注：数据截至 2026 年 7 月 29 日。  
资料来源：Factset、浦银国际

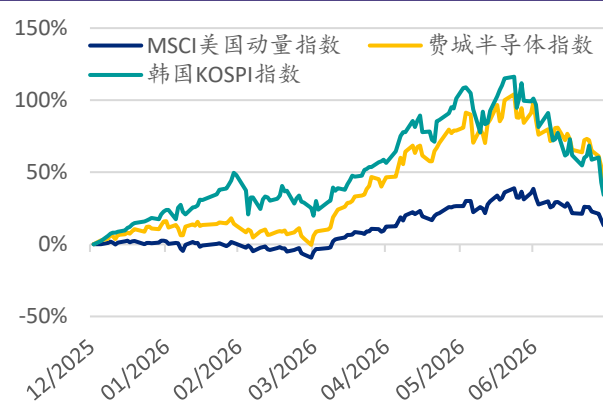
## ● 美股叙事转换与盈利验证下组合再调整

尽管 AI 仍为美股投资主线，但在巨额资本开支能否形成现金流闭环尚未被证实的背景下，我们需要调整内部布局。硬件端从追逐动量转向追求盈利兑现的确定性，并等待去杠杆出清后再逐步介入。软件端是 AI 叙事切换的主要受益者，但需以财报兑现为前提。短期来看，前期动量股在超跌后或迎来技术性反弹，但交易压力仍不容忽视，前期套牢盘体量较大，股价回升可能引发解套抛压，市场或难形成 V 型反弹。配置上，在市场震荡加大的情况下，可适当增配银行、消费、医疗健康等非 AI 板块以降低组合的集中度。

**AI 硬件方面，布局从追逐动量 (Momentum) 转向追求盈利兑现确定性。**目前正处于市场去杠杆与恐慌情绪释放最剧烈的阶段，美国、日韩等市场的 AI 硬件板块同时大幅回调 (图表 33)。在当前环境下，市场走势几乎由情绪主导，基本面暂时失效。根据彭博，前期最拥挤的做多半导体、做空大型科技的仓位已大部分出清，机构持仓趋于正常化，降低了下一轮强制卖出的压力，估值大幅下行空间或有限，但悲观情绪仍可能驱动进一步下行。因此，我们倾向于在去杠杆压力充分释放、情绪出现转向信号之后再逐步介入，但需对回报预期打一定折扣，并避免使用杠杆。

存储链短期或迎来技术性超跌反弹，前期板块下跌主要由于现货涨价放缓与需求端转向开源与自研芯片带来算力重估。但是，景气度并未因股价下跌而改变，长期供货协议与合约价更能反映真实的供需格局，如果三季度价格维持环比上行、供需紧张格局延续，股价有望重回基本面逻辑。短期来看，前期动量股在超跌后或迎来技术性反弹，但交易压力仍不容忽视，前期套牢盘体量较大，股价回升可能引发解套抛压，难以形成V型反弹。归根结底，存储等AI上游硬件板块的估值趋势性修复的前提仍取决于AI资金链能否形成闭环。只要头部大科技公司的资本开支与现金流缺口尚未解决，估值端的压力就难以完全消除（图表 34）。近期，国产存储龙头上市表现强劲，或使全球市场重新评估产能扩张和价格竞争局势，从而对全球存储链估值形成一定的压制。

图表 33：7 月或是动量动能平仓（Momentum unwind）最剧烈的阶段



注：数据截至 2026 年 7 月 29 日。  
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 34：全球存储链短期或迎来技术性超跌反弹

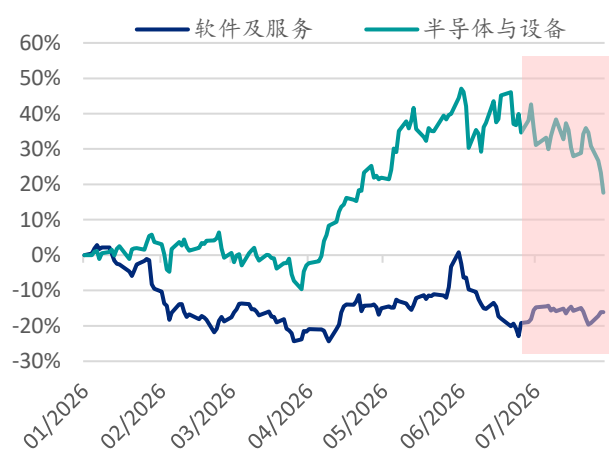


注：数据截至 2026 年 7 月 29 日。  
资料来源：Bloomberg、浦银国际

AI 软件方面，有望受益于 AI 叙事由硬件向应用切换。短期高度取决于大型科技公司财报能否证明 AI 的商业账“算得过来”，只有当市场相信大科技企业大量资本开支的回报有望陆续释放，AI 的商业现金流有机会实现闭环，估值端的压力才会真正缓解。若财报不及预期，现金流承压与估值下杀的风险不容忽视。在当前风险偏好较低的环境下，市场对公司业绩不及预期的惩罚可能相当严厉，一旦公司业绩或指引未能超预期，股价都可能出现明显回调。我们认为，软件与应用的定价逻辑最终要回到投资回报率的验证，估值更依赖 ROI 持续性、盈利可见度、以及自由现金流对资本开支的覆盖能力。在全球资金再平衡的背景下，估值相对合理、变现路径清晰、且已能在报表中看到收入增长加速与利润率改善的软件与应用龙头，更值得我们关注。

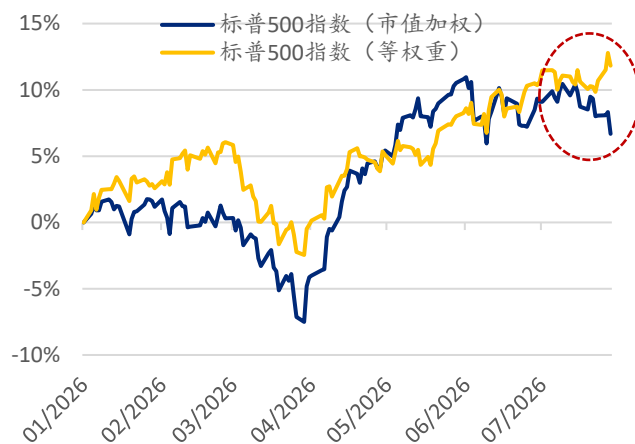
若市场波动持续扩大，可适当增配非 AI 板块以降低组合的集中度。7 月以来，资金从 AI 硬件链撤出、切换至软件行业（图表 35），同时流入价值股和小盘股等，市场广度明显扩大。等权重指数明显跑赢市值加权指数（图表 36），中小盘相对大盘走强，软件与部分传统价值股反弹，具备防御属性的银行、消费、医疗保健等龙头逆势上涨。我们认为，前期估值与仓位均处低位的价值与防御板块，具备均值回归式的补涨空间。而且在利率维持高位、AI 拥挤度偏高的环境下，这类低估值、现金流稳定的资产还兼具防御属性，能够与 AI 成长端形成攻守平衡。

图表 35：7 月，资金从 AI 硬件切换至软件.....



注：数据截至 2026 年 7 月 29 日。  
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 36：.....等权重指数持续跑赢市值加权指数



注：数据截至 2026 年 7 月 29 日。  
资料来源：Bloomberg、浦银国际

## ● 中国市场杠铃策略再平衡

港股投资布局上仍可采用 C.A.S.T.框架杠铃策略，在攻守平衡中捕捉结构性机会。成长端：AI 仍是中期主线，但拥挤度仍待消化，AI 硬件端聚焦超跌和景气确定性较高的细分赛道，比如 PCB、被动元件等，并将成长端布局从 AI 基础设施向“云与应用”和“创新药出海”两大主线扩展。防御端：聚焦央国企红利资产和稳定现金流标的，除银行、能源、公用事业等传统红利板块外，估值偏低、股息率较高的消费板块亦值得关注。

港股 7 月以来的这轮反弹短期或延续。6 月底，港股在悲观情绪触底后开启技术性反弹，随后由于 AI 硬件端等高拥挤交易去杠杆触发了全球资金再平衡，港股凭借相对偏低的估值，成为承接这一再平衡资金的重要方向之一，短期预计反弹惯性有望延续。然而，当前港股的估值已修复至合理水平，且港股作为离岸市场对美债利率和美元流动性高度敏感，近期美债长端利率异常上行可能对估值形成一定的负面影响。

**趋势性反转需资金面和基本面的共同支撑，短期或仍以结构性行情为主。**港股市场资金面近期已在边际改善。虽然南向资金加速流入，但外资分歧仍存，资金净流入的持续性有待观察。接下来的 8 月正处于 7 月与 9 月两个解禁高峰之间的窗口期，叠加企业回购将能提供一定的对冲，整体资金环境相对友好。基本面将重回市场关注焦点。当前中国市场部分领域的盈利预期仍面临下修压力。7 月下旬起进入二季报密集披露期，实际业绩与前期预期的验证将成为决定本轮反弹能否升级为反转的核心因素，盈利兑现能力将影响资金流向与板块相对表现。

**美股科技巨头的财报也是中国 AI 主线的重要领先指标。**其资本开支、云业务商业化进展，以及存储与 DRAM 产业链的业绩指引，将直接传导至 A 股存储板块，并为中国二季度业绩预期提供前瞻参考。因此，若美股云业务确认强劲，则港股应用端将受益；若美股存储板块业绩不及预期，资金可能会倾向回避拥挤度较高的硬件板块。

**投资布局上仍可采用 C.A.S.T.框架杠铃策略，在攻守平衡中捕捉结构性机会。**  
**成长端：**AI 仍是中期主线，AI 硬件端聚焦超跌和景气确定性较高的细分赛道，比如 PCB、被动元件等，并将成长端布局从 AI 基础设施向“云与应用”和“创新药出海”两大主线扩展。**防御端：**聚焦央国企红利资产和稳定现金流标的，除银行、能源、公用事业等传统红利板块外，估值偏低、股息率较高的消费板块亦值得关注。此外，港股 IPO 打新需精选个股，并将解禁日历纳入风控。

# 浦银国际重点关注股票组合更新

浦银国际行业首选（Top-pick）个股组合。目前，重点关注股票组合包含台积电、阿里巴巴、百度、深南电路、科伦博泰、百胜中国、康诺亚、江南布衣等 8 只股票（图表 37-38）。

重点关注股票组合体现了我们自上而下的策略观点，中长期持续增加对新经济股票的关注。同时，结合行业分析师自下而上的分析，我们精选出基本面稳健、盈利增长确定性较高、估值合理且流动性良好的行业领先公司。我们的行业分析师预计这些公司有望在未来 6 至 12 个月内获得较强的相对表现。组合里面的个股为浦银国际的行业分析师覆盖，并获得“买入”评级。

我们建议关注兼具稳健增长、高收益率和合理估值的股票：1) 具有竞争优势、议价能力和行业整合能力的行业领导者；2) 政策支持和宽松的受益者；3) 在外部存在不确定的环境下具有防御性的公司，或者受政治地缘紧张局势影响较小的公司。

图表 37：浦银国际重点关注股票组合：反映我们自上而下中长期看好新经济行业的观点

| 公司名称 | 股票代码      | 行业   | 收盘价<br>(LC) | 目标价<br>(LC) | 潜在上升空间 | 市值<br>(亿港元) | 3 个月日均成交额<br>(百万港元) |
|------|-----------|------|-------------|-------------|--------|-------------|---------------------|
| 台积电  | 2330.TT   | 信息技术 | 2,205.00    | 2,924.00    | 33%    | 138,062     | 22,057              |
| 阿里巴巴 | 9988.HK   | 可选消费 | 111.80      | 175.00      | 57%    | 21,439      | 11,600              |
| 百度   | 9888.HK   | 信息技术 | 102.10      | 170.00      | 67%    | 2,779       | 1,542               |
| 深南电路 | 002916.CH | 信息技术 | 284.50      | 600.00      | 111%   | 2,310       | 5,696               |
| 百胜中国 | 9987.HK   | 可选消费 | 365.80      | 505.60      | 38%    | 1,256       | 315                 |
| 科伦博泰 | 6990.HK   | 医疗保健 | 481.00      | 611.60      | 27%    | 1,150       | 511                 |
| 康诺亚  | 2162.HK   | 医疗保健 | 72.95       | 105.00      | 44%    | 218         | 214                 |
| 江南布衣 | 3306.HK   | 可选消费 | 21.04       | 26.10       | 24%    | 112         | 19                  |

注：收盘价截至 2026 年 7 月 30 日；市值为过去 3 个月日均市值，成交额为过去 3 个月的日均成交额。  
资料来源：Bloomberg、iFinD、浦银国际

图表 38：浦银国际重点关注股票组合：个股投资逻辑

| 股票                  | 投资概要                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |
|---------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 台积电<br>(2330.TT)    | <ul style="list-style-type: none"> <li>- Agentic AI 重塑泛计算需求增长逻辑，叠加公司上修全年资本开支指引，有望更加受益于 AI 景气周期。</li> <li>- 制程节点占比结构进一步升级，驱动量价利齐升，公司 2026 年利润弹性显著跑赢收入增长。</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| 深南电路<br>(002916.CH) | <ul style="list-style-type: none"> <li>- PCB 业务海外客户爆发式增长，叠加光模块业务升级至 1.6T 带动量价齐升，公司加码资本开支以把握需求端高景气周期。</li> <li>- BT 载板业务仍受益于存储出货量旺盛和两存扩产潜力。</li> <li>- ABF 载板：2026 年下半年预计极度紧缺，届时国产替代窗口期将打开，公司的估值扩张空间有望随之释放。</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                               |
| 阿里巴巴<br>(9988.HK)   | <ul style="list-style-type: none"> <li>- 深度布局“AI+云”，云业务需求强劲，推动估值修复。</li> <li>- 电商基本盘相对稳固，即时零售 UE 持续改善。</li> <li>- MaaS 增长迅猛，有助于推动利润率提升。</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| 百度<br>(9888.HK)     | <ul style="list-style-type: none"> <li>- AI 业务成为核心增长引擎，迎来叙事重塑。</li> <li>- 全栈 AI 构建竞争力，云业务增长表现强劲。</li> <li>- 昆仑芯分拆上市等资本市场动作，助力核心资产估值释放。</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
| 科伦博泰<br>(6990.HK)   | <ul style="list-style-type: none"> <li>- sac-TMT 纳入医保后放量加速，国内商业化收入有望快速增长。</li> <li>- MSD 全球开发与注册持续推进，海外里程碑及销售分成进入兑现窗口。</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
| 康诺亚<br>(2162.HK)    | <ul style="list-style-type: none"> <li>- CM310 医保后持续放量，自免商业化收入有望保持较快增长。</li> <li>- CMG901 全球 III 期 OS 阳性，海外权益进入注册兑现阶段。</li> <li>- CM512 II 期数据读出有望成为后续催化。</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                |
| 江南布衣<br>(3306.HK)   | <ul style="list-style-type: none"> <li>- 公司是可持续稳健增长的高股息标的，现金流充足：以 7 月 30 日收盘价计，预计派息率保持 75%，对应 FY26（截至 2026/6/30）股息率约 7.6%，对应未来一年（FY27，截至 2027/6/30）股息率约 8.1%。</li> <li>- 短期流水趋势延续强劲：日历年口径，我们预计 2Q26 全渠道流水保持高单位数的强劲同比增速，与 1Q26 趋势一致。我们预计 FY26 全年（截至 2026/6/30）收入增长高单位数，利润增速高于收入增速。</li> <li>- 我们看好公司的增长可持续性，原因是：江南布衣具备设计和艺术商业基因，公司以独特且具备风格一致性的产品及会员运营能力，构筑粉丝高粘性。全域零售+数字化中台+物流能力三大基础能力支撑持续成长。公司受益于消费的 K 型分化和悦己趋势，具备经营 Alpha 和业绩韧性。</li> </ul>                         |
| 百胜中国<br>(9987.HK)   | <ul style="list-style-type: none"> <li>- 公司开店节奏加速，新模型快速上量，基于对传统模型的持续迭代以及对新模型的持续打磨，百胜中国是当下为数不多仍在加速扩张的餐饮企业。股东回报指引明确——公司维持 2027 年起返还约 100% FCF 的股东回报指引，而必胜客更乐观的长期开店指引为中长期 FCF 带来更多 upside。</li> <li>- 收购必胜客品牌利远大于弊：必胜客特许经营权买断后，产品与店型更灵活并加速新业态的布局；交割后节省每年 3% 特许费，扣除 VAT 后增厚必胜客餐厅利润率/集团分别约 2.8pp/0.6pp。</li> <li>- 3Q26 指引乐观，全年指引维持。管理层目标 3Q36 同店维持正增长，好于其他同业，3Q26 餐厅利润率同比稳定至小幅改善，OPM 与去年大体持平。2026 全年指引维持——同店+0~2%、系统销售额中高单位数增长、经营利润高单位数增长、EPS 和每股 FCF 双位数增长。</li> </ul> |

资料来源：浦银国际

## 免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其联属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

### 美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有关研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 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。

### 英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

### 权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

## 评级定义

### 证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

### 行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

## 分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写; (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

### 浦银国际证券机构销售团队

#### 杨增希

essie\_yang@spdbi.com

(852) 2808 6469

### 浦银国际证券财富管理团队

#### 张帆

vane\_zhang@spdbi.com

(852) 2808 6467

### 浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: [www.spdbi.com](http://www.spdbi.com)

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

