



月度市场策略：特朗普 2.0 开启，如何布局中国市场？

- **若中美关系缓和，有助于提振市场情绪。**1月20日，特朗普就任美国第47任总统，就职演讲重点聚焦美国国内事务，包括移民、通胀、能源等议题。在市场较关注的关税议题上，特朗普宣布将建立对外税务机构，并对加拿大和墨西哥加征25%的关税。近期，中美双方高层互动频密，接下来双方可能会举行会面甚至会谈，短期美国对华政策或采取更为温和的立场。尽管市场此前对此持悲观态度，但若中美关系在短期内保持缓和，有望迅速提振市场乐观情绪，推动中国市场股指向好。然而，回顾特朗普2018年刚上任时期，中美关系也曾经历过一段相对缓和的阶段。虽然暂时还未公布对华关税政策，但是我们预计未来关税政策仍将面临较多不确定因素，因此需要谨慎防范市场波动加剧的风险。
- **回顾特朗普 1.0 对中国市场的启示。**我们选取了2018年中美贸易摩擦开始后的8个重要事件，包含正面和负面事件发生后的A股市场表现进行深入分析，得出以下三个关键启示：
 1. **负面事件导致市场下跌的时长较为短暂。**A股市场主要股指在负面事件发生后1日的跌幅明显，但在6日内大多企稳。市场交易逻辑也并非一成不变。在贸易摩擦的初始阶段的悲观情绪较强，股指回调幅度较大，交易逻辑为负面事件导致市场下跌。随着更多负面事件陆续发生，市场悲观情绪逐步减低，股指反而会因为利空落地而出现反弹。
 2. **不确定性下，投资者对正面事件的积极反应偏低，市场反弹幅度有限。**A股市场主要股指在正面事件发生后1日反弹幅度有限，发生后6日全数转跌，上涨并无延续性。特朗普关税政策不确定性较强，投资者对正面事件的积极反应偏低，导致市场即使反弹幅度也有限。
 3. **即便在中美贸易摩擦中，我们仍然能够找到阿尔法的投资机会。**虽然负面事件造成大部分A股板块下跌，医药、食品饮料、餐饮旅游在负面事件发生后仍能录得正回报，且上涨有延续性，同时在正面事件发生后1日均录得正回报。同时，需要规避受中美贸易摩擦影响较大的行业和个股，尤其是中国出口型企业。
- **短期如何布局中国市场？**我们预计特朗普2.0将对人民币汇率、企业盈利和资金流带来挑战，市场波动将会加大，A股或较港股更稳健。MSCI中国指数中，信息技术、医疗健康、工业等板块的对人民币波动的敏感性较低。若新一轮中美贸易冲突升级，产品出海或将面临一些新挑战。预计美国对中国进口依赖度高的商品品类或受冲击较小，具强大品牌力的企业防御力较强。建议关注出海4.0时代下，提前进行全球化布局，已进行产能或产业链出海，并拥有较强品牌力的公司。
- **投资风险：**政策刺激不及预期，地方政府债务负担加剧，地缘政治紧张局势升级，人民币大幅贬值，流动性趋紧。

赖烨烨

首席策略分析师

Melody_lai@spdbi.com

(852) 2808 6441

2025年1月22日



扫码关注浦银国际研究

浦銀國際

策略月报

特朗普 2.0 开启，如何布局中国市场？

目录

焦点图表	4
月度中国市场回顾.....	6
估值：仍为市场核心驱动力	9
盈利增长：盈利预期下调趋势有所放缓	11
资金流向：短期增量资金或来自国内	13
行业配置、轮动与风格切换.....	15
短期投资交易策略：特朗普 2.0 开启，如何布局中国市场？	18
浦银国际重点关注股票组合更新	26

图表目录

图表 1：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	4
图表 2：25 个值得关注的出海概念股	5
图表 3：过去一月，主要中国股指出现反弹，港股和中概股反弹幅度较大	6
图表 4：过去一月，MSCI 中国指数板块涨跌不一，信息技术和可选消费受盈利上修影响表现较佳，而电信服务、公用事业受估值收缩领跌	7
图表 5：恒生综合指数中，在估值扩张驱动下，材料和金融板块涨幅领先	7
图表 6：沪深 300 指数情况类似，所有板块受估值驱动为主，医疗健康和能源板块受估值收缩而领跌	8
图表 7：相对于全球主要市场，中国股票指数性价比凸显	9
图表 8：目前主要中国股票指数的估值水平仍较为吸引	10
图表 9：MSCI 中国指数前瞻市盈率	10
图表 10：恒生指数前瞻市盈率	10
图表 11：上证综指前瞻市盈率	10
图表 12：近期 AH 溢价小幅收窄，目前为 40%.....	10
图表 13：主要中国股指 2025 年/2026 年盈利增长预期：A 股和中概股较领先	11
图表 14：MSCI 中国 2024/2025 年的 EPS 增长一致预期：过去一个月下调幅度放缓	12
图表 15：恒生指数 2024/2025 年的 EPS 增长一致预期也呈现类似趋势.....	12
图表 16：上证综指 2024/2025 年的 EPS 增长一致预期也是如此.....	12
图表 17：过去一月，主动型和被动型外资净流出中国内地股市均有放缓	13
图表 18：过去一月，国内资金净流入明显扩大，外资净流出规模缩窄	13
图表 19：外资已连续 7 个月持续净流入港股.....	14
图表 20：.....主要由被动型外资驱动	14

图表 21: 过去一月, 南向资金净流入保持强劲	14
图表 22: MSCI 中国各板块: 信息技术、日常消费和公用事业板块 2025 年 EPS 增速较为领先, 医疗健康、信息技术和可选消费板块 2026 年 EPS 增速较为领先	15
图表 23: 近一月, 医疗健康、房地产和材料板块盈利预期上调幅度领先, 而日常消费和能源板块下调幅度较大	16
图表 24: 恒生综合指数轮动热力图	16
图表 25: 沪深 300 指数轮动热力图	17
图表 26: 过去一月, 价值股跑赢成长股	17
图表 27:大盘股继续跑赢小盘股.....	17
图表 28: 我们选取 8 个 2018 年中美贸易摩擦开始后的重点事件(含正负面)对市场的影响进行分析	19
图表 29: 中国出口型企业的表现受到中美贸易摩擦的影响较大	19
图表 30: 负面事件发生后 1 个交易日, 大部分 A 股板块录得下跌, 媒体、机械、工贸综合板块跌幅较大, 但是医药、食品饮料、餐饮旅游板块仍录得正回报	20
图表 31: 正面事件发生后 1 个交易日, 大部分 A 股板块录得反弹, 医药、耐用消费品、汽车等板块涨幅领先, 但上涨并无延续性	21
图表 32: 2018 年后中国在美国进口占比明显下降, 而墨西哥+加拿大、东南亚主要国家占比持续上升	22
图表 33: 自 2018 年以来中美关税税率(%)变动	22
图表 34: 在全球产业链和价值链上, 中国技术复杂性与多样性排名不断上升	23
图表 35: 2023 年美国从中国进口商品情况	23
图表 36: 美元与美国基准利率呈正相关关系	24
图表 37: 近期美元走势对人民币汇率形成较大压力	24
图表 38: MSCI 中国各行业与 CFETS 人民币指数的相关性分析	24
图表 39: 25 个值得关注的出海概念股	25
图表 40: 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	26
图表 41: 浦银国际重点关注股票组合: 个股投资逻辑	27
图表 42: 浦银国际重点关注股票组合: 个股投资逻辑(续)	28

焦点图表

图表 1：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	GICS 一级行业	收盘价 (LC)	目标价 (LC)	潜在 上升空间	市值 (亿港元)	成交额 (百万港元)	自上次更新 表现
维持								
台积电	2330.TT	信息技术	1120.00	1,401.00	25%	69,272	9,898	9%
京东	9618.HK	可选消费	158.40	178.00	12%	50,426	1,663	19%
腾讯控股	0700.HK	信息技术	387.40	500.00	29%	35,738	9,626	-2%
泡泡玛特	9992.HK	可选消费	92.55	108.00	17%	1,243	709	6%
巨子生物	2367.HK	可选消费	54.70	66.00	21%	567	162	9%
瑞幸咖啡	LKNCY.US	可选消费	26.62	34.10	28%	542	304	21%
零跑汽车	9863.HK	可选消费	34.05	40.60	19%	455	154	19%
华虹半导体	1347.HK	信息技术	24.00	27.70	15%	412	596	20%
科伦博泰	6990.HK	医疗健康	159.10	230.00	45%	362	55	-8%
亚朵	ATAT.US	可选消费	26.44	31.50	19%	283	247	2%
平均表现								9%
市值加权表现								10%
新增								
美团	3690.HK	可选消费	158.50	200.00	26%	9,583	5,630	N/A
百济神州	6160.HK	医疗健康	129.70	161.00	24%	1,799	215	N/A
基准指数								
MSCI 中国指数	MXCN.US		64.31					3%
恒生科技指数	HSTECH.HK		4693.72					11%
中概股指数	HXC.US		6751.48					3%

注：收盘价截至 2025 年 1 月 21 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 2：25 个值得关注的出海概念股

公司名称	股票代码	市值（亿元）	成交额（亿元）	2024E 营收增速	2025E 营收增速	市盈率(倍)
消费						
泡泡玛特	9992.HK	1,119	7.1	93%	35%	31.3
名创优品	9896.HK	525	4.2	24%	22%	15.7
特海国际	9658.HK	110	0.2	16%	14%	9.9
互联网						
拼多多	PDD.US	11,594	79.3	61%	25%	8.1
大健云仓	GCT. US	70	2.3	57%	19%	5.2
昆仑万维	300418.SZ	561	32.9	9%	10%	161.6
心动	2400.HK	116	0.9	55%	9%	14.7
IGG	0799.HK	46	0.1	8%	6%	5.6
赤子城	9911.HK	47	0.3	39%	14%	8.6
雅乐科技	YALA.N	52	0.1	4%	11%	4.7
YY	YY. US	162	1.5	-1%	0.3%	10.2
汇量科技	1860.HK	104	4.2	40%	20%	29.1
网龙	0777.HK	54	0.1	-7%	7%	4.5
科技						
小米集团	1810.HK	7,540	49.1	31%	21%	29.5
传音控股	688036.SH	1,150	8.9	13%	16%	17.3
时代电气	3898.HK	420	1.0	16%	15%	9.3
扬杰科技	300373.SZ	269	6.4	13%	19%	20.9
新能源汽车						
比亚迪	1211.HK	7,841	111.4	27%	22%	15.5
小鹏汽车	9868.HK	927	9.5	35%	78%	N/A
零跑汽车	9863.HK	411	1.5	89%	80%	N/A
医疗健康						
恒瑞医药	600276.SH	3,273	21.7	19%	10%	43.9
百济神州	6160.HK	1,623	2.1	51%	26%	N/A
康方生物	9926.HK	583	4.8	-44%	53%	326.0
科伦博泰	6990.HK	394	0.5	14%	-2%	N/A
和黄医药	0013.HK	228	1.2	-20%	23%	18.1

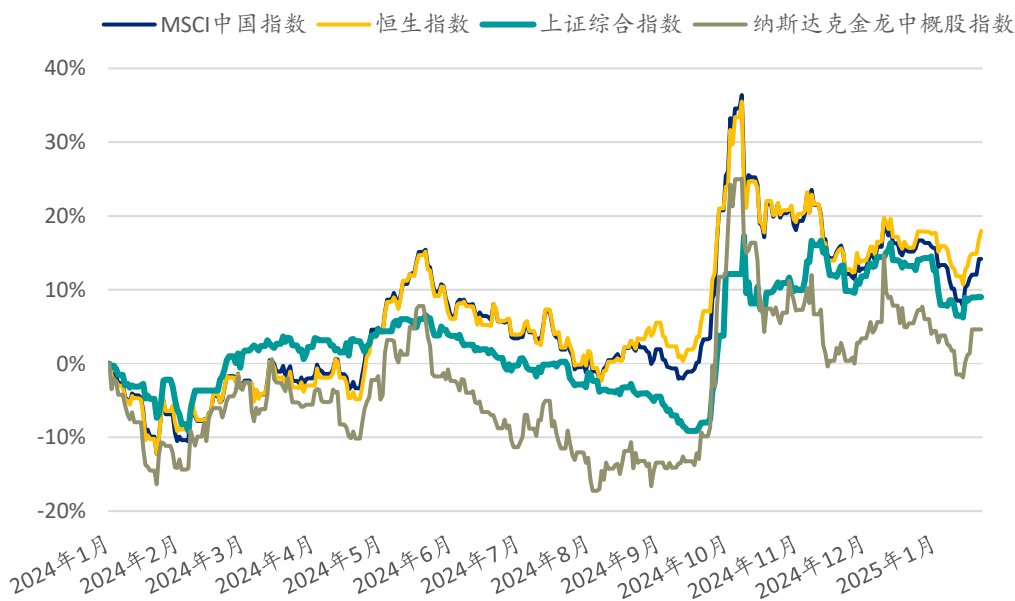
注：数据截至 2025 年 1 月 21 日，市值为近 3 个月日均平均市值，成交额为近 3 个月日均平均成交额，计价货币为港币。
资料来源：iFinD、Bloomberg、浦银国际

月度中国市场回顾

过去一月，中国主要股指较为震荡，港股一枝独秀。在去年 12 月中央经济工作会议后，政策进入落地期，更多细化的政策将逐步实施。叠加海外不确定性有所增加，乐观市场情绪有所消化，过去一月主要股指均有所回调。过去一周，中美双方进行了高层通话，国家副主席韩正出席了特朗普的就职典礼，特朗普称将在百日内访问中国。这意味着未来双方可能会举行会面甚至会谈，同时也意味着短期美国对华政策或采取更为温和的立场。市场乐观情绪明显提振，推动中国市场股指明显反弹。2024 年 12 月 20 日-2025 年 1 月 21 日，MSCI 中国指数下跌 0.8%，上证综合指数下跌 3.7%，纳斯达克金龙中概股指数下跌 0.8%，恒生指数上涨 2.0%（图表 3）。结构性行情下，MSCI 中国指数各板块涨跌不一，其中信息技术和可选消费受盈利上修影响而表现较佳，而电信服务、公用事业受估值收缩领跌。恒生综合指数中，在估值扩张驱动下，材料和金融板块涨幅领先。沪深 300 指数板块受估值驱动为主，医疗健康和能源板块受估值收缩而领跌（图表 4-6）。

短期来看，我们预计特朗普 2.0 将对人民币汇率、企业盈利和资金流带来挑战，市场波动将会加大，A 股或较港股更稳健。MSCI 中国指数中，信息技术、医疗健康、工业等板块对人民币波动的敏感性较低。若中美贸易冲突升级，产品出海或将面临一些新挑战。预计美国对中国进口依赖度高的商品品类或受冲击较小，具强大品牌力的企业防御力较强。建议关注出海 4.0 时代提前进行全球化布局，已进行产能或产业链出海，并拥有较强品牌力的公司。

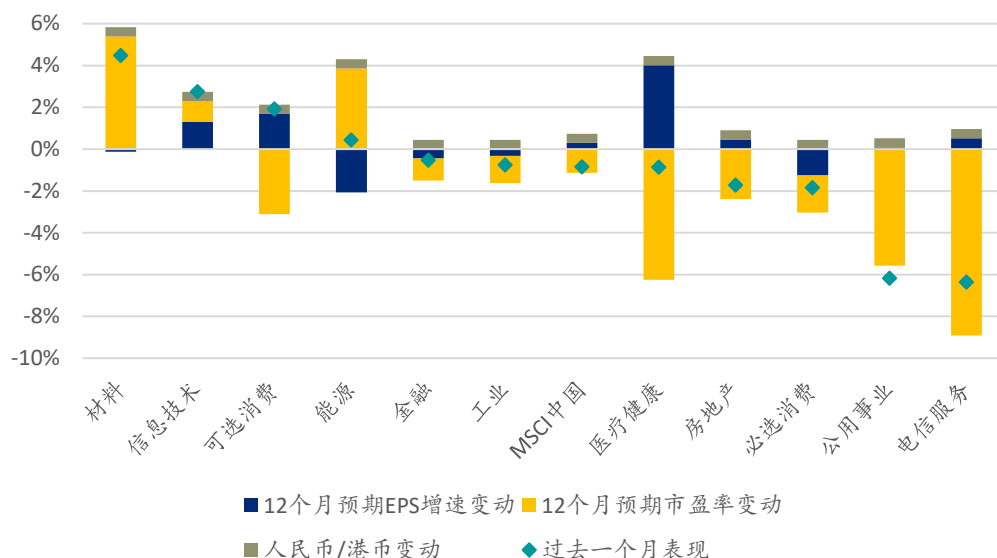
图表 3：过去一月，主要中国股指出现反弹，港股和中概股反弹幅度较大



注：数据截至 2025 年 1 月 21 日。

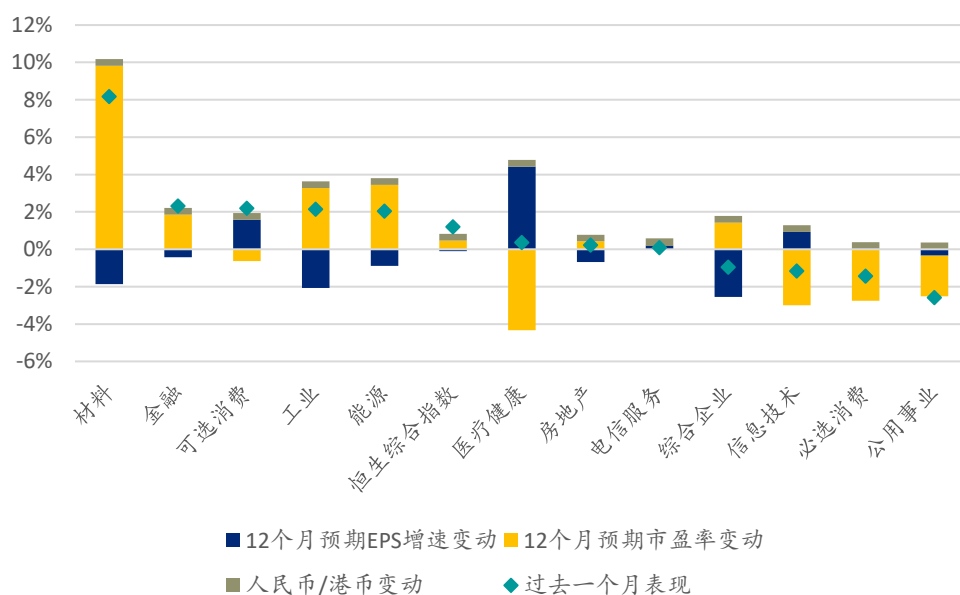
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 4：过去一月，MSCI 中国指数板块涨跌不一，信息技术和可选消费受盈利上修影响表现较佳，而电信服务、公用事业受估值收缩领跌



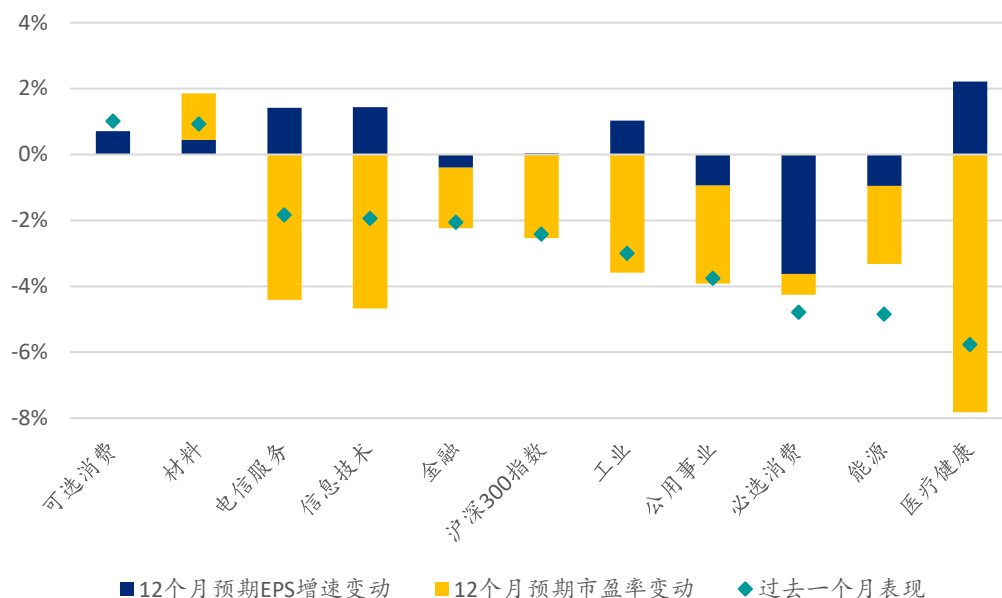
注：数据截至 2025 年 1 月 21 日。
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 5：恒生综合指数中，在估值扩张驱动下，材料和金融板块涨幅领先



注：数据截至 2025 年 1 月 21 日。
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 6: 沪深 300 指数情况类似, 所有板块受估值驱动为主, 医疗健康 and 能源板块受估值收缩而领跌



注: 数据截至 2025 年 1 月 21 日。
资料来源: Bloomberg、浦银国际

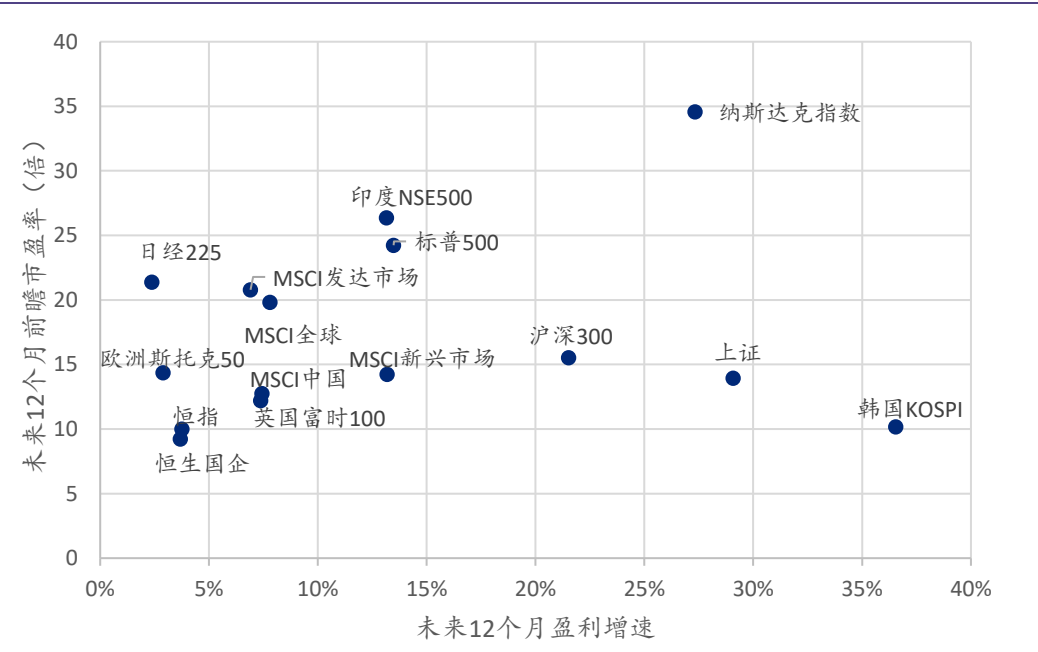
估值：仍为市场核心驱动力

中美利差持续扩大，对估值有所压制。过去一月，中美利差进一步扩大至历史较高水平。美国十年期国债收益率曾一度升至 4.80%，中国十年期国债收益率为 1.65%，中美利差达 315 个基点，对中国股票指数的估值均有所压制。目前，市场的关注重点仍在于政策面，在更多的政策刺激出台前，我们预计乐观的市场情绪或会被逐步消化。接下来，如果有超预期的财政政策出台，本轮行情有望进一步延续，建议重点关注预计 3 月初召开的两会，预计届时有望开启新一轮政策刺激周期。

目前，港股较 A 股市场的估值水平更吸引。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，盈利增速较强劲，估值水平更低（图表 7-8）。截至 2025 年 1 月 21 日，MSCI 中国指数和恒生指数的前瞻市盈率分别为 9.8 倍和 9.1 倍，分别位于过去五年均值负 0.8 倍和负 0.6 倍标准差附近（图表 9-10）。上证综指前瞻市盈率在 11.8 倍，高于其过去五年均值 0.6 个标准差（图表 11）。

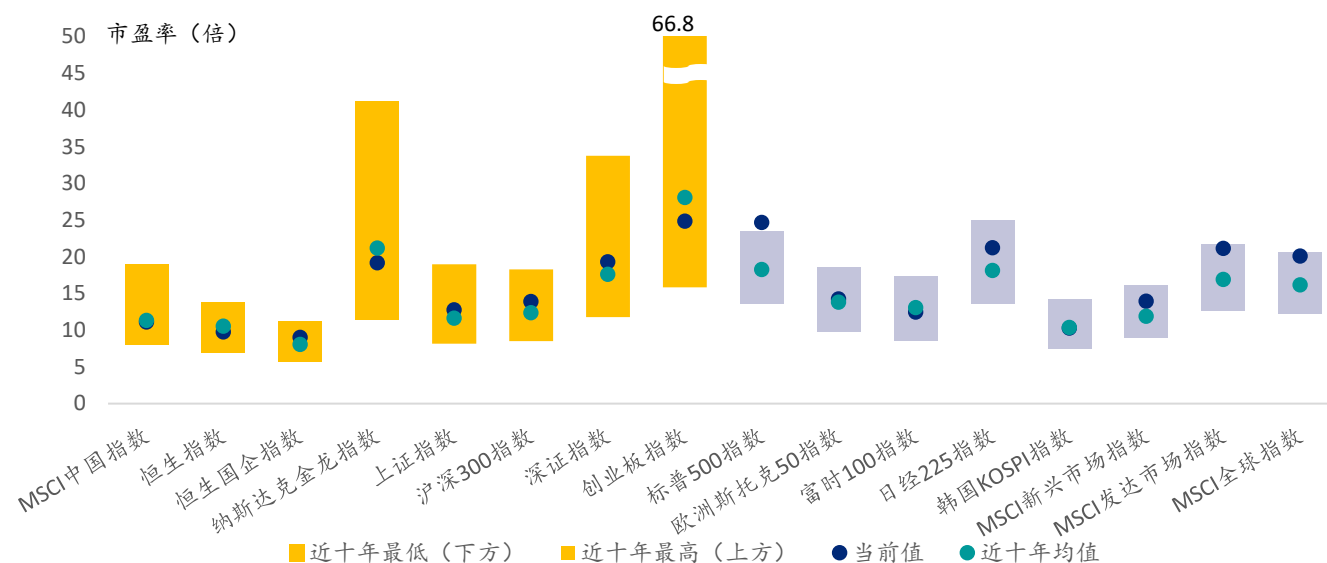
AH 溢价或将维持较高水平。截至 2025 年 1 月 21 日，AH 溢价为 40%，较 12 月中的 49% 有所收窄，但港股相对 A 股的折扣仍维持较高水平，港股凸显配置价值。过去一月，中美利差持续扩大对港股估值有所压制，但中美关系出现缓和迹象，港股估值出现明显修复。然而，海外不确定性仍存，港股受海外风险因素影响较大，若中美利差持续扩大将对港股估值造成压力，因此我们预计 AH 溢价短期或将维持较高水平（图表 12）。

图表 7：相对于全球主要市场，中国股票指数性价比凸显



注：数据截至 2025 年 1 月 21 日。
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 8：目前主要中国股票指数的估值水平仍较为吸引



注：数据截至2025年1月21日。
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 9：MSCI 中国指数前瞻市盈率



注：数据截至2025年1月21日。
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 10：恒生指数前瞻市盈率



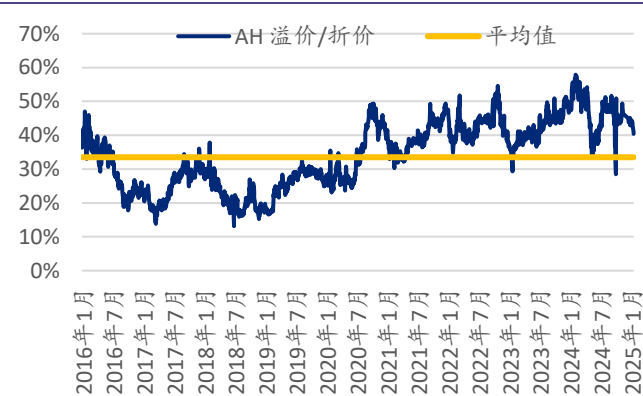
注：数据截至2025年1月21日。
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 11：上证综指前瞻市盈率



注：数据截至2025年1月21日。
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 12：近期AH溢价小幅收窄，目前为 40%



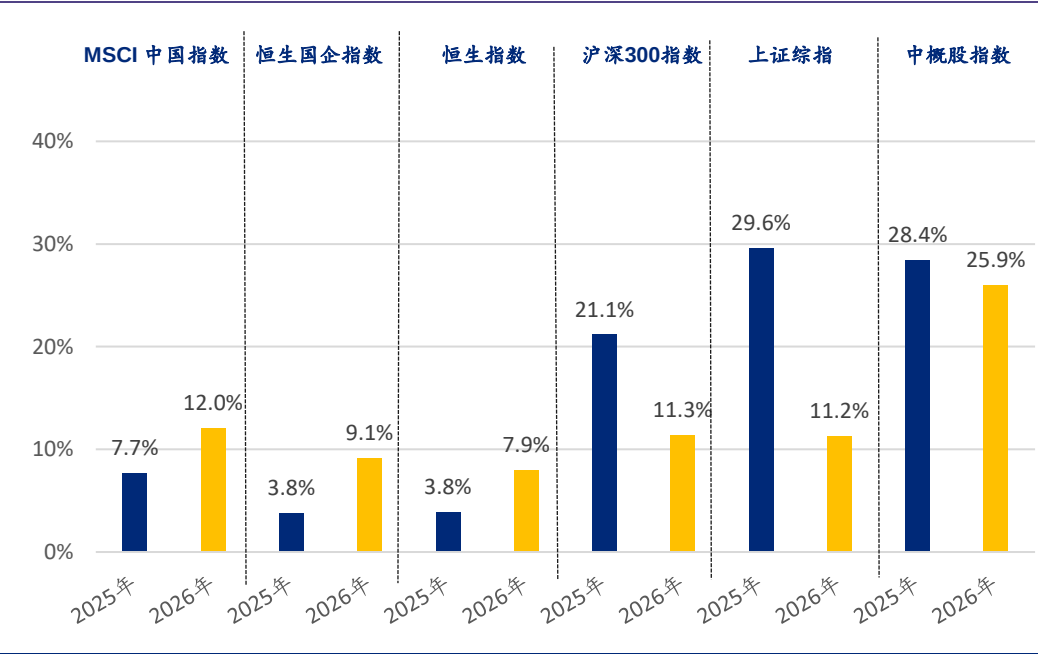
注：数据截至2025年1月21日。
资料来源：Bloomberg、浦银国际

盈利增长：盈利预期下调趋势有所放缓

今年预期盈利增速下调趋势有所缓和。根据彭博,近期卖方分析师下调 MSCI 中国指数 2025 年预期盈利增速至 7.7%,对 2026 年盈利增速预期为 12.0%。下调恒生指数 2025 年预期盈利增速至 3.8%,对 2026 年盈利增速预期为 7.9%。上调上证综合指数 2025 年预期盈利增速至 29.6%,对 2026 年盈利增速预期为 11.2%。追踪在美上市中概股的纳斯达克中国金龙指数 2025 年预期盈利增速下调至 28.4%,对 2026 年盈利增速预期为 25.9%(图表 13-16)。

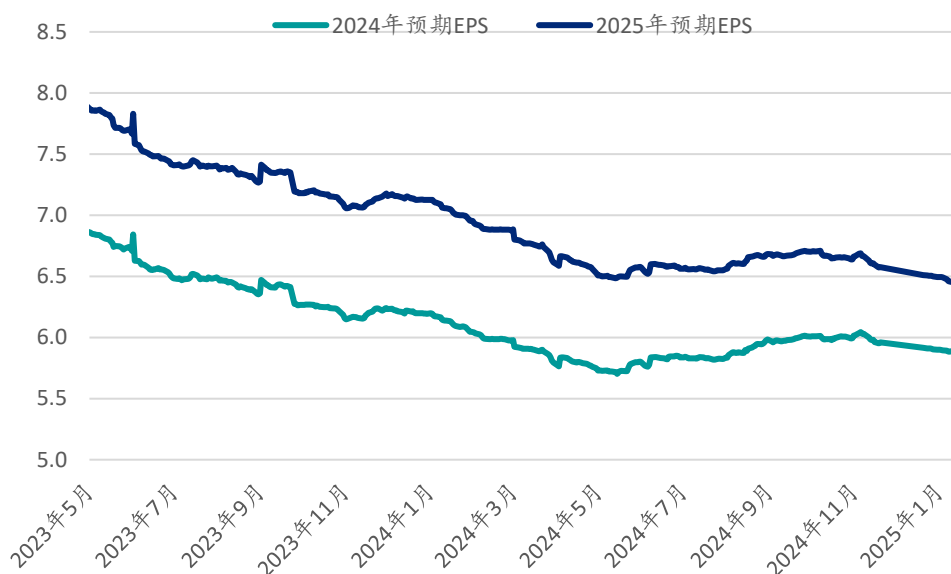
内外部的挑战叠加,短期盈利下调趋势或未完全结束。我们观察到,外部不确定性可能加剧,美联储降息预期在近期大幅缩减,特朗普的当选引发了中美关税战再起的担忧。近期美元指数的快速升值以及关税战的担忧升温使得人民币兑美元汇率有所贬值。从内部条件看,当前的政策刺激或尚不足以完全稳固经济增速,进一步的政策支持有待出台。然而,近期多个重磅政策陆续出台落地,政策刺激的成效正在逐渐显现,或有助于改善去年四季度及今年上半年的企业盈利增长。根据彭博的一致预期,预计今年上半年企业盈利增长或将有所改善。如果政策支持在今年继续发力,政策成效逐步显现,中国经济基本面进入复苏通道,我们预计盈利增长预期下调趋势有望扭转,届时盈利增长或将重新成为市场向上的主导力量。

图表 13：主要中国股指 2025 年/2026 年盈利增长预期：A 股和中概股较领先



注：数据截至 2025 年 1 月 21 日。
资料来源：Bloomberg、浦银国际

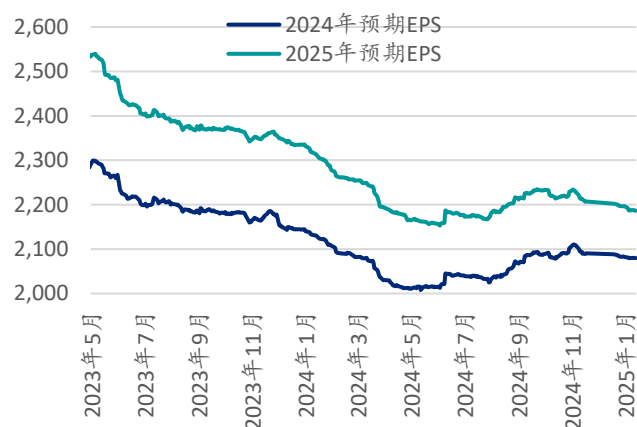
图表 14: MSCI 中国 2024/2025 年的 EPS 增长一致预期: 过去一个月下调幅度放缓



注: 数据截至 2025 年 1 月 21 日。

资料来源: Bloomberg、浦银国际

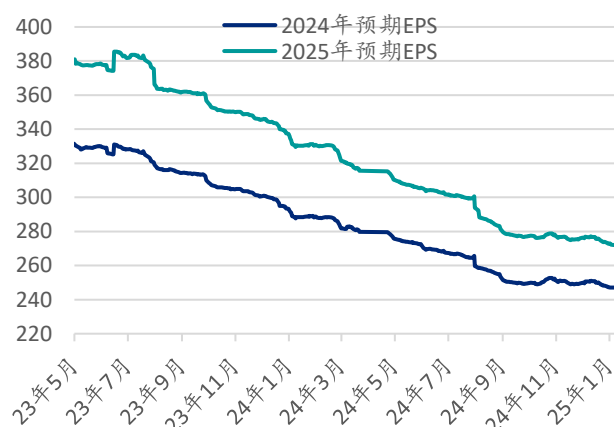
图表 15: 恒生指数 2024/2025 年的 EPS 增长一致预期也呈现类似趋势



注: 数据截至 2025 年 1 月 21 日。

资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 16: 上证综指 2024/2025 年的 EPS 增长一致预期也是如此



注: 数据截至 2025 年 1 月 21 日。

资料来源: Bloomberg、浦银国际

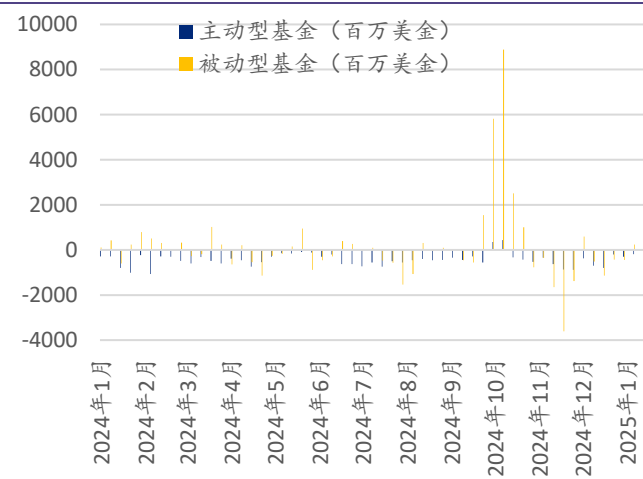
资金流向：短期增量资金或来自国内

美元走强，中美利差进一步扩大。过去一月，十年期美国国债收益率一度升至 4.80%，中国十年期国债收益率为 1.65%，中美利差为 315 个基点。中美利差走扩使得美元资产吸引力明显上升，同时中国市场承受到较大的资金净流出的压力，造成中国市场表现较为落后。

外资短期将维持净流出趋势，趋势扭转或需待基本面出现拐点。根据 EPFR，2024 年 12 月 19 日至 2025 年 1 月 15 日，被动型和主动型外资净流出均有所放缓。具体来看，期间有 25.6 亿美元外资净流出中国市场，较可比同期净流出 52.0 亿美元大幅缩窄，其中主动基金净流出 13.2 亿美元，被动基金净流出 12.3 亿美元（图表 17）。短期来看，在中美利差扩大的情况下，中国内地市场受外资减持压力较大，但外资在中国股市的仓位仍然偏低，若今年基本面出现拐点，市场情绪明显改善的情况下，外资仍有较大的回流空间。

临近春节交投较清淡，内资仍保持净流入。根据 EPFR，2024 年 12 月 19 日至 2025 年 1 月 15 日，共有 46.6 亿美元的国内资金净流入中国股市，较可比同期净流入 67.9 亿美元有所放缓（图表 18）。通常临近春节交投较为清淡，过去一月 A 股日均交易量也明显回落，以个人持有为主的 ETF 净赎回意愿较强，侧面反映了本地投资者（机构+零售）交易积极性有所降低。

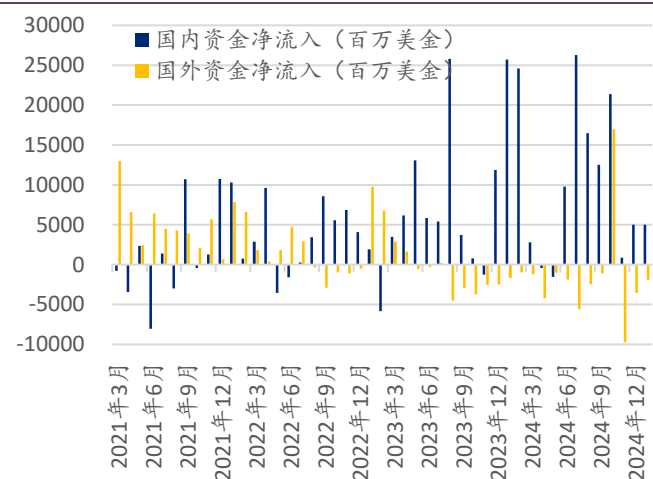
图表 17：过去一月，主动型和被动型外资净流出中国内地股市均有放缓



注：数据截至 2025 年 1 月 15 日。

资料来源：EPFR、浦银国际

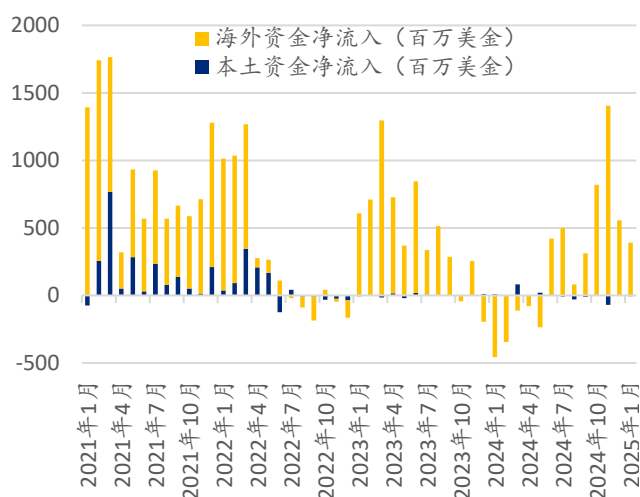
图表 18：过去一月，国内资金净流入明显扩大，外资净流出规模缩窄



注：数据截至 2025 年 1 月 15 日。

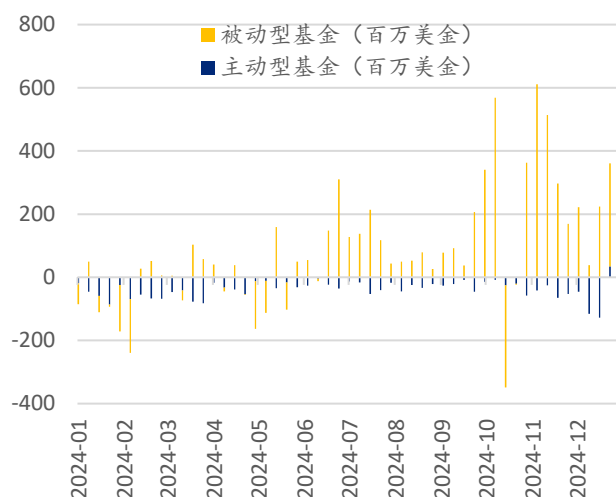
资料来源：EPFR、浦银国际

图表 19：外资已连续 7 个月持续净流入港股.....



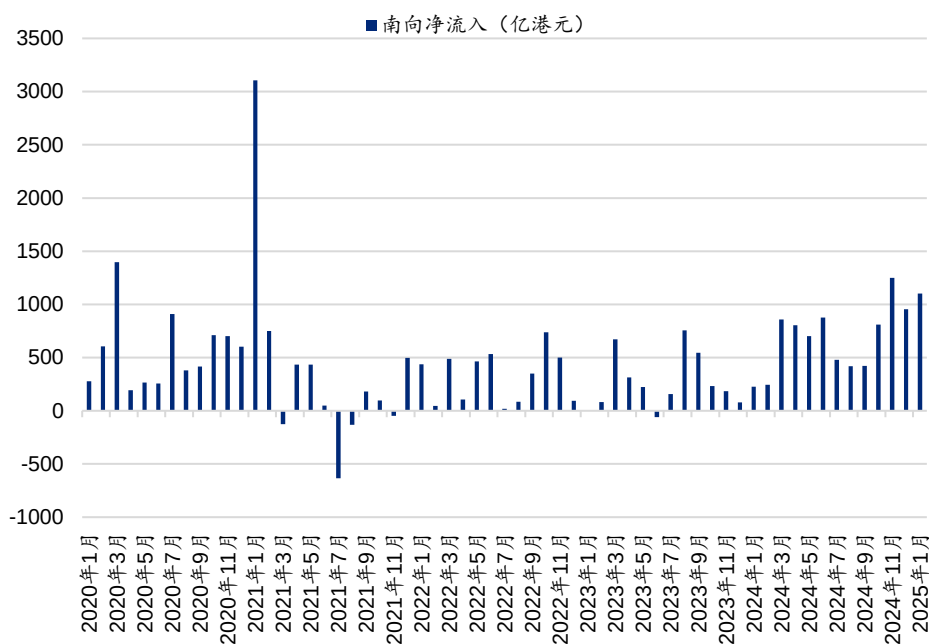
注：数据截至 2025 年 1 月 1 日。资料来源：EPFR、浦银国际

图表 20：.....主要由被动型外资驱动



注：数据截至 2025 年 1 月 1 日。资料来源：EPFR、浦银国际

图表 21：过去一月，南向资金净流入保持强劲



注：数据截至 2025 年 1 月 21 日。

资料来源：港交所，Bloomberg，浦银国际

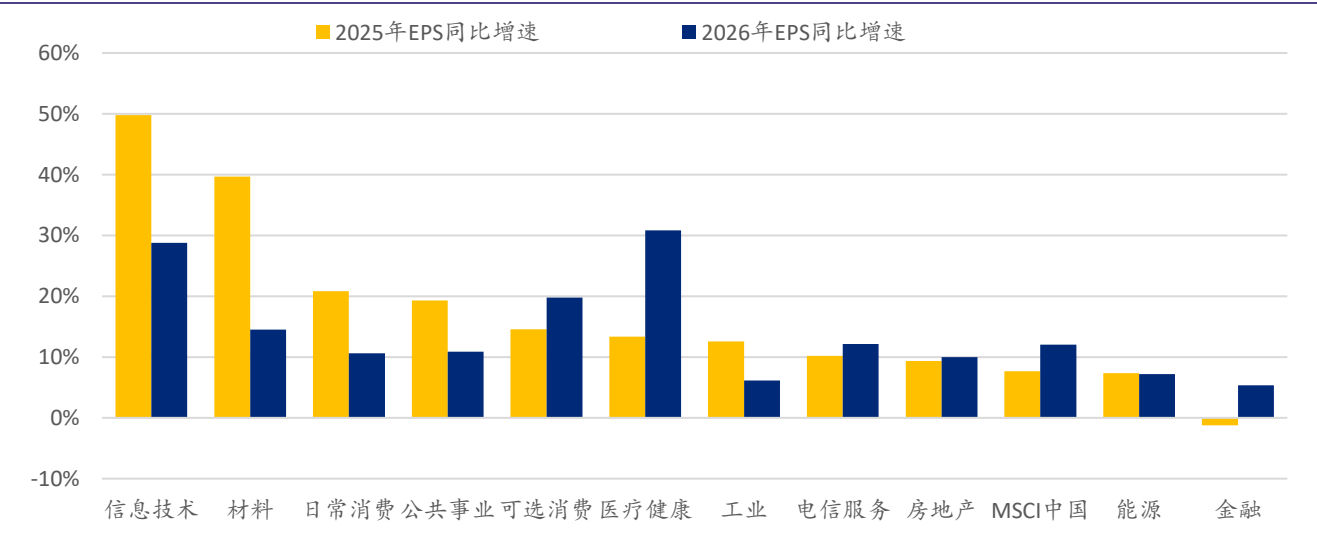
行业配置、轮动与风格切换

短期重点关注电信服务、可选消费等板块。电信服务行业的基本盘业务稳固，资本开支维持谨慎，利润和现金流水平表现稳健。随着数字化转型的推进，三大电信运营商有望成为我国智算中心建设及云业务等领域发展的引领者。在国企改革和高股息的加成下，估值重构逻辑或持续演绎。此外，电信服务板块具有低估值、高成长性和高分红的特点，具有较强的配置价值。扩内需、促消费相关的政策支持对可选消费行业（包括餐饮、旅游等）的业绩帮助更直接。可选消费的股价和业绩早前受消费力下降的影响更大，所以在消费力恢复的情况下有望表现出更大的弹性。我们看好品牌力更强、基本面相对更稳健的内需驱动型消费企业。同时，我们依然看好在特朗普 2.0 之下出海空间受影响较小的出口驱动型消费企业（图表 22-23）。

近期行业轮动加快，信息技术行业的动能较强。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。恒生综合指数大部分板块位于领先和改善区间，金融、信息技术较强势，但医疗健康和房地产较为落后（图表 24）。沪深 300 指数的情况类似，信息技术和电信服务的动能较强，但医疗健康、工业的动能较为落后（图表 25）。

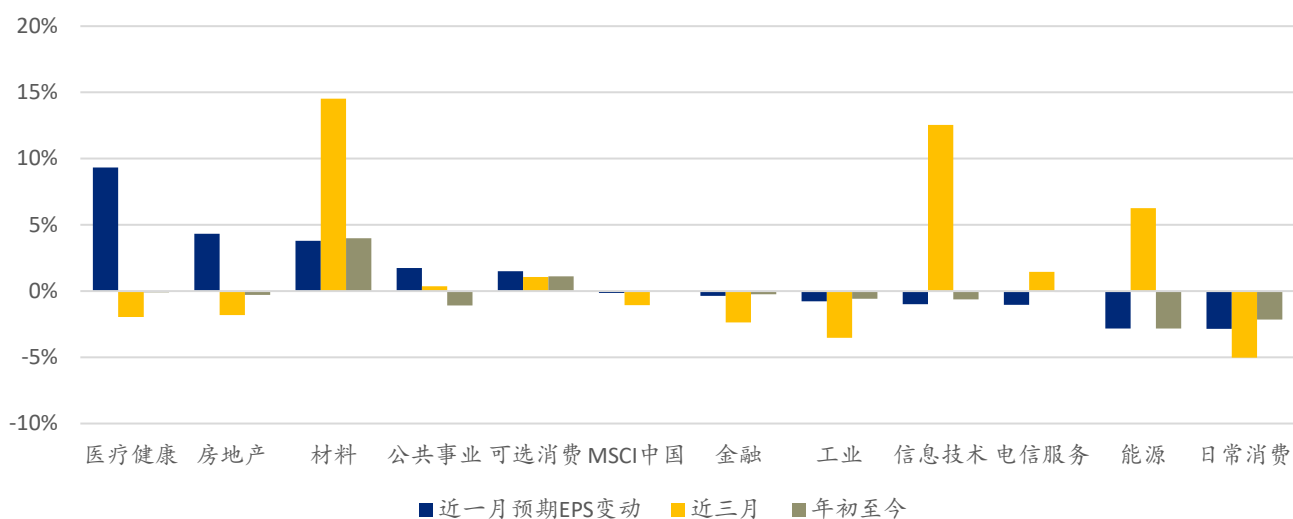
短期大盘价值股将持续占优。过去一月，在内外部充满不确定性的情况下，投资者防御需求升温，价值股跑赢成长股，大盘股跑赢小盘股。短期来看，地缘政治危机或将升温，海外不确定性明显加大，可能会影响投资者风险偏好，我们预期大盘价值风格或将持续占优（图表 26-27）。

图表 22: MSCI 中国各板块：信息技术、日常消费和公用事业板块 2025 年 EPS 增速较为领先，医疗健康、信息技术和可选消费板块 2026 年 EPS 增速较为领先



注：数据截至 2025 年 1 月 21 日。
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 23：近一月，医疗健康、房地产和材料板块盈利预期上调幅度领先，而日常消费和能源板块下调幅度较大

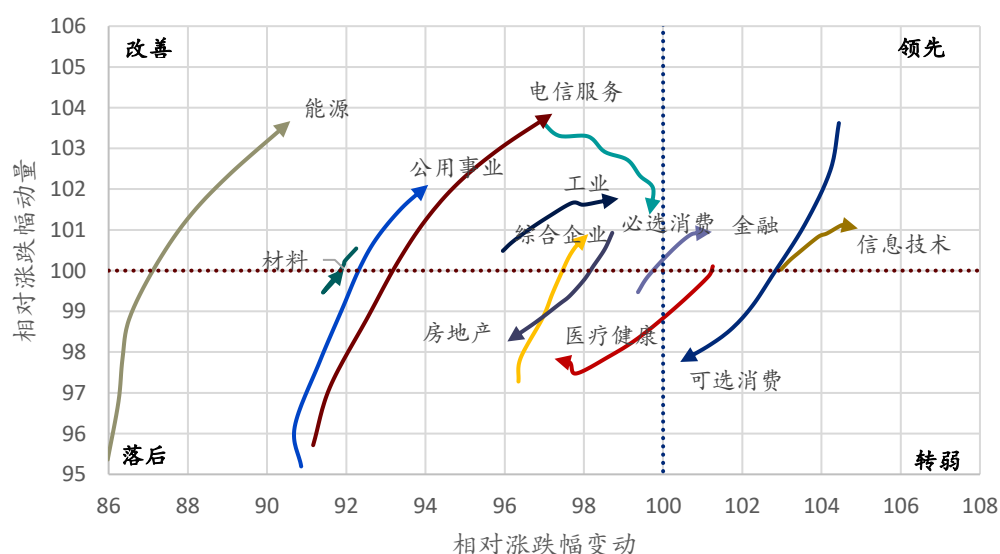


注：数据截至 2025 年 1 月 21 日。
资料来源：Bloomberg、浦银国际

行业轮动热力图

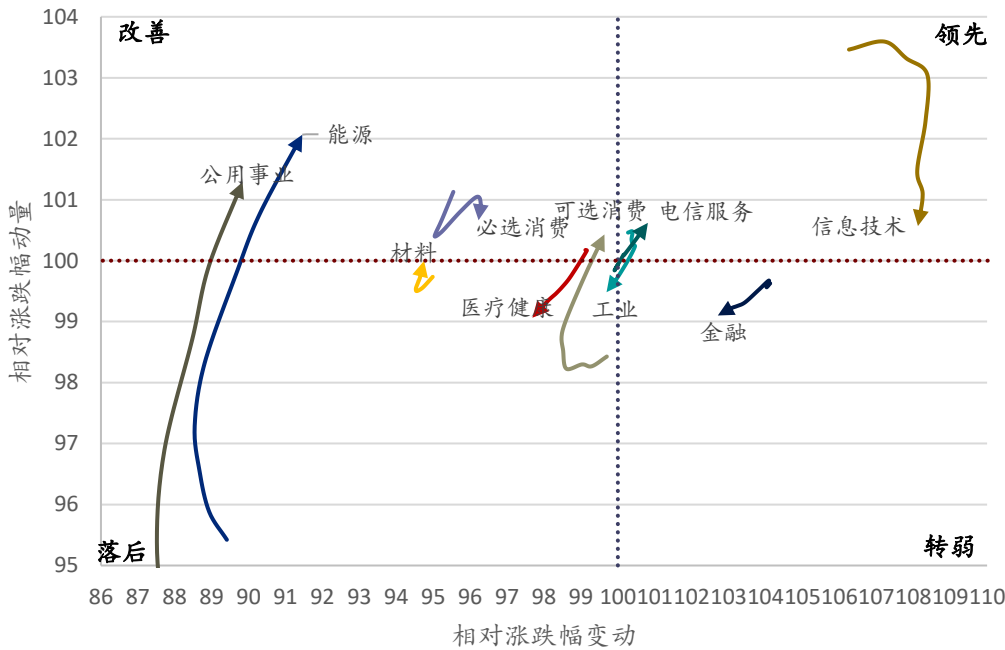
我们使用相对旋转图（Relative Rotation Graph - RRG）来跟踪行业轮动。其中 X 轴代表相对强度(RS-Ratio)，而 Y 轴衡量该相对强度的势头(RS-Momentum)。行业所处的位置取决于其相对于基准指数的强度和动量，各行业在图上一按照顺时针方向移动。相对旋转图分为四个象限，领先（右上象限）、转弱（右下象限）、落后（左下象限）、改善（左上象限）。由于行业轮动较快，我们主要观察过去 8 周的短期趋势。

图表 24：恒生综合指数轮动热力图



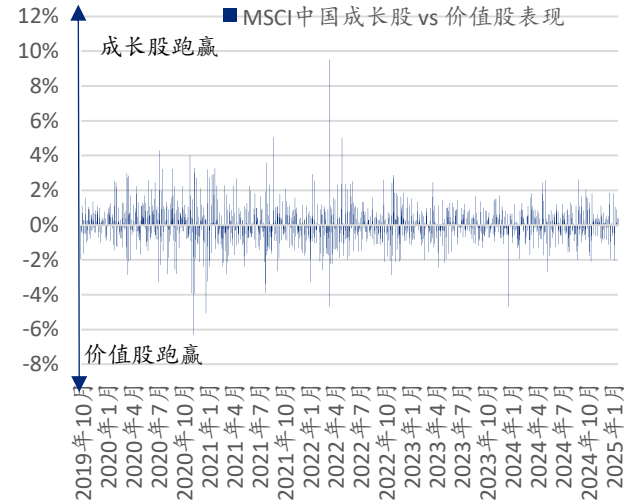
注：数据截至 2025 年 1 月 21 日。
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 25：沪深 300 指数轮动热力图



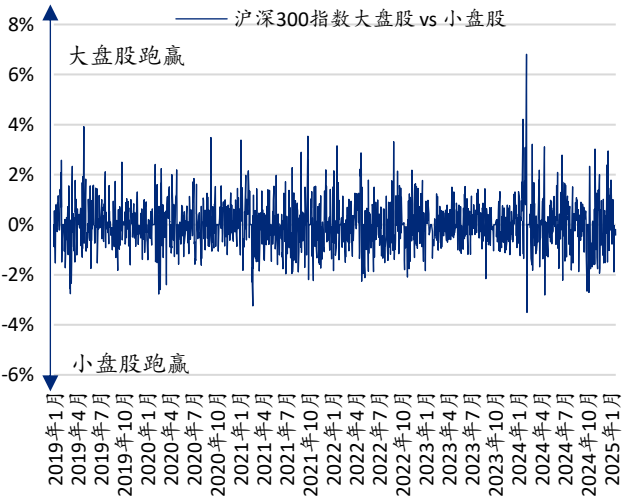
注：数据截至 2025 年 1 月 21 日。
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 26：过去一月，价值股跑赢成长股



注：数据截至 2025 年 1 月 21 日。
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 27：.....大盘股继续跑赢小盘股



注：数据截至 2025 年 1 月 21 日。
资料来源：Bloomberg、浦银国际

短期投资交易策略：特朗普 2.0 开启，如何布局中国市场？

短期中美关系有望缓和，有助于提振市场情绪。1 月 20 日，特朗普就任美国第 47 任总统，就职演讲重点聚焦美国国内事务，包括移民、通胀、能源等议题。在中国市场较关注的关税议题上，特朗普宣布将建立对外税务机构，并对加拿大和墨西哥加征 25% 的关税。近期，中美双方进行了高层通话，国家副主席出席了特朗普的就职典礼，特朗普称将在百日内访问中国。未来双方可能会举行会面甚至会谈，短期美国对华政策或采取更为温和的立场。尽管市场此前对此持悲观态度，但若中美关系在短期内保持缓和，有望迅速提振市场乐观情绪。然而，回顾特朗普 2018 年刚上任时期，中美关系也曾经历过一段相对缓和的阶段。在此次公布的贸易政策纪要中，特朗普指示联邦机构对其他国家的不公平贸易行为和货币政策进行研判，尤其是中国、加拿大和墨西哥。虽然暂时还未公布对华关税政策，我们预计未来关税政策仍将面临较多不确定因素，因此需要谨慎防范，以应对市场波动加剧的风险。

回顾 2018 年中美贸易摩擦对市场的影响给我们的启示：我们选取了 2018 年中美贸易摩擦开始后的 8 个重要事件，包含正面和负面事件发生后的 A 股市场表现进行深入分析，得出以下三个关键启示。

- 1. 负面事件导致市场下跌的时长较为短暂，且市场交易逻辑并不一成不变。**
A 股市场主要股指在负面事件发生后 1 日的跌幅明显，但在发生后 6 日大多企稳。在贸易摩擦发生的初始阶段的悲观情绪较强，导致股指回调幅度较大，市场交易逻辑为发生负面事件导致市场下跌。然而，随着更多负面事件陆续发生，市场悲观情绪逐步减低，市场交易逻辑也在发生变化，股指反而会因为利空落地而出现反弹。例如 2019 年 5 月 9 日，关税从 10% 提升至 25% 之后 1 个交易日，A 股主要股指全线上涨，且涨幅在短期内延续（图表 28）。
- 2. 不确定性下，投资者对正面事件的积极反应偏低，市场反弹幅度有限。**
A 股市场主要股指在正面事件发生后 1 日反弹幅度有限，发生后 6 日全数转跌，上涨并无延续性。在贸易摩擦期间，特朗普关税政策不确定性较强，投资者对正面事件的积极反应偏低，导致市场即使反弹幅度也有限（图表 28）。
- 3. 部分板块仍能提供阿尔法机会。**负面事件造成大多 A 股板块下跌，但医药、食品饮料、餐饮旅游板块仍录得正回报。正面事件发生后 1 日大部分 A 股板块录得反弹，医药、耐用消费品、汽车等板块涨幅领先，但上涨并无延续性，而半导体、硬件设备、房地产、家电等板块跌幅较大。值得注意的是，医药、食品饮料、餐饮旅游在负面事件发生下仍能录得正回报，且上涨有延续性，在正面事件发生后 1 日均录得正回报。因此，即便在中美贸易摩擦中，我们仍然能够找到阿尔法的投资机会（图表 30-31）。同时，需要规避受中美贸易摩擦影响较大的行业和个股，尤其是中国出口型企业（图表 29）。

图表 28：我们选取 8 个 2018 年中美贸易摩擦开始后的重点事件（含正负面）对市场的影响进行分析

负面事件及发生时间	期间表现	全 A 指数	上证指数	沪深 300	创业板指	中证 500	中证 1000	沪深 300 价值	沪深 300 成长
美方公布对中国加征关税（2018-3-23）	后 1 日	0.5%	-0.6%	-0.6%	3.2%	2.0%	1.8%	-2.2%	-0.6%
	后 6 日	2.8%	0.3%	-0.5%	10.1%	5.8%	6.8%	-3.0%	-2.1%
对 500 亿中国商品征收 25% 的关税（2018-6-15）	后 1 日	-5.0%	-3.8%	-3.5%	-5.8%	-6.2%	-6.8%	-2.2%	-3.3%
	后 6 日	-5.8%	-5.9%	-5.9%	-4.7%	-5.9%	-6.2%	-6.4%	-5.1%
对约 2000 亿美元中国商品加征 10% 关税（2018-7-10）	后 1 日	-1.9%	-1.8%	-1.7%	-1.9%	-2.0%	-2.3%	-1.7%	-1.5%
	后 6 日	-0.1%	-1.4%	-1.0%	0.9%	0.4%	0.4%	-2.6%	-0.6%
对约 2000 亿美元中国商品关税从 10% 提升到 25%（2019-5-9）	后 1 日	3.6%	3.1%	3.6%	4.4%	3.6%	4.0%	3.1%	4.2%
	后 6 日	1.4%	1.1%	1.4%	0.6%	1.1%	1.8%	1.1%	2.0%
正面事件及发生时间	期间表现	全 A 指数	上证指数	沪深 300	创业板指	中证 500	中证 1000	沪深 300 价值	沪深 300 成长
中美发表联合声明停止互相加征关税（2018-5-21）	后 1 日	0.1%	0.0%	-0.4%	0.7%	0.3%	0.4%	-0.9%	-0.4%
	后 6 日	-2.3%	-2.5%	-2.2%	-3.5%	-3.0%	-3.1%	-2.6%	-2.1%
中美同意停止互相加征新的关税（2018-12-3）	后 1 日	0.5%	0.4%	0.2%	0.4%	0.5%	0.9%	0.2%	0.2%
	后 6 日	-2.6%	-2.3%	-3.1%	-2.5%	-2.6%	-1.7%	-2.8%	-3.5%
美方推迟对中国加征关税从 10% 提高至 25% 的期限（2018-12-14）	后 1 日	-0.1%	0.2%	-0.1%	-0.9%	-0.1%	-0.3%	0.2%	-0.5%
	后 6 日	-2.6%	-2.3%	-3.1%	-2.5%	-2.6%	-1.7%	-2.8%	-3.5%
美方在 G20 峰会上表示不再加征新关税（2019-6-29）	后 1 日	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	-0.3%	0.0%	0.0%	0.1%
	后 6 日	-3.6%	-3.8%	-3.6%	-3.2%	-4.3%	-4.0%	-3.4%	-4.2%

注：日指的是交易日。

资料来源：iFinD、浦银国际。

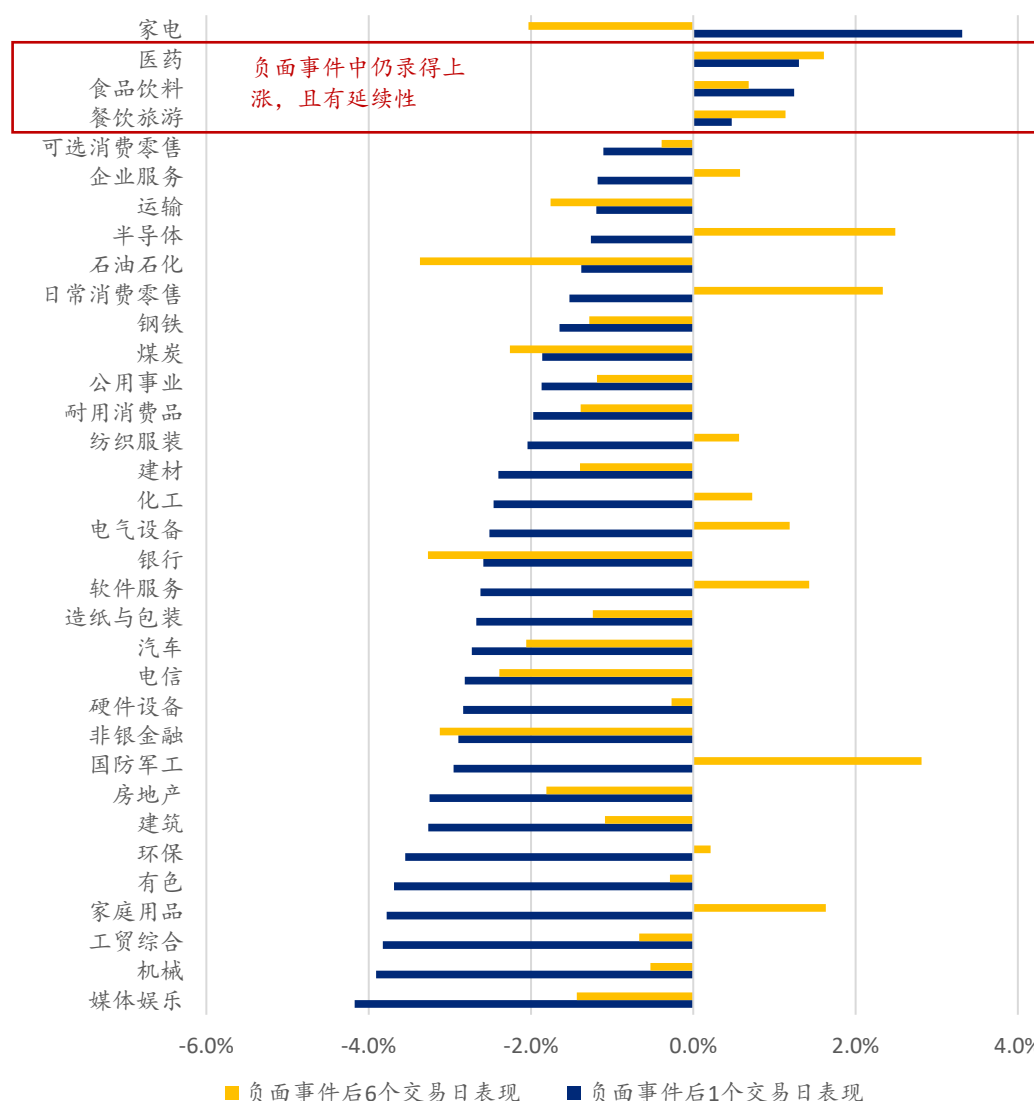
图表 29：中国出口型企业的表现受到中美贸易摩擦的影响较大



注：阴影为中美贸易摩擦持续升级阶段。

资料来源：Bloomberg、浦银国际

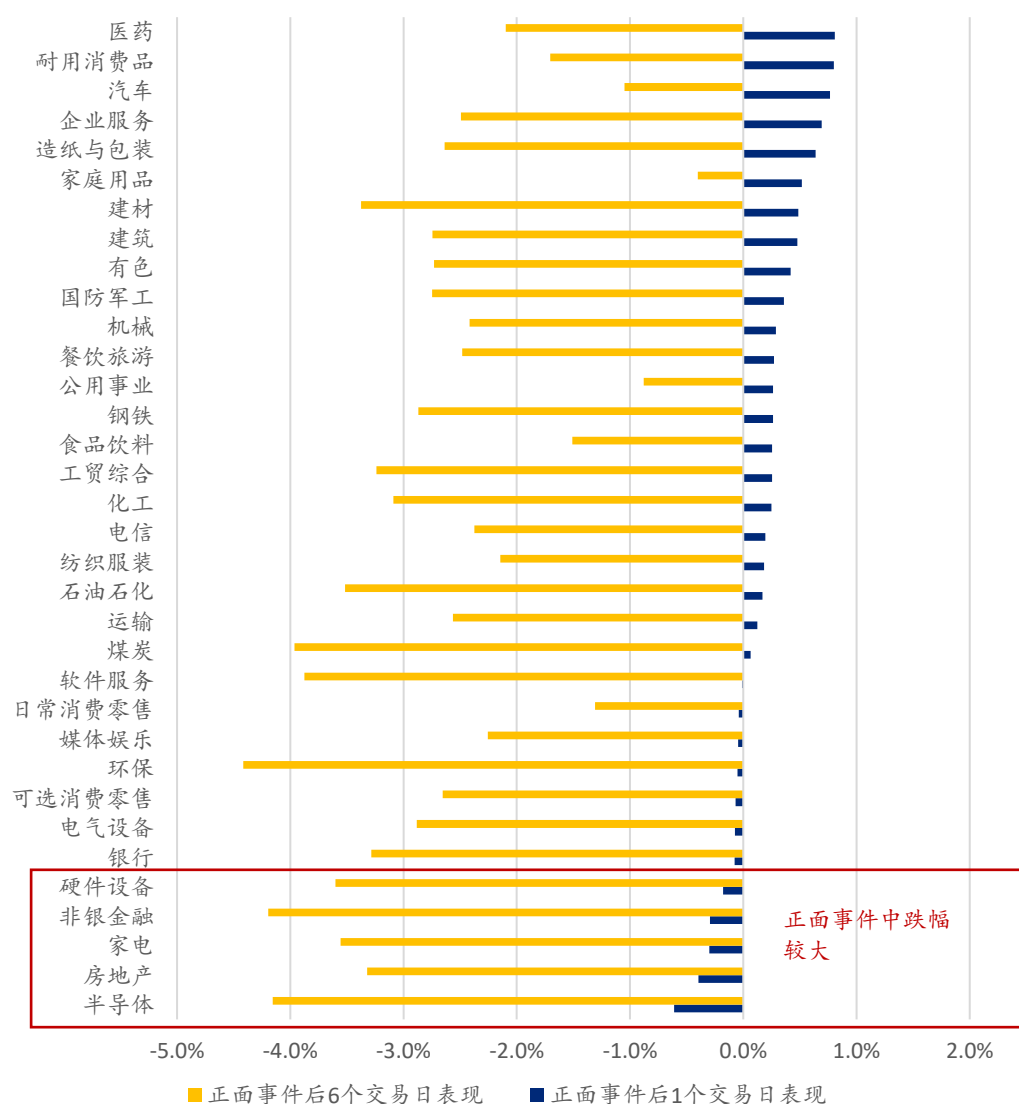
图表 30：负面事件发生后 1 个交易日，大部分 A 股板块录得下跌，媒体、机械、工贸综合板块跌幅较大，但是医药、食品饮料、餐饮旅游板块仍录得正回报



注：负面事件发生的时间请参考图表 28。A 股板块回报的计算为 4 个重要负面事件发生后 1 个交易日及 6 个交易日的平均值。

资料来源：iFinD、浦银国际

图表 31：正面事件发生后 1 个交易日，大部分 A 股板块录得反弹，医药、耐用消费品、汽车等板块涨幅领先，但上涨并无延续性

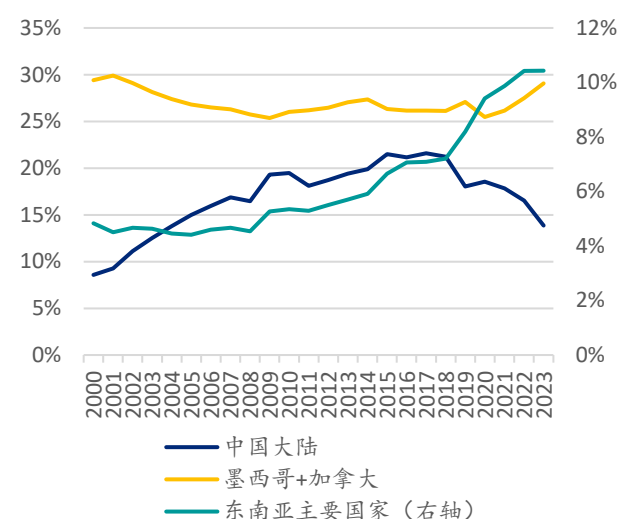


注：正面事件发生的时间请参考图表 28。A 股板块回报的计算为 4 个重要正面事件发生后 1 个交易日及 6 个交易日的平均值。

资料来源：iFinD、浦银国际

若新一轮中美贸易冲突升级，产品出海或将面临一些新挑战。若特朗普对中国应税商品税率由 19.3% 提升至 60%，可能引发新一轮中美贸易冲突升级，无论对美国还是中国经济增长的负面影响均较大，而对中国的影响可能比美国更大。2018 年后，中国对美出口在美国整体进口中的比例出现了明显下降，而墨西哥、加拿大、东南亚国家的占比持续提升。与此同时，墨西哥、加拿大、东南亚国家从中国进口的比例不断上升（图表 32-33）。

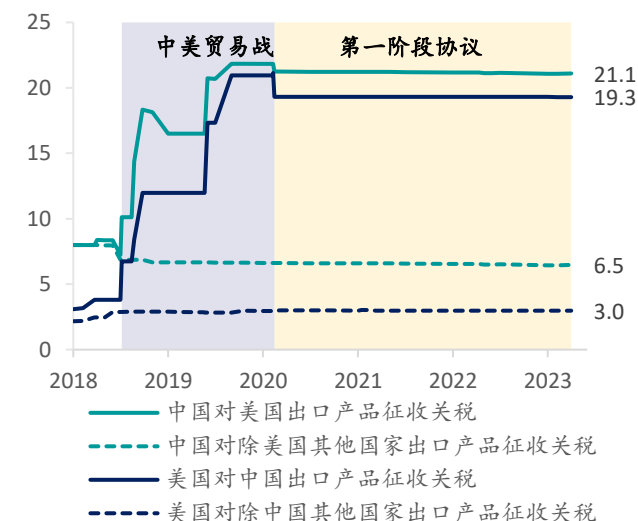
图表 32：2018 年后中国在美国进口占比明显下降，而墨西哥+加拿大、东南亚主要国家占比持续上升



注：东南亚主要国家包括越南、印度尼西亚、泰国、新加坡和印度。

资料来源：iFind、浦银国际

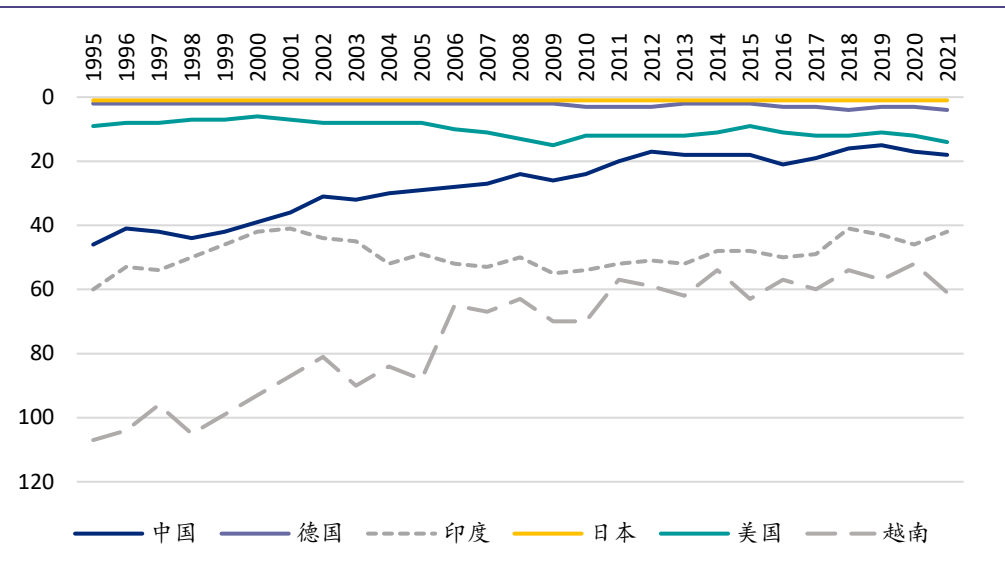
图表 33：自 2018 年以来中美关税税率（%）变动



资料来源：PIIE、浦银国际

过去 20 年“中国制造”持续往高附加值产业链攀升。自 2001 年加入 WTO 以来，中国的国际贸易规模飞速增长，占全球贸易规模比重从 18% 增长至 2023 年 25%。虽然早期“中国制造”的产品凭借人工成本低、大规模的生产优势快速销往全球，但在全球价值链中处于下游位置。过去十年，随着中国技术水平和效率的提升、高素质人才的积累，加工贸易产品结构不断优化，中国高附加值制造业出口专业化率持续提升，低附加值行业出口专业化率稳定保持在较高水平，“中国制造”的特征蜕变为“高性价比”。根据哈佛大学增长实验室发布的经济复杂性指数（ECI）——其用来衡量一个国家出口商品的多样性、技术复杂程度及出口量——2021 年中国出口复杂程度在全球排名第 18 位，较 2000 年的第 42 位大幅上升，而美国排名第 14 位，中美之间的差距在过去十年中缩小了一半以上（图表 34）。中国企业加快全球产业链布局，产品附加值不断提升。所以，我们预计即使新一轮贸易冲突再起，对中国出口的实际影响或低于 2018 年，中期来看中国在全球价值链中的地位与作用或较难被削弱。

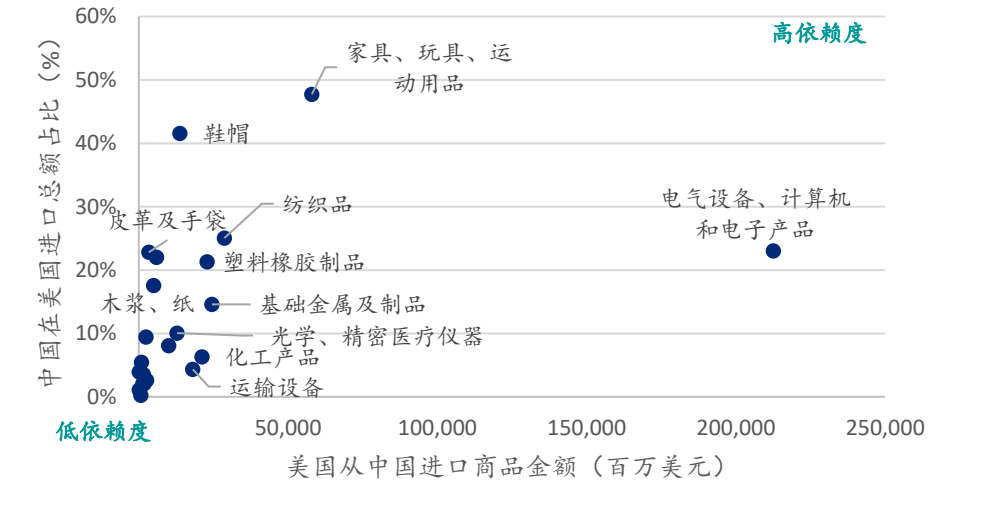
图表 34：在全球产业链和价值链上，中国技术复杂性与多样性排名不断上升



资料来源：Growth Lab at Harvard University、浦银国际

美国对中国进口依赖度高的商品品类或受冲击较小，具强大品牌力的企业防御力较强。经过对 2023 年美国从中国进口商品的金额和占比进行分析，我们发现美国对中国进口的依赖度较高的品类有电气设备、计算机和电子产品制造、家具、玩具、运动用品、鞋帽、纺织品类等，而依赖度较低的品类有矿产、艺术品及古董、植物产品、珍珠宝石、食品饮料烟酒等（图表 35）。如果美国采取分批、选择性加征关税的路径来降低对美国经济造成的负面影响，我们预计那些美国对中国依赖度较高的品类可能在关税加征初始阶段受到的冲击较小，而那些依赖度较低的品类可能受到的冲击更大。那些在海外已具有成熟的海外产能与供应链、具有强大的品牌力与产品力、在营销和渠道方面能够迎合海外的需求的企业则有较强的防御能力。

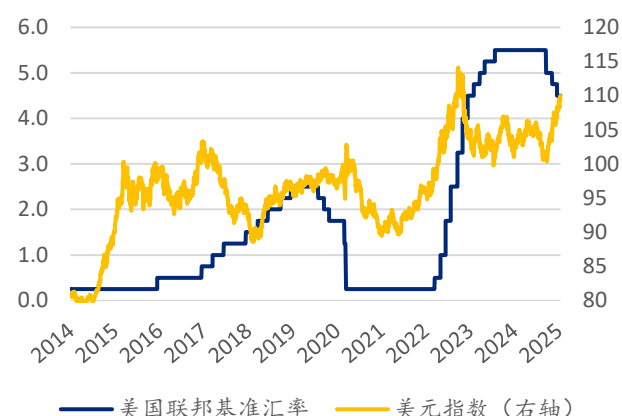
图表 35：2023 年美国从中国进口商品情况



资料来源：UN Comtrade、浦银国际

特朗普 2.0 下，人民币汇率波动或会加大。特朗普主张对限制移民，对外加征关税，对内减税，或将对通胀带来上行风险。如果在长期通胀中枢上行的情况下，美债利率中枢可能会重新上行。中国央行今年仍有一定的降息空间，中国利率或小幅走低。因此，中美利差或将维持较高水平。如果美国经济韧性较强，美元可能继续走强，或会对人民币汇率形成压力，可能会导致部分持有中国资产的外资回流至美元资产（图表 36-37）。人民币汇率波动，可能会影响市场情绪、风险偏好和资金流向。A 股受全球经济周期的扰动较小，资金盘较稳定，流动性较充裕，相比海外中国股票彰显出较强韧性。

图表 36：美元与美国基准利率呈正相关关系



注：数据截至 2025 年 1 月 21 日。资料来源：Bloomberg、浦银国际

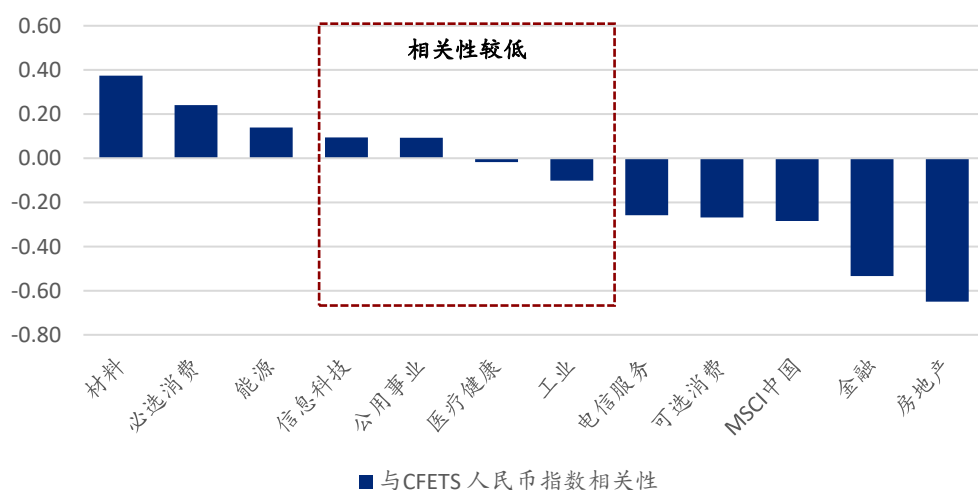
图表 37：近期美元走势对人民币汇率形成较大压力



注：数据截至 2025 年 1 月 21 日。资料来源：Bloomberg、浦银国际

从行业上看，MSCI 中国指数中，信息技术、医疗健康、工业等走势与 CFETS 人民币指数的相关系数小于 0.1，对人民币波动的敏感性较低（图表 38）。从基本面来看，海外收入比例较高的出口型行业，或外汇损益比例较高的行业，如电子、家电和纺织品，可能会受到美元走强的正面影响。但在全球通胀上升的情况下，需求不振导致的出口疲软可能会部分抵消外汇收益。

图表 38：MSCI 中国各行业与 CFETS 人民币指数的相关性分析



资料来源：Bloomberg、浦银国际

我们与行业分析师自下而上地从浦银国际研究覆盖的行业中筛选出 25 个值得关注的出海概念股（图表 39），它们中有的受益于中国品牌产品出海，有的受益于产能或产业链出海，其海外收入有望持续提升，成为全球化布局的公司。这些公司所属行业大多对人民币汇率波动的敏感性偏低。

图表 39：25 个值得关注的出海概念股

公司名称	股票代码	市值（亿元）	成交额（亿元）	2024E 营收增速	2025E 营收增速	市盈率（倍）
消费						
泡泡玛特	9992.HK	1,119	7.1	93%	35%	31.3
名创优品	9896.HK	525	4.2	24%	22%	15.7
特海国际	9658.HK	110	0.2	16%	14%	9.9
互联网						
拼多多	PDD.US	11,594	79.3	61%	25%	8.1
大健云仓	GCT.US	70	2.3	57%	19%	5.2
昆仑万维	300418.SZ	561	32.9	9%	10%	161.6
心动	2400.HK	116	0.9	55%	9%	14.7
IGG	0799.HK	46	0.1	8%	6%	5.6
赤子城	9911.HK	47	0.3	39%	14%	8.6
雅乐科技	YALA.N	52	0.1	4%	11%	4.7
YY	YY.US	162	1.5	-1%	0.3%	10.2
汇量科技	1860.HK	104	4.2	40%	20%	29.1
网龙	0777.HK	54	0.1	-7%	7%	4.5
科技						
小米集团	1810.HK	7,540	49.1	31%	21%	29.5
传音控股	688036.SH	1,150	8.9	13%	16%	17.3
时代电气	3898.HK	420	1.0	16%	15%	9.3
扬杰科技	300373.SZ	269	6.4	13%	19%	20.9
新能源汽车						
比亚迪	1211.HK	7,841	111.4	27%	22%	15.5
小鹏汽车	9868.HK	927	9.5	35%	78%	N/A
零跑汽车	9863.HK	411	1.5	89%	80%	N/A
医疗健康						
恒瑞医药	600276.SH	3,273	21.7	19%	10%	43.9
百济神州	6160.HK	1,623	2.1	51%	26%	N/A
康方生物	9926.HK	583	4.8	-44%	53%	326.0
科伦博泰	6990.HK	394	0.5	14%	-2%	N/A
和黄医药	0013.HK	228	1.2	-20%	23%	18.1

注：数据截至 2025 年 1 月 21 日，市值为近 3 个月日均平均市值，成交额为近 3 个月日均平均成交额，计价货币为港币。

资料来源：iFinD、Bloomberg、浦银国际

浦银国际重点关注股票组合更新

组合表现回顾与更新。自上次更新至今，浦银国际重点关注股票组合录得上涨 9%，跑赢 MSCI 中国和中概股指数，略跑输恒生科技指数。其中瑞幸咖啡和华虹半导体领涨，但科伦博泰和腾讯表现相对较弱。本次组合加入美团和百济神州，主要考虑其短期内丰富的催化剂有望提升股价。目前，重点关注新经济股票组合包含台积电、京东、泡泡玛特、零跑汽车等 12 只股票（图表 40-42）。

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，或者受地缘政治紧张局势影响较小的公司。

图表 40：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	GICS 一级行业	收盘价 (LC)	目标价 (LC)	潜在上升空间	市值 (亿港元)	成交额 (百万港元)	自上次更新表现
维持								
台积电	2330.TT	信息技术	1120.00	1,401.00	25%	69,272	9,898	9%
京东	9618.HK	可选消费	158.40	178.00	12%	50,426	1,663	19%
腾讯控股	0700.HK	信息技术	387.40	500.00	29%	35,738	9,626	-2%
泡泡玛特	9992.HK	可选消费	92.55	108.00	17%	1,243	709	6%
巨子生物	2367.HK	可选消费	54.70	66.00	21%	567	162	9%
瑞幸咖啡	LKNCY.US	可选消费	26.62	34.10	28%	542	304	21%
零跑汽车	9863.HK	可选消费	34.05	40.60	19%	455	154	19%
华虹半导体	1347.HK	信息技术	24.00	27.70	15%	412	596	20%
科伦博泰	6990.HK	医疗健康	159.10	230.00	45%	362	55	-8%
亚朵	ATAT.US	可选消费	26.44	31.50	19%	283	247	2%
平均表现								9%
市值加权表现								10%
新增								
美团	3690.HK	可选消费	158.50	200.00	26%	9,583	5,630	N/A
百济神州	6160.HK	医疗健康	129.70	161.00	24%	1,799	215	N/A
基准指数								
MSCI 中国指数	MXCN.US		64.31					3%
恒生科技指数	HSTECH.HK		4693.72					11%
中概股指数	HXC.US		6751.48					3%

注：收盘价截至 2025 年 1 月 21 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 41：浦银国际重点关注股票组合：个股投资逻辑

股票	投资概要
京东 (9618.HK)	- 全国以旧换新政策推动核心品类家电产品短期回暖。 - 规模效应、产品结构优化推动中长期利润改善。 - 估值吸引，持续回购提升股东回报。
台积电 (2330.TT)	- 公司预期 2025 年收入将增长约 25%，AI 算力需求增长强劲。 - AI 算力产能持续紧张，推动公司基本面上行。 - AI 相关收入未来 5 年复合增长率 40%，中长期增长空间明确。
瑞幸咖啡 (LKNCY.US)	- 瑞幸凭借强大的产品创新力及优秀的营销能力已逐步占领消费者心智，并形成较强的护城河，从而有能力抵御竞争对手低价策略对杯量以及利润率带来的冲击。 - 展望 2025 年，我们相信瑞幸将继续通过门店网络扩张、单店杯量提升、运营效率优化来实现收入与利润的高速增长。我们预测瑞幸 2025 年的同店趋势相较 2024 年有望得到大幅改善。 - 瑞幸目前的估值只有 15x 2025 P/E，具有很高的性价比。
腾讯控股 (0700.HK)	- 游戏业务迎拐点，海外游戏明显改善，新游值得期待。 - 视频号加速变现，广告加载率仍有很大提升空间。 - 收入结构优化，毛利率持续改善。
巨子生物 (2367.HK)	- 巨子生物“双 11”期间交出高增长答卷，可复美与可丽金双品牌增长势能高于同业均值，也使公司达成全年指引的确定性增强。 - 线上平台架构进一步完善，但是销售费用率仍较同业处于较低水平。 - 医美产品在 2025 年待获批后上市，有望成为公司第二增长曲线。
华虹半导体 (1347.HK)	- 华虹的 2024 年四季度毛利率预期持续改善。 - 公司产能利用率提升，逻辑与射频、模拟与电源管理两个板块大幅成长。 - 2025 年无锡第二个 12 寸厂将提供产能增量，其 CMOS 图像传感器、电源管理产品将取得显著成长。 - 市净率估值具备吸引力。
美团 (3690.HK)	- 本地生活保持稳健增长，促消费政策带来利好； - 竞争格局边际改善，行业龙头地位依然稳固； - 新业务或迎来扭亏。
泡泡玛特 (9992.HK)	- 泡泡玛特是中国消费板块为数不多出海逻辑已跑通的企业，海外扩张空间巨大。 - 作为潮玩龙头，其在中国的业务具有较强的抗周期能力，有望持续录得逆势增长。 - 基于公司不断提升的 IP 运营能力以及海外扩张能力，我们坚信其长期的增长具有很强的确定性与可持续性。
零跑汽车 (9863.HK)	- 2024 年四季度盈利预喜超预期，四季度净利润将首次翻正。 - 2025 年销量目标为 50 万辆，新的 B 系列将贡献增量。 - 公司毛利率预计在 2025 年持续改善，目标毛利率为 10%。 - 计划拓展海外销售网点，推动海外销量增长。
亚朵 (ATAT.US)	- 门店快速扩张，在公司再次提升 2024 年全年开店目标至 450 家的带动下，2025 年达成 2000 家好店的目标的确定性增强。 - 随着疫后出行带来的高基数的影响退散，预计进入 2025 年，公司 RevPAR 水平有望企稳回升。 - 零售业务热度再度提升，“双 11”期间获多个榜首，零售业务业务高速增长，为公司住宿业务带来补充增长。

资料来源：浦银国际

图表 42：浦银国际重点关注股票组合：个股投资逻辑（续）

股票	投资概要
百济神州 (6160.HK)	- 作为国内首屈一指的生物科技行业龙头，百济拥有光明的国际化前景、强大的研发实力与商业化能力，公司财务表现的提升及研发催化剂的持续兑现将成为其 2025 年的两大主要投资主题。 - 国际化进展顺利，核心产品泽布替尼海外销售有望持续放量，维持 CLL 疾病领域行业领袖地位。 - 2025 年公司预计将实现 GAAP 经营利润盈亏平衡，有望跻身中国首批依靠产品收入实现盈利的生物科技公司。 - 研发进展顺利，短期催化剂丰富：晚期血液瘤核心资产 BCL-2 抑制剂有望于 2H25 公布全球 R/R MCL 和中国 R/R CLL 二期数据，并进行潜在的加速审评 NDA 申请，全球首个三期 TN CLL 试验入组进展顺利，有公司亦有望于 1H25 开启额外两项三期临床试验（R/R CLL、R/R MCL）；BTK CDAC 预计将于 1H25 启动 R/R CLL 三期临床试验，2H25 启动 R/R CLL 和 pirtobrutinib 三期头对头临床试验；早期资产 CDK4 抑制剂 POC 数据预计于 1H25 公布，三期 2L BC 试验预计最早于 4Q25 开启，其余多项早期资产预计于 2H25 公布 POC 数据。
科伦博泰 (6990.HK)	- 公司是中国 ADC 行业龙头，自研 ADC 技术平台受到全球 MNC 企业默沙东的认可，且已与默沙东达成多项授权合作，国际化前景光明。 - 核心产品 SKB264 (TROP2 ADC) 是全球进度最快的三款 TROP2 ADC 之一，海外市场潜力巨大。 - 国内商业化蓄势待发，半年内有望迎来 4 款产品的上市，收入预计将快速增长。其中，核心产品 SKB264 最快有望于 2024 年底获批首个适应症，第二款 ADC 产品 A166 有望于 2024 年底/1H25 获批。

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

王玥

emily_wang@spdbi.com

852-2808 6468

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

