

主要指數

	前收市價	1日%	1週%	1個月%	年初至今
道瓊斯工業平均指	53885.1	(0.9)	3.2	1.6	12.1
標準普爾 500 指數	7710.0	(0.2)	3.7	2.3	12.6
富時 100 指數	10867.9	(0.2)	(0.3)	1.9	9.4
AS30	9452.0	0.5	3.6	5.0	4.8
滬深 300 指數	4651.3	(0.1)	2.2	(2.9)	0.5
海峽時報指數	5639.0	1.0	(0.6)	5.6	21.4
恒生中國企業指數	8498.7	(1.2)	(1.7)	9.4	(4.7)
恒生指數	25530.3	(1.5)	(1.3)	8.1	(0.4)
雅加達綜合指數	6343.7	(0.1)	2.5	6.0	(26.6)
吉隆坡綜合指數	1737.2	(0.6)	1.0	3.2	3.4
韓國綜合股價指數	6296.4	(4.6)	(4.5)	(17.8)	49.4
日經 225 指數	65683.3	(0.9)	6.2	(3.8)	30.5
泰國證券交易所指	1614.6	0.3	1.0	0.7	28.2
臺灣加權股價指數	44396.7	(0.5)	11.2	(2.4)	53.3
波羅的海乾散貨指	3057	(0.2)	14.4	9.3	62.9
原棕油(馬來西亞令	4532	0.3	0.4	1.9	15.2
布蘭特原油(美元/桶)	82	3.8	(7.3)	14.6	35.6

來源: 彭博

公司事件

	地點	開始	收市
與大華繼顯控股有限公司(UOBK SP)舉行虛擬會議	新加坡	8月11日	8月11日
與 UltraGreen.ai 有限公司(UGAI SP)舉行混合會議	新加坡	8月13日	8月13日
Enrico Tanuwidjaja 先生主講之印尼經濟展望虛擬會議	印尼	8月19日	8月19日
由潘夢遙主講之大中華互聯網行業分析師路演	新加坡	9月7日	9月8日
由潘夢遙主講之大中華互聯網行業分析師路演	馬來西亞	9月9日	9月11日

企業及宏觀日程

經濟指標/事件	國家/地區	日期
7月外匯儲備	中國	8月7日
7月貿易差額、出口、進口	中國	8月7日
7月外匯儲備	香港	8月7日
7月通脹(生產者物價指數、消費者物價指數)	中國	8月9日
7月貨幣供應量(M2, M1, M0)	中國	9-8月15日
7月外商直接投資年初至今按年變動(人民幣)	中國	11-8月17日

請點擊頁碼以移至相關頁面

重點要聞

行業更新|汽車

第 2 頁

中國已發布 GB 44721-2026，這是其首個針對 L3 及 L4 自動駕駛的強制性安全標準，於 2027 年 7 月 1 日生效。其遵循 GB 47955-2026 L2 輔助標準，自 2027 年 1 月 1 日起生效，該標準管轄已安裝於 70.5%新車上的組合式駕駛輔助系統。合規成本按每個平台固定，因此有利於規模化原始設備製造商及規則強制要求其內容的供應商。維持「與大市一致」評級。

公司業績|九龍倉置業(1997 HK/買入/目標價：港幣 30 元)

第 5 頁

2026 年上半年基本純利按年上升 6.2%至港幣 3,311 百萬元，高於我們對 2026 年 0.7%的預測。董事會將經常性核心盈利的派息率從 65%提高至 90%，使中期每股派息增加 42.4%至港幣 0.94 元，反映九龍倉置業的信心。海港城租戶銷售額錄得十位數中段增長，而市場增長為 9.6%，淨負債比率在出售新加坡資產後進一步去槓桿化，達到 15.9%的歷史新低。我們將目標價上調 25%至港幣 36 元。維持「買入」評級。

技術分析

紫金礦業| 2259

第 8 頁

支持位：港幣 118.20 元/港幣 112.90 元
阻力位：港幣 170.70 元/港幣 186.80 元

港鐵| 0066

第 8 頁

支持位：港幣 31.70 元/港幣 30.64 元
阻力位：港幣 34.34 元/港幣 36.64 元

免責聲明：在「交易員專區」中，技術分析純粹根據圖表模式、價格走勢及趨勢進行，因此獨立於我們分析師的基本面研究觀點。因此，我們可能會不時作出與我們的基本「買入/持有/賣出」評級相反的技術建議。

汽車

週報：強制性 ADAS 內容有利於規模化

重點

- 中國近日公佈其首個強制性 L3/L4 ADAS 標準，該標準將於 2027 年 7 月 1 日生效。這標誌著監管從鼓勵創新轉向要求提供可驗證的安全證據。
- 先前發布的 L2 標準將於 2027 年 1 月 1 日生效，涵蓋已安裝於逾 70% 新車的輔助系統。
- 奇瑞、比亞迪及吉利是首批獲得 L2 認證的原始設備製造商，而迄今為止僅有的兩款獲批 L3 車型是長安及北汽極狐的車型。
- 主要受益者包括德賽西威、均勝電子、禾賽、速騰聚創、Momenta、地平線及小馬智行。
- 維持「與大市一致」評級。首選「買入」股：比亞迪、吉利、寧德時代、禾賽及德賽西威。

分析

- 中國首個 L3/L4 級先進駕駛輔助系統(ADAS)標準標誌著監管從「鼓勵創新」向「安全至上」的根本性轉變。該標準已於 2026 年 6 月 17 日至 24 日期間發布徵求公眾意見，並定於 2027 年 7 月 1 日實施。這引入了「安全案例」機制，要求汽車製造商透過可驗證的證據而非營銷宣傳來證明系統安全。L3 系統必須展現強大的人機交接能力，而 L4 系統則必須在無需依賴遠端協助的情況下運作。全天候感知要求規定 L3/L4 系統必須能夠處理雨、雪、霧、光線變化及隧道，並設有量化基準：前方探測在時速 120 公里下必須達到 130 米，而橫向探測則向兩側延伸九米。
- 對於原始設備製造商而言，合規成本是按平台而非按車輛固定的，因此對小鵬汽車和理想汽車等銷量較低的品牌影響最大。比亞迪(1211 HK/買入/目標價：港幣 135 元)及吉利(175 HK/買入/目標價：港幣 27 元)最容易消化，因為它們進行內部開發，並將相同的費用分攤到每年數百萬輛汽車，而非數十萬輛。

同業比較

公司	股票代號	評級*	價格	目標	目標價目標價	最後年度總結	-----市盈率-----			收益率	股本回報率	價格/	
			8月6日	價			2025	2026年預測	2027年預測	2026年預測	2026年預測	市值	每股資產淨值
			(當地貨幣)	(當地貨幣)									
比亞迪-H	1211 HK	買入	89.85	135.00	50.3	12/25	21.8	15.7	12.6	0.6	15.3	330,953	2.5
吉利	175 HK	買入	18.56	27.00	45.5	12/25	11.3	9.9	7.8	2.8	17.8	200,172	2.6
長城汽車-H	2333 HK	持有	8.83	9.90	12.2	12/25	6.7	7.1	5.8	2.6	10.2	20,362	0.7
理想汽車	2015 HK	賣出	49.12	40.00	(18.6)	12/25	194.1	61.2	75.7	0.0	2.0	102,415	1.2
小鵬汽車	9868 HK	買入	46.04	90.00	95.5	12/25	虧損	146.2	17.6	0.0	1.7	72,165	2.4
福耀玻璃-H	3606 HK	買入	57.10	100.00	75.1	12/25	13.9	13.0	10.9	5.1	27.2	34,646	3.0
惠州德賽西威	002920 CH	買入	93.30	150.00	60.8	12/25	22.7	22.6	19.2	1.5	24.8	55,682	3.2
敏實	425 HK	買入	28.84	56.00	94.2	12/25	10.4	9.9	8.5	2.9	11.7	33,786	1.1
耐世特	1316 HK	買入	4.44	8.30	86.9	12/25	14.0	10.7	9.6	4.2	6.2	11,144	0.6
寧波均勝	600699 CH	買入	21.28	43.00	102.1	12/25	22.4	16.8	14.8	1.2	9.9	29,700	1.6
寧波拓普	601689 CH	買入	49.77	100.00	100.9	12/25	32.1	28.5	24.8	0.0	11.7	86,492	3.5
小馬智行	PONY US	買入	7.81	16.00	104.9	12/25	虧損	虧損	虧損	0.0	不適用	2,759	0.3
濰柴動力-H	2338 HK	持有	34.34	35.00	1.9	12/25	43.3	22.5	21.2	2.7	10.7	66,724	2.7
浙江三花	002050 CH	買入	38.71	57.00	47.2	12/25	40.5	34.5	29.9	1.2	14.2	144,446	4.7
禾賽	2525 HK	買入	17.25	33.00	91.3	12/25	38.3	34.4	20.8	0.0	5.9	21,686	2.0
速騰聚創	2498 HK	買入	23.04	50.00	117.0	12/25	虧損	104.1	24.0	0.0	2.4	10,875	2.4
寧德時代	300750 CH	買入	388.00	585.00	50.8	12/25	24.5	18.7	14.2	2.7	20.8	1,702,156	4.5
億緯鋰能	300014 CH	買入	54.13	83.50	54.3	12/25	27.2	14.3	10.9	1.8	6.8	117,641	2.2
贛鋒鋰業-H	1772 HK	買入	39.34	120.00	205.0	12/25	44.5	21.5	13.2	0.9	(1.2)	19,005	1.4
天賜材料	002709 CH	買入	39.25	75.00	91.1	12/25	55.5	15.6	13.1	1.9	5.4	80,014	3.4

來源：大華繼顯

與大市一致
(維持)

分析師

利新民

ken.lee@uobkh.com

+852 2236 6760

分部評級

分部	評級
原始設備製造商	與大市一致(維持)
汽車零件	與大市一致(維持)
電池及電池材料	跑贏大市(維持)

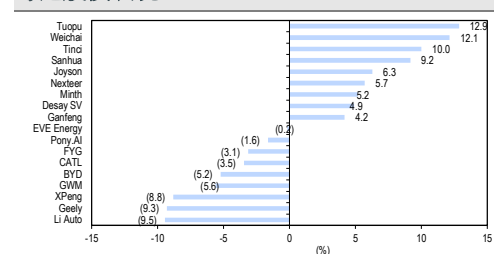
來源：大華繼顯

行業精選

公司	股票代號	評級	股價(當地貨幣)	目標價(當地貨幣)
比亞迪	1211 HK	買入	89.85	135.00
吉利	175 HK	買入	18.56	27.00
寧德時代	300750 CH	買入	388.00	585.00
禾賽	2525 HK	買入	17.25	33.00
德賽西威	002920 CH	買入	93.30	150.00

資料來源：彭博、大華繼顯

每週股價表現

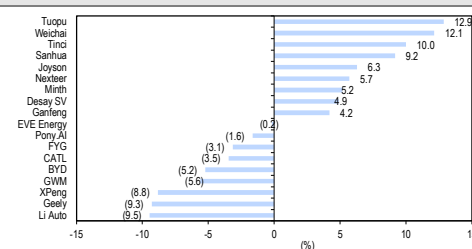


來源：彭博

奇瑞、比亞迪及吉利是首批通過中國強制性 GB 47955-2026 組合駕駛輔助 (L2) 安全管理認證的汽車製造商；比亞迪及吉利共同起草該標準，而吉利獲得首張證書 (編號 001)。在 L3 級別，目前沒有任何受涵蓋的原始設備製造商持有生產許可證——僅有的兩個獲批車型是長安和極狐的，而比亞迪、吉利和理想汽車仍在測試中。

- 對於一級供應商而言，該等標準將可選功能轉化為強制性內容。駕駛員狀態監測成為強制性配置，而自動駕駛數據記錄器則成為 L3 及 L4 車輛的強制性配備；德賽西威(002920 CH/買入/目標價：人民幣 150 元)及均勝電子(600699 CH/買入/目標價：人民幣 43 元)均已銷售此兩項產品。
- 對於領先的光學雷達製造商禾賽和速騰聚創而言，該標準的全天候安全要求推動了對光學雷達的需求，儘管這並非強制規定。對強大全天候感知能力（尤其是在攝影機在暴雨和濃霧中難以正常運作的情況下）的隱含要求，產生了強勁的原始設備製造商需求拉動效應。行業估計顯示，隨著滲透率加快，每輛 L3 級汽車將配備 3 至 6 個光學雷達。
- 對於軟件及晶片供應商而言，該等標準提高了合規堆疊的固定成本。Momenta 將該成本分攤至 24 家 OEM 客戶及 68 款車型，而地平線則分攤至所有使用其征程平台的汽車製造商。單一汽車製造商無法做到，因此更多應選擇購買而非自行製造。
- L3/L4 標準驗證了小馬智行的 L4 級全自動駕駛方案，禁止對動態任務進行遠端協助，同時施加嚴格的驗證成本。其 1,700 輛自動駕駛的士、營運數據及 1:20 的監控比例使其領先競爭對手，令小馬智行倘若通過新的安全基準，將成為監管領域的贏家。
- 比亞迪(1211 HK/買入/目標價：港幣 135 元) –在合規方面領先所有汽車製造商。
 - 其於 2023 年 7 月取得中國首個 L3 級高速公路測試牌照，並於 2024 年 6 月獲列入首批國家級准入和道路試點企業名單。
 - 它協助起草了 L2 標準，於 2026 年 7 月 28 日通過首批認證，並已在深圳進行了超過 150,000 公里 L3 級道路驗證。
 - 「天神之眼」分為 A、B 及 C 級，其中 C 級可下探至人民幣 80,000 元價格區間，其搭載的 4nm 玄機 A3 晶片支援 L3，故可於 2027 年 7 月 1 日起迅速行動。
- 吉利(175 HK/買入/目標價：港幣 27 元) –建立技術上限而非銷量基礎。
 - 其計劃於 2026 年推出 L3 級高速公路及 L4 級低速功能（在法規允許的情況下），而「浩瀚」已安裝於極氪及領克車型上。
 - 其分為 H1 至 H9 共五個級別，旗艦型號 H9 採用兩顆 Nvidia Thor-U 晶片，提供 1,400 TOPS 的算力，為所提供的最高規格。
 - 其星睿計算中心 2.0 提供 23.5 EFLOPS 的算力，為中國汽車製造商中最大，支援該標準所需的模擬測試。
- 小鵬汽車(9868 HK/買入/目標價：港幣 90 元) –已選擇跳過 L3，直接進入 L4。
 - 小鵬汽車並未認證 L3 級別產品，因此 2027 年 7 月 1 日對其影響不如對比亞迪或吉利般大，且 XNGP 已可在沒有地圖的情況下運行。
 - 其已表示將會符合所有監管要求，因此這是一個排序選擇，而非合規缺口。
 - 其代價是放棄於 2027 年銷售經認證的 L3 汽車的行銷優勢，同時承擔 L4 所帶來的更沉重舉證負擔。
- 理想汽車(2015 HK/沽售/目標價：港幣 40 元) –硬體已準備就緒，但合規性並非阻礙股價的因素。
 - 其旗艦型號已配備具備 L3 級別能力的硬體，並已開始測試 L3 系統，因此其並未因該等規則而處於不利地位。

每週股價表現



來源：彭博

- 具約束力的限制在其他方面：增程式電動車細分市場正在萎縮，而重新推出的 L8 面臨艱難的市場接受度，因此我們保持謹慎，維持「沽售」評級，目標價為港幣 40 元。
- **德賽西威(002920 CH/買入/目標價：人民幣 150 元)** –對兩項標準均有最廣泛的涉獵。
 - 駕駛員狀態監測自 2027 年 1 月 1 日起成為強制性配備，而德賽西威已批量供應整合系統。
 - 其毫米波雷達已進入量產，這很重要，因為全天候要求是透過結合多種感測器類型而非改進單一感測器來實現的。
 - L3 增加了冗餘運算和可審計架構，因此，能夠證明兩者的供應商可降低汽車製造商的舉證負擔，並提高其自身每輛車的內容價值。
- **均勝電子(600699 CH/買入/目標價：人民幣 43 元)** –數據記錄器是最明確的新增強制規定。
 - L3 和 L4 車輛必須配備數據記錄器，以記錄系統狀態、接管請求及事件發生前後的期間，此等記錄將成為釐定責任的依據。
 - 均勝電子已有一款符合規定的記錄儀投入量產，這縮短了汽車製造商為達成 2027 年 7 月 1 日目標所需的認證路徑。
 - 最低風險操作亦要求備用制動，即同一投資組合中的第二個內容來源。
- **禾賽(2525 HK/買入/目標價：港幣 33 元)** –沒有法規要求使用光學雷達，但汽車製造商需要它來證明全天候安全性能。
 - 其車規級光學雷達已獲指定用於具備 L3 級自動駕駛能力的專案，因此這些標準是提高而非創造了其裝配率。
 - 由於光學雷達進入人民幣 70,000-150,000 元價格區間，單價競爭激烈，因此收益來自於銷量而非價格。
 - 富豪汽車(Volvo)於 2026 年 7 月 29 日從 EX90 和 ES90 車型中移除了光學雷達(LiDAR)並向車主作出賠償，這表明汽車製造商仍可判斷某項成本不值得支付。
- **速騰聚創(2498 HK/買入/目標價：港幣 50 元)** –需求相同，側重中端市場型號。
 - 全天候要求是將光學雷達與攝影機及雷達一同安裝的最有力論據，因為攝影機在豪雨和大霧中性能下降最嚴重。
 - 其從 L2 標準在新車中達到逾 70% 的普及率所獲得的收益，多於從兩款 L3 試點車型所獲得的收益。
 - 其機器人業務降低了其對單一汽車配件的依賴。

估值/建議

- 我們維持中國汽車行業「與大市一致」的評級，看好順序為電池及電池材料 > 汽車零部件 > 原始設備製造商。該兩項標準並無改變我們的分部偏好，但卻改變了汽車零件分部內的排名。我們現在看好其內容受法規強制規定的零件供應商，以及感測器製造商。
- 首選「買入」股：比亞迪、吉利、寧德時代、德賽西威及禾賽。

行業催化劑／風險

- 催化劑：工信部 GB 44721-2026 認證規則；第二批 L3 批准；L2 標準自 2027 年 1 月 1 日起實施；NOA 滲透率超過 34.2%。
- 風險：認證規則延遲，將 L3 級自動駕駛推遲至 2027 年下半年之後；汽車製造商刪除光達以保護利潤；合規成本轉嫁給供應商。

新 ADAS 標準對股價的影響

公司	分部	產品	意見
德賽西威	ADAS EEA 一級供應商	ADAS 及駕駛艙域控制器、毫米波雷達、整合式駕駛員監控系統	在一級供應商中風險敞口最廣。自 2027 年 1 月 1 日起須配備駕駛員監控系統；L3 增設冗餘運算。每輛汽車的內容價值上升。
禾賽	光學雷達製造商	車規級光學雷達已獲指定用於 L3 級別自動駕駛專案	並無強制規定；汽車製造商安裝光學雷達以證明全天候安全性能。是成交量主導，而非價格主導。
速騰聚創	光學雷達製造商	車規級光學雷達；機械人感測器	需求與禾賽相同，但側重於中端市場，因此從 L2 標準的覆蓋範圍中獲益更多。機器人技術減少對汽車配件的依賴。
Momenta	全棧式 ADAS 軟件供應商	授權予原始設備製造商的城、市及高速公路導航輔助功能	固定合規成本分攤於 24 家 OEM 客戶及 68 個型號。促使每年產量約低於 100 萬輛 NOA 單位的汽車製造商選擇購買而非自行製造。
地平線機器人	ADAS 晶片、基礎演算法及工具鏈	征程運算平台；與福士汽車 (Volkswagen) 的合資企業 Carizon	L3 冗餘提升了每輛車的矽含量。福士汽車 (Volkswagen) 在中國的 L3 級別發佈將於 2027 年下半年推出，並採用 Carizon 系統。
小馬智行 (Pony.ai)	L4 級無人駕駛的士營運商	無人駕駛的士車隊及營運數據	禁止依賴遠端協助證實了其無人駕駛方案的有效性，但卻提高了驗證成本。
比亞迪	具備內部全棧能力的原始設備製造商	天神之眼 A/B/C；自主研發 4 納米玄機 A3 晶片	遙遙領先：首個 L3 測試牌照 2023 年 7 月取得 L3 測試牌照，2024 年 6 月納入准入試點，2026 年 7 月 28 日通過 L2 認證，驗證里程超過 150,000 公里。
吉利	具備內部全棧能力的原始設備製造商	浩瀚 H1 至 H9；星睿計算中心 2.0	計劃於 2026 年在允許情況下推出高速公路 L3 及低速 L4。H9 運行 1,400 TOPS；23.5 EFLOPS 支援模擬測試。
小鵬汽車	具備內部全棧能力的原始設備製造商	XNGP 無圖導航輔助	跳過 L3 而選擇 L4，因此 2027 年 7 月 1 日的重要性較低。放棄於 2027 年經認證的 L3 級營銷優勢。
理想汽車	具備內部堆疊能力的原始設備製造商	旗艦型號預裝 L3 就緒硬體	不受規則所限，但合規並非限制。增程式電動車 (EREV) 細分市場收縮；L8 市場反應不佳。維持「沽售」評級。

來源：大華繼顯

九龍倉置業地產投資有限公司(1997 HK)

2026 年上半年：派息增加顯示信心；目標價上調 25%至港幣 36 元

重點

- 2026 年上半年基本純利按年上升 6.2%至港幣 3,311 百萬元，超出我們的預期，乃因借貸成本按年下跌 26%，實際利率為 3.5%。
- 董事會將派息比率從 65%提高到 90%，使中期每股派息增加 42.4%至港幣 0.94 元，此舉為一項重大轉變，顯示管理層充滿信心。
- 我們將股息貼現模型(DDM)推導的目標價上調 25%至港幣 36 元；維持「買入」評級。

2026 年上半年業績

截至 12 月 31 日止年度 (百萬港元)	2026 年上半年	2025 年下半年	2025 年上半年	2026 年上半年同 比	2026 年上半年按 半年比較
收益	6,340	6,408	6,407	-1.0%	-1.1%
-投資物業	5,244	5,260	5,350	-2.0%	-0.3%
-發展物業(DP)	51	58	58	-12.1%	-12.1%
-酒店	842	865	766	9.9%	-2.7%
-投資及其他	203	225	233	-12.9%	-9.8%
息稅前利潤	72.6%	72.8%	73.1%	-0.5 個百分點	-0.2 個百分點
-投資物業	84.2%	83.2%	84.6%	-0.5 個百分點	1.0 百分點
-發展物業*	25.5%	-34.5%	-1.7%	27.2 個百分點	60.0 個百分點
-酒店	10.8%	12.1%	6.1%	4.7 個百分點	-1.3 個百分點
-投資及其他	62.1%	107.1%	65.7%	-3.6 個百分點	不適用
股東應佔溢利	-176	-1,851	-2,406	-92.7%	-90.5%
基本純利	3,311	3,337	3,119	6.2%	-0.8%
來自香港投資物業及酒店的 UNP	3,178	3,083	3,083	3.1%	3.1%
每股派息(港元/股)	0.94	0.66	0.66	42.4%	42.4%
投資物業估值(10 億港元)	208.2	211.7	217.2	-4.2%	-1.7%
淨負債比率	15.9%	17.2%	17.6%	-1.7 個百分點	-1.3 個百分點

資料來源：九龍倉置業地產投資有限公司、大華繼顯

分析

- 業績超出我們的預期。九龍倉置業地產投資有限公司（九龍倉置業）2026 年上半年之基本純利達到港幣 3,311 百萬元，按年上升 6.2%，高於我們預測的 2026 年按年增長 0.7%。儘管收入按年下跌 1.0%至港幣 6,340 百萬元，主要由於時代廣場按年下跌 12%；及經營利潤率按年收縮 0.5 個百分點，惟受惠於有效借貸利率下降至 3.5%（對比 2025 年上半年為 4.4%），融資成本按年減少 26%，基本純利(UNP)仍錄得增長。儘管投資物業估值按半年下跌 1.7%，但受惠於淨負債比率減少 8.7%，淨負債比率按半年進一步下降 1.3 個百分點至 15.9%。Wheelock Place 出售完成後，預計淨負債比率將達約 11%。

主要財務資料

截至 12 月 31 日止年度 (百萬港元)	2024	2025	2026 年預測	2027 年預測	2028 年預測
淨營業額	12,912	12,815	12,317	12,345	12,412
息稅折舊攤銷前利潤	9,928	9,584	9,283	9,305	9,358
經營利潤	9,691	9,349	9,050	9,074	9,130
純利（報告／實際）	891	(4,257)	7,630	6,764	6,855
純利（經調整）	6,139	6,456	6,623	6,764	6,855
每股收益(港元)	202.2	212.6	218.2	222.8	225.8
市盈率（倍）	14.8	14.1	13.8	13.5	13.3
市淨率（倍）	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
企業價值／息稅折舊攤銷前利潤（倍）	12.0	12.4	12.8	12.8	12.7
股息收益率(%)	4.1	4.4	6.2	6.3	6.4
純利率(%)	6.9	(33.2)	62.0	54.8	55.2
債務／（現金）淨額與權益(%)	18.2	17.6	12.7	11.9	11.1
利息保障倍數（倍）	5.5	7.1	8.5	9.8	10.1
股本回報率(%)	0.5	(2.3)	4.2	3.7	3.7
市場預期純利(百萬港元)	-	-	6,571.1	6,676.7	6,863.0
大華繼顯／市場預期（倍）	-	-	1.01	1.01	1.00

*資產處置收益不計入純利（經調整）資料來源：九龍倉置業、彭博、大華繼顯

買入(維持)	
股價	港幣 30 元
目標價	港幣 36 元
上升空間	+20.0%
早前目標價	港幣 28.80 元

分析師

劉潔琪

Jieqi.Liu@uobkh.com

+852 28261392

沈宸昊

Damonshen@uobkh.com

+86 21 54047225 分機 820

股票數據

行業	房地產
股份代號：	1997 HK
已發行股份（百萬股）：	3,036.2
市值(百萬港元)：	91,086.8
市值(百萬美元)：	11,612.3
3 個月平均成交額（百萬美元）：	16.2

價格表現(%)

52 週高位/低位	港幣 34.82 元/港幣 20.26 元
1 個月	36.6
3 個月	19.9
6 個月	10.0
1 年	21.5
年初至今	22.1

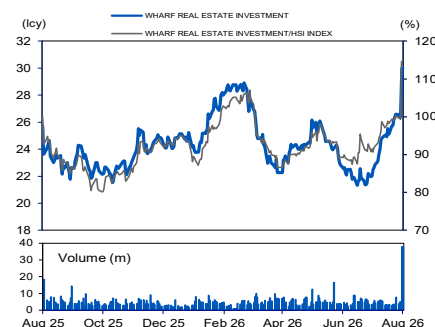
主要股東

會德豐有限公司	49.0
---------	------

主要股東

2026 財政年度每股資產淨值（港元）	60.51
2026 財政年度淨負債項/每股（港元）	7.86

股價圖表



來源：彭博

- 具韌性的香港投資物業組合蓄勢待發以待復甦。海港城及時代廣場的投資物業表現參差但具韌力。海港城（包括酒店）的收入按年上升 1%，經營利潤大致穩定，此乃受惠於租戶銷售額錄得十位數中段增長（遠超香港零售銷售額 9.6% 的升幅），以及寫字樓出租率按年改善 3 個百分點，儘管租金續租仍錄得負增長。儘管時代廣場的收入按年下跌 12%，該商場仍錄得單位數的租戶銷售額正增長。展望未來，管理層對香港零售市場於 2026 年下半年持樂觀態度，我們預期海港城的零售租金回報將於 2027 年轉為正數。

主要投資物業(IPs)的表現

海港城	2025年上 半年	2026年上 半年	備註
總計(港元)	4.6	4.6	收益按年增長1%；經營利潤不變
零售(十億港元)	2.8	2.8	佔用率92%（按半年比較持平，按年比較下跌1個百分點）；租戶銷售額按年比較增長十幾厘
辦公室(十億港元)	1.2	1.2	出租率93%（按半年計增加2個百分點，按年計增加3個百分點）；租金受新供應影響而承壓
其他(十億港元)	0.6	0.6	
時代廣場	2025年上 半年	2026年上 半年	備註
總計(十億港元)	0.8	0.7	收益按年下跌12%及經營利潤按年下跌13%
零售(十億港元)	0.5	0.4	出租率95%（按半年持平，按年下跌1個百分點）；租戶銷售額按年錄得單位數增長
辦公室(十億港元)	0.3	0.3	出租率89%（按半年比較下跌1個百分點，按年比較下跌1個百分點）

資料來源：九龍倉置業地產投資有限公司、大華繼顯

- 股息政策修訂—較高派息率顯示信心。董事會已將分派比率從香港投資物業及酒店的經常性核心基本純利的 65% 提高至 90%，自 2026 年起生效。管理層表示，是次較高的派息既不會改變其去槓桿化策略（預期該策略將因會德豐廣場出售完成及史考特廣場潛在出售而獲得進一步支持），亦不會限制其尋求重建機會（例如潛在的馬哥孖羅酒店資產增值）的能力。我們認為，此舉乃基於歷史低位的淨負債比率、香港投資物業組合的穩定化以及成功出售會德豐廣場。最重要的是，我們相信提高派息比率的決定反映了管理層對行業前景及公司自身發展軌跡的信心。

盈利預測調整/風險

- 較高盈利及每股派息預測。我們將 2026/27/28 年度的基本純利(UNP)估計分別上調 17.3%/2.7%/2.1%，原因為：a) 出售會德豐廣場的收益，及 b) 較低的淨債項預測。撇除資產處置收益，我們分別上調 2026/27/28 年基本純利(UNP) 預估 1.8%/2.7%/2.1%。我們分別將 2026/27/28 年度的每股派息預測上調 40%/40%/39%，因為我們計入 90% 的較高股息派付比率。

估值/建議

- 將目標價上調 25% 至港幣 36 元；維持「買入」評級。應用新的每股派息預測，並將我們的終期增長率假設從 3.3% 下調至 2.8%，我們將股息貼現模型(DDM)得出的目標價上調 25% 至港幣 36 元。我們的目標價意味著 2026 年股息收益率為 5.2%。九龍倉置業現時的股息收益率為 6.2%。

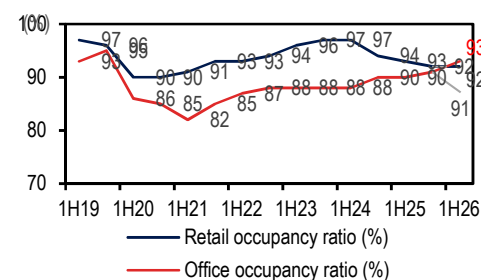
股價催化劑

- 2026 年下半年香港銀行同業拆息低於預期。

公司介紹

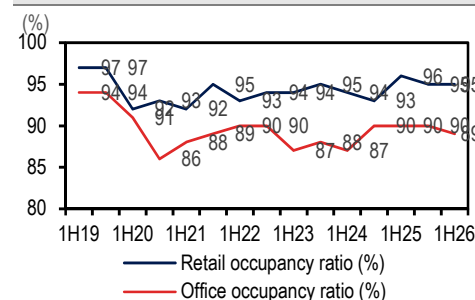
九龍倉置業地產投資有限公司於 2017 年 11 月從九龍倉集團分拆出來，目前在香港持有六項優質資產組合，包括海港城及時代廣場等旗艦物業。其投資組合專注於香港零售及寫字樓業務。

海港城(HC)出租率



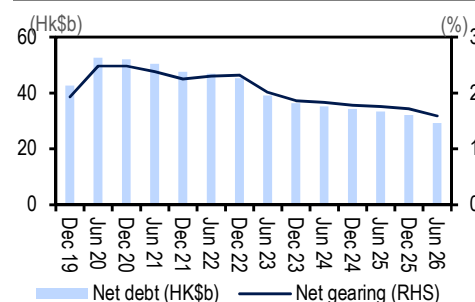
來源：九龍倉置業地產投資有限公司、大華繼顯。

時代廣場(TS)的出租率



資料來源：九龍倉置業地產投資有限公司、大華繼顯

截至 2026 年 6 月，淨債項及淨負債比率分別達到歷史新低港幣 292.0-159.0 億元



資料來源：九龍倉置業地產投資有限公司、大華繼顯

損益表

截至 12 月 31 日止年度 (百萬港元)	2025	2026 年預測	2027 年預測	2028 年預測
淨營業額	12,815.0	12,316.5	12,345.3	12,411.5
息稅折舊攤銷前利潤	9,584.0	9,283.0	9,304.5	9,357.6
折舊及攤銷	235.0	232.7	230.3	228.0
息稅前利潤	9,349.0	9,050.3	9,074.2	9,129.6
總其他非經營收入	(10,938.0)	1,007.0	0.0	0.0
聯營公司貢獻	(144.0)	(189.3)	(196.4)	(176.6)
淨利息收入/(支出)	(1,359.0)	(1,093.8)	(949.0)	(922.3)
除稅前溢利	(3,092.0)	8,774.1	7,928.7	8,030.8
稅務	(1,259.0)	(1,242.7)	(1,268.6)	(1,284.9)
少數股東	94.0	98.7	103.6	108.8
純利	(4,257.0)	7,630.1	6,763.7	6,854.7
純利(經調整)	6,456.0	6,623.1	6,763.7	6,854.7

*出售資產收益不包括在純利(經調整)內

資產負債表

截至 12 月 31 日止年度 (百萬港元)	2025	2026 年預測	2027 年預測	2028 年預測
固定資產	218,636.0	212,447.3	212,287.0	212,128.9
其他長期資產	7,394.0	7,204.7	7,008.2	6,954.2
現金/短期投資	2,031.0	5,161.8	5,368.9	6,317.3
其他流動資產	1,632.0	1,599.1	1,601.0	1,605.4
資產總額	229,693.0	226,412.8	226,265.2	227,005.8
短期債務	10,578.0	7,404.6	6,664.1	6,664.1
其他流動負債	5,540.0	5,629.1	5,445.7	5,381.6
長期債務	23,433.0	21,089.7	20,667.9	20,254.5
其他長期負債	4,080.0	4,131.6	4,184.3	4,238.0
股東權益	181,705.0	183,702.2	184,743.8	185,799.4
少數股東權益	4,357.0	4,455.7	4,559.3	4,668.2
負債及權益總額	229,693.0	226,412.8	226,265.2	227,005.8

現金流量

截至 12 月 31 日止年度 (百萬港元)	2025	2026 年預測	2027 年預測	2028 年預測
營運	6,768.0	6,804.7	7,117.0	7,192.3
年度溢利	(3,092.0)	8,774.1	7,928.7	8,030.8
稅務	(1,259.0)	(1,242.7)	(1,268.6)	(1,284.9)
折舊及攤銷	235.0	232.7	230.3	228.0
聯營公司	144.0	189.3	196.4	176.6
營運資金變動	(198.0)	(111.2)	62.1	75.4
非現金項目	10,588.0	0.0	0.0	0.0
其他經營現金流量	350.0	(1,037.5)	(32.0)	(33.6)
投資	(61.0)	6,663.0	(70.0)	(70.0)
資本支出(增長)	(111.0)	(70.0)	(70.0)	(70.0)
出售資產所得款項	50.0	6,733.0	0.0	0.0
其他	0.0	0.0	0.0	0.0
融資	(6,010.0)	(10,336.9)	(6,839.8)	(6,173.9)
支付股息	(3,836.0)	(4,820.2)	(5,677.5)	(5,760.6)
借款所得款項	18,858.0	(5,516.7)	(1,162.3)	(413.4)
償還貸款	(21,032.0)	0.0	0.0	0.0
其他/已付利息	0.0	0.0	0.0	0.0
現金流入(流出)淨額	697.0	3,130.8	207.2	948.3
年初現金及現金等價物	1,308.0	2,031.0	5,161.8	5,368.9
外匯影響導致的變動	26.0	0.0	0.0	0.0
年末現金及現金等價物	2,031.0	5,161.8	5,368.9	6,317.3

關鍵指標

截至 12 月 31 日止年度 (%)	2025	2026 年預測	2027 年預測	2028 年預測
盈利能力				
息稅折舊攤銷前利潤率	74.8	75.4	75.4	75.4
稅前利潤率	(24.1)	71.2	64.2	64.7
純利率	(33.2)	62.0	54.8	55.2
資產回報率	(1.8)	3.3	3.0	3.0
股本回報率	(2.3)	4.2	3.7	3.7
增長				
營業額	(0.8)	(3.9)	0.2	0.5
息稅折舊攤銷前利潤	(3.5)	(3.1)	0.2	0.6
除稅前溢利	不適用	不適用	(9.6)	1.3
純利	不適用	不適用	(11.4)	1.3
純利(經調整)	5.2	2.6	2.1	1.3
每股收益	5.2	2.6	2.1	1.3
槓桿比率				
債務佔總資本比率	15.5	13.2	12.6	12.4
債務權益比率	18.7	15.5	14.8	14.5
債務/(現金)淨額與權益	17.6	12.7	11.9	11.1
利息保障倍數(倍)	7.1	8.5	9.8	10.1



紫金礦業(2259 HK)

最後價格：港幣 131.40 元

支持位：港幣 118.20 元/港幣 112.90 元

阻力位：港幣 170.70 元/港幣 186.80 元

技術觀點：

價格已呈現強勁的結構性延續，在突破旗形持續形態後走高，重新確立了普遍的漲價階段。相對強弱指數(RSI)穩固地保持在其 50 中線中性水平之上，以確認活躍的買方力量及強勁的趨勢速度。只要旗形突破邊界在任何輕微回調時仍獲守住，這預示著進一步的上升空間，並朝向下一個上方阻力區移動。

平均時限：約兩週。



港鐵(0066 HK)

最後價格：港幣 32.34 元

支持位：港幣 31.70 元/港幣 30.64 元

阻力位：港幣 34.34 元/港幣 36.64 元

技術觀點：

價格在重新測試其阻力轉支撐區域後，直接形成錘形燭台形態，確認即時拒絕較低價格，並驗證了新的需求底部。相對強弱指數(RSI)在其 50 中線附近向上彎曲，反映買方力量重新抬頭。這意味著只要此基礎支持位保持不失，價格便會朝初步阻力目標區上漲。

平均時限：約兩週。

分析師

大中華研究團隊

research-hk@uobkh.com

譚文漢，特許財務分析師

+852 2236 6799

munhon.tham@uobkh.com

IMPORTANT NOTICE - DISCLOSURES AND DISCLAIMERS

This report is provided subject to various disclosures and disclaimers (the "Disclosures / Disclaimers") which form an integral part of this report and are available at the following link:
<https://research-api.uobkayhian.com/assets/disclaimer/0e6d602f-adeb-45f8-9dea-5d5591daae87> or by scanning the QR code below:



The Disclosures / Disclaimers contain important information, including without limitation, (a) exclusions of liability, (b) confidentiality obligations, (c) restrictions on publication, circulation, reproduction, distribution and use of the report, (d) potential conflicts of interest, and (e) disclosures and requirements specific to recipients in the United States and other applicable jurisdictions.

Specifically, this report is intended for general circulation and informational purposes only and does not take into account the specific investment objectives, financial situation, or particular needs of any individual person. It is not intended to constitute personal investment advice or a recommendation to buy or sell any investment product or security. You should independently evaluate the information and, where necessary, seek advice from a qualified financial adviser regarding the suitability of any investment, taking into account your specific objectives, financial situation and needs, before making any investment decision. Analyst certifications required under applicable regulations, including SEC Regulation AC (where relevant), are included in this report.

Recipients of this report must carefully read, review and understand the full Disclosures / Disclaimers before using or relying on any information in this report. By accessing, receiving or using this report, you acknowledge and confirm that you have read, understood, accepted and agreed to be bound by the Disclosures / Disclaimers (as may be amended or updated from time to time) in full."