2021 年 11 月 1 日（星期一）

招证国际策略周报 (2021/11/01)

招商证券（香港）有限公司
证券研究部

中国10月官方制造业PMI进一步走弱

- **国常会宣布四季度对制造业中小微企业实施缓税以缓解成本上升压力**
- **美国三季度 GDP 增长不及预期**
- **白宫公布缩水版的“重建美好”支出框架计划**

新看点：1）拜登“重建美好”支出计划框架：10 月 28 日，白宫公布了总金额为 1.75 万亿美元的“重建美好”支出计划框架。该计划是拜登在社会福利和缓解气候变化方面投资 3.5 万亿美元一揽子计划的缩水版。该方案是温和派和进步派民主党人历经数月谈判的成果。其中包括 5,550 亿美元的清洁能源和气候投资、4,000 亿美元的儿童保育和学前教育、2,000 亿美元的儿童税和劳动所得税收抵免、1,500 亿美元的居家照护和 1,300 亿美元的平价医疗法案抵免等。然而该计划不包括带薪家庭休假。该计划的资金来源将包括针对富裕阶层的征税，以及对公司和股票回购征收新税。然而它不会提高企业所得税率和最高个人税率。据拜登表示，该法案将于本周进行投票。目前还不清楚它是否得到了所有国会民主党人的支持。**2）中国财政政策：**10 月 27 日，国务院总理李克强主持召开国务院常务会议。针对大宗商品价格高位运行、生产成本大幅上升等对企业带来的影响，会议决定，对今年四季度制造业中小微企业实现的企业所得税和国内增值税、国内消费税及随其附征的城市建设维护税等实行阶段性税收缓缴纳。缓税自今年 11 月 1 日起实施，至明年 1 月结束，预计可为制造业中小微企业缓税 2000 亿元左右。

宏观经济数据：中国：1）9 月规模以上工业企业利润同比增长 16.3%（8 月：10.1%）。2）10 月官方制造业 PMI 为 49.2，不及预期（9 月：49.6）；官方非制造业 PMI 为 52.4，不及预期（9 月：53.2）。3）10 月财新制造业 PMI 为 50.6，超出预期（9 月：50.0）。**美国：**1）9 月新屋销售为 80 万套，超出预期（8 月：70.2 万套）。2）9 月成屋签约销售指数环比下降 2.3%，逊于预期（8 月：8.1%）。3）9 月耐用品订单环比下降 0.4%，超出预期（8 月：1.3%）；扣除飞机非国防资本耐用品订单环比上升 0.8%，好于预期（8 月：0.5%）。4）21 年三季度 GDP 年化环比增长 2.0%，低于预期（21 年二季度：6.7%）。5）21 年三季度就业成本指数环比上升 1.3%，高于预期（21 年二季度：0.7%）。6）9 月个人消费支出环比增长 0.6%，与预期一致（8 月：1.0%）；个人收入环比下降 1.0%，低于预期（8 月：0.2%）。7）9 月 PCE 物价指数环比增长 0.3%/同比增长 4.4%，均与市场预期一致（8 月：环比增长 0.3%/同比增长 4.2%）；核心 PCE 物价指数环比上升 0.2%/同比上升 3.6%，环比与预期一致/同比低于预期（8 月：环比上升 0.3%/同比上升 3.6%）。8）10 月密歇根大学消费者信心指数终值为 71.7，高于预期（10 月初值：71.4）。

股市概况：过去一周恒生、MSCI 中国、沪深 300 指数分别下跌 2.9%、4.2%、1.0%。MSCI 中国指数：公用事业（+5.5%）板块跑赢大市，房地产（-11.5%）和保险（-8.4%）板块则表现不佳。恒生/MSCI 中国/沪深 300 指数估值分别为 11.7 倍/14.1 倍/14.6 倍前瞻市盈率（过去三年的中值水平为 11.2 倍/12.8 倍/12.6 倍）。由于政策逆风可能较此前预期的持续更长时间，尽管估值不高，我们对互联网/游戏/教育板块仍然持审慎看法。我们继续看好周期性股份。我们预期，四季度日常消费板块面对的原材料价格上涨压力将有所缓解。**主要催化剂/风险：**1）宏观数据；2）新冠疫情的发展；3）中美关系；4）政府监管措施；5）恒大流动性危机。

郭圆涛, PhD

+852 3189 6121
jessieguo@cmschina.com.hk

钱鹭, CFA

+852 3189 6752
edithqian@cmschina.com.hk

张轩扬, PhD

+852 3189 6751
harringtonzhang@cmschina.com.hk

相关报告

1. November FOMC meeting preview (2021/10/29)
2. US 3Q GDP growth slowed significantly (2021/10/29)
3. 招证国际策略周报 (2021/10/25) - 房地产税改革试点即将在部分地区启动 (2021/10/25)
4. US industrial output fell amid chip shortage and hurricane (2021/10/19)
5. US monthly inflation stays modest (2021/10/15)
6. US labour market recovery cooled further (2021/10/10)

目录

中国宏观数据概览 3
美国宏观数据概览 4
全球市场概览 5
　　全球股票市场表现 5
　　全球大宗商品及货币表现 6
　　全球股票市场估值 7
中国/香港市场概览 8
　　分行业表现 8
　　分行业估值 10
　　盈利预测调整 11
　　市场成交额 11
　　陆港通 12
　　亚洲新兴市场资金流动 14
招商证券首选推荐 15
主要报告 16

图表

图表 1: 中国主要宏观数据 3
图表 2: 美国主要宏观数据 4
图表 3: 主要股指本币计价回报（根据年初至今回报排序） 5
图表 4: 主要股指美元计价回报（根据年初至今回报排序） 5
图表 5: 主要大宗商品美元计价价格变动（根据年初至今变动排序） 6
图表 6: 主要货币兑美元表现（根据年初至今表现排序） 6
图表 7: 主要股指目前前瞻市盈率及历史水平 7
图表 8: 主要股指目前前瞻市净率及历史水平 7
图表 9: MSCI 中国指数分行业绝对回报（根据过去一周回报排序） 8
图表 10: MSCI 中国指数分行业相对表现（根据过去一周表现排序） 8
图表 11: 沪深 300 指数分行业绝对回报（根据过去一周回报排序） 9
图表 12: 沪深 300 指数分行业相对表现（根据过去一周表现排序） 9
图表 13: MSCI 中国指数分行业前瞻市盈率（12 个月前瞻市盈率） 10
图表 14: MSCI 中国指数年初至今分行业股价表现：估值变化和盈利调整 10
图表 15: 恒生指数 EPS 一致预测调整 11
图表 16: MSCI 中国指数 EPS 一致预测调整 11
图表 17: 港股市场日均成交额 11
图表 18: A 股市场日均成交额 11
图表 19: 南下资金成交额 12
图表 20: 南下资金净流入 12
图表 21: 南下分板块资金净流入 12
图表 22: 北上资金成交额 13
图表 23: 北上资金净流入 13
图表 24: 北上分板块资金净流入 13
图表 25: 过去 52 周流入除中国外亚洲新兴股票市场的外资资金 14
图表 26: 累计流入除中国外亚洲新兴股票市场的外资资金 vs. MSCI 亚洲除日本指数 14
图表 27: 首选推荐 15

中国宏观数据概览

图表 1：中国主要宏观数据

	2021								
	二季度			三季度			四季度	本次发布	下次发布
	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	日期	日期
GDP 同比%			7.9			4.9		2021-10-18	2021-11-15
GDP 累计同比%			12.7			9.8		2021-10-18	2021-11-15
GDP 环比%（季调）			1.2			0.2		2021-10-18	2021-11-15
CPI 同比%	0.9	1.3	1.1	1.0	0.8	0.7		2021-10-13	2021-11-10
PPI 同比%	6.8	9.0	8.8	9.0	9.5	10.7		2021-10-13	2021-11-10
官方制造业 PMI	51.1	51.0	50.9	50.4	50.1	49.6	49.2	2021-10-30	2021-11-30
官方非制造业 PMI	54.9	55.2	53.5	53.3	47.5	53.2	52.4	2021-10-30	2021-11-30
官方综合 PMI	53.8	54.2	52.9	52.4	48.9	51.7	50.8	2021-10-30	2021-11-30
财新制造业 PMI	51.9	52.0	51.3	50.3	49.2	50.0	50.6	2021-11-01	2021-12-01
财新服务业 PMI	56.3	55.1	50.3	54.9	46.7	53.4		2021-10-08	2021-11-01
财新综合 PMI	54.7	53.8	50.6	53.1	47.2	51.4		2021-10-08	2021-11-01
出口同比%	32.1	27.8	32.2	19.3	25.6	28.1		2021-10-12	2021-11-07
进口同比%	43.9	51.6	36.9	28.2	33.1	17.6		2021-10-12	2021-11-07
贸易帐顺差 (十亿美元)	41.2	44.3	51.2	56.3	58.4	66.8		2021-10-12	2021-11-07
城镇调查失业率%	5.1	5.0	5.0	5.1	5.1	4.9		2021-10-18	2021-11-15
工业增加值同比%	9.8	8.8	8.3	6.4	5.3	3.1		2021-10-18	2021-11-15
工业增加值累计同比%	20.3	17.8	15.9	14.4	13.1	11.8		2021-10-18	2021-11-15
规模以上工业企业利润同比%	57.0	36.4	20.0	16.4	10.1	16.3		2021-10-26	2021-11-27
规模以上工业企业利润累计同比%	106.1	83.4	66.9	57.3	49.5	44.7		2021-10-26	2021-11-27
社会消费品零售总额同比%	17.7	12.4	12.1	8.5	2.5	4.4		2021-10-18	2021-11-15
社会消费品零售总额累计同比%	29.6	25.7	23.0	20.7	18.1	16.4		2021-10-18	2021-11-15
城镇固定资产投资累计同比%	19.9	15.4	12.6	10.3	8.9	7.3		2021-10-18	2021-11-15
基建投资%	18.4	11.8	7.8	4.6	2.9	1.5		2021-10-18	2021-11-15
房地产开发投资%	21.6	18.3	15.0	12.7	10.9	8.8		2021-10-18	2021-11-15
制造业投资%	23.8	20.4	19.2	17.3	15.7	14.8		2021-10-18	2021-11-15
M1 同比%	6.2	6.1	5.5	4.9	4.2	3.7		2021-10-13	2021-11-09
M2 同比%	8.1	8.3	8.6	8.3	8.2	8.3		2021-10-13	2021-11-09
社会融资规模 (十亿元人民币)	1,857	1,952	3,701	1,075	2,973	2,902		2021-10-13	2021-11-09
新增人民币贷款 (十亿元人民币)	1,469	1,496	2,120	1,083	1,215	1,663		2021-10-13	2021-11-09
金融机构贷款余额同比%	12.3	12.2	12.3	12.3	12.1	11.9		2021-10-13	2021-11-09
财政收入累计同比%	25.5	24.2	21.8	20.0	18.4	16.3		2021-10-23	2021-11-18
财政支出累计同比%	3.8	3.6	4.5	3.3	3.6	2.3		2021-10-23	2021-11-18
十年期国债收益率%	3.16	3.07	3.09	2.86	2.85	2.88	2.97		
3 个月 SHIBOR%	2.58	2.48	2.46	2.40	2.36	2.43	2.45		
美元兑人民币	6.47	6.37	6.46	6.46	6.46	6.44	6.41		

资料来源：彭博、招商证券（香港）研究部

美国宏观数据概览

图表 2：美国主要宏观数据

	2021								
	二季度			三季度			四季度	本次发布	下次发布
	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	日期	日期
GDP 年化环比%			6.7			2.0		2021-10-28	2021-11-24
个人消费支出			12.0			1.6		2021-10-28	2021-11-24
私人投资			-3.9			11.7		2021-10-28	2021-11-24
政府消费和投资			-2.0			0.8		2021-10-28	2021-11-24
CPI 同比%	4.2	5.0	5.4	5.4	5.3	5.4		2021-10-13	2021-11-10
核心 CPI 同比%	3.0	3.8	4.5	4.3	4.0	4.0		2021-10-13	2021-11-10
PCE 物价指数同比%	3.6	4.0	4.0	4.2	4.2	4.4		2021-10-29	2021-11-24
核心 PCE 物价指数同比%	3.1	3.5	3.6	3.6	3.6	3.6		2021-10-29	2021-11-24
PPI 同比%	6.5	7.0	7.3	7.8	8.3	8.6		2021-10-14	2021-11-09
核心 PPI 同比%	4.6	5.3	5.6	6.2	6.7	6.8		2021-10-14	2021-11-09
ISM 制造业 PMI	60.7	61.2	60.6	59.5	59.9	61.1		2021-10-01	2021-11-01
ISM 服务业 PMI	62.7	64.0	60.1	64.1	61.7	61.9		2021-10-05	2021-11-03
Markit 制造业 PMI	60.5	62.1	62.1	63.4	61.1	60.7	59.2	2021-11-01	2021-11-01
Markit 服务业 PMI	64.7	70.4	64.6	59.9	55.1	54.9	58.2	2021-10-22	2021-11-03
Markit 综合 PMI	63.5	68.7	63.7	59.9	55.4	55.0	57.3	2021-10-22	2021-11-03
耐用品订单环比%	-0.7	3.2	0.8	0.5	1.3	-0.4		2021-10-27	2021-11-03
扣除运输类耐用品订单环比%	1.7	0.6	0.6	0.8	0.3	0.4		2021-10-27	2021-11-03
扣除飞机非国防资本耐用品订单环比%	2.7	0.6	1.0	0.3	0.5	0.8		2021-10-27	2021-11-03
工厂订单环比%	-0.1	2.3	1.5	0.7	1.2			2021-10-04	2021-11-03
扣除运输类工厂订单环比%	1.0	1.0	1.5	0.9	0.5			2021-10-04	2021-11-03
工业产出环比%	0.1	0.7	0.5	1.0	-0.1	-1.3		2021-10-18	2021-11-16
制造业产出环比%	-0.2	0.8	-0.3	1.7	-0.4	-0.7		2021-10-18	2021-11-16
零售销售环比%	0.9	-1.4	0.9	-1.6	0.9	0.7		2021-10-15	2021-11-16
零售销售(除汽车)环比%	-0.1	-0.4	1.7	-0.9	2.0	0.8		2021-10-15	2021-11-16
密歇根大学消费者信心指数	88.3	82.9	85.5	81.2	70.3	72.8	71.7	2021-10-29	2021-11-12
密歇根大学消费者预期指数	82.7	78.8	83.5	79.0	65.1	68.1	67.9	2021-10-29	2021-11-12
密歇根大学消费者现况指数	97.2	89.4	88.6	84.5	78.5	80.1	77.7	2021-10-29	2021-11-12
个人收入环比%	-13.6	-2.2	0.2	1.1	0.2	-1.0		2021-10-29	2021-11-24
个人消费支出(PCE)环比%	1.0	0.0	1.1	0.1	1.0	0.6		2021-10-29	2021-11-24
ADP 就业人数变动(千人)	621.9	882.0	741.4	321.5	339.7	568.1		2021-10-06	2021-11-03
非农就业人口变动(千人)	269	614	962	1,091	366	194		2021-10-08	2021-11-05
JOLTS 职位空缺(千人)	9,193	9,483	10,185	11,098	10,439			2021-10-12	2021-11-12
失业率%	6.1	5.8	5.9	5.4	5.2	4.8		2021-10-08	2021-11-05
新屋销售环比%	-8.8	-7.9	-6.8	4.2	-1.4	14.0		2021-10-26	2021-11-24
成屋销售环比%	-2.7	-1.2	1.6	2.2	-2.0	7.0		2021-10-21	2021-11-22
新屋开工环比%	-12.2	5.3	4.0	-5.7	1.2	-1.6		2021-10-19	2021-11-17
营建许可环比%	-1.3	-2.9	-5.3	2.3	5.6	-7.8		2021-10-19	2021-11-17
成屋签约销售指数环比%	-4.4	8.3	-2.0	-2.0	8.1	-2.3		2021-10-28	2021-11-29
贸易帐(十亿美元)	-66.7	-68.5	-73.2	-70.3	-73.3			2021-10-05	2021-11-04
政府预算赤字(十亿美元)	-225.6	-132.0	-174.2	-302.1	-170.6	-61.5		2021-10-22	2021-11-11
联邦基金利率%	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25		
3 个月美国国债利率%	0.00	0.00	0.04	0.04	0.04	0.03	0.05		
十年期美国国债利率%	1.63	1.59	1.47	1.22	1.31	1.49	1.55		
美元指数	91.3	89.8	92.4	92.2	92.6	94.2	94.1		

资料来源：彭博、招商证券（香港）研究部

全球市场概览

全球股票市场表现

图表 3：主要股指本币计价回报（根据年初至今回报排序）

	股指回报 – 本币计价						
	一周	两周	1 个月	3 个月	6 个月	年初至今	12 个月
越南 VN-Index	4.0%	3.7%	7.8%	11.6%	16.5%	30.8%	57.1%
俄罗斯 MOEX	-1.1%	-2.6%	2.3%	9.1%	16.2%	26.2%	53.2%
印度 Sensex	-2.5%	-3.3%	-0.2%	12.6%	19.2%	24.2%	49.2%
美国标普 500	1.3%	3.0%	5.6%	4.2%	9.4%	22.6%	39.1%
加拿大 S&P/TSX 综合	-0.8%	0.5%	4.4%	3.6%	9.2%	20.7%	34.2%
欧洲 STOXX	0.8%	1.3%	4.5%	2.5%	8.4%	19.2%	39.1%
台湾 TWSE	0.6%	1.2%	0.8%	-2.4%	-3.3%	15.3%	34.2%
新加坡海峡时报	-0.2%	0.8%	4.0%	0.6%	-0.7%	12.5%	30.5%
英国富时 100	0.5%	0.0%	1.8%	2.2%	4.0%	12.0%	29.7%
泰国 SET	-1.2%	-0.9%	0.4%	5.6%	2.1%	12.0%	35.1%
澳大利亚 S&P/ASX 200	-1.2%	-0.5%	1.8%	-1.3%	3.4%	11.2%	22.9%
日本 Topix	-0.1%	-1.1%	-1.8%	3.8%	4.8%	10.9%	24.2%
印尼 JCI	-0.8%	-0.6%	7.0%	7.7%	9.6%	10.2%	28.5%
韩国 KOSPI	-1.2%	-1.5%	-2.9%	-8.4%	-6.4%	3.4%	27.7%
新西兰 S&P/NZX 50	0.1%	0.7%	-0.2%	2.9%	3.0%	0.1%	7.4%
菲律宾 PSEi	-3.2%	-2.2%	1.7%	8.6%	8.7%	-1.2%	12.9%
MSCI 新兴市场	-2.2%	-1.5%	1.1%	-2.4%	-7.3%	-2.1%	12.9%
MSCI 亚太区除日本外	-2.0%	-0.4%	2.1%	-1.9%	-8.2%	-2.2%	11.8%
马来西亚 KLCI	-1.6%	-2.3%	0.9%	3.3%	-2.9%	-4.0%	4.5%
沪深 300	-1.0%	-0.5%	1.5%	1.2%	-4.9%	-5.8%	2.8%
香港恒生	-2.9%	0.2%	2.9%	-3.6%	-13.4%	-6.8%	3.2%
巴西 IBOV	-2.6%	-9.7%	-6.8%	-17.6%	-13.8%	-13.0%	7.2%
MSCI 中国	-4.2%	-0.8%	3.2%	-3.8%	-17.0%	-14.9%	-11.9%

资料来源：彭博、招商证券（香港）研究部；数据截至 2021 年 10 月 29 日

图表 4：主要股指美元计价回报（根据年初至今回报排序）

	股指回报 – 美元计价						
	一周	两周	1 个月	3 个月	6 个月	年初至今	12 个月
越南 VN-Index	4.0%	3.7%	7.8%	12.7%	18.1%	32.8%	60.1%
俄罗斯 MOEX	-2.0%	-2.6%	5.0%	12.3%	22.2%	32.5%	70.6%
加拿大 S&P/TSX 综合	-1.0%	0.5%	7.4%	4.0%	8.3%	24.3%	44.6%
美国标普 500	1.3%	3.0%	5.6%	4.2%	9.4%	22.6%	39.1%
印度 Sensex	-2.5%	-3.2%	-1.0%	11.6%	17.7%	21.0%	48.0%
台湾 TWSE	0.8%	1.9%	0.8%	-2.0%	-3.1%	16.5%	38.0%
欧洲 STOXX	0.0%	0.8%	3.9%	-0.5%	3.2%	12.5%	37.7%
英国富时 100	-0.1%	-0.6%	3.7%	0.1%	2.0%	12.2%	37.4%
新加坡海峡时报	-0.3%	0.7%	5.0%	0.8%	-2.4%	10.1%	32.2%
印尼 JCI	-1.0%	-1.8%	7.7%	9.1%	11.1%	8.7%	32.5%
澳大利亚 S&P/ASX 200	-0.7%	0.8%	6.5%	0.3%	0.0%	8.5%	31.6%
泰国 SET	-1.1%	-0.8%	2.2%	4.0%	-4.5%	0.6%	26.5%
日本 Topix	-0.6%	-1.0%	-3.7%	-0.3%	0.0%	0.4%	14.0%
新西兰 S&P/NZX 50	0.1%	1.9%	4.1%	5.1%	1.9%	-0.4%	16.2%
MSCI 新兴市场	-2.2%	-1.5%	1.1%	-2.4%	-7.3%	-2.1%	12.9%
MSCI 亚太区除日本外	-2.0%	-0.4%	2.1%	-1.9%	-8.2%	-2.2%	11.8%
沪深 300	-1.3%	0.0%	2.6%	2.0%	-4.0%	-4.0%	7.8%
韩国 KOSPI	-1.0%	-0.8%	-1.9%	-10.9%	-11.7%	-4.2%	23.1%
菲律宾 PSEi	-2.8%	-1.8%	2.6%	7.9%	4.1%	-6.1%	8.2%
马来西亚 KLCI	-1.4%	-1.8%	2.1%	5.8%	-3.7%	-6.7%	4.9%
香港恒生	-2.9%	0.2%	3.0%	-3.7%	-13.6%	-7.1%	2.9%
MSCI 中国	-4.3%	-0.8%	3.3%	-3.8%	-17.2%	-15.2%	-12.2%
巴西 IBOV	-1.6%	-12.9%	-10.6%	-26.2%	-18.2%	-20.4%	9.4%

资料来源：彭博、招商证券（香港）研究部；数据截至 2021 年 10 月 29 日

全球大宗商品及货币表现

图表 5：主要大宗商品美元计价价格变动（根据年初至今变动排序）

	一周	两周	1 个月	3 个月	6 个月	年初至今	12 个月
能源							
天然气	2.8%	0.3%	-0.9%	33.7%	86.4%	113.7%	64.4%
汽油	-0.8%	-1.0%	10.4%	4.7%	17.2%	74.8%	134.1%
WTI 原油	-0.2%	1.6%	11.7%	13.5%	28.5%	72.2%	131.0%
热油	-1.7%	-3.0%	8.2%	14.0%	27.3%	69.1%	129.4%
布伦特原油	-1.3%	-0.6%	7.3%	11.0%	23.1%	62.9%	124.1%
金属							
铝	-5.3%	-14.3%	-6.7%	4.8%	12.4%	37.2%	50.7%
锌	-2.0%	-11.0%	10.6%	12.7%	15.7%	22.8%	33.5%
铜	-2.1%	-7.6%	3.7%	-3.3%	-3.9%	22.3%	41.1%
镍	-1.5%	-2.9%	6.0%	-2.0%	12.7%	17.1%	25.2%
铂	-2.1%	-3.4%	7.6%	-4.3%	-14.7%	-4.5%	20.0%
金	-0.5%	0.9%	3.4%	-2.6%	0.8%	-5.9%	-4.5%
银	-1.7%	2.5%	11.2%	-6.8%	-8.1%	-9.3%	2.5%
铁矿石	-7.1%	-13.8%	-3.6%	-42.7%	-48.1%	-39.4%	-21.0%
农产品							
咖啡	2.1%	0.3%	5.5%	3.8%	44.2%	59.0%	95.0%
棉花	6.1%	7.0%	10.5%	26.5%	33.7%	47.0%	64.5%
糖	1.0%	-2.7%	1.7%	5.3%	12.8%	24.4%	33.8%
小麦	2.2%	5.3%	8.8%	9.6%	4.8%	20.6%	28.0%
玉米	5.6%	8.1%	5.4%	1.8%	-19.1%	17.4%	42.6%
活牛	2.6%	1.1%	4.6%	4.0%	6.6%	12.8%	19.9%
瘦肉猪	3.8%	-2.8%	-16.2%	-28.4%	-30.0%	8.3%	15.9%
大豆	1.2%	1.5%	-3.7%	-13.8%	-19.9%	-6.0%	17.5%

资料来源：彭博、招商证券（香港）研究部；数据截至 2021 年 10 月 29 日

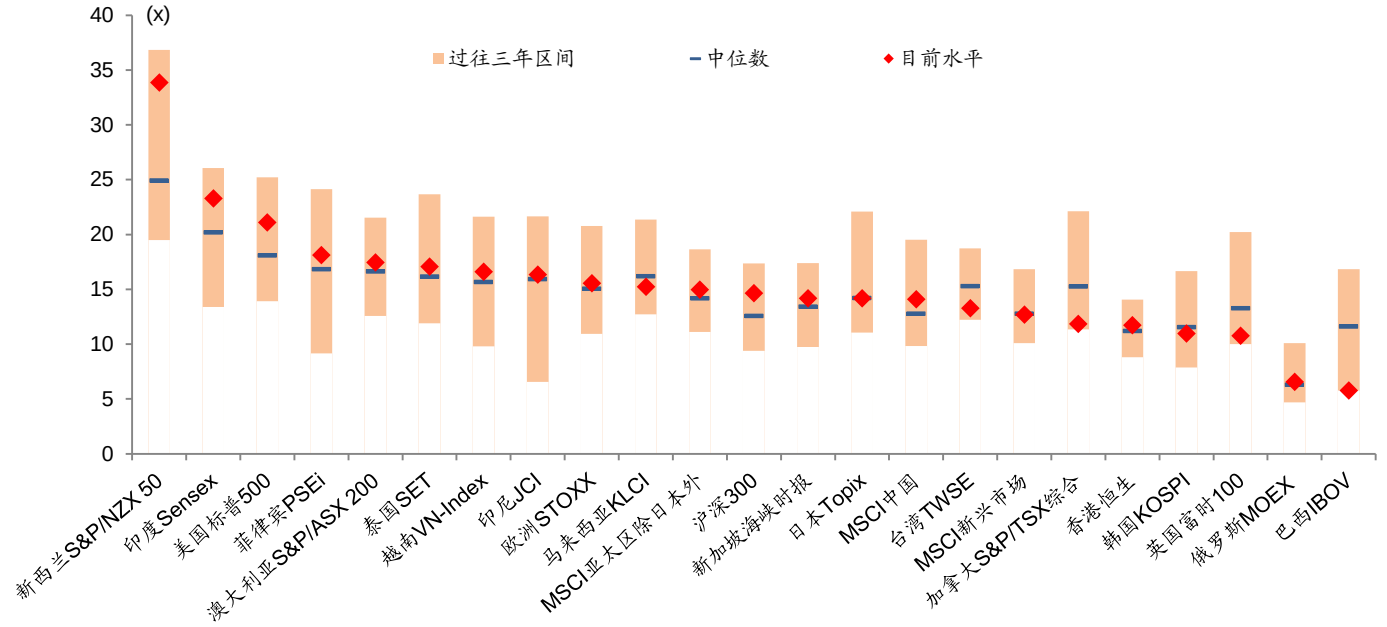
图表 6：主要货币兑美元表现（根据年初至今表现排序）

	一周	两周	1 个月	3 个月	6 个月	年初至今	12 个月
俄罗斯卢布	-0.4%	0.2%	2.9%	3.2%	5.3%	4.7%	11.6%
加拿大元	-0.2%	-0.2%	3.0%	0.5%	-0.8%	3.1%	7.8%
中国人民币	-0.3%	0.5%	1.0%	0.8%	1.0%	1.9%	4.8%
越南盾	0.0%	0.0%	0.0%	0.9%	1.3%	1.5%	1.9%
新台币	0.2%	0.7%	0.0%	0.4%	0.2%	1.1%	2.8%
英镑	-0.5%	-0.4%	2.0%	-2.0%	-1.8%	0.3%	6.1%
新西兰元	0.2%	1.4%	4.4%	2.3%	-0.9%	-0.3%	8.4%
印度尼西亚卢比	-0.3%	-0.7%	0.9%	2.2%	2.0%	-0.8%	3.2%
新加坡元	0.0%	0.0%	0.9%	0.3%	-1.7%	-2.0%	1.4%
澳大利亚元	0.7%	1.3%	4.7%	1.6%	-3.2%	-2.3%	7.2%
印度卢比	0.0%	0.5%	-1.0%	-0.8%	-1.1%	-2.4%	-1.0%
马来西亚林吉特	0.2%	0.4%	1.1%	2.4%	-0.9%	-2.9%	0.3%
墨西哥比索	-1.9%	-1.1%	0.1%	-3.5%	-2.5%	-3.0%	4.1%
瑞士法郎	0.0%	0.7%	2.1%	-1.1%	-0.7%	-3.4%	0.1%
南非兰特	-2.7%	-4.2%	-0.3%	-4.5%	-6.0%	-3.7%	7.7%
瑞典克朗	-0.2%	0.3%	2.4%	-0.5%	-2.4%	-4.4%	3.9%
菲律宾比索	0.7%	0.6%	0.9%	-0.2%	-4.2%	-4.7%	-4.0%
欧元	-0.7%	-0.3%	-0.3%	-2.7%	-4.6%	-5.5%	-0.8%
韩元	0.7%	1.2%	1.2%	-1.9%	-5.1%	-7.0%	-3.2%
巴西里尔	0.2%	-3.1%	-3.9%	-9.9%	-5.3%	-7.9%	2.5%
日元	-0.4%	0.2%	-1.8%	-3.9%	-4.4%	-9.3%	-8.1%
泰铢	0.1%	0.5%	2.1%	-1.3%	-6.2%	-9.9%	-6.1%
智利比索	0.2%	1.1%	-0.6%	-6.7%	-13.4%	-12.8%	-5.1%
阿根廷比索	-0.3%	-0.5%	-1.0%	-3.1%	-6.2%	-15.6%	-21.5%
土耳其里拉	0.0%	-3.6%	-7.3%	-12.0%	-14.4%	-22.7%	-13.6%

资料来源：彭博、招商证券（香港）研究部；数据截至 2021 年 10 月 29 日

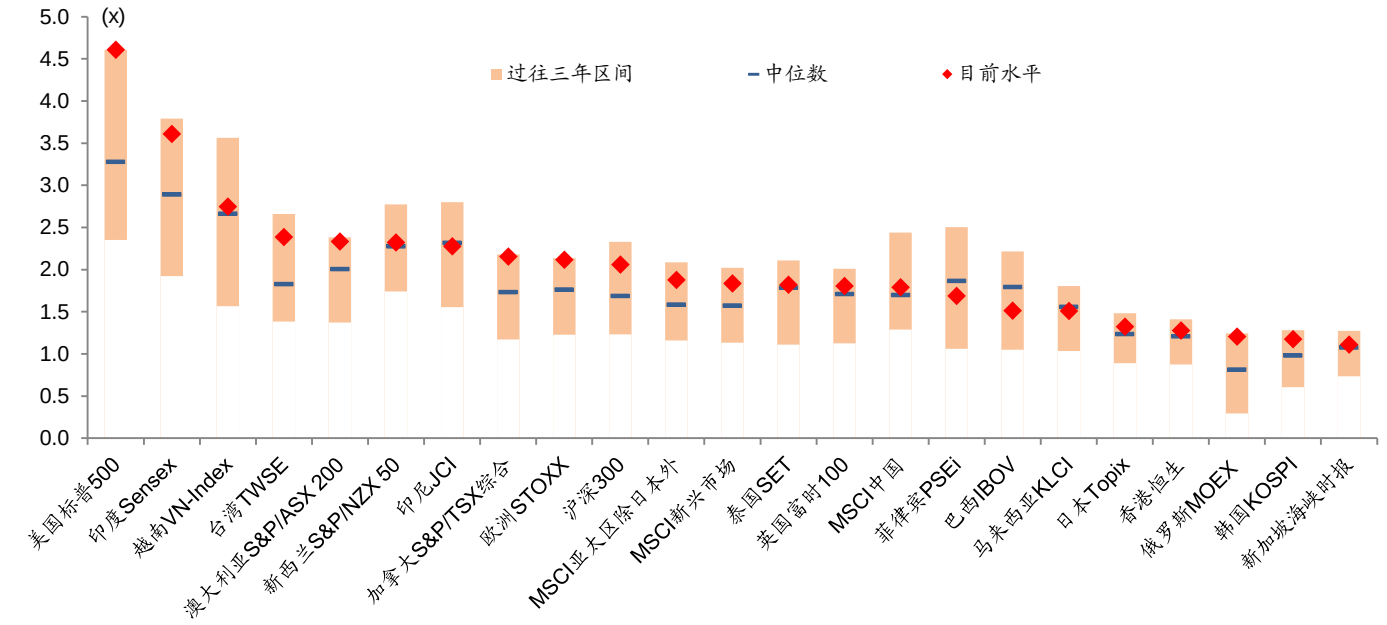
全球股票市场估值

图表 7：主要股指目前前瞻市盈率及历史水平



资料来源：彭博、招商证券（香港）研究部；目前前瞻市盈率数据截至 2021 年 10 月 29 日

图表 8：主要股指目前前瞻市净率及历史水平



资料来源：彭博、招商证券（香港）研究部；目前前瞻市净率数据截至 2021 年 10 月 29 日

中国/香港市场概览

分行业表现

图表 9：MSCI 中国指数分行业绝对回报（根据过去一周回报排序）

	绝对表现						
	一周	两周	1 个月	3 个月	6 个月	年初至今	12 个月
公用事业	5.5%	4.8%	-3.1%	4.7%	8.6%	16.2%	37.2%
日常消费	0.0%	1.2%	3.8%	4.9%	-11.4%	-15.1%	-0.5%
工业	-0.3%	1.6%	2.8%	3.5%	-0.6%	9.6%	23.1%
信息技术	-1.8%	1.7%	1.8%	-8.0%	-9.0%	-17.9%	2.7%
银行	-1.8%	-0.8%	-0.5%	1.6%	-12.2%	-1.7%	6.6%
多元金融	-2.6%	-0.3%	-3.9%	3.8%	-6.6%	-13.2%	-10.4%
医疗保健	-2.7%	-0.5%	-5.8%	-12.6%	-16.1%	-5.0%	9.1%
能源	-4.5%	-6.7%	-3.9%	12.4%	7.0%	23.4%	31.9%
原材料	-4.6%	-2.8%	-0.6%	-2.3%	-0.5%	13.2%	33.8%
可选消费	-5.1%	-0.5%	8.4%	-5.0%	-18.9%	-21.4%	-25.1%
通信服务	-6.0%	-2.2%	5.0%	-3.9%	-25.1%	-17.8%	-18.5%
保险	-8.4%	-2.6%	1.8%	-8.2%	-27.6%	-32.1%	-23.8%
房地产	-11.5%	-4.9%	-2.9%	-7.8%	-31.9%	-29.1%	-28.1%
MSCI 中国	**-4.2%**	**-0.8%**	**3.2%**	**-3.8%**	**-17.0%**	**-14.9%**	**-11.9%**

资料来源：彭博、MSCI、招商证券（香港）研究部；数据截至 2021 年 10 月 29 日

图表 10：MSCI 中国指数分行业相对表现（根据过去一周表现排序）

	相对表现						
	一周	两周	1 个月	3 个月	6 个月	年初至今	12 个月
公用事业	10.2%	5.6%	-6.1%	8.8%	30.9%	36.5%	55.7%
日常消费	4.4%	2.0%	0.6%	8.9%	6.8%	-0.3%	13.0%
工业	4.1%	2.4%	-0.4%	7.5%	19.8%	28.8%	39.8%
信息技术	2.6%	2.5%	-1.4%	-4.4%	9.6%	-3.5%	16.6%
银行	2.5%	0.0%	-3.6%	5.6%	5.9%	15.5%	21.0%
多元金融	1.8%	0.5%	-6.9%	7.8%	12.6%	2.0%	1.8%
医疗保健	1.6%	0.3%	-8.8%	-9.2%	1.1%	11.7%	23.8%
能源	-0.2%	-6.0%	-6.9%	16.8%	28.9%	45.1%	49.8%
原材料	-0.4%	-2.0%	-3.7%	1.5%	19.9%	33.0%	52.0%
可选消费	-0.9%	0.3%	5.0%	-1.3%	-2.3%	-7.6%	-14.9%
通信服务	-1.8%	-1.4%	1.7%	-0.1%	-9.8%	-3.4%	-7.5%
保险	-4.4%	-1.9%	-1.4%	-4.6%	-12.7%	-20.2%	-13.5%
房地产	-7.6%	-4.2%	-5.9%	-4.2%	-17.9%	-16.7%	-18.3%

资料来源：彭博、MSCI、招商证券（香港）研究部；数据截至 2021 年 10 月 29 日

图表 11：沪深 300 指数分行业绝对回报（根据过去一周回报排序）

	绝对表现						
	一周	两周	1 个月	3 个月	6 个月	年初至今	12 个月
公用事业	3.3%	4.6%	-5.4%	26.6%	21.4%	25.8%	29.9%
工业	2.0%	3.3%	5.0%	7.2%	21.0%	18.2%	27.1%
信息技术	1.7%	1.2%	4.4%	-4.6%	11.5%	4.6%	4.9%
电信	-0.2%	-3.1%	-0.9%	1.3%	-4.1%	-12.0%	-18.4%
日常消费	-1.1%	-1.8%	2.6%	6.2%	-9.1%	-9.6%	2.2%
医疗保健	-1.1%	-2.7%	-2.7%	-9.4%	-12.6%	-7.9%	-8.4%
可选消费	-1.5%	-0.2%	5.4%	3.3%	-3.0%	-4.5%	0.2%
银行	-1.8%	-0.3%	2.0%	5.5%	-5.9%	3.1%	8.1%
原材料	-1.9%	-0.2%	1.7%	4.5%	27.0%	38.1%	54.7%
多元金融	-2.3%	-1.7%	-4.1%	5.8%	6.5%	-9.1%	-6.9%
能源	-6.4%	-8.4%	-10.5%	19.0%	27.4%	36.2%	46.8%
保险	-7.4%	-2.0%	1.2%	-2.6%	-27.6%	-37.5%	-32.8%
房地产	-8.1%	-7.4%	-8.1%	3.2%	-13.8%	-17.7%	-20.4%
沪深 300	**-1.0%**	**-0.5%**	**1.5%**	**1.2%**	**-4.9%**	**-5.8%**	**2.8%**

资料来源：万得、招商证券（香港）研究部；数据截至 2021 年 10 月 29 日

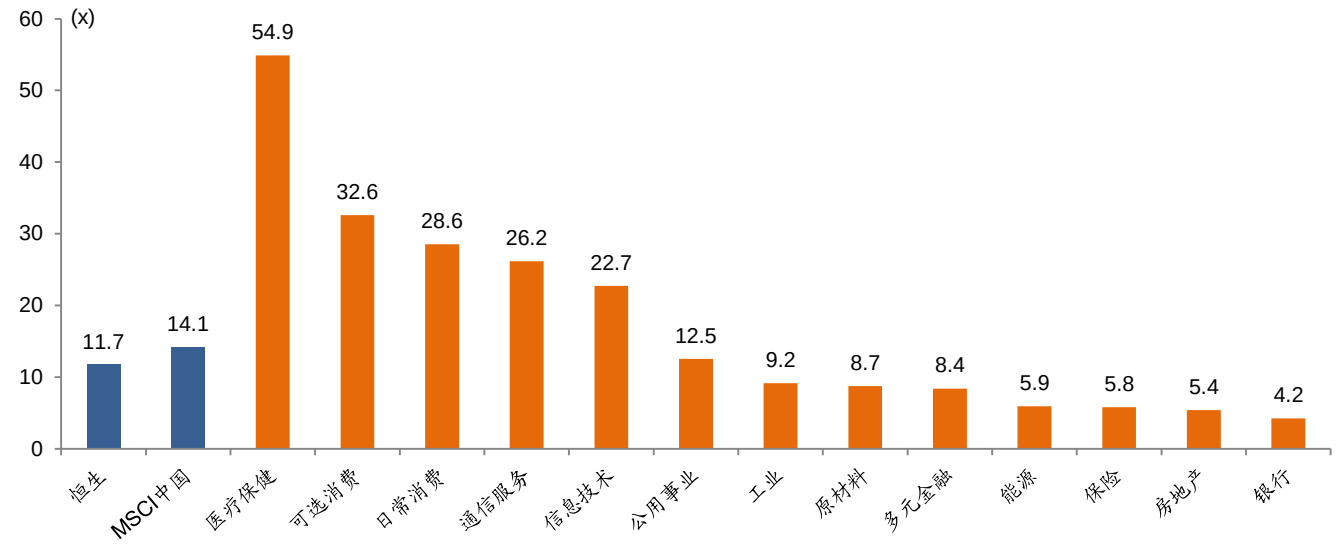
图表 12：沪深 300 指数分行业相对表现（根据过去一周表现排序）

	相对表现						
	一周	两周	1 个月	3 个月	6 个月	年初至今	12 个月
公用事业	4.4%	5.0%	-6.8%	25.1%	27.7%	33.6%	26.3%
工业	3.1%	3.8%	3.4%	5.9%	27.3%	25.5%	23.6%
信息技术	2.8%	1.7%	2.8%	-5.8%	17.3%	11.1%	2.0%
电信	0.9%	-2.7%	-2.4%	0.1%	0.8%	-6.6%	-20.7%
日常消费	-0.1%	-1.4%	1.1%	4.9%	-4.3%	-4.1%	-0.6%
医疗保健	-0.1%	-2.2%	-4.2%	-10.5%	-8.1%	-2.2%	-10.9%
可选消费	-0.5%	0.3%	3.8%	2.0%	2.1%	1.4%	-2.6%
银行	-0.8%	0.1%	0.5%	4.2%	-1.0%	9.5%	5.1%
原材料	-0.9%	0.3%	0.2%	3.3%	33.6%	46.6%	50.4%
多元金融	-1.3%	-1.2%	-5.6%	4.5%	12.0%	-3.5%	-9.4%
能源	-5.4%	-7.9%	-11.9%	17.5%	34.1%	44.6%	42.8%
保险	-6.4%	-1.5%	-0.3%	-3.8%	-23.8%	-33.7%	-34.7%
房地产	-7.1%	-6.9%	-9.5%	2.0%	-9.3%	-12.6%	-22.6%

资料来源：万得、招商证券（香港）研究部；数据截至 2021 年 10 月 29 日

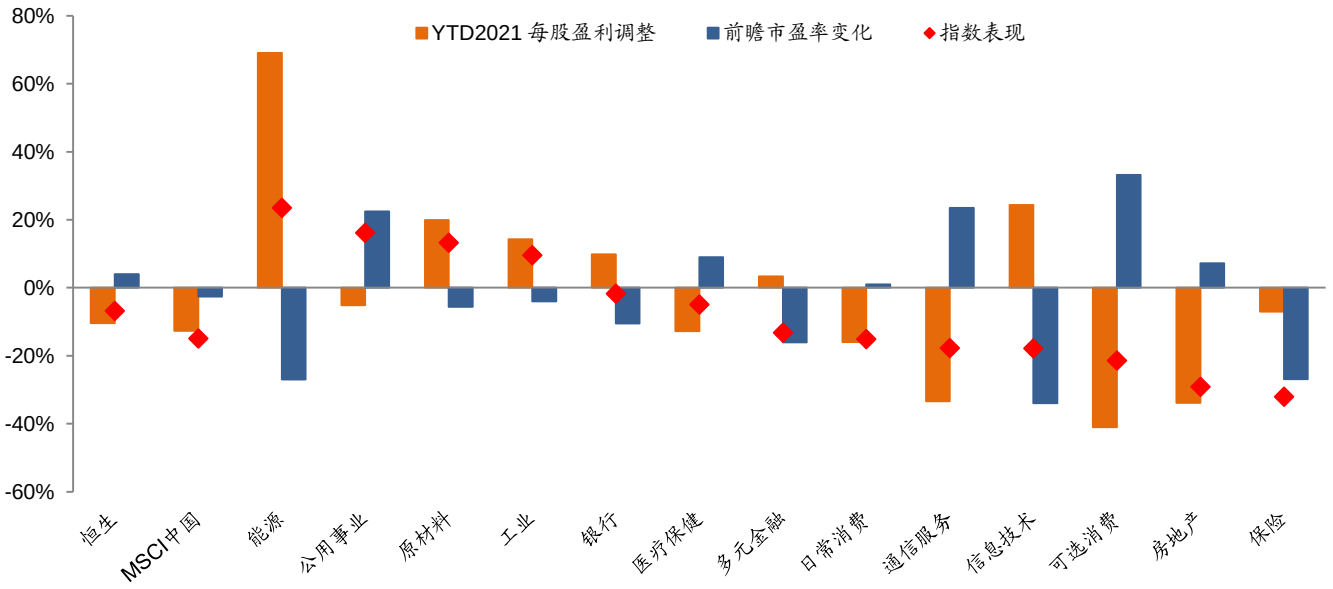
分行业估值

图表 13：MSCI 中国指数分行业前瞻市盈率（12 个月前瞻市盈率）



资料来源：彭博、招商证券（香港）研究部；数据截至 2021 年 10 月 29 日

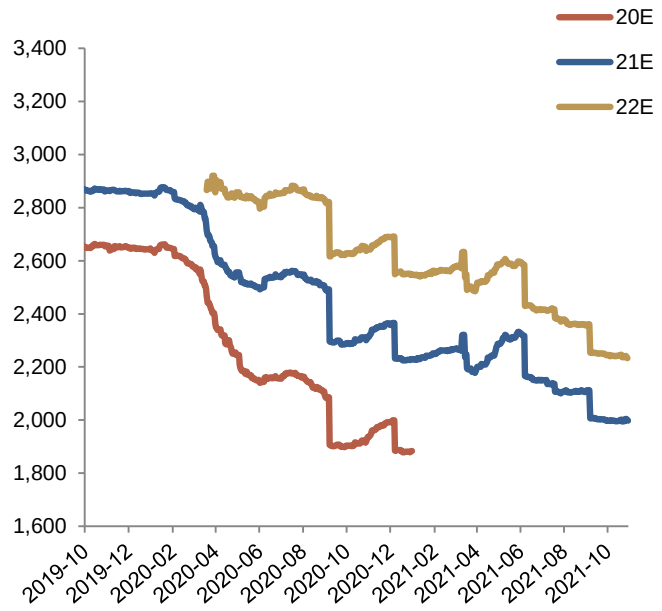
图表 14：MSCI 中国指数年初至今分行业股价表现：估值变化和盈利调整



资料来源：彭博、招商证券（香港）研究部；数据截至 2021 年 10 月 29 日

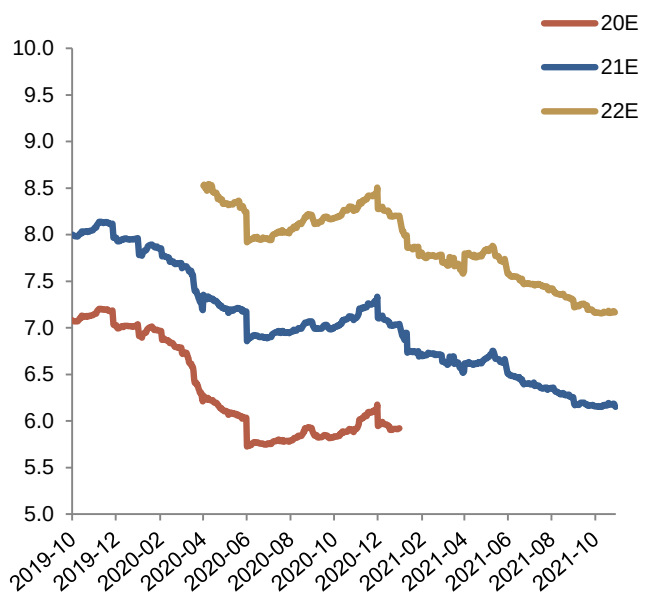
盈利预测调整

图表 15：恒生指数 EPS 一致预测调整



资料来源：彭博、招商证券（香港）研究部
数据截至 2021 年 10 月 29 日

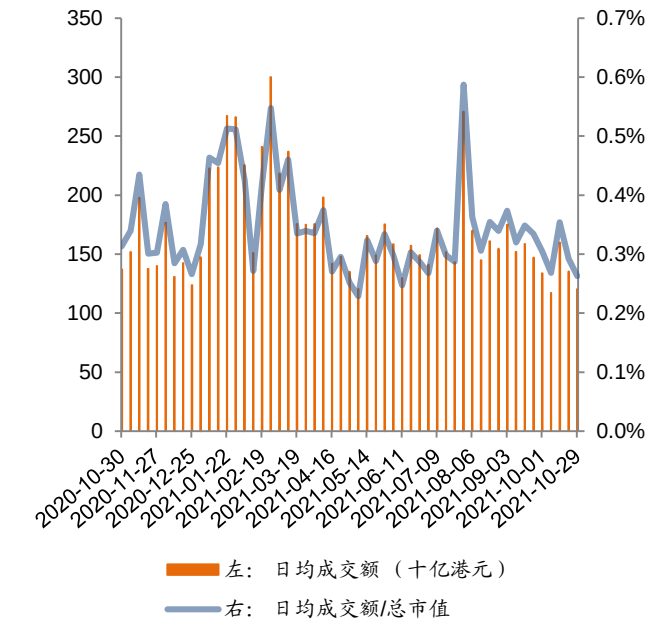
图表 16：MSCI 中国指数 EPS 一致预测调整



资料来源：彭博、招商证券（香港）研究部
数据截至 2021 年 10 月 29 日

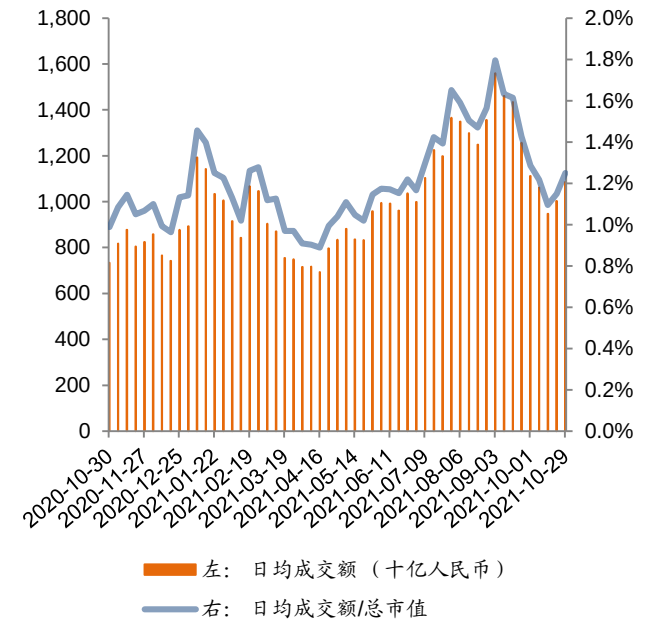
市场成交额

图表 17：港股市场日均成交额



资料来源：万得、招商证券（香港）研究部
数据截至 2021 年 10 月 29 日

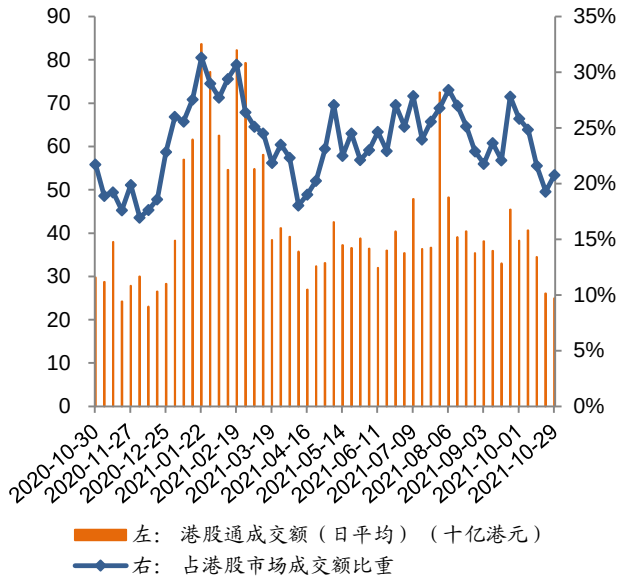
图表 18：A 股市场日均成交额



资料来源：万得、招商证券（香港）研究部
数据截至 2021 年 10 月 29 日

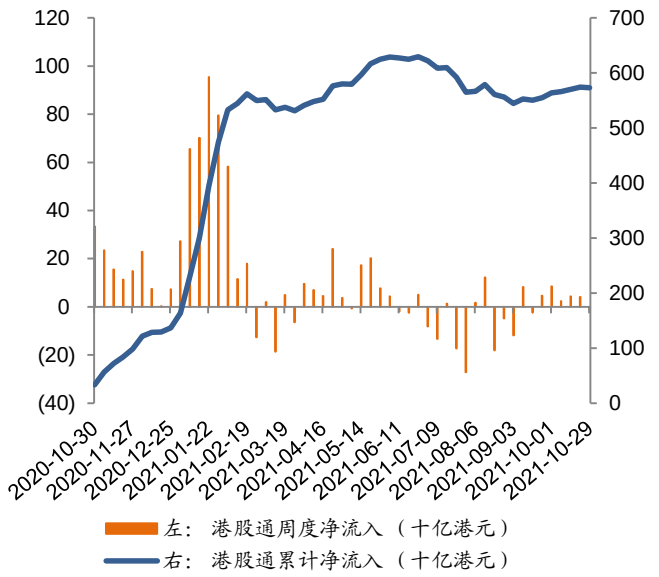
陆港通

图表 19：南下资金成交额



资料来源：万得、招商证券（香港）研究部
数据截至 2021 年 10 月 29 日

图表 20：南下资金净流入



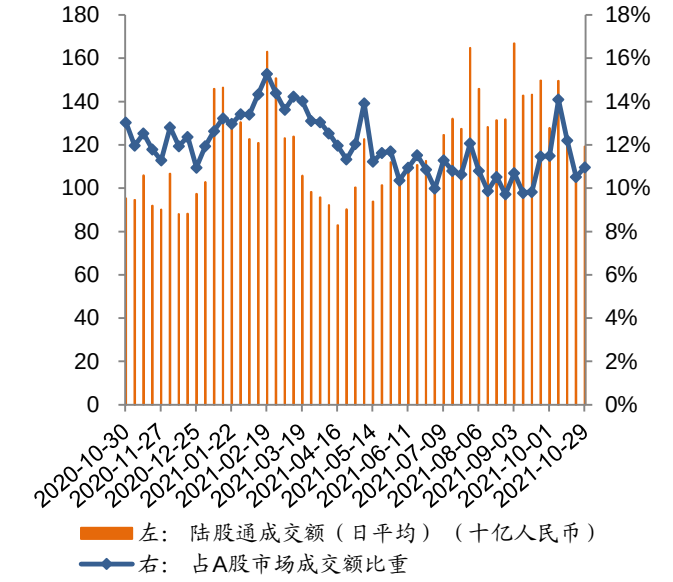
资料来源：万得、招商证券（香港）研究部
数据截至 2021 年 10 月 29 日

图表 21：南下分板块资金净流入

	南下资金净流入									
	每周				每月					MTD
（十亿港元）	2021/10/08	2021/10/15	2021/10/22	2021/10/29	2021/05	2021/06	2021/07	2021/08	2021/09	2021/10
通信服务	1.5	2.2	1.4	0.7	14.6	-19.8	-37.9	6.6	18.1	5.8
能源	0.2	-0.1	0.0	-0.7	0.9	1.8	-1.6	-0.2	3.6	-0.6
公用事业	0.1	-0.2	0.2	0.5	0.0	-0.1	0.0	1.8	3.3	0.7
原材料	-0.2	-0.9	-0.1	0.0	-1.5	-0.5	4.4	1.7	1.5	-1.2
可选消费	0.5	1.5	3.3	1.7	6.2	20.7	-14.3	-2.6	0.9	7.0
房地产	0.0	0.0	0.3	0.1	0.0	-0.3	-0.2	0.3	0.9	0.4
医疗保健	-1.1	-1.1	0.0	0.1	2.7	7.4	4.0	-2.3	0.4	-2.2
工业	0.0	0.0	0.0	-0.2	0.7	0.7	0.3	-1.2	0.2	-0.2
银行	0.0	0.2	-1.0	-0.9	0.0	-1.3	-0.4	0.0	0.0	-1.7
多元金融	0.0	0.0	0.3	0.2	1.0	-0.1	-3.5	-1.8	-0.2	0.4
保险	0.2	0.4	0.4	-0.1	-0.2	0.0	0.0	0.0	-0.3	0.9
日常消费	0.0	0.0	0.0	0.4	0.3	-0.4	0.0	0.9	-0.7	0.4
信息技术	0.7	0.3	-0.4	-1.0	8.3	-5.2	2.3	-7.3	-3.3	-0.5
总计										
(前十大个股)	**1.9**	**2.3**	**4.4**	**0.5**	**33.0**	**2.9**	**-46.9**	**-4.1**	**24.6**	**9.0**
南下总计	**2.4**	**4.4**	**4.1**	**-1.1**	**43.5**	**5.0**	**-63.5**	**-19.8**	**18.1**	**9.8**

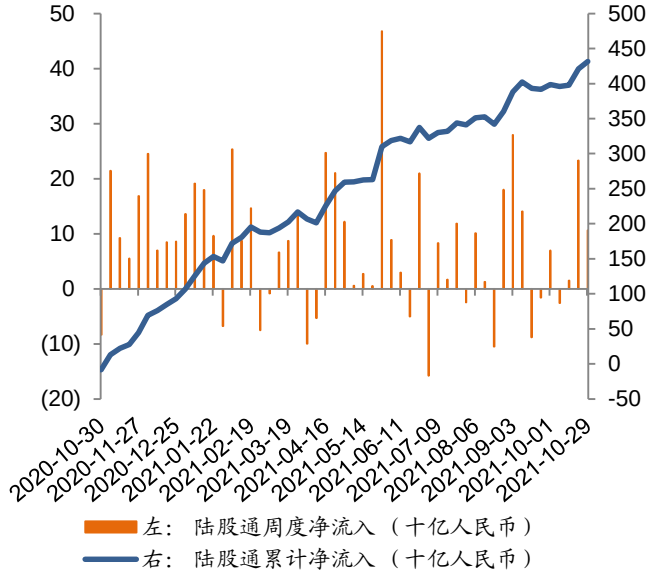
资料来源：万得、招商证券（香港）研究部；数据截至 2021 年 10 月 29 日

图表 22：北上资金成交额



资料来源：万得、招商证券（香港）研究部
数据截至 2021 年 10 月 29 日

图表 23：北上资金净流入



资料来源：万得、招商证券（香港）研究部
数据截至 2021 年 10 月 29 日

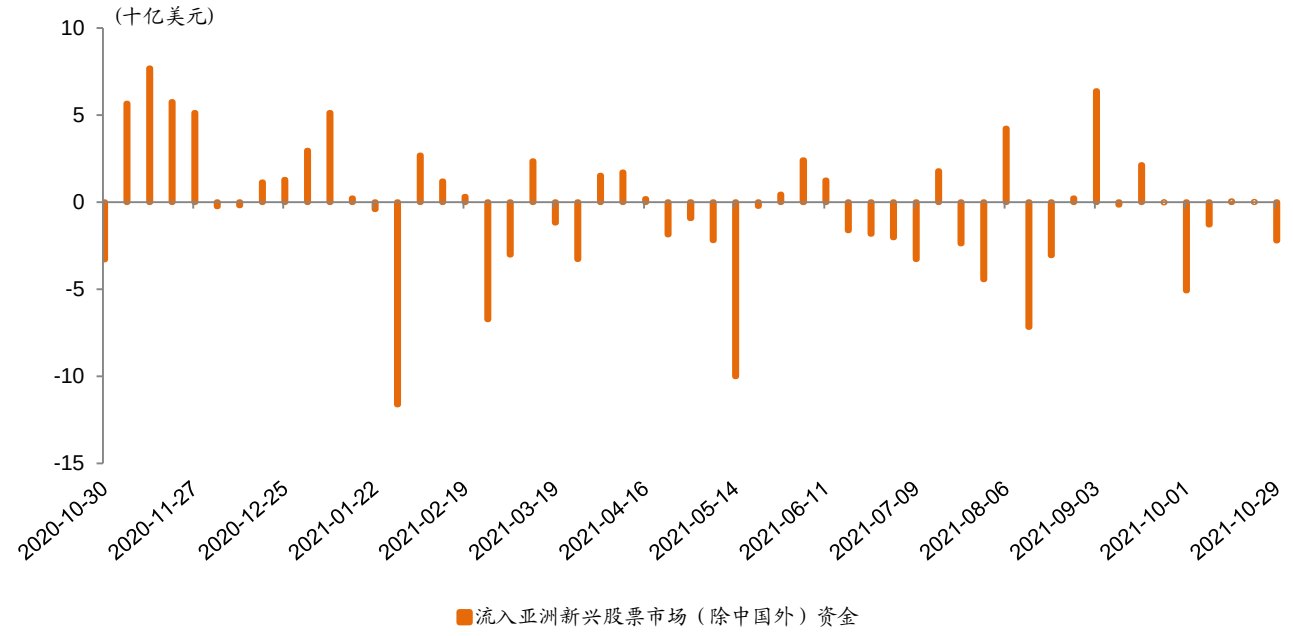
图表 24：北上分板块资金净流入

	北上资金净流入									
	每周				每月					MTD
（十亿人民币）	2021/10/08	2021/10/15	2021/10/22	2021/10/29	2021/05	2021/06	2021/07	2021/08	2021/09	2021/10
工业	-0.4	1.3	3.6	2.6	-1.2	-1.0	-5.3	4.9	12.9	7.0
日常消费	0.2	0.1	1.2	1.9	9.2	-4.2	2.2	-13.3	6.1	3.3
医疗保健	0.4	-0.7	-0.1	-0.2	-0.5	-0.5	1.6	4.3	3.9	-0.5
多元金融	-0.8	-0.8	-0.4	-0.7	0.0	2.1	-0.7	2.6	3.7	-2.7
信息技术	-0.7	0.3	0.3	1.6	-0.7	8.5	0.9	8.5	3.3	1.4
原材料	-0.1	-0.3	3.3	1.2	2.1	-0.6	5.2	1.9	2.3	4.1
可选消费	0.7	0.2	2.4	-3.4	4.7	3.7	1.8	-1.4	2.1	-0.2
公用事业	0.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.6	0.5
通信服务	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
能源	0.0	0.0	0.4	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.5
房地产	0.0	-0.5	-1.1	-1.5	0.0	0.0	0.0	0.3	-0.8	-3.1
银行	-0.7	0.4	1.4	0.3	5.3	0.4	0.1	2.8	-3.4	1.5
保险	1.3	-1.1	-0.3	-2.9	-1.1	1.9	2.4	-5.4	-5.1	-3.0
总计 (前十大个股)	**0.5**	**-1.1**	**10.6**	**-0.9**	**17.8**	**10.3**	**8.2**	**5.2**	**26.6**	**9.0**
北上总计	**-2.6**	**1.5**	**23.3**	**10.6**	**55.8**	**15.4**	**10.8**	**26.9**	**30.5**	**32.8**

资料来源：万得、招商证券（香港）研究部；数据截至 2021 年 10 月 29 日

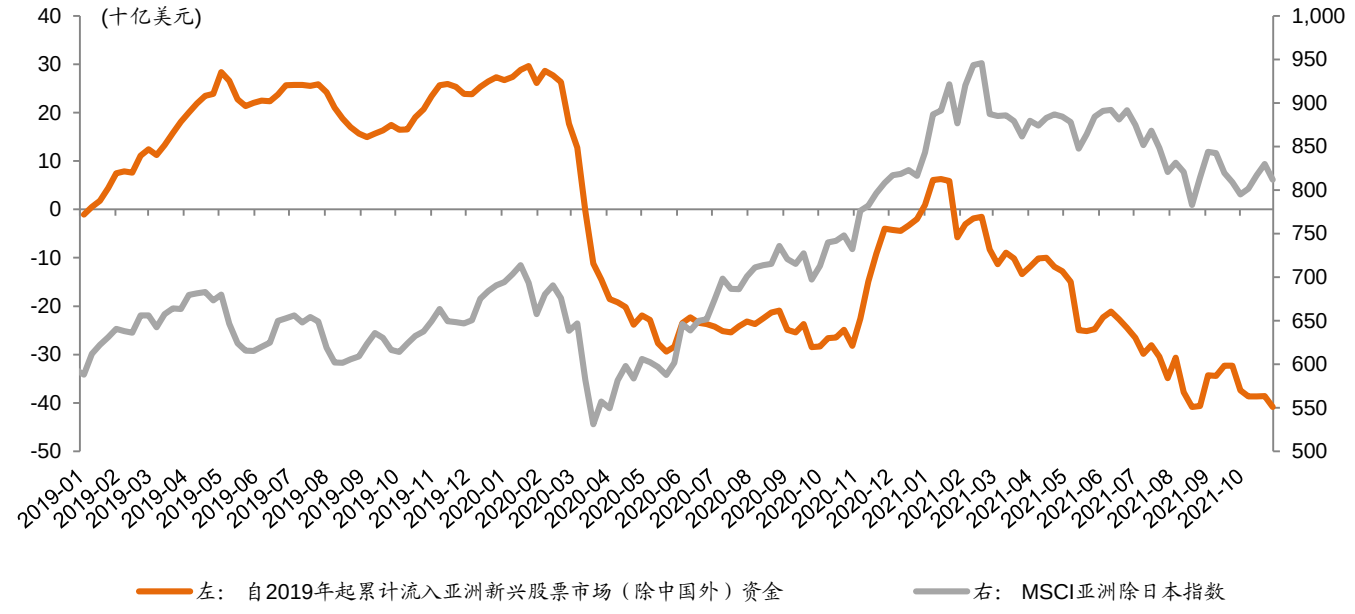
亚洲新兴市场资金流动

图表 25：过去 52 周流入除中国外亚洲新兴股票市场的外资资金



资料来源：彭博、招商证券（香港）研究部；数据截至 2021 年 10 月 29 日

图表 26：累计流入除中国外亚洲新兴股票市场的外资资金 vs. MSCI 亚洲除日本指数



资料来源：彭博、招商证券（香港）研究部；数据截至 2021 年 10 月 29 日

注：包括六个主要亚洲新兴市场，即印度、印度尼西亚、菲律宾、韩国、台湾地区以及泰国

招商证券首选推荐

图表 27：首选推荐

代码	简称	市值	现价	目标价	市盈率 (x)		股息率 (%)	净债务股权比(%)	所属行业
		(百万美元)	本币	本币	2021E	2022E	2021E	1H21A	
JD US	京东	122,037	78.3	102.0	55.7	39.8	0.0%	-52%	互联网
354 HK	中软国际	5,032	13.0	17.0	23.9	19.5	0.3%	-19%	互联网
1801 HK	信达生物	12,862	69.8	131.0	n.a.	n.a.	0.0%	-3%	医药
BGNE US	百济神州	33,385	357.7	504.0	n.a.	n.a.	0.0%	-106%	医药
2359 HK	药明康德	64,913	166.3	250.0	73.2	52.3	0.3%	-32%	医药
390 HK	中国中铁	18,762	3.8	8.2	2.7	2.4	4.8%	31%	基建
3311 HK	中建国际	5,096	8.0	10.2	5.5	5.0	4.6%	60%	基建
631 HK	三一国际	3,526	8.9	11.5	19.9	15.9	1.8%	-23%	机械设备
1083 HK	港华燃气	2,081	5.4	6.2	9.2	8.6	3.3%	41%	公用事业
1381 HK	粤丰环保	1,402	4.5	5.7	8.4	8.0	2.5%	100%	公用事业
839 HK	中教控股	4,036	13.4	21.0	13.7	12.2	3.0%	11%	教育
753 HK	中国国航	16,012	5.5	6.9	n.a.	29.0	0.0%	186%	交运
1055 HK	南方航空	15,267	4.7	5.8	n.a.	54.5	0.0%	203%	交运
175 HK	吉利汽车	33,769	27.1	40.0	31.5	21.4	1.1%	-23%	汽车
3606 HK	福耀玻璃	18,764	44.9	78.0	22.1	18.4	2.5%	0%	汽车
2331 HK	李宁	27,162	86.5	103.3	51.2	38.7	0.6%	-70%	运动服饰
2020 HK	安踏	40,935	121.6	191.3	33.2	24.7	1.1%	-14%	运动服饰
1658 HK	邮储银行	75,773	5.7	6.8	6.1	5.8	5.1%	-230%	银行

资料来源：彭博、招商证券（香港）研究部；数据截至 2021 年 10 月 29 日

主要报告

长城汽车 (2333 HK) - 巨量订单保增长，长期产品线上行可见度高（梁勇活/杨岱东）

三季度净利润剔除股权激励后同比+17.3%，毛利率环比持平。巨量订单待释放保障销量增长，未来三年规划 60 款新车（含改款车）。维持买入评级及目标价 45.0 港元。

中联重科 (1157 HK) - 需求走弱、毛利下降，三季度业绩低于预期（魏芸/赵安博）

三季度业绩低于预期，需求走弱及毛利下降是主因。传统产品增长显乏力，新业务板块保持高增。下调目标价至 7.3 港元；估值已接近历史底部，维持买入评级。

福耀玻璃 (3606 HK) - 三季度盈利能力稳健，新业务蓄势待发（梁勇活/杨岱东）

三季度净利润同比增长 8.9%，市占率持续扩张，毛利率环比稳定。国内铝饰条订单强劲，天幕玻璃受益新能源车市场增长。汽车零部件首选，维持买入评级和目标价 78 港元。

比亚迪股份 (1211 HK) - 汽车业务盈利改善，明年爆发可期（梁勇活/杨岱东）

净利润环比回升 35.6%，估计汽车业务盈利改善。新能源车市占率突破，明年爆发可期。维持买入评级，上调目标价至 385 港元。

新奥能源 (2688 HK) - 三季度数据显示销气毛差持续承压（王腾杰/萧俊燊）

21 年三季度的零售销气量同比增长 15%。21 年三季度销气毛差降至约每立方米 0.53 元人民币（21 年上半年为 0.56 元人民币）；有望实现其居民接驳目标。维持中性评级及目标价 139 港元。

李宁 (2331 HK) - 配股对每股盈利影响有限。维持买入评级（黄建文/王钿熠）

以 87.50 港元配售 1.2 亿股新股。我们估计 21- 23 财年每股盈利仅被稀释 1-3%。维持买入评级和目标价 103.3 港元。

百胜中国 (YUMC US, 9987 HK) - 加快开新店以弥补下滑的同店销售（黄建文/王钿熠）

四季度仍面临来自外部环境的挑战。加速开店弥补了同店销售的下降。目标价维持在 65.2 美元或 505.1 港元。维持买入评级。

信达生物 (1801 HK) - 综合实力决定成败；建议投资者逢低买入（张皓渊/代方琦）

达伯舒 21 年三季度销售收入恢复环比增长（环比增长约 14%，市场预期为低增长或无增长；三季度的销售收入同比增长 33%）。我们认为达伯舒的销售表现应当缓解市场对其增长前景的担忧；同时对于即将到来的医保谈判，我们认为达伯舒的机遇大于风险。我们重申公司为行业首选买入评级，看好公司卓越的平台能力，多项研发催化剂将提升估值空间，以及潜在 BD 领域机会。

钢铁行业 - 三季度业绩维持高位，关注需求（魏芸/赵安博）

马钢单三季度业绩同比增长 152.8%。三季度行业回顾：供需双弱，钢价高位震荡。10 月钢价下行，关注重点从供给转向需求。

宇华教育 (6169 HK) - 投资未来，顺势而为（王腾杰/李怡珊/马牧野/黄耀林）

宇华公告增发 2.2 亿新股（6.5%摊薄比例），发行价为 4.19 港元（相比上一日收盘价有 12%折让），募资金额为 9.22 亿港元，募资用途为将旗下三所 K-9 学校转换为高职院校，新校区扩建，以及将某些专科专业升格成为职业本科专业。维持买入评级：目标价降至 4.3 港元；支持性政策方向推动长期积极前景，但中短期增速或受到影响。

腾讯 (700 HK) - 《英雄联盟》手游巩固了腾讯在 MOBA 品类的领先地位（王腾杰/马牧野/黄耀林/李怡珊）

《英雄联盟》手游开局表现亮眼，对《王者荣耀》收入的影响有限。《英雄联盟》手游能在海外市场分一杯羹，但仍需设法削弱《无尽对决》在海外市场的领先地位。低门槛、高竞技性和具备观赏性的 MOBA 游戏有望获得广泛受众。

李宁 (2331 HK) - 21 年三季度零售流水增长强劲。维持买入评级（黄建文/王钿熠）

21 年三季度零售流水增长强劲，快于同业。单店零售流水显著提升。维持买入评级和目标价 103.3 港元。

投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场

公司投资评级	定义
买入	预期股价在未来 12 个月上升 10%以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10%或以内
卖出	预期股价在未来 12 个月下跌 10%以上

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法；(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关系。

监管披露

有关重要披露事项，请参阅本公司网站之「披露」网页 http://www.newone.com.hk/cmshk/gb/disclosure.html 或 http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure。

免责条款

本报告由招商证券（香港）有限公司提供。本报告的信息来源于被认为可靠的公开资料，但招商证券（香港）有限公司、其母公司及关联机构、任何董事、管理层、及员工（统称"招商证券"）对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何陈述及保证。招商证券对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失，概不负责。

本报告中的内容和意见仅供参考，其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告中讨论的证券，工具或策略，可能并不适合所有投资者，某些投资者可能没有资格参与其中的一些或全部。某些服务和产品受法律限制，不能在全球范围内不受限制地提供，和/或可能不适合向所有投资者出售。招商证券并非于美国登记的经纪自营商，除美国证券交易委员会的规则第 15(a)-6 条款所容许外，招商证券的产品及服务并不向美国人提供。

招商证券可随时更改报告中的内容、意见和估计等，且并不承诺提供任何有关变更的通知。过往表现并不代表未来表现。未来表现的估计，可能基于无法实现的假设。本报告包含的分析，基于许多假设。不同的假设可能导致重大不同的结果。由于使用不同的假设和/或标准，此处表达的观点可能与招商证券其他业务部门或其他成员表达的观点不同或相反。

编写本报告时，并未考虑投资者的财务状况和投资目标。投资者自行决定使用其中的任何信息，并承担风险。投资者须按照自己的判断，决定是否使用本报告所载的内容和信息，并自行承担相关的风险。且投资者应自行索取独立财务及／或税务专业意见，并按其本身的投资目标及财务状况自行评估个别投资风险，而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归招商证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。对于因使用或分发本文档而引起的任何第三方索赔或诉讼，招商证券不承担任何责任。

本报告仅在适用法律允许的情况下分发。如果在任何司法管辖区、任何法律或法规禁止或限制下，您仍收到本报告，则不旨在分发给您。尤其是，本报告仅提供给根据美国证券法允许招商证券接触的某些美国人，而不能以其他方式直接或间接地将其分发或传播入美国境内或给美国人。

在香港，本报告由招商证券（香港）有限公司分发。招商证券（香港）有限公司现持有香港证券及期货事务监察委员会（SFC）所发的营业牌照，并由 SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。目前的经营范围包括第 1 类（证券交易）、第 2 类（期货合约交易）、第 4 类（就证券提供意见）、第 6 类（就机构融资提供意见）和第 9 类（提供资产管理）。

在韩国，专业客户可以通过 China Merchants Securities (Korea) Co., Limited 要求获得本报告。

在英国，本报告由 China Merchants Securities (UK) Co., Limited 分发。本报告可以分发给以下人士：(1) 符合《2000 年金融服务和市场法》（2005 年金融促进）令第 19(5)章定义的投资专业人士；(2) 符合该金融促进令第 49(2)(a)至(d)章定义高净值的公司、或非法人协会等；或(3) 可以通过合法方式传达或促使其进行投资活动的邀请或诱使的人（根据《2000 年金融服务和市场法》第 21 条的定义）（所有这些人一起被称为“相关人”）。本报告仅针对相关人员，非相关人员不得对其采取行动或依赖该报告。本报告所涉及的任何投资或投资活动仅对相关人员开放，并且仅与相关人员进行。

如本免责条款的中、英文两个版本有任何抵触或不相符之处，须以英文版本为准。

© 招商证券（香港）有限公司　版权所有

香港
招商证券（香港）有限公司
香港中环交易广场一期 48 楼
电话：+852 3189 6888
传真：+852 3101 0828