2021 年 2 月 8 日（星期一）

招商证券（香港）有限公司
证券研究部

招证国际策略周报 (2021/02/08)

民主党向通过拜登纾困计划迈出第一步

- **美国国会通过预算决议，以加速拜登1.9万亿美元援助计划的批准**
- **1月美国新增非农就业不及预期**
- **中美举行拜登上任后首次高级别官员通话**

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

新看点：1）美国财政刺激计划：2月5日参众两院通过了一份预算决议，推进了预算协调进程，这将使民主党未来几周内在没有共和党人支持的情况下通过拜登1.9万亿美元的财政救助计划。参议院以51票对50票通过了预算决议，副总统哈里斯第一次投出了打破平局的一票。拜登表示，就业市场持续疲软证明有必要采取积极行动。与此同时，共和党人辩称，该提议规模太大，措施与去年12月批准的9,000亿美元一揽子计划雷同。议员正在起草白宫预算提议的细节，包括决定谁将有资格获得1,400美元的现金支付。民主党目标在3月14日联邦失业救济金到期前通过这一刺激计划。**2）中美关系：**2月4日，拜登在首次外交政策演讲中表示，他的政府将“直接应对最严峻的竞争对手中国对美国的繁荣、安全和民主价值观构成的挑战”。他表示，美国政府将“通过加强国内建设，与盟友和伙伴合作，从优势地位展开竞争。恢复美国在国际机构中的作用，恢复美国的信誉和道德权威”。他还表示美国也随时准备“在符合美国利益的情况下与北京合作”。2月5日，中央外事工作委员会办公室主任杨洁篪应约同美国国务卿Antony Blinken通电话。杨洁篪敦促美国停止干涉中国内政，包括香港、新疆和西藏。他强调，两国应尊重彼此核心利益、政治制度和发展道路。Blinken表示美国将继续与盟友及伙伴一起“捍卫人权和民主价值”。

宏观经济数据：中国方面：1）1月份财新非制造业PMI为52.0，低于预期（12月：56.3）。**美国方面：**1）1月ISM制造业PMI指数下降至58.7，低于预期（12月：60.5）。2）1月ISM服务业PMI为58.7，高于预期（12月：57.7）。3）12月工厂订单/除运输外工厂订单环比增长1.1%/1.4%，超出市场预期（11月：1.3%/1.1%）。4）1月非农就业人数增加了49,000，低于市场预期（12月的数据修正为流失227,000个工作岗位，而此前公布的数据是140,000个）。整体就业人数仍比2020年2月疫情前的峰值水平低990万。就业岗位增量的最大贡献来自商业和专业服务（+97,000），主要集中在临时岗位（+80,900）。1月份，许多部门出现了工作岗位流失，包括休闲和酒店业（-61 000）、医疗保健和社会援助（-40,800）以及零售业（-37,800）。失业率下降到6.3%，好于预期（12月：6.7%）。

股市概况：过去一周恒生/MSCI中国/沪深300指数分别上涨3.6%/5.4%/2.5%。**MSCI中国指数**：通信服务（+8.4%）和医疗保健（+8.2%）板块跑赢大市，多元金融（-1.7%）和信息技术（+0.2%）则表现不佳。恒生/MSCI中国/沪深300指数估值分别为13.5倍/18.3倍/14.7倍前瞻市盈率（过去三年的中值水平为11.0倍/12.4倍/12.3倍）。我们的观点维持不变，对恒生指数在今年会有更好的表现保持乐观但预计会有更高波动性。**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。

相关报告

1. 招证国际策略周报 (2021/02/01) - 拜登政府表态耐心处理中美关系 (2021/02/01)
2. 能源价格推高美国12月消费者价格通胀 (2021/01/14)
3. 民主党拿下美国国会控制权 (2021/01/07)
4. 12月ISM PMI：制造业活动加速扩张 (2021/01/06)
5. 新一轮财政纾困措施将支持美国经济复苏 (2020/12/22)
6. 美国房地产市场依旧动力充足 (2020/12/18)
7. 美联储对资产购买计划提供新指引 (2020/12/17)
8. 美国11月工业产出录得温和增长 (2020/12/16)
9. 美国劳动力市场复苏开始显著受阻 (2020/12/05)
10. **2021年展望：沉舟侧畔千帆过，柳暗花明万木春 (2020/12/03)**

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
　市场成交额 11
　盈利预测调整 12
　陆港通 13
　亚洲新兴市场资金流动 15
招商证券首选推荐 16
主要报告 17
投资评级定义 19

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 中国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: 恒生指数市盈率通道 11
图表 16: MSCI 中国指数市盈率通道 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: 恒生指数 EPS 一致预测调整 12
图表 20: MSCI 中国指数 EPS 一致预测调整 12
图表 21: 主要股指年初至今股价表现：估值变化和盈利调整 12
图表 22: 南下资金成交额 13
图表 23: 南下资金净流入 13
图表 24: 南下分板块资金流入 13
图表 25: 北上资金成交额 14
图表 26: 北上资金净流入 14
图表 27: 北上分板块资金流入 14
图表 28: 过去 52 周流入除中国外亚洲新兴股票市场的外资资金 15
图表 29: 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 15
图表 30: 首选推荐 16

中国宏观数据概览

图表 1：中国主要宏观数据

	2020						2021		
	三季度			四季度				本次发布	下次发布
	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月	1 月	日期	日期
GDP 同比%			4.9			6.5		2021-01-18	2021-04-16
GDP 累计同比%			0.7			2.3		2021-01-18	2021-04-16
CPI 同比%	2.7	2.4	1.7	0.5	-0.5	0.2		2021-01-11	2021-02-10
PPI 同比%	-2.4	-2.0	-2.1	-2.1	-1.5	-0.4		2021-01-11	2021-02-10
官方制造业 PMI	51.1	51.0	51.5	51.4	52.1	51.9	51.3	2021-01-31	2021-02-28
官方非制造业 PMI	54.2	55.2	55.9	56.2	56.4	55.7	52.4	2021-01-31	2021-02-28
官方综合 PMI	54.1	54.5	55.1	55.3	55.7	55.1	52.8	2021-01-31	2021-02-28
财新制造业 PMI	52.8	53.1	53.0	53.6	54.9	53.0	51.5	2021-02-01	2021-03-01
财新服务业 PMI	54.1	54.0	54.8	56.8	57.8	56.3	52.0	2021-02-02	2021-03-03
财新综合 PMI	54.5	55.1	54.5	55.7	57.5	55.8	52.2	2021-02-02	2021-03-03
出口同比%	6.8	9.1	9.4	10.9	20.6	18.1		2021-01-13	2021-04-13
进口同比%	-1.6	-2.3	12.7	4.4	3.9	6.5		2021-01-13	2021-04-13
贸易帐顺差 (十亿美元)	61.9	58.5	36.8	58.1	75.5	78.2		2021-01-13	2021-04-13
城镇调查失业率%	5.7	5.6	5.4	5.3	5.2	5.2		2021-01-18	2021-03-15
工业增加值同比%	4.8	5.6	6.9	6.9	7.0	7.3		2021-01-18	2021-04-16
工业增加值累计同比%	-0.4	0.4	1.2	1.8	2.3	2.8		2021-01-18	2021-03-15
规模以上工业企业利润同比%	19.6	19.1	10.1	28.2	15.5	20.1		2021-01-26	2021-04-27
规模以上工业企业利润累计同比%	-8.1	-4.4	-2.4	0.7	2.4	4.1		2021-01-26	2021-03-27
社会消费品零售总额同比%	-1.1	0.5	3.3	4.3	5.0	4.6		2021-01-18	2021-04-16
社会消费品零售总额累计同比%	-9.9	-8.6	-7.2	-5.9	-4.8	-3.9		2021-01-18	2021-03-15
城镇固定资产投资累计同比%	-1.6	-0.3	0.8	1.8	2.6	2.9		2021-01-18	2021-03-15
基建投资%	-1.0	-0.3	0.2	0.7	1.0	0.9		2021-01-18	2021-03-15
房地产开发投资%	3.4	4.6	5.6	6.3	6.8	7.0		2021-01-18	2021-03-15
制造业投资%	-10.2	-8.1	-6.5	-5.3	-3.5	-2.2		2021-01-18	2021-03-15
M1 同比%	6.9	8.0	8.1	9.1	10.0	8.6		2021-01-12	2021-02-09
M2 同比%	10.7	10.4	10.9	10.5	10.7	10.1		2021-01-12	2021-02-09
社会融资规模 (十亿元人民币)	1,693	3,585	3,469	1,393	2,136	1,719		2021-01-12	2021-02-09
新增人民币贷款 (十亿元人民币)	993	1,278	1,896	690	1,434	1,255		2021-01-12	2021-02-09
金融机构贷款余额同比%	13.0	13.0	13.0	12.9	12.8	12.8		2021-01-12	2021-02-09
财政收入累计同比%	-8.7	-7.5	-6.4	-5.5	-5.3	-3.9		2021-01-28	2021-03-28
财政支出累计同比%	-3.2	-2.1	-1.9	-0.6	0.7	2.8		2021-01-28	2021-03-28
十年期国债收益率%	2.98	3.02	3.15	3.19	3.27	3.15	3.19		
3 个月 SHIBOR%	2.59	2.64	2.69	2.97	3.12	2.76	2.77		
美元兑人民币	6.98	6.85	6.79	6.69	6.58	6.53	6.43		

资料来源：彭博、招商证券（香港）

美国宏观数据概览

图表 2：美国主要宏观数据

	2020						2021		
	三季度			四季度				本次发布	下次发布
	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月	1 月	日期	日期
GDP 年化环比%			33.4			4.0		2021-01-28	2021-02-25
个人消费支出			41.0			2.5		2021-01-28	2021-02-25
私人投资			86.3			25.3		2021-01-28	2021-02-25
政府消费和投资			-4.8			-1.2		2021-01-28	2021-02-25
CPI 同比%	1.0	1.3	1.4	1.2	1.2	1.4		2021-01-13	2021-02-10
核心 CPI 同比%	1.6	1.7	1.7	1.6	1.6	1.6		2021-01-13	2021-02-10
PCE 物价指数同比%	1.0	1.2	1.4	1.2	1.1	1.3		2021-01-29	2021-02-26
核心 PCE 物价指数同比%	1.3	1.4	1.5	1.4	1.4	1.5		2021-01-29	2021-02-26
PPI 同比%	-0.3	-0.3	0.4	0.5	0.8	0.8		2021-01-15	2021-02-17
核心 PPI 同比%	0.6	0.5	1.2	1.1	1.4	1.2		2021-01-15	2021-02-17
ISM 制造业 PMI	53.7	55.6	55.7	58.8	57.7	60.5	58.7	2021-02-01	2021-03-01
ISM 服务业 PMI	56.6	57.2	57.2	56.2	56.8	57.7	58.7	2021-02-03	2021-03-03
Markit 制造业 PMI	50.9	53.1	53.2	53.4	56.7	57.1	59.2	2021-02-01	2021-02-19
Markit 服务业 PMI	50.0	55.0	54.6	56.9	58.4	54.8	58.3	2021-02-03	2021-02-19
Markit 综合 PMI	50.3	54.6	54.3	56.3	58.6	55.3	58.7	2021-02-03	2021-02-19
耐用品订单环比%	11.8	0.4	2.1	1.8	1.3	0.5		2021-02-04	2021-02-25
扣除运输类耐用品订单环比%	3.3	1.1	1.5	2.0	1.0	1.1		2021-02-04	2021-02-25
扣除飞机非国防资本耐用品订单环比%	2.6	2.4	1.9	1.7	1.2	0.7		2021-02-04	2021-02-25
工厂订单环比%	6.5	0.6	1.3	1.3	1.3	1.1		2021-02-04	2021-03-04
扣除运输类工厂订单环比%	2.4	0.9	0.9	1.3	1.1	1.4		2021-02-04	2021-03-04
工业产出环比%	4.2	0.7	-0.1	1.0	0.5	1.6		2021-01-15	2021-02-17
制造业产出环比%	4.2	1.4	0.1	1.3	0.8	0.9		2021-01-15	2021-02-17
零售销售环比%	1.1	1.4	1.7	-0.1	-1.4	-0.7		2021-01-15	2021-02-17
零售销售(除汽车)环比%	1.6	1.5	1.4	-0.2	-1.3	-1.4		2021-01-15	2021-02-17
密歇根大学消费者信心指数	72.5	74.1	80.4	81.8	76.9	80.7	79.0	2021-01-29	2021-02-12
密歇根大学消费者预期指数	65.9	68.5	75.6	79.2	70.5	74.6	74.0	2021-01-29	2021-02-12
密歇根大学消费者现况指数	82.8	82.9	87.8	85.9	87.0	90.0	86.7	2021-01-29	2021-02-12
个人收入环比%	0.9	-2.6	0.8	-0.7	-1.3	0.6		2021-01-29	2021-02-26
个人消费支出(PCE)环比%	1.5	1.2	1.3	0.3	-0.7	-0.2		2021-01-29	2021-02-26
ADP 就业人数变动(千人)	215.7	481.8	753.9	408.7	298.8	-77.6	174.2	2021-02-03	2021-03-03
非农就业人口变动(千人)	1,726	1,583	716	680	264	-227	49	2021-02-05	2021-03-05
JOLTS 职位空缺(千人)	6,697	6,352	6,494	6,632	6,527			2021-01-12	2021-02-09
失业率%	10.2	8.4	7.8	6.9	6.7	6.7	6.3	2021-02-05	2021-03-05
新屋销售环比%	16.5	-0.2	-1.2	-1.7	-12.6	1.6		2021-01-28	2021-02-24
成屋销售环比%	24.7	2.1	9.9	4.4	-2.2	0.8		2021-01-22	2021-02-19
新屋开工环比%	17.5	-7.7	4.7	6.5	3.1	5.8		2021-01-21	2021-02-18
营建许可环比%	17.9	-0.5	4.7	-0.1	5.9	4.2		2021-01-21	2021-02-18
成屋签约销售指数环比%	5.9	8.8	-2.0	-0.9	-2.5	-0.3		2021-01-29	2021-02-25
贸易帐(十亿美元)	-62.1	-65.6	-62.7	-63.8	-69.0	-66.6		2021-02-05	2021-03-05
政府预算赤字(十亿美元)	-63.0	-200.0	-124.6	-284.1	-145.3	-143.6		2021-01-13	2021-02-11
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%	0.08	0.09	0.09	0.09	0.07	0.06	0.05		
十年期美国国债利率%	0.53	0.70	0.68	0.87	0.84	0.91	1.07		
美元指数	93.3	92.1	93.9	94.0	91.9	89.9	90.6		

资料来源：彭博、招商证券（香港）

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	年初至今	3 个月	6 个月	12 个月
MSCI 中国	5.4%	1.3%	10.4%	13.2%	13.5%	23.9%	46.3%
韩国 KOSPI	4.9%	-0.6%	4.3%	8.6%	29.3%	35.0%	44.1%
MSCI 亚太区除日本外	4.7%	-0.2%	5.6%	8.3%	19.2%	26.9%	32.2%
MSCI 新兴市场	4.9%	0.2%	5.7%	8.1%	19.6%	26.5%	28.1%
香港恒生	3.6%	-0.5%	5.9%	7.6%	14.0%	16.7%	9.3%
台湾 TWSE	4.4%	-1.4%	5.3%	7.3%	22.3%	23.4%	36.5%
印度 Sensex	9.6%	3.8%	4.7%	6.2%	22.7%	34.7%	23.3%
沪深 300	2.5%	-1.6%	2.1%	5.2%	12.2%	14.8%	43.2%
日本 Topix	4.5%	1.8%	5.6%	4.8%	14.6%	21.6%	11.1%
加拿大 S&P/TSX 综合	4.6%	1.6%	2.6%	4.0%	11.3%	9.9%	2.7%
澳大利亚 S&P/ASX 200	3.5%	0.6%	2.4%	3.8%	11.4%	14.0%	-1.9%
美国标普 500	4.6%	1.2%	4.3%	3.5%	10.7%	16.8%	16.6%
泰国 SET	2.0%	-0.1%	-0.7%	3.3%	18.4%	11.9%	-2.4%
俄罗斯 MOEX	3.5%	0.3%	1.0%	3.2%	18.6%	13.4%	8.9%
印尼 JCI	4.9%	-2.5%	0.2%	2.9%	16.9%	20.0%	2.9%
欧洲 STOXX	3.5%	0.2%	2.1%	2.6%	11.6%	12.2%	-3.3%
新加坡海峡时报	0.2%	-2.8%	1.7%	2.2%	12.3%	14.8%	-9.2%
巴西 IBOV	4.5%	2.4%	0.7%	1.0%	19.3%	17.0%	3.6%
英国富时 100	1.3%	-3.1%	-1.9%	0.4%	9.9%	6.3%	-13.3%
新西兰 S&P/NZX50	-0.6%	-2.1%	-2.3%	-0.3%	6.6%	11.0%	12.5%
菲律宾 PSEi	6.1%	-0.4%	-1.6%	-1.7%	5.6%	20.3%	-4.5%
马来西亚 KLCI	0.8%	-1.1%	-1.8%	-3.0%	5.1%	0.7%	2.7%

资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2021 年 2 月 5 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	年初至今	3 个月	6 个月	12 个月
MSCI 中国	5.5%	1.3%	10.4%	13.2%	13.6%	23.9%	46.5%
MSCI 亚太区除日本外	4.7%	-0.2%	5.6%	8.3%	19.2%	26.9%	32.2%
MSCI 新兴市场	4.9%	0.2%	5.7%	8.1%	19.6%	26.5%	28.1%
台湾 TWSE	4.5%	-1.4%	5.4%	7.7%	24.9%	29.7%	46.5%
香港恒生	3.6%	-0.5%	5.9%	7.6%	14.0%	16.6%	9.5%
印度 Sensex	9.7%	4.1%	5.2%	6.6%	24.7%	38.5%	20.6%
沪深 300	1.9%	-1.3%	2.0%	6.2%	14.7%	23.1%	54.5%
韩国 KOSPI	4.8%	-1.7%	1.5%	5.8%	30.0%	43.1%	52.7%
加拿大 S&P/TSX 综合	4.9%	1.3%	1.9%	4.0%	13.8%	14.3%	6.9%
澳大利亚 S&P/ASX 200	3.9%	0.0%	1.1%	3.5%	17.6%	21.4%	11.5%
美国标普 500	4.6%	1.2%	4.3%	3.5%	10.7%	16.8%	16.6%
印尼 JCI	5.1%	-1.9%	-0.6%	3.1%	19.2%	24.4%	0.3%
俄罗斯 MOEX	5.2%	1.2%	0.1%	3.0%	22.2%	10.6%	-8.2%
泰国 SET	1.6%	-0.2%	-1.1%	3.0%	21.3%	15.6%	0.7%
日本 Topix	3.9%	0.4%	2.9%	2.7%	12.8%	21.8%	15.8%
新加坡海峡时报	-0.2%	-3.2%	0.4%	1.2%	13.8%	17.8%	-5.9%
欧洲 STOXX	2.7%	-0.8%	0.0%	1.1%	13.8%	13.7%	5.8%
英国富时 100	1.5%	-2.7%	-1.1%	1.0%	15.2%	11.2%	-8.4%
新西兰 S&P/NZX50	-0.3%	-1.7%	-3.0%	-0.1%	13.6%	20.3%	25.3%
菲律宾 PSEi	6.0%	-0.5%	-1.8%	-1.9%	6.0%	22.7%	0.6%
巴西 IBOV	6.8%	4.6%	-0.7%	-2.5%	24.0%	15.5%	-17.6%
马来西亚 KLCI	0.0%	-1.8%	-3.1%	-4.2%	7.1%	3.7%	3.9%

资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2021 年 2 月 5 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	年初至今	3 个月	6 个月	12 个月
能源							
WTI 原油	8.9%	8.8%	13.9%	17.2%	46.6%	34.7%	12.0%
汽油	4.9%	6.5%	13.6%	17.1%	47.8%	34.9%	11.0%
热油	7.1%	8.7%	12.8%	16.1%	46.5%	35.7%	4.2%
布伦特原油	6.2%	7.1%	10.7%	14.6%	45.0%	31.4%	7.3%
天然气	11.7%	17.0%	6.0%	12.8%	-2.7%	30.7%	53.8%
金属							
镍	1.9%	-1.3%	2.0%	8.5%	15.9%	25.0%	37.0%
铁矿石	-3.0%	-1.4%	4.7%	8.1%	34.4%	36.9%	79.6%
铂	4.7%	2.3%	1.5%	5.5%	25.8%	16.9%	14.7%
银	-0.2%	5.6%	-2.1%	2.1%	7.2%	1.3%	52.9%
铜	0.7%	-1.1%	-1.1%	1.9%	15.5%	21.8%	38.3%
铝	1.9%	1.1%	-1.2%	1.8%	6.2%	14.1%	17.4%
锌	3.3%	-1.8%	-5.2%	-3.1%	1.9%	10.6%	20.4%
金	-1.8%	-2.2%	-7.0%	-4.2%	-6.9%	-10.7%	16.5%
农产品							
玉米	0.3%	9.6%	11.5%	13.3%	34.0%	76.4%	44.1%
糖	3.7%	3.5%	1.9%	6.0%	13.4%	30.9%	11.5%
棉花	2.6%	1.4%	3.0%	5.9%	18.1%	28.6%	22.6%
大豆	-0.2%	4.2%	1.2%	3.9%	24.1%	55.0%	55.3%
活牛	1.5%	0.0%	1.5%	3.3%	7.7%	14.1%	-3.3%
瘦肉猪	1.7%	1.5%	0.1%	1.0%	5.3%	43.5%	24.3%
小麦	-3.3%	1.1%	-1.9%	0.1%	5.3%	25.6%	14.1%
咖啡	1.3%	0.4%	-0.5%	-2.9%	17.5%	2.4%	27.4%

资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2021 年 2 月 5 日

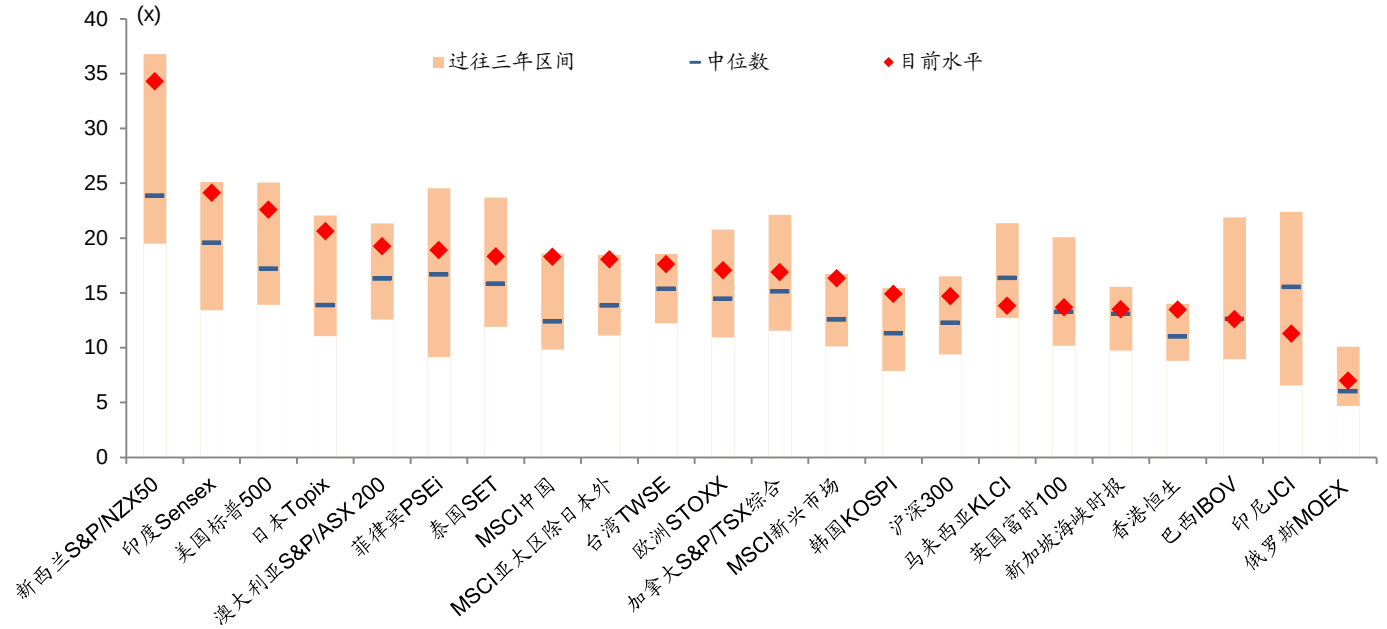
图表 6：主要货币兑美元表现（根据年初至今表现排序）

	一周	两周	1 个月	年初至今	3 个月	6 个月	12 个月
土耳其里拉	3.5%	5.1%	4.8%	5.3%	19.5%	-0.1%	-15.2%
中国人民币	-0.6%	0.2%	-0.1%	0.9%	2.2%	7.3%	7.9%
英镑	0.2%	0.4%	0.7%	0.6%	4.8%	4.6%	5.6%
越南盾	0.2%	0.3%	0.4%	0.4%	0.7%	0.7%	1.0%
新台币	0.1%	0.0%	0.0%	0.4%	2.1%	5.0%	7.6%
新西兰元	0.3%	0.3%	-0.7%	0.2%	6.6%	8.3%	11.3%
印度卢比	0.0%	0.1%	0.3%	0.2%	2.0%	2.8%	-2.3%
印度尼西亚卢比	0.0%	0.0%	-0.8%	0.1%	2.5%	3.7%	-2.4%
加拿大元	0.2%	-0.2%	-0.6%	0.1%	2.3%	4.1%	4.1%
菲律宾比索	0.0%	0.0%	0.0%	-0.1%	0.5%	2.1%	5.7%
泰铢	-0.4%	-0.1%	-0.4%	-0.1%	2.5%	3.3%	3.2%
澳大利亚元	0.4%	-0.5%	-1.1%	-0.3%	5.7%	6.6%	13.8%
俄罗斯卢布	1.6%	0.9%	-0.9%	-0.6%	3.0%	-2.5%	-15.8%
墨西哥比索	2.4%	-0.6%	-0.8%	-0.7%	3.4%	11.6%	-7.3%
新加坡元	-0.4%	-0.4%	-1.3%	-1.0%	1.3%	2.6%	3.5%
南非兰特	2.1%	2.0%	1.1%	-1.2%	6.3%	16.9%	-0.4%
马来西亚林吉特	-0.7%	-0.6%	-1.3%	-1.2%	1.9%	3.0%	1.2%
欧元	-0.7%	-1.0%	-2.0%	-1.5%	2.1%	1.5%	9.5%
瑞士法郎	-1.0%	-1.5%	-2.3%	-1.5%	0.8%	0.9%	8.3%
瑞典克朗	-0.1%	-0.9%	-2.3%	-1.8%	4.0%	3.6%	14.4%
日元	-0.7%	-1.5%	-2.6%	-2.0%	-1.6%	0.1%	4.1%
韩元	-0.5%	-1.8%	-3.2%	-3.3%	0.4%	5.8%	6.0%
巴西里尔	1.7%	1.7%	-1.9%	-3.4%	3.0%	-1.6%	-21.1%
智利比索	-0.6%	-1.2%	-5.2%	-3.6%	2.5%	5.4%	5.6%
阿根廷比索	-0.8%	-1.6%	-3.6%	-4.4%	-10.1%	-17.5%	-31.1%

资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2021 年 2 月 5 日

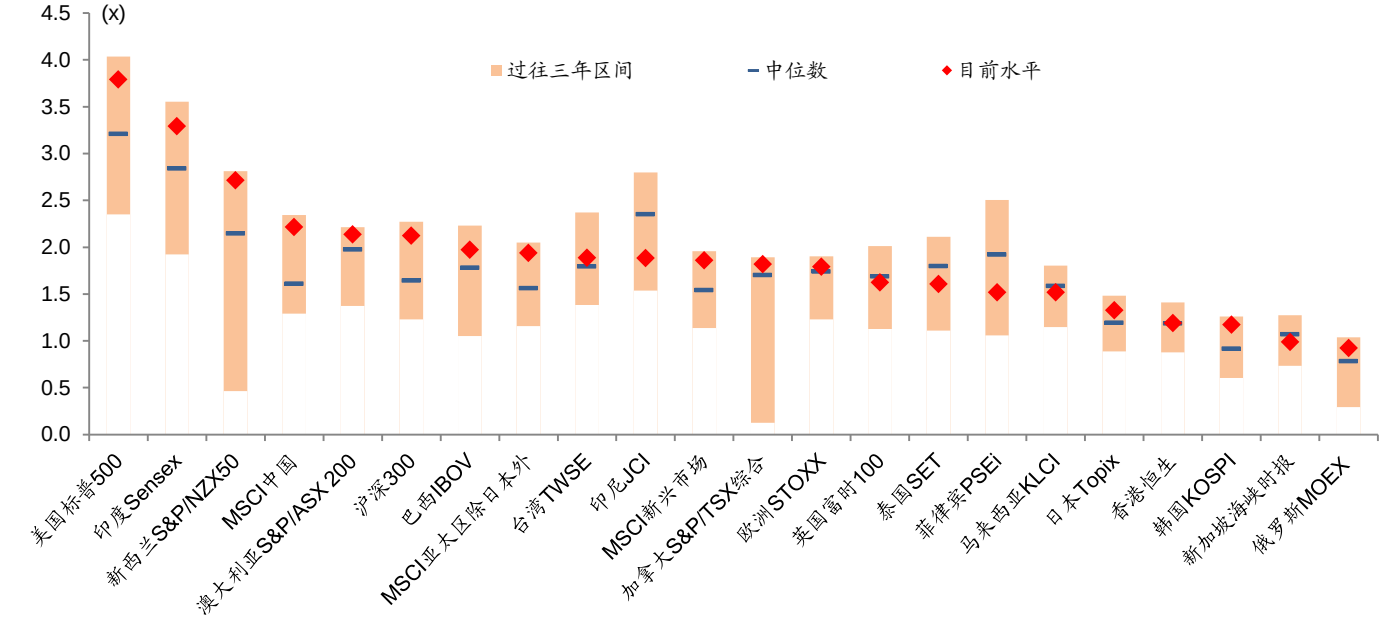
全球股票市场估值

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）；数据截至 2021 年 2 月 5 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）；数据截至 2021 年 2 月 5 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	年初至今	3 个月	6 个月	12 个月
通信服务	8.4%	6.2%	24.1%	28.3%	22.6%	32.5%	68.2%
医疗保健	8.2%	-0.9%	13.4%	15.3%	28.1%	26.1%	76.1%
可选消费	6.8%	2.7%	11.5%	15.1%	8.1%	30.5%	68.2%
日常消费	4.3%	4.7%	0.9%	8.5%	25.7%	29.3%	81.5%
公用事业	3.9%	-1.1%	3.3%	5.2%	17.3%	18.7%	10.0%
原材料	2.6%	-3.3%	1.5%	6.1%	17.7%	17.8%	45.5%
银行	2.3%	0.6%	8.6%	6.0%	9.9%	12.5%	2.8%
工业	1.7%	-2.6%	5.0%	8.5%	15.9%	15.8%	25.7%
保险	1.5%	-4.8%	-0.7%	-1.7%	9.1%	7.1%	-1.0%
能源	1.2%	-4.6%	4.2%	4.2%	8.5%	-2.0%	-22.3%
房地产	1.2%	-6.8%	0.7%	-2.8%	-8.9%	-9.0%	-11.6%
信息技术	0.2%	-5.6%	-3.6%	0.6%	17.1%	26.3%	65.5%
多元金融	-1.7%	-7.6%	-4.9%	-4.0%	-2.1%	-7.1%	10.3%
MSCI 中国	**5.4%**	**1.3%**	**10.4%**	**13.2%**	**13.5%**	**23.9%**	**46.3%**

资料来源：彭博、MSCI、招商证券（香港）；数据截至 2021 年 2 月 5 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	年初至今	3 个月	6 个月	12 个月
通信服务	2.8%	4.8%	12.4%	13.4%	8.0%	6.9%	14.9%
医疗保健	2.6%	-2.1%	2.7%	1.9%	12.9%	1.8%	20.4%
可选消费	1.3%	1.3%	1.0%	1.7%	-4.7%	5.3%	14.9%
日常消费	-1.1%	3.4%	-8.6%	-4.1%	10.7%	4.4%	24.1%
公用事业	-1.4%	-2.3%	-6.4%	-7.0%	3.3%	-4.2%	-24.8%
原材料	-2.7%	-4.5%	-8.1%	-6.3%	3.7%	-4.9%	-0.6%
银行	-3.0%	-0.7%	-1.7%	-6.3%	-3.2%	-9.2%	-29.7%
工业	-3.5%	-3.8%	-4.9%	-4.2%	2.1%	-6.5%	-14.1%
保险	-3.8%	-6.0%	-10.0%	-13.1%	-3.9%	-13.5%	-32.3%
能源	-4.0%	-5.8%	-5.6%	-8.0%	-4.4%	-20.9%	-46.9%
房地产	-4.0%	-8.0%	-8.8%	-14.2%	-19.8%	-26.6%	-39.6%
信息技术	-5.0%	-6.8%	-12.7%	-11.1%	3.1%	1.9%	13.1%
多元金融	-6.8%	-8.7%	-13.8%	-15.2%	-13.7%	-25.0%	-24.7%

资料来源：彭博、MSCI、招商证券（香港）；数据截至 2021 年 2 月 5 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	年初至今	3 个月	6 个月	12 个月
银行	6.3%	6.6%	16.4%	13.0%	16.7%	22.2%	23.8%
日常消费	5.7%	5.1%	-0.3%	7.1%	20.5%	22.2%	98.3%
医疗保健	3.8%	-3.4%	2.8%	4.5%	5.2%	-6.6%	42.7%
保险	1.5%	-4.6%	-5.2%	-8.0%	-1.7%	3.9%	4.0%
可选消费	1.3%	-2.3%	-1.4%	0.3%	0.1%	8.8%	38.9%
房地产	0.3%	-4.9%	-5.3%	-7.7%	-12.3%	-17.4%	-2.7%
能源	-0.6%	-5.7%	-4.2%	-4.8%	0.5%	-2.8%	0.5%
原材料	-1.4%	-6.5%	-1.8%	2.5%	10.9%	8.7%	46.1%
工业	-1.8%	-7.0%	-6.1%	-2.4%	2.1%	3.6%	35.8%
公用事业	-4.1%	-4.9%	-6.6%	-7.1%	-6.2%	-6.3%	8.1%
多元金融	-4.4%	-9.5%	-10.3%	-9.7%	-7.1%	-12.9%	19.7%
信息技术	-4.6%	-11.4%	-9.2%	-5.3%	-7.3%	-14.3%	12.7%
电信	-4.7%	-9.3%	-9.1%	-10.1%	-18.2%	-26.7%	-15.7%
沪深 300	**2.5%**	**-1.6%**	**2.1%**	**5.2%**	**12.2%**	**14.8%**	**43.2%**

资料来源：万得、招商证券（香港）；数据截至 2021 年 2 月 5 日

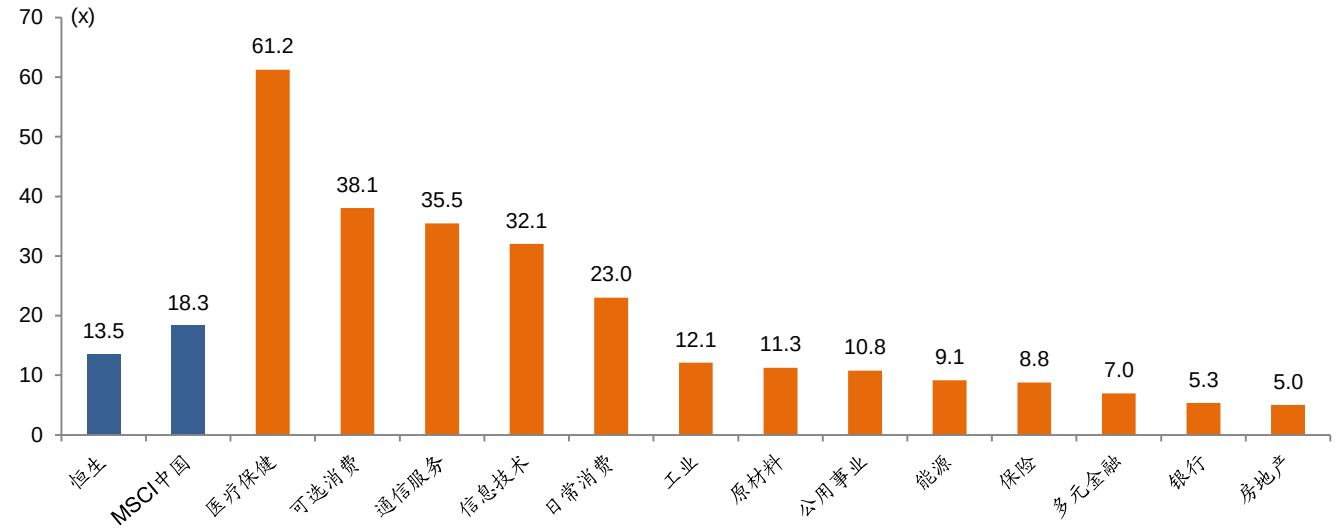
图表 12：沪深 300 指数分行业相对表现（根据过去一周表现排序）

	相对表现						
	一周	两周	1 个月	年初至今	3 个月	6 个月	12 个月
银行	3.7%	8.3%	14.0%	7.4%	4.0%	6.4%	-13.6%
日常消费	3.1%	6.8%	-2.4%	1.8%	7.4%	6.4%	38.5%
医疗保健	1.3%	-1.9%	0.7%	-0.7%	-6.3%	-18.6%	-0.4%
保险	-0.9%	-3.1%	-7.2%	-12.6%	-12.4%	-9.5%	-27.4%
可选消费	-1.1%	-0.8%	-3.5%	-4.7%	-10.8%	-5.2%	-3.0%
房地产	-2.1%	-3.5%	-7.3%	-12.3%	-21.9%	-28.1%	-32.0%
能源	-3.0%	-4.2%	-6.2%	-9.5%	-10.5%	-15.3%	-29.8%
原材料	-3.8%	-5.0%	-3.8%	-2.6%	-1.2%	-5.3%	2.0%
工业	-4.2%	-5.6%	-8.1%	-7.3%	-9.0%	-9.8%	-5.2%
公用事业	-6.4%	-3.4%	-8.6%	-11.7%	-16.4%	-18.4%	-24.5%
多元金融	-6.7%	-8.1%	-12.2%	-14.2%	-17.2%	-24.1%	-16.4%
信息技术	-6.9%	-10.0%	-11.1%	-10.0%	-17.4%	-25.3%	-21.3%
电信	-7.0%	-7.9%	-11.0%	-14.6%	-27.2%	-36.1%	-41.2%

资料来源：万得、招商证券（香港）；数据截至 2021 年 2 月 5 日

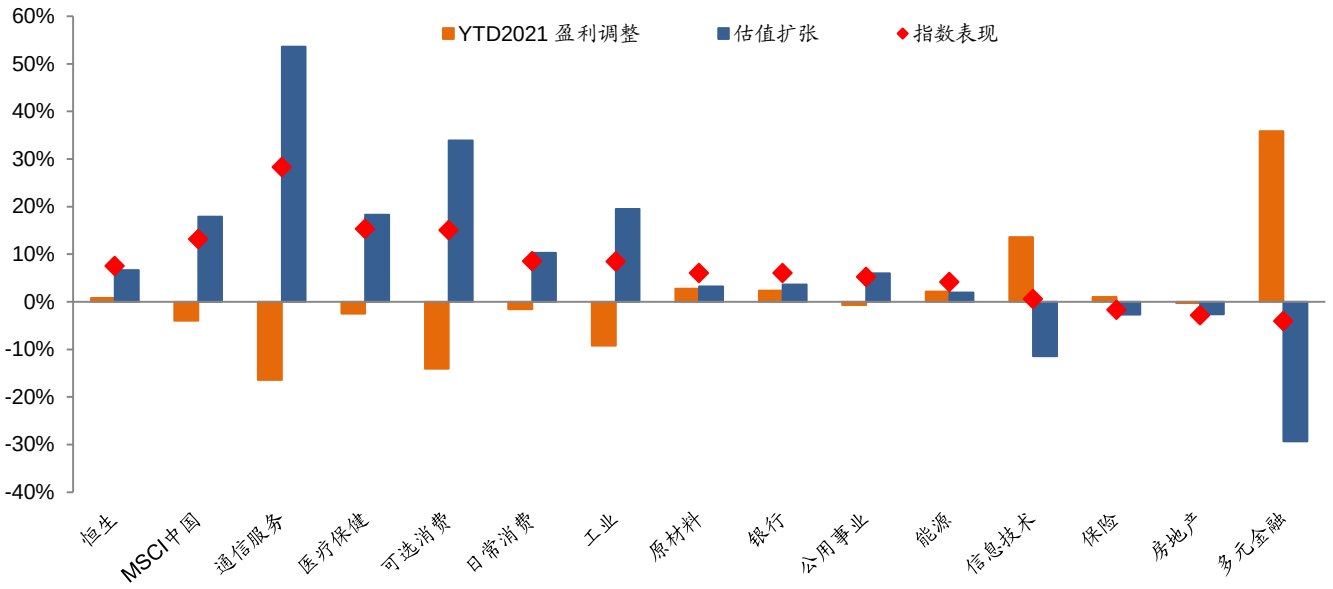
分行业估值

图表 13：MSCI 中国指数分行业前瞻市盈率（12 个月前瞻市盈率）



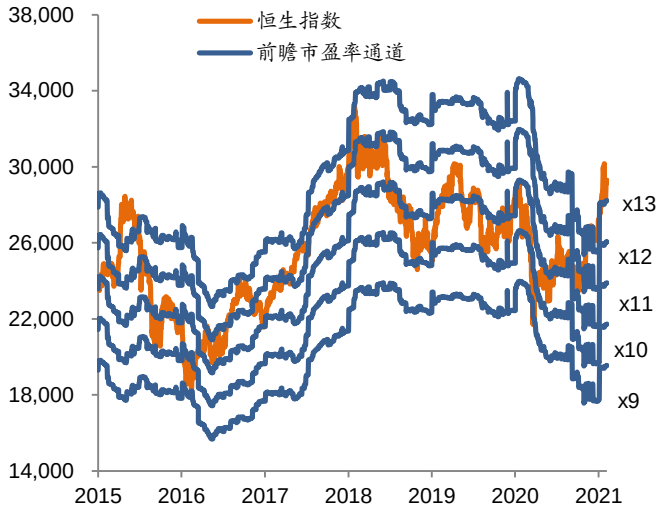
资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2021 年 2 月 5 日

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



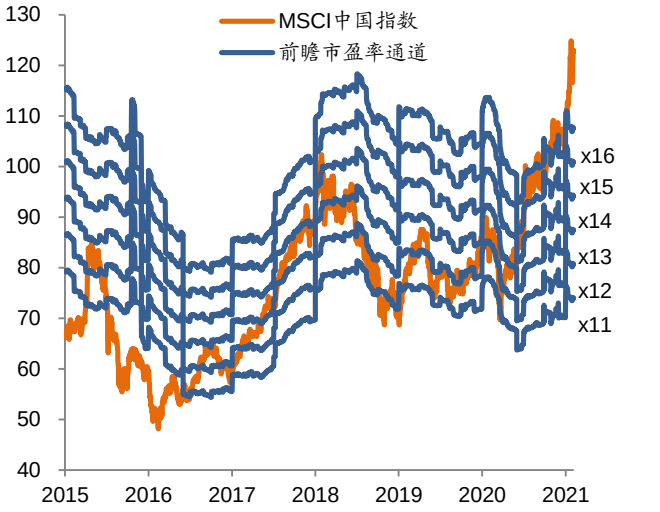
资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2021 年 2 月 5 日

图表 15：恒生指数市盈率通道



资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2021 年 2 月 5 日

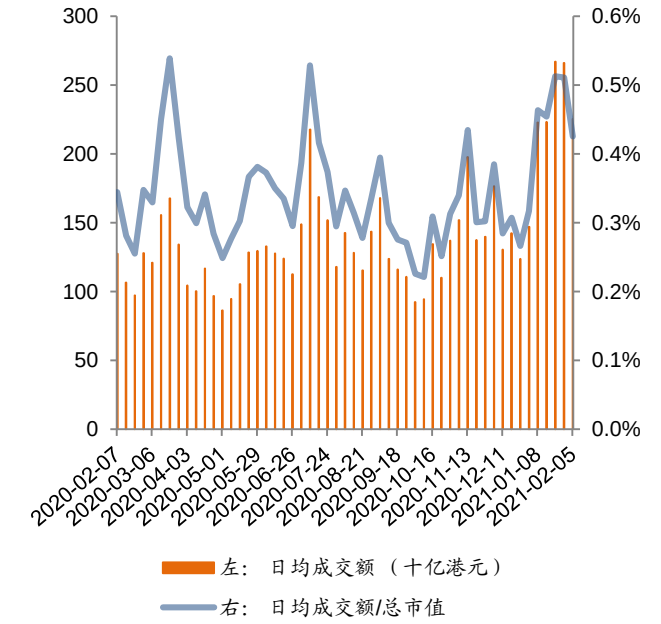
图表 16：MSCI 中国指数市盈率通道



资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2021 年 2 月 5 日

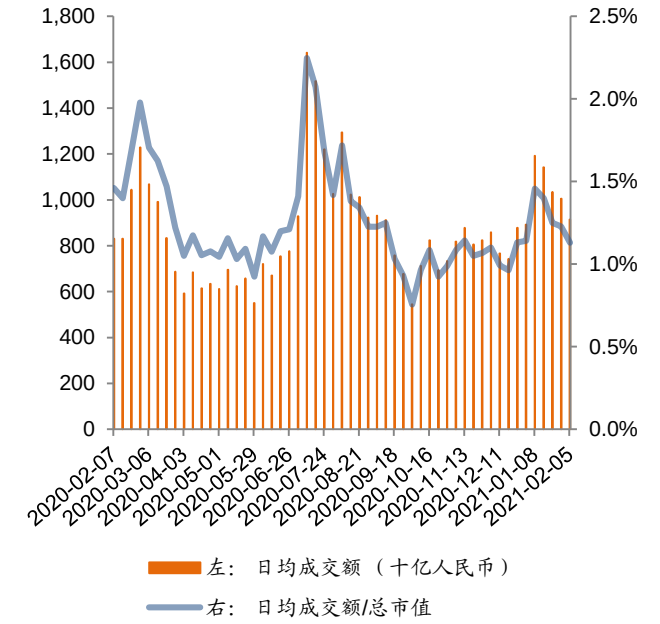
市场成交额

图表 17：港股市场日均成交额



资料来源：万得、招商证券（香港）；数据截至 2021 年 2 月 5 日

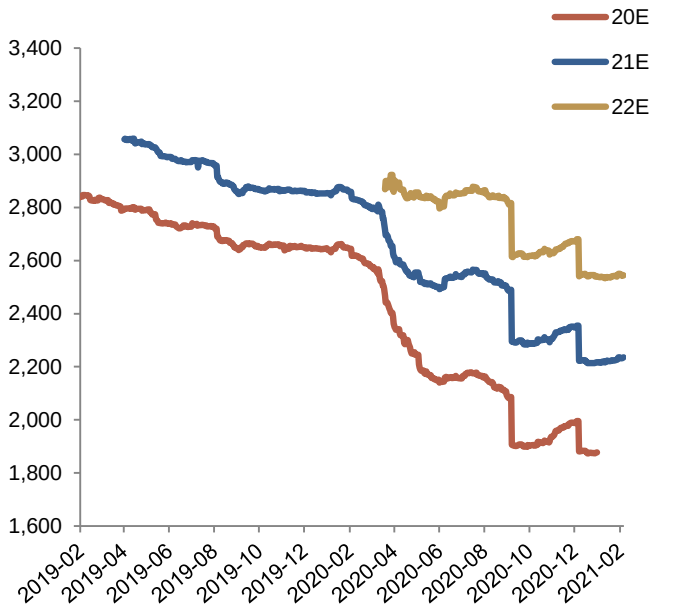
图表 18：A 股市场日均成交额



资料来源：万得、招商证券（香港）；数据截至 2021 年 2 月 5 日

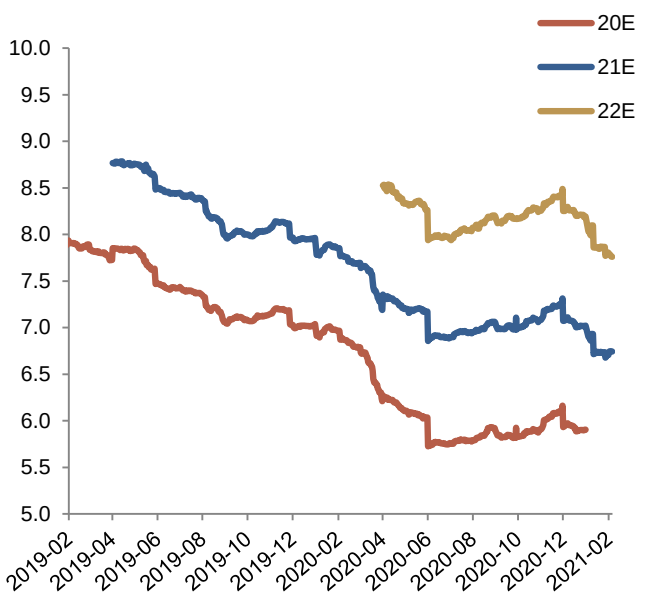
盈利预测调整

图表 19：恒生指数 EPS 一致预测调整



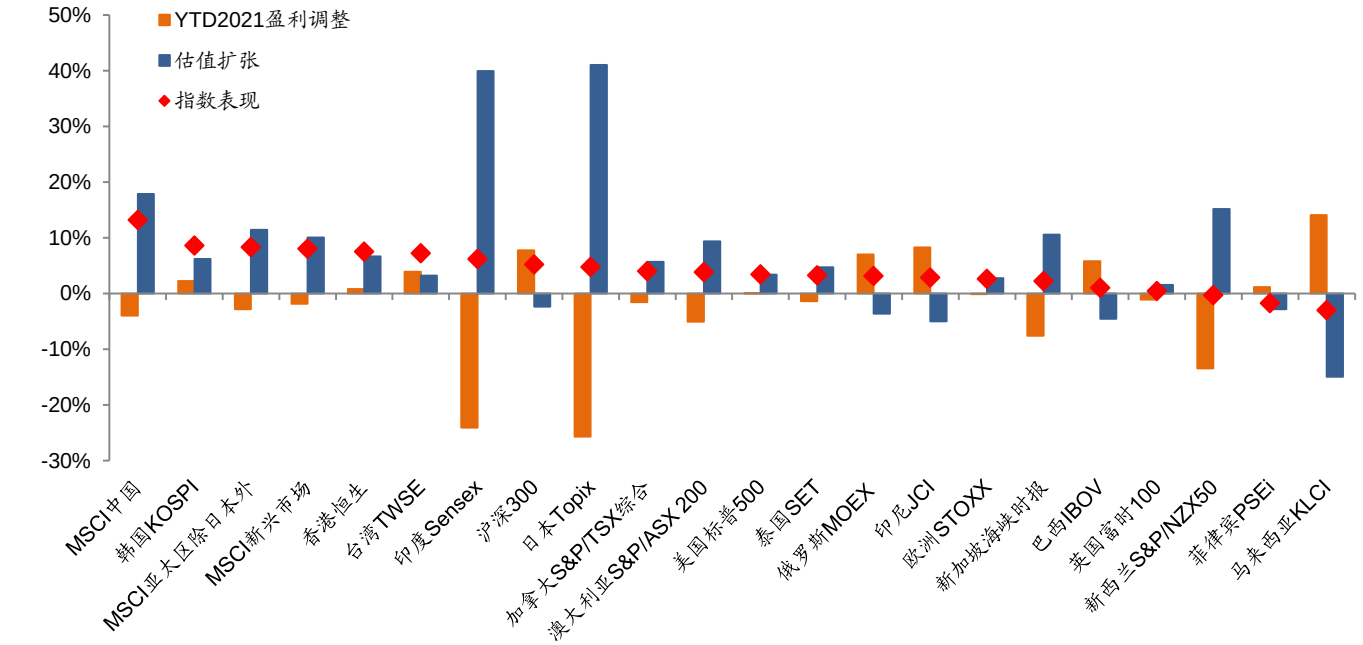
资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2021 年 2 月 5 日

图表 20：MSCI 中国指数 EPS 一致预测调整



资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2021 年 2 月 5 日

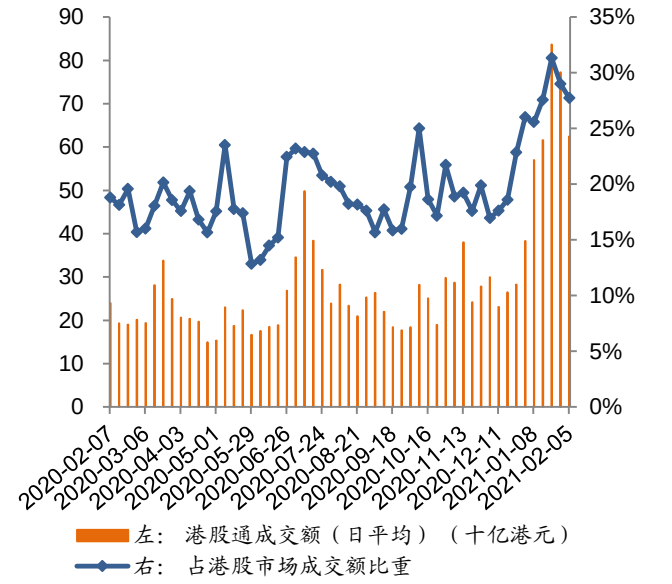
图表 21：主要股指年初至今股价表现：估值变化和盈利调整



资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2021 年 2 月 5 日

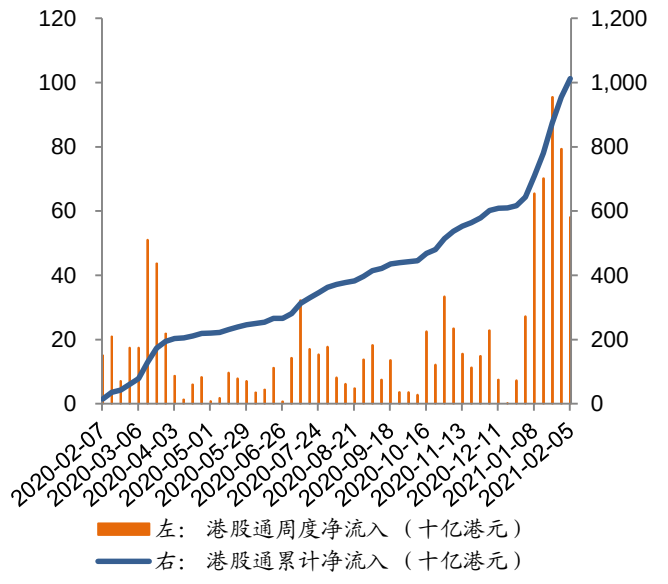
陆港通

图表 22：南下资金成交额



资料来源：万得、招商证券（香港）；数据截至 2021 年 2 月 5 日

图表 23：南下资金净流入



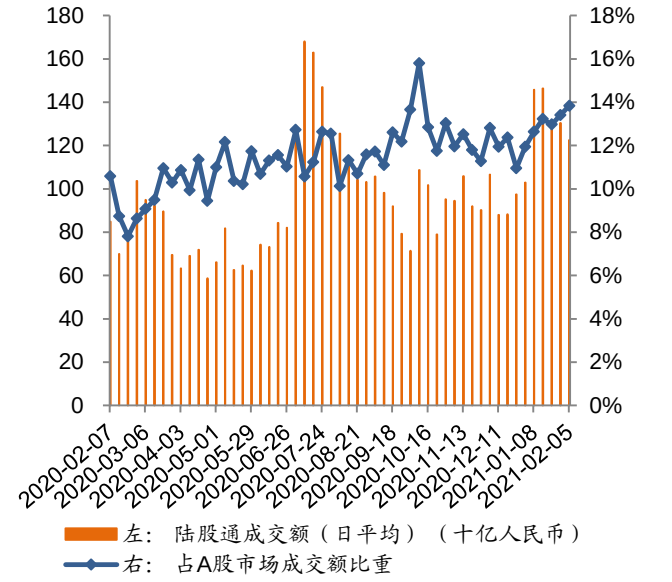
资料来源：万得、招商证券（香港）；数据截至 2021 年 2 月 5 日

图表 24：南下分板块资金流入

	南下资金净流入									
	每周				每月					MTD
（十亿港元）	2021/01/15	2021/01/22	2021/01/29	2021/02/05	2020/09	2020/10	2020/11	2020/12	2021/01	2021/02
通信服务	41.8	25.7	35.3	18.4	6.5	19.8	29.3	19.3	141.4	18.4
信息技术	8.2	9.1	4.6	-3.1	-0.6	4.1	2.6	11.2	26.3	-3.1
能源	7.8	2.5	8.6	7.6	-0.2	-0.1	0.5	3.7	23.2	7.6
可选消费	-1.1	8.7	3.9	5.6	2.2	11.9	6.2	3.1	12.7	5.6
多元金融	0.5	8.0	5.1	3.0	0.4	2.6	3.4	-0.9	12.0	3.0
日常消费	1.4	1.4	1.5	0.3	2.5	0.8	3.6	3.9	5.8	0.3
医疗保健	0.0	-0.2	0.1	2.0	2.2	1.6	-1.9	-1.2	0.2	2.0
公用事业	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
房地产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.4	0.1	0.0	0.2	0.0	0.0
工业	0.0	0.0	0.0	0.0	0.2	0.1	-0.1	1.1	-0.2	0.0
银行	0.1	-0.5	0.0	0.0	1.0	6.7	7.7	-1.9	-0.4	0.0
保险	-0.4	-1.1	0.0	0.0	2.0	2.4	0.8	-1.9	-1.5	0.0
原材料	-0.8	-0.5	0.0	0.0	0.2	0.1	-0.1	-0.6	-1.7	0.0
总计 (前十大个股)	**57.4**	**53.2**	**59.2**	**33.7**	**16.7**	**49.9**	**52.0**	**36.0**	**217.7**	**33.7**
南下总计	**70.2**	**95.5**	**79.4**	**58.2**	**41.7**	**71.0**	**70.3**	**60.2**	**310.6**	**58.2**

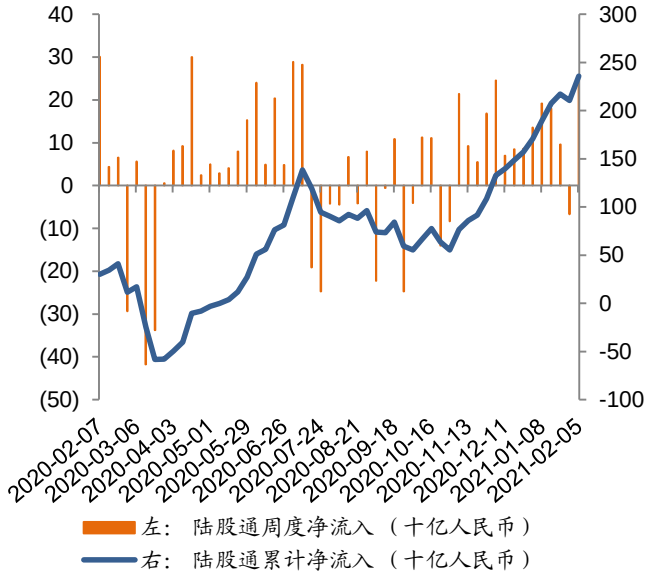
资料来源：万得、招商证券（香港）；数据截至 2021 年 2 月 5 日

图表 25：北上资金成交额



资料来源：万得、招商证券（香港）；数据截至 2021 年 2 月 5 日

图表 26：北上资金净流入



资料来源：万得、招商证券（香港）；数据截至 2021 年 2 月 5 日

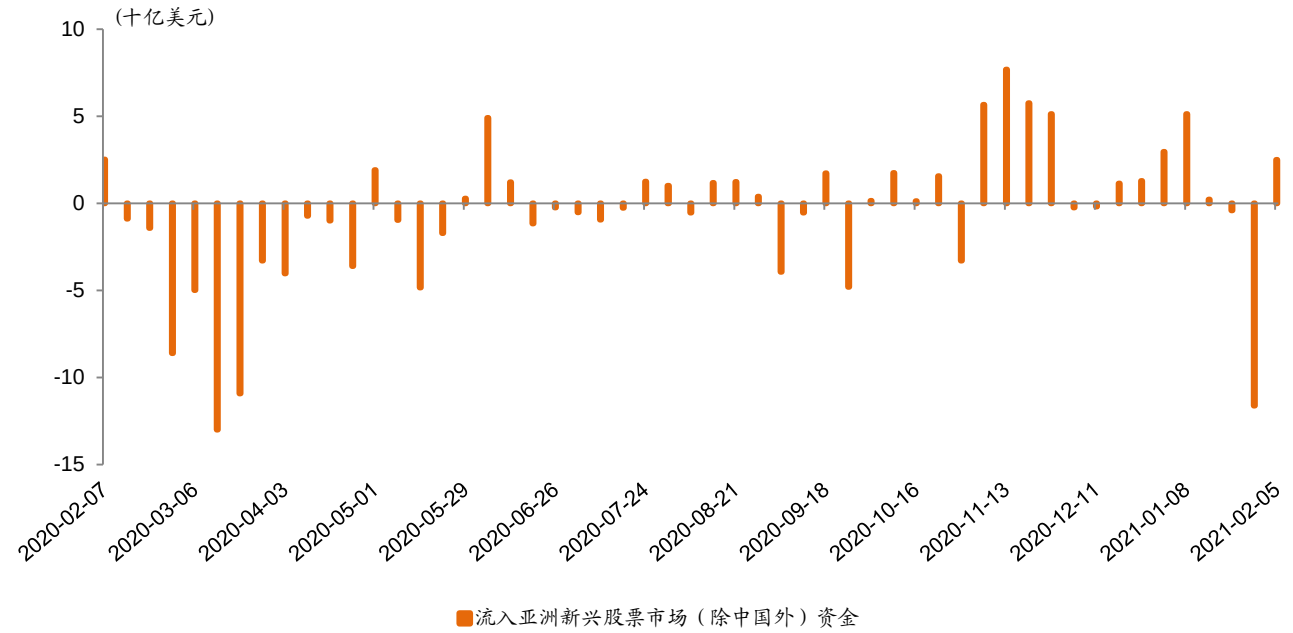
图表 27：北上分板块资金净流入

	北上资金净流入									
	每周				每月					MTD
（十亿人民币）	2021/01/15	2021/01/22	2021/01/29	2021/02/05	2020/09	2020/10	2020/11	2020/12	2021/01	2021/02
银行	3.6	3.2	-0.3	-0.6	-0.6	2.7	2.4	2.1	6.2	-0.6
多元金融	0.8	1.3	1.5	-0.9	0.2	0.5	3.5	2.4	3.8	-0.9
保险	1.9	1.5	0.1	0.3	-2.3	-0.8	4.0	1.0	3.7	0.3
原材料	1.3	0.1	0.0	-0.7	0.3	-0.6	-0.2	0.1	2.8	-0.7
房地产	0.0	0.5	0.0	0.0	0.4	0.2	0.2	-0.1	0.5	0.0
工业	3.3	-1.0	-1.8	4.2	3.9	0.9	2.7	4.0	0.1	4.2
公用事业	0.0	0.0	0.0	1.1	-0.5	0.0	-0.1	0.0	0.0	1.1
能源	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
可选消费	3.2	-1.6	-2.3	-1.1	0.4	5.8	8.1	-4.7	-0.6	-1.1
通信服务	0.0	0.0	0.0	0.4	-0.1	-0.3	0.0	0.7	-1.3	0.4
医疗保健	-0.1	0.2	-0.6	0.1	-1.2	-0.6	1.7	6.2	-3.7	0.1
信息技术	0.1	0.5	1.3	1.0	-2.0	1.8	5.2	2.9	-4.1	1.0
日常消费	-3.7	-5.7	-6.3	-0.8	-10.7	0.7	-2.1	5.9	-17.7	-0.8
总计 (前十大个股)	**10.5**	**-1.1**	**-8.4**	**2.9**	**-12.1**	**10.2**	**25.2**	**20.4**	**-10.3**	**2.9**
北上总计	**18.0**	**9.6**	**-6.7**	**25.3**	**-32.8**	**0.0**	**57.9**	**57.2**	**40.0**	**25.3**

资料来源：万得、招商证券（香港）；数据截至 2021 年 2 月 5 日

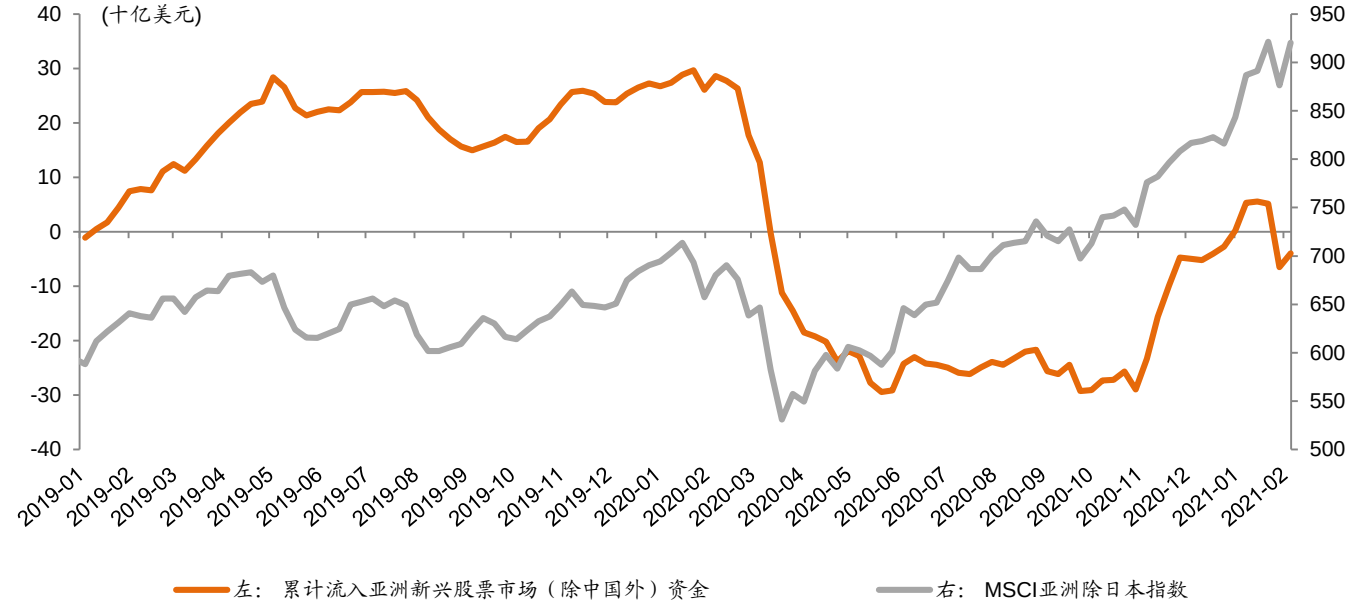
亚洲新兴市场资金流动

图表 28：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）；数据截至 2021 年 2 月 5 日

图表 29：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）；数据截至 2021 年 2 月 5 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 30：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	2020E	2021E	2020E	1H20A	
700 HK	腾讯控股	907,129	733.0	829.0	47.8	38.2	0.2%	9%	互联网
BABA US	阿里巴巴	719,167	265.7	327.0	25.3	19.8	0.0%	-43%	电商
JD US	京东	151,232	96.6	106.0	60.8	43.0	0.0%	-46%	电商
2359 HK	药明康德	66,225	200.6	179.0	139.4	104.6	0.2%	-7%	医药
BGNE US	百济神州	34,019	371.9	345.0	n.a.	n.a.	0.0%	-72%	医药
1801 HK	信达生物	17,677	94.2	80.0	n.a.	n.a.	0.0%	-25%	医药
390 HK	中国中铁	18,583	3.6	7.8	2.7	2.6	4.7%	58%	基建
3311 HK	中建国际	3,009	4.6	9.8	3.9	3.1	6.9%	50%	基建
1157 HK	中联重科	14,777	11.3	13.3	9.9	10.1	3.4%	33%	基建设备
631 HK	三一国际	2,755	6.8	7.8	19.0	12.9	2.1%	-16%	机械设备
2688 HK	新奥能源	19,069	131.0	140.0	20.4	17.1	1.8%	39%	公用事业
135 HK	昆仑能源	8,008	7.2	8.6	9.3	2.4	10.7%	21%	公用事业
941 HK	中国移动	123,865	46.9	70.0	7.4	7.1	7.4%	-31%	电信
728 HK	中国电信	23,384	2.2	3.8	6.7	6.7	6.1%	27%	电信
2018 HK	瑞声科技	6,516	41.8	65.0	27.2	14.3	3.2%	17%	科技硬件
1347 HK	华虹半导体	7,742	46.2	57.0	102.7	54.2	0.3%	-31%	半导体
EDU US	新东方教育	31,167	184.5	220.0	55.3	36.6	0.0%	-58%	教育
1765 HK	希望教育	2,799	3.0	4.3	20.7	16.6	1.6%	6%	教育
1055 HK	南方航空	12,748	4.7	5.9	n.a.	14.4	0.0%	236%	交运
1211 HK	比亚迪	103,565	249.6	340.0	115.0	87.8	0.1%	106%	汽车
175 HK	吉利汽车	35,588	28.1	40.0	28.2	20.0	0.9%	-23%	汽车
6862 HK	海底捞	54,075	79.1	79.2	314.1	66.6	0.1%	30%	餐饮
YUMC US	百胜中国	24,104	57.4	64.9	38.3	25.9	0.4%	-36%	餐饮
2020 HK	安踏	49,409	141.7	149.7	64.6	40.9	1.5%	-13%	运动服饰
1368 HK	特步	1,186	3.6	4.4	16.7	10.0	3.7%	-6%	运动服饰

资料来源：彭博、招商证券（香港）预测；数据截至 2021 年 2 月 5 日

主要报告

乐享互动 (6988 HK) - 中国效果类自媒体营销服务领域的开拓者之一 （刘楠，马牧野）

乐享互动有限公司（以下简称"乐享"）是中国最为领先的效果类自媒体营销服务提供商之一。乐享的优势在于数据积累、软件平台以及其建立的双边网络。预计 19 年至 22 年公司收益复合年增长率将达 58%，经调整净利润复合年增长率将达 72%；首次覆盖并给予其买入评级；目标价 3.9 港元。

中芯国际 (981 HK) - 重新聚焦成熟制程，对未来亦喜亦忧 （陈永豪，苏林）

2020 年四季度业绩及 2021 年一季度前景好于预期，然而公司全年指引显示 2021 下半年或有挑战。资本支出计划更趋审慎，重新聚焦成熟制程；短期减轻公司成本负担，但未来潜力亦可能受到限制。维持中性评级，出口限制仍为主要障碍。

百胜中国 (YUMC US) - 20 年四季度业绩超预期；但对 21 年一季度持谨慎观点 （黄建文，王钿熠）

2020 年四季度业绩超预期，但需留意 2021 年一季度表现。疫情带来的负面影响或比其他餐厅严重。更新目标价至 64.9 美元或 503.0 港元。维持买入评级。

中国平安 (2318HK) - 总体表现符合预期 （罗磊，朱璐颖）

2020 年新业务价值同比下降 35%；总体表现符合预期。管理层期待寿险改革奠定长期竞争优势。维持买入评级；目标价微调至 118.5 港元。

比亚迪股份 (1211 HK) - 新年强势开局，技术突破驱动品牌力上升 （梁勇活，杨岱东）

1 月新能源车销量同比增长 183%，汉销量维持高位，新车型蓄势待发。刀片电池获得现代定点，营销渠道调整弥补短板，产品线上行空间大。进入技术突破驱动品牌力上升周期，维持买入评级及目标价 340 港元。

阿里巴巴 (BABA US) - 加大投入获取更具可持续性的长期增长 （刘楠，马牧野，黄耀林）

21 财年三季度收入和非 GAAP 净利润分别超出市场预期 3%和 9%。公司会在淘系电商和社区团购业务上继续加大投入。维持买入评级，目标价略微下调至 327 美元。

中国燃气 (384 HK) - 估值尚未反映强劲增长 （王腾杰，萧俊燊）

21 财年前 9 个月城市燃气销量进一步加速增长，同比增幅达+13%，我们预计 21 财年全年增长将超 15%。应收账款回款加快继续推动自由现金流和资产负债表改善。估值吸引，前瞻市盈率较新奥能源折让 17%，两者燃气销量增长和盈利增长前景相似，重申买入评级。

绿叶制药 (2186 HK) - 定向增发改善财务结构 （张皓渊，代方琦）

公司公告通过定向增发新股和其控股股东出让已发行股份的方式，与高瓴资本达成战略合作。交易完成后，高瓴资本将成为公司第二大股东。我们认为此次 12.5 亿港元融资完成后，将改善公司的资产负债表，并有助于公司进一步推动其研发与 BD 进展。我们将基于分类加总估值法的目标价上调至 7.0 港元。维持买入评级，目前估值水平仍具有吸引力（11x 21E PER），且资产负债表有所改善。

中升控股 (881 HK) - 业务稳健向好，市场高估新势力冲击，低估公司成长性 （梁勇活，杨岱东）

重点品牌销量强劲，四季度加快复苏。库存低位，运营能力出色。首次发行美元债优化融资渠道，股票回购和大股东增持彰显管理层信心。市场过度担忧新势力冲击，低估公司成长性，情绪低迷期是买入良机。

希望教育(1765 HK) - 独立学院转设进展顺利 （王腾杰，李怡珊）

独立学院转设进展顺利，其中两所将于 21 财年转设，另外两所将于 22 财年转设；4 所新建学校将于 22 财年开始运营。并购+内生扩张+自建学校驱动 21-22 财年强劲增长前景。看好盈利前景，重申买入评级。

小米集团 (1810 HK) - 小米提出法律诉讼，积极迈向解决方向 （陈永豪，苏林）

小米对美国国防部和美国财政部提起法律诉讼，以撤销其中国军方相关公司的指控。我们相信小米跨出了积极解决问题的一步；如果小米由美国国防部限制名单中剔除，将可再次吸引投资。基本面不受影响：小米的零组件和软件供应维持正常；维持买入评级。

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