2021 年 1 月 25 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 (2021/01/25)

就地过年

- **拜登上任头几日内发布数十项行政命令和总统备忘录，旨在应对疫情和逆转特朗普的政策**
- **中国倡议民众就地过年**
- **港股通南下资金持续放量推升港股**

新冠疫情追踪：中国：冬季以来，中国本土疫情呈多点散发和局部聚集性疫情叠加态势。过去一周累计报告新增686例本地病例。国家卫健委要求春节返乡人员（从外地返回农村地区的人员）需持7天内有效新冠病毒核酸检测阴性报告，并进行14天居家健康监测。各地政府倡导春节非必要不返乡，就地过年。**英国：**疫情显现积极迹象，全国性封锁措施开始奏效，英国第二轮疫情已经达到拐点。新冠传播R值从一周前的1.2-1.3降至0.8-1.0。然而，首相约翰逊警告称，根据最新数据，英国出现的新变种可能会使致死率增加30%。**欧盟：**欧盟面临辉瑞和阿斯利康等主要疫苗供应商供货延迟的问题。1月22日，阿斯利康表示，“初始产量将低于最初预期”。新闻称该公司一季度对欧盟的出货量将减少60%。**美国：**全国范围内的疫苗接种比预期要慢。截至1月23日，全美已接种2,054万剂疫苗，即每100人接种6.2剂。总统拜登在就任后的前几日一口气签署了多项与抗疫相关的行政命令和备忘录，包括在联邦土地和大楼实施“口罩令”，增加疫苗供应，扩大检测范围，并要求入境美国的旅客提供新冠核酸检测阴性证明。

新看点：1）港股通南下交易：南向继续放量。截至1月22日，年初至今日均南下成交额达674亿港元，占市场总成交额的28.4%（2020年全年：18.4%）。自今年1月/过去一周日均净流入额分别为154亿港元/191亿港元。累计净流入额达2,312亿港元，已占2020年净流入总额的34%。腾讯和中国移动吸金最多，分别占年初至今净流入的26%和17%，其次是中海油、美团和中芯国际（占比分别为6%、5%和5%）。

宏观经济数据：美国方面：1）1月Markit制造业PMI为59.1，超出预期，为2007年以来最高水平（12月：57.1）。1月Markit服务业PMI升至57.5，超出预期（12月：54.8）。2）12月成屋销售环比增长0.8%，超出预期（11月：-2.2%）。3）12月新屋开工环比上涨5.8%，远高于预期（11月：3.1%）。4）12月营建许可环比增长4.5%，超出预期（11月：5.9%）。

股市概况：过去一周恒生/MSCI中国/沪深300指数分别上涨3.1%/5.9%/2.0%。**MSCI中国指数：**医疗保健（+11.7%）和可选消费（+8.6%）板块跑赢大市，保险（-4.3%）和能源（-1.7%）则表现不佳。恒生/MSCI中国/沪深300指数估值分别为13.7倍/18.1倍/16.1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）。我们关注A股和MSCI中国指数于短期／中期可能出现回调风险；预计恒生指数在2021年会有更好的表现。**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。

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. 招证国际策略周报 (2021/01/18) - 中国经济2020年圆满收官 (2021/01/18)
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								
	二季度		三季度			四季度		本次发布	下次发布
	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月	日期	日期
GDP 同比%	3.2			4.9			6.5	2021-01-18	2021-04-16
GDP 累计同比%	-1.6			0.7			2.3	2021-01-18	2021-04-16
CPI 同比%	2.5	2.7	2.4	1.7	0.5	-0.5	0.2	2021-01-11	2021-02-10
PPI 同比%	-3.0	-2.4	-2.0	-2.1	-2.1	-1.5	-0.4	2021-01-11	2021-02-10
官方制造业 PMI	50.9	51.1	51.0	51.5	51.4	52.1	51.9	2020-12-30	2021-01-31
官方非制造业 PMI	54.4	54.2	55.2	55.9	56.2	56.4	55.7	2020-12-30	2021-01-31
官方综合 PMI	54.2	54.1	54.5	55.1	55.3	55.7	55.1	2020-12-30	2021-01-31
财新制造业 PMI	51.2	52.8	53.1	53.0	53.6	54.9	53.0	2021-01-03	2021-02-01
财新服务业 PMI	58.4	54.1	54.0	54.8	56.8	57.8	56.3	2021-01-05	2021-02-03
财新综合 PMI	55.7	54.5	55.1	54.5	55.7	57.5	55.8	2021-01-05	2021-02-03
出口同比%	0.5	7.2	9.5	9.9	11.4	21.1	18.1	2021-01-13	2021-04-13
进口同比%	2.7	-1.4	-2.1	13.2	4.7	4.5	6.5	2021-01-13	2021-04-13
贸易帐顺差 (十亿美元)	46.4	62.3	58.9	37.0	58.4	75.4	78.2	2021-01-13	2021-04-13
城镇调查失业率%	5.7	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	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%	-1.3	-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%	11.5	19.6	19.1	10.1	28.2	15.5		2020-12-26	2021-01-27
规模以上工业企业利润累计同比%	-12.8	-8.1	-4.4	-2.4	0.7	2.4		2020-12-26	2021-01-27
社会消费品零售总额同比%	-1.8	-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%	-11.4	-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%	-3.1	-1.6	-0.3	0.8	1.8	2.6	2.9	2021-01-18	2021-03-15
基建投资%	-2.7	-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%	1.9	3.4	4.6	5.6	6.3	6.8	7.0	2021-01-18	2021-03-15
制造业投资%	-11.7	-10.2	-8.1	-6.5	-5.3	-3.5	-2.2	2021-01-18	2021-03-15
M1 同比%	6.5	6.9	8.0	8.1	9.1	10.0	8.6	2021-01-12	2021-02-09
M2 同比%	11.1	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)	3,468	1,693	3,585	3,469	1,394	2,134	1,720	2021-01-12	2021-02-09
新增人民币贷款 (十亿元人民币)	1,811	993	1,278	1,896	690	1,430	1,260	2021-01-12	2021-02-09
金融机构贷款余额同比%	13.2	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%	-10.8	-8.7	-7.5	-6.4	-5.5	-5.3		2020-12-18	2021-01-20
财政支出累计同比%	-5.8	-3.2	-2.1	-1.9	-0.6	0.7		2020-12-18	2021-01-20
十年期国债收益率%	2.85	2.98	3.02	3.15	3.19	3.27	3.15		
3 个月 SHIBOR%	2.13	2.59	2.64	2.69	2.97	3.12	2.76		
美元兑人民币	7.07	6.98	6.85	6.79	6.69	6.58	6.53		

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					2020-12-22	2021-01-28
个人消费支出			41.0					2020-12-22	2021-01-28
私人投资			86.3					2020-12-22	2021-01-28
政府消费和投资			-4.8					2020-12-22	2021-01-28
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			2020-12-23	2021-01-29
核心 PCE 物价指数同比%	1.3	1.4	1.5	1.4	1.4			2020-12-23	2021-01-29
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	54.2	56.0	55.4	59.3	57.5	60.7		2021-01-05	2021-02-01
ISM 服务业 PMI	58.1	56.9	57.8	56.6	55.9	57.2		2021-01-07	2021-02-03
Markit 制造业 PMI	50.9	53.1	53.2	53.4	56.7	57.1	59.1	2021-01-22	2021-02-01
Markit 服务业 PMI	50.0	55.0	54.6	56.9	58.4	54.8	57.5	2021-01-22	2021-02-03
Markit 综合 PMI	50.3	54.6	54.3	56.3	58.6	55.3	58.0	2021-01-22	2021-02-03
耐用品订单环比%	11.8	0.4	2.1	1.8	1.0			2021-01-06	2021-01-27
扣除运输类耐用品订单环比%	3.3	1.1	1.5	2.0	0.4			2021-01-06	2021-01-27
扣除飞机非国防资本耐用品订单环比%	2.6	2.4	1.9	1.7	0.5			2021-01-06	2021-01-27
工厂订单环比%	6.5	0.6	1.3	1.3	1.0			2021-01-06	2021-02-04
扣除运输类工厂订单环比%	2.4	0.9	0.9	1.3	0.8			2021-01-06	2021-02-04
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	79.2	2021-01-15	2021-01-29
密歇根大学消费者预期指数	65.9	68.5	75.6	79.2	70.5	74.6	73.8	2021-01-15	2021-01-29
密歇根大学消费者现况指数	82.8	82.9	87.8	85.9	87.0	90.0	87.7	2021-01-15	2021-01-29
个人收入环比%	0.9	-2.6	0.8	-0.6	-1.1			2020-12-23	2021-01-29
个人消费支出(PCE)环比%	1.5	1.2	1.3	0.3	-0.4			2020-12-23	2021-01-29
ADP 就业人数变动(千人)	215.7	481.8	753.9	408.7	304.3	-123.0		2021-01-06	2021-02-03
非农就业人口变动(千人)	1,761	1,493	711	654	336	-140		2021-01-08	2021-02-05
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		2021-01-08	2021-02-05
新屋销售环比%	16.5	-0.2	-1.2	-2.1	-11.0			2020-12-23	2021-01-28
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	4.5		2021-01-21	2021-02-18
成屋签约销售指数环比%	5.9	8.8	-2.0	-0.9	-2.6			2020-12-30	2021-01-29
贸易帐(十亿美元)	-61.4	-64.9	-62.1	-63.1	-68.1			2021-01-07	2021-02-05
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			
3 个月美国国债利率%	0.08	0.09	0.09	0.09	0.07	0.06			
十年期美国国债利率%	0.53	0.70	0.68	0.87	0.84	0.91			
美元指数	93.3	92.1	93.9	94.0	91.9	89.9			

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	年初至今	1 个月	3 个月	6 个月	12 个月
MSCI 中国	5.9%	7.6%	11.8%	14.6%	17.2%	26.8%	38.1%
韩国 KOSPI	1.8%	-0.4%	9.3%	14.9%	33.4%	40.9%	38.5%
台湾 TWSE	2.6%	3.6%	8.7%	13.0%	24.0%	28.4%	32.2%
MSCI 亚太区除日本外	3.1%	3.3%	8.5%	12.5%	22.8%	30.5%	26.9%
香港恒生	3.1%	5.6%	8.1%	12.7%	18.8%	17.5%	3.9%
MSCI 新兴市场	2.6%	2.9%	7.9%	11.5%	22.6%	29.2%	22.9%
沪深 300	2.0%	1.4%	6.9%	12.2%	16.6%	18.1%	34.8%
印尼 JCI	-1.0%	0.8%	5.5%	4.7%	23.9%	23.4%	1.2%
新加坡海峡时报	-0.4%	-0.1%	5.2%	5.8%	18.3%	15.3%	-8.1%
英国富时 100	-0.6%	-2.6%	3.6%	3.7%	15.7%	7.9%	-11.6%
泰国 SET	-1.4%	-2.5%	3.3%	5.2%	23.4%	10.4%	-4.9%
澳大利亚 S&P/ASX 200	1.3%	0.6%	3.2%	3.0%	10.1%	11.9%	-4.7%
日本 Topix	0.0%	0.1%	2.9%	5.4%	14.6%	18.0%	6.5%
俄罗斯 MOEX	-2.0%	-2.1%	2.9%	4.5%	20.7%	19.3%	6.6%
欧洲 STOXX	0.2%	-0.6%	2.4%	4.4%	13.4%	9.4%	-3.4%
加拿大 S&P/TSX 综合	-0.4%	-1.1%	2.4%	1.7%	9.6%	10.4%	1.4%
印度 Sensex	-0.3%	0.2%	2.4%	6.2%	20.5%	29.1%	18.9%
美国标普 500	1.9%	0.4%	2.3%	4.2%	11.2%	17.3%	15.6%
新西兰 S&P/NZX50	2.4%	-1.7%	1.8%	3.8%	7.5%	13.7%	12.1%
菲律宾 PSEi	-2.7%	-3.3%	-1.3%	-2.2%	11.1%	16.2%	-5.7%
巴西 IBOV	-2.5%	-6.2%	-1.4%	0.6%	15.2%	12.6%	-0.9%
马来西亚 KLCI	-1.9%	-2.2%	-1.9%	-2.2%	6.5%	0.6%	1.2%

资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2021 年 1 月 22 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	年初至今	1 个月	3 个月	6 个月	12 个月
MSCI 中国	5.9%	7.7%	11.8%	14.6%	17.1%	26.8%	38.4%
台湾 TWSE	2.7%	3.6%	9.2%	13.8%	27.3%	35.1%	41.5%
MSCI 亚太区除日本外	3.1%	3.3%	8.5%	12.5%	22.8%	30.5%	26.9%
香港恒生	3.1%	5.7%	8.2%	12.7%	18.8%	17.5%	4.2%
MSCI 新兴市场	2.6%	2.9%	7.9%	11.5%	22.6%	29.2%	22.9%
沪深 300	2.0%	1.2%	7.6%	13.2%	20.2%	27.6%	43.3%
韩国 KOSPI	1.5%	-1.4%	7.6%	15.2%	36.9%	52.5%	46.0%
印尼 JCI	-1.2%	0.9%	5.0%	6.1%	29.3%	27.8%	-2.0%
新加坡海峡时报	-0.4%	-0.3%	4.6%	6.4%	20.8%	20.1%	-6.6%
英国富时 100	-0.1%	-1.9%	3.8%	6.2%	20.9%	15.8%	-7.9%
澳大利亚 S&P/ASX 200	1.2%	0.0%	3.5%	5.6%	19.4%	20.9%	7.6%
泰国 SET	-1.2%	-2.1%	3.2%	5.8%	28.9%	16.3%	-3.6%
加拿大 S&P/TSX 综合	-0.5%	-1.3%	2.7%	3.1%	13.1%	16.2%	4.8%
印度 Sensex	-0.1%	0.7%	2.4%	7.5%	21.6%	31.9%	15.8%
日本 Topix	0.0%	0.3%	2.3%	5.3%	15.7%	21.9%	12.7%
美国标普 500	1.9%	0.4%	2.3%	4.2%	11.2%	17.3%	15.6%
欧洲 STOXX	0.8%	-1.1%	1.9%	4.4%	16.7%	15.0%	6.0%
俄罗斯 MOEX	-4.2%	-3.4%	1.9%	5.1%	22.6%	12.9%	-12.2%
新西兰 S&P/NZX50	2.7%	-2.5%	1.7%	5.8%	15.4%	22.4%	22.2%
菲律宾 PSEi	-2.8%	-3.4%	-1.5%	-2.2%	12.2%	19.3%	0.0%
马来西亚 KLCI	-2.0%	-2.5%	-2.4%	-1.7%	9.2%	5.8%	1.7%
巴西 IBOV	-6.3%	-7.8%	-6.8%	-5.2%	17.3%	4.7%	-24.1%

资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2021 年 1 月 22 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	年初至今	1 个月	3 个月	6 个月	12 个月
能源							
汽油	1.3%	0.4%	10.0%	15.6%	33.7%	20.7%	-2.0%
WTI 原油	-0.2%	0.1%	7.7%	11.2%	28.6%	24.7%	-7.9%
布伦特原油	0.6%	-1.0%	7.0%	10.6%	30.5%	25.1%	-12.3%
热油	-1.1%	-0.2%	6.8%	7.8%	35.8%	24.0%	-12.5%
天然气	-10.6%	-9.4%	-3.7%	-12.0%	-18.7%	45.5%	28.4%
金属							
镍	1.5%	3.4%	10.0%	10.0%	15.5%	39.1%	33.9%
铁矿石	4.9%	3.5%	9.6%	2.7%	29.4%	43.1%	78.1%
铂	2.6%	3.2%	3.1%	9.3%	24.8%	20.4%	8.5%
铜	0.6%	-1.6%	3.0%	3.2%	15.5%	23.3%	31.0%
铝	0.2%	-1.3%	0.8%	-0.1%	8.0%	17.9%	10.1%
锌	0.6%	-3.5%	-1.3%	-2.2%	5.3%	22.7%	13.3%
金	1.5%	0.4%	-2.0%	-0.6%	-2.4%	-0.5%	19.1%
银	2.9%	0.3%	-3.3%	0.3%	3.8%	12.2%	42.8%
农产品							
棉花	1.1%	2.2%	4.4%	9.0%	13.4%	30.0%	14.7%
玉米	-5.8%	0.9%	3.4%	12.9%	20.2%	52.8%	28.7%
活牛	3.5%	2.0%	3.3%	5.8%	13.0%	15.0%	-7.5%
糖	-3.5%	1.7%	2.5%	9.1%	7.4%	33.8%	8.3%
大豆	-7.4%	-4.7%	-0.3%	5.2%	22.2%	45.9%	43.6%
瘦肉猪	2.9%	1.8%	-0.5%	5.9%	5.6%	32.8%	3.5%
小麦	-6.1%	-0.7%	-0.9%	2.8%	1.9%	18.7%	9.8%
咖啡	-3.2%	0.3%	-3.3%	-0.1%	16.3%	14.5%	11.8%

资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2021 年 1 月 22 日

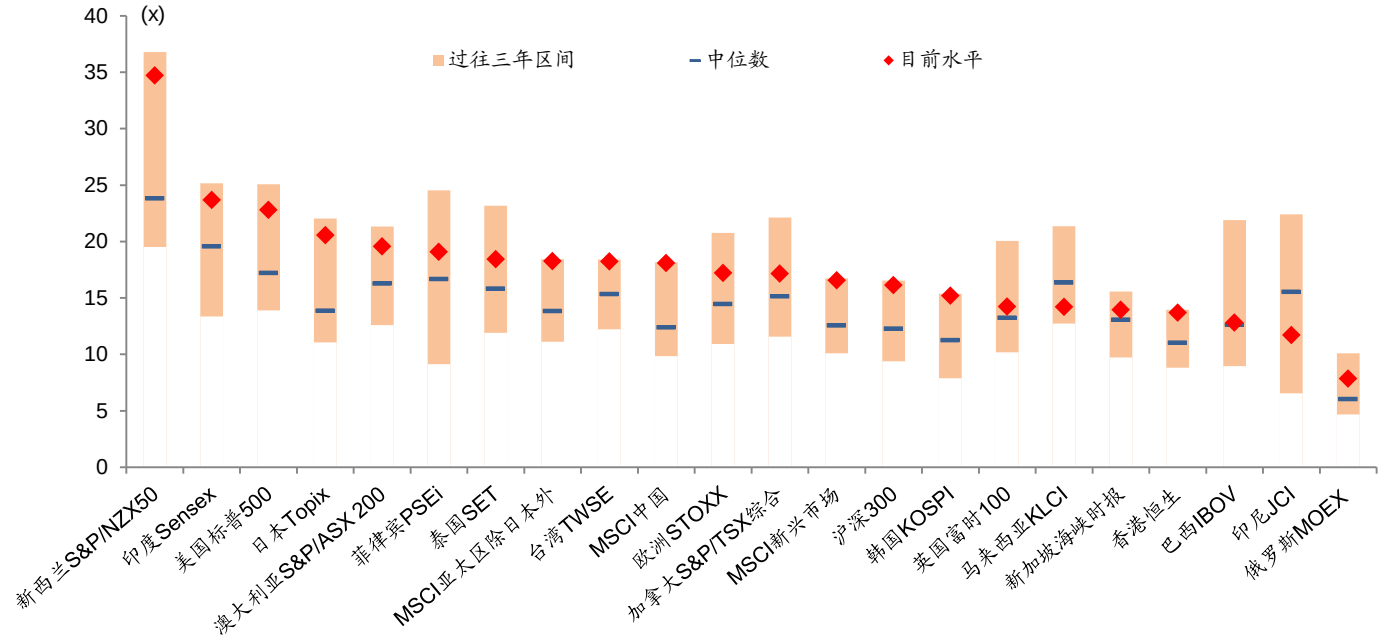
图表 6：主要货币兑美元表现（根据年初至今表现排序）

	一周	两周	年初至今	1 个月	3 个月	6 个月	12 个月
中国人民币	0.0%	-0.1%	0.7%	0.9%	3.1%	8.0%	6.5%
新台币	0.1%	0.1%	0.4%	0.7%	2.6%	5.2%	7.1%
加拿大元	0.0%	-0.2%	0.3%	1.4%	3.2%	5.3%	3.3%
英镑	0.7%	0.9%	0.2%	2.4%	4.5%	7.4%	4.2%
澳大利亚元	0.2%	-0.7%	0.2%	2.5%	8.4%	8.0%	12.8%
土耳其里拉	0.7%	-0.9%	0.2%	3.0%	7.0%	-7.6%	-20.2%
印度卢比	0.1%	0.4%	0.1%	1.2%	0.8%	2.4%	-2.4%
印度尼西亚卢比	-0.1%	-0.1%	0.1%	1.2%	4.5%	4.4%	-2.8%
越南盾	0.0%	0.0%	0.1%	0.2%	0.4%	0.5%	0.4%
泰铢	0.3%	0.5%	0.0%	0.7%	4.4%	5.4%	1.4%
瑞士法郎	0.6%	0.0%	0.0%	0.4%	2.5%	4.9%	9.4%
菲律宾比索	0.0%	0.0%	-0.1%	0.0%	1.1%	2.7%	5.9%
墨西哥比索	-0.9%	0.2%	-0.1%	0.6%	5.1%	11.4%	-6.5%
新西兰元	0.7%	-0.8%	-0.1%	2.0%	7.5%	7.7%	9.0%
日元	0.1%	0.2%	-0.5%	-0.1%	1.0%	3.3%	5.9%
欧元	0.8%	-0.4%	-0.5%	0.0%	3.0%	5.1%	9.8%
新加坡元	0.1%	-0.2%	-0.5%	0.6%	2.1%	4.2%	1.5%
马来西亚林吉特	-0.2%	-0.3%	-0.6%	0.4%	2.5%	5.2%	0.5%
瑞典克朗	1.2%	-0.7%	-1.0%	0.4%	5.8%	6.8%	14.6%
俄罗斯卢布	-2.3%	-1.6%	-1.5%	0.5%	1.5%	-5.4%	-17.7%
韩元	-0.3%	-1.2%	-1.5%	0.4%	2.7%	8.3%	5.5%
智利比索	0.8%	-2.4%	-2.4%	-0.5%	7.0%	5.6%	6.0%
阿根廷比索	-1.0%	-1.7%	-2.8%	-3.8%	-9.8%	-17.1%	-30.6%
南非兰特	0.6%	1.0%	-3.1%	-3.2%	7.2%	8.7%	-5.4%
巴西里尔	-3.1%	-0.9%	-5.1%	-5.6%	2.2%	-6.4%	-23.6%

资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2021 年 1 月 22 日

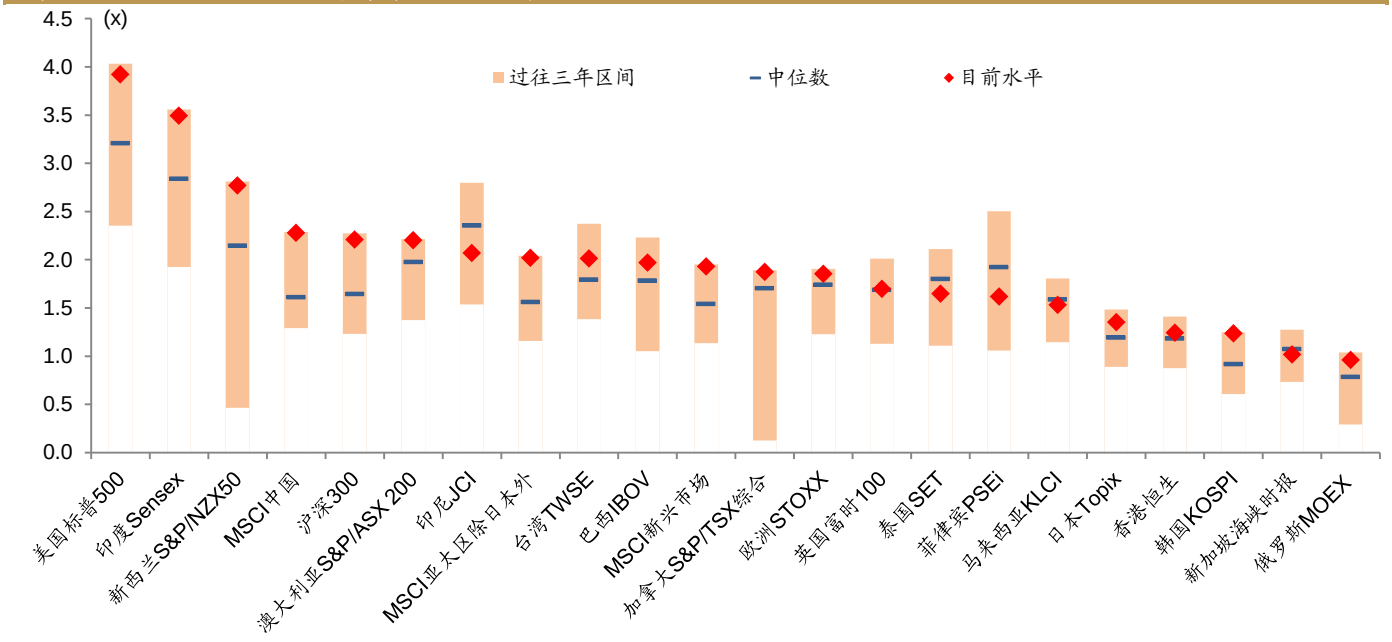
全球股票市场估值

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 1 月 22 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 1 月 22 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	年初至今	1 个月	3 个月	6 个月	12 个月
医疗保健	11.7%	14.6%	16.3%	21.6%	31.9%	32.9%	73.3%
可选消费	8.6%	7.2%	12.1%	12.8%	10.2%	35.8%	60.2%
通信服务	7.3%	16.4%	20.8%	21.4%	25.6%	29.5%	55.8%
信息技术	6.6%	3.5%	6.6%	16.3%	33.8%	43.5%	63.2%
房地产	5.5%	6.5%	4.2%	6.9%	2.4%	-3.9%	-12.3%
工业	4.6%	4.0%	11.3%	17.2%	23.2%	20.8%	20.5%
原材料	2.6%	-0.8%	9.7%	15.3%	27.2%	30.9%	37.0%
日常消费	2.1%	-3.4%	3.7%	9.9%	21.7%	28.2%	64.2%
多元金融	1.8%	2.1%	3.8%	10.5%	3.5%	-0.8%	7.2%
公用事业	1.3%	0.1%	6.4%	11.1%	24.4%	19.9%	3.5%
银行	-1.6%	3.9%	5.4%	10.7%	9.4%	8.6%	-3.9%
能源	-1.7%	5.9%	9.1%	10.2%	16.5%	0.9%	-26.4%
保险	-4.3%	2.0%	3.3%	6.7%	11.0%	10.6%	-3.7%
MSCI 中国	**5.9%**	**7.6%**	**11.8%**	**14.6%**	**17.2%**	**26.8%**	**38.1%**

资料来源：彭博、MSCI、招商证券（香港）；数据截至 2021 年 1 月 22 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	年初至今	1 个月	3 个月	6 个月	12 个月
医疗保健	5.5%	6.5%	4.1%	6.1%	12.6%	4.8%	25.5%
可选消费	2.5%	-0.4%	0.3%	-1.6%	-6.0%	7.1%	16.0%
通信服务	1.3%	8.1%	8.1%	5.9%	7.2%	2.1%	12.8%
信息技术	0.6%	-3.8%	-4.6%	1.4%	14.2%	13.2%	18.2%
房地产	-0.4%	-1.0%	-6.7%	-6.7%	-12.6%	-24.2%	-36.5%
工业	-1.3%	-3.4%	-0.4%	2.2%	5.2%	-4.7%	-12.7%
原材料	-3.1%	-7.8%	-1.8%	0.6%	8.5%	3.2%	-0.8%
日常消费	-3.6%	-10.2%	-7.2%	-4.2%	3.8%	1.1%	18.9%
多元金融	-3.9%	-5.1%	-7.1%	-3.7%	-11.6%	-21.8%	-22.3%
公用事业	-4.4%	-7.0%	-4.8%	-3.1%	6.2%	-5.5%	-25.1%
银行	-7.1%	-3.5%	-5.7%	-3.5%	-6.6%	-14.4%	-30.4%
能源	-7.2%	-1.6%	-2.3%	-3.8%	-0.6%	-20.5%	-46.7%
保险	-9.7%	-5.2%	-7.6%	-7.0%	-5.3%	-12.8%	-30.3%

资料来源：彭博、MSCI、招商证券（香港）；数据截至 2021 年 1 月 22 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	年初至今	1 个月	3 个月	6 个月	12 个月
医疗保健	8.0%	5.4%	8.2%	8.9%	9.5%	3.5%	51.4%
原材料	5.2%	3.0%	9.6%	13.4%	22.9%	21.6%	41.9%
信息技术	3.3%	4.0%	6.8%	10.4%	6.5%	-1.0%	15.9%
工业	3.3%	1.3%	5.0%	9.5%	12.3%	15.1%	32.9%
可选消费	1.8%	0.9%	2.7%	5.9%	9.0%	13.5%	29.4%
日常消费	0.5%	-4.7%	1.9%	5.8%	15.5%	20.3%	73.9%
能源	0.3%	-0.5%	0.9%	3.0%	6.3%	3.4%	-4.3%
多元金融	0.3%	-0.8%	-0.3%	7.0%	-1.7%	-4.3%	15.2%
银行	-0.3%	5.0%	6.0%	9.2%	8.2%	12.3%	7.9%
公用事业	-0.8%	-2.4%	-2.4%	1.0%	-0.3%	-0.9%	4.7%
房地产	-1.5%	-0.6%	-2.9%	-3.2%	-8.9%	-15.3%	-9.2%
电信	-4.3%	1.0%	-0.9%	-2.1%	-11.0%	-19.9%	-12.4%
保险	-4.5%	-2.8%	-3.6%	-0.2%	-0.4%	5.7%	1.9%
沪深 300	**2.0%**	**1.4%**	**6.9%**	**12.2%**	**16.6%**	**18.1%**	**34.8%**

资料来源：万得、招商证券（香港）；数据截至 2021 年 1 月 22 日

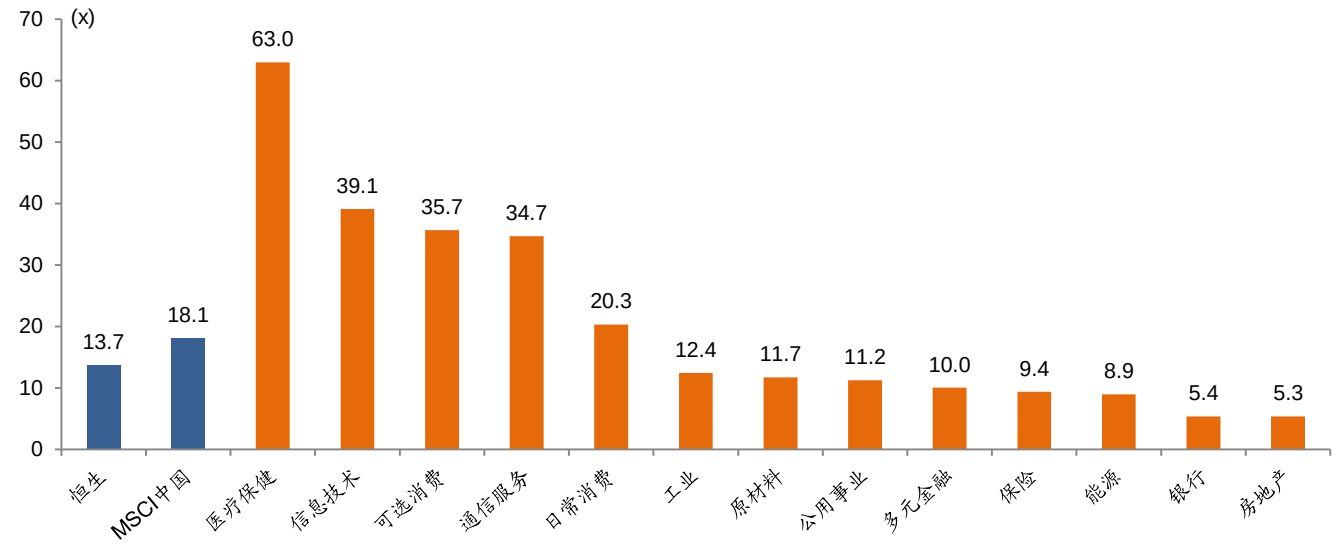
图表 12：沪深 300 指数分行业相对表现（根据过去一周表现排序）

	相对表现						
	一周	两周	年初至今	1 个月	3 个月	6 个月	12 个月
医疗保健	5.9%	4.0%	1.2%	-2.9%	-6.1%	-12.4%	12.4%
原材料	3.1%	1.6%	2.6%	1.0%	5.4%	2.9%	5.3%
信息技术	1.3%	2.6%	-0.1%	-1.6%	-8.6%	-16.2%	-14.0%
工业	1.2%	0.0%	-1.8%	-2.4%	-3.6%	-2.6%	-1.4%
可选消费	-0.3%	-0.5%	-4.0%	-5.6%	-6.5%	-3.9%	-4.0%
日常消费	-1.5%	-6.0%	-4.6%	-5.7%	-0.9%	1.8%	29.0%
能源	-1.7%	-1.8%	-5.6%	-8.2%	-8.8%	-12.5%	-29.0%
多元金融	-1.7%	-2.2%	-6.7%	-4.6%	-15.6%	-19.0%	-14.5%
银行	-2.3%	3.6%	-0.9%	-2.6%	-7.2%	-4.9%	-20.0%
公用事业	-2.8%	-3.7%	-8.7%	-10.0%	-14.5%	-16.1%	-22.3%
房地产	-3.5%	-1.9%	-9.1%	-13.7%	-21.8%	-28.3%	-32.6%
电信	-6.2%	-0.3%	-7.3%	-12.7%	-23.6%	-32.2%	-35.0%
保险	-6.4%	-4.1%	-9.8%	-11.0%	-14.5%	-10.5%	-24.4%

资料来源：万得、招商证券（香港）；数据截至 2021 年 1 月 22 日

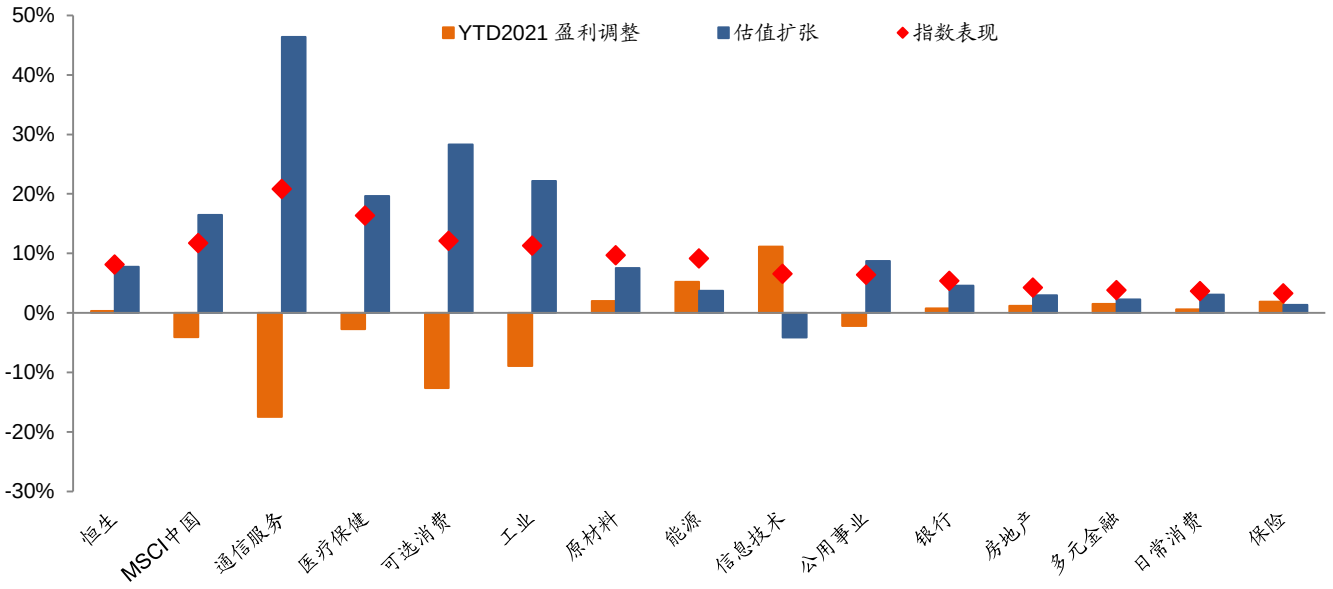
分行业估值

图表 13：MSCI 中国指数分行业前瞻市盈率（12 个月前瞻市盈率）



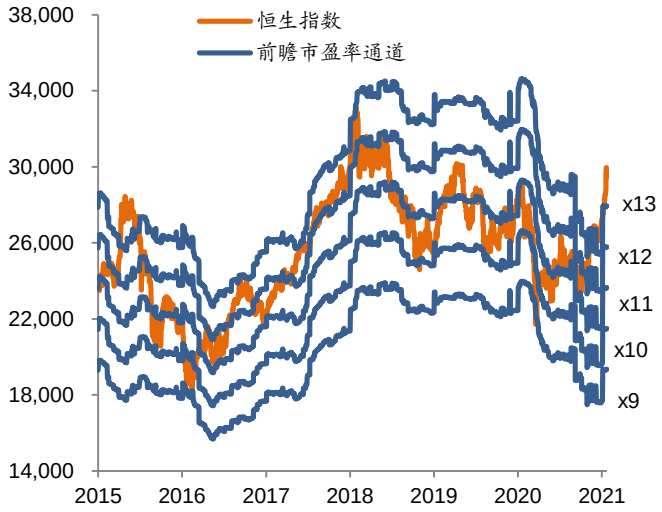
资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2021 年 1 月 22 日

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



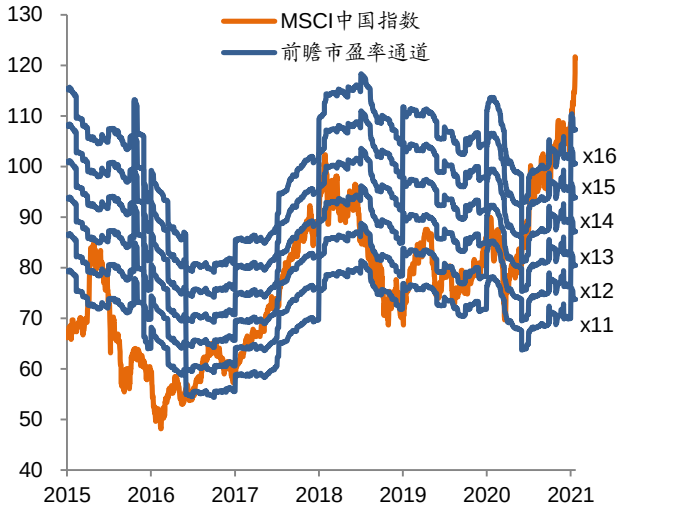
资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2021 年 1 月 22 日

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 1 月 22 日

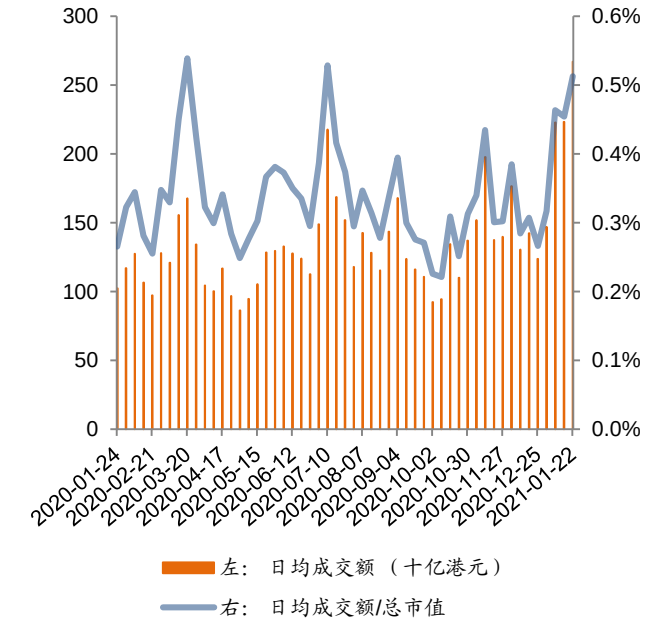
图表 16：MSCI 中国指数市盈率通道



资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2021 年 1 月 22 日

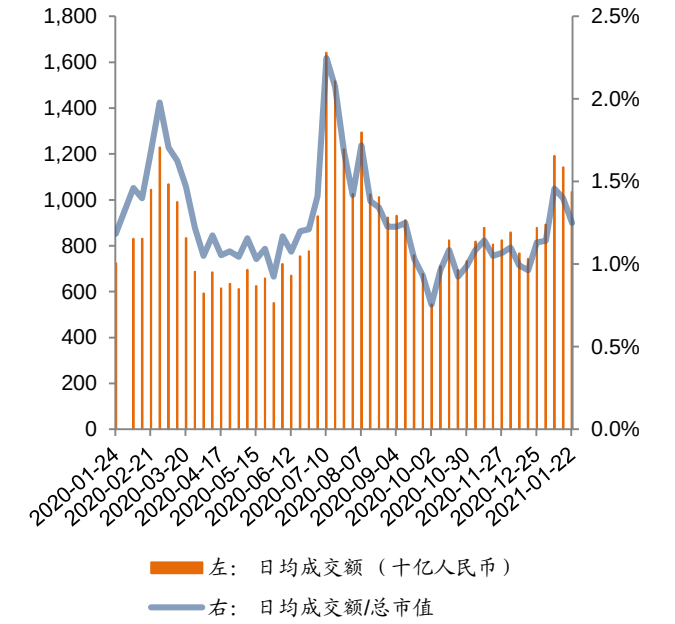
市场成交额

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 1 月 22 日

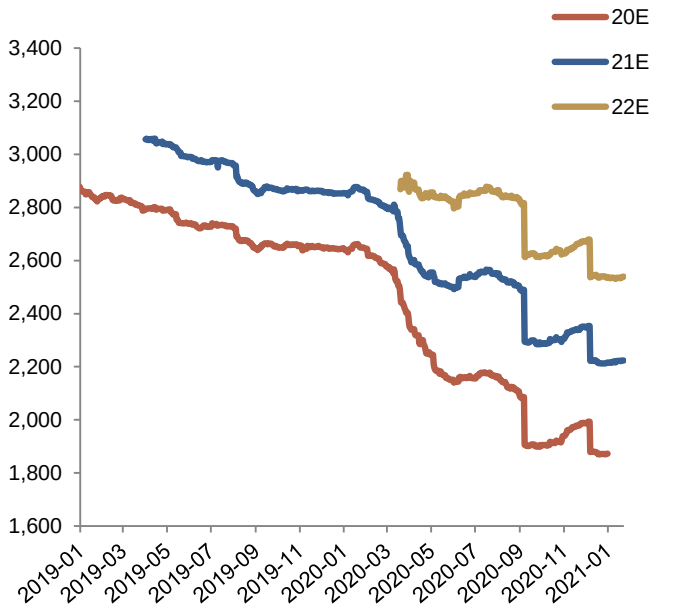
图表 18：A 股市场日均成交额



资料来源：万得、招商证券（香港）；数据截至 2021 年 1 月 22 日

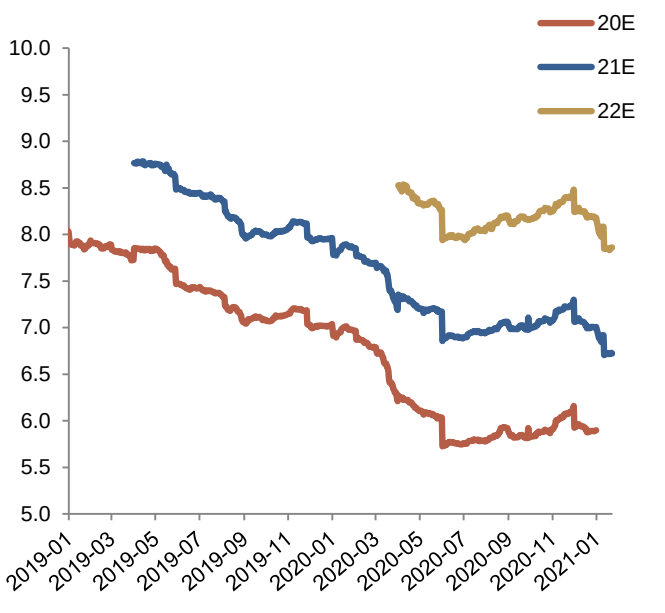
盈利预测调整

图表 19：恒生指数 EPS 一致预测调整



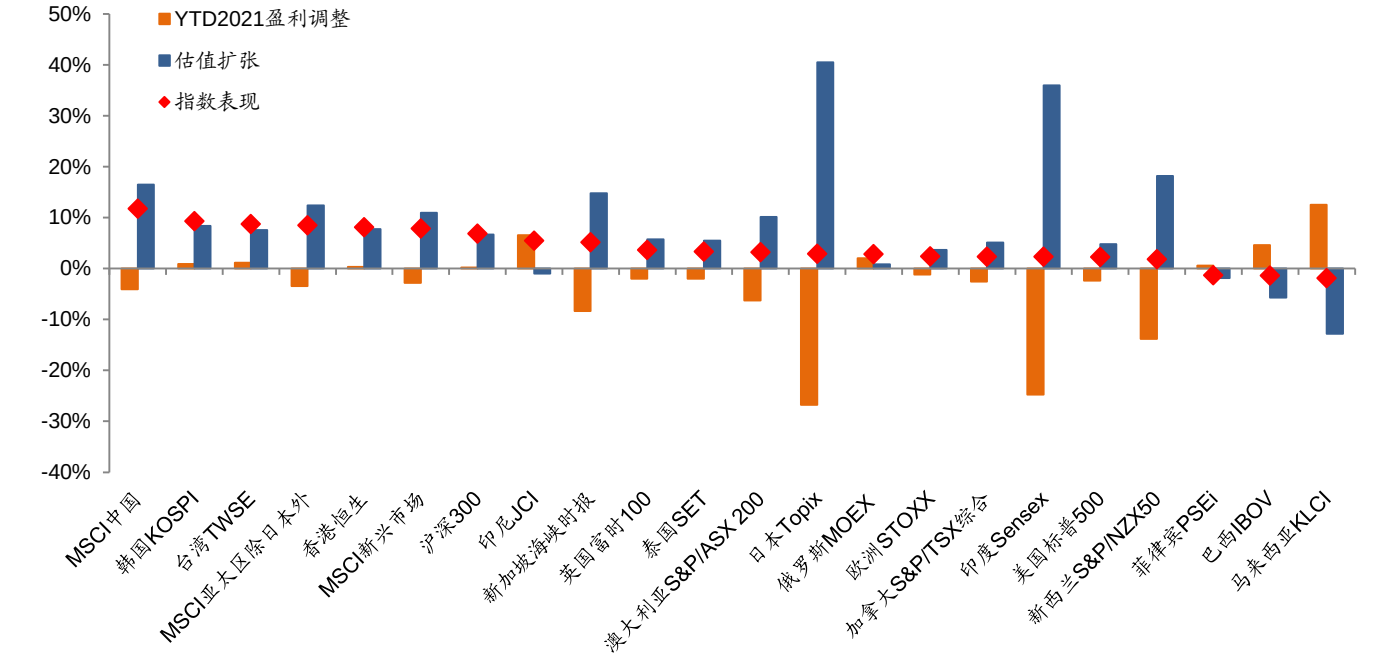
资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2021 年 1 月 22 日

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 1 月 22 日

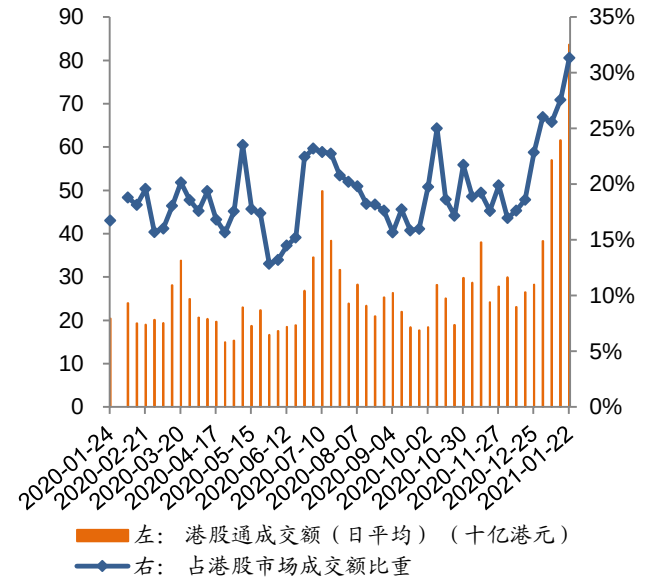
图表 21：主要股指年初至今股价表现：估值变化和盈利调整



资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2021 年 1 月 22 日

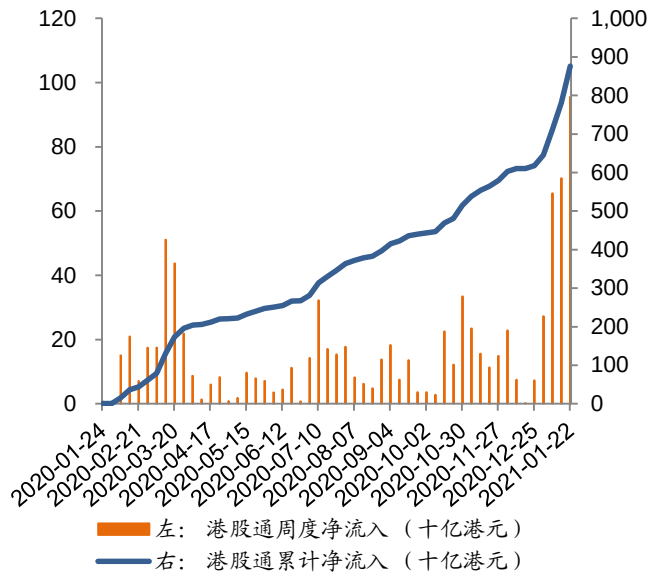
陆港通

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 1 月 22 日

图表 23：南下资金净流入



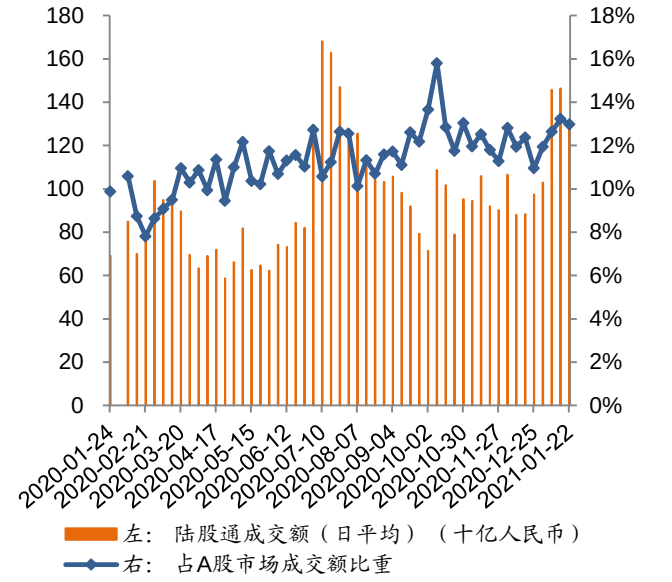
资料来源：万得、招商证券（香港）；数据截至 2021 年 1 月 22 日

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）	2021/01/01	2021/01/08	2021/01/15	2021/01/22	2020/08	2020/09	2020/10	2020/11	2020/12	2021/01
银行	-0.5	0.0	0.1	-0.5	-0.3	1.0	6.7	7.7	-1.9	-0.4
保险	0.0	0.0	-0.4	-1.1	2.0	2.0	2.4	0.8	-1.9	-1.5
医疗保健	-0.5	0.3	0.0	-0.2	-1.6	2.2	1.6	-1.9	-1.2	0.1
多元金融	0.0	-1.6	0.5	8.0	0.5	0.4	2.6	3.4	-0.9	6.9
原材料	-0.6	-0.4	-0.8	-0.5	0.0	0.2	0.1	-0.1	-0.6	-1.7
公用事业	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
房地产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.4	0.1	0.0	0.2	0.0
工业	0.3	-0.1	0.0	0.0	0.2	0.2	0.1	-0.1	1.1	-0.2
可选消费	4.5	1.1	-1.1	8.7	13.2	2.2	11.9	6.2	3.1	8.7
能源	1.3	4.3	7.8	2.5	-0.1	-0.2	-0.1	0.5	3.7	14.6
日常消费	0.0	1.5	1.4	1.4	3.6	2.5	0.8	3.6	3.9	4.3
信息技术	1.7	4.3	8.2	9.1	0.9	-0.6	4.1	2.6	11.2	21.6
通信服务	16.5	38.5	41.8	25.7	4.7	6.5	19.8	29.3	19.3	106.1
总计 (前十大个股)	**22.7**	**47.9**	**57.4**	**53.2**	**22.9**	**16.7**	**49.9**	**52.0**	**36.0**	**158.5**
南下总计	**27.3**	**65.5**	**70.2**	**49.6**	**38.0**	**41.7**	**71.0**	**70.3**	**60.2**	**231.2**

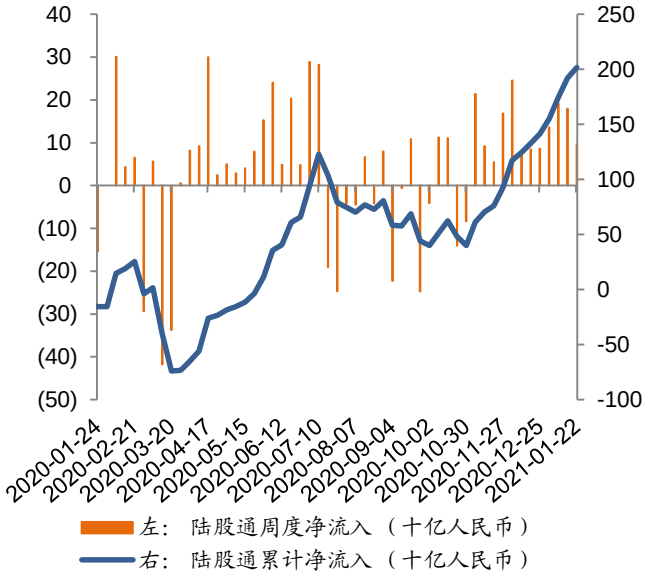
资料来源：万得、招商证券（香港）；数据截至 2021 年 1 月 22 日

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 1 月 22 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 1 月 22 日

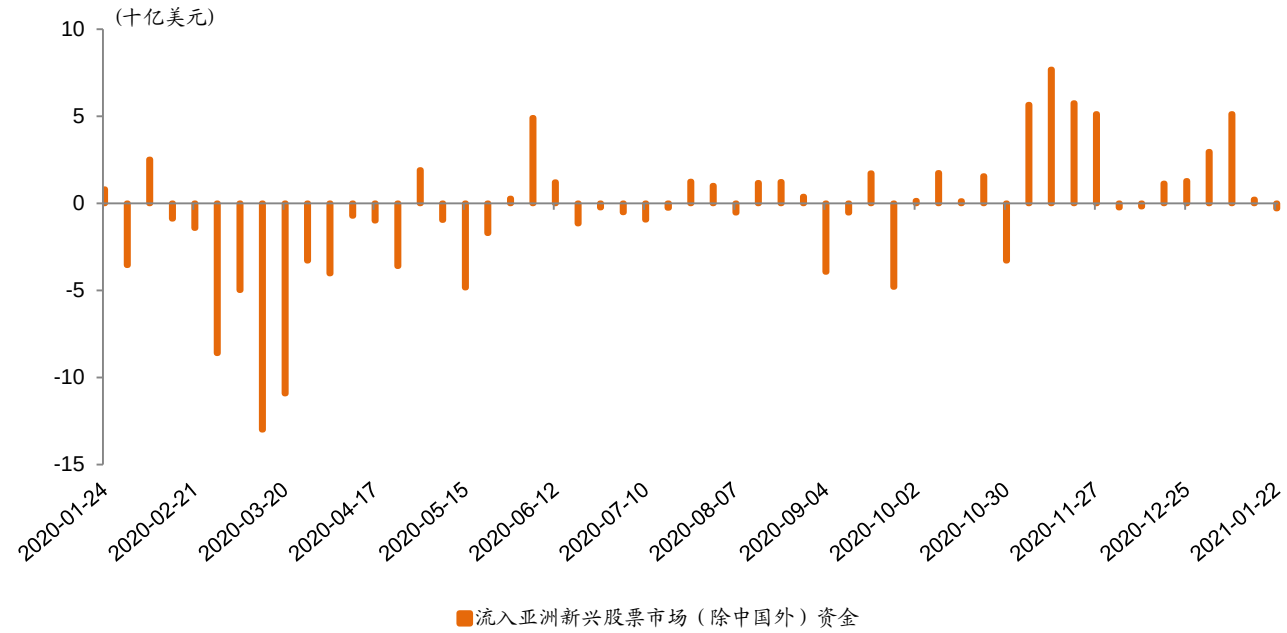
图表 27：北上分板块资金净流入

	北上资金净流入									
	每周				每月					MTD
（十亿人民币）	2021/01/01	2021/01/08	2021/01/15	2021/01/22	2020/08	2020/09	2020/10	2020/11	2020/12	2021/01
可选消费	-0.5	0.1	3.2	-1.6	-0.2	0.4	5.8	8.1	-4.7	1.7
房地产	0.0	0.0	0.0	0.5	0.3	0.4	0.2	0.2	-0.1	0.5
公用事业	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.5	0.0	-0.1	0.0	0.0
能源	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
原材料	0.0	1.5	1.3	0.1	1.4	0.3	-0.6	-0.2	0.1	2.8
通信服务	0.0	-1.3	0.0	0.0	1.5	-0.1	-0.3	0.0	0.7	-1.3
保险	-0.3	0.2	1.9	1.5	-1.8	-2.3	-0.8	4.0	1.0	3.6
银行	0.5	-0.4	3.6	3.2	1.8	-0.6	2.7	2.4	2.1	6.4
多元金融	2.8	0.3	0.8	1.3	0.0	0.2	0.5	3.5	2.4	2.3
信息技术	-1.8	-6.0	0.1	0.5	3.4	-2.0	1.8	5.2	2.9	-5.4
工业	1.6	-0.5	3.3	-1.0	4.2	3.9	0.9	2.7	4.0	1.9
日常消费	1.8	-2.1	-3.7	-5.7	-0.7	-10.7	0.7	-2.1	5.9	-11.4
医疗保健	-0.7	-3.1	-0.1	0.2	1.0	-1.2	-0.6	1.7	6.2	-3.1
总计 (前十大个股)	**3.4**	**-11.2**	**10.5**	**-1.1**	**10.9**	**-12.1**	**10.2**	**25.2**	**20.4**	**-1.9**
北上总计	**13.6**	**19.1**	**18.0**	**2.6**	**-2.0**	**-32.8**	**0.0**	**57.9**	**57.2**	**46.7**

资料来源：万得、招商证券（香港）；数据截至 2021 年 1 月 22 日

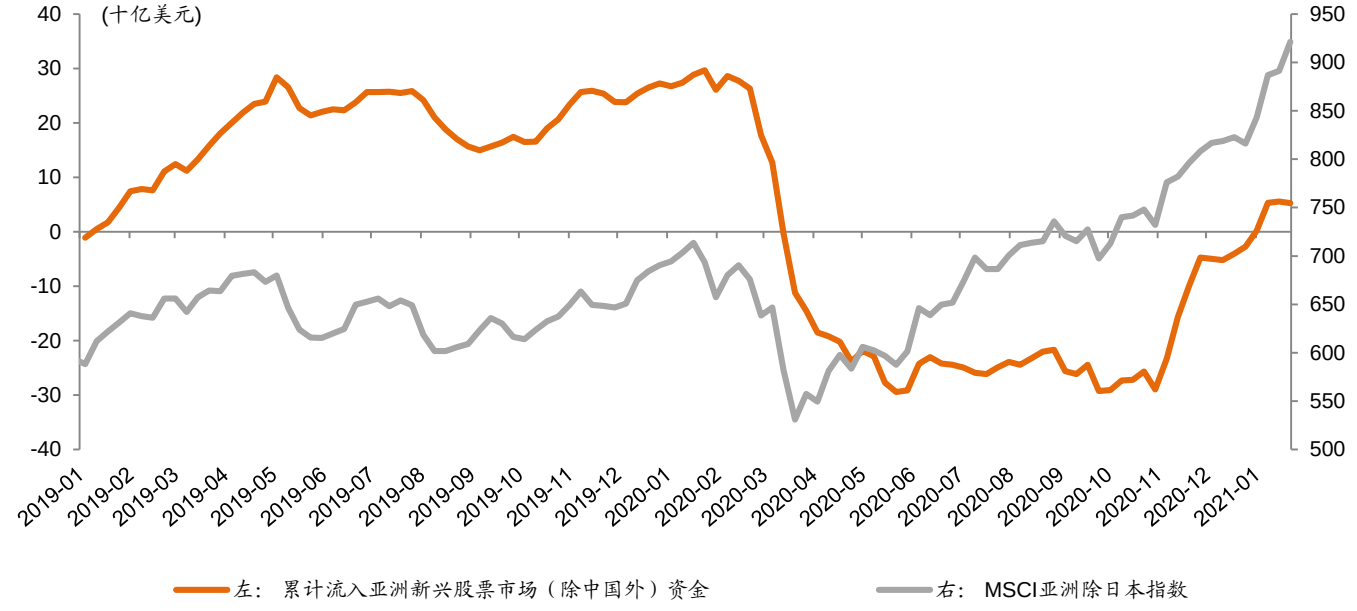
亚洲新兴市场资金流动

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 1 月 22 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 1 月 22 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	855,196	691.0	829.0	47.2	36.3	0.3%	9%	互联网
JD US	京东	148,524	94.9	106.0	59.9	42.3	0.0%	-46%	电商
2359 HK	药明康德	66,041	204.0	179.0	142.2	106.6	0.2%	-7%	医药
BGNE US	百济神州	34,150	374.5	345.0	n.a.	n.a.	0.0%	-72%	医药
1801 HK	信达生物	18,702	99.6	80.0	n.a.	n.a.	0.0%	-25%	医药
390 HK	中国中铁	19,304	3.8	7.8	2.9	2.8	4.4%	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	13,758	11.0	13.3	9.7	9.9	3.5%	33%	基建设备
631 HK	三一国际	2,730	6.8	7.8	18.9	12.9	2.1%	-16%	机械设备
2688 HK	新奥能源	18,431	126.6	140.0	19.8	16.6	1.8%	39%	公用事业
135 HK	昆仑能源	7,964	7.1	8.6	9.2	9.0	3.9%	21%	公用事业
941 HK	中国移动	125,728	47.6	70.0	7.5	7.2	7.3%	-31%	电信
728 HK	中国电信	23,386	2.2	3.8	6.7	6.7	6.1%	27%	电信
2018 HK	瑞声科技	7,070	45.4	65.0	29.6	15.6	2.9%	17%	科技硬件
1347 HK	华虹半导体	8,798	52.6	46.0	116.9	61.6	0.2%	-31%	半导体
EDU US	新东方教育	28,561	169.1	220.0	54.9	48.0	0.0%	-58%	教育
1765 HK	希望教育	2,692	2.9	4.3	20.0	16.0	1.7%	6%	教育
1055 HK	南方航空	11,849	4.2	5.9	n.a.	13.0	0.0%	236%	交运
1211 HK	比亚迪	98,002	254.6	340.0	117.6	89.8	0.1%	106%	汽车
175 HK	吉利汽车	40,532	32.0	40.0	32.2	22.9	0.7%	-23%	汽车
6862 HK	海底捞	45,842	67.1	66.5	267.0	56.6	0.1%	30%	餐饮
YUMC US	百胜中国	24,624	58.7	65.5	39.1	26.3	0.4%	18%	餐饮
2020 HK	安踏	47,741	136.9	149.7	62.6	39.6	1.6%	-13%	运动服饰
1368 HK	特步	1,265	3.9	4.4	17.9	10.7	3.4%	-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 1 月 22 日

主要报告

好未来 (TAL US) - 市场投放或暂时休战 (王腾杰/李怡珊)

21 财年三季度收入同比增长 35%，好于预期；因市场投放高于预期，非 GAAP 经营利润率达-6.6%，低于预期。线下扩张持续加速；线上投放或于春季短暂减少，但暑期可能仍将升温。估值或受到近期新冠疫情复发推动而短暂升高，维持中性评级。

中国教培行业 - 增长趋势不受短期线下疫情影响 (王腾杰/李怡珊)

新东方 21 财年二季度收入同比增长 13%，符合预期；受到教师调薪及线下扩张的影响，毛利润率低于预期。新东方在线 21 财年中期收入同比增长 19%，K-12 业务收入同比增长 163%，销售费用低于预期。维持教培行业推荐评级：鉴于在线业务盈利不确定性导致的估值困境，继续维持更加看好线下业务的观点。

腾讯 (700 HK) - 十岁的微信步入了快速发展的新十年 (刘楠/马牧野/黄耀林)

1 月 19 日，2021 微信公开课 PRO 如期举行。微信几大战略重点将进一步完善其商业生态并为商家提供强大赋能。维持买入评级，目标价从 699 港元调升至 829 港元。

中联重科 (1157 HK) - 盈喜超预期，估值上修空间大 (焦一丁/赵安博)

公司预计 2020 年盈利 70-75 亿元人民币，同比提升 60%-72%。设备利用小时数乐观，部分大吨位产品排产至 2021 年下半年，2021 年收入增长确定性高。上调公司目标价 25%至 13.3 港元，维持买入评级。

新奥能源 (2688 HK) - 看好未来增长 (王腾杰/萧俊燊)

城市燃气销气量：20 年下半年复苏势头强劲，我们预计 20 财年/21 财年销气量分别同比增长+11%/+16%。LNG 进口增长支撑销气毛差和供应；综合能源业务：受益于减碳趋势。维持买入评级，将现金流量贴现法目标价从 124 港元上调至 140 港元。

舜宇光学 (2382 HK) - 利好已消化；提升目标价及下调评级至中性 (陈永豪/苏林)

得益于前景改善和市场流动性增加，舜宇光学股价在一个月内大涨了 40%以上；大多数利好已经反映在股价中。车载光学业务为未来重要增长动力，但仍需时间提升业绩贡献，留意若 2021 年一季度智能手机出货表现平淡可能出现获利了结。提升目标价，同时因股价已合理下调评级至中性。

新华保险 (1336 HK) - 目前 2021 年开局战表现符合公司预期 (罗磊/朱璐颖)

预计 2020 年新业务价值同比跌幅较上半年有所收窄。目前 2021 年开局战表现符合公司预期。公司估值不高；维持买入评级。

特步国际 (1368 HK) - 销售及库存稳步改善 (黄建文/王钿熠)

20 年四季度零售额反弹。渠道库存将于 21 年上半年恢复到正常水平。维持买入评级，上调目标价至 4.4 港元。

航空 - 预计短期疫情风险干扰行业春运表现 (魏芸)

20 年 12 月经营数据继续走淡。短期国内疫情风险上升，“就地过年”倡议或影响春运表现。下半年或迎来国际市场拐点，行业中期向好趋势不变。

电商 - 行业龙头将持续录得佳绩 (刘楠/马牧野/黄耀林)

20 年四季度线上消费增速有所放缓。京东和阿里巴巴 20 年四季度的增速将继续优于行业整体。在长期持续看好京东和阿里巴巴；调整目标价。

汽车汽配 - 2020 年强劲收官，继续推荐“3+2”组合 (梁勇活/杨岱东)

12 月销量同比增长 6.4%，各细分市场全面增长，新能源车持续爆发。重点车企捷报频传，自主龙头品牌力向上，豪华车稳健成长，新能源崛起。重点推荐电动智能“3+2”组合，整车“三辆车”及零部件“两把铲子”。

吉利汽车 (175 HK) - 开启跨界协作造车新模式，浩瀚纯电动平台价值释放 (梁勇活/杨岱东)

与百度及富士康战略合作，开创跨界协作、平台化造车新模式。纯电动平台浩瀚架构获得科技巨头认可，规模效应释放空间巨大。上调 2021-22E 净利润预测 1%/4%，上调目标价至 40.0 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