2021 年 1 月 11 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 (2021/01/11)

中国有的放矢防止零星疫情扩散

- **中国本土确诊病例数创2020年8月份以来新高**
- **民主党拿下美国国会控制权，有望出台进一步财政纾困措施**
- **美国非农就业人数自2020年4月以来首次出现下降**

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）新冠疫情追踪：上周，中国内地新增本土病例279例，这是自2020年8月初以来最严峻的形势。此次疫情的中心，拥有1,100万人口的石家庄市目前已采取封锁措施，当地第一轮全民检测已于1月9日完成，第二轮全民检测即将展开。政府表示，疫情尚未出现明显拐点。各地倡导春节假期非必要不返乡。**2）佐治亚州参议员选举：**北京时间1月7日，民主党赢得了佐治亚州的两场美国参议院决选，决选结果使两党的参议院席位变为50对50。随着即将上任的副总统Kamala Harris有在50对50情形时投下决定性一票的权力，民主党现在实际上已重新获得参议院以及国会的控制权。这一结果提高了美国政府出台新一轮疫情纾困措施的可能性。1月8日，当选总统拜登表示下周他将为上万亿美元的新冠疫情纾困资金"做好准备"。**3）特朗普可能面临弹劾：**众议院民主党计划11日提出对总统特朗普的弹劾草案，在特朗普鼓励一众支持者于1月6日冲进国会山，试图扰乱选举人票数统计后，议员们加紧呼吁让特朗普总统在任期即将结束前下台。**4）中美关系：**1月5日，特朗普总统签署了一项行政命令，禁止与8款中国软件进行交易，包括支付宝和微信支付等。1月6日，纽交所称将继续执行三家中国电信公司的退市程序，这一决定发生在美国财政部明确列出特朗普第13959号行政令涵盖了这三家公司的美股代码之后。纽交所在是否执行退市上一再逆转决定，造成了投资者的混乱，也反映出该行政令语焉不详带来的混淆。

宏观经济数据：中国方面：1）12月财新服务业PMI录得56.3，不及预期（11月：57.8）。2）12月CPI同比增长0.2%，高于预期（11月：-0.5%）。3）12月PPI同比下跌0.4%，跌幅小于预期（11月：-1.5%）。**美国方面：**1）12月ISM制造业PMI录得60.7，远超预期（11月：57.5）。2）12月ISM服务业PMI为57.2，超出预期（11月：55.9）。3）11月工厂订单环比增长1.0%，好于预期（10月：1.3%）。4）11月贸易帐录得逆差681亿美元，逆差规模大于预期（10月：631亿美元逆差）。5）12月ADP私有就业岗位环比下跌123,000个，远差于预期（11月：304,300）。6）12月非农就业总数下跌140,000，大幅不及预期（11月：336,000）。7）12月失业率为6.7%，略好于预期（11月：6.8%）。8）截止2021年1月2日当周首次申请失业救济补助人数为787,000，略好于预期（之前一周：790,000）。

股市概况：过去一周恒生/MSCI中国/沪深300指数分别上涨2.4%/3.9%/5.5%。**MSCI中国指数：**原材料（+10.6%）和日常消费（+7.3%）板块跑赢大市，房地产（-2.1%）和保险（+1.3%）则表现不佳。恒生/MSCI中国/沪深300指数估值分别为13.0倍/16.5倍/15.9倍前瞻市盈率（过去三年的中值水平为11.2倍/12.5倍/12.6倍）。我们关注A股和MSCI中国指数于短期／中期可能出现回调的风险；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。

相关报告

1. 民主党拿下美国国会控制权 (2021/01/07)
2. 12月ISM PMI：制造业活动加速扩张 (2021/01/06)
3. 招证国际策略周报 (2021/01/04) -中国与欧盟达成投资协定 (2021/01/04)
4. 新一轮财政纾困措施将支持美国经济复苏 (2020/12/22)
5. 美国房地产市场依旧动力充足 (2020/12/18)
6. 美联储对资产购买计划提供新指引 (2020/12/17)
7. 美国11月工业产出录得温和增长 (2020/12/16)
8. 美国劳动力市场复苏开始显著受阻 (2020/12/05)
9. **2021年展望：沉舟侧畔千帆过，柳暗花明万木春 (2020/12/03)**
10. 美国10月份消费者支出保持稳定 (2020/11/26)

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				2020-10-19	2021-01-15
GDP 累计同比%	-1.6			0.7				2020-10-19	2021-01-15
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		2020-12-07	2021-01-12
进口同比%	2.7	-1.4	-2.1	13.2	4.7	4.5		2020-12-07	2021-01-12
贸易帐顺差 (十亿美元)	46.4	62.3	58.9	37.0	58.4	75.4		2020-12-07	2021-01-12
城镇调查失业率%	5.7	5.7	5.6	5.4	5.3	5.2		2020-12-14	2021-01-16
工业增加值同比%	4.8	4.8	5.6	6.9	6.9	7.0		2020-12-14	2021-01-16
工业增加值累计同比%	-1.3	-0.4	0.4	1.2	1.8	2.3		2020-12-14	2021-01-16
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		2020-12-14	2021-01-16
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		2020-12-14	2021-01-16
城镇固定资产投资累计同比%	-3.1	-1.6	-0.3	0.8	1.8	2.6		2020-12-14	2021-01-16
基建投资%	-2.7	-1.0	-0.3	0.2	0.7	1.0		2020-12-14	2021-01-16
房地产开发投资%	1.9	3.4	4.6	5.6	6.3	6.8		2020-12-14	2021-01-16
制造业投资%	-11.7	-10.2	-8.1	-6.5	-5.3	-3.5		2020-12-14	2021-01-16
M1 同比%	6.5	6.9	8.0	8.1	9.1	10.0		2020-12-09	2021-01-12
M2 同比%	11.1	10.7	10.4	10.9	10.5	10.7		2020-12-09	2021-01-12
社会融资规模 (十亿元人民币)	3,468	1,693	3,585	3,469	1,394	2,134		2020-12-09	2021-01-12
新增人民币贷款 (十亿元人民币)	1,811	993	1,278	1,896	690	1,430		2020-12-09	2021-01-12
金融机构贷款余额同比%	13.2	13.0	13.0	13.0	12.9	12.8		2020-12-09	2021-01-12
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								
	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 年化环比%	-31.4			33.4				2020-12-22	2021-01-28
个人消费支出	-33.2			41.0				2020-12-22	2021-01-28
私人投资	-46.6			86.3				2020-12-22	2021-01-28
政府消费和投资	2.5			-4.8				2020-12-22	2021-01-28
CPI 同比%	0.6	1.0	1.3	1.4	1.2	1.2		2020-12-10	2021-01-13
核心 CPI 同比%	1.2	1.6	1.7	1.7	1.6	1.6		2020-12-10	2021-01-13
PCE 物价指数同比%	0.9	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%	1.1	1.3	1.4	1.5	1.4	1.4		2020-12-23	2021-01-29
PPI 同比%	-0.7	-0.3	-0.2	0.4	0.5	0.8		2020-12-11	2021-01-15
核心 PPI 同比%	0.3	0.6	0.6	1.2	1.1	1.4		2020-12-11	2021-01-15
ISM 制造业 PMI	52.6	54.2	56.0	55.4	59.3	57.5	60.7	2021-01-05	2021-02-01
ISM 服务业 PMI	57.1	58.1	56.9	57.8	56.6	55.9	57.2	2021-01-07	2021-02-03
Markit 制造业 PMI	49.8	50.9	53.1	53.2	53.4	56.7	57.1	2021-01-04	2021-01-22
Markit 服务业 PMI	47.9	50.0	55.0	54.6	56.9	58.4	54.8	2021-01-06	2021-01-22
Markit 综合 PMI	47.9	50.3	54.6	54.3	56.3	58.6	55.3	2021-01-06	2021-01-22
耐用品订单环比%	7.7	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%	4.0	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%	4.3	2.6	2.4	1.9	1.7	0.5		2021-01-06	2021-01-27
工厂订单环比%	6.4	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%	4.8	2.4	0.9	0.9	1.3	0.8		2021-01-06	2021-02-04
工业产出环比%	6.2	4.2	0.8	-0.1	1.0	0.4		2020-12-15	2021-01-15
制造业产出环比%	7.7	4.2	1.5	0.1	1.1	0.8		2020-12-15	2021-01-15
零售销售环比%	8.6	1.1	1.4	1.7	-0.1	-1.1		2020-12-16	2021-01-15
零售销售(除汽车)环比%	8.4	1.6	1.5	1.4	-0.1	-0.9		2020-12-16	2021-01-15
密歇根大学消费者信心指数	78.1	72.5	74.1	80.4	81.8	76.9	80.7	2020-12-23	2021-01-15
密歇根大学消费者预期指数	72.3	65.9	68.5	75.6	79.2	70.5	74.6	2020-12-23	2021-01-15
密歇根大学消费者现况指数	87.1	82.8	82.9	87.8	85.9	87.0	90.0	2020-12-23	2021-01-15
个人收入环比%	-1.1	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%	6.5	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)	4,485.5	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)	4,781	1,761	1,493	711	654	336	-140	2021-01-08	2021-02-05
JOLTS 职位空缺(千人)	6,001	6,697	6,352	6,494	6,652			2020-12-09	2021-01-12
失业率%	11.1	10.2	8.4	7.8	6.9	6.7	6.7	2021-01-08	2021-02-05
新屋销售环比%	20.3	16.5	-0.2	-1.2	-2.1	-11.0		2020-12-23	2021-01-28
成屋销售环比%	20.2	24.7	2.1	9.9	4.4	-2.5		2020-12-22	2021-01-22
新屋开工环比%	21.9	17.5	-7.7	4.7	6.3	1.2		2020-12-17	2021-01-21
营建许可环比%	3.5	17.9	-0.5	4.7	-0.1	5.9		2020-12-17	2021-01-21
成屋签约销售指数环比%	15.8	5.9	8.8	-2.0	-0.9	-2.6		2020-12-30	2021-01-29
贸易帐(十亿美元)	-51.2	-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)	-864.1	-63.0	-200.0	-124.6	-284.1	-145.3		2020-12-10	2021-01-14
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%	0.13	0.08	0.09	0.09	0.09	0.07	0.06		
十年期美国国债利率%	0.66	0.53	0.70	0.68	0.87	0.84	0.91		
美元指数	97.4	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	年初至今	两周	1 个月	3 个月	6 个月	12 个月
韩国 KOSPI	9.7%	9.7%	12.3%	16.7%	31.8%	46.0%	46.5%
英国富时 100	6.4%	6.4%	5.7%	4.8%	15.0%	11.6%	-9.3%
泰国 SET	6.0%	6.0%	3.4%	3.9%	20.5%	12.8%	-1.5%
沪深 300	5.5%	5.5%	9.0%	9.7%	19.8%	15.1%	33.6%
新加坡海峡时报	5.3%	5.3%	5.3%	5.9%	17.7%	12.1%	-7.8%
巴西 IBOV	5.1%	5.1%	6.2%	9.9%	27.7%	25.4%	7.6%
俄罗斯 MOEX	5.0%	5.0%	6.4%	8.7%	21.4%	22.7%	11.1%
MSCI 亚太区除日本外	5.0%	5.0%	8.0%	8.3%	20.3%	26.8%	26.1%
台湾 TWSE	5.0%	5.0%	7.9%	7.7%	20.0%	27.1%	30.9%
MSCI 新兴市场	4.8%	4.8%	7.8%	7.9%	21.1%	26.5%	21.8%
印尼 JCI	4.7%	4.7%	4.1%	5.3%	24.2%	23.3%	0.5%
MSCI 中国	3.9%	3.9%	8.2%	6.2%	12.2%	14.6%	30.1%
新西兰 S&P/NZX50	3.6%	3.6%	4.0%	6.6%	10.8%	15.8%	17.3%
加拿大 S&P/TSX 综合	3.5%	3.5%	2.4%	2.3%	9.1%	15.4%	5.1%
欧洲 STOXX	3.0%	3.0%	3.8%	4.5%	11.6%	12.2%	-1.7%
日本 Topix	2.8%	2.8%	4.3%	5.5%	12.0%	19.1%	9.0%
澳大利亚 S&P/ASX 200	2.6%	2.6%	1.4%	1.0%	10.7%	14.1%	-0.9%
香港恒生	2.4%	2.4%	5.7%	6.0%	15.2%	6.7%	-0.7%
印度 Sensex	1.9%	2.2%	3.9%	7.0%	21.4%	34.3%	19.5%
菲律宾 PSEi	2.1%	2.1%	1.2%	1.2%	22.7%	16.0%	-5.8%
美国标普 500	1.8%	1.8%	3.3%	3.3%	11.0%	20.7%	17.6%
马来西亚 KLCI	0.4%	0.4%	-0.5%	0.1%	7.5%	3.1%	2.8%

资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2021 年 1 月 8 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	年初至今	两周	1 个月	3 个月	6 个月	12 个月
韩国 KOSPI	9.2%	9.2%	13.3%	15.9%	38.7%	59.4%	55.5%
沪深 300	6.3%	6.3%	10.1%	10.7%	25.6%	24.5%	43.2%
英国富时 100	5.8%	5.8%	6.0%	6.5%	20.7%	20.3%	-6.0%
俄罗斯 MOEX	5.4%	5.4%	6.3%	7.3%	26.5%	17.7%	-8.6%
泰国 SET	5.4%	5.4%	3.3%	3.6%	24.8%	16.8%	-0.7%
台湾 TWSE	5.3%	5.3%	8.4%	8.6%	23.6%	33.6%	40.3%
MSCI 亚太区除日本外	5.0%	5.0%	8.0%	8.3%	20.3%	26.8%	26.1%
新加坡海峡时报	4.9%	4.9%	5.6%	6.9%	20.6%	17.8%	-6.1%
MSCI 新兴市场	4.8%	4.8%	7.8%	7.9%	21.1%	26.5%	21.8%
新西兰 S&P/NZX50	4.3%	4.3%	5.8%	9.5%	21.9%	27.5%	27.6%
印尼 JCI	4.1%	4.1%	5.3%	5.5%	29.6%	25.8%	-1.3%
加拿大 S&P/TSX 综合	4.0%	4.0%	3.2%	3.2%	13.4%	22.9%	7.7%
MSCI 中国	3.8%	3.8%	8.2%	6.2%	12.1%	14.5%	30.5%
澳大利亚 S&P/ASX 200	3.5%	3.5%	3.5%	5.7%	20.0%	27.0%	11.9%
欧洲 STOXX	3.1%	3.1%	4.2%	5.4%	16.1%	21.0%	8.1%
香港恒生	2.4%	2.4%	5.6%	5.9%	15.2%	6.6%	-0.5%
日本 Topix	2.1%	2.1%	3.7%	5.6%	14.2%	22.9%	14.4%
菲律宾 PSEi	2.0%	2.0%	1.1%	1.4%	23.7%	19.4%	-0.9%
美国标普 500	1.8%	1.8%	3.3%	3.3%	11.0%	20.7%	17.6%
印度 Sensex	1.5%	1.7%	4.1%	7.4%	21.3%	37.1%	16.3%
巴西 IBOV	1.1%	1.1%	3.0%	4.7%	32.9%	24.8%	-18.9%
马来西亚 KLCI	0.1%	0.1%	0.3%	1.1%	10.8%	9.3%	4.6%

资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2021 年 1 月 8 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	年初至今	两周	1 个月	3 个月	6 个月	12 个月
能源							
汽油	9.5%	9.5%	11.9%	22.8%	25.2%	19.5%	-6.5%
布伦特原油	8.1%	8.1%	9.2%	14.6%	29.2%	29.3%	-14.4%
WTI 原油	7.7%	7.7%	8.3%	14.6%	26.8%	27.7%	-12.4%
热油	7.0%	7.0%	6.0%	12.3%	32.5%	28.0%	-19.3%
天然气	6.3%	6.3%	7.2%	12.5%	2.8%	48.0%	26.1%
金属							
镍	6.3%	6.3%	4.0%	7.7%	20.5%	30.9%	25.7%
铁矿石	6.0%	6.0%	4.2%	15.6%	23.8%	46.0%	63.8%
铜	4.7%	4.7%	4.4%	5.6%	21.7%	30.5%	31.6%
锌	2.3%	2.3%	-1.0%	0.5%	19.0%	32.0%	17.1%
铝	2.1%	2.1%	-0.4%	1.6%	12.0%	21.4%	12.3%
铂	-0.3%	-0.1%	4.2%	4.0%	23.7%	25.1%	11.4%
金	-2.6%	-2.4%	-1.8%	-1.3%	-1.9%	2.0%	18.4%
银	-3.7%	-3.5%	-1.6%	3.3%	7.1%	35.8%	39.7%
农产品							
大豆	4.6%	4.6%	8.9%	20.1%	31.0%	53.8%	46.6%
玉米	2.5%	2.5%	10.0%	19.0%	28.2%	42.5%	29.1%
棉花	2.1%	2.1%	4.7%	13.7%	20.5%	23.4%	14.0%
活牛	1.4%	1.4%	2.1%	6.1%	4.4%	15.5%	-9.4%
糖	0.7%	0.7%	4.7%	8.4%	10.1%	29.1%	15.8%
小麦	-0.3%	-0.3%	1.9%	13.3%	7.3%	23.4%	15.6%
瘦肉猪	-2.2%	-2.2%	2.6%	6.4%	-11.2%	56.0%	-0.5%
咖啡	-3.5%	-3.5%	-1.8%	5.6%	12.2%	25.0%	3.8%

资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2021 年 1 月 8 日

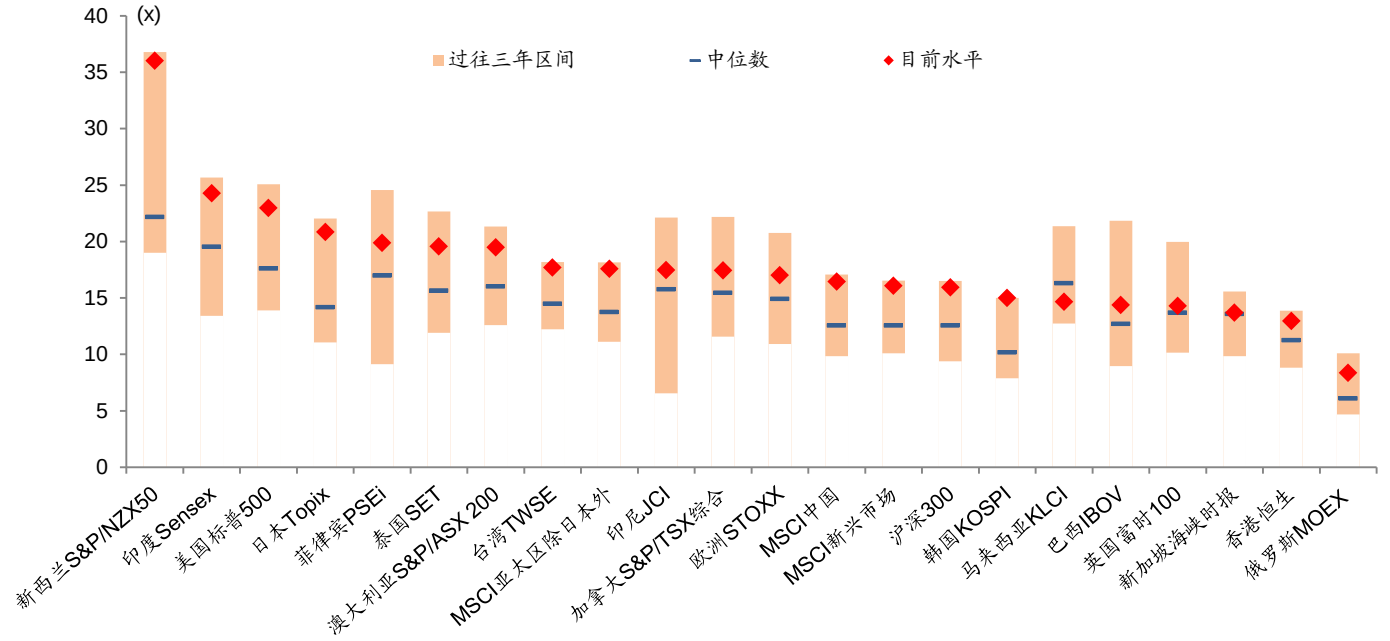
图表 6：主要货币兑美元表现（根据年初至今表现排序）

	一周	年初至今	两周	1 个月	3 个月	6 个月	12 个月
土耳其里拉	1.2%	1.1%	2.7%	6.3%	8.0%	-6.6%	-19.7%
澳大利亚元	0.9%	0.9%	2.1%	4.7%	8.4%	11.4%	12.9%
中国人民币	0.8%	0.8%	1.0%	0.9%	4.9%	8.2%	7.3%
新西兰元	0.7%	0.7%	1.7%	2.7%	10.0%	10.2%	8.8%
加拿大元	0.2%	0.5%	1.3%	0.9%	4.0%	6.5%	2.6%
新台币	0.3%	0.3%	0.4%	0.8%	3.0%	5.2%	7.4%
印度尼西亚卢比	0.2%	0.2%	1.3%	0.6%	4.9%	2.8%	-0.9%
俄罗斯卢布	-0.1%	0.2%	0.1%	-1.0%	4.4%	-3.9%	-17.5%
越南盾	0.1%	0.1%	0.3%	0.3%	0.5%	0.5%	0.5%
智利比索	0.0%	0.0%	0.6%	4.7%	12.4%	10.5%	7.2%
瑞士法郎	0.1%	0.0%	0.5%	0.4%	3.6%	5.9%	9.9%
菲律宾比索	-0.1%	-0.1%	-0.1%	0.2%	0.6%	3.0%	5.8%
欧元	0.0%	-0.1%	0.2%	0.8%	3.9%	7.8%	9.9%
马来西亚林吉特	-0.2%	-0.2%	0.8%	1.1%	3.1%	6.0%	1.8%
印度卢比	-0.2%	-0.2%	0.4%	0.4%	0.0%	2.4%	-2.1%
瑞典克朗	-0.3%	-0.3%	0.5%	2.7%	7.6%	11.4%	14.6%
韩元	-0.4%	-0.3%	1.0%	-0.4%	5.8%	9.7%	7.4%
新加坡元	-0.3%	-0.3%	0.3%	0.9%	2.5%	5.0%	1.9%
墨西哥比索	-0.6%	-0.3%	-0.8%	-1.3%	7.0%	13.9%	-6.2%
泰铢	-0.4%	-0.5%	-0.4%	-0.3%	3.6%	3.5%	0.7%
日元	-0.7%	-0.6%	-0.5%	0.2%	2.0%	3.2%	5.0%
英镑	-0.7%	-0.6%	0.0%	1.5%	4.9%	7.7%	3.5%
阿根廷比索	-1.1%	-1.1%	-2.1%	-4.1%	-9.4%	-16.7%	-29.7%
南非兰特	-3.9%	-4.1%	-4.5%	-1.9%	8.4%	10.9%	-7.6%
巴西里尔	-4.2%	-4.2%	-3.8%	-5.6%	3.3%	-1.5%	-25.0%

资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2021 年 1 月 8 日

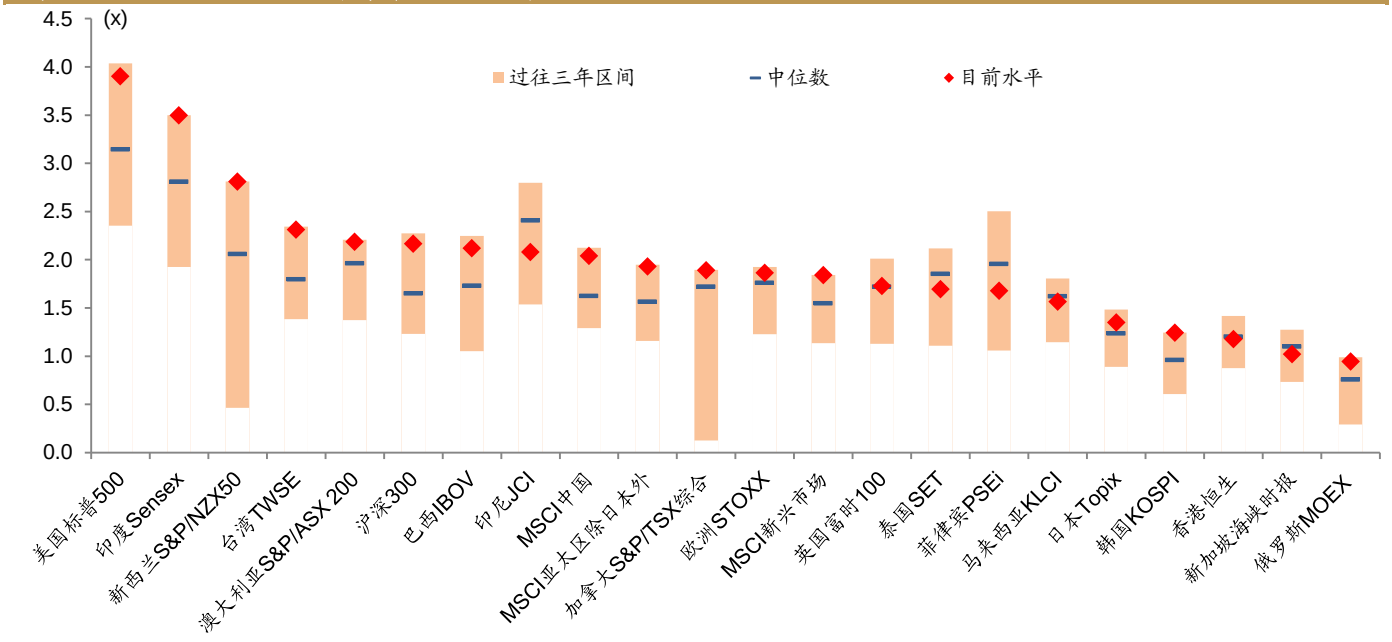
全球股票市场估值

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 8 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 8 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	年初至今	两周	1 个月	3 个月	6 个月	12 个月
原材料	10.6%	10.6%	13.4%	16.7%	30.8%	36.4%	36.5%
日常消费	7.3%	7.3%	12.4%	17.1%	29.7%	36.2%	70.7%
工业	7.1%	7.1%	10.8%	13.3%	18.5%	16.5%	16.8%
公用事业	6.3%	6.3%	8.2%	14.3%	27.7%	19.1%	7.8%
可选消费	4.6%	4.6%	10.6%	2.9%	5.2%	23.7%	51.3%
通信服务	3.9%	3.9%	6.5%	4.8%	12.2%	9.4%	36.9%
能源	3.1%	3.1%	2.7%	5.6%	6.1%	-6.3%	-33.3%
信息技术	3.0%	3.0%	7.6%	16.6%	30.7%	28.9%	79.2%
多元金融	1.7%	1.7%	7.8%	2.6%	3.3%	-10.9%	5.3%
医疗保健	1.5%	1.5%	5.8%	15.3%	16.2%	19.2%	64.6%
银行	1.5%	1.5%	5.7%	2.8%	19.5%	-3.8%	-8.3%
保险	1.3%	1.3%	4.6%	1.8%	15.1%	0.1%	-4.7%
房地产	-2.1%	-2.1%	0.0%	-0.9%	-7.1%	-15.1%	-21.5%
MSCI 中国	**3.9%**	**3.9%**	**8.2%**	**6.2%**	**12.2%**	**14.6%**	**30.1%**

资料来源：彭博、MSCI、招商证券（香港）；数据截至 2021 年 1 月 8 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	年初至今	两周	1 个月	3 个月	6 个月	12 个月
原材料	6.5%	6.5%	4.8%	9.8%	16.6%	19.0%	4.9%
日常消费	3.3%	3.3%	3.9%	10.2%	15.6%	18.9%	31.2%
工业	3.1%	3.1%	2.4%	6.6%	5.6%	1.6%	-10.2%
公用事业	2.3%	2.3%	0.0%	7.6%	13.8%	3.9%	-17.2%
可选消费	0.7%	0.7%	2.2%	-3.1%	-6.2%	8.0%	16.3%
通信服务	0.0%	0.0%	-1.6%	-1.3%	0.0%	-4.5%	5.2%
能源	-0.7%	-0.7%	-5.1%	-0.6%	-5.4%	-18.2%	-48.8%
信息技术	-0.8%	-0.8%	-0.6%	9.7%	16.5%	12.5%	37.7%
多元金融	-2.1%	-2.1%	-0.4%	-3.4%	-8.0%	-22.2%	-19.0%
医疗保健	-2.3%	-2.3%	-2.2%	8.6%	3.5%	4.0%	26.5%
银行	-2.3%	-2.3%	-2.3%	-3.3%	6.5%	-16.1%	-29.5%
保险	-2.5%	-2.5%	-3.3%	-4.2%	2.6%	-12.6%	-26.8%
房地产	-5.8%	-5.8%	-7.6%	-6.7%	-17.2%	-25.9%	-39.7%

资料来源：彭博、MSCI、招商证券（香港）；数据截至 2021 年 1 月 8 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	年初至今	两周	1 个月	3 个月	6 个月	12 个月
日常消费	7.0%	7.0%	13.1%	13.8%	27.0%	30.6%	80.4%
原材料	6.4%	6.4%	6.7%	9.5%	23.7%	23.2%	37.4%
工业	3.6%	3.6%	5.7%	7.3%	14.9%	16.9%	31.2%
信息技术	2.7%	2.7%	5.4%	2.0%	4.0%	-7.3%	22.1%
医疗保健	2.7%	2.7%	3.1%	7.6%	6.7%	5.8%	53.4%
可选消费	1.8%	1.8%	4.6%	2.6%	13.6%	15.1%	26.6%
能源	1.4%	1.4%	0.3%	0.8%	9.3%	3.0%	-8.6%
银行	0.9%	0.9%	3.1%	-0.2%	11.1%	-0.7%	0.5%
多元金融	0.6%	0.6%	7.0%	0.2%	1.1%	-9.9%	17.6%
公用事业	0.0%	0.0%	-1.2%	1.3%	3.6%	3.7%	4.4%
保险	-0.8%	-0.8%	3.8%	-2.3%	10.8%	1.3%	4.5%
电信	-1.9%	-1.9%	-1.8%	-9.4%	-10.3%	-22.6%	-12.9%
房地产	-2.3%	-2.3%	-1.2%	-7.0%	-8.6%	-17.6%	-10.2%
沪深 300	**5.5%**	**5.5%**	**9.0%**	**9.7%**	**19.8%**	**15.1%**	**33.6%**

资料来源：万得、招商证券（香港）；数据截至 2021 年 1 月 8 日

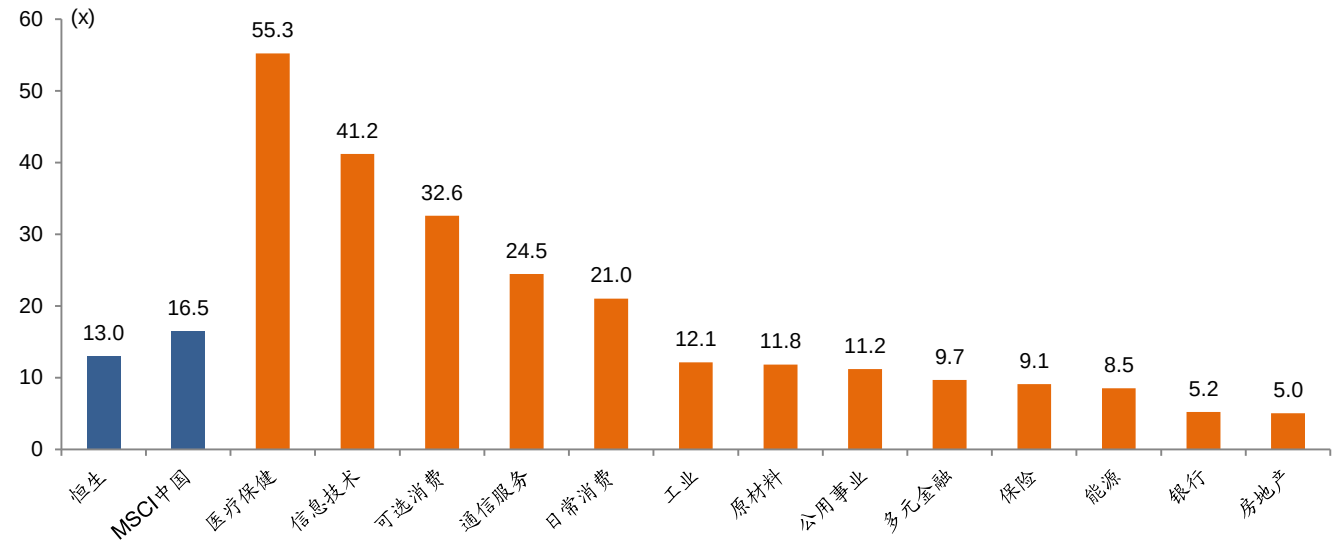
图表 12：沪深 300 指数分行业相对表现（根据过去一周表现排序）

	相对表现						
	一周	年初至今	两周	1 个月	3 个月	6 个月	12 个月
日常消费	1.4%	1.4%	3.8%	3.8%	6.0%	13.5%	35.0%
原材料	0.9%	0.9%	-2.1%	-0.2%	3.2%	7.0%	2.8%
工业	-1.8%	-1.8%	-3.0%	-2.2%	-4.1%	1.5%	-1.8%
信息技术	-2.6%	-2.6%	-3.3%	-7.0%	-13.2%	-19.5%	-8.6%
医疗保健	-2.7%	-2.7%	-5.4%	-1.9%	-10.9%	-8.1%	14.8%
可选消费	-3.5%	-3.5%	-4.0%	-6.5%	-5.2%	0.0%	-5.3%
能源	-3.9%	-3.9%	-8.0%	-8.1%	-8.8%	-10.5%	-31.6%
银行	-4.3%	-4.3%	-5.4%	-9.0%	-7.3%	-13.7%	-24.8%
多元金融	-4.6%	-4.6%	-1.8%	-8.7%	-15.6%	-21.7%	-12.0%
公用事业	-5.1%	-5.1%	-9.3%	-7.7%	-13.6%	-9.9%	-21.9%
保险	-5.9%	-5.9%	-4.7%	-11.0%	-7.5%	-12.0%	-21.8%
电信	-7.0%	-7.0%	-9.9%	-17.4%	-25.1%	-32.7%	-34.8%
房地产	-7.3%	-7.3%	-9.3%	-15.2%	-23.7%	-28.4%	-32.8%

资料来源：万得、招商证券（香港）；数据截至 2021 年 1 月 8 日

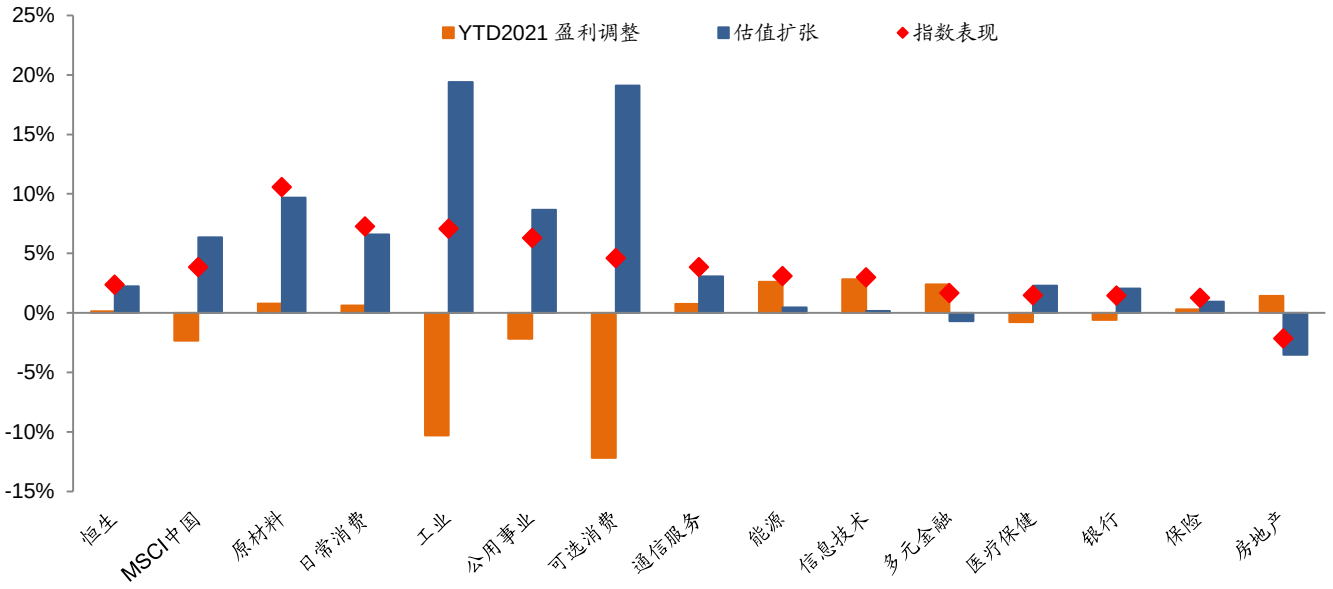
分行业估值

图表 13：MSCI 中国指数分行业前瞻市盈率（12 个月前瞻市盈率）



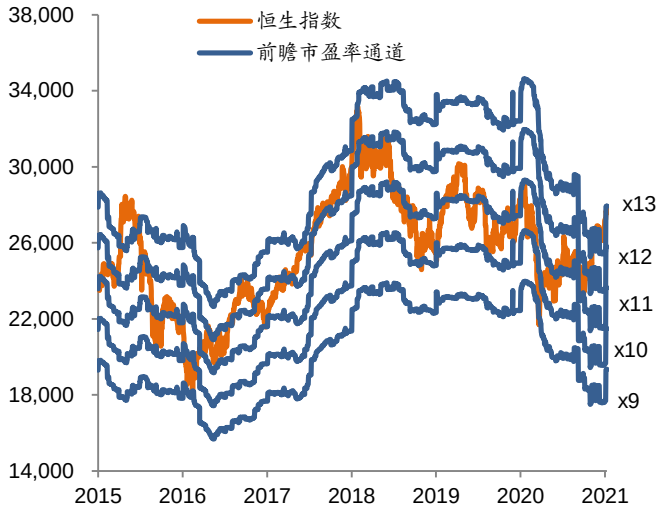
资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2021 年 1 月 8 日

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



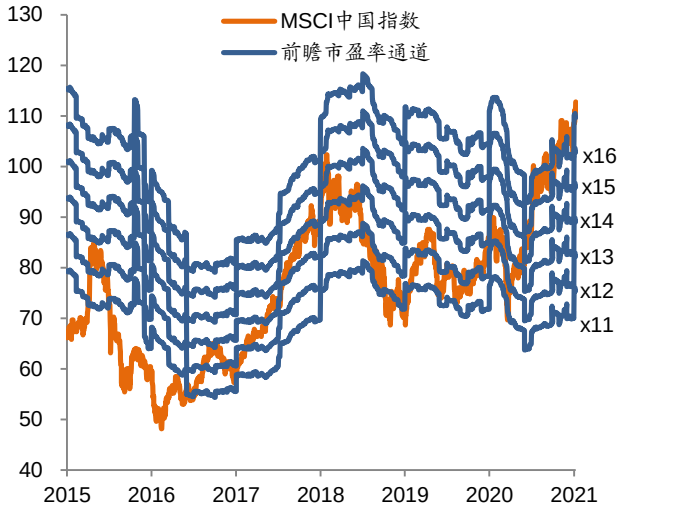
资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2021 年 1 月 8 日

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 8 日

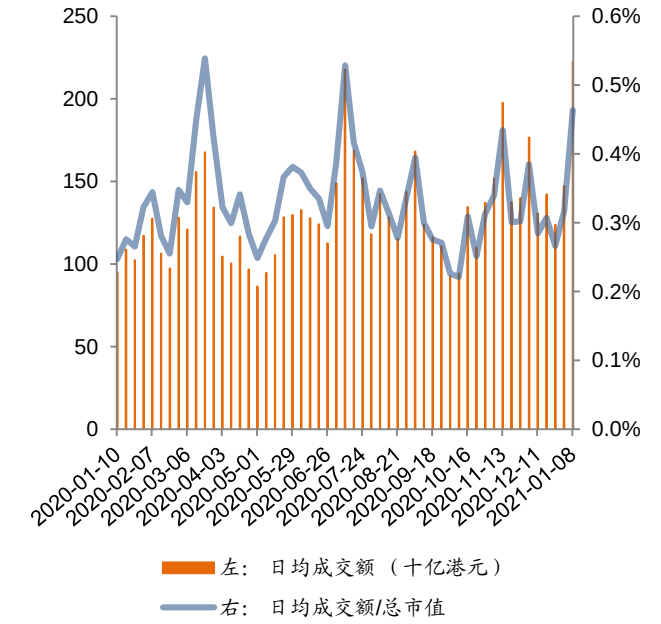
图表 16：MSCI 中国指数市盈率通道



资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2021 年 1 月 8 日

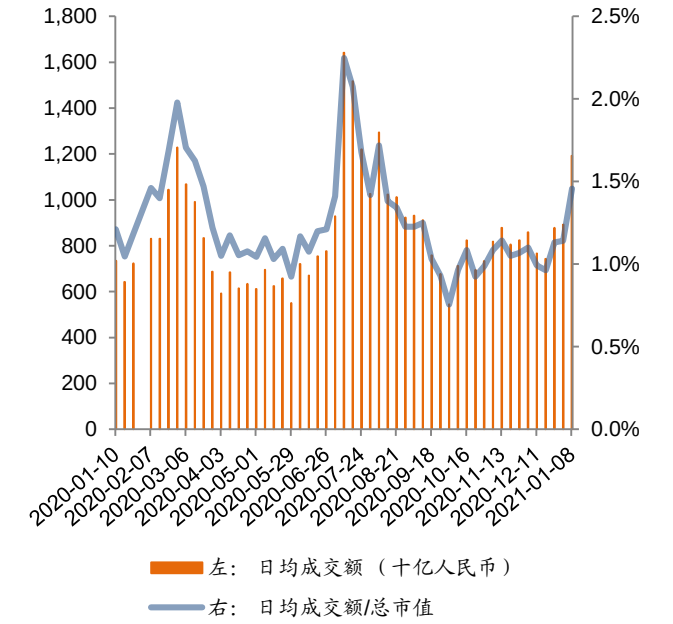
市场成交额

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 8 日

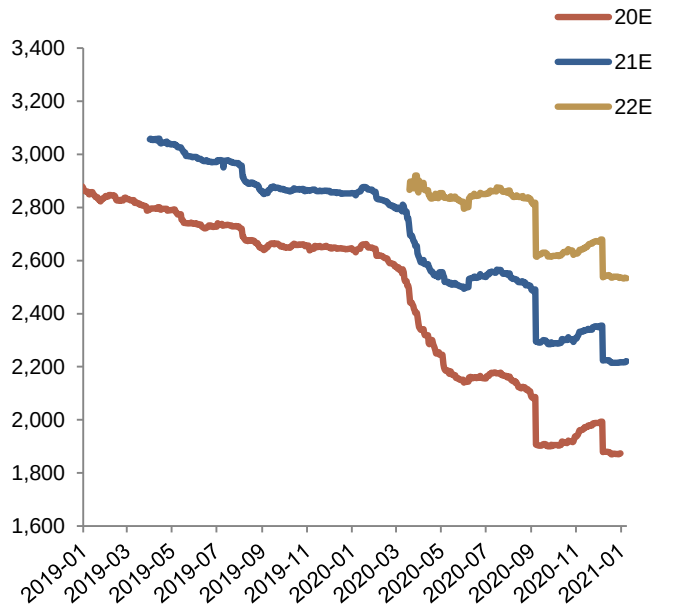
图表 18：A 股市场日均成交额



资料来源：万得、招商证券（香港）；数据截至 2021 年 1 月 8 日

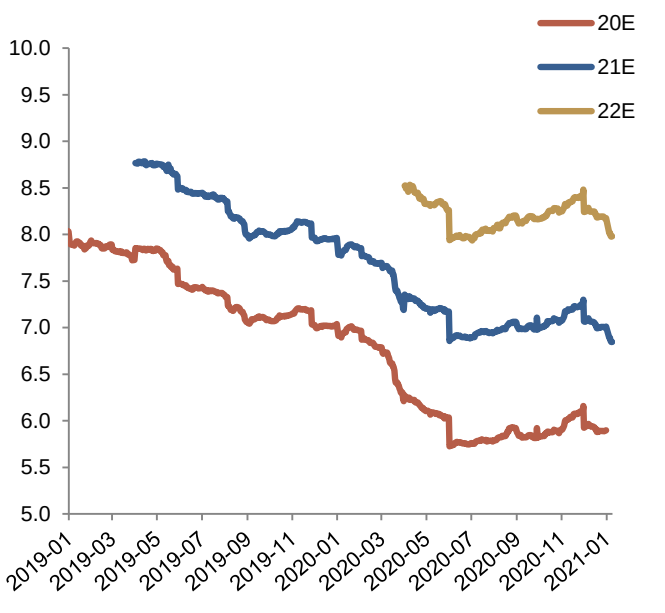
盈利预测调整

图表 19：恒生指数 EPS 一致预测调整



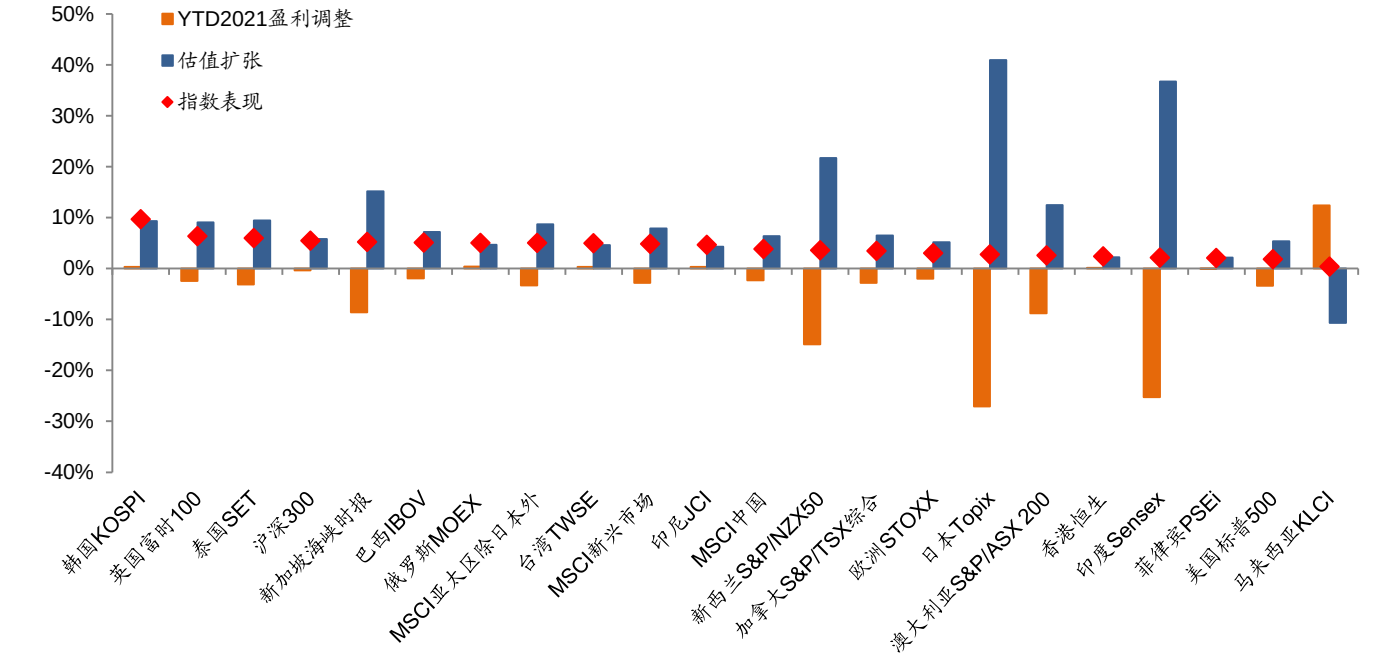
资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2021 年 1 月 8 日

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 8 日

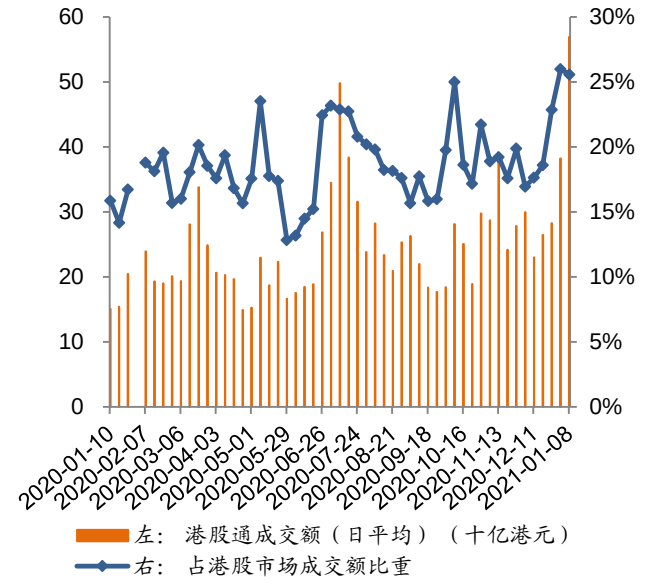
图表 21：主要股指年初至今股价表现：估值变化和盈利调整



资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2021 年 1 月 8 日

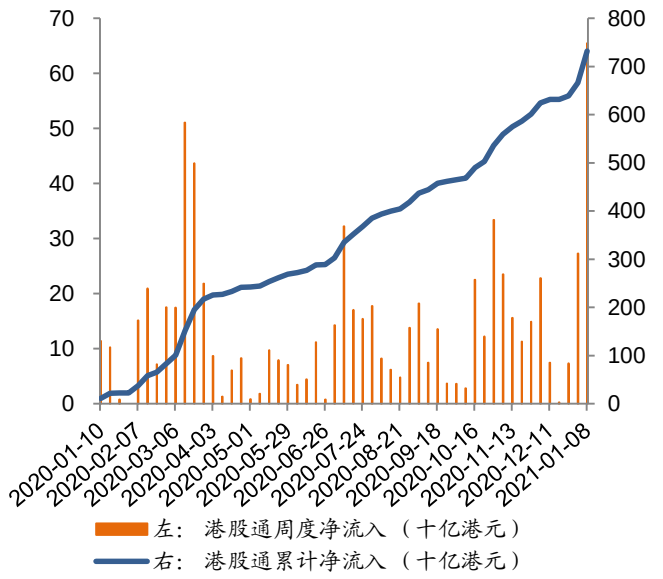
陆港通

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 8 日

图表 23：南下资金净流入



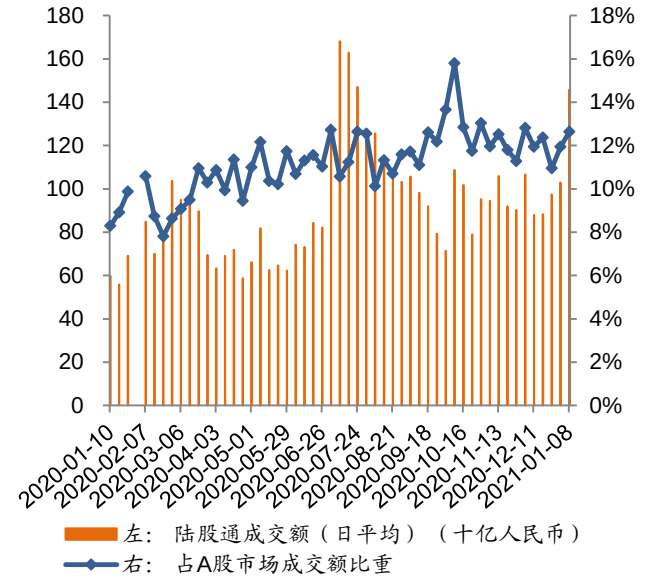
资料来源：万得、招商证券（香港）；数据截至 2021 年 1 月 8 日

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）	2020/12/18	2020/12/25	2021/01/01	2021/01/08	2020/08	2020/09	2020/10	2020/11	2020/12	2021/01
银行	-1.3	-0.9	-0.5	0.0	-0.3	1.0	6.7	7.7	-1.9	0.0
保险	-0.2	-0.3	0.0	0.0	2.0	2.0	2.4	0.8	-1.9	0.0
医疗保健	0.4	-0.3	-0.5	0.3	-1.6	2.2	1.6	-1.9	-1.2	0.3
多元金融	0.0	-0.9	0.0	-1.6	0.5	0.4	2.6	3.4	-0.9	-1.6
原材料	0.0	0.0	-0.6	-0.4	0.0	0.2	0.1	-0.1	-0.6	-0.4
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	0.0	0.0	0.3	-0.1	0.2	0.2	0.1	-0.1	1.1	-0.1
可选消费	-2.1	2.4	4.5	1.1	13.2	2.2	11.9	6.2	3.1	1.1
能源	0.7	0.6	1.3	4.3	-0.1	-0.2	-0.1	0.5	3.7	4.3
日常消费	1.4	0.4	0.0	1.5	3.6	2.5	0.8	3.6	3.9	1.5
信息技术	0.2	1.9	1.7	4.3	0.9	-0.6	4.1	2.6	11.2	4.3
通信服务	-3.5	-0.5	16.5	38.5	4.7	6.5	19.8	29.3	19.3	38.5
总计 (前十大个股)	**-4.4**	**2.4**	**22.7**	**47.9**	**22.9**	**16.7**	**49.9**	**52.0**	**36.0**	**47.9**
南下总计	**0.3**	**7.4**	**27.3**	**65.5**	**38.0**	**41.7**	**71.0**	**70.3**	**60.2**	**65.5**

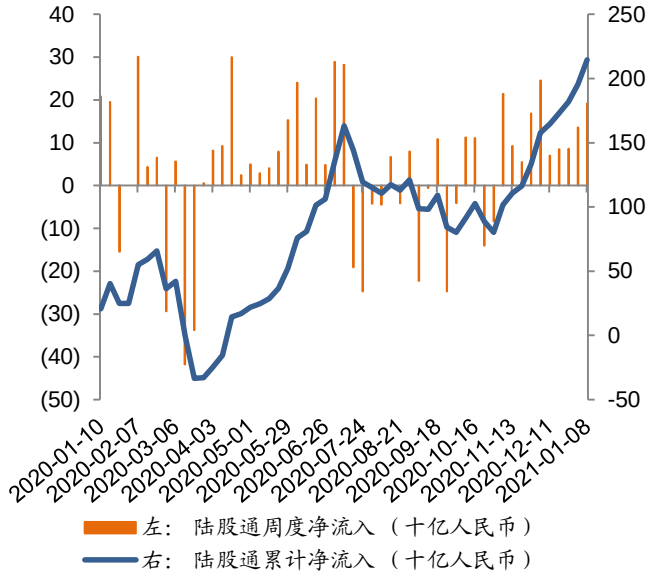
资料来源：万得、招商证券（香港）；数据截至 2021 年 1 月 8 日

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 8 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 8 日

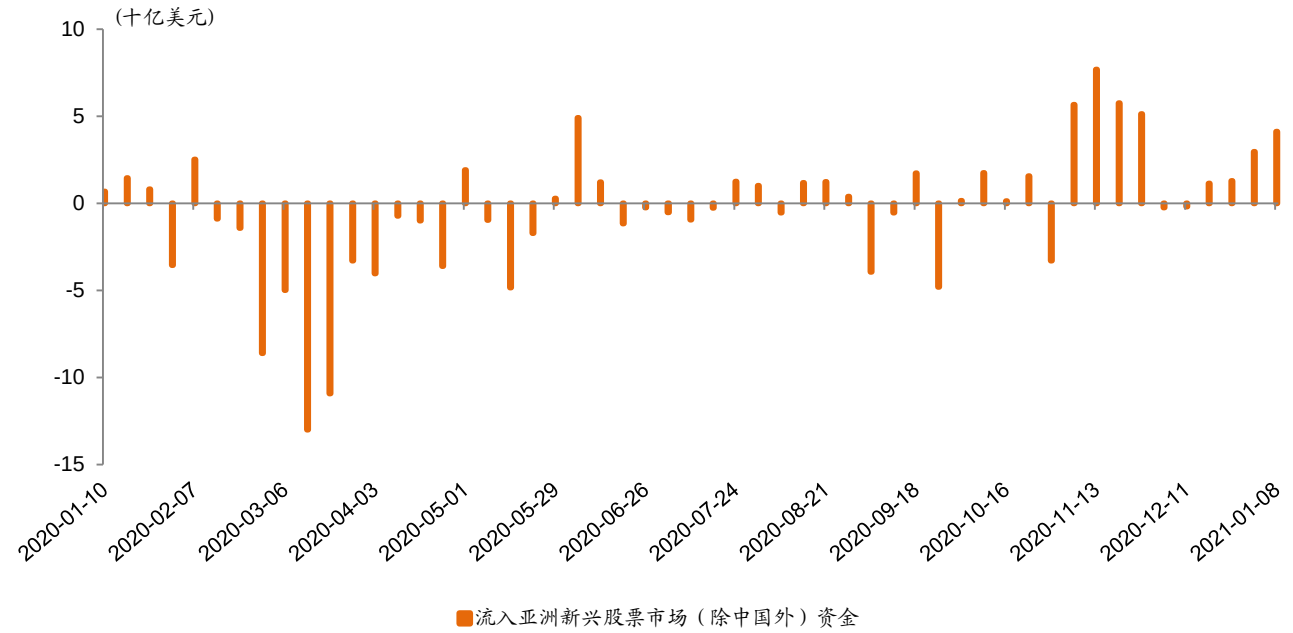
图表 27：北上分板块资金净流入

	北上资金净流入									
	每周				每月					MTD
（十亿人民币）	2020/12/18	2020/12/25	2021/01/01	2021/01/08	2020/08	2020/09	2020/10	2020/11	2020/12	2021/01
可选消费	-3.3	-1.4	-0.5	0.1	-0.2	0.4	5.8	8.1	-4.7	0.1
房地产	0.1	0.0	0.0	0.0	0.3	0.4	0.2	0.2	-0.1	0.0
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	0.4	0.0	0.0	1.5	1.4	0.3	-0.6	-0.2	0.1	1.5
通信服务	0.6	0.0	0.0	-1.3	1.5	-0.1	-0.3	0.0	0.7	-1.3
保险	-0.1	-0.1	-0.3	0.2	-1.8	-2.3	-0.8	4.0	1.0	0.2
银行	0.5	0.6	0.5	-0.4	1.8	-0.6	2.7	2.4	2.1	-0.4
多元金融	-1.1	-0.1	2.8	0.3	0.0	0.2	0.5	3.5	2.4	0.3
信息技术	-0.5	2.6	-1.8	-6.0	3.4	-2.0	1.8	5.2	2.9	-6.0
工业	0.1	1.2	1.6	-0.5	4.2	3.9	0.9	2.7	4.0	-0.5
日常消费	0.9	1.0	1.8	-2.1	-0.7	-10.7	0.7	-2.1	5.9	-2.1
医疗保健	4.8	1.0	-0.7	-3.1	1.0	-1.2	-0.6	1.7	6.2	-3.1
总计 (前十大个股)	**2.5**	**4.8**	**3.4**	**-11.2**	**10.9**	**-12.1**	**10.2**	**25.2**	**20.4**	**-11.2**
北上总计	**8.5**	**8.6**	**13.6**	**19.1**	**-2.0**	**-32.8**	**0.0**	**57.9**	**57.2**	**19.1**

资料来源：万得、招商证券（香港）；数据截至 2021 年 1 月 8 日

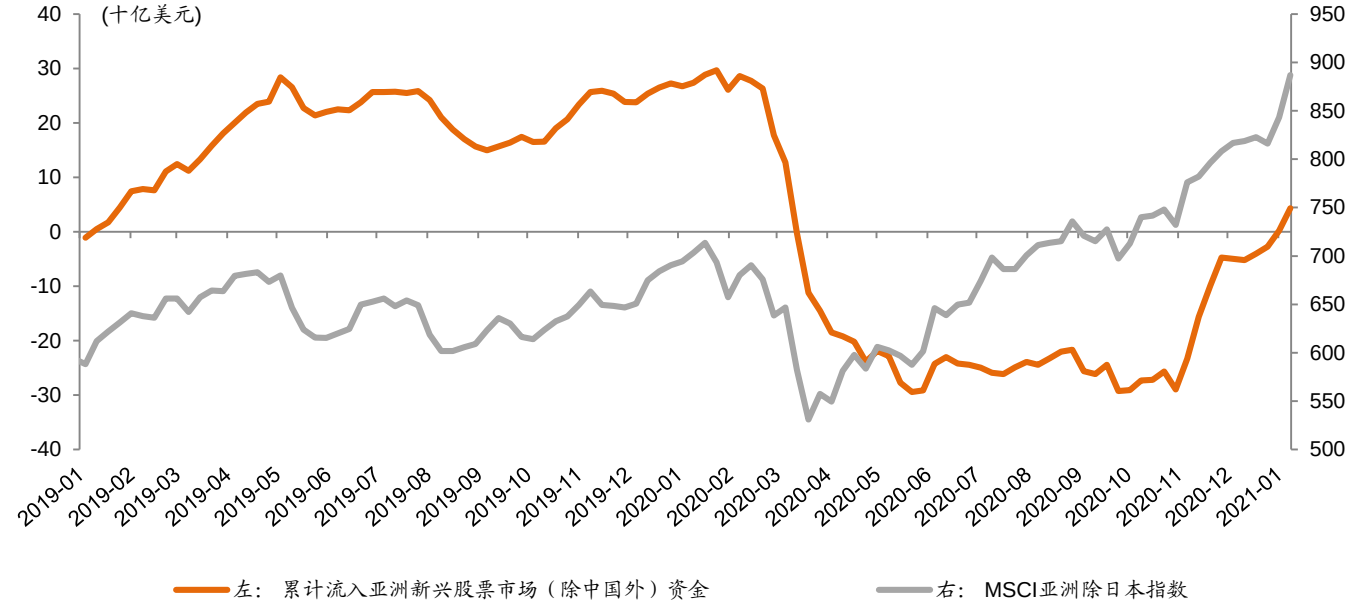
亚洲新兴市场资金流动

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 8 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 8 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	708,892	573.0	699.0	34.4	32.1	0.3%	9%	互联网
BILI US	哔哩哔哩	41,161	118.5	63.0	n.a.	n.a.	0.0%	-37%	互联网
3888 HK	金山软件	10,267	58.0	49.0	56.3	43.2	0.2%	-61%	软件
JD US	京东	143,251	91.5	100.0	56.7	41.2	0.0%	-46%	电商
2359 HK	药明康德	54,710	164.3	179.0	114.3	85.7	0.3%	-7%	医药
BGNE US	百济神州	25,465	279.3	345.0	n.a.	n.a.	0.0%	-72%	医药
1801 HK	信达生物	14,914	82.5	80.0	n.a.	n.a.	0.0%	-25%	医药
390 HK	中国中铁	19,094	3.6	7.8	2.7	2.6	4.7%	58%	基建
3311 HK	中建国际	2,839	4.4	9.8	3.7	2.9	7.3%	50%	基建
1157 HK	中联重科	13,863	10.6	10.7	9.8	10.2	3.6%	33%	基建设备
631 HK	三一国际	2,479	6.2	6.5	17.1	11.7	2.3%	-16%	机械设备
2688 HK	新奥能源	17,706	121.7	124.0	19.3	16.1	1.9%	39%	公用事业
135 HK	昆仑能源	8,553	7.7	8.6	9.8	9.7	3.6%	21%	公用事业
941 HK	中国移动	109,575	41.5	70.0	6.5	6.3	8.4%	-31%	电信
728 HK	中国电信	20,455	2.0	3.8	5.8	5.8	6.9%	27%	电信
2018 HK	瑞声科技	7,145	45.9	65.0	29.9	15.8	2.9%	17%	科技硬件
1347 HK	华虹半导体	6,795	40.6	46.0	90.3	47.6	0.3%	-31%	半导体
EDU US	新东方教育	30,349	179.7	217.0	58.3	51.1	0.0%	-58%	教育
1765 HK	希望教育	2,248	2.4	4.3	16.8	13.4	2.0%	6%	教育
1055 HK	南方航空	12,191	4.4	5.9	n.a.	13.7	0.0%	236%	交运
1211 HK	比亚迪	92,053	240.2	340.0	110.8	84.6	0.1%	106%	汽车
175 HK	吉利汽车	42,094	33.3	30.0	33.4	23.7	0.7%	-23%	汽车
6862 HK	海底捞	46,611	68.2	66.5	271.1	57.5	0.1%	30%	餐饮
YUMC US	百胜中国	25,106	59.9	65.5	39.9	26.8	0.4%	18%	餐饮
2020 HK	安踏	45,736	131.2	131.1	61.5	39.5	1.6%	-13%	运动服饰
1368 HK	特步	1,314	4.0	4.0	16.7	10.4	3.6%	-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 8 日

主要报告

腾讯 (700 HK) - 国行 Switch—戴着镣铐翩翩起舞 （刘楠/马牧野/黄耀林）

随着 Switch 逐步发力和新一代主机上市，国内主机市场或迎新曙光。腾讯对国行版 Switch 的代理和推广着眼于更长远的游戏战略布局。维持买入评级，目标价维持 699 港元不变。

中国光大绿色环保 (1257 HK) - 至暗时期即将结束 （王腾杰/萧俊燊）

中央政府补贴发放速度加快（11 月和 12 月补贴收款约 3.0 亿元人民币，对比 2019 全年为 1.1 亿元人民币）。随着更多项目完工，未来 1-2 年危废处理业务收入将加速增长。维持买入评级，将现金流量贴现法目标价从 6.2 港元下调至 6.0 港元。

中国硬件科技 - 大立光 2020 年四季度业绩略不及预期；留意竞争加剧 （陈永豪/苏林）

大立光（3008 TT，未评级）2020 年四季度业绩略不及预期，因产品组合不利变动导致毛利润率持续下滑。行业竞争仍然激烈；现有很多高端设计但实际需求尚不清晰。推荐瑞声科技（2018 HK），受益于较往年强势的 iPhone 周期、其光学业务持续改善；风险报酬具吸引力。

民主党拿下美国国会控制权 （郭圆涛/张轩扬/钱鹭）

民主党在两场佐治亚州参议员选举中击败现任共和党对手。50 对 50 的席位加上副总统意味着民主党将重获参议院和国会控制权。预期新一届美国政府将提高财政支出及加税，但在如此微弱的参议院优势下，其他更具争议的政策议程仍面临挑战。

中国太保 (2601 HK) - 开门红进展符合公司预期 （罗磊/朱璐颖）

开门红进展符合公司预期。营销员队伍数量预计保持稳定。估值不高；风险包括疫情反复等。

中车时代电气 (3898 HK) - 近期市场情绪带动股价提升，但基本面没有改变 （焦一丁/赵安博）

公司整体科创板上市于 2020 年 12 月 30 日获受理，预计融资 77.7 亿元人民币，发行股本占摊薄后总股本的 17%。IGBT 项目按计划于 2020 年底实现试生产，虽然目前电动车产业链景气度高，但公司 IGBT 项目的长期盈利表现将存较大不确定性。上市和电动车板块景气度上升并未改变公司长期盈利能力，市场情绪过于乐观，我们下调公司评级至卖出。

比亚迪股份 (1211 HK) - 半导体分拆开启价值重估，DM-i 和纯电平台迎重大突破 （梁勇活/杨岱东）

12 月新能源车销量同比增长 120%，汉销量再创新高，订单需求强劲。半导体分拆上市，与动力电池业务先后催化公司价值释放。超级混动和纯电动平台再迎重大突破，维持买入评级及目标价 340 港元。

12 月 ISM PMI：制造业活动加速扩张 （郭圆涛/张轩扬/钱鹭）

12 月 ISM 制造业 PMI 攀升至 60.7，远超市场预期。上月绝大部分分类指数均录得扩张。尽管新冠疫情持续恶化，但预计产出扩张将保持韧性。

好未来 (TAL US) - 21 财年三季度业绩前瞻 （王腾杰/李怡珊）

线下业务受行业整合机会及新城市扩张驱动，继续逐步复苏。线上竞争依然激烈，寒假大量市场投放仍将持续。盈利预测下调，维持中性评级。

中国电信行业 - 纽交所退市影响市场情绪，基本面维持良好 （陈永豪/苏林）

纽交所宣布启动三家中国电信运营商美国存托股票的退市程序，相关交易将于 1 月 7 日起暂停。我们预计近期股价将因市场情绪变化出现波动，但基本面没有影响。美国退市可能是对运营商的最后一击；预计电信行业将因移动 ARPU 恢复增长和板块轮而得到重估。

汽车汽配 - 特斯拉 Model Y 增强鲶鱼效应，助推行业加速变革 （梁勇活/杨岱东）

特斯拉 Model Y 上市，爆款车型增强新能源市场鲶鱼效应。特斯拉助推行业加速变革，对现有新能源车竞争格局影响有限。利好特斯拉产业链的福耀玻璃、敏实集团。行业首推比亚迪股份。

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