2020 年 12 月 28 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 (2020/12/28)

脱欧贸易协定达成

- **英国和欧盟达成脱欧后贸易协议**
- **美国总统特朗普签署新冠疫情救助法案**
- **中国监管部门启动对阿里巴巴的反垄断调查**

新看点：1）新冠疫情追踪：12月23日，英国政府宣布，将于12月26日进一步扩大第四级封锁地区范围，新增地区覆盖英格兰东部和东南部约600多万居民。中国宣布从12月28日起暂停来往中国和英国的航班。日本宣布从12月28日起暂停批准外国人入境。**2）英国脱欧：**12月24日，经过数月马拉松式的谈判，英国和欧盟就脱欧后的英欧贸易和安全关系达成协议。协议涉及的其他问题包括航空、道路运输、社会保障、签证和渔业。该协议保证了英国脱欧后的商品贸易零关税，但实际上服务贸易方面的问题仍未得到解决，预计未来几年将进一步谈判。英国议会将于12月30日就该协议进行辩论和投票，之后英国将于明年1月1日，也就是当前过渡期结束的时候正式成为非欧盟独立国家。**3）美国财政纾困法案：**12月21日，美国国会通过了一项新的针对家庭和企业的9,000亿美元救助法案。同时国会也一并通过了一项为数1.4万亿美元的联邦政府支出法案，该预算案覆盖了直至2021年9月底结束的2020-21财年。周日，特朗普总统签署该法案，使之成为法律，不再坚持其此前要求为个人派发数额更大纾困金的要求。**4）中国反垄断：**国家市场监督管理总局启动对阿里巴巴“二选一”等涉嫌垄断行为的立案调查，并派执法人员进驻其杭州总部进行调查询问并提取相关证据资料。此外，中国人民银行等金融管理部门于12月26日联合约谈蚂蚁集团，要求尽快制定整改方案和实施时间表，严格整改违规信贷、保险、理财等金融活动。监管部门表示，蚂蚁集团应回归其支付本源，依法设立金融控股公司，确保资本充足。

宏观经济数据：中国方面：1-11月，规模以上工业企业实现利润总额同比增长2.4%（1-10月：0.7%）。**美国方面：**1）11月新增耐用品订单环比增长0.9%，高于预期（10月：1.8%）；除飞机外非国防类资本品订单环比增长0.4%，略不及预期（10月：1.6%）。2）11月个人消费支出环比下跌0.4%，不及预期（10月：0.3%）。3）11月个人收入环比下跌1.1%，不及预期（10月：-0.6%）。4）11月个人储蓄率进一步回落至12.9%（10月：13.6%）。5）11月新屋销售环比下跌11.0%，不及预期（10月：-2.1%）。6）11月成屋销售环比下跌2.5%，不及预期（10月：4.4%）。7）12月密歇根大学消费者信心指数终值为80.7，不及预期（11月终值：76.9）。

股市概况：过去一周恒生/MSCI中国指数分别下跌0.4%/2.5%，沪深300指数上涨0.8%。**MSCI中国指数**：信息技术（+4.8%）和公用事业（+1.9%）板块跑赢大市，可选消费（-5.9%）和通信服务（-3.5%）板块则表现不佳。恒生/MSCI中国/沪深300指数估值分别为13.5倍/16.4倍/16.1倍前瞻市盈率（过去三年的中值水平为11.2倍/12.5倍/12.5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；预计恒生指数将于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. 新一轮财政纾困措施将支持美国经济复苏 (2020/12/22)
2. 招证国际策略周报 (2020/12/21) - 病毒新变种引发新忧虑 (2020/12/21)
3. 美国房地产市场依旧动力充足 (2020/12/18)
4. 美联储对资产购买计划提供新指引 (2020/12/17)
5. 美国11月工业产出录得温和增长 (2020/12/16)
6. 美国劳动力市场复苏开始显著受阻 (2020/12/05)
7. **2021年展望：沉舟侧畔千帆过，柳暗花明万木春 (2020/12/03)**
8. 美国10月份消费者支出保持稳定 (2020/11/26)
9. 美国企业设备投资10月延续增长势头 (2020/11/26)
10. 美国房地产市场有望保持走强势头 (2020/11/19)

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
	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 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%	2.4	2.5	2.7	2.4	1.7	0.5	-0.5	2020-12-08	2021-01-09
PPI 同比%	-3.7	-3.0	-2.4	-2.0	-2.1	-2.1	-1.5	2020-12-08	2021-01-09
官方制造业 PMI	50.6	50.9	51.1	51.0	51.5	51.4	52.1	2020-11-30	2020-12-31
官方非制造业 PMI	53.6	54.4	54.2	55.2	55.9	56.2	56.4	2020-11-30	2020-12-31
官方综合 PMI	53.4	54.2	54.1	54.5	55.1	55.3	55.7	2020-11-30	2020-12-31
财新制造业 PMI	50.7	51.2	52.8	53.1	53.0	53.6	54.9	2020-11-30	2021-01-04
财新服务业 PMI	55.0	58.4	54.1	54.0	54.8	56.8	57.8	2020-12-02	2021-01-06
财新综合 PMI	54.5	55.7	54.5	55.1	54.5	55.7	57.5	2020-12-02	2021-01-06
出口同比%	-3.2	0.5	7.2	9.5	9.9	11.4	21.1	2020-12-07	2021-01-07
进口同比%	-16.6	2.7	-1.4	-2.1	13.2	4.7	4.5	2020-12-07	2021-01-07
贸易帐顺差 (十亿美元)	63.0	46.4	62.3	58.9	37.0	58.4	75.4	2020-12-07	2021-01-07
城镇调查失业率%	5.9	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%	4.4	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%	-2.8	-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%	6.0	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%	-19.3	-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%	-2.8	-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%	-13.5	-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%	-6.3	-3.1	-1.6	-0.3	0.8	1.8	2.6	2020-12-14	2021-01-16
基建投资%	-6.3	-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%	-0.3	1.9	3.4	4.6	5.6	6.3	6.8	2020-12-14	2021-01-16
制造业投资%	-14.8	-11.7	-10.2	-8.1	-6.5	-5.3	-3.5	2020-12-14	2021-01-16
M1 同比%	6.8	6.5	6.9	8.0	8.1	9.1	10.0	2020-12-09	2021-01-09
M2 同比%	11.1	11.1	10.7	10.4	10.9	10.5	10.7	2020-12-09	2021-01-09
社会融资规模 (十亿元人民币)	3,187	3,468	1,693	3,585	3,469	1,394	2,134	2020-12-09	2021-01-09
新增人民币贷款 (十亿元人民币)	1,482	1,811	993	1,278	1,896	690	1,430	2020-12-09	2021-01-09
金融机构贷款余额同比%	13.2	13.2	13.0	13.0	13.0	12.9	12.8	2020-12-09	2021-01-09
财政收入累计同比%	-13.6	-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%	-2.9	-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%	2.69	2.85	2.98	3.02	3.15	3.19	3.27		
3 个月 SHIBOR%	1.45	2.13	2.59	2.64	2.69	2.97	3.12		
美元兑人民币	7.14	7.07	6.98	6.85	6.79	6.69	6.58		

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							本次发布	下次发布
	二季度		三季度			四季度			
	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		2020-12-01	2021-01-05
ISM 服务业 PMI	57.1	58.1	56.9	57.8	56.6	55.9		2020-12-03	2021-01-07
Markit 制造业 PMI	49.8	50.9	53.1	53.2	53.4	56.7	56.5	2020-12-16	2021-01-04
Markit 服务业 PMI	47.9	50.0	55.0	54.6	56.9	58.4	55.3	2020-12-16	2021-01-06
Markit 综合 PMI	47.9	50.3	54.6	54.3	56.3	58.6	55.7	2020-12-16	2021-01-06
耐用品订单环比%	7.7	11.8	0.4	2.1	1.8	0.9		2020-12-23	2021-01-06
扣除运输类耐用品订单环比%	4.0	3.3	1.1	1.5	1.9	0.4		2020-12-23	2021-01-06
扣除飞机非国防资本耐用品订单环比%	4.3	2.6	2.4	1.9	1.6	0.4		2020-12-23	2021-01-06
工厂订单环比%	6.4	6.5	0.6	1.3	1.0			2020-12-04	2021-01-06
扣除运输类工厂订单环比%	4.8	2.4	0.9	0.9	1.0			2020-12-04	2021-01-06
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	403.9	307.3		2020-12-02	2021-01-06
非农就业人口变动(千人)	4,781	1,761	1,493	711	610	245		2020-12-04	2021-01-08
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	7.9	6.9	6.7		2020-12-04	2021-01-08
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	-1.1			2020-11-30	2020-12-30
贸易帐(十亿美元)	-51.2	-61.4	-64.9	-62.1	-63.1			2020-12-04	2021-01-07
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			
3 个月美国国债利率%	0.13	0.08	0.09	0.09	0.09	0.07			
十年期美国国债利率%	0.66	0.53	0.70	0.68	0.87	0.84			
美元指数	97.4	93.3	92.1	93.9	94.0	91.9			

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	1 个月	3 个月	6 个月	年初至今	12 个月
韩国 KOSPI	1.3%	1.3%	7.9%	23.2%	32.9%	27.7%	28.2%
沪深 300	0.8%	3.1%	2.7%	10.3%	21.8%	23.1%	26.3%
MSCI 中国	-2.5%	-1.3%	-2.7%	10.0%	17.7%	21.6%	22.7%
台湾 TWSE	0.6%	0.5%	4.3%	17.2%	22.9%	19.5%	19.3%
MSCI 亚太区除日本外	-0.7%	-0.1%	2.2%	17.6%	25.1%	16.5%	17.0%
美国标普 500	-0.2%	1.1%	2.0%	12.3%	20.1%	14.6%	14.9%
印度 Sensex	0.0%	1.9%	7.2%	25.6%	34.8%	13.9%	13.3%
新西兰 S&P/NZX50	2.8%	0.9%	2.9%	10.5%	17.2%	13.5%	12.0%
MSCI 新兴市场	-1.0%	-0.2%	3.0%	18.5%	25.0%	12.6%	13.2%
俄罗斯 MOEX	-0.8%	-0.9%	3.6%	12.1%	17.6%	6.6%	7.1%
日本 Topix	-0.8%	-0.2%	0.6%	8.8%	13.9%	3.3%	3.3%
马来西亚 KLCI	-0.7%	-2.6%	2.7%	8.7%	10.2%	3.3%	2.3%
加拿大 S&P/TSX 综合	0.5%	0.4%	1.8%	9.7%	14.1%	3.3%	2.6%
巴西 IBOV	-0.2%	2.3%	7.0%	21.5%	22.7%	1.9%	1.7%
澳大利亚 S&P/ASX 200	-0.2%	0.3%	-0.3%	11.7%	14.6%	-0.3%	-1.9%
印尼 JCI	-1.6%	1.2%	5.8%	21.5%	22.7%	-4.6%	-4.7%
欧洲 STOXX	0.0%	1.5%	1.0%	11.4%	10.1%	-4.8%	-5.5%
泰国 SET	0.3%	0.2%	5.0%	19.4%	12.1%	-5.9%	-5.5%
香港恒生	-0.4%	-0.5%	-1.1%	13.6%	6.5%	-6.4%	-5.3%
菲律宾 PSEi	-0.9%	-0.6%	2.9%	23.4%	17.8%	-7.8%	-8.5%
新加坡海峡时报	-0.2%	0.7%	-1.0%	15.0%	9.7%	-11.8%	-11.8%
英国富时 100	-0.4%	-0.7%	1.7%	11.3%	5.8%	-13.8%	-14.8%

资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 12 月 25 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
韩国 KOSPI	0.8%	0.2%	8.1%	31.3%	44.8%	33.9%	35.1%
沪深 300	0.8%	3.2%	3.3%	15.1%	31.8%	31.0%	35.0%
台湾 TWSE	0.7%	0.7%	5.8%	21.7%	29.0%	27.1%	27.7%
MSCI 中国	-2.6%	-1.4%	-2.7%	9.9%	17.7%	22.2%	23.3%
新西兰 S&P/NZX50	2.7%	1.4%	4.5%	20.4%	29.7%	19.7%	19.9%
MSCI 亚太区除日本外	-0.7%	-0.1%	2.2%	17.6%	25.1%	16.5%	17.0%
美国标普 500	-0.2%	1.1%	2.0%	12.3%	20.1%	14.6%	14.9%
MSCI 新兴市场	-1.0%	-0.2%	3.0%	18.5%	25.0%	12.6%	13.2%
印度 Sensex	0.1%	2.2%	7.5%	26.0%	38.6%	10.3%	9.9%
日本 Topix	-0.9%	0.3%	1.5%	11.1%	18.0%	8.8%	9.2%
澳大利亚 S&P/ASX 200	-0.4%	1.3%	3.0%	21.0%	26.7%	7.9%	7.7%
加拿大 S&P/TSX 综合	0.3%	0.1%	3.2%	14.8%	21.5%	4.6%	5.3%
马来西亚 KLCI	-1.2%	-2.8%	3.4%	11.7%	16.1%	4.1%	4.2%
欧洲 STOXX	-0.4%	2.1%	3.3%	16.8%	19.4%	3.3%	3.9%
菲律宾 PSEi	-0.9%	-0.4%	2.9%	24.4%	22.5%	-2.5%	-3.2%
香港恒生	-0.4%	-0.5%	-1.1%	13.5%	6.4%	-6.0%	-4.9%
泰国 SET	-0.6%	0.2%	5.6%	25.5%	15.1%	-6.3%	-5.4%
印尼 JCI	-2.5%	0.5%	4.8%	27.6%	22.6%	-7.0%	-6.6%
新加坡海峡时报	-0.3%	1.4%	-0.1%	19.2%	14.9%	-10.8%	-10.1%
俄罗斯 MOEX	-1.7%	-2.3%	5.6%	18.4%	9.6%	-10.9%	-10.6%
英国富时 100	-0.2%	1.7%	2.9%	18.6%	15.3%	-12.0%	-11.1%
巴西 IBOV	-2.4%	-0.7%	9.1%	29.4%	26.4%	-21.6%	-20.7%

资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 12 月 25 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）

	价格变动						
	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	-6.7%	-2.8%	-13.1%	17.7%	69.9%	15.0%	15.9%
汽油	-1.2%	5.4%	7.1%	13.6%	15.5%	-18.8%	-20.2%
WTI 原油	-1.8%	3.6%	5.5%	19.8%	24.6%	-21.0%	-21.1%
布伦特原油	-1.9%	2.6%	5.5%	22.4%	24.9%	-22.3%	-23.7%
热油	-1.5%	3.7%	7.5%	32.3%	28.9%	-26.5%	-26.8%
金属							
铁矿石	0.6%	7.4%	20.0%	26.1%	47.7%	68.5%	73.2%
银	0.1%	7.8%	10.6%	12.9%	45.3%	43.9%	45.3%
铜	-2.5%	0.2%	6.7%	19.0%	32.1%	26.1%	25.3%
锌	-1.0%	1.7%	3.2%	20.0%	38.7%	25.1%	25.0%
金	0.1%	2.4%	4.1%	1.2%	6.8%	23.7%	25.6%
镍	-2.8%	-1.7%	5.8%	19.1%	36.6%	21.2%	18.5%
铝	-1.3%	0.4%	3.0%	16.1%	29.3%	12.2%	11.9%
铂	-1.6%	1.3%	5.9%	20.8%	27.5%	5.3%	8.8%
农产品							
大豆	3.6%	8.9%	6.7%	26.0%	45.4%	34.0%	34.9%
玉米	3.1%	6.3%	7.4%	23.5%	42.2%	16.3%	16.4%
小麦	3.1%	3.1%	6.6%	15.2%	28.8%	12.2%	15.9%
糖	3.2%	3.3%	0.9%	14.6%	26.2%	11.0%	11.4%
棉花	-1.2%	2.9%	7.6%	17.8%	23.3%	10.4%	10.9%
咖啡	1.8%	5.8%	10.0%	10.8%	32.8%	-2.9%	-2.7%
瘦肉猪	1.7%	3.5%	1.2%	-6.7%	42.7%	-6.3%	-5.3%
活牛	1.5%	3.1%	0.7%	4.3%	19.1%	-10.1%	-8.6%

资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 12 月 25 日

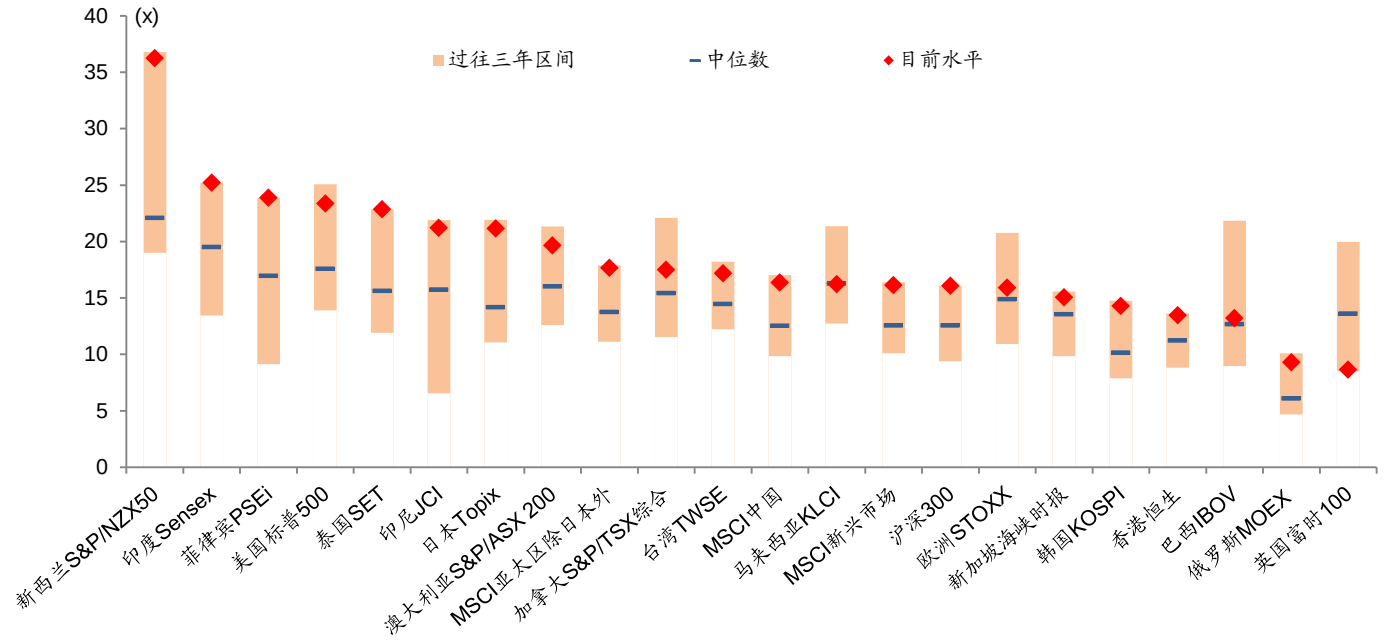
图表 6：主要货币兑美元表现（根据年初至今表现排序）

	兑美元变动						
	一周	两周	1 个月	3 个月	6 个月	年初至今	12 个月
瑞典克朗	-0.4%	2.1%	2.8%	10.2%	12.5%	12.9%	13.6%
瑞士法郎	-0.7%	0.0%	2.1%	4.3%	6.5%	8.6%	10.2%
欧元	-0.5%	0.7%	2.3%	4.8%	8.6%	8.6%	9.9%
澳大利亚元	-0.2%	0.9%	3.3%	8.2%	10.6%	8.3%	9.9%
新台币	0.1%	0.2%	1.4%	3.9%	5.0%	6.7%	7.2%
中国人民币	0.0%	0.1%	0.6%	4.3%	8.2%	6.4%	6.8%
新西兰元	-0.3%	0.4%	1.5%	8.7%	10.7%	5.5%	7.3%
菲律宾比索	0.1%	0.1%	0.2%	0.9%	4.1%	5.5%	5.8%
智利比索	1.6%	2.6%	7.7%	10.1%	13.6%	5.3%	5.1%
日元	-0.1%	0.6%	0.9%	2.1%	3.6%	5.0%	5.7%
韩元	-0.1%	-1.0%	0.7%	6.5%	9.4%	5.0%	5.5%
英镑	0.3%	2.6%	1.4%	6.4%	9.2%	2.3%	4.7%
新加坡元	-0.2%	0.5%	0.8%	3.6%	4.6%	1.1%	1.9%
加拿大元	-0.6%	-0.7%	1.0%	4.0%	6.1%	0.9%	2.3%
马来西亚林吉特	-0.5%	-0.3%	0.7%	2.7%	5.4%	0.8%	1.9%
越南盾	0.0%	-0.1%	0.1%	0.2%	0.3%	0.2%	0.2%
泰铢	-0.6%	0.4%	0.9%	5.4%	3.0%	-0.9%	0.5%
印度尼西亚卢比	-0.6%	-0.8%	-0.4%	4.7%	-0.2%	-2.4%	-1.6%
印度卢比	0.0%	0.1%	0.5%	0.1%	2.9%	-2.9%	-3.1%
南非兰特	-0.5%	3.6%	3.8%	17.2%	17.8%	-4.4%	-3.1%
墨西哥比索	0.4%	1.3%	0.6%	12.4%	14.6%	-5.0%	-4.7%
俄罗斯卢布	-0.9%	-1.5%	2.0%	5.4%	-6.7%	-16.3%	-16.4%
土耳其里拉	0.9%	3.9%	4.9%	1.5%	-9.2%	-21.2%	-21.5%
巴西里尔	-2.5%	-3.0%	1.9%	6.6%	2.8%	-22.8%	-21.9%
阿根廷比索	-0.6%	-1.4%	-3.1%	-9.0%	-15.8%	-28.2%	-28.4%

资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 12 月 25 日

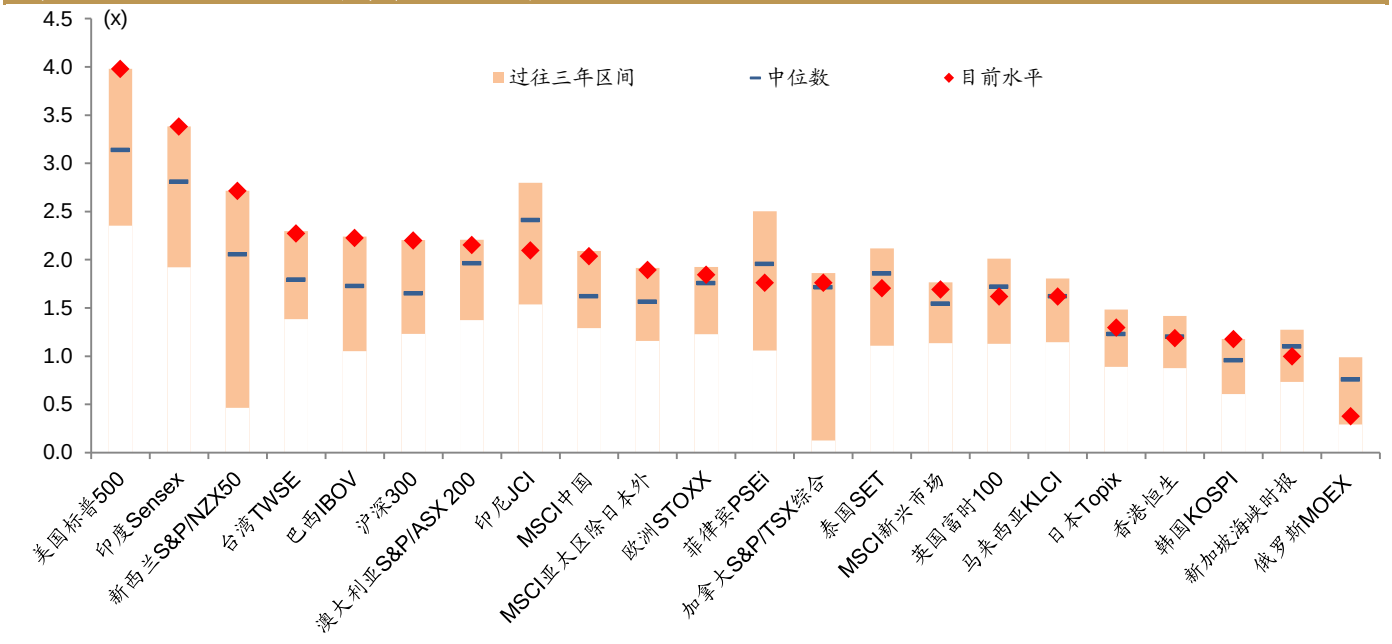
全球股票市场估值

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 2020 年 12 月 25 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 2020 年 12 月 25 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
信息技术	4.8%	8.3%	10.7%	30.5%	41.4%	68.5%	69.9%
公用事业	1.9%	5.3%	4.4%	19.9%	10.7%	-0.6%	0.2%
工业	1.8%	3.6%	1.9%	10.8%	14.3%	5.3%	7.8%
日常消费	1.8%	4.5%	9.3%	18.7%	34.5%	50.3%	53.4%
医疗保健	1.0%	9.4%	13.5%	16.3%	16.7%	54.4%	56.1%
原材料	-0.3%	4.8%	1.8%	17.6%	37.6%	21.1%	28.6%
银行	-0.8%	-2.4%	-2.9%	13.1%	-3.0%	-15.1%	-14.4%
能源	-0.8%	1.4%	-12.7%	4.3%	-4.2%	-32.8%	-31.1%
房地产	-1.3%	-0.1%	-5.9%	-0.9%	-6.3%	-22.4%	-19.4%
保险	-2.2%	-1.6%	-0.1%	11.0%	12.8%	-8.6%	-7.7%
多元金融	-2.7%	-1.6%	-2.6%	-1.7%	7.9%	-3.2%	1.7%
通信服务	-3.5%	-2.4%	-0.3%	10.0%	11.9%	31.7%	31.6%
可选消费	-5.9%	-6.0%	-10.2%	4.7%	27.2%	41.1%	40.1%
MSCI 中国	**-2.5%**	**-1.3%**	**-2.7%**	**10.0%**	**17.7%**	**21.6%**	**22.7%**

资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 12 月 25 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
信息技术	7.5%	9.8%	13.7%	18.7%	20.1%	38.6%	38.5%
公用事业	4.5%	6.7%	7.3%	9.0%	-6.0%	-18.3%	-18.3%
工业	4.5%	5.0%	4.7%	0.7%	-2.9%	-13.4%	-12.1%
日常消费	4.4%	5.9%	12.3%	8.0%	14.2%	23.6%	25.1%
医疗保健	3.6%	10.9%	16.6%	5.7%	-0.9%	26.9%	27.3%
原材料	2.3%	6.2%	4.6%	6.9%	16.8%	-0.4%	4.9%
银行	1.8%	-1.1%	-0.2%	2.9%	-17.6%	-30.2%	-30.2%
能源	1.8%	2.7%	-10.3%	-5.1%	-18.7%	-44.7%	-43.8%
房地产	1.3%	1.2%	-3.3%	-9.9%	-20.4%	-36.2%	-34.3%
保险	0.4%	-0.2%	2.6%	0.9%	-4.2%	-24.9%	-24.7%
多元金融	-0.2%	-0.3%	0.0%	-10.6%	-8.4%	-20.4%	-17.1%
通信服务	-1.0%	-1.0%	2.5%	0.0%	-5.0%	8.2%	7.3%
可选消费	-3.4%	-4.7%	-7.7%	-4.8%	8.0%	16.0%	14.2%

资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 12 月 25 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	2.7%	4.3%	1.8%	4.8%	12.8%	5.9%	7.1%
工业	2.6%	4.6%	2.6%	9.5%	24.8%	26.8%	28.9%
原材料	2.1%	5.4%	1.6%	15.1%	30.6%	31.5%	36.4%
医疗保健	1.1%	5.6%	9.0%	3.2%	8.2%	48.6%	52.5%
信息技术	0.4%	0.0%	-1.0%	-1.0%	0.5%	21.4%	20.1%
可选消费	-0.1%	1.7%	-2.6%	8.7%	23.0%	26.1%	28.2%
日常消费	-0.6%	2.5%	7.0%	13.5%	30.2%	59.4%	65.7%
能源	-0.9%	-0.1%	-2.7%	8.5%	15.7%	-5.3%	-2.6%
银行	-1.1%	-1.3%	-2.6%	6.8%	12.2%	-2.5%	-1.8%
多元金融	-2.4%	-1.9%	-3.3%	-6.6%	12.2%	7.7%	13.8%
房地产	-2.9%	-3.2%	-7.9%	-7.8%	-1.6%	-10.4%	-6.3%
电信	-4.2%	-4.4%	-9.7%	-9.5%	-10.7%	-9.4%	-9.1%
保险	-5.1%	-3.6%	-4.7%	5.0%	18.1%	0.3%	2.4%
沪深 300	**0.8%**	**3.1%**	**2.7%**	**10.3%**	**21.8%**	**23.1%**	**26.3%**

资料来源：万得、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 12 月 25 日

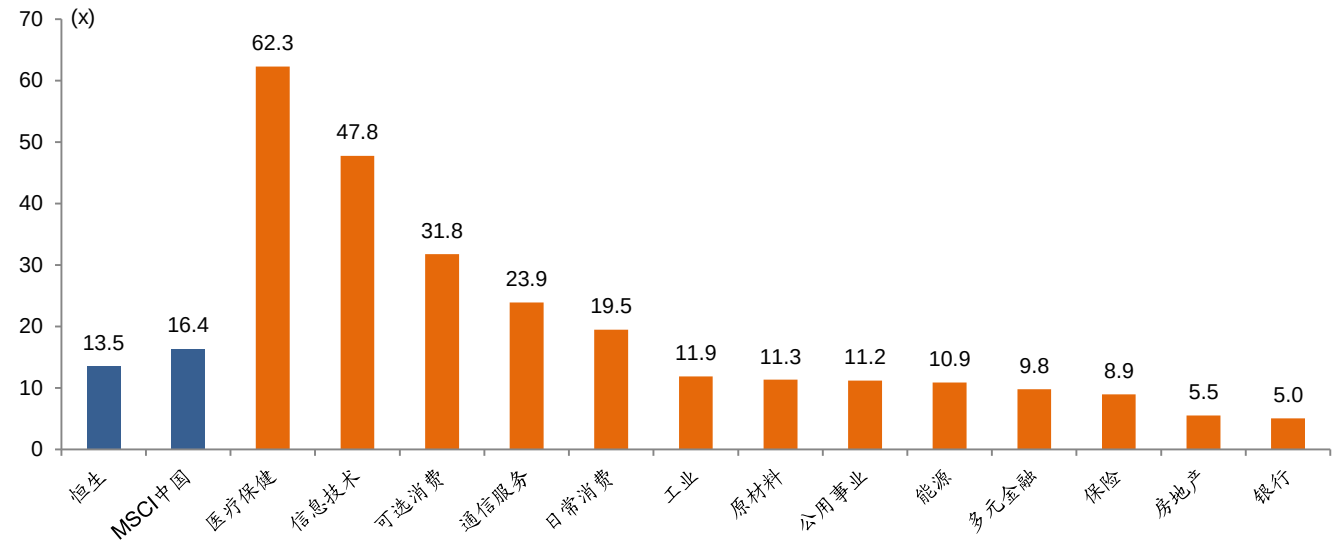
图表 12：沪深 300 指数分行业相对表现（根据过去一周表现排序）

	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	1.8%	1.1%	-0.9%	-5.0%	-7.4%	-13.9%	-15.2%
工业	1.7%	1.4%	0.0%	-0.7%	2.4%	3.0%	2.0%
原材料	1.3%	2.2%	-1.1%	4.4%	7.2%	6.8%	8.0%
医疗保健	0.3%	2.4%	6.1%	-6.4%	-11.1%	20.7%	20.7%
信息技术	-0.5%	-3.0%	-3.6%	-10.3%	-17.5%	-1.4%	-4.9%
可选消费	-0.9%	-1.3%	-5.2%	-1.5%	1.0%	2.4%	1.5%
日常消费	-1.4%	-0.6%	4.2%	2.9%	6.9%	29.5%	31.1%
能源	-1.8%	-3.1%	-5.3%	-1.7%	-5.0%	-23.1%	-22.9%
银行	-1.9%	-4.3%	-5.1%	-3.2%	-7.9%	-20.8%	-22.3%
多元金融	-3.3%	-4.8%	-5.8%	-15.3%	-7.9%	-12.5%	-9.9%
房地产	-3.7%	-6.1%	-10.3%	-16.4%	-19.2%	-27.2%	-25.8%
电信	-5.0%	-7.3%	-12.1%	-17.9%	-26.7%	-26.4%	-28.0%
保险	-5.9%	-6.5%	-7.2%	-4.9%	-3.1%	-18.5%	-18.9%

资料来源：万得、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 12 月 25 日

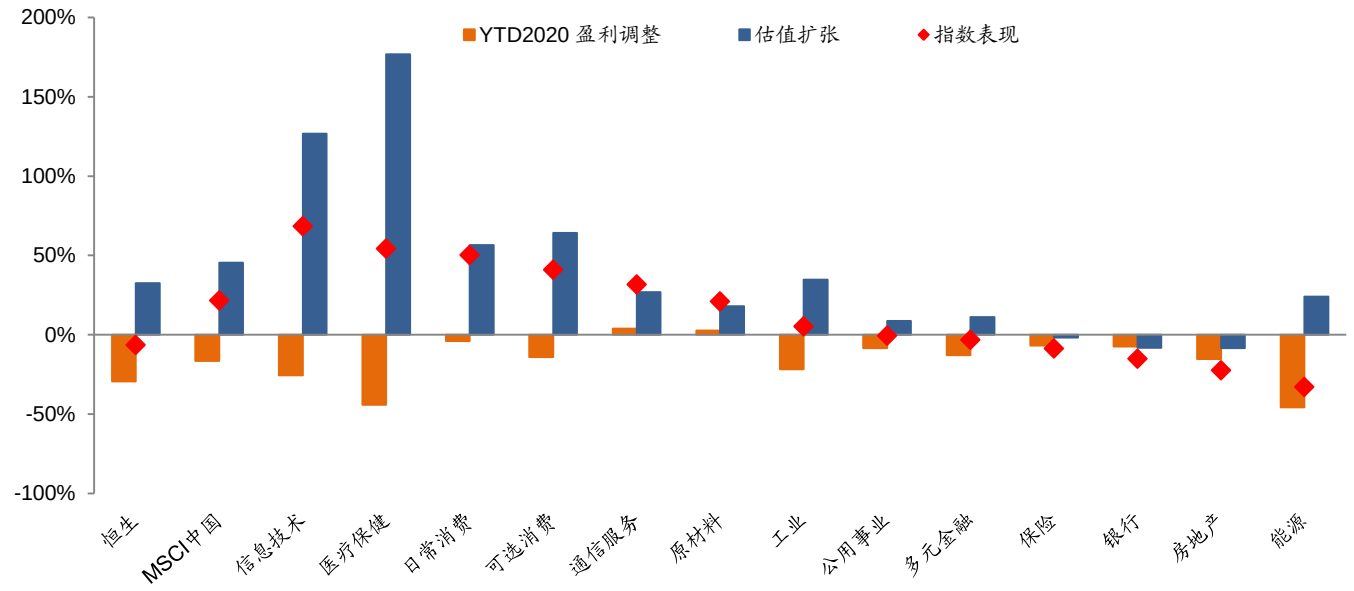
分行业估值

图表 13：MSCI 中国指数分行业前瞻市盈率（12 个月前瞻市盈率）



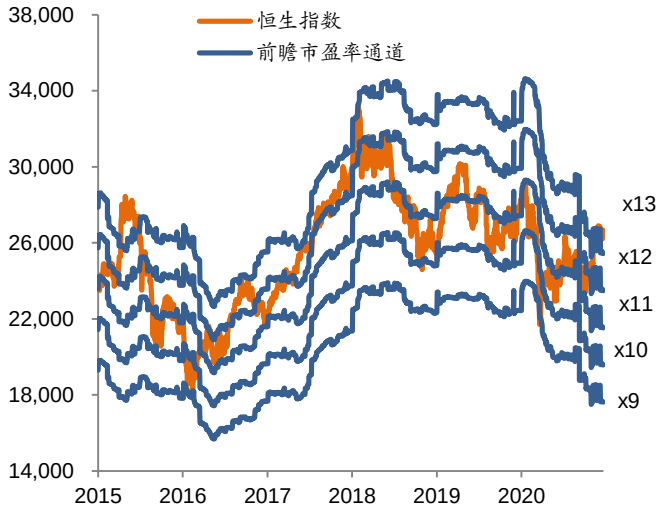
资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 12 月 25 日

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



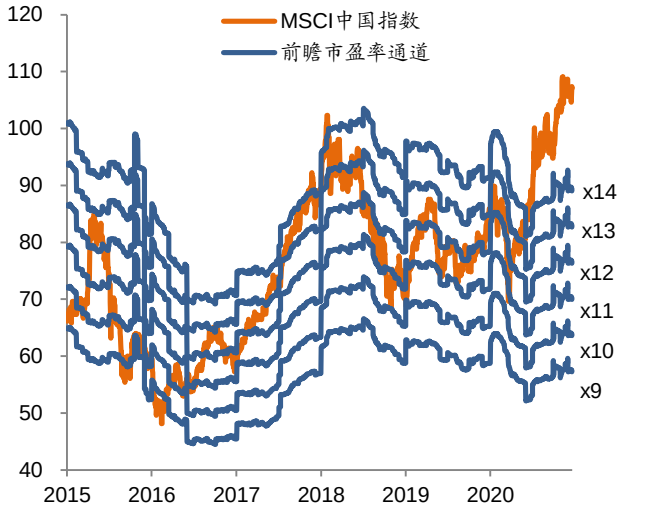
资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 12 月 25 日

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 20 年 12 月 25 日

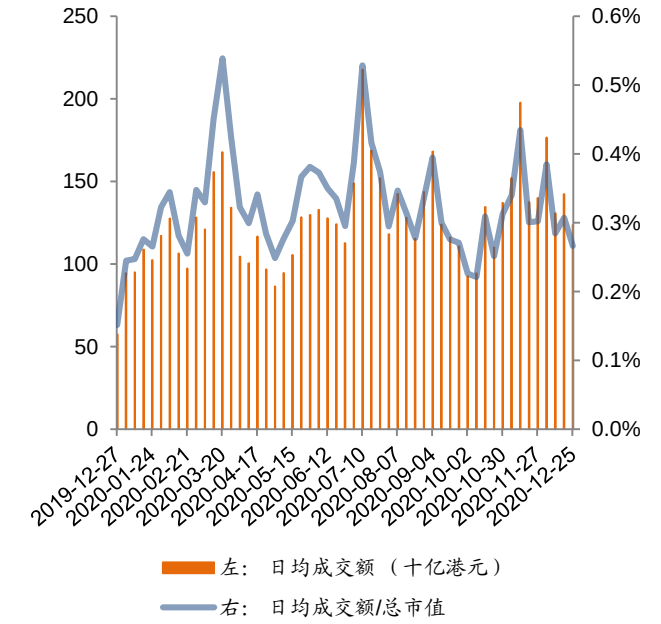
图表 16：MSCI 中国指数市盈率通道



资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 20 年 12 月 25 日

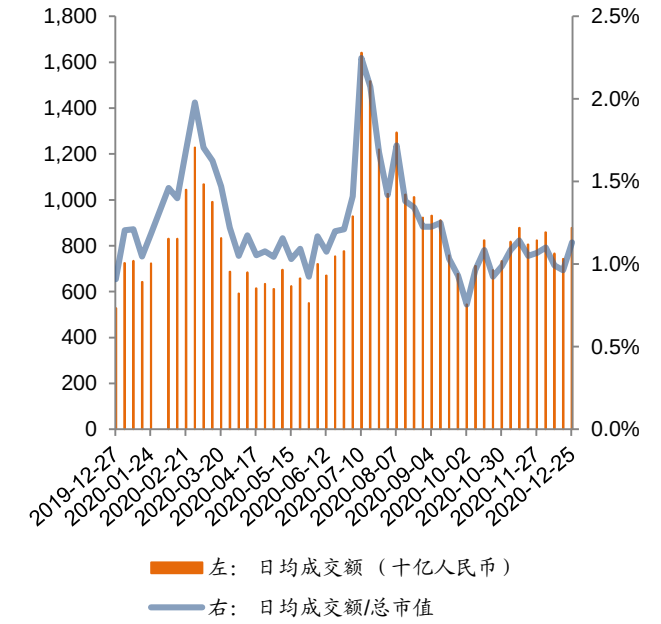
市场成交额

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 20 年 12 月 25 日

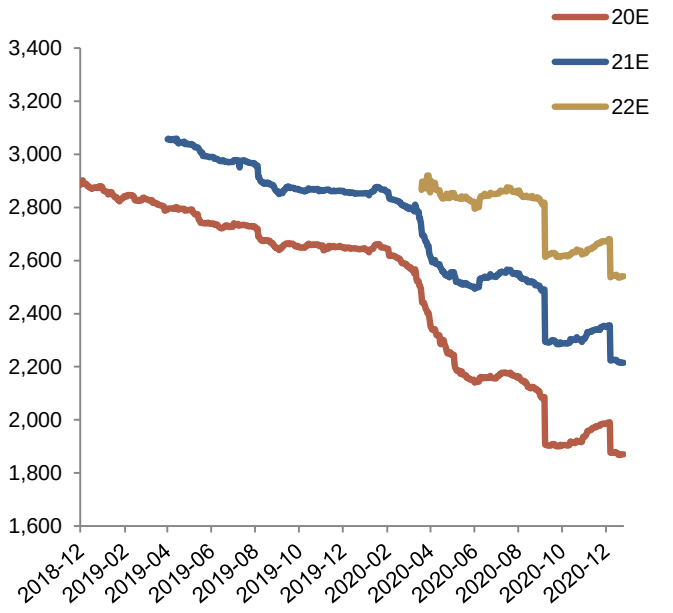
图表 18：A 股市场日均成交额



资料来源：万得、招商证券（香港）；数据截至 20 年 12 月 25 日

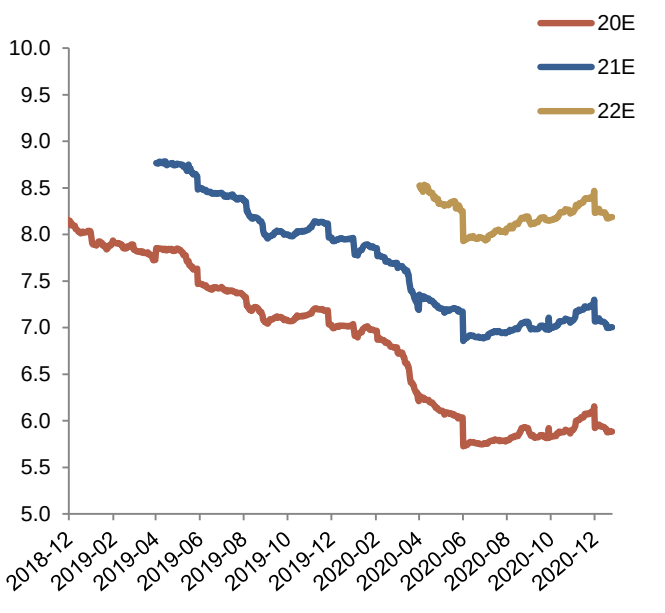
盈利预测调整

图表 19：恒生指数 EPS 一致预测调整



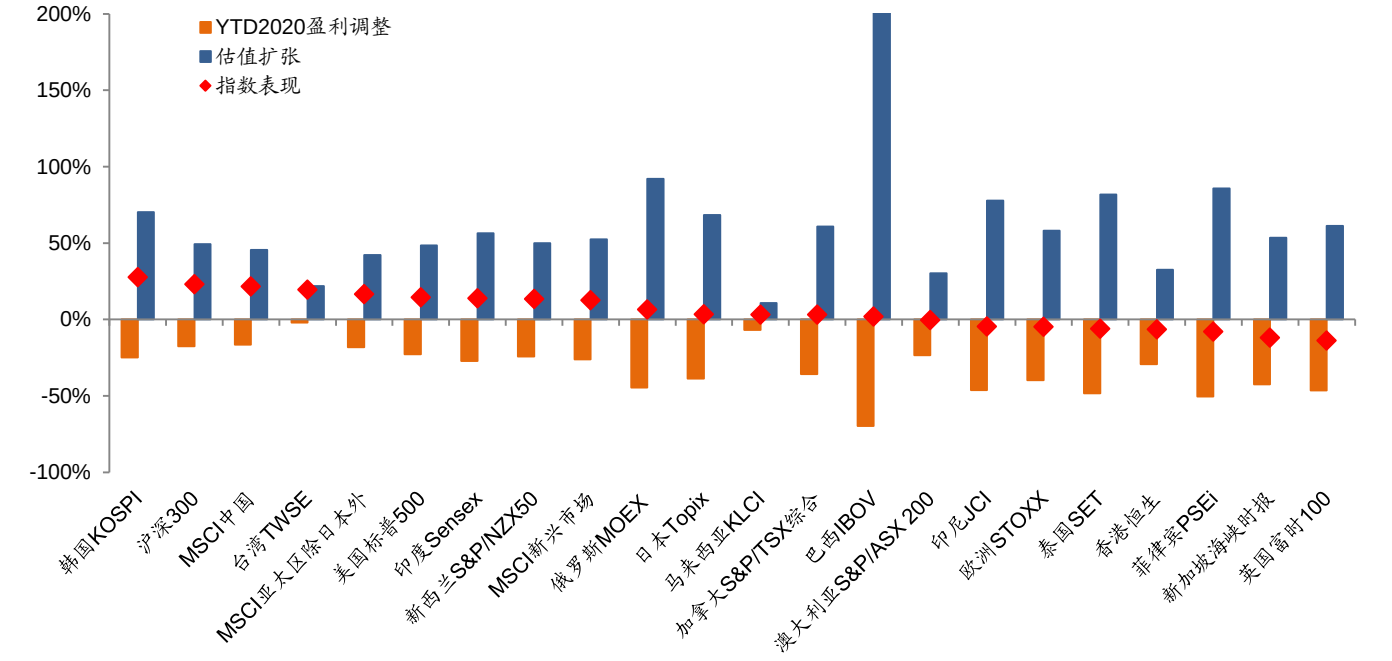
资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 20 年 12 月 25 日

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 20 年 12 月 25 日

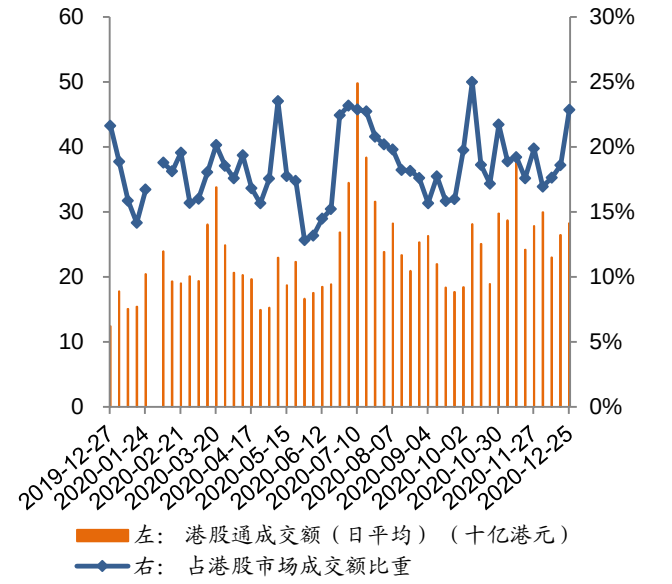
图表 21：主要股指年初至今股价表现：估值变化和盈利调整



资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 12 月 25 日

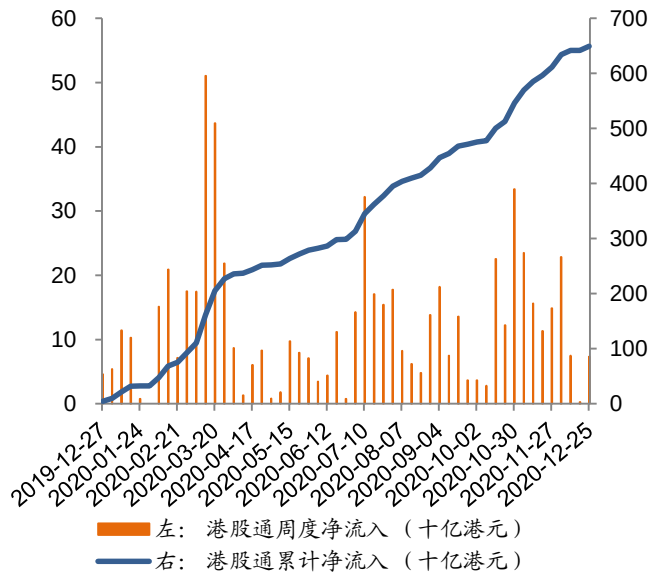
陆港通

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 20 年 12 月 25 日

图表 23：南下资金净流入



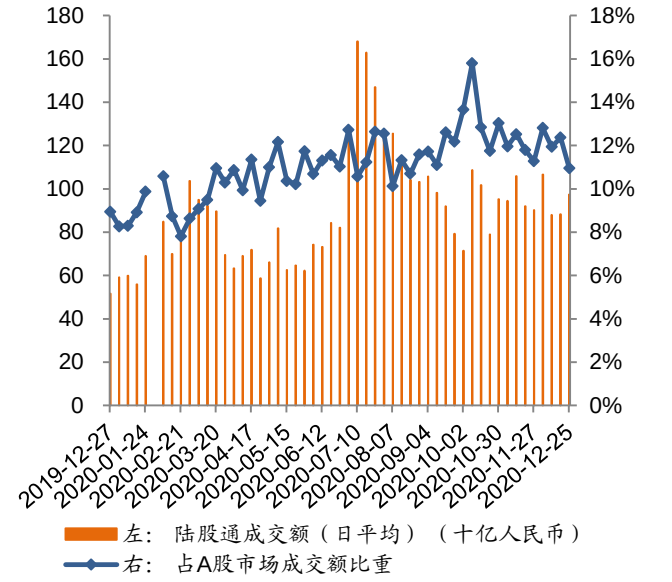
资料来源：万得、招商证券（香港）；数据截至 20 年 12 月 25 日

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）	2020/12/04	2020/12/11	2020/12/18	2020/12/25	2020/07	2020/08	2020/09	2020/10	2020/11	2020/12
医疗保健	-0.4	-0.5	0.4	-0.3	3.8	-1.6	2.2	1.6	-1.9	-0.7
原材料	0.1	0.0	0.0	0.0	0.8	0.0	0.2	0.1	-0.1	0.0
工业	0.0	0.8	0.0	0.0	0.1	0.2	0.2	0.1	-0.1	0.8
房地产	-0.1	0.3	0.0	0.0	-0.4	0.1	0.4	0.1	0.0	0.2
公用事业	0.0	0.0	0.0	0.0	0.4	-0.3	0.0	0.0	0.0	0.0
能源	0.2	0.9	0.7	0.6	0.5	-0.1	-0.2	-0.1	0.5	2.4
保险	-0.3	-0.7	-0.2	-0.3	1.3	2.0	2.0	2.4	0.8	-1.9
信息技术	5.9	1.9	0.2	1.9	5.0	0.9	-0.6	4.1	2.6	9.5
多元金融	0.0	0.0	0.0	-0.9	3.3	0.5	0.4	2.6	3.4	-0.9
日常消费	0.9	1.1	1.4	0.4	4.2	3.6	2.5	0.8	3.6	3.9
可选消费	-2.3	-0.5	-2.1	2.4	8.6	13.2	2.2	11.9	6.2	-1.5
银行	3.9	-0.4	-1.3	-0.9	3.8	-0.3	1.0	6.7	7.7	-1.4
通信服务	4.0	2.5	-3.5	-0.5	14.8	4.7	6.5	19.8	29.3	2.8
总计 (前十大个股)	**11.9**	**5.4**	**-4.4**	**2.4**	**46.2**	**22.9**	**16.7**	**49.9**	**52.0**	**13.3**
南下总计	**22.8**	**7.5**	**0.3**	**7.4**	**91.0**	**38.0**	**41.7**	**71.0**	**70.3**	**32.9**

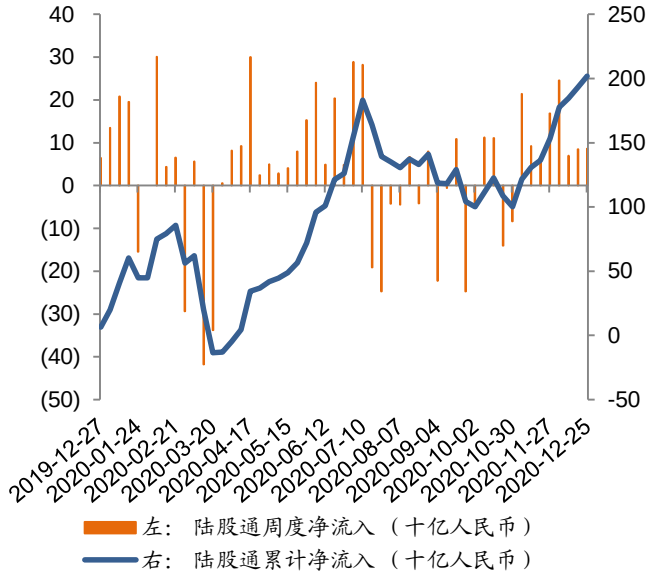
资料来源：万得、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 12 月 25 日

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 20 年 12 月 25 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 20 年 12 月 25 日

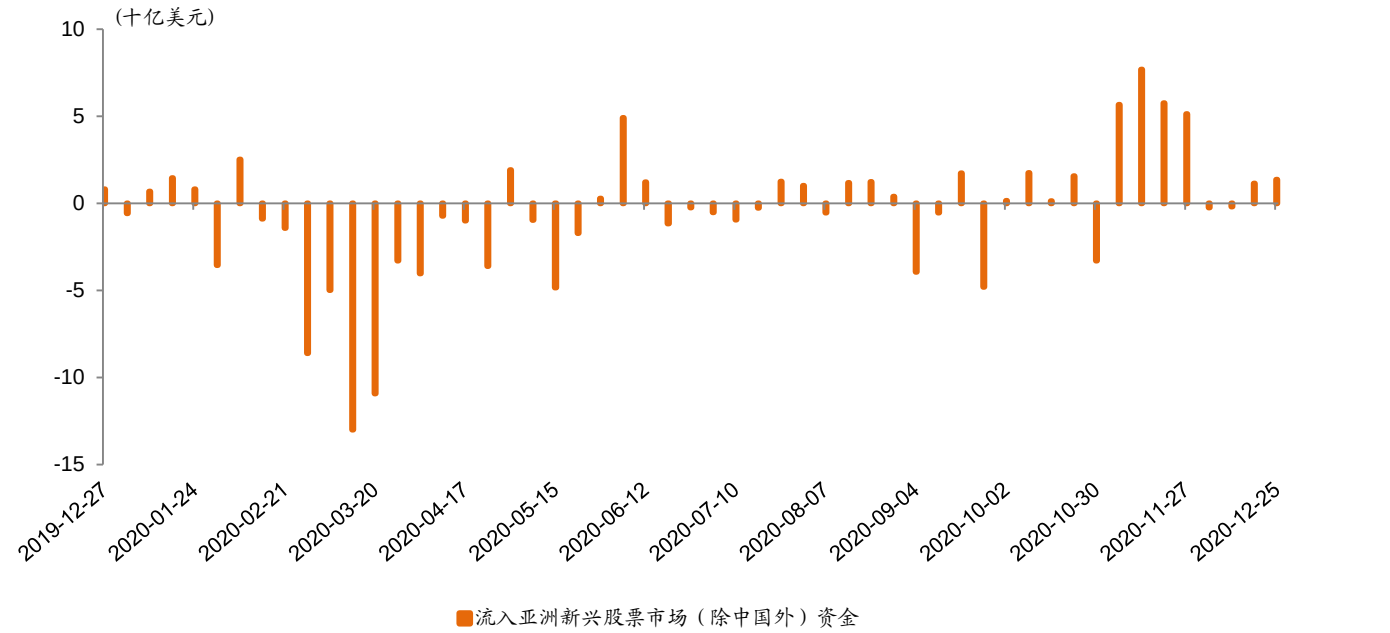
图表 27：北上分板块资金净流入

	北上资金净流入									
	每周				每月					MTD
（十亿人民币）	2020/12/04	2020/12/11	2020/12/18	2020/12/25	2020/07	2020/08	2020/09	2020/10	2020/11	2020/12
日常消费	0.0	1.3	0.9	1.0	-11.5	-0.7	-10.7	0.7	-2.1	4.1
原材料	0.0	-0.3	0.4	0.0	0.9	1.4	0.3	-0.6	-0.2	0.1
公用事业	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.5	0.0	-0.1	0.0
能源	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
通信服务	0.0	0.0	0.6	0.0	0.0	1.5	-0.1	-0.3	0.0	0.7
房地产	-0.5	0.0	0.1	0.0	1.2	0.3	0.4	0.2	0.2	-0.1
医疗保健	1.1	-0.2	4.8	1.0	0.8	1.0	-1.2	-0.6	1.7	6.9
银行	0.0	0.6	0.5	0.6	1.3	1.8	-0.6	2.7	2.4	1.6
工业	0.9	0.6	0.1	1.2	0.3	4.2	3.9	0.9	2.7	2.4
多元金融	1.0	1.1	-1.1	-0.1	1.6	0.0	0.2	0.5	3.5	-0.5
保险	1.0	0.6	-0.1	-0.1	6.3	-1.8	-2.3	-0.8	4.0	1.3
信息技术	1.3	1.8	-0.5	2.6	1.6	3.4	-2.0	1.8	5.2	4.7
可选消费	-0.6	0.4	-3.3	-1.4	-4.0	-0.2	0.4	5.8	8.1	-4.2
总计 (前十大个股)	**4.2**	**5.8**	**2.5**	**4.8**	**-1.6**	**10.9**	**-12.1**	**10.2**	**25.2**	**17.0**
北上总计	**24.5**	**7.0**	**8.5**	**8.6**	**10.4**	**-2.0**	**-32.8**	**0.0**	**57.9**	**43.7**

资料来源：万得、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 12 月 25 日

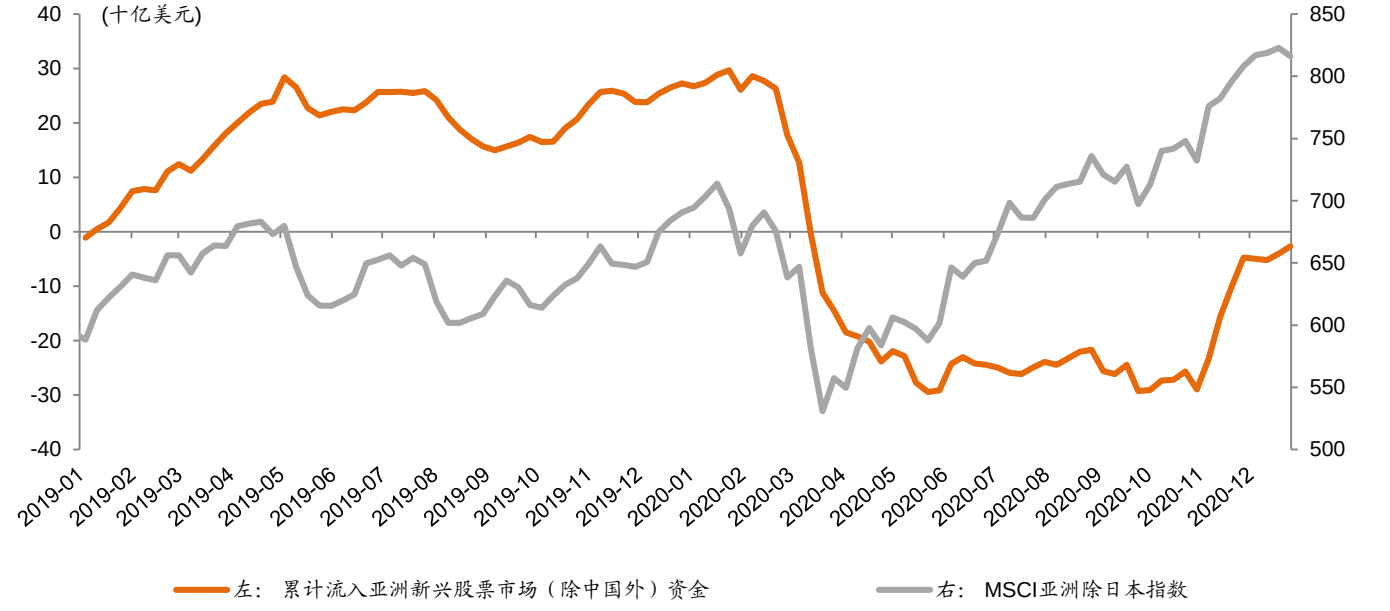
亚洲新兴市场资金流动

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 2020 年 12 月 25 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 2020 年 12 月 25 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	642,158	556.0	699.0	31.5	29.4	0.3%	9%	互联网
BILI US	哔哩哔哩	28,493	82.0	63.0	n.a.	n.a.	0.0%	-37%	互联网
3888 HK	金山软件	7,420	42.7	49.0	41.1	31.5	0.3%	-61%	软件
JD US	京东	132,218	84.5	100.0	53.6	38.1	0.0%	-46%	电商
2359 HK	药明康德	47,944	141.7	179.0	103.9	77.9	0.3%	-7%	医药
BGNE US	百济神州	23,980	263.7	345.0	n.a.	n.a.	0.0%	-72%	医药
1801 HK	信达生物	13,327	73.0	80.0	n.a.	n.a.	0.0%	-25%	医药
390 HK	中国中铁	18,074	3.4	7.8	2.6	2.5	4.9%	58%	基建
3311 HK	中建国际	2,924	4.6	9.8	3.8	3.0	7.1%	50%	基建
1157 HK	中联重科	11,113	8.9	10.7	8.4	8.7	4.2%	33%	基建设备
631 HK	三一国际	2,227	5.2	6.5	15.5	10.6	2.6%	-16%	机械设备
2688 HK	新奥能源	16,140	110.8	124.0	17.8	14.8	2.0%	39%	公用事业
135 HK	昆仑能源	7,707	6.9	8.6	8.9	8.8	4.0%	21%	公用事业
941 HK	中国移动	120,178	44.5	70.0	7.2	6.9	7.6%	-31%	电信
728 HK	中国电信	23,490	2.2	3.8	6.8	6.8	6.0%	27%	电信
2018 HK	瑞声科技	6,781	43.9	65.0	28.7	15.1	3.0%	17%	科技硬件
1347 HK	华虹半导体	7,489	45.5	46.0	99.6	52.5	0.3%	-31%	半导体
EDU US	新东方教育	29,127	172.5	202.0	56.0	48.9	0.0%	-58%	教育
1765 HK	希望教育	1,885	2.1	4.3	14.2	11.4	2.3%	6%	教育
1055 HK	南方航空	12,117	4.7	5.9	n.a.	14.0	0.0%	236%	交运
1211 HK	比亚迪	75,709	193.5	340.0	93.0	71.0	0.1%	106%	汽车
175 HK	吉利汽车	31,022	23.4	30.0	24.9	17.7	1.0%	-23%	汽车
6862 HK	海底捞	39,107	60.0	66.5	229.6	48.7	0.1%	30%	餐饮
YUMC US	百胜中国	24,200	57.7	65.5	38.5	25.9	0.4%	18%	餐饮
2020 HK	安踏	41,707	115.7	131.1	56.6	36.4	1.8%	-13%	运动服饰
1368 HK	特步	1,144	3.4	4.0	14.8	9.2	4.1%	-6%	运动服饰

资料来源：彭博、招商证券（香港）预测；数据截至 2020 年 12 月 25 日

主要报告

网易 (NTES US) - 《暗黑破坏神：不朽》值得被等待 (马牧野,刘楠,黄耀林)

《暗黑破坏神：不朽》（不朽）于 12 月 18 日开启了 alpha 测试。该游戏采用了免费畅玩的模式，以及较为克制的游戏内购变现。虽然《不朽》具有很大潜力，但于 2021 年面世的概率不大。

昆仑能源 (135 HK) - 出售资产估值优于预期 (王腾杰,萧俊燊)

昆仑能源计划向国家管网集团出售其管道和大连液化天然气接收站，估值为 1.9 倍的 2019 年市净率，高于预期。预计交易完成后将派发每股股息 2.14 元人民币。维持买入评级，目标价由 7.6 港元上调至 8.6 港元。

中联重科 (1157 HK) - 四季度维持高景气，2021 年值得期待 (焦一丁,赵安博)

四季度工程机械销售保持高景气度，反映 2021 年需求预期乐观。2020 年挖掘机和塔机的开工情况反映开工旺盛，2021 年混凝土机械销售增长确定性提升。多方面数据均显示工程机械销售仍将在 2021 年保持较高的景气度，我们维持中联重科 10.7 港元的目标价及买入评级。

保险行业 - 估值不高，维持推荐评级 (罗磊,朱璐颖)

对 2021 年一季度寿险销售表现持正面预期。来自资本市场影响的不确定性上升。估值不高。

中国医药、医疗行业 - 2021 年展望：锚定创新航向 (张皓渊,代方琦)

创新型企业将在 2021 年继续受益于政策利好，而国家集采带来的压力将延伸至更多领域。 随着新冠疫苗及特效药逐渐获批上市，我们预计大多医药医疗企业将在 2021 年走上复苏之路。 行业首选：信达生物（1801 HK）、百济神州（BGNE US）和药明康德（2359 HK）。

中国运动服饰行业 - 耐克业绩亮眼预示行业需求强劲 (黄建文,王钿熠)

耐克公布 2021 年二季度（截至 11 月 30 日止 3 个月）收入同比增长 9%。2021 年二季度来自中国的收入同比增长 24%，主要受双十一期间强劲的线上销售带动。21 财年收入指引上调预示 21 年度中国运动服饰行业将有强劲表现。

安踏体育(2020 HK) - 出售交易符合核心战略 (黄建文,王钿熠)

我们认可安踏出售非核心资产，有利于安踏专注发展旗下运动品牌。出售所得净收益对 21 财年的预测利润并无重大影响。维持买入评级，目标价 131.1 港元。

新一轮财政纾困措施将支持美国经济复苏 (郭圆涛,张轩扬,钱鹭)

美国国会最终达成了新一轮 9,000 亿美元的新救助计划。向家庭直接发放现金和企业救助为关键组成部分。预计该救助法案将在 2021 年一季度为美国经济带来温和提振。

华夏视听教育(1981 HK) - 并购赋能培训业务 (王腾杰,李怡珊)

华夏视听教育公告收购一所美术艺考培训机构（水木源）100%股权。该项收购对培训业务的发展而言是一项重要的里程碑；21 财年盈利增长受多重驱动因素推动。看好光明前景，估值吸引力强，维持买入评级，上调目标价。

汽车汽配 - 政策解读：扩内需、碳中和及自主可控加速行业发展 (梁勇活,杨岱东)

中央经济工作会议召开，扩内需、碳中和及自主可控加速汽车行业发展。供给端推进新能源转型，核心技术自主可控，需求端坚持扩大消费。看好行业变革期创新能力强的比亚迪（首推）、长城汽车、吉利汽车。

汽车汽配 - 新能源月报：市场低估混动爆发力，关注比亚迪及长城 (梁勇活,杨岱东)

11 月新能源车行业延续爆发式增长，积极政策助力明年销量再上台阶。爆款车型推动品牌销量增长，磷酸铁锂市占率再创新高。混动替代燃油车空间巨大，比亚迪率先油电平价，长城汽车技术突破。

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