2020 年 12 月 21 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 (2020/12/21)

病毒新变种引发新忧虑

- **中央经济工作会议强调明年政策的连续性和稳定性**
- **美国国会达成9,000亿美元的疫情纾困方案**
- **一种传染性更强的新冠病毒变种导致英国实施更严格的封锁措施**

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：周日，伦敦和英格兰东南部开始实行严格的封锁，英国政府取消了放松第4级限制地区在圣诞节期间社交活动规定的计划，因病毒的一种新变种导致新增确诊病例激增，官方表示病毒新变种的传播能力比原病毒高出70%。欧洲主要国家暂停了来自英国的人员入境。**2）中美关系：**12月18日，美国商务部工业和安全局（BIS）将60家中国企业加入实体名单，其中包括中芯国际、大疆、中交建和几所中国大学。此举是即将离任的特朗普政府巩固其对华强硬政治遗产的最新举措。12月18日，总统特朗普签署了《外国公司问责法》，这可能导致中概股从美国退市。12月15日，MSCI宣布将于2021年1月5日从全球可投资市场指数剔除特朗普在2020年11月12日的行政令中提到的中国公司相关的10只证券，包括中芯国际、中国交建和中国中车。**3）中央经济工作会议：**中央经济工作会议于12月16-18日召开。会议要求，2021年“宏观政策要保持连续性、稳定性、可持续性。要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，保持对经济恢复的必要支持力度，政策操作上要更加精准有效，不急转弯，把握好政策时度效”。对当前的经济形势，会议提醒“疫情变化和外部环境存在诸多不确定性，我国经济恢复基础尚不牢固”。**4）美国新冠纾困法案：**12月20日，美国国会就9,000亿美元的疫情援助方案达成最终协议，预计将在周一就该方案以及大约1.4万亿美元的年度支出法案进行投票。援助计划包括向个人直接发放600美元现金，以及给失业人员提供每周300美元联邦失业补助。

宏观经济数据：中国方面：1）11月规模以上工业增加值同比增长7.0%，符合预期（10月：6.9%）。2）11月社零总额同比增长5.0%，符合预期（10月：4.3%）。3）1-11月固定资产投资同比增长2.6%，符合预期（1-10月：1.8%）。4）11月全国城镇调查失业率降至5.2%，符合预期（10月：5.3%）。**美国方面：**1）11月工业产出环比增长0.4%，略高于预期（10月：1.0%）；其中制造业产出环比增长0.8%，远超预期（10月：1.1%）。2）11月零售与餐饮销售总额环比下跌1.1%，为经济重启以来的第二个月环比下跌，不及预期（10月：-0.1%）。3）11月新增营建许可年化录得1,639,000，超出预期（10月：1,544,000）；11月新屋开工年化为1,547,000，略超出预期（10月：1,528,000）。4）12月IHS Markit制造业PMI初值录得56.5，超出预期（11月终值：56.7）。

股市概况：过去一周恒生/MSCI中国/沪深300指数分别上涨0.0%/1.2%/2.3%。**MSCI中国指数**：医疗保健（+8.3%）和原材料（+5.1%）板块跑赢大市，银行（-1.6%）和可选消费（-0.1%）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/16.9倍/15.8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）。我们预计恒指2021年的表现将好于今年；MSCI中国指数和A股的涨势可能放缓。**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. 美国房地产市场依旧动力充足 (2020/12/18)
2. 美联储对资产购买计划提供新指引 (2020/12/17)
3. 美国11月工业产出录得温和增长 (2020/12/16)
4. 招证国际策略周报 (2020/12/14) - 英国脱欧谈判进入最后阶段 (2020/12/14)
5. 美国劳动力市场复苏开始显著受阻 (2020/12/05)
6. **2021年展望：沉舟侧畔千帆过，柳暗花明万木春 (2020/12/03)**
7. 美国10月份消费者支出保持稳定 (2020/11/26)
8. 美国企业设备投资10月延续增长势头 (2020/11/26)
9. 美国房地产市场有望保持走强势头 (2020/11/19)
10. 美国10月工业产出重回扩张 (2020/11/18)

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		2020-11-27	2020-12-27
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		2020-11-27	2020-12-27
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		2020-11-20	2020-12-20
财政支出累计同比%	-2.9	-5.8	-3.2	-2.1	-1.9	-0.6		2020-11-20	2020-12-20
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								
	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 年化环比%		-31.4			33.1			2020-11-25	2020-12-22
个人消费支出		-33.2			40.6			2020-11-25	2020-12-22
私人投资		-46.6			84.9			2020-11-25	2020-12-22
政府消费和投资		2.5			-4.9			2020-11-25	2020-12-22
CPI 同比%	0.1	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	1.2	1.6	1.7	1.7	1.6	1.6	2020-12-10	2021-01-13
PCE 物价指数同比%	0.5	0.9	1.0	1.3	1.4	1.2		2020-11-25	2020-12-23
核心 PCE 物价指数同比%	1.0	1.1	1.3	1.5	1.6	1.4		2020-11-25	2020-12-23
PPI 同比%	-1.1	-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	0.3	0.6	0.6	1.2	1.1	1.4	2020-12-11	2021-01-15
ISM 制造业 PMI	43.1	52.6	54.2	56.0	55.4	59.3	57.5	2020-12-01	2021-01-05
ISM 服务业 PMI	45.4	57.1	58.1	56.9	57.8	56.6	55.9	2020-12-03	2021-01-07
Markit 制造业 PMI	39.8	49.8	50.9	53.1	53.2	53.4	56.7	2020-12-16	2021-01-04
Markit 服务业 PMI	37.5	47.9	50.0	55.0	54.6	56.9	58.4	2020-12-16	2021-01-06
Markit 综合 PMI	37.0	47.9	50.3	54.6	54.3	56.3	58.6	2020-12-16	2021-01-06
耐用品订单环比%	15.0	7.7	11.8	0.4	2.1	1.3		2020-12-04	2020-12-23
扣除运输类耐用品订单环比%	3.4	4.0	3.3	1.1	1.5	1.3		2020-12-04	2020-12-23
扣除飞机非国防资本耐用品订单环比%	1.5	4.3	2.6	2.4	1.9	0.8		2020-12-04	2020-12-23
工厂订单环比%	7.7	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%	2.6	4.8	2.4	0.9	0.9	1.0		2020-12-04	2021-01-06
工业产出环比%	0.9	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%	3.8	7.7	4.2	1.5	0.1	1.1	0.8	2020-12-15	2021-01-15
零售销售环比%	18.3	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%	12.3	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	72.3	78.1	72.5	74.1	80.4	81.8	76.9	2020-12-11	2020-12-23
密歇根大学消费者预期指数	65.9	72.3	65.9	68.5	75.6	79.2	70.5	2020-12-11	2020-12-23
密歇根大学消费者现况指数	82.3	87.1	82.8	82.9	87.8	85.9	87.0	2020-12-11	2020-12-23
个人收入环比%	-4.0	-1.1	0.9	-2.5	0.7	-0.7		2020-11-25	2020-12-23
个人消费支出(PCE)环比%	8.7	6.5	1.5	1.2	1.2	0.5		2020-11-25	2020-12-23
ADP 就业人数变动(千人)	3,340.6	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)	2,725	4,781	1,761	1,493	711	610	245	2020-12-04	2021-01-08
JOLTS 职位空缺(千人)	5,371	6,001	6,697	6,352	6,494	6,652		2020-12-09	2021-01-12
失业率%	13.3	11.1	10.2	8.4	7.9	6.9	6.7	2020-12-04	2021-01-08
新屋销售环比%	22.5	20.3	16.5	2.2	0.1	-0.3		2020-11-25	2020-12-23
成屋销售环比%	-9.7	20.2	24.7	2.1	9.9	4.3		2020-11-19	2020-12-22
新屋开工环比%	11.1	21.9	17.5	-7.7	4.7	6.3	1.2	2020-12-17	2021-01-21
营建许可环比%	14.1	3.5	17.9	-0.5	4.7	-0.1	6.2	2020-12-17	2021-01-21
成屋签约销售指数环比%	44.3	15.8	5.9	8.8	-2.0	-1.1		2020-11-30	2020-12-30
贸易帐(十亿美元)	-55.6	-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)	-398.8	-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%	0.12	0.13	0.08	0.09	0.09	0.09	0.07		
十年期美国国债利率%	0.65	0.66	0.53	0.70	0.68	0.87	0.84		
美元指数	98.3	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	0.1%	1.5%	8.9%	14.9%	29.9%	26.1%	26.3%
MSCI 中国	1.2%	0.1%	0.9%	8.6%	22.9%	24.8%	26.2%
沪深 300	2.3%	-1.3%	2.2%	5.5%	23.6%	22.1%	24.0%
台湾 TWSE	-0.1%	0.8%	3.5%	10.7%	23.4%	18.8%	17.6%
MSCI 亚太区除日本外	0.7%	1.1%	4.1%	13.9%	26.8%	17.4%	17.8%
美国标普 500	1.3%	0.3%	4.0%	11.7%	19.1%	14.8%	16.2%
印度 Sensex	1.9%	4.2%	6.3%	20.9%	37.3%	13.8%	13.0%
MSCI 新兴市场	0.9%	1.4%	5.0%	14.4%	27.5%	13.8%	14.4%
新西兰 S&P/NZX50	-1.8%	0.4%	0.6%	9.0%	13.0%	10.4%	11.9%
俄罗斯 MOEX	-0.1%	2.8%	6.3%	10.9%	20.2%	7.5%	8.3%
日本 Topix	0.6%	1.0%	4.2%	8.9%	13.3%	4.2%	3.2%
马来西亚 KLCI	-1.9%	1.9%	3.0%	9.7%	9.8%	4.0%	3.3%
加拿大 S&P/TSX 综合	-0.1%	0.1%	3.8%	8.2%	13.3%	2.8%	3.0%
巴西 IBOV	2.5%	3.8%	11.2%	20.1%	22.8%	2.1%	3.2%
澳大利亚 S&P/ASX 200	0.5%	0.6%	2.2%	13.8%	12.4%	-0.1%	-2.6%
印尼 JCI	2.8%	5.1%	9.8%	20.7%	23.9%	-3.1%	-2.9%
欧洲 STOXX	1.5%	0.5%	1.4%	7.4%	8.9%	-4.8%	-4.5%
香港恒生	0.0%	-1.3%	-0.2%	8.4%	8.3%	-6.0%	-5.0%
泰国 SET	0.0%	2.2%	8.6%	15.1%	8.0%	-6.2%	-5.2%
菲律宾 PSEi	0.4%	1.9%	3.1%	23.1%	14.6%	-6.9%	-6.0%
新加坡海峡时报	1.0%	0.3%	2.2%	14.1%	6.9%	-11.6%	-11.2%
英国富时 100	-0.3%	-0.3%	2.3%	8.7%	4.9%	-13.4%	-13.4%

资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 12 月 18 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	-0.6%	0.2%	9.6%	21.6%	43.4%	32.9%	34.2%
沪深 300	2.4%	-1.4%	2.5%	9.2%	34.0%	30.0%	32.7%
台湾 TWSE	0.0%	1.1%	4.8%	14.3%	29.8%	26.2%	26.0%
MSCI 中国	1.2%	0.1%	0.9%	8.6%	22.9%	25.4%	26.7%
MSCI 亚太区除日本外	0.7%	1.1%	4.1%	13.9%	26.8%	17.4%	17.8%
新西兰 S&P/NZX50	-1.2%	1.7%	3.3%	14.5%	25.3%	16.6%	21.3%
美国标普 500	1.3%	0.3%	4.0%	11.7%	19.1%	14.8%	16.2%
MSCI 新兴市场	0.9%	1.4%	5.0%	14.4%	27.5%	13.8%	14.4%
印度 Sensex	2.2%	4.5%	7.2%	20.9%	42.6%	10.3%	9.1%
日本 Topix	1.2%	1.7%	4.7%	10.0%	17.2%	9.8%	9.4%
澳大利亚 S&P/ASX 200	1.7%	3.1%	6.3%	18.5%	25.2%	8.3%	8.3%
马来西亚 KLCI	-1.7%	2.4%	4.2%	11.7%	16.3%	5.3%	6.0%
加拿大 S&P/TSX 综合	-0.2%	0.1%	5.9%	11.5%	20.5%	4.3%	5.6%
欧洲 STOXX	2.5%	1.2%	4.5%	10.7%	19.1%	3.8%	5.2%
菲律宾 PSEi	0.5%	2.0%	3.5%	24.1%	19.4%	-1.6%	-0.9%
印尼 JCI	3.0%	5.1%	9.6%	25.4%	25.0%	-4.6%	-3.8%
香港恒生	0.0%	-1.3%	-0.2%	8.3%	8.3%	-5.5%	-4.5%
泰国 SET	0.8%	3.3%	10.2%	19.9%	12.4%	-5.8%	-4.0%
俄罗斯 MOEX	-0.6%	3.3%	9.8%	14.0%	14.3%	-9.3%	-7.7%
新加坡海峡时报	1.6%	0.7%	3.1%	16.5%	12.2%	-10.5%	-9.4%
英国富时 100	1.9%	-0.1%	3.9%	13.4%	14.2%	-11.8%	-10.6%
巴西 IBOV	1.8%	5.3%	15.8%	25.6%	28.8%	-19.6%	-17.7%

资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 12 月 18 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	4.2%	4.9%	-0.4%	31.8%	64.8%	23.3%	18.1%
汽油	6.7%	10.0%	20.0%	12.9%	11.0%	-17.8%	-17.1%
WTI 原油	5.4%	6.1%	17.4%	19.4%	26.4%	-19.6%	-19.4%
布伦特原油	4.6%	6.1%	17.9%	21.1%	25.9%	-20.8%	-21.0%
热油	5.3%	7.8%	19.7%	30.5%	26.2%	-25.4%	-25.1%
金属							
铁矿石	6.8%	11.4%	22.8%	23.6%	46.5%	67.5%	73.6%
银	7.8%	6.7%	5.8%	-3.6%	48.4%	43.8%	51.9%
铜	2.7%	2.9%	12.6%	17.2%	37.6%	29.3%	29.3%
锌	2.8%	4.2%	4.6%	13.2%	40.0%	26.4%	24.8%
镍	1.2%	6.6%	10.6%	17.3%	35.6%	24.7%	26.1%
金	2.3%	2.3%	0.3%	-3.6%	9.2%	23.5%	27.6%
铝	1.7%	0.6%	2.9%	14.7%	28.0%	13.6%	15.7%
铂	2.9%	-1.7%	10.0%	11.9%	29.1%	7.0%	11.8%
农产品							
大豆	5.1%	4.9%	3.8%	16.9%	39.7%	29.4%	31.4%
玉米	3.1%	4.9%	2.8%	15.6%	32.2%	12.8%	13.0%
棉花	4.2%	10.4%	10.7%	20.3%	26.1%	11.7%	15.6%
小麦	0.0%	7.4%	1.8%	5.8%	25.8%	8.9%	10.9%
糖	0.1%	0.0%	-6.5%	13.1%	21.4%	7.6%	7.5%
咖啡	3.9%	7.2%	3.3%	8.9%	30.8%	-4.6%	-6.1%
瘦肉猪	1.7%	-0.1%	0.0%	-1.1%	31.9%	-7.9%	-5.9%
活牛	1.6%	1.5%	-0.2%	2.9%	15.0%	-11.4%	-9.6%

资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 12 月 18 日

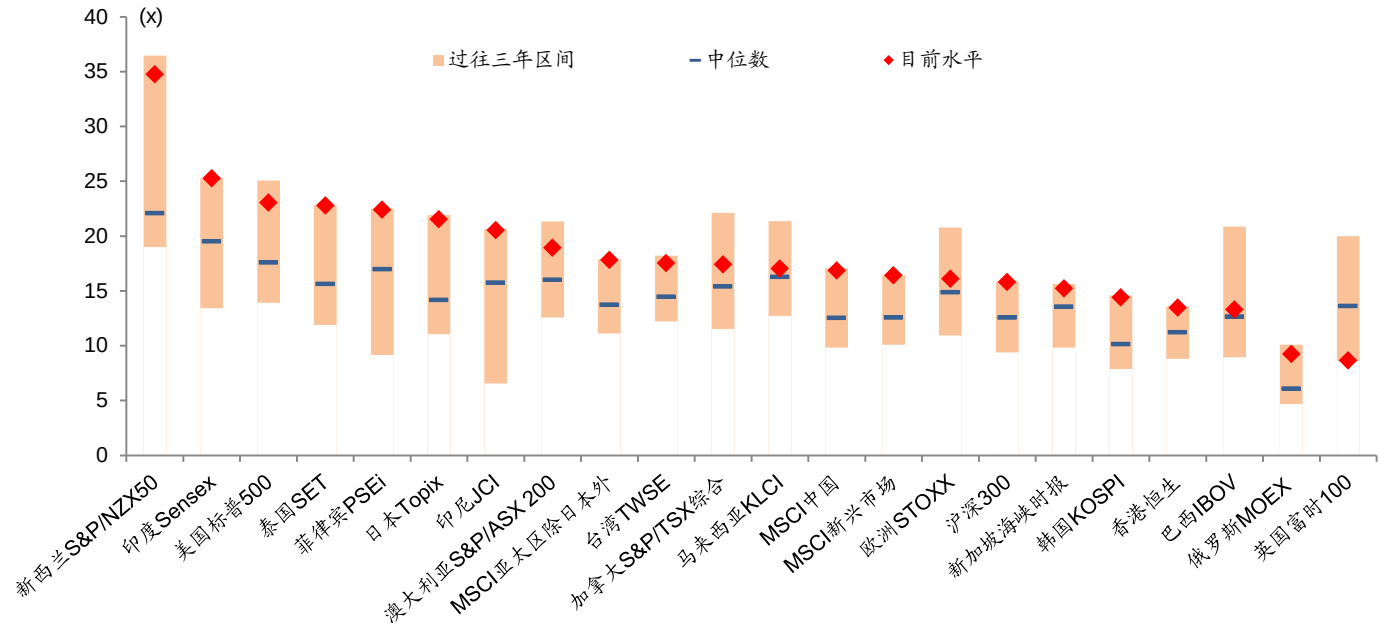
图表 6：主要货币兑美元表现（根据年初至今表现排序）

	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	2.5%	2.5%	4.1%	6.2%	14.5%	13.3%	14.0%
瑞士法郎	0.7%	1.0%	2.9%	3.2%	7.7%	9.4%	11.0%
欧元	1.2%	1.1%	3.3%	3.5%	9.5%	9.2%	10.2%
澳大利亚元	1.2%	2.6%	4.1%	4.5%	11.4%	8.5%	11.2%
新台币	0.1%	0.3%	1.3%	3.3%	5.2%	6.6%	7.3%
中国人民币	0.1%	-0.1%	0.3%	3.5%	8.4%	6.5%	7.1%
新西兰元	0.7%	1.4%	2.9%	5.6%	11.1%	5.9%	8.6%
菲律宾比索	0.0%	-0.1%	0.3%	0.6%	4.3%	5.4%	5.4%
韩元	-0.9%	-1.6%	0.4%	5.5%	9.9%	5.1%	6.3%
日元	0.7%	0.8%	0.5%	1.2%	3.5%	5.1%	6.1%
智利比索	1.0%	2.6%	4.4%	5.2%	12.4%	3.7%	3.6%
英镑	2.3%	0.7%	1.8%	4.7%	9.0%	2.0%	3.4%
加拿大元	-0.1%	0.0%	2.0%	3.3%	6.4%	1.5%	2.6%
新加坡元	0.7%	0.6%	1.0%	2.4%	5.1%	1.3%	2.1%
马来西亚林吉特	0.2%	0.5%	1.2%	1.8%	5.9%	1.3%	2.5%
越南盾	0.0%	0.0%	0.2%	0.2%	0.3%	0.2%	0.2%
泰铢	1.0%	1.2%	1.5%	4.0%	4.2%	-0.3%	1.3%
印度尼西亚卢比	-0.2%	0.0%	-0.3%	4.4%	-0.2%	-1.7%	-0.9%
印度卢比	0.1%	0.3%	0.8%	-0.2%	3.5%	-3.0%	-3.5%
南非兰特	4.1%	4.6%	6.1%	12.3%	20.1%	-3.9%	-1.7%
墨西哥比索	0.9%	-0.9%	1.4%	5.9%	13.7%	-5.4%	-5.0%
俄罗斯卢布	-0.6%	0.9%	3.4%	3.0%	-4.8%	-15.5%	-14.7%
巴西里尔	-0.4%	0.9%	5.5%	6.0%	5.8%	-20.8%	-20.0%
土耳其里拉	2.9%	2.3%	0.8%	-0.8%	-10.0%	-22.0%	-22.2%
阿根廷比索	-0.7%	-1.4%	-3.2%	-9.0%	-15.8%	-27.7%	-27.8%

资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 12 月 18 日

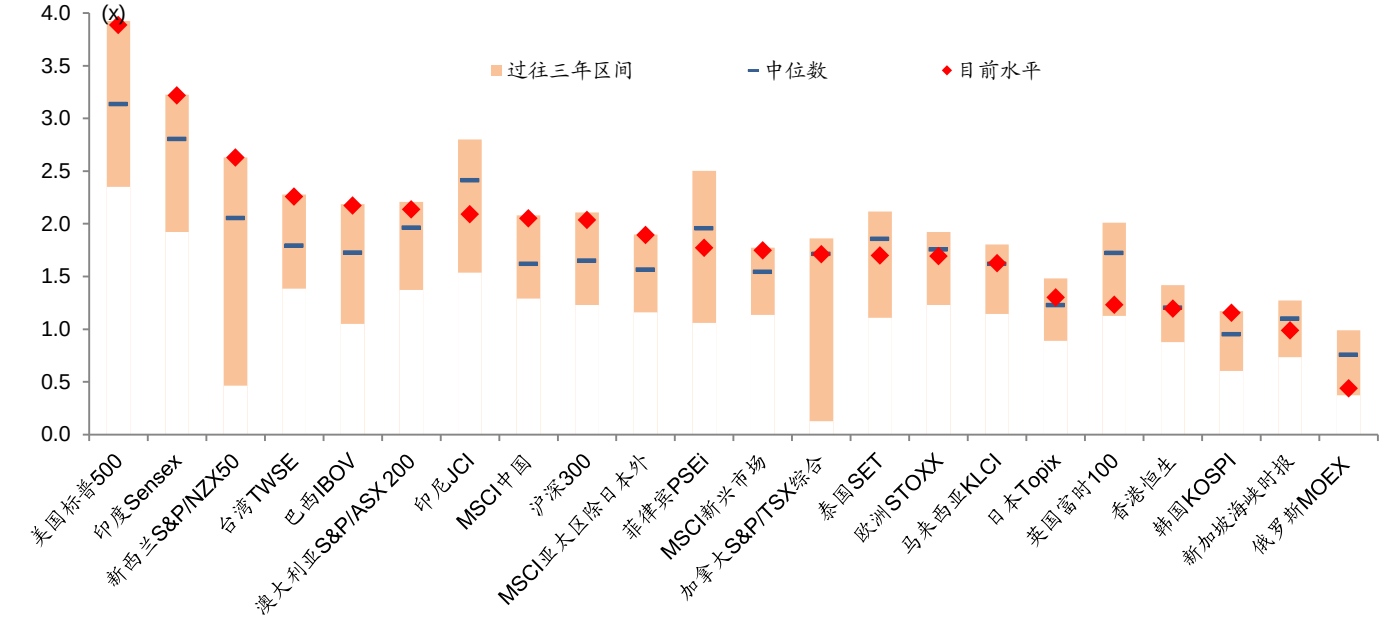
全球股票市场估值

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 18 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 18 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
医疗保健	8.3%	8.3%	8.4%	10.2%	21.4%	52.9%	55.2%
原材料	5.1%	1.3%	0.4%	8.7%	36.4%	21.5%	29.5%
信息技术	3.4%	5.6%	6.7%	16.8%	44.6%	60.9%	59.6%
公用事业	3.3%	2.4%	2.7%	13.9%	8.1%	-2.4%	-3.0%
日常消费	2.7%	2.3%	6.9%	12.9%	35.1%	47.7%	49.4%
能源	2.2%	-0.9%	-7.6%	-2.3%	-5.8%	-32.2%	-30.1%
工业	1.7%	-0.9%	-1.7%	2.8%	10.7%	3.4%	5.3%
房地产	1.2%	-2.2%	-8.1%	-6.1%	-6.1%	-21.4%	-18.4%
通信服务	1.2%	1.7%	2.2%	9.8%	21.9%	36.4%	36.9%
多元金融	1.1%	-3.7%	-1.1%	-2.1%	17.0%	-0.5%	2.3%
保险	0.6%	-4.4%	2.1%	7.1%	15.0%	-6.6%	-7.1%
可选消费	-0.1%	-1.0%	0.1%	9.2%	35.7%	49.9%	51.3%
银行	-1.6%	-5.7%	-3.9%	8.1%	-2.9%	-14.4%	-13.8%
MSCI 中国	**1.2%**	**0.1%**	**0.9%**	**8.6%**	**22.9%**	**24.8%**	**26.2%**

资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 12 月 18 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
医疗保健	7.0%	8.2%	7.4%	1.4%	-1.2%	22.5%	23.0%
原材料	3.8%	1.3%	-0.5%	0.1%	10.9%	-2.7%	2.6%
信息技术	2.1%	5.5%	5.7%	7.6%	17.6%	28.9%	26.5%
公用事业	2.0%	2.3%	1.8%	4.9%	-12.1%	-21.8%	-23.1%
日常消费	1.4%	2.2%	6.0%	4.0%	9.9%	18.3%	18.4%
能源	0.9%	-1.0%	-8.4%	-10.0%	-23.4%	-45.7%	-44.6%
工业	0.5%	-0.9%	-2.6%	-5.4%	-10.0%	-17.1%	-16.6%
房地产	-0.1%	-2.3%	-8.9%	-13.6%	-23.6%	-37.0%	-35.3%
通信服务	-0.1%	1.6%	1.2%	1.1%	-0.8%	9.3%	8.5%
多元金融	-0.1%	-3.8%	-2.0%	-9.8%	-4.8%	-20.3%	-19.0%
保险	-0.6%	-4.5%	1.2%	-1.4%	-6.4%	-25.2%	-26.3%
可选消费	-1.3%	-1.1%	-0.8%	0.5%	10.4%	20.1%	19.9%
银行	-2.8%	-5.8%	-4.8%	-0.5%	-21.0%	-31.4%	-31.7%

资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 12 月 18 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
医疗保健	4.4%	1.9%	5.7%	2.4%	10.7%	47.0%	49.5%
原材料	3.2%	0.1%	-0.3%	6.5%	28.1%	28.7%	35.3%
日常消费	3.1%	3.0%	7.4%	10.5%	35.7%	60.3%	63.3%
工业	1.9%	-1.3%	1.2%	2.1%	21.8%	23.6%	25.4%
可选消费	1.8%	-2.6%	-1.8%	4.7%	23.4%	26.2%	28.3%
保险	1.6%	-4.8%	2.9%	4.1%	22.9%	5.7%	5.2%
公用事业	1.5%	-1.5%	-1.1%	-3.4%	11.2%	3.1%	2.8%
能源	0.9%	-0.4%	2.8%	5.2%	15.2%	-4.4%	-2.4%
多元金融	0.6%	-5.6%	-1.1%	-5.0%	22.7%	10.4%	14.7%
电信	-0.2%	-4.8%	-4.9%	-9.2%	-6.5%	-5.4%	-6.5%
银行	-0.3%	-4.8%	-0.8%	4.0%	14.1%	-1.4%	-1.6%
信息技术	-0.4%	-3.6%	-1.7%	-5.7%	4.1%	20.9%	17.5%
房地产	-0.4%	-5.1%	-6.3%	-11.2%	2.4%	-7.7%	-5.0%
沪深 300	**2.3%**	**-1.3%**	**2.2%**	**5.5%**	**23.6%**	**22.1%**	**24.0%**

资料来源：万得、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 12 月 18 日

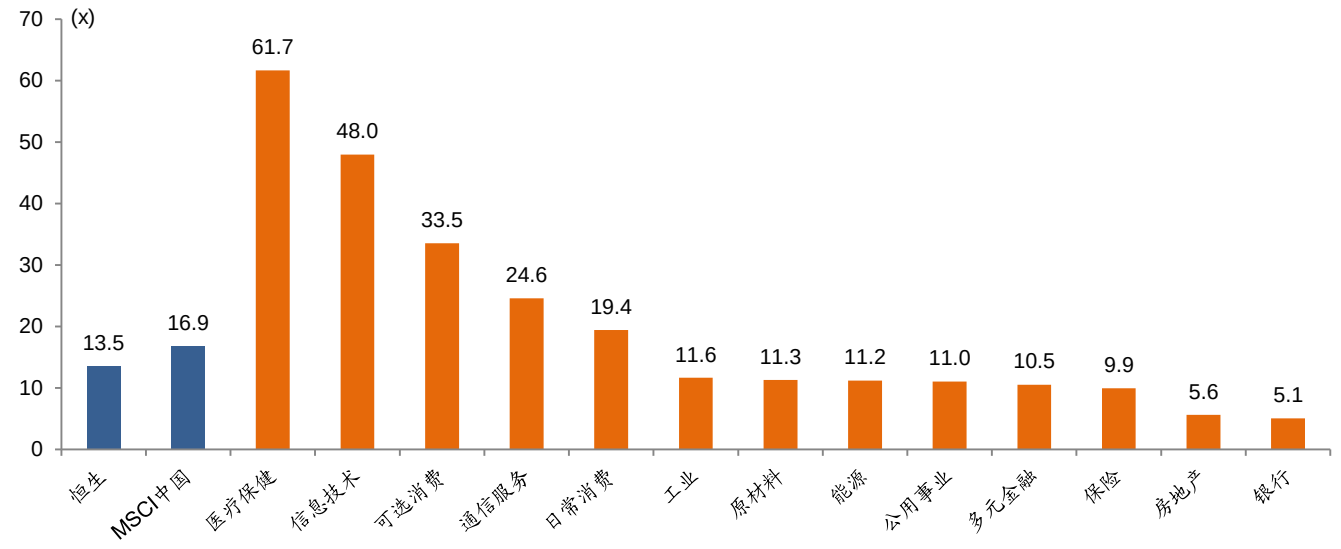
图表 12：沪深 300 指数分行业相对表现（根据过去一周表现排序）

	相对表现						
	一周	两周	1 个月	3 个月	6 个月	年初至今	12 个月
医疗保健	2.1%	3.3%	3.4%	-3.0%	-10.4%	20.4%	20.6%
原材料	0.9%	1.4%	-2.4%	0.9%	3.6%	5.5%	9.1%
日常消费	0.8%	4.4%	5.1%	4.7%	9.8%	31.3%	31.8%
工业	-0.3%	0.0%	-1.0%	-3.3%	-1.5%	1.3%	1.2%
可选消费	-0.4%	-1.3%	-3.9%	-0.8%	-0.2%	3.4%	3.5%
保险	-0.7%	-3.6%	0.6%	-1.4%	-0.6%	-13.4%	-15.1%
公用事业	-0.7%	-0.2%	-3.2%	-8.5%	-10.1%	-15.5%	-17.1%
能源	-1.3%	0.9%	0.6%	-0.3%	-6.8%	-21.7%	-21.3%
多元金融	-1.6%	-4.4%	-3.2%	-10.0%	-0.8%	-9.5%	-7.5%
电信	-2.4%	-3.6%	-7.0%	-14.0%	-24.4%	-22.5%	-24.6%
银行	-2.5%	-3.6%	-2.9%	-1.4%	-7.7%	-19.2%	-20.6%
信息技术	-2.6%	-2.3%	-3.8%	-10.7%	-15.8%	-0.9%	-5.2%
房地产	-2.6%	-3.9%	-8.4%	-15.8%	-17.2%	-24.4%	-23.4%

资料来源：万得、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 12 月 18 日

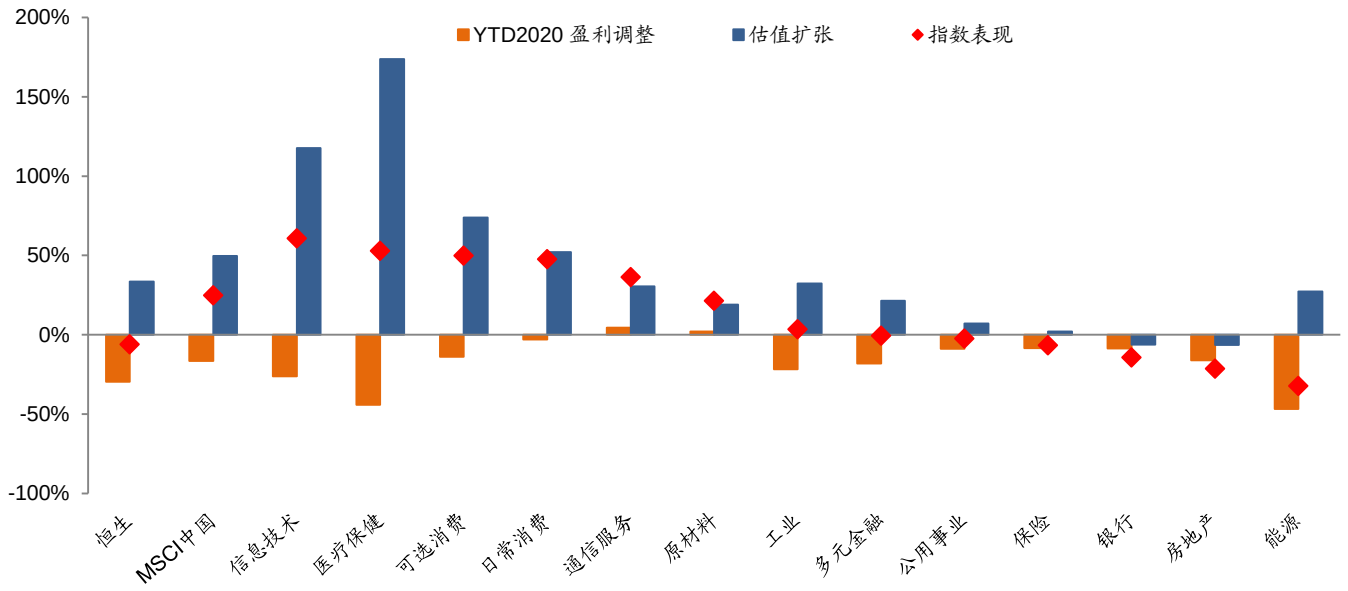
分行业估值

图表 13：MSCI 中国指数分行业前瞻市盈率（12 个月前瞻市盈率）



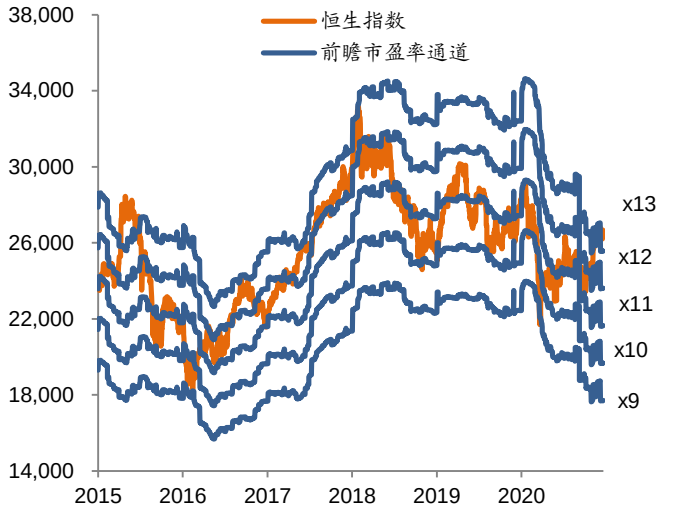
资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 12 月 18 日

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



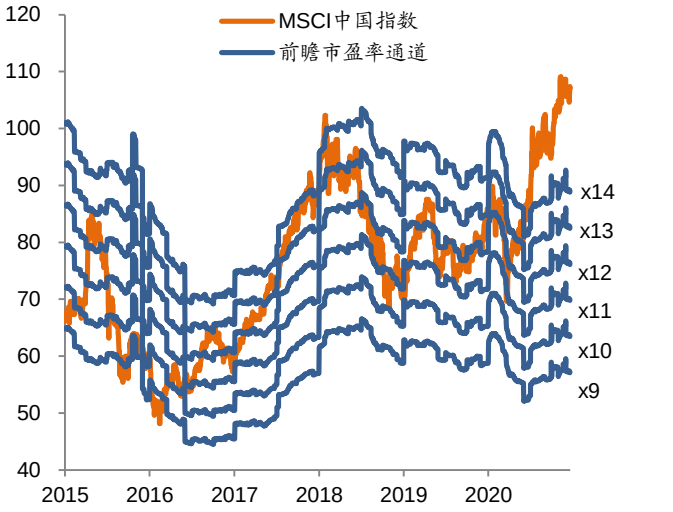
资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 12 月 18 日

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 18 日

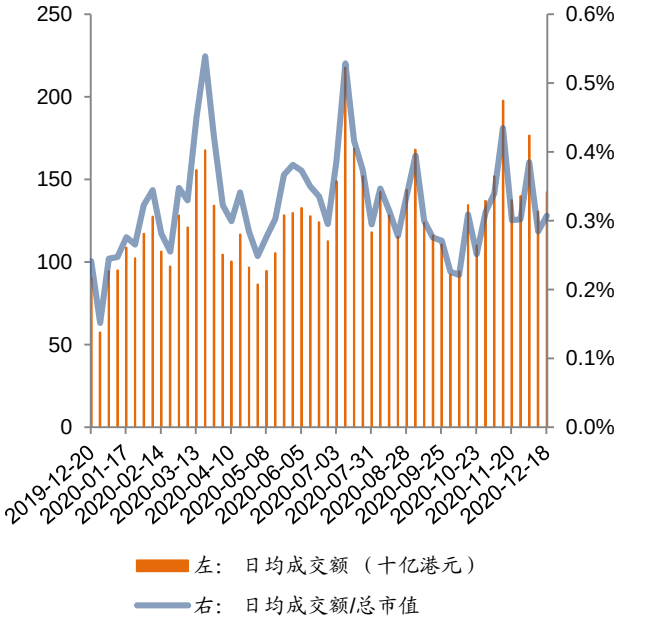
图表 16：MSCI 中国指数市盈率通道



资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 20 年 12 月 18 日

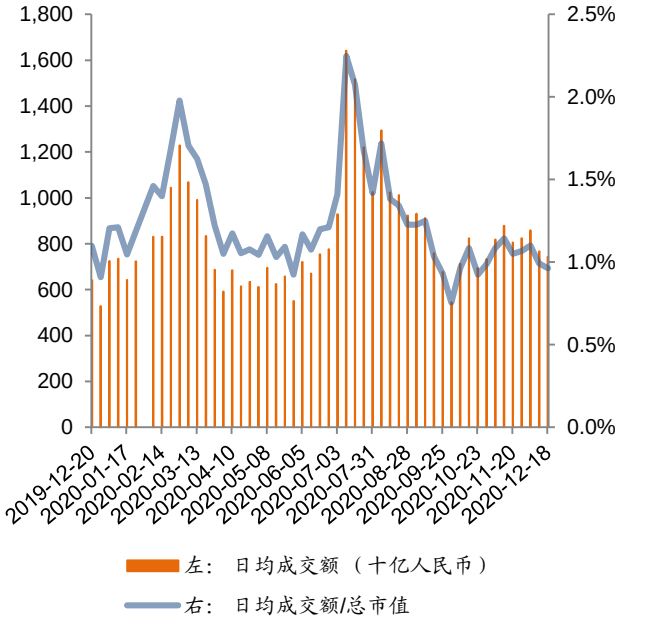
市场成交额

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 18 日

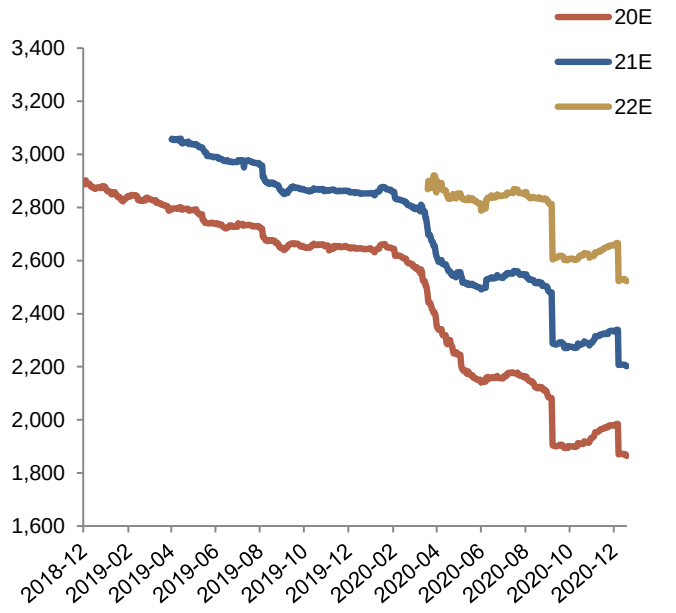
图表 18：A 股市场日均成交额



资料来源：万得、招商证券（香港）；数据截至 20 年 12 月 18 日

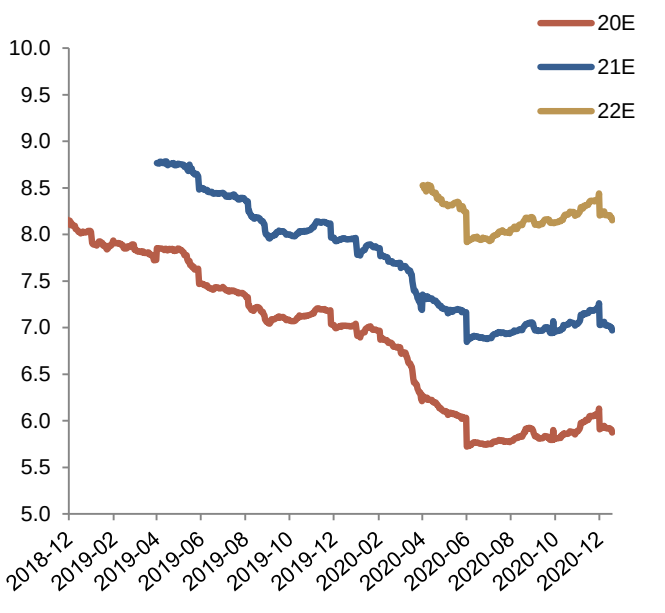
盈利预测调整

图表 19：恒生指数 EPS 一致预测调整



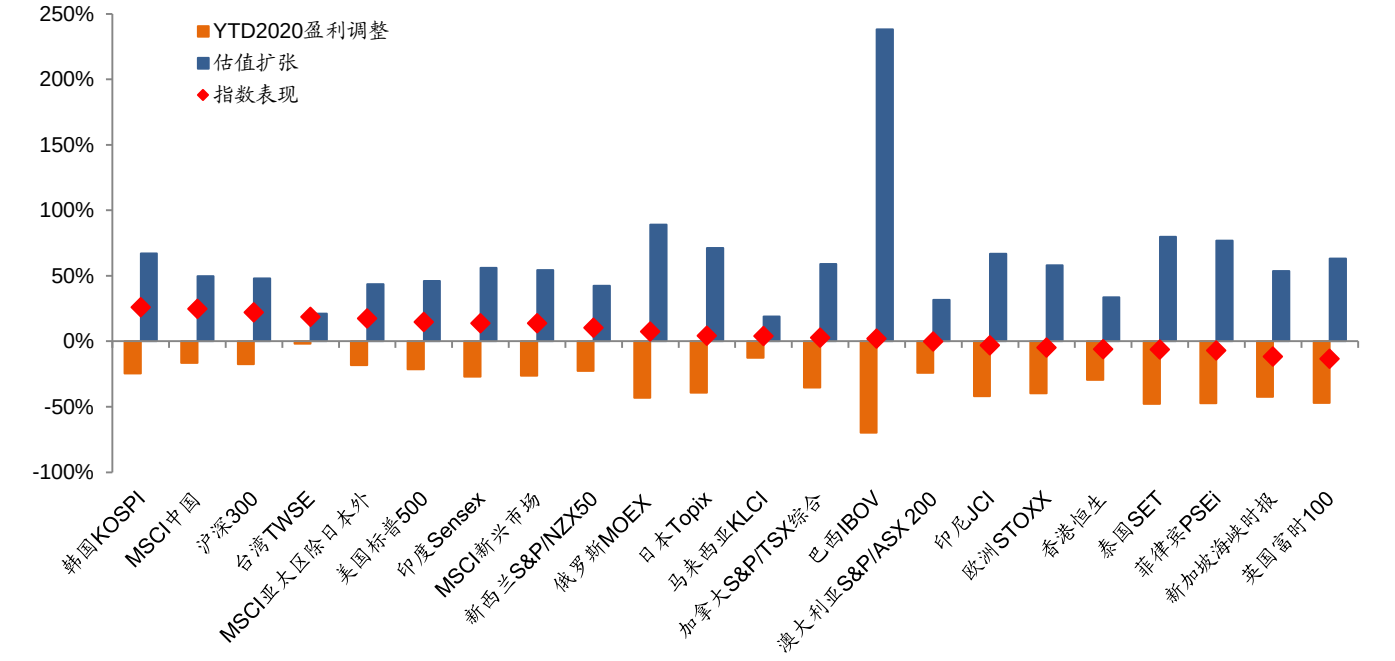
资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 20 年 12 月 18 日

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 18 日

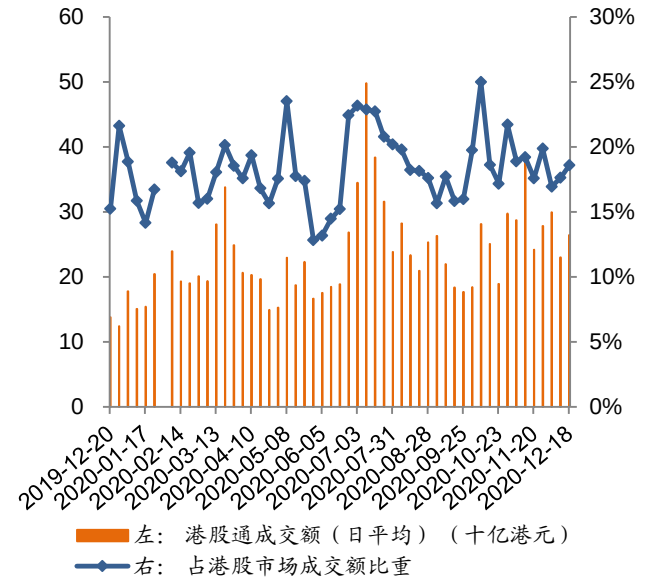
图表 21：主要股指年初至今股价表现：估值变化和盈利调整



资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 12 月 18 日

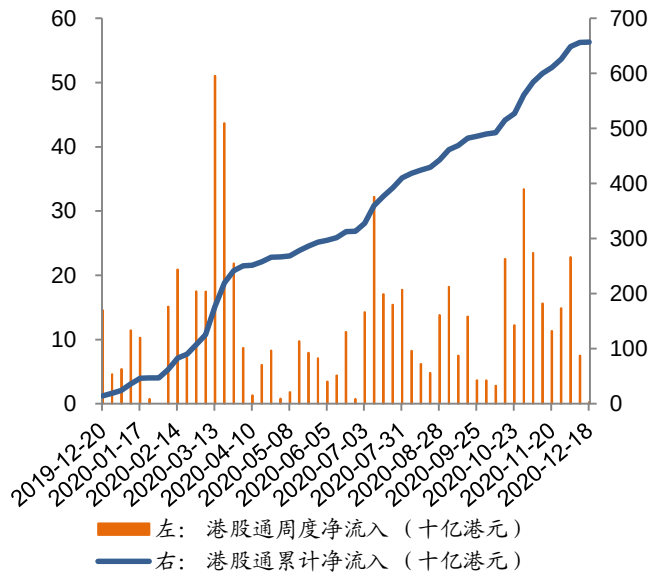
陆港通

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 18 日

图表 23：南下资金净流入



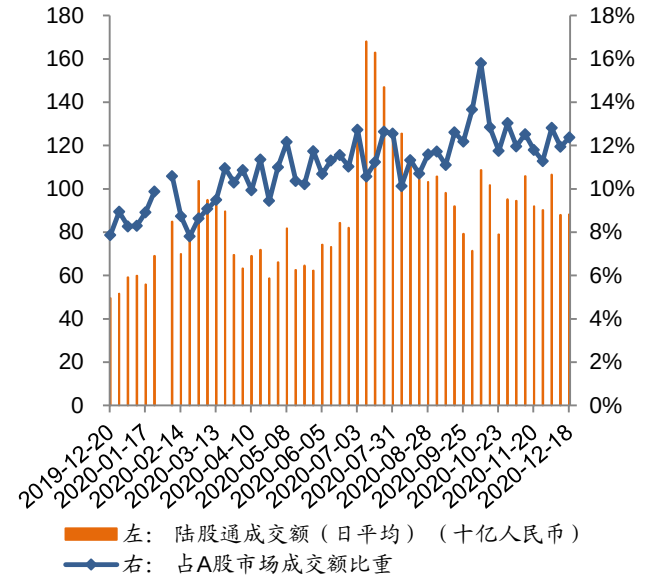
资料来源：万得、招商证券（香港）；数据截至 20 年 12 月 18 日

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）	2020/11/27	2020/12/04	2020/12/11	2020/12/18	2020/07	2020/08	2020/09	2020/10	2020/11	2020/12
医疗保健	-0.2	-0.4	-0.5	0.4	3.8	-1.6	2.2	1.6	-1.9	-0.4
原材料	-0.5	0.1	0.0	0.0	0.8	0.0	0.2	0.1	-0.1	0.0
工业	0.1	0.0	0.8	0.0	0.1	0.2	0.2	0.1	-0.1	0.8
房地产	0.0	-0.1	0.3	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	0.3	0.2	0.9	0.7	0.5	-0.1	-0.2	-0.1	0.5	1.8
保险	0.5	-0.3	-0.7	-0.2	1.3	2.0	2.0	2.4	0.8	-1.6
信息技术	1.2	5.9	1.9	0.2	5.0	0.9	-0.6	4.1	2.6	7.6
多元金融	1.0	0.0	0.0	0.0	3.3	0.5	0.4	2.6	3.4	0.0
日常消费	1.0	0.9	1.1	1.4	4.2	3.6	2.5	0.8	3.6	3.5
可选消费	1.0	-2.3	-0.5	-2.1	8.6	13.2	2.2	11.9	6.2	-3.8
银行	3.3	3.9	-0.4	-1.3	3.8	-0.3	1.0	6.7	7.7	-0.5
通信服务	3.1	4.0	2.5	-3.5	14.8	4.7	6.5	19.8	29.3	3.3
总计 (前十大个股)	**10.7**	**11.9**	**5.4**	**-4.4**	**46.2**	**22.9**	**16.7**	**49.9**	**52.0**	**10.9**
南下总计	**14.9**	**22.8**	**7.5**	**0.3**	**91.0**	**38.0**	**41.7**	**71.0**	**70.3**	**25.6**

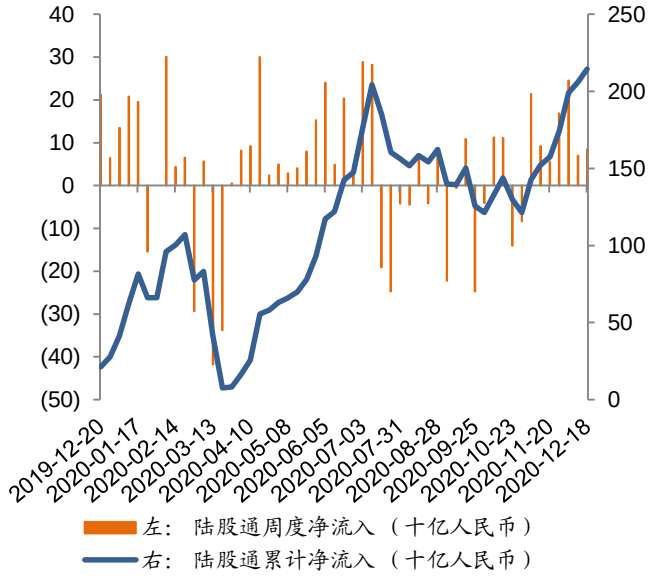
资料来源：万得、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 12 月 18 日

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 18 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 18 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）	2020/11/27	2020/12/04	2020/12/11	2020/12/18	2020/07	2020/08	2020/09	2020/10	2020/11	2020/12
日常消费	-0.8	0.0	1.3	0.9	-11.5	-0.7	-10.7	0.7	-2.1	3.1
原材料	-0.1	0.0	-0.3	0.4	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	0.0	0.6	0.0	1.5	-0.1	-0.3	0.0	0.7
房地产	0.0	-0.5	0.0	0.1	1.2	0.3	0.4	0.2	0.2	-0.1
医疗保健	1.0	1.1	-0.2	4.8	0.8	1.0	-1.2	-0.6	1.7	5.9
银行	-0.4	0.0	0.6	0.5	1.3	1.8	-0.6	2.7	2.4	1.1
工业	1.2	0.9	0.6	0.1	0.3	4.2	3.9	0.9	2.7	1.3
多元金融	0.9	1.0	1.1	-1.1	1.6	0.0	0.2	0.5	3.5	-0.4
保险	1.9	1.0	0.6	-0.1	6.3	-1.8	-2.3	-0.8	4.0	1.3
信息技术	0.7	1.3	1.8	-0.5	1.6	3.4	-2.0	1.8	5.2	2.1
可选消费	3.4	-0.6	0.4	-3.3	-4.0	-0.2	0.4	5.8	8.1	-2.8
总计 (前十大个股)	**7.7**	**4.2**	**5.8**	**2.5**	**-1.6**	**10.9**	**-12.1**	**10.2**	**25.2**	**12.2**
北上总计	**16.9**	**24.5**	**7.0**	**8.5**	**10.4**	**-2.0**	**-32.8**	**0.0**	**57.9**	**35.0**

资料来源：万得、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 12 月 18 日

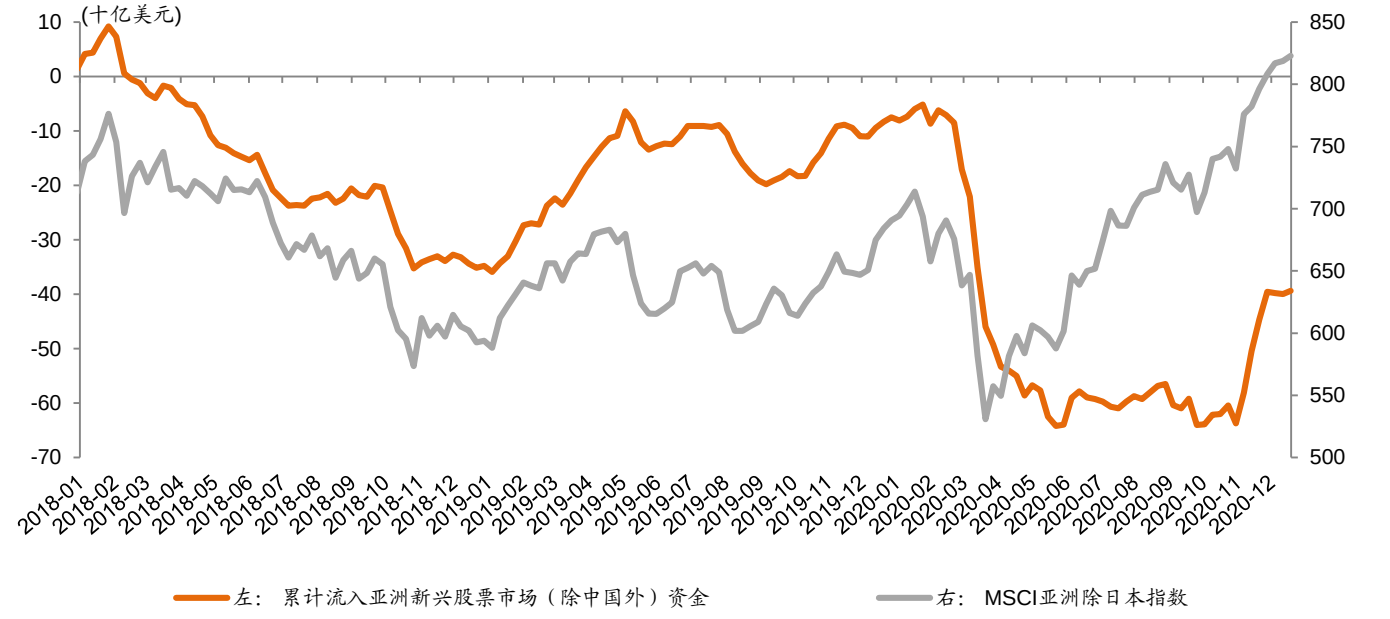
亚洲新兴市场资金流动

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 18 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 18 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，合计占亚洲除日本市场的约 45%，占新兴亚洲市场的约 53%。

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	717,230	580.0	699.0	35.2	32.8	0.3%	9%	互联网
BILI US	哔哩哔哩	29,421	84.7	63.0	n.a.	n.a.	0.0%	-37%	互联网
3888 HK	金山软件	7,375	41.7	49.0	40.9	31.4	0.3%	-61%	软件
JD US	京东	127,586	81.5	100.0	51.8	36.8	0.0%	-46%	电商
2359 HK	药明康德	45,268	139.2	179.0	97.9	73.4	0.3%	-7%	医药
BGNE US	百济神州	23,394	257.3	345.0	n.a.	n.a.	0.0%	-72%	医药
1801 HK	信达生物	12,215	67.6	80.0	n.a.	n.a.	0.0%	-25%	医药
390 HK	中国中铁	18,946	3.5	7.8	2.6	2.6	4.8%	58%	基建
3311 HK	中建国际	3,061	4.7	9.8	3.9	3.2	6.8%	50%	基建
1157 HK	中联重科	10,921	8.6	10.7	8.1	8.3	4.4%	33%	基建设备
631 HK	三一国际	2,126	5.3	6.5	14.8	10.1	2.7%	-16%	机械设备
2688 HK	新奥能源	16,052	110.3	124.0	17.7	14.8	2.0%	39%	公用事业
135 HK	昆仑能源	7,126	6.4	7.6	8.3	6.6	4.3%	21%	公用事业
941 HK	中国移动	120,303	45.6	70.0	7.3	6.9	7.6%	-31%	电信
728 HK	中国电信	23,697	2.3	3.8	6.8	6.8	5.9%	27%	电信
2018 HK	瑞声科技	6,672	42.8	65.0	28.2	14.9	3.0%	17%	科技硬件
1347 HK	华虹半导体	7,907	47.3	46.0	105.2	55.5	0.3%	-31%	半导体
EDU US	新东方教育	28,865	170.9	202.0	55.5	48.4	0.0%	-58%	教育
1765 HK	希望教育	1,950	2.1	4.3	14.7	11.8	2.3%	6%	教育
1055 HK	南方航空	13,070	4.8	5.9	n.a.	15.1	0.0%	236%	交运
914 HK	海螺水泥	40,757	49.2	68.5	19.7	29.6	5.1%	-42%	原材料
1211 HK	比亚迪	70,629	185.0	340.0	86.2	65.8	0.1%	106%	汽车
175 HK	吉利汽车	29,184	23.1	30.0	23.4	16.6	1.0%	-23%	汽车
6862 HK	海底捞	39,070	57.2	66.5	229.6	48.7	0.1%	30%	餐饮
YUMC US	百胜中国	24,423	58.2	65.4	38.8	26.1	0.4%	18%	餐饮
2020 HK	安踏	36,648	105.1	131.1	49.8	32.0	2.0%	-13%	运动服饰
1368 HK	特步	1,003	3.1	4.0	12.9	8.1	4.6%	-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 18 日

主要报告

美国 11 月工业产出录得温和增长 (郭圆涛,张轩扬,钱鹭)

上月工业产出环比增长 0.4%，略高于市场预期。制造业产出连续 7 个月实现扩张。预计第三波疫情对工业部门带来的影响相对较小。

美国房地产市场依旧动力充足 (郭圆涛,张轩扬,钱鹭)

营建许可 11 月强劲回升，环比增长 6.2%。11 月新屋开工数量增速略有放缓，但预期未来几个月会重新提速。预计四季度住宅建设投资将保持良好势头。

美联储对资产购买计划提供新指引 (郭圆涛,张轩扬,钱鹭)

美联储宣布资产购买计划的进一步前瞻指引。疫苗方面的进展极大地改变了美联储对经济前景的预期。随着新一轮财政刺激谈判的推进，经济前景有所改善。

美联储 12 月 FOMC 会议前瞻 (郭圆涛,张轩扬,钱鹭)

预计会议将聚焦资产购买计划。但预期有关资产购买的政策暂不会出现大幅变动。不能完全排除引入“扭曲操作”的可能性，但即使引入，规模也会有限。

中国科培教育 (1890 HK) - 增长前景稳健，买入良机浮现 (王腾杰,李怡珊)

2020/21 学年学生人数达 91,686 人（同比增长 58%），主要受到继续教育课程、专升本课程和新并购学校的推动。内生增长及新并购哈尔滨学校的完全并表驱动 21 财年光明盈利前景。近期股价回调导致估值吸引力增强，重申买入评级。

新华保险 (1336 HK) - 公司开放日纪要 (罗磊,朱璐颖)

打造财富管理平台，助力寿险业务发展。2021 年开局战表现优于公司预期。公司估值不高。

中国硬件科技 - 强劲动能有望延续到 2021 年初 (陈永豪,苏林)

科技硬件板块因稳固的基本面和市场情绪而反弹，其强劲势头有望持续进入到 2021 年初。行业估值较高；留意库存水平修正和板块轮转至非科技业的风险。行业首选：华虹半导体（半导体国产化、供给吃紧）、瑞声科技（光学业务进展、较低的预期）。

中国互联网：反垄断指南 - 长期目标着眼于行业健康长久的发展 (刘楠,马牧野,黄耀林)

12 月 14 日，国家市场监督管理总局对阿里、阅文和顺丰的三起未依法申报违法实施经营者集中案做出行政处罚决定。虽然罚款金额不大，但是此次处罚表明了监管机构有意加强对互联网领域的反垄断监管。监管的长期目标应该是为行业的健康及可持续发展保驾护航。

航空 - 淡季叠加地区疫情，11 月国内需求走淡 (魏芸)

行业淡季叠加地区疫情，11 月三大航国内运营数据环比走淡。短期国内外均有波折。中期行业修复趋势不变，关注三大航。

钢铁行业 - 铁矿石价格快速上涨的原因与后续推演 (焦一丁,赵安博)

11 月以来铁矿石（62%精粉）价格提升 21%，较年初上涨 52%。我们认为国内铁矿石价格的上涨主要是受到全球经济复苏预期加强和中澳关系紧张的影响，铁矿石供需未见明显紧张。铁矿石价格周期往往晚于钢铁企业盈利周期，铁矿石价格上涨过快会对钢厂盈利产生负面影响，我们维持钢铁行业中性评级。

汽车汽配 - 旺季带动车市全面复苏，重点关注产业升级消费升级 (梁勇活,杨岱东)

11 月销量同比增长 12.6%，旺季效应延续，新能源/自主/豪华车全面复苏。重点车企强势增长，新车/换代助推终端价格走强，新能源车型销量突破。聚焦由产业升级/消费升级带动的新能源汽车产业链/豪华车产业链。

北控水务 (371 HK) - 估值具吸引力，增长前景稳固 (王腾杰,萧俊樂)

今年取得水环境治理项目总投资额为 300 亿元人民币（19 财年为 100 亿元人民币）。随着项目招标进度恢复，截止 10 月底获得了 200 万吨/天的水处理项目（20 年上半年为 80 万吨/天，19 财年为 240 万吨/天）。维持买入评级和 3.7 港元贴现现金流目标价，如不包括建设相关盈利，股价目前估值为 0.7 倍 21 财年预测 PEG。

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