2020 年 12 月 14 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 (2020/12/14)

英国脱欧谈判进入最后阶段

- **美国第一轮新冠疫苗接种即将开始；德国将开始实行“硬性封锁”**
- **英国和欧盟同意进一步延长脱欧谈判**
- **中共中央政治局会议提出需求侧改革**

新看点：1）新冠疫情追踪：12月13日，德国宣布了更严格的“硬性封锁”措施，包括关闭非必要的商店，敦促雇主关闭工作场所，鼓励学生留在家中，在新年期间禁止聚会等，封锁措施将至少持续到1月10日。自11月初开始实施的“软性封锁”，只关闭了酒吧、健身房和剧院等，但未能有效阻止每日新增感染和死亡人数的激增。12月11日，美国FDA批准辉瑞和BioNTech新冠疫苗的紧急使用，并预计将于12月14日开始接种。医护人员和长期护理设施中的老人预计将是第一批接种人群。与此同时，过去一周平均每天新增确诊人数达到21.1万人，而一周前为19.5万人。截至周日，已有超过109,000人住院治疗。**2）脱欧谈判：**12月13日，英国首相鲍里斯·约翰逊（Boris Johnson）和欧盟委员会主席乌尔苏拉·冯德莱恩（Ursula von der Leyen）同意“再多走一段路”，继续就英国退欧后的贸易协议进行谈判。两位领导人此前将周日定为决定是否取消会谈的最后期限。上述协定增加了在年底前达成协议的希望，届时英国将正式退出欧盟单一市场和关税联盟。**3）中共中央政治局会议：**中共中央政治局12月11日召开会议，分析研究2021年经济工作。会议提出要强化反垄断和防止资本无序扩张；科学精准实施宏观政策，努力保持经济运行在合理区间，坚持扩大内需战略，强化科技战略支撑，扩大高水平对外开放，确保“十四五”开好局，以优异成绩庆祝中国共产党成立100周年；会议还提出要扭住供给侧结构性改革，同时注重需求侧改革，形成需求牵引供给、供给创造需求的更高水平动态平衡，提升国民经济体系整体效能。

宏观经济数据：中国方面：1）11 月 CPI 同比下跌 0.5%，低于预期，为 2009 年来第一次出现同比下跌（10 月：+0.5%）。11 月 PPI 同比下跌 1.5%，高于预期（10 月：-2.1%）。2）11 月 M2 同比增长 10.7%，高于预期（10 月：+10.5%）；社会融资规模增量为 21,300 亿元人民币，高于预期（10 月：14,200 亿元人民币）；新增人民币贷款 14,300 亿元人民币，符合预期（10 月：6,898 亿元人民币）。**美国方面：**1）11 月 CPI 同比增长 1.2%，略高于预期（10 月：+1.2%）；11 月核心 CPI 同比增长 1.6%，符合预期（10 月：+1.6%）。2）11 月 PPI 同比增长 1.4%，略低于预期（10 月：+1.1%）。3）12 月密歇根大学消费者信心指数初值录得 81.4，超出预期（11 月终值：76.9）。4）截至 12 月 5 日当周首次申请失业补助人数为 853,000，远高于预期（之前一周：716,000）。

股市概况：过去一周恒生/MSCI中国/沪深300指数分别下跌1.2%/1.2%/3.5%。**MSCI中国指数**：信息技术（+2.1%）和通信服务（+0.5%）板块跑赢大市，保险（-5.0%）和多元金融（-4.7%）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/16.6倍/15.1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。

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 (2020/12/07) - 中国PMI和出口数据显示增长动能强劲 (2020/12/07)
2. 美国劳动力市场复苏开始显著受阻 (2020/12/05)
3. **2021年展望：沉舟侧畔千帆过，柳暗花明万木春 (2020/12/03)**
4. 美国10月份消费者支出保持稳定 (2020/11/26)
5. 美国企业设备投资10月延续增长势头 (2020/11/26)
6. 美国房地产市场有望保持走强势头 (2020/11/19)
7. 美国10月工业产出重回扩张 (2020/11/18)
8. 美国10月零售数据展现复杂信号 (2020/11/18)
9. 美国10月通胀压力进一步减缓 (2020/11/13)
10. 通往白宫之路 III：拜登夺冠 (2020/11/08)

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 18

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		2020-11-16	2020-12-15
工业增加值同比%	4.4	4.8	4.8	5.6	6.9	6.9		2020-11-16	2020-12-15
工业增加值累计同比%	-2.8	-1.3	-0.4	0.4	1.2	1.8		2020-11-16	2020-12-15
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		2020-11-16	2020-12-15
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		2020-11-16	2020-12-15
城镇固定资产投资累计同比%	-6.3	-3.1	-1.6	-0.3	0.8	1.8		2020-11-16	2020-12-15
基建投资%	-6.3	-2.7	-1.0	-0.3	0.2	0.7		2020-11-16	2020-12-15
房地产开发投资%	-0.3	1.9	3.4	4.6	5.6	6.3		2020-11-16	2020-12-15
制造业投资%	-14.8	-11.7	-10.2	-8.1	-6.5	-5.3		2020-11-16	2020-12-15
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	1,417	2,130	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	2020-12-01	2020-12-16
Markit 服务业 PMI	37.5	47.9	50.0	55.0	54.6	56.9	58.4	2020-12-03	2020-12-16
Markit 综合 PMI	37.0	47.9	50.3	54.6	54.3	56.3	58.6	2020-12-03	2020-12-16
耐用品订单环比%	15.0	7.7	11.8	0.4	2.1	1.3		2020-12-04	2020-12-24
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	2020-12-24
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	2020-12-24
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	6.0	4.3	0.7	-0.4	1.1		2020-11-17	2020-12-15
制造业产出环比%	3.8	7.4	4.2	1.4	0.1	1.0		2020-11-17	2020-12-15
零售销售环比%	18.3	8.6	1.1	1.4	1.6	0.3		2020-11-17	2020-12-16
零售销售(除汽车)环比%	12.3	8.4	1.6	1.5	1.2	0.2		2020-11-17	2020-12-16
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	6.3	4.9		2020-11-18	2020-12-17
营建许可环比%	14.1	3.5	17.9	-0.5	4.7	-0.1		2020-11-18	2020-12-17
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	1.4%	5.2%	11.4%	15.6%	27.3%	26.0%	31.6%
MSCI 中国	-1.2%	-2.8%	1.2%	9.1%	24.6%	23.3%	30.2%
沪深 300	-3.5%	-1.8%	-0.3%	5.7%	22.4%	19.4%	25.3%
台湾 TWSE	0.9%	2.8%	7.5%	12.5%	23.6%	18.9%	21.9%
MSCI 亚太区除日本外	0.4%	1.5%	5.8%	14.9%	26.4%	16.6%	21.8%
美国标普 500	-1.0%	0.7%	2.5%	9.7%	22.0%	13.4%	16.6%
MSCI 新兴市场	0.5%	2.2%	6.7%	15.2%	26.6%	12.8%	18.8%
新西兰 S&P/NZX50	2.3%	2.2%	2.0%	10.0%	15.8%	12.4%	14.4%
印度 Sensex	2.3%	4.4%	5.7%	18.6%	37.5%	11.7%	14.1%
俄罗斯 MOEX	2.9%	4.3%	8.7%	12.6%	19.4%	7.6%	10.9%
马来西亚 KLCI	3.9%	4.8%	7.3%	11.9%	8.2%	6.0%	7.8%
日本 Topix	0.3%	-0.3%	3.1%	8.9%	12.2%	3.5%	3.9%
加拿大 S&P/TSX 综合	0.2%	0.9%	4.6%	8.2%	16.6%	2.8%	3.6%
巴西 IBOV	1.2%	4.1%	9.8%	17.0%	21.6%	-0.4%	3.8%
澳大利亚 S&P/ASX 200	0.1%	0.6%	3.0%	13.4%	11.4%	-0.6%	-1.6%
印尼 JCI	2.2%	2.7%	7.8%	18.4%	22.3%	-5.7%	-3.9%
香港恒生	-1.2%	-1.4%	1.1%	8.2%	8.3%	-6.0%	-0.5%
泰国 SET	2.3%	3.1%	10.2%	15.8%	6.1%	-6.2%	-4.5%
欧洲 STOXX	-1.0%	-0.8%	0.4%	6.0%	10.5%	-6.2%	-4.0%
菲律宾 PSEi	1.6%	6.7%	3.2%	21.4%	11.9%	-7.3%	-6.9%
新加坡海峡时报	-0.6%	-1.2%	4.0%	13.3%	4.3%	-12.4%	-11.1%
英国富时 100	-0.1%	2.8%	2.6%	8.5%	7.7%	-13.2%	-9.3%

资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 12 月 11 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%	6.5%	13.7%	25.7%	40.2%	33.6%	43.7%
沪深 300	-3.7%	-1.4%	1.0%	10.3%	32.1%	27.0%	34.7%
台湾 TWSE	1.1%	4.1%	9.0%	17.2%	30.3%	26.2%	31.7%
MSCI 中国	-1.2%	-2.8%	1.2%	9.1%	24.6%	23.9%	31.2%
新西兰 S&P/NZX50	2.9%	2.9%	5.0%	16.9%	27.2%	18.0%	23.3%
MSCI 亚太区除日本外	0.4%	1.5%	5.8%	14.9%	26.4%	16.6%	21.8%
美国标普 500	-1.0%	0.7%	2.5%	9.7%	22.0%	13.4%	16.6%
MSCI 新兴市场	0.5%	2.2%	6.7%	15.2%	26.6%	12.8%	18.8%
日本 Topix	0.5%	-0.1%	4.7%	11.2%	15.1%	8.5%	8.7%
印度 Sensex	2.3%	4.8%	6.8%	18.2%	42.0%	7.9%	9.5%
马来西亚 KLCI	4.2%	5.3%	9.5%	14.8%	14.2%	7.1%	10.8%
澳大利亚 S&P/ASX 200	1.4%	2.5%	6.6%	17.3%	22.1%	6.5%	7.9%
加拿大 S&P/TSX 综合	0.4%	2.6%	7.0%	11.7%	23.9%	4.5%	7.0%
欧洲 STOXX	-1.2%	0.5%	3.3%	8.5%	17.8%	1.2%	4.9%
菲律宾 PSEi	1.5%	6.7%	4.1%	22.5%	17.0%	-2.1%	-1.8%
香港恒生	-1.2%	-1.5%	1.1%	8.2%	8.3%	-5.5%	0.2%
泰国 SET	2.6%	3.9%	11.0%	20.4%	9.4%	-6.5%	-3.9%
印尼 JCI	2.0%	2.5%	7.8%	25.4%	23.1%	-7.4%	-4.8%
俄罗斯 MOEX	4.0%	8.4%	14.3%	15.6%	14.1%	-8.8%	-3.6%
新加坡海峡时报	-0.9%	-1.2%	4.9%	15.9%	8.5%	-12.0%	-9.7%
英国富时 100	-1.9%	2.1%	2.8%	12.2%	12.9%	-13.4%	-8.9%
巴西 IBOV	3.4%	10.1%	17.4%	22.5%	17.8%	-21.0%	-15.5%

资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 12 月 11 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	0.6%	-8.9%	-14.5%	14.2%	42.9%	18.4%	15.5%
汽油	3.1%	2.0%	11.2%	19.4%	16.9%	-23.0%	-19.6%
WTI 原油	0.7%	2.3%	12.4%	24.8%	28.2%	-23.7%	-20.7%
布伦特原油	1.5%	3.7%	14.1%	25.5%	29.6%	-24.3%	-21.6%
热油	2.4%	4.1%	15.3%	31.9%	32.1%	-29.2%	-25.5%
金属							
铁矿石	4.3%	10.6%	12.8%	13.7%	33.8%	56.8%	74.4%
银	-1.0%	6.1%	-1.0%	-10.4%	35.8%	33.5%	42.8%
铜	0.2%	3.6%	12.9%	15.3%	34.8%	25.9%	26.3%
镍	5.4%	5.0%	8.2%	14.5%	36.6%	23.2%	24.8%
锌	1.4%	0.0%	6.5%	13.1%	39.3%	23.0%	25.8%
金	0.1%	2.9%	-1.2%	-5.2%	6.5%	20.8%	25.1%
铝	-1.1%	1.2%	5.4%	13.9%	26.3%	11.7%	14.9%
铂	-4.5%	4.6%	17.0%	8.8%	24.5%	4.0%	8.0%
农产品							
大豆	-0.2%	-2.6%	1.5%	15.4%	34.0%	23.1%	29.9%
玉米	1.7%	-0.3%	1.7%	16.2%	28.7%	9.4%	18.6%
小麦	7.4%	2.0%	1.7%	14.0%	21.8%	8.9%	14.6%
糖	-0.1%	-2.6%	-0.4%	21.1%	20.9%	7.5%	7.5%
棉花	6.0%	3.3%	6.9%	15.6%	23.4%	7.3%	12.4%
咖啡	3.3%	-2.1%	9.2%	-10.7%	24.1%	-8.2%	-11.0%
瘦肉猪	-1.8%	-1.8%	-0.2%	-2.9%	34.8%	-9.5%	6.5%
活牛	-0.1%	-1.7%	-3.2%	3.1%	12.3%	-12.8%	-9.8%

资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 12 月 11 日

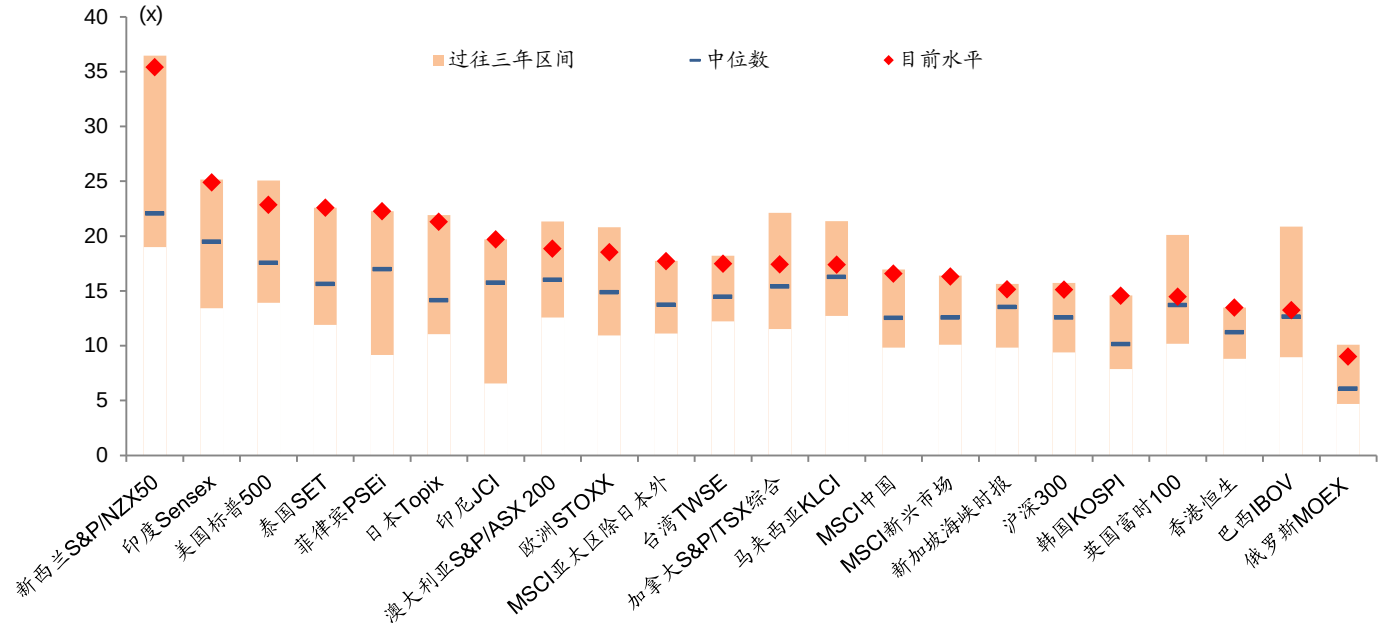
图表 6：主要货币兑美元表现（根据年初至今表现排序）

	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	0.0%	0.5%	2.3%	3.8%	9.7%	10.5%	11.6%
瑞士法郎	0.2%	1.8%	3.0%	2.1%	5.5%	8.6%	10.7%
欧元	-0.1%	1.3%	2.9%	2.3%	6.6%	7.9%	9.2%
澳大利亚元	1.5%	2.0%	3.6%	3.5%	9.6%	7.3%	9.8%
新台币	0.2%	1.3%	1.4%	4.1%	5.4%	6.5%	8.2%
中国人民币	-0.2%	0.5%	1.3%	4.4%	7.9%	6.4%	7.5%
韩元	-0.7%	1.2%	1.8%	8.9%	9.8%	6.1%	9.6%
菲律宾比索	-0.1%	0.0%	0.4%	1.0%	4.4%	5.4%	5.8%
新西兰元	0.7%	0.9%	3.1%	6.3%	9.9%	5.1%	7.9%
日元	0.1%	0.0%	1.5%	2.0%	2.5%	4.4%	4.5%
智利比索	1.6%	4.7%	3.2%	4.9%	7.4%	2.7%	5.0%
加拿大元	0.1%	1.7%	2.2%	3.2%	6.2%	1.6%	3.3%
马来西亚林吉特	0.3%	0.5%	2.0%	2.5%	4.8%	1.0%	2.8%
新加坡元	-0.1%	0.1%	0.9%	2.3%	4.0%	0.6%	1.6%
越南盾	0.0%	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%	0.2%	0.2%
英镑	-1.6%	-0.7%	0.2%	3.3%	4.7%	-0.3%	0.4%
泰铢	0.2%	0.6%	0.6%	3.8%	2.8%	-1.2%	0.4%
印度尼西亚卢比	0.2%	0.1%	0.0%	5.8%	-0.4%	-1.5%	-0.3%
印度卢比	0.2%	0.5%	1.0%	-0.2%	2.9%	-3.1%	-3.8%
墨西哥比索	-1.8%	-0.4%	1.8%	5.7%	11.8%	-6.2%	-4.8%
南非兰特	0.4%	0.7%	3.3%	10.6%	13.1%	-7.7%	-2.8%
俄罗斯卢布	1.5%	4.1%	5.3%	2.6%	-4.3%	-15.0%	-13.0%
巴西里尔	1.4%	5.5%	6.7%	5.1%	-1.7%	-20.5%	-18.6%
土耳其里拉	-0.6%	-0.1%	-0.4%	-4.7%	-12.8%	-24.2%	-25.9%
阿根廷比索	-0.7%	-1.4%	-3.3%	-8.9%	-15.7%	-27.2%	-27.2%

资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 12 月 11 日

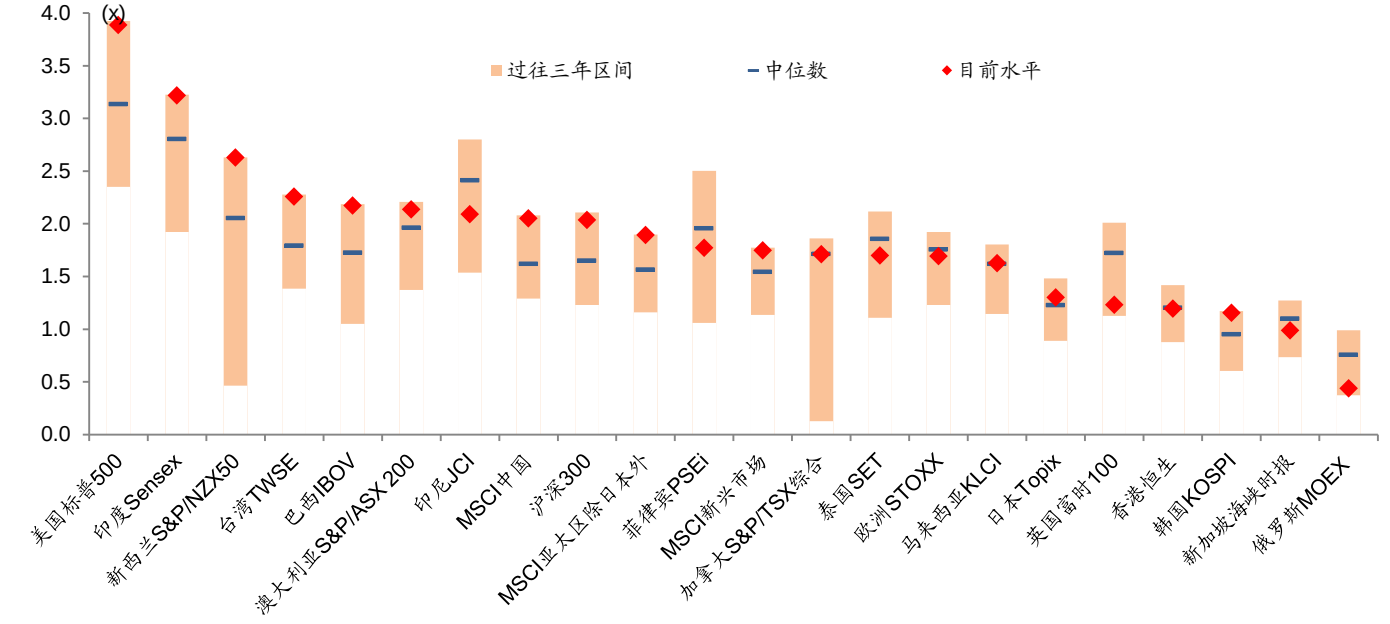
全球股票市场估值

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 11 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 11 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	2.1%	1.7%	6.9%	15.8%	47.4%	55.6%	60.3%
通信服务	0.5%	0.7%	3.8%	10.5%	25.1%	34.8%	46.5%
医疗保健	0.0%	2.1%	2.0%	4.1%	17.9%	41.1%	47.6%
日常消费	-0.4%	3.5%	5.6%	9.4%	34.2%	43.8%	49.8%
公用事业	-0.9%	-0.8%	-2.0%	10.3%	5.3%	-5.5%	-2.9%
可选消费	-0.9%	-5.3%	2.2%	10.8%	41.6%	50.1%	55.4%
工业	-2.6%	-2.4%	-2.5%	4.1%	9.6%	1.7%	8.0%
能源	-3.1%	-14.3%	-9.8%	-2.7%	-9.6%	-33.7%	-27.2%
房地产	-3.3%	-8.1%	-12.3%	-4.7%	-6.7%	-22.3%	-16.8%
原材料	-3.5%	-3.8%	-1.1%	8.6%	29.7%	15.6%	26.2%
银行	-4.2%	-4.4%	-3.8%	9.9%	-2.8%	-13.0%	-8.3%
多元金融	-4.7%	-3.7%	-4.5%	-0.5%	16.4%	-1.6%	10.0%
保险	-5.0%	-2.0%	3.3%	9.9%	12.9%	-7.2%	-4.9%
MSCI 中国	**-1.2%**	**-2.8%**	**1.2%**	**9.1%**	**24.6%**	**23.3%**	**30.2%**

资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 12 月 11 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	3.3%	4.6%	5.7%	6.1%	18.3%	26.2%	23.1%
通信服务	1.7%	3.5%	2.6%	1.2%	0.4%	9.4%	12.5%
医疗保健	1.1%	5.0%	0.8%	-4.6%	-5.4%	14.5%	13.3%
日常消费	0.8%	6.4%	4.4%	0.2%	7.7%	16.6%	15.0%
公用事业	0.3%	2.0%	-3.1%	1.1%	-15.5%	-23.4%	-25.4%
可选消费	0.2%	-2.6%	1.0%	1.5%	13.7%	21.7%	19.3%
工业	-1.4%	0.3%	-3.7%	-4.6%	-12.1%	-17.5%	-17.1%
能源	-1.9%	-11.9%	-10.8%	-10.8%	-27.4%	-46.2%	-44.1%
房地产	-2.2%	-5.4%	-13.3%	-12.6%	-25.1%	-37.0%	-36.1%
原材料	-2.4%	-1.0%	-2.3%	-0.5%	4.1%	-6.2%	-3.1%
银行	-3.1%	-1.7%	-4.9%	0.7%	-21.9%	-29.4%	-29.6%
多元金融	-3.6%	-0.9%	-5.6%	-8.8%	-6.6%	-20.2%	-15.5%
保险	-3.9%	0.8%	2.1%	0.7%	-9.3%	-24.7%	-27.0%

资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 12 月 11 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
日常消费	-0.1%	3.3%	3.2%	6.1%	34.4%	55.5%	61.0%
能源	-1.3%	-2.3%	2.7%	7.4%	16.4%	-5.3%	-1.0%
医疗保健	-2.4%	3.2%	-0.9%	-2.8%	11.3%	40.8%	46.3%
公用事业	-3.0%	-4.1%	-3.0%	-3.5%	11.2%	1.6%	3.5%
原材料	-3.0%	-2.7%	0.3%	7.3%	26.5%	24.8%	35.4%
工业	-3.1%	-2.0%	-0.9%	3.8%	20.3%	21.2%	27.4%
信息技术	-3.3%	-0.8%	-3.1%	-2.7%	7.0%	21.4%	25.1%
可选消费	-4.4%	-3.8%	-2.5%	7.2%	22.9%	23.9%	30.4%
银行	-4.6%	-4.8%	0.4%	7.1%	13.5%	-1.1%	1.7%
电信	-4.7%	-5.9%	-4.9%	-7.9%	-4.6%	-5.2%	-2.5%
房地产	-4.8%	-6.3%	-4.2%	-7.4%	3.7%	-7.4%	-1.4%
多元金融	-6.2%	-4.0%	-1.7%	-1.5%	23.6%	9.8%	23.9%
保险	-6.3%	-4.6%	2.8%	10.6%	19.8%	4.0%	6.7%
沪深 300	**-3.5%**	**-1.8%**	**-0.3%**	**5.7%**	**22.4%**	**19.4%**	**25.3%**

资料来源：万得、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 12 月 11 日

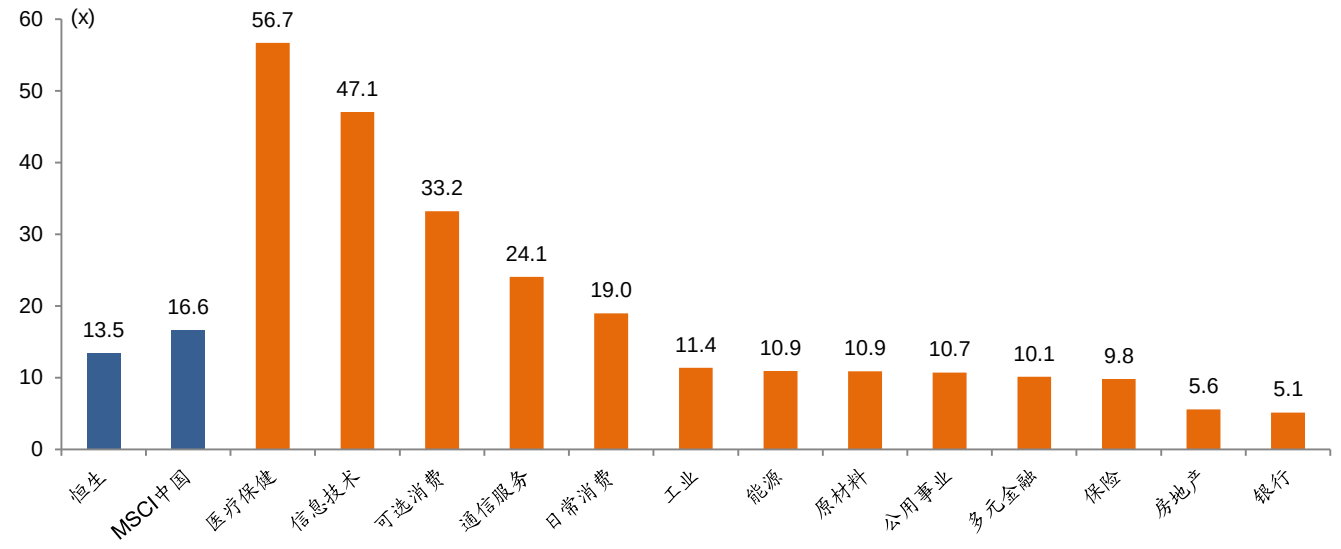
图表 12：沪深 300 指数分行业相对表现（根据过去一周表现排序）

	相对表现						
	一周	两周	1 个月	3 个月	6 个月	年初至今	12 个月
日常消费	3.5%	5.2%	3.6%	0.4%	9.8%	30.3%	28.5%
能源	2.2%	-0.4%	3.0%	1.7%	-4.9%	-20.6%	-21.0%
医疗保健	1.1%	5.1%	-0.6%	-8.0%	-9.0%	17.9%	16.7%
公用事业	0.5%	-2.3%	-2.7%	-8.7%	-9.2%	-14.9%	-17.4%
原材料	0.5%	-0.9%	0.6%	1.6%	3.4%	4.5%	8.1%
工业	0.4%	-0.2%	-0.6%	-1.7%	-1.7%	1.6%	1.7%
信息技术	0.2%	1.1%	-2.8%	-7.9%	-12.5%	1.7%	-0.2%
可选消费	-0.9%	-2.0%	-2.2%	1.5%	0.4%	3.8%	4.1%
银行	-1.2%	-3.0%	0.7%	1.3%	-7.2%	-17.2%	-18.8%
电信	-1.2%	-4.1%	-4.6%	-12.9%	-22.1%	-20.6%	-22.2%
房地产	-1.3%	-4.5%	-3.9%	-12.4%	-15.3%	-22.4%	-21.3%
多元金融	-2.8%	-2.2%	-1.4%	-6.8%	1.0%	-8.0%	-1.1%
保险	-2.9%	-2.8%	3.2%	4.7%	-2.1%	-12.8%	-14.8%

资料来源：万得、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 12 月 11 日

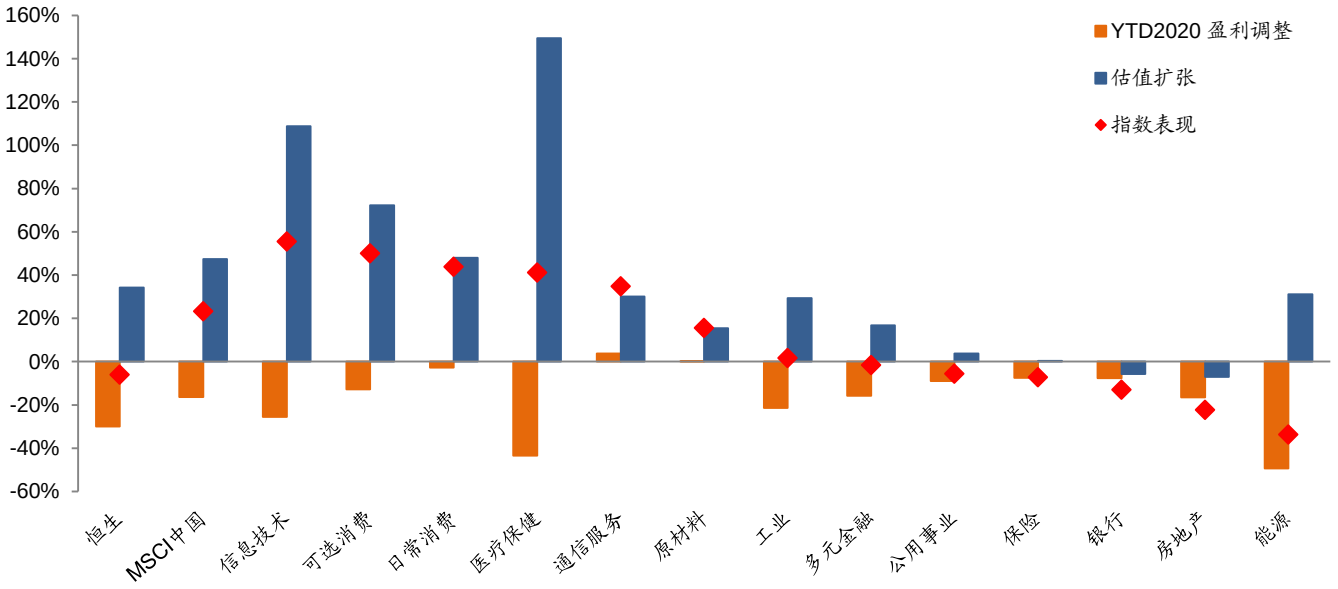
分行业估值

图表 13：MSCI 中国指数分行业前瞻市盈率（12 个月前瞻市盈率）



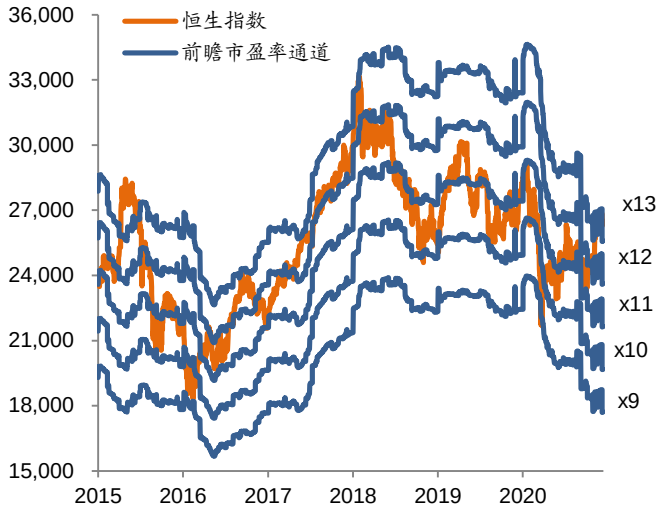
资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 12 月 11 日

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



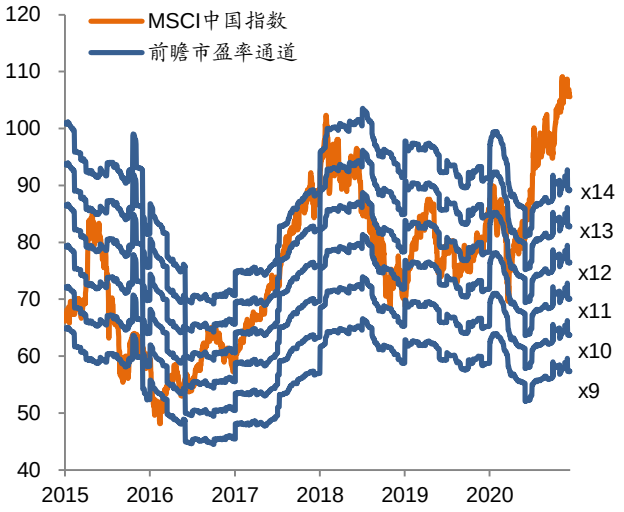
资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 12 月 11 日

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 11 日

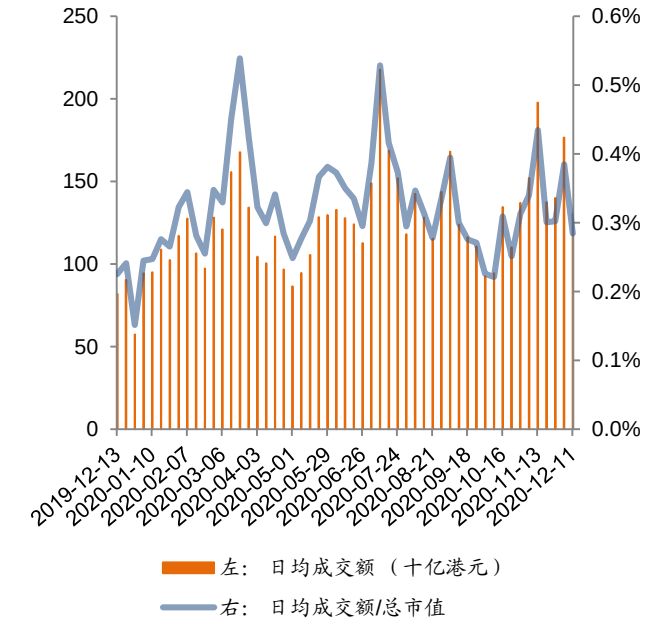
图表 16：MSCI 中国指数市盈率通道



资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 20 年 12 月 11 日

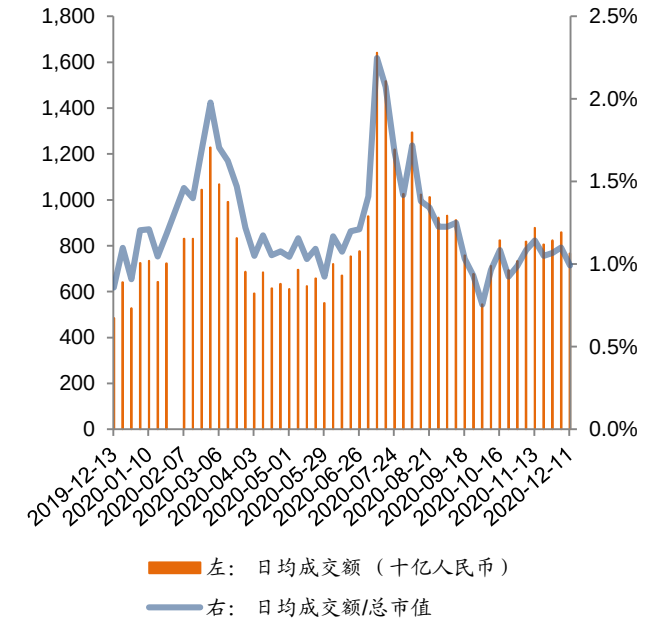
市场成交额

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 11 日

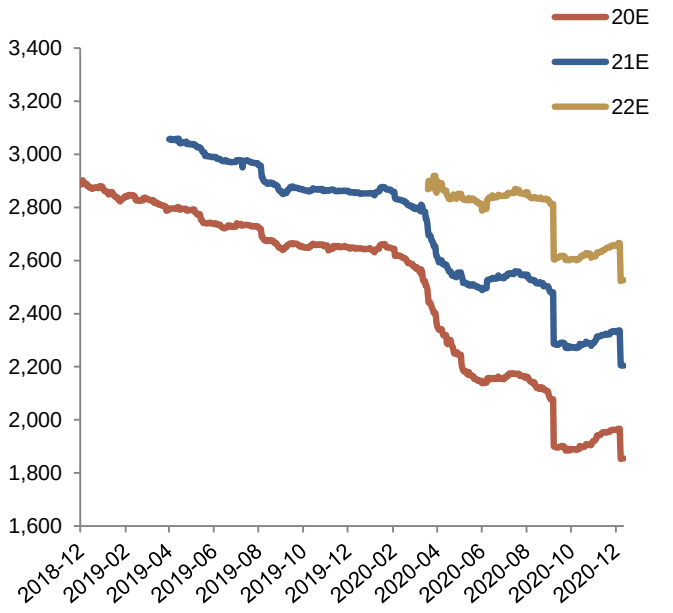
图表 18：A 股市场日均成交额



资料来源：万得、招商证券（香港）；数据截至 20 年 12 月 11 日

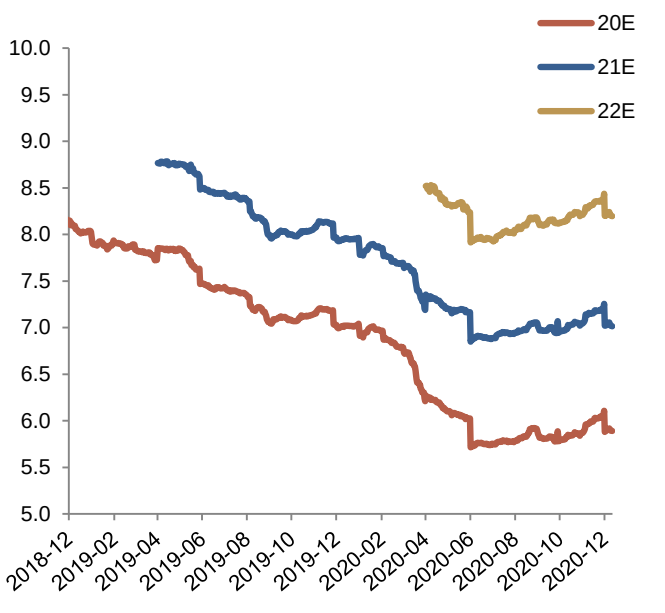
盈利预测调整

图表 19：恒生指数 EPS 一致预测调整



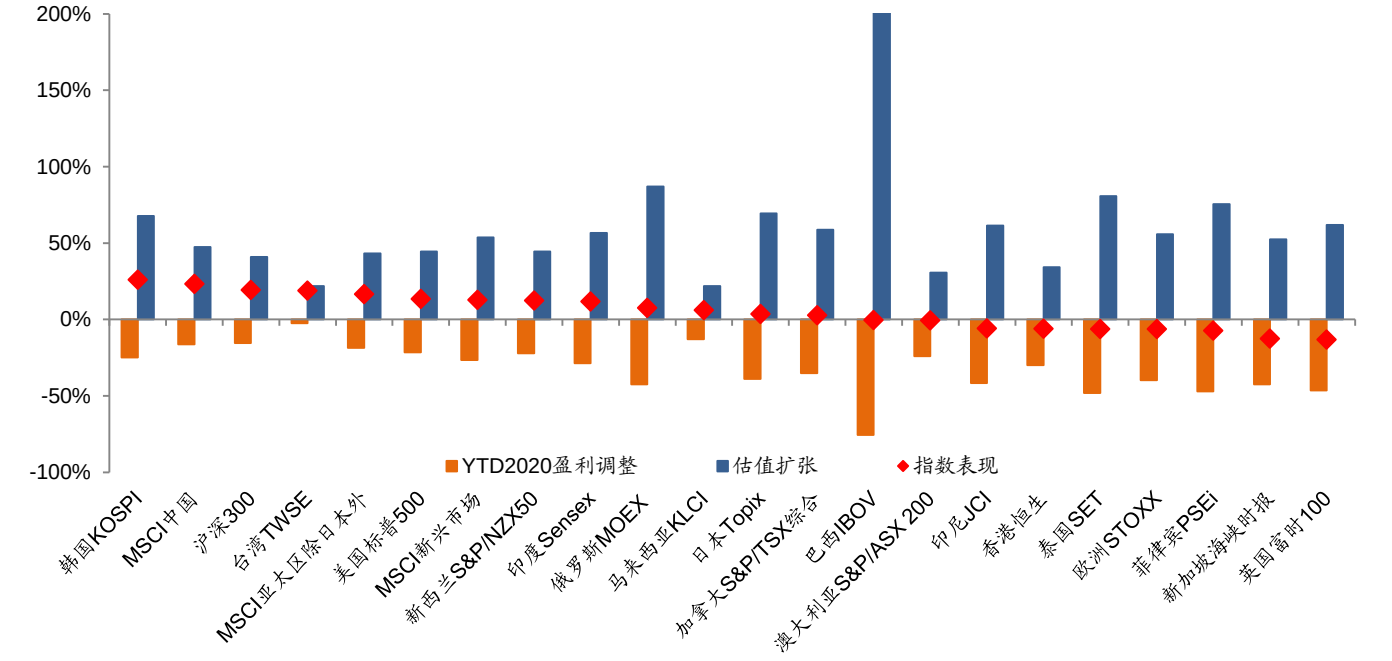
资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 20 年 12 月 11 日

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 11 日

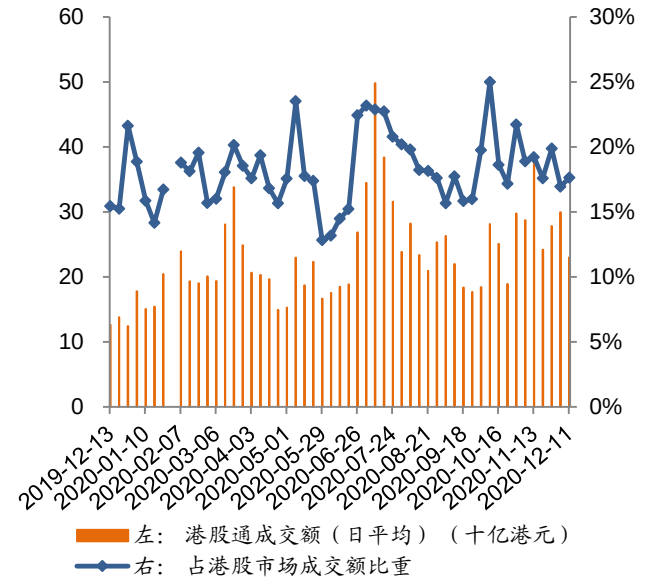
图表 21：主要股指年初至今股价表现：估值变化和盈利调整



资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 12 月 11 日

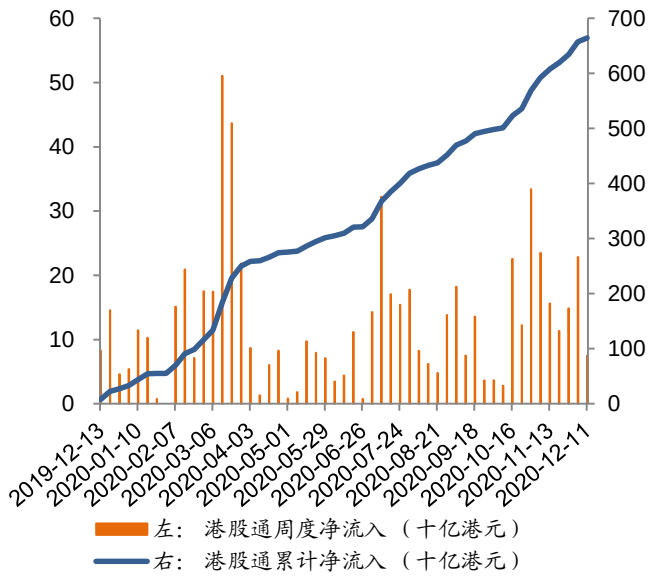
陆港通

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 11 日

图表 23：南下资金净流入



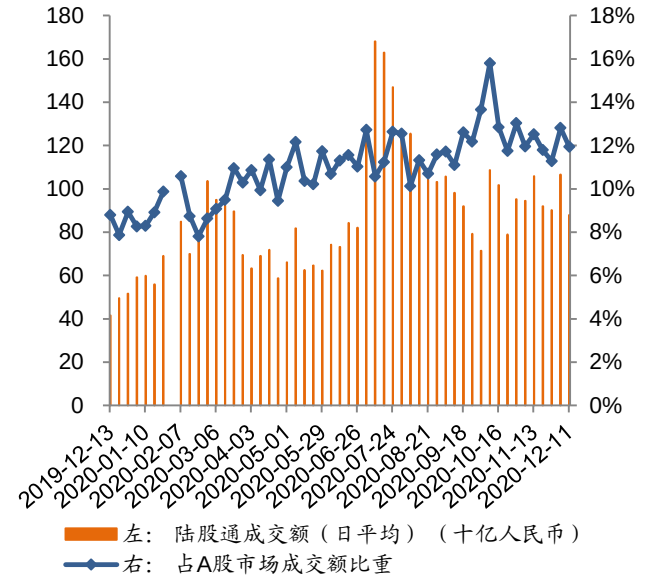
资料来源：万得、招商证券（香港）；数据截至 20 年 12 月 11 日

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）	2020/11/20	2020/11/27	2020/12/04	2020/12/11	2020/07	2020/08	2020/09	2020/10	2020/11	2020/12
医疗保健	-1.1	-0.2	-0.4	-0.5	3.8	-1.6	2.2	1.6	-1.9	-0.8
原材料	0.3	-0.5	0.1	0.0	0.8	0.0	0.2	0.1	-0.1	0.0
工业	-0.2	0.1	0.0	0.8	0.1	0.2	0.2	0.1	-0.1	0.8
房地产	0.0	0.0	-0.1	0.3	-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	0.1	0.3	0.2	0.9	0.5	-0.1	-0.2	-0.1	0.5	1.1
保险	-0.1	0.5	-0.3	-0.7	1.3	2.0	2.0	2.4	0.8	-1.4
信息技术	0.1	1.2	5.9	1.9	5.0	0.9	-0.6	4.1	2.6	7.5
多元金融	0.3	1.0	0.0	0.0	3.3	0.5	0.4	2.6	3.4	0.0
日常消费	1.4	1.0	0.9	1.1	4.2	3.6	2.5	0.8	3.6	2.0
可选消费	-1.7	1.0	-2.3	-0.5	8.6	13.2	2.2	11.9	6.2	-1.7
银行	0.0	3.3	3.9	-0.4	3.8	-0.3	1.0	6.7	7.7	0.8
通信服务	5.7	3.1	4.0	2.5	14.8	4.7	6.5	19.8	29.3	6.8
总计 (前十大个股)	**4.8**	**10.7**	**11.9**	**5.4**	**46.2**	**22.9**	**16.7**	**49.9**	**52.0**	**15.2**
南下总计	**11.3**	**14.9**	**22.8**	**7.5**	**91.0**	**38.0**	**41.7**	**71.0**	**70.3**	**25.3**

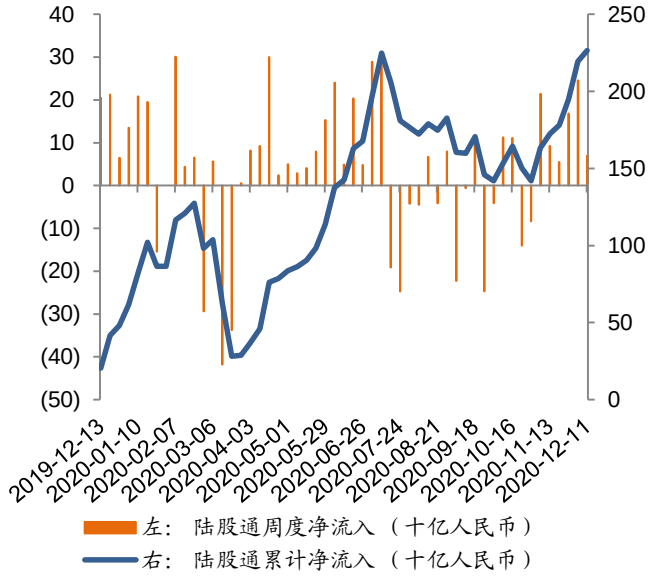
资料来源：万得、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 12 月 11 日

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 11 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 11 日

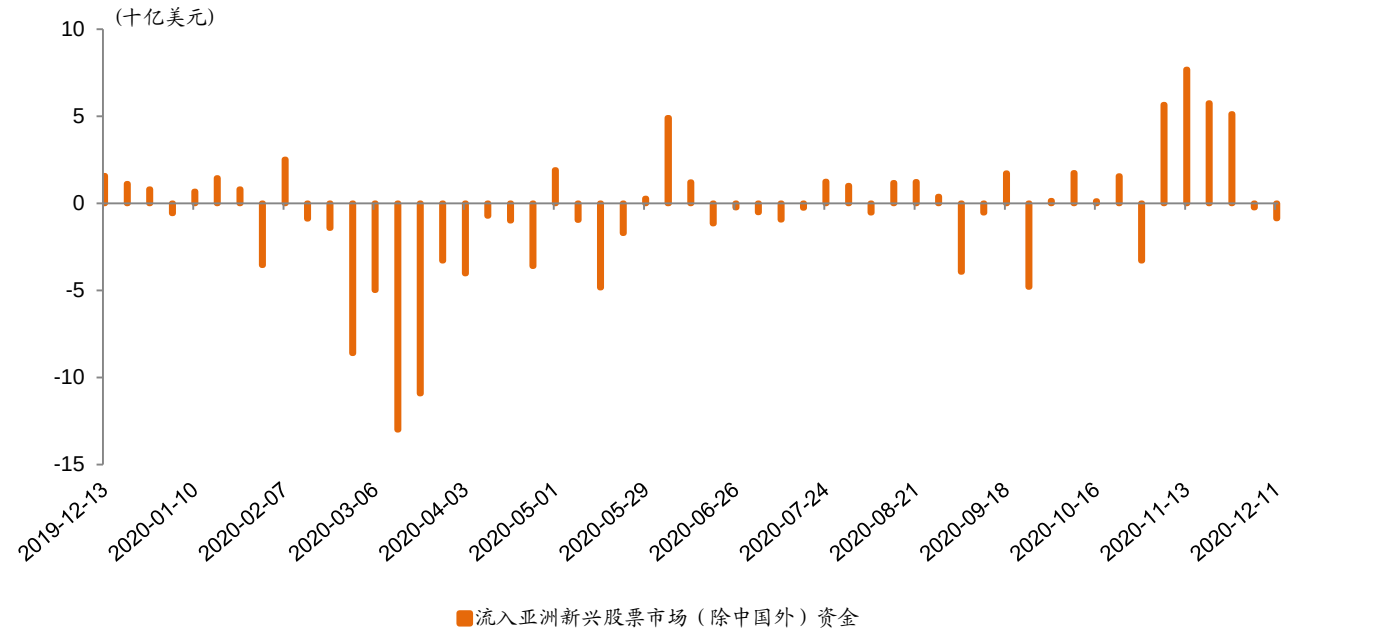
图表 27：北上分板块资金净流入

	北上资金净流入									
	每周				每月					MTD
（十亿人民币）	2020/11/20	2020/11/27	2020/12/04	2020/12/11	2020/07	2020/08	2020/09	2020/10	2020/11	2020/12
日常消费	-1.8	-0.8	0.0	1.3	-11.5	-0.7	-10.7	0.7	-2.1	2.2
原材料	-0.2	-0.1	0.0	-0.3	0.9	1.4	0.3	-0.6	-0.2	-0.3
公用事业	-0.1	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	0.0	0.0	1.5	-0.1	-0.3	0.0	0.0
房地产	0.1	0.0	-0.5	0.0	1.2	0.3	0.4	0.2	0.2	-0.2
医疗保健	0.6	1.0	1.1	-0.2	0.8	1.0	-1.2	-0.6	1.7	1.1
银行	0.8	-0.4	0.0	0.6	1.3	1.8	-0.6	2.7	2.4	0.6
工业	0.5	1.2	0.9	0.6	0.3	4.2	3.9	0.9	2.7	1.1
多元金融	-0.2	0.9	1.0	1.1	1.6	0.0	0.2	0.5	3.5	0.7
保险	1.8	1.9	1.0	0.6	6.3	-1.8	-2.3	-0.8	4.0	1.4
信息技术	0.0	0.7	1.3	1.8	1.6	3.4	-2.0	1.8	5.2	2.6
可选消费	-0.5	3.4	-0.6	0.4	-4.0	-0.2	0.4	5.8	8.1	0.5
总计 (前十大个股)	**1.0**	**7.7**	**4.2**	**5.8**	**-1.6**	**10.9**	**-12.1**	**10.2**	**25.2**	**9.7**
北上总计	**5.5**	**16.9**	**24.5**	**7.0**	**10.4**	**-2.0**	**-32.8**	**0.0**	**57.9**	**26.6**

资料来源：万得、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 12 月 11 日

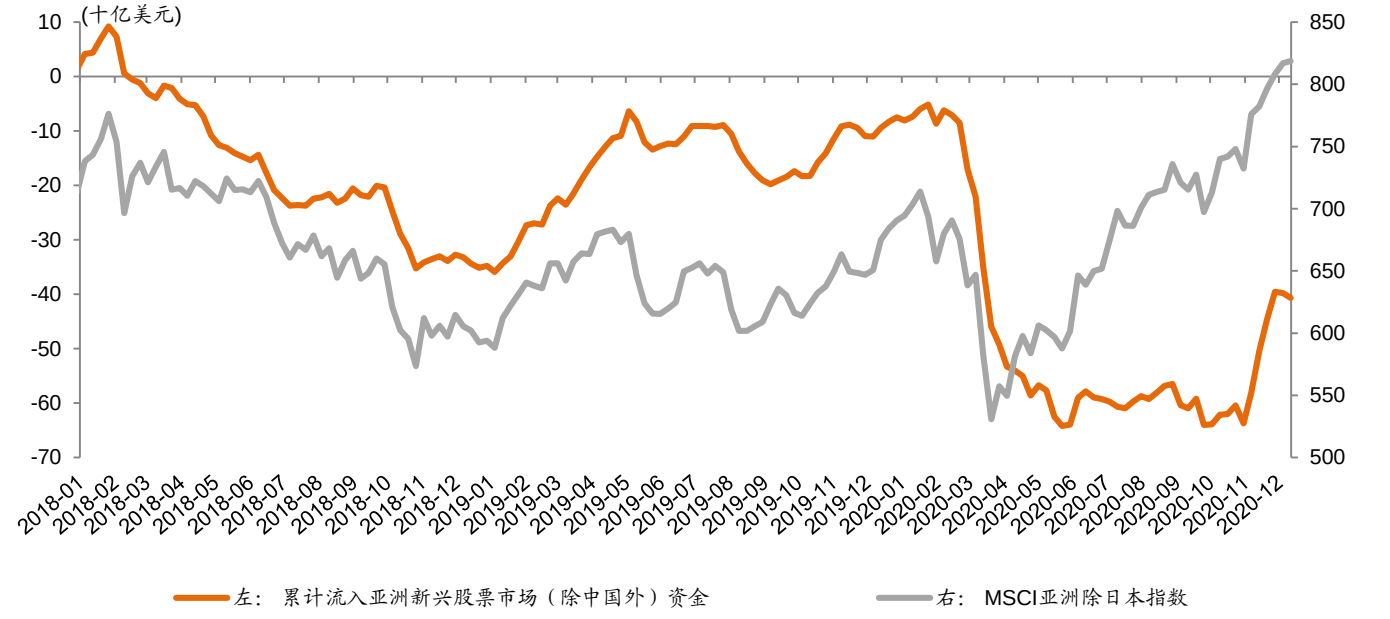
亚洲新兴市场资金流动

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 11 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 11 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	727,226	588.0	699.0	39.3	32.5	0.3%	9%	互联网
BILI US	哔哩哔哩	26,374	75.9	63.0	n.a.	n.a.	0.0%	-37%	互联网
3888 HK	金山软件	7,340	41.5	49.0	40.7	31.3	0.3%	-61%	软件
JD US	京东	129,276	82.6	100.0	52.5	37.3	0.0%	-46%	电商
2359 HK	药明康德	40,539	126.0	179.0	88.7	66.5	0.4%	-7%	医药
BGNE US	百济神州	20,755	228.3	345.0	n.a.	n.a.	0.0%	-72%	医药
1801 HK	信达生物	10,229	56.6	80.0	n.a.	n.a.	0.0%	-25%	医药
390 HK	中国中铁	18,670	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	11,284	9.0	10.7	8.5	8.8	4.2%	33%	基建设备
631 HK	三一国际	1,824	4.5	6.5	12.8	8.7	3.1%	-16%	机械设备
2688 HK	新奥能源	15,597	107.2	124.0	17.2	14.4	2.1%	39%	公用事业
135 HK	昆仑能源	6,524	5.8	7.6	7.6	6.0	4.7%	21%	公用事业
941 HK	中国移动	117,018	44.3	70.0	7.1	6.8	7.8%	-31%	电信
728 HK	中国电信	22,448	2.2	3.8	6.5	6.5	6.2%	27%	电信
2018 HK	瑞声科技	6,423	41.2	65.0	27.2	14.3	3.2%	17%	科技硬件
1347 HK	华虹半导体	7,131	42.7	37.0	94.9	50.0	0.3%	-31%	半导体
EDU US	新东方教育	27,024	160.0	202.0	52.0	45.3	0.0%	-58%	教育
1765 HK	希望教育	1,876	2.0	4.3	14.1	11.3	2.4%	6%	教育
1055 HK	南方航空	13,014	5.0	5.9	n.a.	15.5	0.0%	236%	交运
914 HK	海螺水泥	40,144	48.3	68.5	19.4	29.1	5.1%	-42%	原材料
1211 HK	比亚迪	66,805	174.1	340.0	81.2	62.0	0.1%	106%	汽车
175 HK	吉利汽车	27,859	22.0	30.0	22.4	15.9	1.1%	-23%	汽车
6862 HK	海底捞	39,930	58.4	66.5	234.9	49.8	0.1%	30%	餐饮
YUMC US	百胜中国	23,815	56.8	65.4	37.9	25.5	0.4%	18%	餐饮
2020 HK	安踏	38,223	109.6	131.1	52.0	33.4	1.9%	-13%	运动服饰
1368 HK	特步	1,082	3.3	4.0	14.0	8.7	4.3%	-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 11 日

主要报告

基建及工程机械 - 2021 年展望：多维数据显示行业景气度将进一步提升 (焦一丁,赵安博)

政府负债和相关行业需求均显示 2021 年基础设施投资完成额有望恢复高单位数增长。基建行业基本面持续改善，估值吸引，行业首选中国中铁（390 HK）及中国建筑国际（3311 HK）。工程机械行业中看好后周期设备发力，行业首选中联重科（1157 HK）。

长城汽车 (2333 HK) - 月销量创近年新高，产品周期与行业复苏共振 (梁勇活,杨岱东)

11 月销量同比增长 26%，累计同比转正，哈弗/欧拉/皮卡全面开花。近期欧拉好猫、坦克 300 上市，丰富产品布局，兑现平台化优势。强劲产品周期与行业复苏共振，维持买入评级及目标价 20.0 港元。

瑞声科技 (2018 HK) - 2020 年四季度投资者电话会议纪要 (陈永豪,苏林)

光学业务利润率受良率和产能利用率提升而得到改善；首个 WLG 项目定于 2021 年一季度出货。美国大客户份额已趋于稳定；安卓客户采用率提升将拉动未来增长。即将走出艰难时期；瑞声科技为我们目前的买入首选之一。

中国教育行业 - 2021 年展望：看好高增长，盈利性/估值重要性提升 (王腾杰,李怡珊)

教培板块学生人数增长前景良好，相较线上教培更看好线下教培，主要是由于线下业务增速的加快。受益于政策利好，高教板块基本面增长轨迹不变；多重催化剂驱动未来稳健增长前景。买入首选：新东方（EDU US）、希望教育（1765 HK）、中国科培（1890 HK）、新高教（2001 HK）和华夏视听教育（1981 HK）。

中国人寿 (2628HK) - 公司开放日纪要 (罗磊,朱璐颖)

"鼎新工程"改革促进个险及其他多元业务发展。公司以可持续的价值增长为核心战略。估值吸引；维持买入评级和目标价 23.5 港元。

航空 - 2021 年展望：关注国际市场重启进度 (魏芸)

至暗时刻已过，国内市场恢复进度全球领先。国际市场重启将推动行业盈利拐点的到来。看好航空业基本面修复带动中期估值修复，看好三大航。

腾讯 (700 HK) - 在 IP 运营上全力以赴 (刘楠,马牧野,黄耀林)

虚拟偶像团体 K/DA 在全球的风靡，为拳头和腾讯展现出了 IP 运营的巨大潜力。基于其综合全面的实力，我们看好腾讯在 IP 运营上的巨大潜力。维持买入评级，目标价维持 699 港元不变。

天然气行业 - 增加供应，确保顺利渡过冬季供暖季 (王腾杰,萧俊燊)

10 月天然气供应增长加速（国内产量同比增加 11.9%；进口同比增加 15.5%）。中俄东线中段完工，预计将进一步增加输往中国的管道天然气供应量。维持推荐评级；买入：昆仑能源、新奥能源、中国燃气。

百富环球 (327 HK) - 蒙尘珠玉，其光待掘 (陈永豪,苏林)

公司正面盈利预告显示 2020 年下半年复苏强劲，主要因需求强于预期、安卓产品销售占比提高。股息发派增加、特别股息提议彰显百富环球致力于提高股东回报的决心。估值不高；投资者很可能重新考虑百富环球。

中国运动服饰行业 - 宝胜 11 月收入下跌是因为消费者转向电商渠道，而非需求疲弱 (黄建文,王钿熠)

宝胜发布 11 月销售数据，同比下跌 9.2%。我们相信收入下跌主要因为消费者在双十一期间转向线上购买。现在清理 2020 年一季度积压的库存有助于 2021 年的销售。

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