2020 年 12 月 7 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 (2020/12/07)

中国PMI和出口数据显示增长动能强劲

- **中国11月出口同比大涨，贸易顺差为史上最高**
- **美国11月新增非农就业不及预期，显示劳动力市场复苏开始失去动力**
- **特朗普离任前仍然不断推出遏制中国的政策**

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）中美关系：12月3日，美国国防部将中芯国际和中海油等四家公司列入中国“军工企业”黑名单，令黑名单企业总数增加至35家。此前，特朗普在11月签署了一项行政命令，禁止美国个人/机构投资该名单上的公司。12月2日，美国众议院一致通过了《外国公司问责法案》(Holding Foreign Companies Accountable Act)，该法案于今年5月获参议院通过，现在已提交给总统，预计将签署成为法律。若中国企业和审计机构连续三年无法符合美国PCAOB的检查要求，该法律将迫使这些企业从美国的交易所退市。美国当选总统拜登在12月2日接受《纽约时报》的采访中表示，在全面审阅第一阶段的贸易协议及与美国盟友磋商前，他将不会采取任何“立即行动”取消特朗普政府对中国进口的货物加征的关税。拜登还表示，“最好的对华战略”是美国与在亚洲和欧洲的所有传统盟友“站在一起”，这将是他“在总统任期的首几周”的首要任务。**2）新冠疫情：**美国疫情仍极为严峻，12月3日至5日，每日新增感染人数连续3天超过20万。12月2日，英国成为全球第一个批准辉瑞/BioNTech公司新冠疫苗紧急使用的国家。该疫苗将于本周开始接种，首批接种对象为养老院人员、医务工作者和80岁及以上老人。

宏观经济数据：中国方面：1）11 月出口（按美元计价）同比大涨 21.1%，远超预期（10 月：11.4%）；11 月进口（按美元计价）同比增长 4.5%，不及预期（10 月：4.7%）。11 月贸易顺差扩大至 754 亿美元，超出预期（10 月：584 亿美元）。2）11 月财新制造业 PMI 录得 54.9，超出预期（10 月：53.6）。11 月财新服务业 PMI 录得 57.8，超出预期（10 月：56.8）。**美国方面**：1）11 月 ISM 制造业 PMI 为 57.5，不及预期（10 月：59.3）。2）11 月 ADP 新增私营就业岗位 307,000 个，不及预期（10 月：404,000）。3）11 月新增非农就业岗位 245,000，显著不及预期（10 月：610,000）。4）11 月失业率回落至 6.7%（10 月：6.9%）。5）10 月商品与服务贸易账录得 631 亿美元赤字，规模略小于预期（9 月赤字：621 亿美元）。6）10 月工厂订单环比增长 1.0%，略好于预期（9 月：1.3%）。7）截止至 11 月 28 日当周首次申请失业补助人数为 712,000，好于预期（之前一周：787,000）。

股市概况：过去一周恒生/MSCI中国指数分别下跌0.2%/1.6%，而沪深300指数上涨1.7%。**MSCI中国指数**：日常消费（+3.9%）和保险（+3.1%）板块跑赢大市，能源（-11.6%）和房地产（-4.9%）板块则表现不佳。恒生/MSCI中国/沪深300指数估值分别为12.9倍/16.8倍/15.7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. 美国劳动力市场复苏开始显著受阻 (2020/12/05)
2. **2021年展望：沉舟侧畔千帆过，柳暗花明万木春 (2020/12/03)**
3. 招证国际策略周报 (2020/11/30) - PMI显示中国经济复苏势头强劲 (2020/11/30)
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 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		2020-11-09	2020-12-09
PPI 同比%	-3.7	-3.0	-2.4	-2.0	-2.1	-2.1		2020-11-09	2020-12-09
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		2020-11-11	2020-12-10
M2 同比%	11.1	11.1	10.7	10.4	10.9	10.5		2020-11-11	2020-12-10
社会融资规模 (十亿元人民币)	3,187	3,468	1,693	3,585	3,469	1,417		2020-11-11	2020-12-10
新增人民币贷款 (十亿元人民币)	1,482	1,811	993	1,278	1,896	690		2020-11-11	2020-12-10
金融机构贷款余额同比%	13.2	13.2	13.0	13.0	13.0	12.9		2020-11-11	2020-12-10
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		2020-11-12	2020-12-10
核心 CPI 同比%	1.2	1.2	1.6	1.7	1.7	1.6		2020-11-12	2020-12-10
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	-0.4	-0.2	0.4	0.5		2020-11-13	2020-12-11
核心 PPI 同比%	0.3	0.3	0.3	0.6	1.2	1.1		2020-11-13	2020-12-11
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	2021-01-04
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	2021-01-04
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	2020-11-25	2020-12-11
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	2020-11-25	2020-12-11
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	2020-11-25	2020-12-11
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	6,436			2020-11-10	2020-12-09
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		2020-11-12	2020-12-11
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
MSCI 中国	-1.6%	-0.6%	1.2%	7.5%	26.0%	24.7%	35.8%
韩国 KOSPI	3.7%	7.0%	15.9%	15.3%	27.0%	24.3%	32.0%
沪深 300	1.7%	2.5%	5.2%	6.2%	27.2%	23.7%	31.6%
台湾 TWSE	1.9%	3.0%	9.8%	11.8%	24.0%	17.8%	22.8%
MSCI 亚太区除日本外	1.0%	2.7%	9.4%	13.5%	26.4%	16.1%	23.9%
美国标普 500	1.7%	4.0%	7.4%	7.9%	18.9%	14.5%	18.8%
MSCI 新兴市场	1.7%	3.5%	10.2%	13.8%	26.5%	12.2%	20.7%
新西兰 S&P/NZX50	-0.1%	1.5%	3.5%	6.8%	12.6%	9.9%	12.7%
印度 Sensex	2.1%	2.7%	11.0%	17.5%	32.7%	9.3%	10.4%
俄罗斯 MOEX	1.3%	4.4%	14.3%	9.0%	15.1%	4.6%	9.8%
日本 Topix	-0.6%	2.8%	9.1%	9.9%	10.7%	3.2%	4.3%
加拿大 S&P/TSX 综合	0.7%	2.9%	9.5%	8.0%	12.8%	2.7%	3.7%
马来西亚 KLCI	0.9%	1.8%	10.7%	7.0%	3.8%	2.1%	3.9%
澳大利亚 S&P/ASX 200	0.5%	1.5%	9.4%	12.0%	10.7%	-0.7%	0.4%
巴西 IBOV	2.9%	7.3%	16.2%	12.4%	21.2%	-1.6%	3.1%
香港恒生	-0.2%	1.5%	7.8%	8.7%	10.1%	-4.8%	3.0%
欧洲 STOXX	0.2%	1.1%	8.5%	8.9%	7.6%	-5.2%	-2.3%
印尼 JCI	0.5%	4.3%	13.8%	10.9%	18.2%	-7.8%	-4.9%
泰国 SET	0.8%	4.4%	18.6%	10.5%	2.8%	-8.2%	-7.4%
菲律宾 PSEi	5.1%	-0.5%	10.4%	23.3%	9.5%	-8.7%	-8.7%
新加坡海峡时报	-0.6%	1.0%	12.9%	13.2%	4.9%	-11.9%	-10.1%
英国富时 100	2.9%	3.1%	11.3%	13.0%	3.3%	-13.2%	-8.9%

资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 12 月 4 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	5.6%	9.8%	20.4%	26.5%	42.5%	32.6%	44.9%
沪深 300	2.4%	3.0%	7.2%	11.3%	38.5%	31.8%	42.0%
MSCI 中国	-1.6%	-0.6%	1.3%	7.5%	26.0%	25.3%	37.1%
台湾 TWSE	3.0%	4.2%	11.5%	16.5%	31.5%	24.9%	32.6%
MSCI 亚太区除日本外	1.0%	2.7%	9.4%	13.5%	26.4%	16.1%	23.9%
新西兰 S&P/NZX50	0.0%	2.9%	8.9%	11.9%	22.9%	14.7%	21.4%
美国标普 500	1.7%	4.0%	7.4%	7.9%	18.9%	14.5%	18.8%
MSCI 新兴市场	1.7%	3.5%	10.2%	13.8%	26.5%	12.2%	20.7%
日本 Topix	-0.7%	2.5%	9.6%	12.1%	15.9%	7.9%	9.0%
印度 Sensex	2.4%	3.2%	11.7%	16.7%	35.7%	5.5%	7.0%
澳大利亚 S&P/ASX 200	1.1%	3.2%	13.4%	14.3%	18.8%	5.1%	9.0%
加拿大 S&P/TSX 综合	2.2%	5.3%	12.3%	10.4%	19.2%	4.2%	6.9%
马来西亚 KLCI	1.1%	2.5%	13.6%	9.2%	9.2%	2.8%	6.8%
欧洲 STOXX	1.8%	3.6%	12.4%	11.7%	15.3%	2.5%	7.1%
菲律宾 PSEi	5.1%	-0.2%	11.0%	24.6%	13.6%	-3.5%	-3.3%
香港恒生	-0.2%	1.5%	7.9%	8.7%	10.1%	-4.3%	4.0%
泰国 SET	1.3%	4.7%	21.9%	15.2%	7.5%	-8.8%	-6.9%
印尼 JCI	0.4%	4.8%	15.8%	15.7%	18.1%	-9.3%	-5.3%
新加坡海峡时报	-0.2%	1.7%	15.0%	15.9%	10.1%	-11.1%	-8.1%
英国富时 100	4.1%	4.6%	15.4%	14.9%	10.4%	-11.8%	-6.2%
俄罗斯 MOEX	4.3%	7.7%	22.6%	11.3%	7.9%	-12.3%	-5.0%
巴西 IBOV	6.4%	11.6%	27.3%	15.1%	19.7%	-23.6%	-16.4%

资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 12 月 4 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	-9.4%	-2.8%	-15.5%	-0.5%	41.3%	17.6%	7.3%
WTI 原油	1.6%	9.8%	18.2%	16.3%	23.7%	-24.2%	-20.8%
汽油	-1.1%	7.9%	14.5%	7.8%	10.4%	-25.3%	-20.9%
布伦特原油	2.2%	9.5%	19.5%	15.4%	23.2%	-25.4%	-21.8%
热油	1.6%	9.1%	19.6%	21.8%	30.6%	-30.8%	-27.0%
金属							
铁矿石	6.1%	7.9%	12.6%	9.0%	34.6%	50.3%	58.9%
银	7.1%	0.0%	1.3%	-10.1%	36.1%	34.8%	43.4%
铜	3.5%	6.6%	13.5%	15.7%	40.3%	25.7%	31.9%
锌	-1.4%	-1.3%	6.3%	11.0%	35.6%	21.3%	22.8%
金	2.9%	-1.7%	-2.9%	-4.9%	7.1%	20.8%	24.7%
镍	-0.3%	1.5%	6.9%	7.2%	28.4%	16.9%	25.0%
铝	2.3%	2.6%	7.1%	14.4%	30.1%	12.9%	16.3%
铂	9.6%	11.6%	22.3%	17.3%	26.4%	8.9%	17.9%
农产品							
大豆	-2.4%	-1.5%	7.8%	20.0%	34.0%	23.3%	32.5%
糖	-2.6%	-5.1%	-1.4%	21.0%	23.1%	7.6%	10.6%
玉米	-2.0%	-1.5%	2.9%	20.1%	26.7%	7.5%	13.1%
小麦	-5.0%	-4.5%	-6.5%	5.0%	8.2%	1.4%	5.9%
棉花	-2.5%	-1.4%	-0.5%	9.0%	16.4%	1.2%	10.6%
瘦肉猪	0.0%	2.7%	-0.7%	10.1%	36.0%	-7.8%	6.5%
咖啡	-5.2%	-0.1%	12.0%	-14.4%	17.5%	-11.1%	-4.4%
活牛	-1.6%	0.7%	0.9%	4.2%	13.7%	-12.7%	-8.9%

资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 12 月 4 日

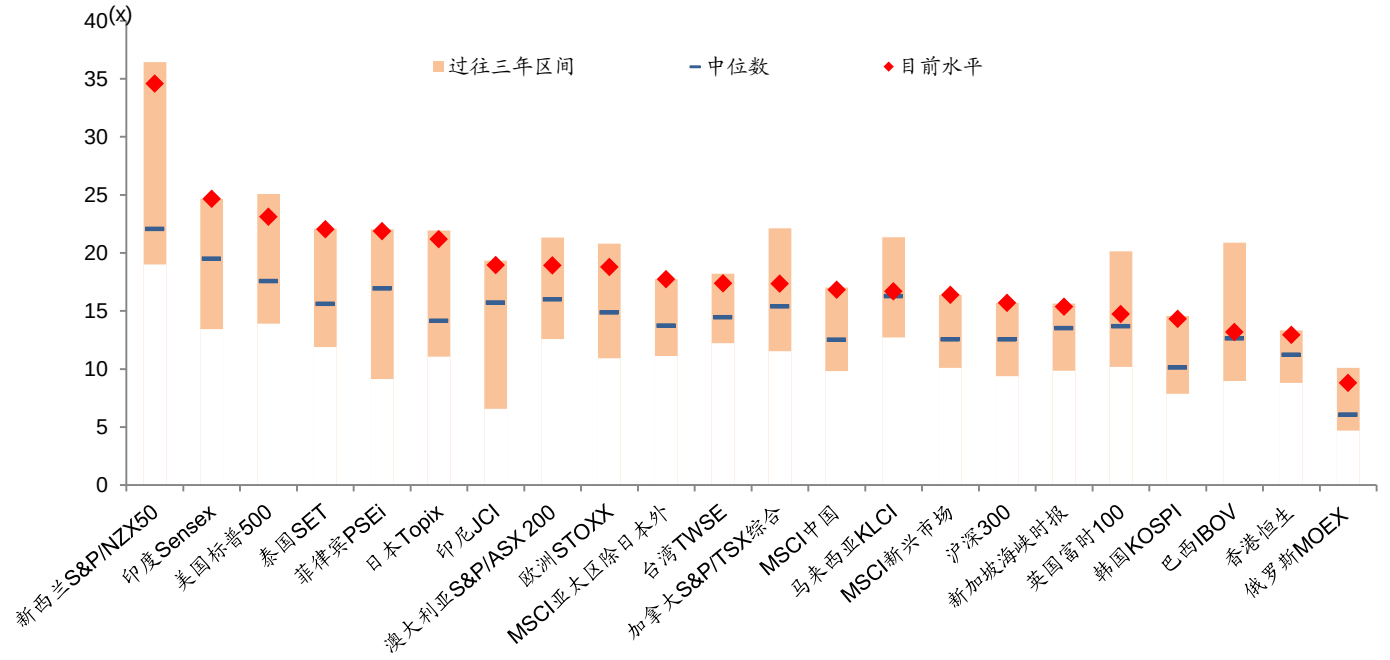
图表 6：主要货币兑美元表现（根据年初至今表现排序）

	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	0.5%	2.0%	4.0%	3.4%	8.7%	10.6%	12.5%
瑞士法郎	1.6%	2.1%	2.3%	2.4%	7.1%	8.3%	10.9%
欧元	1.3%	2.2%	3.5%	2.4%	7.0%	8.0%	9.4%
韩元	2.0%	3.0%	5.2%	10.0%	12.7%	6.8%	10.4%
中国人民币	0.7%	0.5%	1.9%	4.8%	8.9%	6.6%	7.9%
新台币	1.1%	1.2%	1.5%	4.2%	6.0%	6.3%	8.1%
澳大利亚元	0.5%	1.7%	3.4%	2.0%	7.2%	5.7%	8.4%
菲律宾比索	0.1%	0.4%	0.7%	1.2%	4.1%	5.5%	6.2%
新西兰元	0.2%	1.6%	5.2%	4.8%	9.3%	4.4%	7.8%
日元	-0.1%	-0.3%	0.4%	2.0%	4.6%	4.2%	4.5%
加拿大元	1.6%	2.4%	2.6%	2.2%	5.7%	1.5%	3.2%
英镑	0.9%	1.2%	3.4%	1.2%	6.6%	1.3%	2.6%
智利比索	3.0%	2.1%	1.7%	3.8%	3.5%	1.0%	6.2%
马来西亚林吉特	0.2%	0.8%	2.5%	2.1%	5.3%	0.7%	2.8%
新加坡元	0.2%	0.6%	1.7%	2.2%	4.7%	0.7%	2.0%
越南盾	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.6%	0.2%	0.2%
泰铢	0.3%	0.3%	2.7%	4.0%	4.5%	-1.5%	0.4%
印度尼西亚卢比	-0.1%	0.4%	3.3%	4.6%	-0.1%	-1.7%	0.0%
印度卢比	0.4%	0.5%	1.3%	-0.9%	2.4%	-3.3%	-3.1%
墨西哥比索	1.4%	1.7%	6.1%	9.0%	10.9%	-4.5%	-1.6%
南非兰特	0.3%	1.3%	4.3%	9.2%	11.3%	-8.1%	-4.0%
俄罗斯卢布	2.5%	2.8%	4.9%	1.8%	-6.6%	-16.3%	-13.8%
巴西里尔	4.0%	5.1%	10.4%	3.4%	-0.2%	-21.5%	-18.0%
土耳其里拉	0.5%	-2.1%	7.9%	-4.7%	-13.3%	-23.7%	-26.3%
阿根廷比索	-0.7%	-1.6%	-3.2%	-8.8%	-15.6%	-26.7%	-26.7%

资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 12 月 4 日

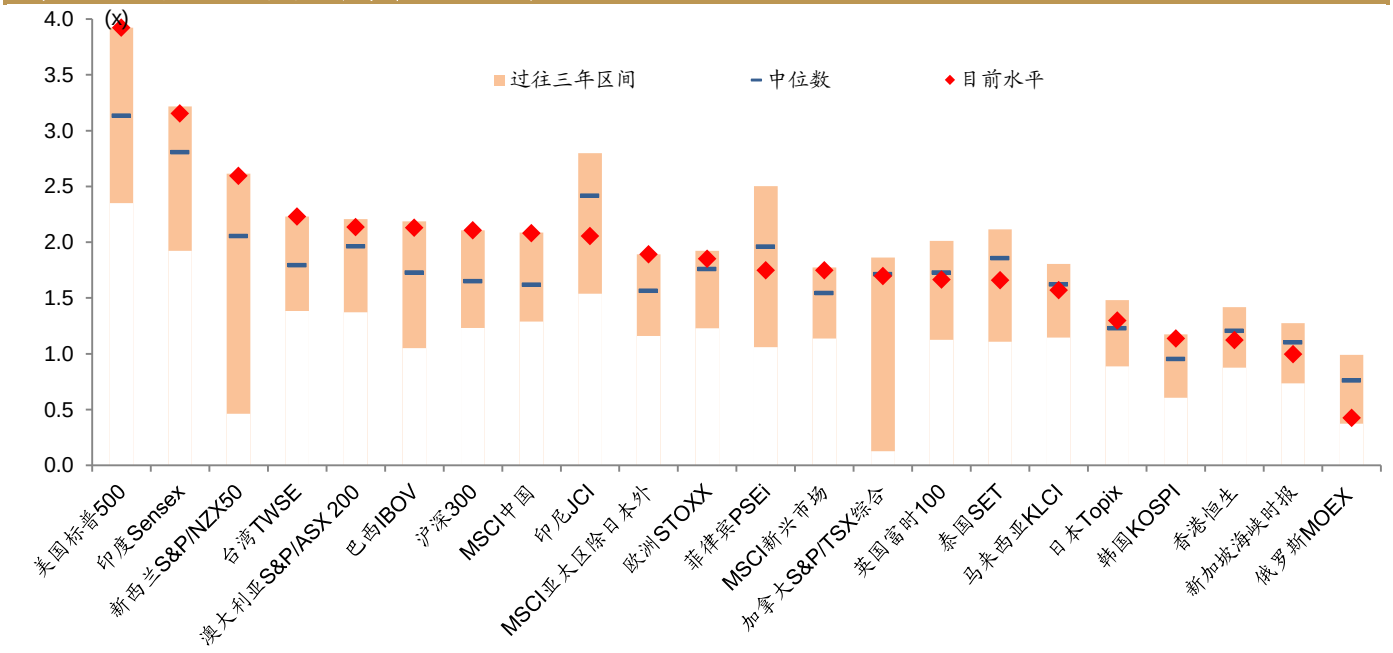
全球股票市场估值

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 4 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 4 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
日常消费	3.9%	2.2%	8.5%	6.1%	32.4%	44.4%	51.0%
保险	3.1%	8.4%	16.9%	16.3%	20.3%	-2.3%	3.6%
医疗保健	2.1%	-1.7%	0.4%	0.8%	17.5%	41.1%	49.2%
多元金融	1.1%	3.6%	4.8%	-0.5%	22.4%	3.3%	19.2%
通信服务	0.2%	-0.1%	-0.5%	8.8%	26.1%	34.2%	49.4%
工业	0.1%	-0.5%	5.1%	3.8%	13.1%	4.3%	13.3%
公用事业	0.1%	2.3%	8.6%	11.1%	3.5%	-4.7%	-3.2%
原材料	-0.3%	-0.7%	9.0%	7.9%	34.4%	19.9%	36.2%
银行	-0.3%	4.4%	8.1%	14.8%	0.5%	-9.2%	-1.9%
信息技术	-0.4%	0.0%	4.8%	6.8%	47.4%	52.3%	68.4%
可选消费	-4.4%	-3.0%	-3.6%	7.7%	41.8%	51.5%	63.0%
房地产	-4.9%	-3.6%	0.2%	-3.8%	-3.9%	-19.6%	-9.8%
能源	-11.6%	-5.5%	7.8%	-1.9%	-6.5%	-31.6%	-23.5%
MSCI 中国	**-1.6%**	**-0.6%**	**1.2%**	**7.5%**	**26.0%**	**24.7%**	**35.8%**

资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 12 月 4 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
日常消费	5.6%	2.8%	7.2%	-1.4%	5.1%	15.8%	11.2%
保险	4.8%	9.0%	15.5%	8.2%	-4.5%	-21.7%	-23.7%
医疗保健	3.8%	-1.1%	-0.8%	-6.3%	-6.7%	13.2%	9.9%
多元金融	2.8%	4.2%	3.5%	-7.5%	-2.8%	-17.1%	-12.2%
通信服务	1.9%	0.5%	-1.7%	1.1%	0.1%	7.6%	10.0%
工业	1.8%	0.1%	3.8%	-3.4%	-10.2%	-16.3%	-16.5%
公用事业	1.7%	2.9%	7.2%	3.3%	-17.8%	-23.6%	-28.7%
原材料	1.4%	-0.1%	7.6%	0.4%	6.7%	-3.9%	0.3%
银行	1.4%	5.0%	6.8%	6.8%	-20.2%	-27.2%	-27.8%
信息技术	1.3%	0.6%	3.6%	-0.6%	17.0%	22.1%	24.0%
可选消费	-2.8%	-2.4%	-4.7%	0.1%	12.5%	21.5%	20.1%
房地产	-3.3%	-3.0%	-1.0%	-10.6%	-23.7%	-35.5%	-33.6%
能源	-10.1%	-4.9%	6.5%	-8.8%	-25.8%	-45.2%	-43.6%

资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 12 月 4 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	5.7%	2.4%	-2.4%	-6.6%	17.4%	44.2%	51.0%
日常消费	3.4%	2.3%	5.5%	0.8%	33.1%	55.6%	61.1%
信息技术	2.6%	0.9%	0.9%	-5.6%	12.4%	25.5%	34.9%
多元金融	2.4%	4.6%	6.7%	-0.7%	32.0%	17.0%	34.4%
保险	1.9%	8.8%	14.6%	21.7%	26.7%	11.0%	14.6%
工业	1.1%	0.6%	3.3%	2.3%	24.9%	25.2%	34.0%
可选消费	0.7%	-1.2%	2.0%	8.2%	29.3%	29.6%	39.1%
原材料	0.3%	-1.0%	7.7%	5.7%	30.6%	28.6%	42.4%
银行	-0.2%	4.2%	7.1%	11.9%	17.4%	3.6%	7.8%
能源	-1.0%	2.6%	8.6%	6.4%	17.4%	-4.0%	1.3%
公用事业	-1.2%	0.3%	2.5%	-1.1%	13.8%	4.7%	6.7%
电信	-1.3%	0.2%	2.0%	-8.8%	-1.7%	-0.6%	5.9%
房地产	-1.6%	-1.0%	4.3%	-4.0%	7.0%	-2.7%	6.2%
沪深 300	**1.7%**	**2.5%**	**5.2%**	**6.2%**	**27.2%**	**23.7%**	**31.6%**

资料来源：万得、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 12 月 4 日

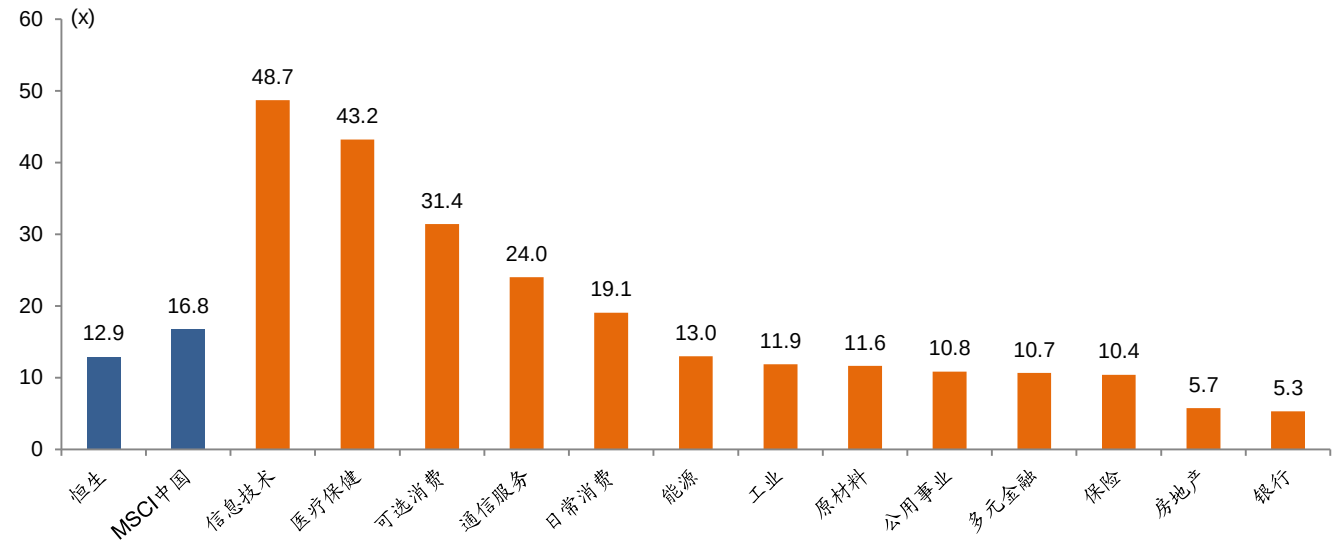
图表 12：沪深 300 指数分行业相对表现（根据过去一周表现排序）

	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	3.9%	0.0%	-7.3%	-12.1%	-7.8%	16.6%	14.7%
日常消费	1.6%	-0.2%	0.3%	-5.1%	4.6%	25.9%	22.4%
信息技术	0.8%	-1.5%	-4.1%	-11.1%	-11.6%	1.5%	2.5%
多元金融	0.7%	2.1%	1.4%	-6.5%	3.8%	-5.4%	2.1%
保险	0.2%	6.2%	8.9%	14.6%	-0.4%	-10.2%	-12.9%
工业	-0.6%	-1.9%	-1.9%	-3.7%	-1.9%	1.2%	1.9%
可选消费	-1.0%	-3.6%	-3.0%	1.9%	1.6%	4.8%	5.7%
原材料	-1.4%	-3.4%	2.3%	-0.5%	2.6%	4.0%	8.2%
银行	-1.9%	1.7%	1.8%	5.4%	-7.7%	-16.2%	-18.0%
能源	-2.6%	0.1%	3.2%	0.2%	-7.7%	-22.4%	-23.0%
公用事业	-2.8%	-2.2%	-2.6%	-6.9%	-10.6%	-15.3%	-18.9%
电信	-2.9%	-2.2%	-3.1%	-14.1%	-22.8%	-19.6%	-19.6%
房地产	-3.2%	-3.4%	-0.8%	-9.6%	-15.9%	-21.3%	-19.3%

资料来源：万得、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 12 月 4 日

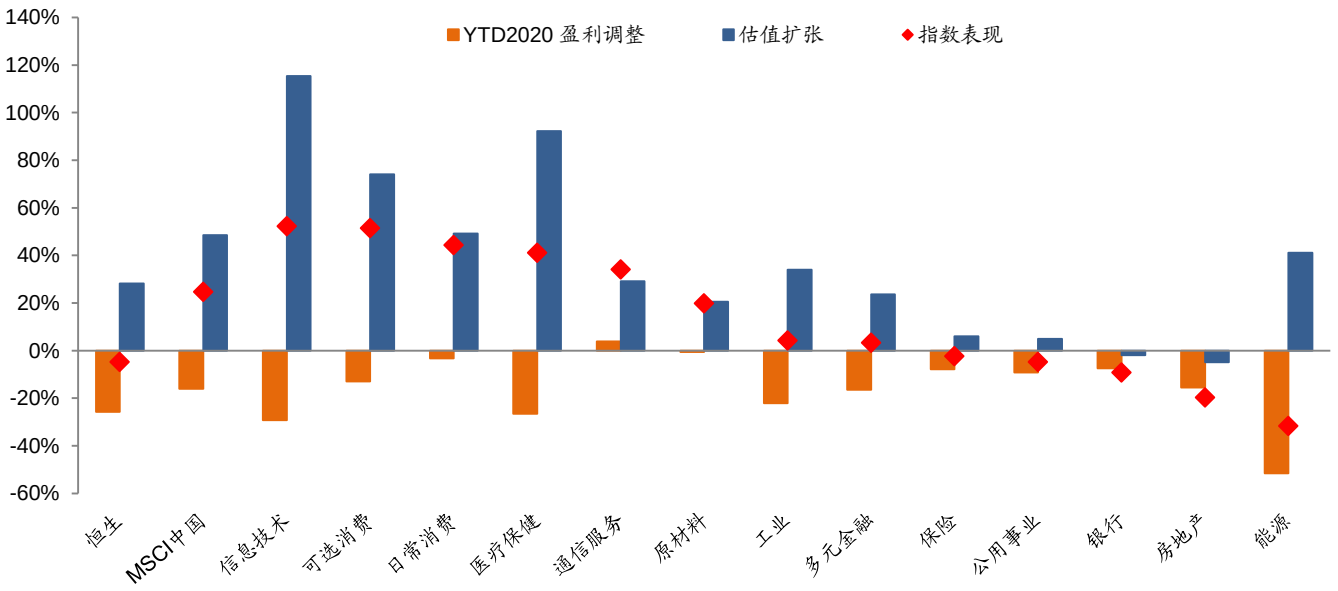
分行业估值

图表 13：MSCI 中国指数分行业前瞻市盈率（12 个月前瞻市盈率）



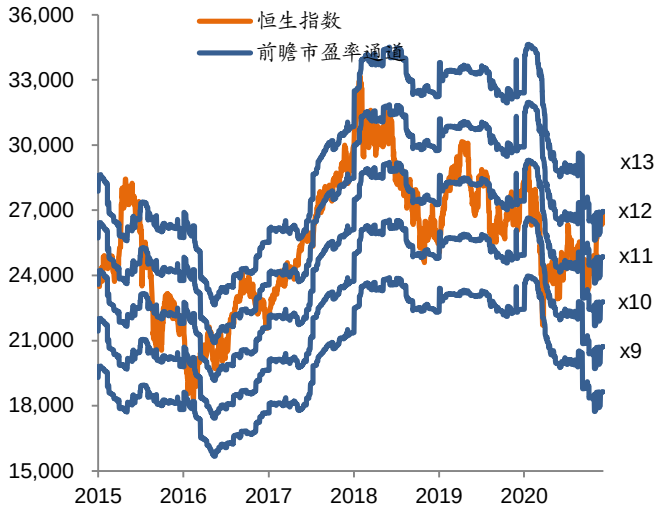
资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 12 月 4 日

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



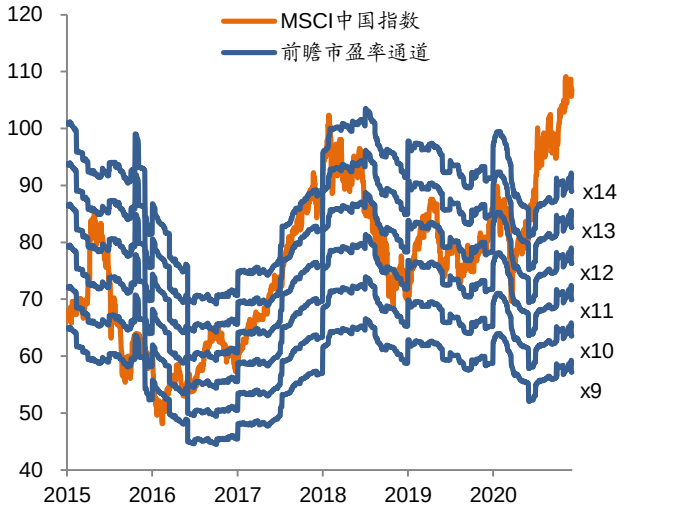
资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 12 月 4 日

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 4 日

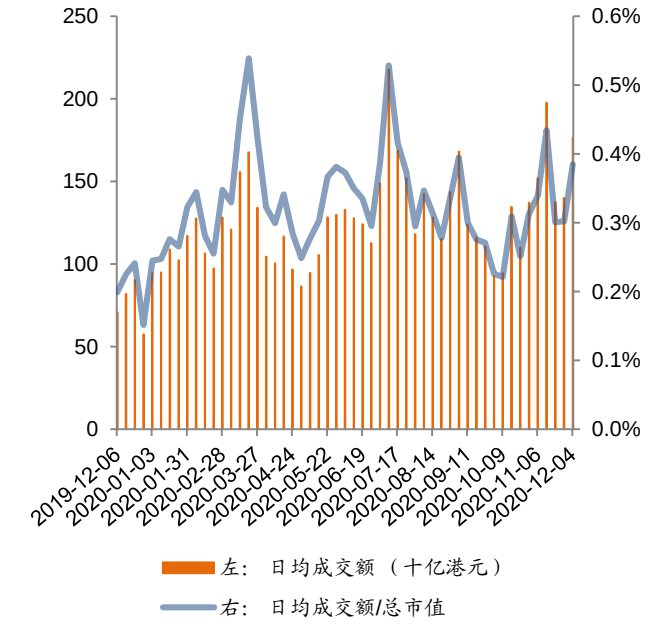
图表 16：MSCI 中国指数市盈率通道



资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 20 年 12 月 4 日

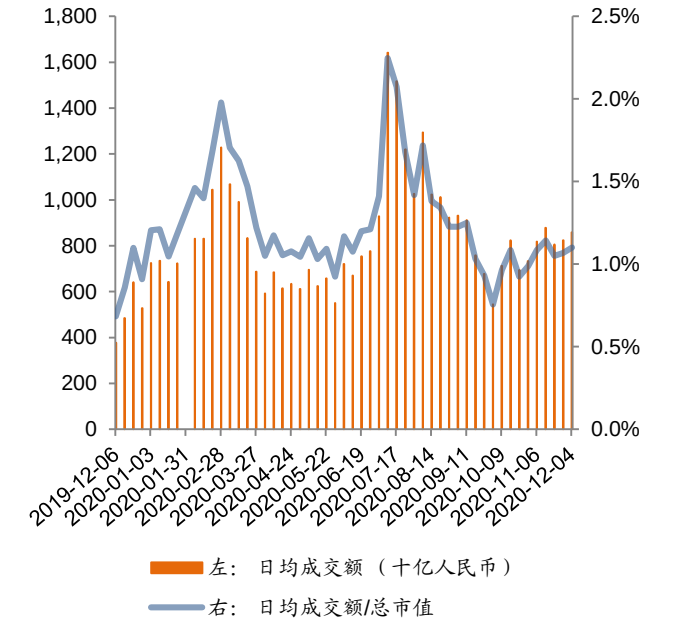
市场成交额

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 4 日

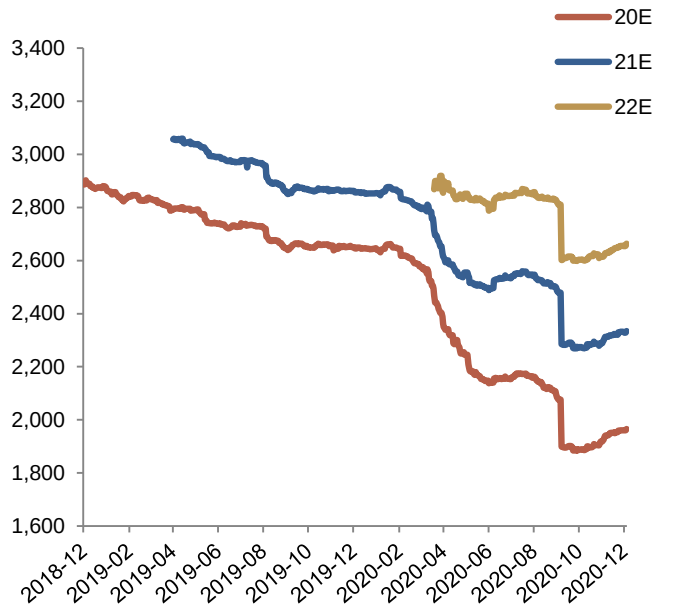
图表 18：A 股市场日均成交额



资料来源：万得、招商证券（香港）；数据截至 20 年 12 月 4 日

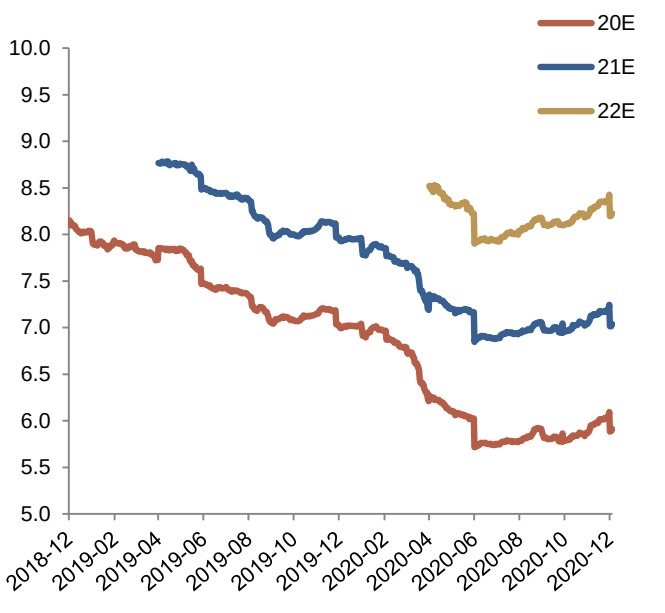
盈利预测调整

图表 19：恒生指数 EPS 一致预测调整



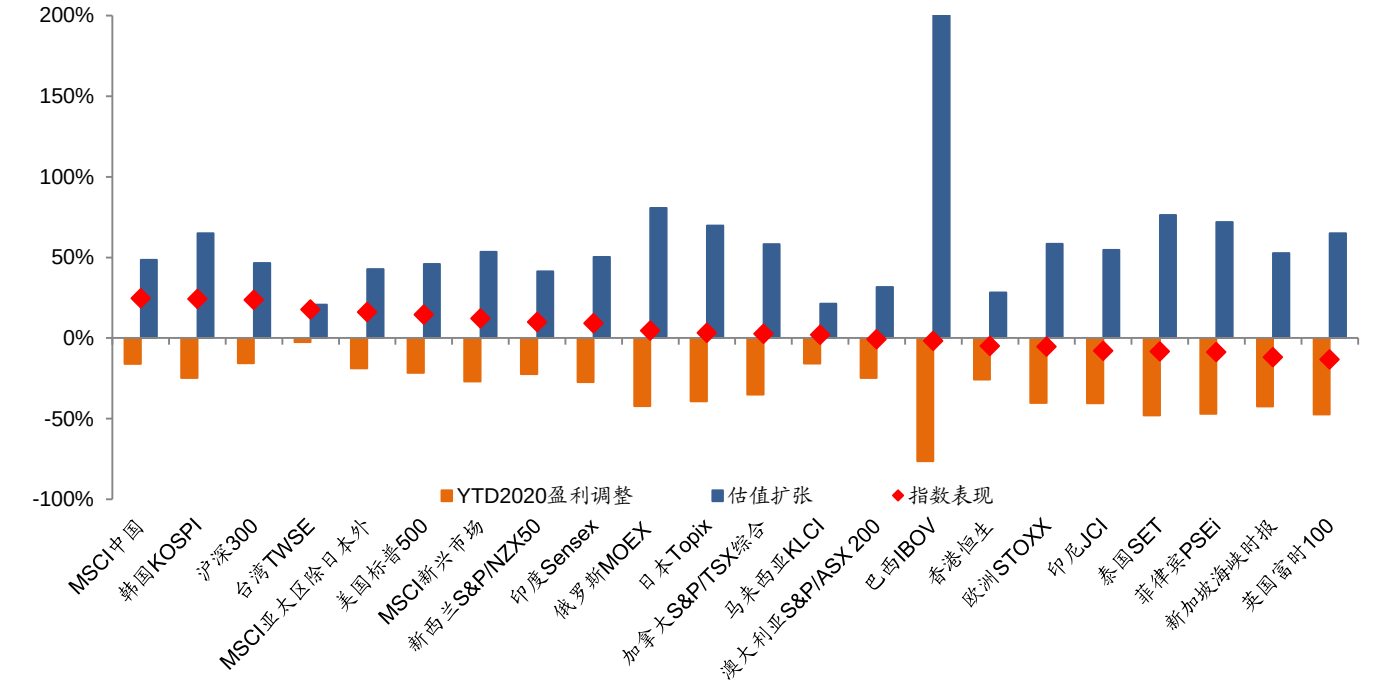
资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 20 年 12 月 4 日

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 4 日

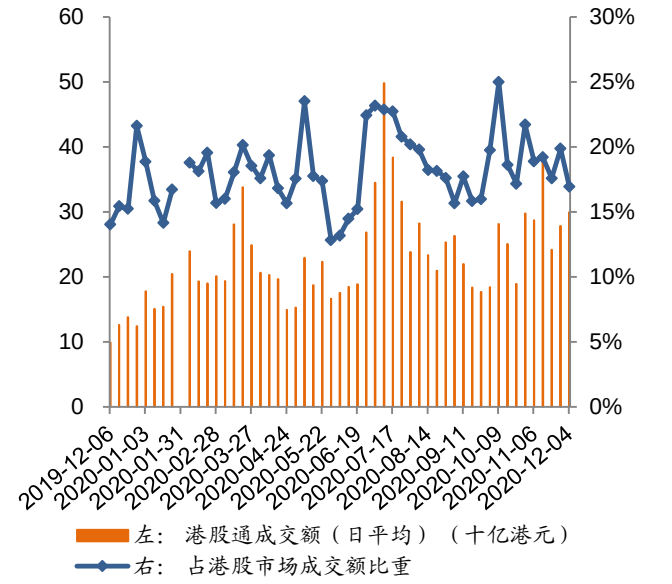
图表 21：主要股指年初至今股价表现：估值变化和盈利调整



资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 12 月 4 日

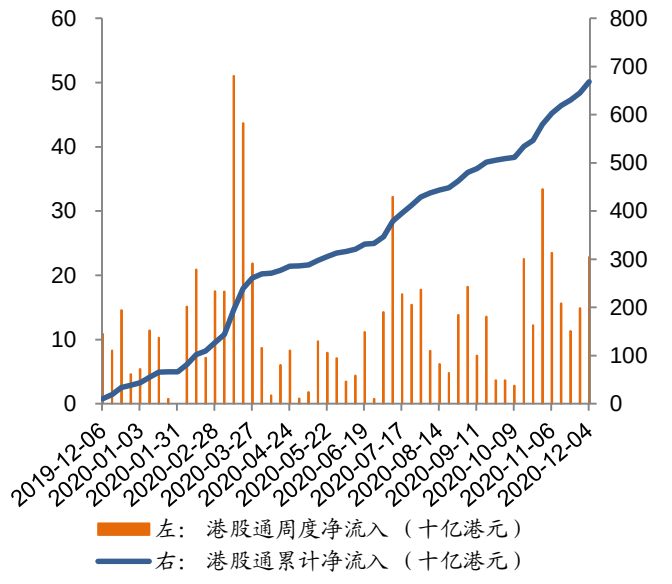
陆港通

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 4 日

图表 23：南下资金净流入



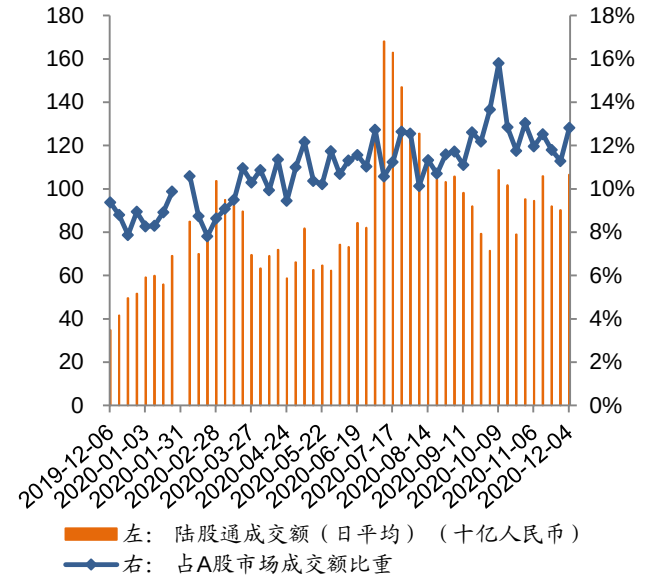
资料来源：万得、招商证券（香港）；数据截至 20 年 12 月 4 日

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）	2020/11/13	2020/11/20	2020/11/27	2020/12/04	2020/07	2020/08	2020/09	2020/10	2020/11	2020/12
医疗保健	-0.2	-1.1	-0.2	-0.4	3.8	-1.6	2.2	1.6	-1.9	-0.3
原材料	0.0	0.3	-0.5	0.1	0.8	0.0	0.2	0.1	-0.1	0.0
工业	0.0	-0.2	0.1	0.0	0.1	0.2	0.2	0.1	-0.1	0.0
房地产	0.0	0.0	0.0	-0.1	-0.4	0.1	0.4	0.1	0.0	-0.1
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	0.1	0.3	0.2	0.5	-0.1	-0.2	-0.1	0.5	0.2
保险	-0.2	-0.1	0.5	-0.3	1.3	2.0	2.0	2.4	0.8	-0.7
信息技术	-1.2	0.1	1.2	5.9	5.0	0.9	-0.6	4.1	2.6	5.5
多元金融	0.7	0.3	1.0	0.0	3.3	0.5	0.4	2.6	3.4	0.0
日常消费	0.7	1.4	1.0	0.9	4.2	3.6	2.5	0.8	3.6	0.9
可选消费	1.9	-1.7	1.0	-2.3	8.6	13.2	2.2	11.9	6.2	-1.2
银行	-0.1	0.0	3.3	3.9	3.8	-0.3	1.0	6.7	7.7	1.2
通信服务	13.0	5.7	3.1	4.0	14.8	4.7	6.5	19.8	29.3	4.3
总计 (前十大个股)	**14.9**	**4.8**	**10.7**	**11.9**	**46.2**	**22.9**	**16.7**	**49.9**	**52.0**	**9.8**
南下总计	**15.6**	**11.3**	**14.9**	**22.8**	**91.0**	**38.0**	**41.7**	**71.0**	**65.3**	**17.8**

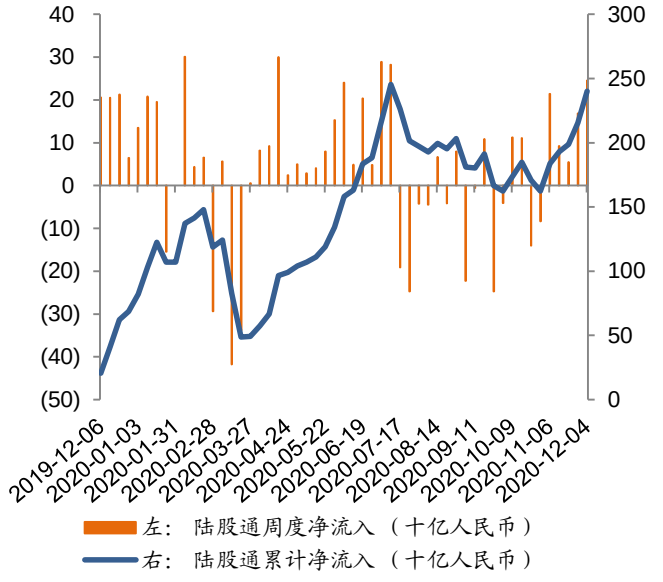
资料来源：万得、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 12 月 4 日

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 4 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 4 日

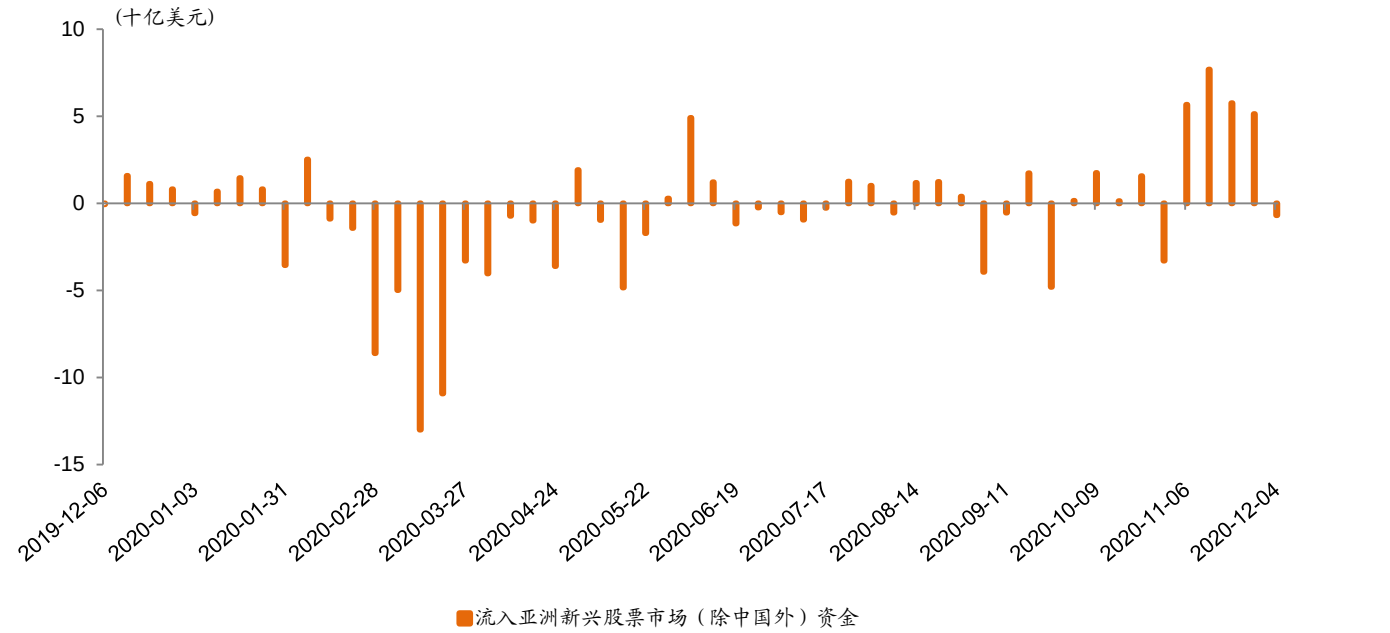
图表 27：北上分板块资金净流入

	北上资金净流入									
	每周				每月					MTD
（十亿人民币）	2020/11/13	2020/11/20	2020/11/27	2020/12/04	2020/07	2020/08	2020/09	2020/10	2020/11	2020/12
日常消费	0.8	-1.8	-0.8	0.0	-11.5	-0.7	-10.7	0.7	-2.1	1.0
原材料	0.2	-0.2	-0.1	0.0	0.9	1.4	0.3	-0.6	-0.2	0.0
公用事业	0.0	-0.1	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	0.4	0.1	0.0	-0.5	1.2	0.3	0.4	0.2	0.2	-0.2
医疗保健	0.2	0.6	1.0	1.1	0.8	1.0	-1.2	-0.6	1.7	1.3
银行	0.4	0.8	-0.4	0.0	1.3	1.8	-0.6	2.7	2.4	0.0
工业	1.3	0.5	1.2	0.9	0.3	4.2	3.9	0.9	2.7	0.5
多元金融	0.5	-0.2	0.9	1.0	1.6	0.0	0.2	0.5	3.5	-0.4
保险	0.3	1.8	1.9	1.0	6.3	-1.8	-2.3	-0.8	4.0	0.8
信息技术	1.1	0.0	0.7	1.3	1.6	3.4	-2.0	1.8	5.2	0.7
可选消费	2.1	-0.5	3.4	-0.6	-4.0	-0.2	0.4	5.8	8.1	0.1
总计 (前十大个股)	**7.4**	**1.0**	**7.7**	**4.2**	**-1.6**	**10.9**	**-12.1**	**10.2**	**25.2**	**3.8**
北上总计	**9.2**	**5.5**	**16.9**	**24.5**	**10.4**	**-2.0**	**-32.8**	**0.0**	**53.0**	**19.6**

资料来源：万得、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 12 月 4 日

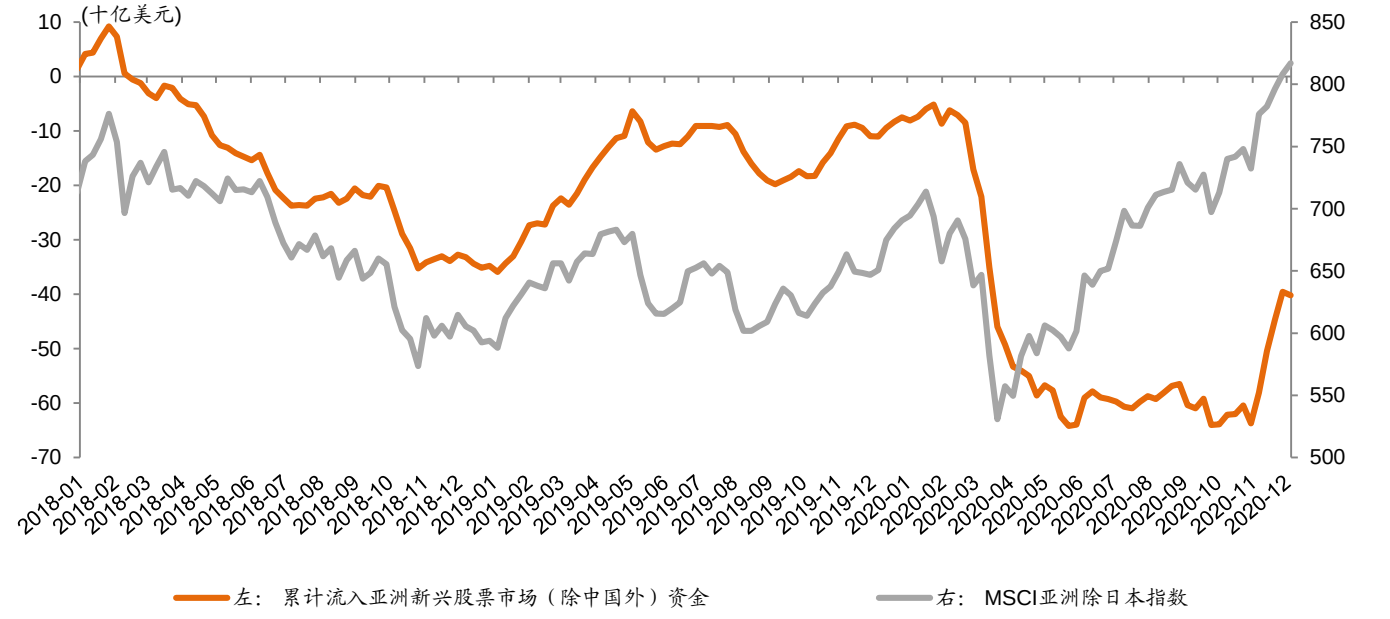
亚洲新兴市场资金流动

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 4 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 4 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	722,190	588.5	699.0	35.4	33.1	0.3%	9%	互联网
BILI US	哔哩哔哩	23,553	67.8	63.0	n.a.	n.a.	0.0%	-37%	互联网
3888 HK	金山软件	7,173	40.3	49.0	39.7	30.5	0.3%	-61%	软件
JD US	京东	133,314	85.2	100.0	54.1	38.4	0.0%	-46%	电商
2359 HK	药明康德	40,594	124.7	179.0	87.2	65.4	0.4%	-7%	医药
BGNE US	百济神州	20,281	222.9	345.0	n.a.	n.a.	0.0%	-72%	医药
1801 HK	信达生物	10,464	57.6	80.0	n.a.	n.a.	0.0%	-25%	医药
390 HK	中国中铁	19,523	3.7	7.8	2.8	2.7	4.5%	58%	基建
3311 HK	中建国际	3,316	5.1	9.8	4.3	3.4	6.3%	50%	基建
1157 HK	中联重科	12,283	9.5	10.7	8.8	9.1	4.0%	33%	基建设备
631 HK	三一国际	1,788	4.5	6.5	12.5	8.5	3.2%	-16%	机械设备
2688 HK	新奥能源	14,871	104.4	124.0	16.4	13.7	2.2%	39%	公用事业
135 HK	昆仑能源	6,513	5.9	7.6	7.6	6.0	4.7%	21%	公用事业
941 HK	中国移动	121,785	46.8	70.0	7.3	7.0	7.5%	-31%	电信
728 HK	中国电信	24,016	2.4	3.8	6.9	6.9	5.8%	27%	电信
2018 HK	瑞声科技	6,845	43.9	65.0	28.9	15.2	3.0%	17%	科技硬件
1347 HK	华虹半导体	7,466	43.0	37.0	99.3	52.4	0.2%	-31%	半导体
EDU US	新东方教育	27,340	161.9	209.0	52.6	46.5	0.0%	-58%	教育
1765 HK	希望教育	1,951	2.1	4.3	14.7	11.7	2.3%	6%	教育
1055 HK	南方航空	13,492	5.1	5.9	n.a.	20.2	0.0%	236%	交运
914 HK	海螺水泥	41,842	49.5	68.5	19.4	29.2	5.1%	-42%	原材料
1211 HK	比亚迪	68,221	175.5	340.0	80.1	61.2	0.1%	106%	汽车
175 HK	吉利汽车	26,089	21.1	30.0	20.9	14.8	1.2%	-23%	汽车
6862 HK	海底捞	36,892	55.4	66.5	216.6	46.0	0.1%	30%	餐饮
YUMC US	百胜中国	23,802	56.8	65.5	37.8	25.5	0.4%	18%	餐饮
2020 HK	安踏	37,180	110.6	131.1	50.5	32.5	2.0%	-13%	运动服饰
1368 HK	特步	1,141	3.6	4.0	14.7	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 4 日

主要报告

2021 年展望：沉舟侧畔千帆过，柳暗花明万木春 (郭圆涛,钱鹭,张轩扬)

全球：经济逐步恢复 但 前路坎坷；美国经济 2021 年开局低迷但下半年前景好转。中国：保持经济稳 步 增长势头；侧重于内需拉动以及产业和科技升级。股市：期待恒指 2021 年的表现好于今年；MSCI 中国指数和 A 股的涨势可能放缓。

中国运动服饰行业 - 增长的市场，增长更快的龙头企业 (黄建文,王钿熠)

随着运动人数的不断增长，运动装正变成一种新的时尚。我们预计 2021 年行业将同比增长 15%-20%。我们预计市场头部公司将占据更大的市场份额；更多公司转向直营模式。首次覆盖，给予推荐评级。首选：安踏（2020 HK，目标价 131.1 港元，买入）和特步（1368 HK，目标价 4.0 港元，买入）。

中国电信行业 - 黎明前的至暗时刻：电信行业重估可期 (陈永豪,苏林)

受益于 5G 渗透率提升以及价格环境改善，移动 ARPU 正逐渐恢复正增长。板块估值位于历史低点；因移动 ARPU 恢复以及板块轮动至价值股，预计电信板块将得到重估。首选：中国移动（941 HK）– 移动 ARPU 持续恢复、资产负债表健全； 中国电信（728 HK）– 共建共享节省资本支出。

汽车汽配 - 2021 年展望：变革向新之年 (梁勇活,杨岱东)

预计明年行业增长 10%，内生增长及政策双轮驱动，电动智能变革加快。新能源车进入爆发期，自主龙头借机突破高端市场，零部件公司切换赛道。重点推荐比亚迪股份、吉利汽车、长城汽车。

美国劳动力市场复苏开始显著受阻 (郭圆涛,张轩扬,钱鹭)

上月新增非农就业人数大幅低于市场预期。失业率降至 6.7%，略微好于市场预期。第三波新冠疫情开始对美国劳动力市场造成明显的压力。

中国软件国际 (354 HK) - 协助鸿蒙在万物互联的世界开天辟地 (马牧野,刘楠,黄耀林)

中国软件国际近期宣布围绕华为鸿蒙生态建设开展了多项新业务。华为业务收入增长稳健，市场此前的担忧近期有所减弱。维持买入评级，目标价从 7.0 港元提升至 8.9 港元。

比亚迪股份 (1211 HK) - 解决新能源车安全和价格两大痛点，销量爆发势如破竹 (梁勇活,杨岱东)

11 月新能源车销量同比增长 138%，汉销量破万验证高端车突破能力。拟增发不超过总股本 6.7%，加码研发投入助力电动化智能化发展。公司在纯电动和混动领域分别解决了新能源车的安全痛点和价格痛点，明年将进入大爆发周期，维持买入评级，目标价 340 港元。

颐海 (1579 HK) - 关联方销售价格承压；维持中性评级 (黄建文,王钿熠)

对关联方销售的价格可能会下跌，但对第三方的价格应不受影响。我们分别将 20/21/22 财年的净收入调整-1.6%/-4.9%/-5.8%。目标价从 111.4 港元下调至 97.0 港元。维持中性评级。

小米集团 (1810 HK) - 战宝既得，以拓疆土 (陈永豪,苏林)

小米宣布计划通过发行可转换债券和配股的方式筹集 40 亿美元（260 亿元人民币）的资金。此次增资将能够帮助小米抓住 5G 手机升级及物联网蓬勃发展的机遇，为未来增长提供动力。资本增加为长期利好，维持买入评级。

美团 (3690 HK) - 坚定贯彻以“吃”为先的战略 (刘楠,马牧野,黄耀林)

三季度总收入和经调整净利润分别超出市场预期 4%和 95%。美团优选在社区团购的竞争中有很大机会脱颖而出。目标价调升至 273 港元；维持中性评级。

新高教集团 (2001 HK) - 20 财年业绩印证稳健增长趋势 (王腾杰,李怡珊)

20 财年收入达 13 亿元人民币，同比增长 78%，核心净利润为 4.13 亿元人民币，同比增长 87%，主要受益于利润率攀升。前景良好：管理层指引受到内生+外延并购驱动，21-23 财年净利润年复合增速达到 30%。增长前景良好，估值吸引力强；重申买入评级。

银行 - 净息差压力减轻；资产质量担忧可能持续 (罗磊,朱璐颖)

净息差短期有望保持稳定；资产质量担忧可能持续。货币政策执行报告重申稳健灵活的货币政策。首选邮储银行(1658 HK)；行业估值不高。

中国生物制药 (1177 HK) - 三季度盈利/销售均未达预期，全年业绩增长承压 (张皓渊,代方琦)

1-9 月份公司净利润同比下降 11%，低于市场预期（我们预测 2020 年全年同比增长 12%，彭博市场共识预测全年同比增长 16%）。考虑到新冠疫情和带量集采的影响将延续全年，我们对公司 2020 年全年业绩增长前景继续持谨慎态度。维持中性评级，将基于分类加总估值法的目标价由 9.1 港元下调至 8.4 港元，目前股价已经基本兑现了风险与收益。

希望教育(1765 HK) - 21 财年前景乐观 (王腾杰,李怡珊)

20 财年业绩整体符合预期，收入同比增长 45%至 15.7 亿元人民币，调整后净利润同比增长 61%，主要受益于利润率攀升。新增南昌学校并购印证卓越管理执行力及收购策略。21 财年预测盈利同比增速指引为 40-50%；重申买入评级。

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