2020 年 11 月 23 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 (2020/11/23)

疫苗捷报频传；中概股面临逆风

- **Moderna宣布其新冠疫苗取得令人满意的进展**
- **据报道，SEC将在年底前制定计划将中概股除牌**
- **美国财政部决定，美联储紧急信贷工具中的几项将不再延期**

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：美国新冠疫情还未达到顶峰。过去 7 天，平均每日新增确诊约 167,700 人，而一周前为 146,800 人。欧洲主要国家在政府采取封锁措施后，确诊病例人数似乎正从近期的高点回落。11 月 16 日，Moderna 宣布其新冠疫苗 mRNA-1273 后期临床中期分析数据显示疫苗有效率为 94.5%。该候选疫苗在 2 至 8°C 环境下可以稳定保存 30 天、-20°C 下可稳定保存 6 个月，这使其比辉瑞/BioNTech 的候选疫苗更方便运输和分配。11 月 20 日，辉瑞/BioNTech 向 FDA 提交了新疫苗的紧急使用授权申请。疫苗一旦获批，将分阶段推出，医务人员、老年人和有潜在健康问题的人或于首批优先接种。**2）中美关系：**据 11 月 17 日彭博报道，美国证券交易委员会（SEC）打算在年底前制定一项监管计划，将允许美国监管机构把不符合“美国审计规则”的公司除牌退市。11 月 20 日，中国证监会在其网站“答记者问”回应称，期待美方监管机构尽快与我方就具体方案开展磋商。**3）美联储紧急信贷工具：**11 月 19 日，美国财政部部长姆努钦宣布，几项基于今年 3 月国会通过的 CARES 法案授权的美联储紧急借贷便利工具将不会得到进一步的延期，意味着这几项便利将于 12 月 31 日后失效。并且财政部将要求美联储返还这几项便利下未被使用的资金，同时表示这些便利工具都已经完成了创始之初设立的目标。美联储随即表达失望，但随后发布声明表示将按财政部要求的时限如数在年底返还未使用的资金。将会在年底失效的便利工具包含了对市政借贷市场，中小企业贷款，以及企业债券市场的信贷支持。这些便利工具从创立之后仅被非常小规模的使用。

宏观经济数据：中国方面：1）1-10月一般财政收入同比下跌5.5%（1-9月：下跌6.4%）；1-10月一般财政支出同比下滑0.6%（1-9月：下跌1.9%）。**美国方面：**1）10月零售环比增长0.3%，低于预期（9月：1.6%）；核心零售环比增长0.2%，同样低于预期（9月：1.2%）。2）10月工业产出环比增长1.1%，略微高于预期（9月：-0.4%）。3）10月营建许可录得年化154.5万套，不及预期（9月：154.5万套）。4）10月新屋开工数量为年化153万套，超出预期（9月：145.9万套）。5）10月成屋销售数量为年化685万套，远超预期（9月：657万套）。6）截止至11月14日当周首次申请失业补助人数为742,000，好于预期（之前一周：711,000）。

股市概况：过去一周恒生/MSCI中国/沪深300指数上涨1.1%/0.8%/1.8%。**MSCI中国指数**：原材料（+4.1%）和日常消费（+3.6%）板块跑赢大市，房地产（-3.3%）和通信服务（-2.2%）板块则表现不佳。恒生/MSCI中国/沪深300指数估值分别为13.3倍/16.8倍/15.6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）。我们预计选举结果短期内将利好股市，但由于参议院极有可能被共和党控制，市场对财政刺激计划的预期将面临不确定性。标普500指数从3月23日的谷底至9月2日反弹了60%，估值已处于较高位。我们预计恒指表现将好于第一、二季度；A股将持续跑赢其他主要市场。**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. 美国房地产市场有望保持走强势头 (2020/11/19)
2. 美国10月工业产出重回扩张 (2020/11/18)
3. 美国10月零售数据展现复杂信号 (2020/11/18)
4. 招证国际策略周报 (2020/11/16) - 中国互联网巨头将面临反垄断新规监管 (2020/11/16)
5. 美国10月通胀压力进一步减缓 (2020/11/13)
6. 通往白宫之路 III：拜登夺冠 (2020/11/08)
7. 美国10月劳动力市场展现积极信号 (2020/11/07)
8. 财政政策不确定环境下美联储选择按兵不动 (2020/11/06)
9. 美国9月贸易赤字收窄 (2020/11/05)
10. 10月ISM制造业PMI：产出扩张持续加速 (2020/11/03)

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							本次发布日期	下次发布日期
	二季度			三季度			四季度		
	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月		
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%	3.3	2.4	2.5	2.7	2.4	1.7	0.5	2020-11-09	2020-12-09
PPI 同比%	-3.1	-3.7	-3.0	-2.4	-2.0	-2.1	-2.1	2020-11-09	2020-12-09
官方制造业 PMI	50.8	50.6	50.9	51.1	51.0	51.5	51.4	2020-10-30	2020-11-30
官方非制造业 PMI	53.2	53.6	54.4	54.2	55.2	55.9	56.2	2020-10-30	2020-11-30
官方综合 PMI	53.4	53.4	54.2	54.1	54.5	55.1	55.3	2020-10-30	2020-11-30
财新制造业 PMI	49.4	50.7	51.2	52.8	53.1	53.0	53.6	2020-11-01	2020-12-01
财新服务业 PMI	44.4	55.0	58.4	54.1	54.0	54.8	56.8	2020-11-03	2020-12-03
财新综合 PMI	47.6	54.5	55.7	54.5	55.1	54.5	55.7	2020-11-03	2020-12-03
出口同比%	3.4	-3.2	0.5	7.2	9.5	9.9	11.4	2020-11-06	2020-12-07
进口同比%	-14.2	-16.6	2.7	-1.4	-2.1	13.2	4.7	2020-11-06	2020-12-07
贸易帐顺差 (十亿美元)	45.2	63.0	46.4	62.3	58.9	37.0	58.4	2020-11-06	2020-12-07
城镇调查失业率%	6.0	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%	3.9	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%	-4.9	-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%	-4.3	6.0	11.5	19.6	19.1	10.1		2020-10-26	2020-11-27
规模以上工业企业利润累计同比%	-27.4	-19.3	-12.8	-8.1	-4.4	-2.4		2020-10-26	2020-11-27
社会消费品零售总额同比%	-7.5	-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%	-16.2	-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%	-10.3	-6.3	-3.1	-1.6	-0.3	0.8	1.8	2020-11-16	2020-12-15
基建投资%	-11.8	-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%	-3.3	-0.3	1.9	3.4	4.6	5.6	6.3	2020-11-16	2020-12-15
制造业投资%	-18.8	-14.8	-11.7	-10.2	-8.1	-6.5	-5.3	2020-11-16	2020-12-15
M1 同比%	5.5	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	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)	3,104	3,187	3,464	1,692	3,587	3,477	1,420	2020-11-11	2020-12-10
新增人民币贷款 (十亿元人民币)	1,698	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%	13.1	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%	-14.5	-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%	-2.7	-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%	2.52	2.69	2.85	2.98	3.02	3.15	3.19		
3 个月 SHIBOR%	1.40	1.45	2.13	2.59	2.64	2.69	2.97		
美元兑人民币	7.06	7.14	7.07	6.98	6.85	6.79	6.69		

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		
	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	日期	日期
GDP 年化环比%			-31.4			33.1		2020-10-29	2020-11-25
个人消费支出			-33.2			40.7		2020-10-29	2020-11-25
私人投资			-46.6			83.0		2020-10-29	2020-11-25
政府消费和投资			2.5			-4.5		2020-10-29	2020-11-25
CPI 同比%	0.3	0.1	0.6	1.0	1.3	1.4	1.2	2020-11-12	2020-12-10
核心 CPI 同比%	1.4	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	0.5	0.9	1.0	1.3	1.4		2020-10-30	2020-11-25
核心 PCE 物价指数同比%	0.9	1.0	1.1	1.3	1.4	1.5		2020-10-30	2020-11-25
PPI 同比%	-1.5	-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	0.3	0.6	1.2	1.1	2020-11-13	2020-12-11
ISM 制造业 PMI	41.5	43.1	52.6	54.2	56.0	55.4	59.3	2020-11-02	2020-12-01
ISM 服务业 PMI	41.8	45.4	57.1	58.1	56.9	57.8	56.6	2020-11-04	2020-12-03
Markit 制造业 PMI	36.1	39.8	49.8	50.9	53.1	53.2	53.4	2020-11-02	2020-11-23
Markit 服务业 PMI	26.7	37.5	47.9	50.0	55.0	54.6	56.9	2020-11-04	2020-11-23
Markit 综合 PMI	27.0	37.0	47.9	50.3	54.6	54.3	56.3	2020-11-04	2020-11-23
耐用品订单环比%	-18.3	15.0	7.7	11.8	0.4	1.9		2020-11-03	2020-11-25
扣除运输类耐用品订单环比%	-8.3	3.4	4.0	3.3	1.1	0.9		2020-11-03	2020-11-25
扣除飞机非国防资本耐用品订单环比%	-6.6	1.5	4.3	2.6	2.4	1.0		2020-11-03	2020-11-25
工厂订单环比%	-13.5	7.7	6.4	6.5	0.6	1.1		2020-11-03	2020-12-04
扣除运输类工厂订单环比%	-8.9	2.6	4.8	2.4	0.9	0.5		2020-11-03	2020-12-04
工业产出环比%	-12.7	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%	-15.8	3.8	7.4	4.2	1.4	0.1	1.0	2020-11-17	2020-12-15
零售销售环比%	-14.7	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%	-15.2	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	71.8	72.3	78.1	72.5	74.1	80.4	81.8	2020-11-13	2020-11-25
密歇根大学消费者预期指数	70.1	65.9	72.3	65.9	68.5	75.6	79.2	2020-11-13	2020-11-25
密歇根大学消费者现况指数	74.3	82.3	87.1	82.8	82.9	87.8	85.9	2020-11-13	2020-11-25
个人收入环比%	12.2	-4.2	-1.2	0.9	-2.5	0.9		2020-10-30	2020-11-25
个人消费支出(PCE)环比%	-12.7	8.7	6.5	1.5	1.0	1.4		2020-10-30	2020-11-25
ADP 就业人数变动(千人)	-19,408.9	3,340.6	4,485.5	215.7	481.8	752.7	364.6	2020-11-04	2020-12-02
非农就业人口变动(千人)	-20,787	2,725	4,781	1,761	1,493	672	638	2020-11-06	2020-12-04
JOLTS 职位空缺(千人)	4,996	5,371	6,001	6,697	6,352	6,436		2020-11-10	2020-12-09
失业率%	14.7	13.3	11.1	10.2	8.4	7.9	6.9	2020-11-06	2020-12-04
新屋销售环比%	-6.9	22.5	20.3	14.9	3.0	-3.5		2020-10-26	2020-11-25
成屋销售环比%	-17.8	-9.7	20.2	24.7	2.1	9.9	4.3	2020-11-19	2020-12-22
新屋开工环比%	-26.4	11.1	21.9	17.5	-7.7	6.3	4.9	2020-11-18	2020-12-17
营建许可环比%	-21.4	14.1	3.5	17.9	-0.5	4.7	0.0	2020-11-18	2020-12-17
成屋签约销售指数环比%	-21.8	44.3	15.8	5.9	8.8	-2.2		2020-10-29	2020-11-30
贸易帐(十亿美元)	-53.6	-57.9	-53.5	-63.4	-67.0	-63.9		2020-11-04	2020-12-04
政府预算赤字(十亿美元)	-738.0	-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%	0.08	0.12	0.13	0.08	0.09	0.09	0.09		
十年期美国国债利率%	0.64	0.65	0.66	0.53	0.70	0.68	0.87		
美元指数	99.0	98.3	97.4	93.3	92.1	93.9	94.0		

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	0.8%	-1.4%	3.6%	11.0%	28.5%	25.5%	35.5%
沪深 300	1.8%	1.2%	3.1%	5.6%	25.6%	20.7%	26.5%
韩国 KOSPI	2.4%	5.7%	8.3%	12.3%	28.3%	16.2%	20.1%
台湾 TWSE	3.3%	5.7%	6.6%	11.0%	25.7%	14.3%	17.9%
MSCI 亚太区除日本外	2.0%	3.2%	7.0%	12.1%	30.2%	13.1%	18.7%
美国标普 500	-0.8%	1.4%	3.3%	5.1%	19.7%	10.1%	14.4%
MSCI 新兴市场	1.8%	2.8%	6.6%	11.9%	29.8%	8.5%	14.9%
印度 Sensex	1.0%	4.7%	8.2%	14.8%	42.4%	6.4%	7.9%
日本 Topix	1.4%	4.2%	6.3%	8.0%	15.6%	0.4%	2.1%
马来西亚 KLCI	0.3%	4.9%	5.5%	1.2%	11.1%	0.3%	-0.5%
俄罗斯 MOEX	0.9%	5.4%	8.8%	1.9%	10.1%	0.2%	3.9%
香港恒生	1.1%	2.9%	7.7%	6.7%	8.4%	-6.2%	-1.6%
欧洲 STOXX	1.2%	6.3%	6.6%	6.6%	13.6%	-6.3%	-3.5%
菲律宾 PSEi	2.9%	7.2%	17.3%	19.4%	28.4%	-8.3%	-9.2%
巴西 IBOV	1.3%	5.1%	5.5%	4.5%	30.4%	-8.3%	0.2%
印尼 JCI	2.0%	4.4%	9.3%	5.7%	22.6%	-11.6%	-9.5%
泰国 SET	3.2%	10.3%	14.8%	7.1%	5.1%	-12.1%	-13.0%
新加坡海峡时报	3.7%	9.1%	11.2%	11.3%	9.8%	-12.7%	-12.9%

资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 11 月 20 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
沪深 300	2.5%	1.9%	4.9%	11.3%	35.8%	28.0%	35.6%
MSCI 中国	0.8%	-1.4%	3.6%	11.0%	28.4%	26.1%	36.7%
韩国 KOSPI	2.0%	6.4%	10.7%	19.6%	41.4%	20.7%	26.4%
台湾 TWSE	3.2%	5.7%	7.5%	14.4%	32.0%	19.8%	26.1%
MSCI 亚太区除日本外	2.0%	3.2%	7.0%	12.1%	30.2%	13.1%	18.7%
美国标普 500	-0.8%	1.4%	3.3%	5.1%	19.7%	10.1%	14.4%
MSCI 新兴市场	1.8%	2.8%	6.6%	11.9%	29.8%	8.5%	14.9%
日本 Topix	2.2%	3.6%	8.0%	10.1%	19.7%	5.2%	6.8%
印度 Sensex	1.6%	4.5%	7.3%	16.2%	45.2%	2.2%	4.6%
马来西亚 KLCI	1.0%	5.8%	6.9%	3.2%	18.0%	0.3%	1.3%
欧洲 STOXX	1.4%	6.1%	6.8%	6.6%	22.7%	-1.1%	3.3%
菲律宾 PSEi	2.7%	7.1%	17.9%	20.5%	34.9%	-3.3%	-4.1%
香港恒生	1.1%	2.9%	7.6%	6.7%	8.4%	-5.7%	-0.7%
新加坡海峡时报	4.0%	9.4%	12.3%	13.3%	15.5%	-12.7%	-11.7%
泰国 SET	2.9%	11.5%	18.5%	11.3%	10.5%	-12.9%	-13.2%
印尼 JCI	1.9%	4.7%	12.8%	9.2%	26.9%	-13.4%	-10.2%
俄罗斯 MOEX	2.5%	6.9%	10.5%	-1.1%	3.0%	-18.6%	-12.8%
巴西 IBOV	3.5%	6.1%	9.2%	8.8%	38.6%	-31.5%	-21.8%

资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 11 月 20 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	-11.5%	-8.2%	-9.0%	12.7%	49.6%	21.1%	3.6%
汽油	4.4%	8.4%	-1.1%	-9.4%	12.6%	-30.8%	-29.0%
WTI 原油	5.0%	13.5%	1.7%	-1.0%	25.9%	-31.0%	-26.2%
布伦特原油	5.1%	14.0%	4.2%	0.1%	25.8%	-31.9%	-27.9%
热油	6.8%	12.6%	9.6%	3.2%	29.9%	-36.6%	-32.0%
金属							
铁矿石	6.1%	8.3%	7.1%	5.3%	30.1%	39.4%	50.0%
银	-2.0%	-5.6%	-2.2%	-10.8%	38.1%	34.7%	41.2%
锌	6.3%	6.0%	10.4%	12.2%	37.2%	23.0%	20.8%
金	-1.0%	-4.1%	-2.0%	-3.8%	7.0%	22.9%	27.1%
铜	4.2%	4.8%	5.5%	10.2%	33.7%	17.9%	23.9%
镍	1.6%	5.1%	0.8%	10.3%	27.5%	15.2%	12.5%
铝	3.2%	4.8%	8.6%	11.4%	31.8%	10.1%	14.5%
铂	6.3%	6.1%	8.3%	3.6%	12.0%	-2.4%	3.7%
农产品							
大豆	3.5%	7.5%	11.0%	30.8%	39.5%	25.2%	30.5%
糖	1.7%	2.0%	4.6%	16.9%	35.9%	13.3%	19.3%
玉米	3.1%	4.1%	3.5%	30.4%	32.5%	9.2%	15.4%
小麦	0.0%	-1.5%	-6.1%	14.2%	15.5%	6.2%	15.1%
棉花	3.5%	3.3%	-0.2%	10.9%	21.8%	2.7%	13.9%
瘦肉猪	-1.2%	-1.2%	-7.4%	16.2%	12.7%	-10.2%	6.1%
咖啡	5.7%	8.0%	10.1%	-2.6%	9.3%	-10.9%	5.3%
活牛	-1.7%	-0.5%	3.8%	1.0%	9.9%	-13.3%	-9.4%

资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 11 月 20 日

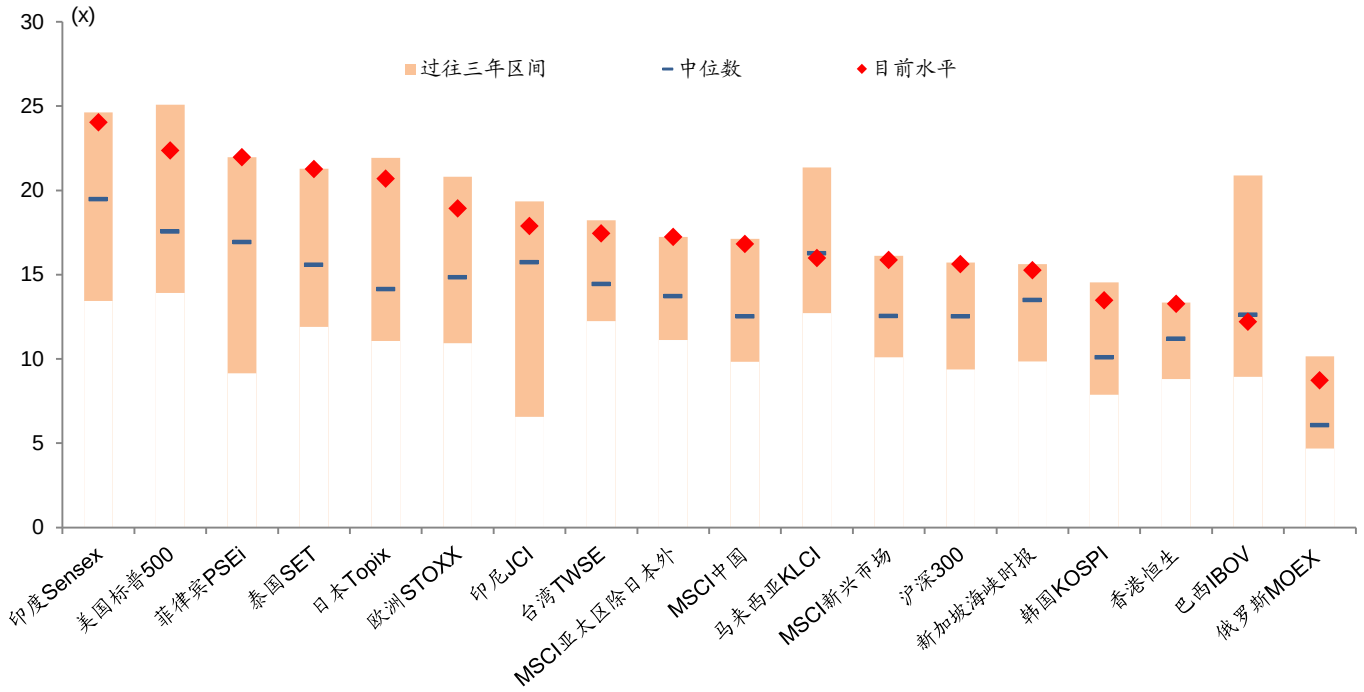
图表 6：主要货币兑美元表现（根据年初至今表现排序）

	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	0.8%	0.2%	1.4%	1.2%	11.3%	8.5%	11.8%
中国人民币	0.7%	0.8%	1.7%	5.4%	8.1%	6.1%	7.3%
瑞士法郎	0.2%	-1.3%	-0.5%	-0.3%	5.9%	6.0%	8.8%
欧元	0.2%	-0.2%	0.2%	0.0%	8.0%	5.6%	7.1%
新台币	-0.1%	0.0%	0.8%	3.1%	5.0%	5.1%	6.9%
菲律宾比索	0.0%	0.0%	0.8%	1.0%	5.1%	5.0%	5.6%
日元	0.7%	-0.5%	1.6%	1.9%	3.5%	4.5%	4.5%
澳大利亚元	0.4%	0.6%	3.4%	1.8%	10.8%	4.0%	7.5%
韩元	0.1%	0.6%	2.3%	6.5%	10.4%	3.7%	5.0%
新西兰元	1.2%	2.3%	5.2%	6.5%	13.0%	2.8%	8.1%
英镑	0.7%	1.0%	2.7%	0.7%	8.6%	0.1%	2.8%
新加坡元	0.3%	0.4%	0.9%	1.8%	5.2%	0.1%	1.4%
越南盾	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.4%	0.0%	0.1%
马来西亚林吉特	0.7%	0.9%	1.4%	2.0%	6.4%	0.0%	1.8%
加拿大元	0.3%	-0.3%	0.2%	0.7%	6.2%	-0.9%	1.7%
智利比索	0.8%	-0.9%	3.4%	3.6%	5.5%	-1.1%	4.5%
泰铢	-0.4%	1.1%	3.2%	3.8%	5.1%	-1.8%	-0.3%
印度尼西亚卢比	0.0%	0.3%	3.5%	4.3%	3.8%	-2.1%	-0.5%
印度卢比	0.6%	0.1%	-0.9%	1.2%	2.2%	-3.7%	-3.1%
墨西哥比索	1.5%	2.5%	4.9%	10.2%	15.9%	-6.1%	-2.9%
南非兰特	0.7%	1.3%	7.0%	12.5%	16.8%	-9.2%	-3.7%
俄罗斯卢布	1.3%	1.6%	1.5%	-3.0%	-6.4%	-18.6%	-16.1%
土耳其里拉	0.2%	11.5%	3.1%	-3.9%	-11.0%	-22.1%	-25.2%
巴西里尔	1.4%	-0.2%	4.0%	3.2%	5.6%	-25.3%	-22.1%
阿根廷比索	-0.7%	-1.6%	-3.3%	-8.5%	-15.4%	-25.5%	-25.7%

资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 11 月 20 日

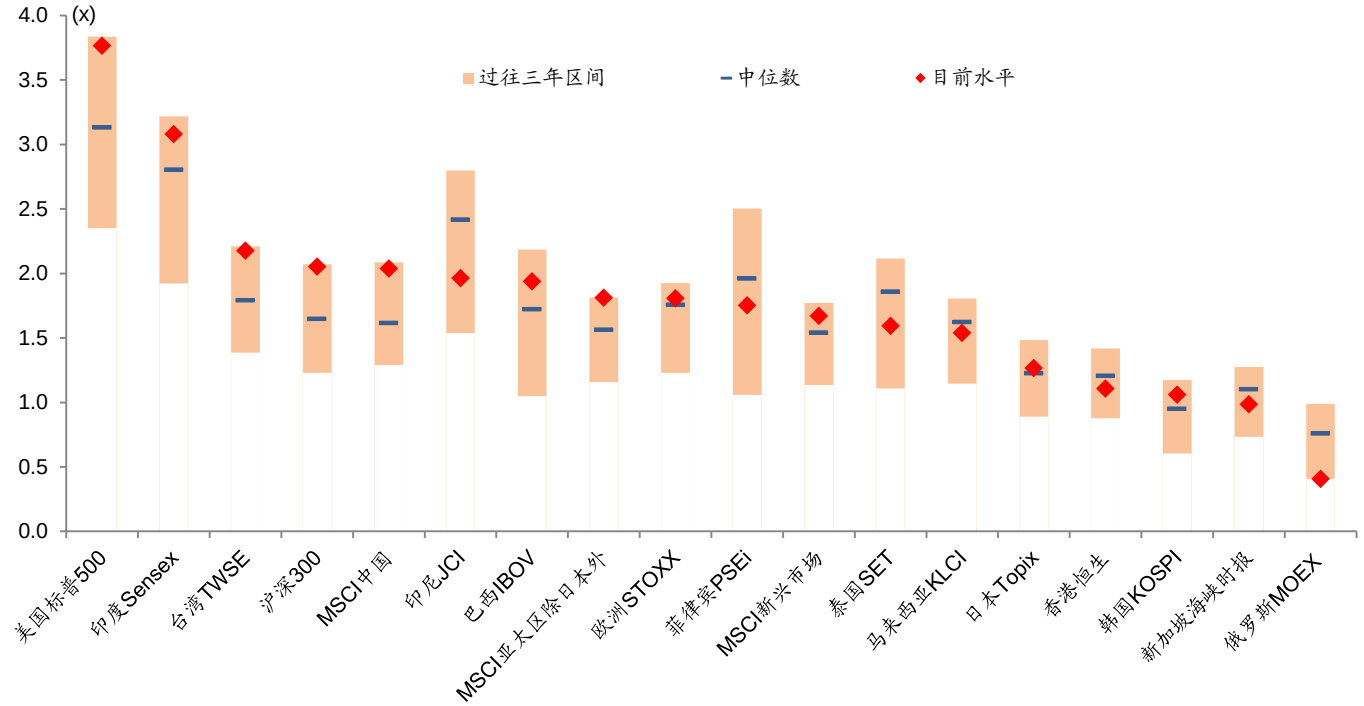
全球股票市场估值

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 11 月 20 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 11 月 20 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
原材料	4.1%	6.2%	11.8%	11.3%	31.8%	20.8%	39.7%
日常消费	3.6%	5.3%	5.1%	9.1%	33.7%	41.3%	44.0%
保险	2.8%	5.6%	2.8%	2.5%	12.2%	-9.9%	-8.3%
可选消费	2.7%	-3.7%	1.7%	19.6%	51.9%	56.1%	74.2%
能源	2.2%	12.0%	14.8%	0.2%	-3.1%	-27.6%	-22.2%
信息技术	1.2%	-0.8%	7.4%	14.0%	44.9%	52.3%	66.6%
工业	0.5%	3.0%	5.6%	4.3%	12.5%	4.8%	12.1%
医疗保健	0.1%	0.7%	2.8%	4.1%	21.5%	43.6%	39.9%
银行	-0.1%	1.4%	5.4%	3.8%	-2.6%	-13.0%	-9.4%
多元金融	-1.2%	-1.2%	-2.6%	-5.5%	19.0%	-0.3%	13.3%
公用事业	-1.4%	1.3%	7.8%	4.2%	4.0%	-6.8%	-7.3%
通信服务	-2.2%	-4.0%	3.4%	9.7%	25.1%	34.3%	47.2%
房地产	-3.3%	-2.1%	3.8%	-2.6%	3.2%	-16.6%	-5.5%
MSCI 中国	**0.8%**	**-1.4%**	**3.6%**	**11.0%**	**28.5%**	**25.5%**	**35.5%**

资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 11 月 20 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
原材料	3.3%	7.7%	7.9%	0.3%	2.6%	-3.8%	3.1%
日常消费	2.8%	6.7%	1.4%	-1.7%	4.1%	12.6%	6.3%
保险	2.0%	7.1%	-0.8%	-7.6%	-12.7%	-28.2%	-32.3%
可选消费	1.9%	-2.4%	-1.8%	7.8%	18.2%	24.4%	28.6%
能源	1.4%	13.5%	10.7%	-9.7%	-24.6%	-42.3%	-42.6%
信息技术	0.4%	0.6%	3.7%	2.7%	12.8%	21.4%	23.0%
工业	-0.3%	4.4%	1.9%	-6.0%	-12.4%	-16.4%	-17.3%
医疗保健	-0.7%	2.1%	-0.8%	-6.2%	-5.5%	14.4%	3.2%
银行	-0.9%	2.8%	1.7%	-6.5%	-24.2%	-30.6%	-33.1%
多元金融	-2.0%	0.2%	-6.1%	-14.9%	-7.3%	-20.5%	-16.4%
公用事业	-2.2%	2.7%	4.0%	-6.1%	-19.0%	-25.7%	-31.5%
通信服务	-3.0%	-2.6%	-0.2%	-1.1%	-2.6%	7.0%	8.6%
房地产	-4.1%	-0.8%	0.2%	-12.2%	-19.6%	-33.5%	-30.3%

资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 11 月 20 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
保险	5.1%	4.0%	1.4%	7.3%	2.1%	19.3%	0.9%
银行	4.1%	3.4%	3.6%	5.9%	-0.5%	13.8%	2.5%
房地产	3.8%	2.7%	1.3%	-5.1%	-1.8%	12.5%	8.7%
原材料	3.3%	6.5%	8.6%	7.4%	29.9%	34.2%	46.2%
能源	3.1%	5.2%	4.1%	2.3%	-6.4%	14.2%	-0.2%
日常消费	2.3%	2.5%	2.0%	3.6%	52.1%	34.2%	50.4%
可选消费	1.8%	0.4%	7.2%	12.0%	31.2%	38.4%	40.5%
多元金融	1.7%	0.2%	-3.7%	-5.5%	11.9%	25.5%	29.4%
工业	1.6%	1.6%	0.7%	3.2%	24.5%	25.3%	33.8%
电信	1.4%	-0.6%	-2.7%	-10.9%	-0.8%	-1.0%	-0.5%
公用事业	0.7%	0.6%	1.1%	-2.1%	4.4%	15.0%	7.4%
信息技术	-0.8%	-1.9%	-2.7%	-4.1%	24.3%	12.0%	32.4%
医疗保健	-1.2%	-2.7%	-6.5%	-6.6%	40.8%	18.3%	36.5%
沪深 300	**1.8%**	**1.2%**	**3.1%**	**5.6%**	**20.7%**	**25.6%**	**26.5%**

资料来源：万得、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 11 月 20 日

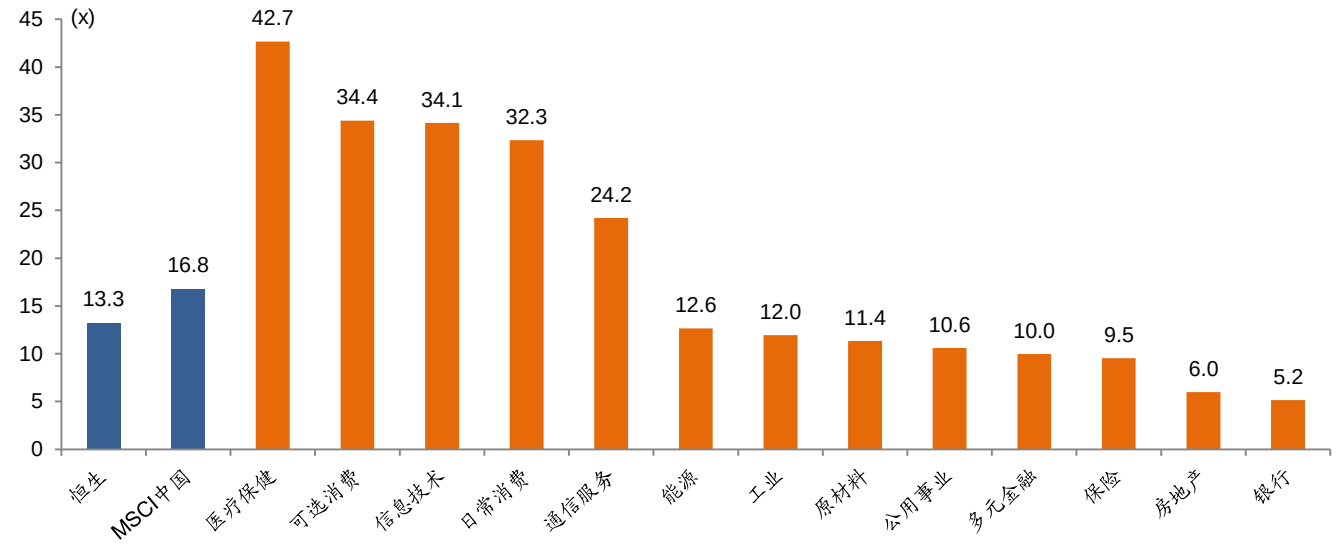
图表 12：沪深 300 指数分行业相对表现（根据过去一周表现排序）

	相对表现						
	一周	两周	1 个月	3 个月	6 个月	年初至今	12 个月
保险	3.3%	2.8%	-1.6%	1.5%	-15.4%	-5.0%	-20.2%
银行	2.3%	2.2%	0.5%	0.2%	-17.6%	-9.4%	-19.0%
房地产	2.0%	1.5%	-1.7%	-10.2%	-18.6%	-10.5%	-14.1%
原材料	1.5%	5.3%	5.3%	1.6%	7.7%	6.8%	15.6%
能源	1.3%	4.0%	0.9%	-3.1%	-22.4%	-9.1%	-21.1%
日常消费	0.5%	1.3%	-1.1%	-1.9%	26.1%	6.8%	18.9%
可选消费	0.0%	-0.8%	4.0%	6.0%	8.7%	10.2%	11.1%
多元金融	0.0%	-1.0%	-6.6%	-10.6%	-7.3%	-0.1%	2.3%
工业	-0.2%	0.4%	-2.3%	-2.3%	3.1%	-0.2%	5.8%
电信	-0.3%	-1.8%	-5.6%	-15.7%	-17.8%	-21.2%	-21.3%
公用事业	-1.0%	-0.6%	-2.0%	-7.3%	-13.5%	-8.5%	-15.1%
信息技术	-2.6%	-3.0%	-5.6%	-9.2%	3.0%	-10.9%	4.7%
医疗保健	-3.0%	-3.8%	-9.3%	-11.6%	16.6%	-5.8%	7.9%

资料来源：万得、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 11 月 20 日

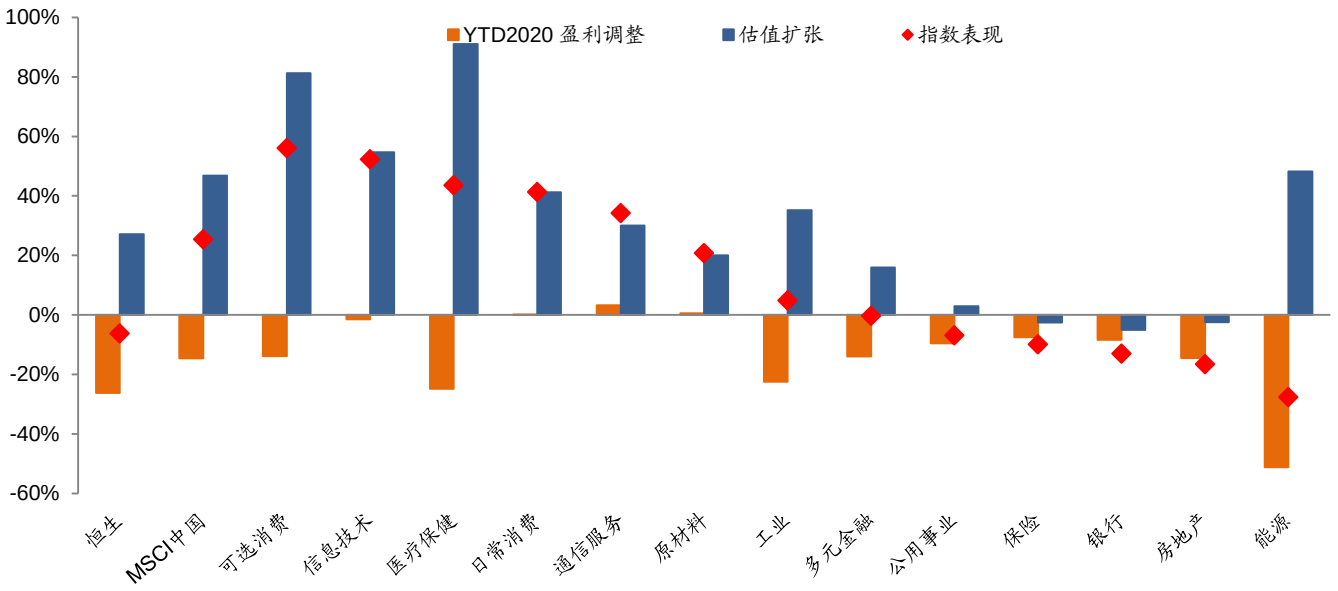
分行业估值

图表 13：MSCI 中国指数分行业前瞻市盈率（12 个月前瞻市盈率）



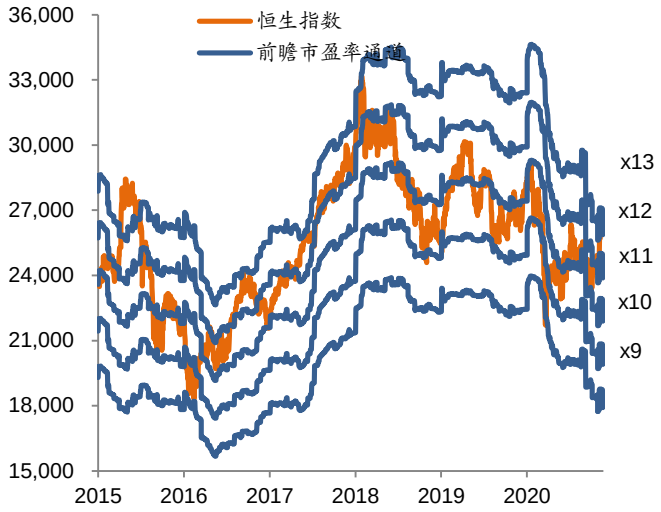
资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 11 月 20 日

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



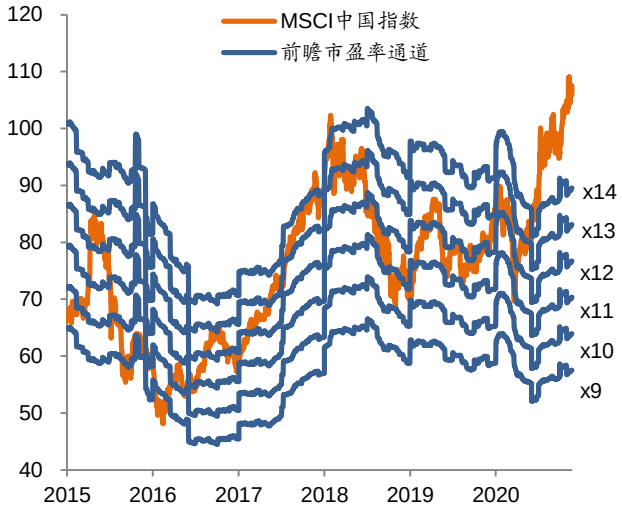
资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 11 月 20 日

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 11 月 20 日

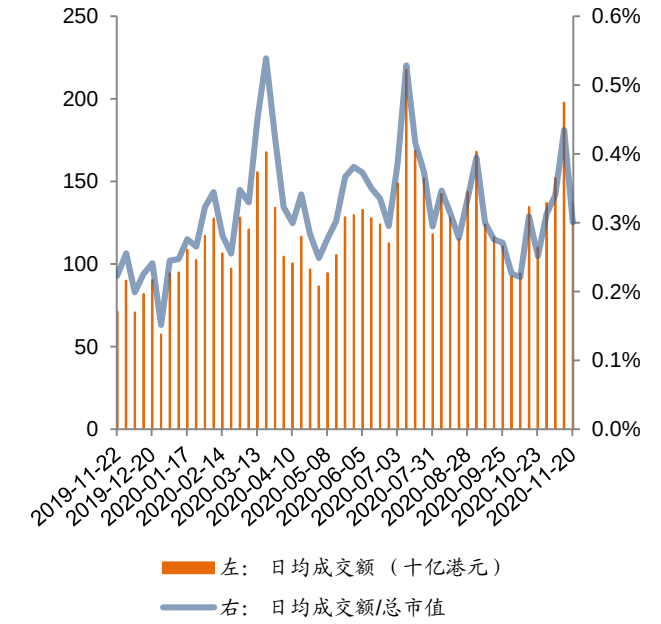
图表 16：MSCI 中国指数市盈率通道



资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 20 年 11 月 20 日

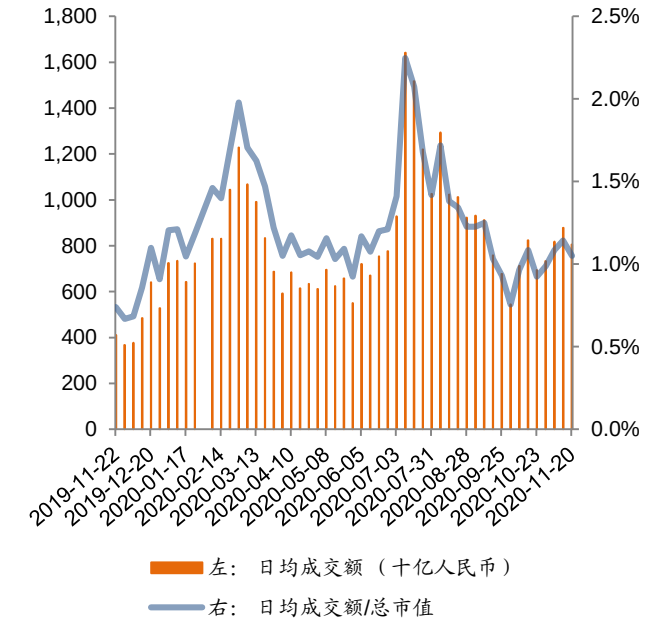
市场成交额

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 11 月 20 日

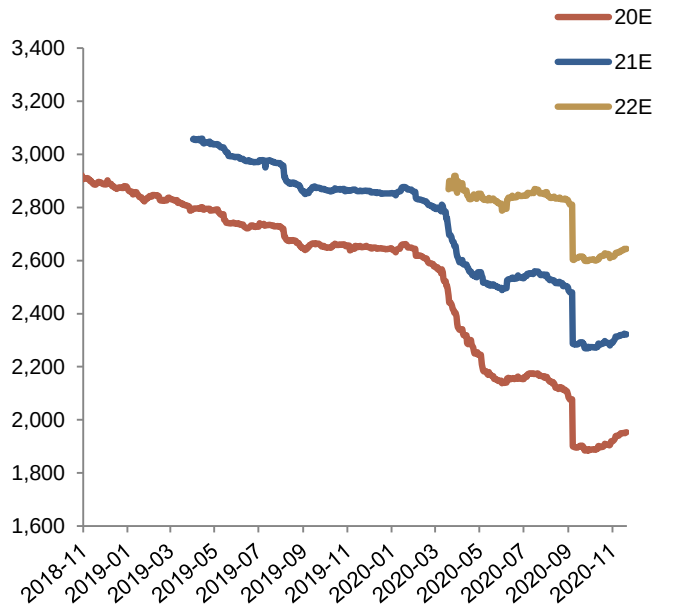
图表 18：A 股市场日均成交额



资料来源：万得、招商证券（香港）；数据截至 20 年 11 月 20 日

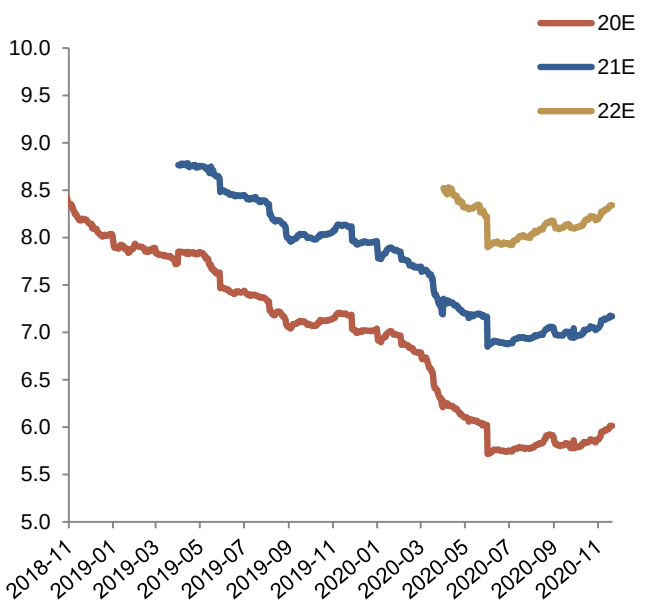
盈利预测调整

图表 19：恒生指数 EPS 一致预测调整



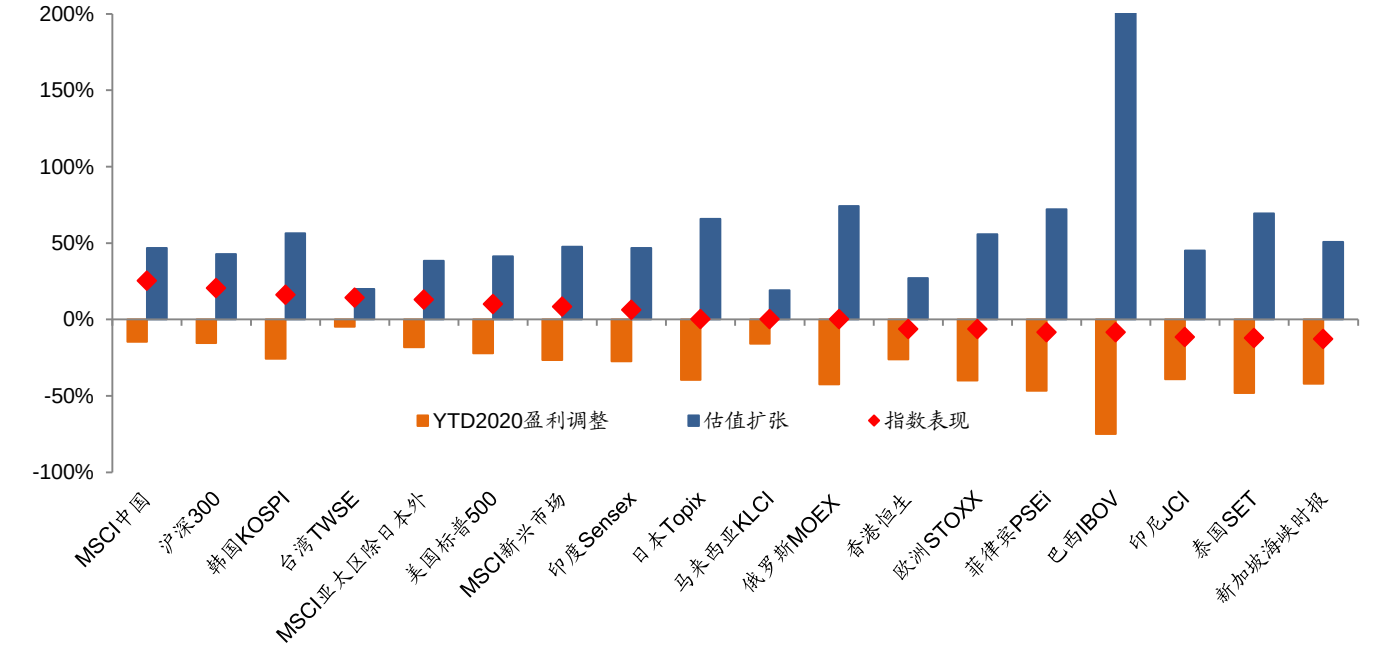
资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 20 年 11 月 20 日

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 11 月 20 日

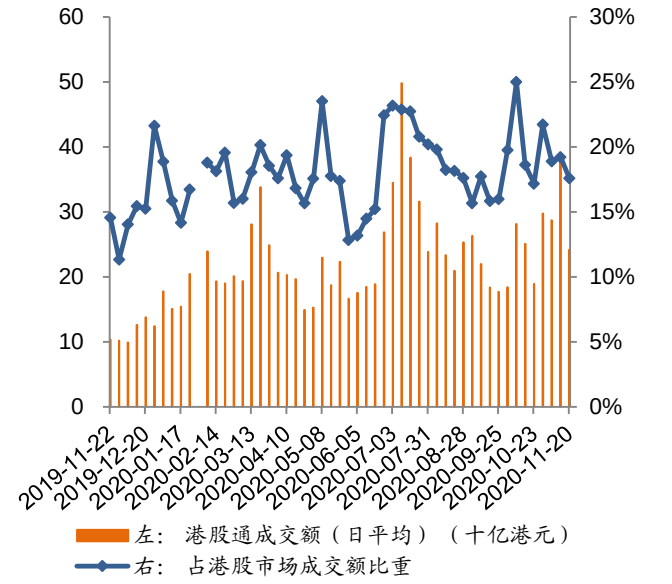
图表 21：主要股指年初至今股价表现：估值变化和盈利调整



资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 11 月 20 日

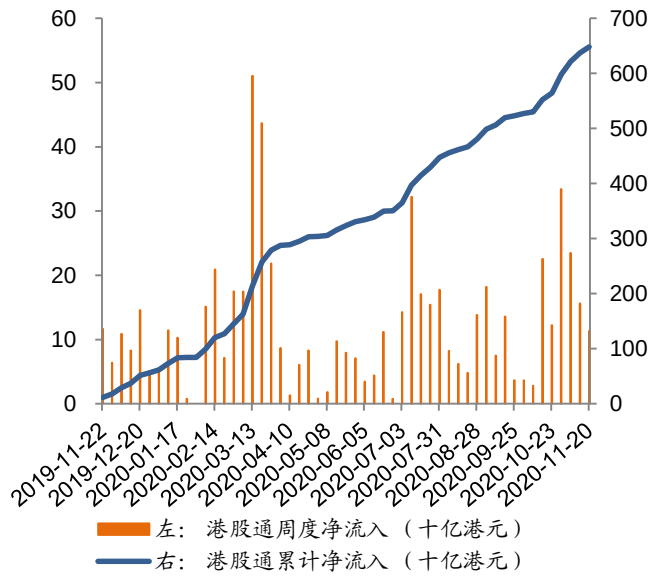
陆港通

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 11 月 20 日

图表 23：南下资金净流入



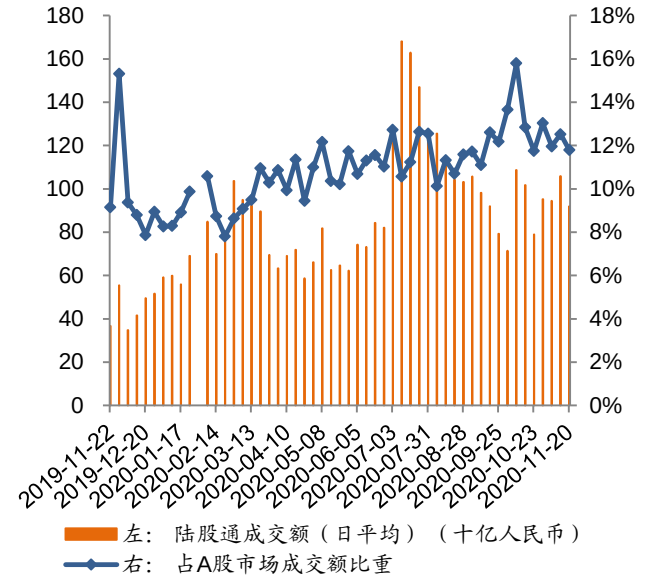
资料来源：万得、招商证券（香港）；数据截至 20 年 11 月 20 日

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）	2020/10/30	2020/11/06	2020/11/13	2020/11/20	2020/06	2020/07	2020/08	2020/09	2020/10	2020/11
能源	-0.1	-0.1	0.2	0.1	0.0	0.5	-0.1	-0.2	-0.1	0.2
公用事业	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.4	-0.3	0.0	0.0	0.0
原材料	0.1	-0.1	0.0	0.3	-0.1	0.8	0.0	0.2	0.1	0.3
工业	0.2	0.0	0.0	-0.2	0.0	0.1	0.2	0.2	0.1	-0.2
房地产	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.5	-0.4	0.1	0.4	0.1	0.0
日常消费	0.5	0.4	0.7	1.4	0.9	4.2	3.6	2.5	0.8	2.6
医疗保健	-0.1	-0.2	-0.2	-1.1	2.2	3.8	-1.6	2.2	1.6	-1.5
保险	0.5	0.2	-0.2	-0.1	-1.5	1.3	2.0	2.0	2.4	-0.1
多元金融	2.2	1.4	0.7	0.3	2.4	3.3	0.5	0.4	2.6	2.4
信息技术	1.3	2.1	-1.2	0.1	5.5	5.0	0.9	-0.6	4.1	1.0
银行	0.9	1.7	-0.1	0.0	2.2	3.8	-0.3	1.0	6.7	1.7
可选消费	6.5	6.1	1.9	-1.7	-0.9	8.6	13.2	2.2	11.9	6.3
通信服务	12.7	7.8	13.0	5.7	8.4	14.8	4.7	6.5	19.8	26.5
总计 (前十大个股)	**24.7**	**19.4**	**14.9**	**4.8**	**18.7**	**46.2**	**22.9**	**16.7**	**49.9**	**39.2**
南下总计	**33.4**	**23.5**	**15.6**	**11.3**	**25.7**	**91.0**	**38.0**	**41.7**	**71.0**	**50.4**

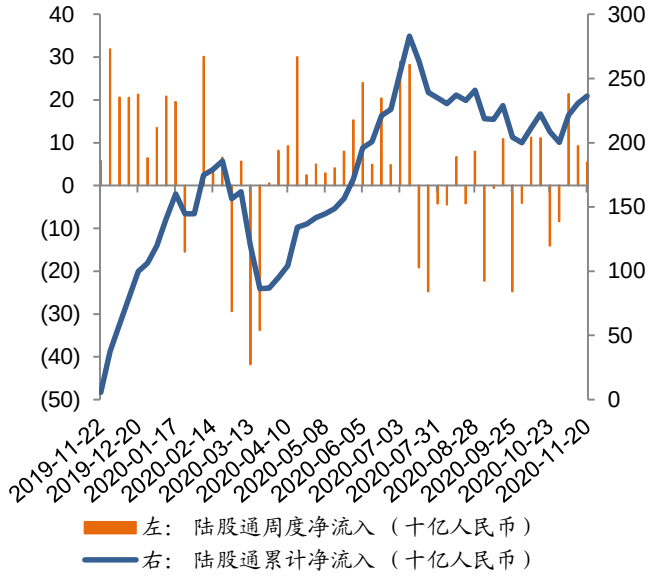
资料来源：万得、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 11 月 20 日

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 11 月 20 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 11 月 20 日

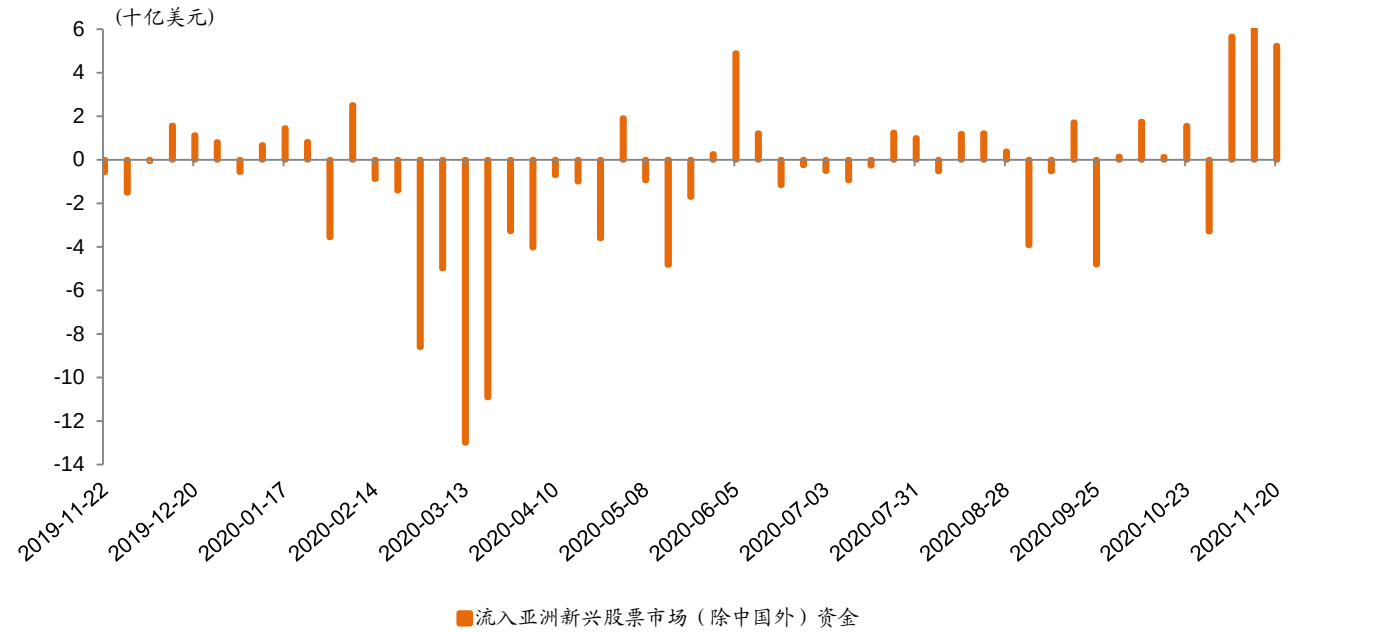
图表 27：北上分板块资金净流入

	北上资金净流入									
	每周				每月					MTD
（十亿人民币）	2020/10/30	2020/11/06	2020/11/13	2020/11/20	2020/06	2020/07	2020/08	2020/09	2020/10	2020/11
保险	-3.1	-0.2	0.3	1.8	1.3	6.3	-1.8	-2.3	-0.8	1.9
医疗保健	-0.6	0.2	0.2	0.6	0.8	0.8	1.0	-1.2	-0.6	1.0
原材料	-0.2	-0.1	0.2	-0.2	1.1	0.9	1.4	0.3	-0.6	-0.1
通信服务	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.1	0.0	1.5	-0.1	-0.3	0.0
公用事业	0.0	0.0	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0	-0.5	0.0	-0.1
能源	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
房地产	0.4	0.0	0.4	0.1	0.0	1.2	0.3	0.4	0.2	0.5
多元金融	-0.3	0.9	0.5	-0.2	2.6	1.6	0.0	0.2	0.5	1.2
日常消费	-1.2	0.8	0.8	-1.8	-0.9	-11.5	-0.7	-10.7	0.7	-0.3
工业	-1.3	-0.8	1.3	0.5	2.9	0.3	4.2	3.9	0.9	1.1
信息技术	0.7	2.8	1.1	0.0	8.4	1.6	3.4	-2.0	1.8	3.9
银行	1.6	1.5	0.4	0.8	-1.2	1.3	1.8	-0.6	2.7	2.7
可选消费	1.2	3.7	2.1	-0.5	-1.4	-4.0	-0.2	0.4	5.8	5.3
总计 (前十大个股)	**-2.8**	**8.8**	**7.4**	**1.0**	**13.5**	**-1.6**	**10.9**	**-12.1**	**10.2**	**17.1**
北上总计	**-8.3**	**21.4**	**9.2**	**5.5**	**52.7**	**10.4**	**-2.0**	**-32.8**	**0.0**	**36.1**

资料来源：万得、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 11 月 20 日

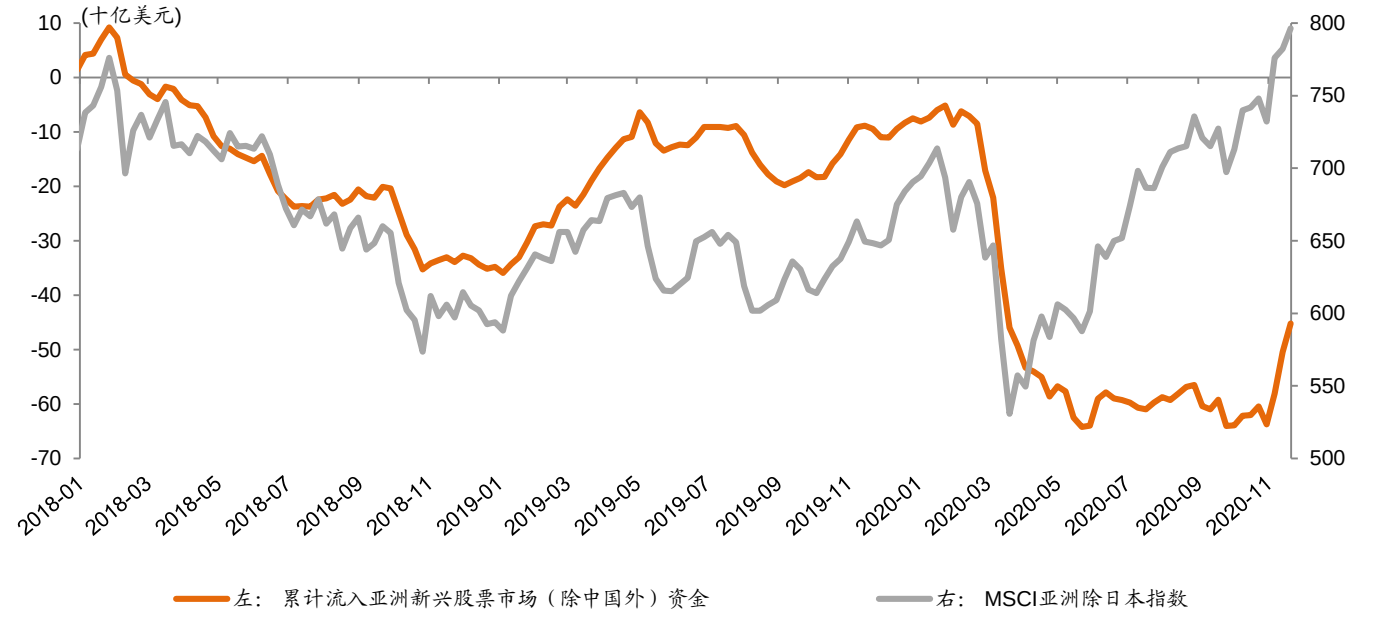
亚洲新兴市场资金流动

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 11 月 20 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 11 月 20 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)		盈利增长	股息率 (%)	净债务股权比(%)	所属行业
		(百万美元)	本币	本币	2020E	2021E	2020E	2020E	2019A	
700 HK	腾讯控股	726,977	588.0	699.0	38.0	32.3	35%	0.3%	9%	互联网
BILI US	哔哩哔哩	20,846	60.0	63.0	n.a.	n.a.	-141%	0.0%	-37%	互联网
3888 HK	金山软件	7,375	41.7	49.0	41.0	31.5	176%	0.3%	-61%	软件
JD US	京东	137,304	87.7	100.0	55.9	39.7	42%	0.0%	-46%	电商
2359 HK	药明康德	40,462	125.5	179.0	88.5	66.4	47%	0.4%	-7%	医药
BGNE US	百济神州	25,802	284.2	345.0	n.a.	n.a.	n.a.	0.0%	-72%	医药
1801 HK	信达生物	10,218	56.6	80.0	n.a.	n.a.	79%	0.0%	-25%	医药
390 HK	中国中铁	19,587	4.0	7.8	3.0	2.9	n.a.	4.2%	58%	基建
3311 HK	中建国际	3,426	5.3	9.8	4.4	3.6	11%	6.1%	50%	基建
1157 HK	中联重科	9,132	7.5	10.7	7.1	7.3	53%	5.0%	33%	基建设备
631 HK	三一国际	1,735	4.3	6.5	12.2	8.3	1%	3.3%	-16%	机械设备
2688 HK	新奥能源	14,463	99.5	109.0	16.1	13.8	15%	2.2%	39%	公用事业
135 HK	昆仑能源	6,970	6.2	7.6	8.1	6.4	-3%	4.4%	21%	公用事业
728 HK	中国电信	24,846	2.4	3.8	7.2	7.2	12%	5.6%	27%	电信
2018 HK	瑞声科技	6,563	42.1	65.0	27.8	14.7	-30%	3.1%	17%	科技硬件
1347 HK	华虹半导体	5,514	33.0	37.0	73.4	38.7	-54%	0.0%	-31%	半导体
EDU US	新东方教育	30,240	179.1	209.0	58.1	51.5	17%	0.0%	-58%	教育
1765 HK	希望教育	2,043	2.2	4.2	23.2	15.5	11%	1.6%	22%	教育
2001 HK	新高教集团	971	4.8	7.1	12.2	9.4	27%	1.7%	41%	教育
1055 HK	南方航空	13,196	4.9	5.9	n.a.	19.6	-391%	0.0%	236%	交运
914 HK	海螺水泥	43,026	52.4	68.5	6.6	6.7	n.a.	4.7%	-42%	原材料
881 HK	中升控股	18,114	61.7	70.0	24.5	19.0	0.1	0.8%	98%	汽车
175 HK	吉利汽车	29,240	23.1	25.0	27.2	17.8	-0.2	1.2%	-23%	汽车

资料来源：彭博、招商证券（香港）预测；数据截至 2020 年 11 月 20 日

主要报告

美国 10 月零售数据展现复杂信号 (郭圆涛/张轩扬/钱鹭)

零售额增长 0.3%，前值修正意味着 10 月数据好于市场预期。然而即使在第三波疫情爆发之前，销售收入也已显著放缓。餐饮服务业的下跌尤其令人担忧。

美国 10 月工业产出重回扩张 (郭圆涛/张轩扬/钱鹭)

工业产出环比增长 1.1%，略高于市场预期。前值修正意味着制造业产出连续 6 个月实现扩张。新一轮新冠疫情爆发对生产造成的威胁相对小于消费。

美国房地产市场有望保持走强势头 (郭圆涛/张轩扬/钱鹭)

营建许可 10 月环比持平，但新屋开工数量再次大幅超预期增长。低于疫情前的峰值表明新开工数量还有进一步上升空间。库存较低也意味着未来将有更多房地产建设开工。

小米集团 (1810 HK) - 2020 年三季度前瞻：智能手机增长拉动市场预期 (陈永豪/苏林)

2020 年三季度业绩应可达市场预期；手机销售强劲拉动收入增长。物联网、互联网服务近期受新冠疫情影响；留意攀升的市场预期或导致股价回落。上调预测及目标价，反应提升的预测及行业重估。

比亚迪股份 (1211 HK) - 开门造车拉开序幕，垂直整合优势凸显 (梁勇活/杨岱东)

与滴滴合作造车，释放公司全产业链模式价值。对公业务获得突破，拉动公司新能源汽车销量增长。维持买入评级，目标价 340 港元。

航空 - 疫苗进展推动国际市场复苏预期 (魏芸)

10 月国内运力增速加快，客座率环比有所下滑。疫苗进展或推动国际市场复苏，从而进一步推动国内客座和票价修复。预期基本面改善带来板块估值修复，上调三大航目标价。

京东商城 (JD US) - 下沉市场用户渗透率逐渐迎头赶上 (刘楠/马牧野/黄耀林)

三季度收入和非 GAAP 净利润分别超出市场预期 2%和 32%。自营电商和三方物流业务的规模效应将为公司利润率的提升保驾护航。目标价调升至 100 美元；维持买入评级。

汽车汽配 - 新能源月报：行业百花齐放，铁锂电池优势扩大 (梁勇活/杨岱东)

10 月新能源车延续高增长，新政策加速行业发展。整车各细分市场全面开花，磷酸铁锂电池市占率大幅上升。重点推荐全产业链优势公司比亚迪和后发优势公司吉利汽车。

华润医疗 (1515 HK) - 上调至买入评级 – IOT 风险释放完毕，目前估值吸引 (张皓渊/代方琦)

我们看好公司 21 年的盈利增长同比达到 57%，主要得益于 IOT 资产风险已经释放，同时来自疫情后的恢复。我们认为，华润医疗有望凭借其国企背景和华润集团的支持，成为十四五规划的受益股。我们将估值切换到 21 年底，提升目标价至 6.8 港元，评级从中性上调至买入，基于公司吸引的风险回报，以及潜在政策催化剂。

金山软件 (3888 HK) - 四季度将驶过减速带 (马牧野/刘楠/黄耀林)

三季度收入和经调整净利润均超出市场预期 2%。公司几款手游将延后至 21 年一季度上线，而 WPS 在面对 19 年四季度的高基数增速下预计仍将录得不错的增长。目标价下调至 49 港元；维持买入评级。

保险行业 - 公司业绩回顾及行业展望 (罗磊/朱璐颖)

三季度新单销售疲弱。行业长期发展潜力不变；2021 年销售增速有望恢复。维持行业推荐评级；首选：中国平安（2318 HK）。

中国太保 (2601 HK) - 新冠疫情令寿险业务表现持续承压 (罗磊/朱璐颖)

寿险业务表现仍受新冠疫情影响。第三季营销员人数下降但新业务价值率趋稳。公司估值不高；维持买入评级。

哔哩哔哩 (BILI US) - 四季度换挡提速 (刘楠/马牧野/黄耀林)

三季度收入超出市场预期 5%，经调整净亏损大于市场预期。公司提前达成了 20 财年 1.8 亿的年度用户目标，并给出了强劲的四季度指引，预计收入将增长到 36 亿至 37 亿元人民币。目标价上调至 63 美元；维持买入评级。

领展 (823 HK) - 疫情曙光初现，内地商业物业恢复超预期 (焦一丁/赵安博)

国内商业物业恢复超预期，领展二、三季度内地商业物业续租租金水平同比提升 8%，2021 年预计进一步提升。疫苗进展、香港通关及房托条例修改均有望成为公司股价提升催化剂。2021 年行业大幅好转为大概率事件，公司内生和外延增长将同时发力，维持目标价及买入评级。

网易 (NTES US) - 加大投入以换取更好的未来 (马牧野/刘楠/黄耀林)

网易三季度收入和非 GAAP 净利润分别超出市场预期 3%和 70%。预计四季度收入将稳定增长，同时在营销费用上的投入会持续。目标价由 115 美元上调至 121 美元；维持买入评级。

中国生物科技服务 (8037 HK) - 三季度净利润转正，关注近期研发进展 (张皓渊/代方琦)

公司三季度净利润转正达 1.33 亿港元，为公司更名后首次单季盈利。CDE 已于 11 月 5 日受理公司首个 IND（LY007，采用 αCD20 CAR-T +OX40 共刺激信号设计），并将于 60 日内给予答复。公司通过接受中国疾控中心的新冠亚单位疫苗的技术转让，正式进军新冠疫苗开发领域。

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