2020 年 11 月 16 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 (2020/11/16)

中国互联网巨头将面临反垄断新规监管

- **市场监管总局发布平台经济领域反垄断指南意见稿，剑指头部互联网企业**
- **中国10月餐饮收入同比转正，为年内首次**
- **辉瑞/BioNTech公布其候选疫苗临床试验结果，有效性达到90%左右**

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：11 月 9 日，辉瑞/BioNTech 宣布，根据其合作研发的新冠疫苗三期试验，首次中期分析显示疫苗的有效率超过 90%。Moderna 公司表示很快就会有其疫苗有效性的数据。美国的新冠疫情继续恶化，每日新增确诊人数连续 12 天超过 100,000，过去 7 天（11 月 9 日至 15 日）平均每日约新增 145,400 例。全国住院人数达到创纪录的 69,900 人。**2）中国反垄断新规：**11 月 10 日，国家市场监督管理总局发布一项反垄断指南（征求意见稿），主要针对互联网平台的垄断行为。包括平台要求商家“二选一”、对消费者进行大数据“杀熟”等在内的反竞争行为均可被认定为违法。**3）中美关系：**11 月 12 日，特朗普总统签署了一项行政命令，禁止美国人向一系列中国公司投资，称这些公司直接支持中国的军事、情报和安全机构，并帮助其实现发展和现代化。这 31 家由美国国防部确认的公司包括中国航空工业集团、中国移动、中国铁建、中国化工等。随后不久，中国外交部发言人汪文斌祝贺拜登当选美国总统。

宏观经济数据：中国方面：1）10月规模以上工业增加值同比上涨6.9%，超出预期（9月：6.9%）。2）10月社零总额同比增长4.3%，不及预期（9月：3.3%）。商品零售同比增长4.8%，而餐饮收入同比增长0.8%，为今年以来同比增速首次转正。3）1-10月城镇固定资产投资同比增长1.8%，超出预期（1-9月：0.8%）。4）10月全国调查失业率为5.3%，符合预期（9月：5.4%）。5）10月CPI同比增长0.5%，低于预期（9月：1.7%）；PPI同比下跌2.1%，跌幅大于预期（9月：-2.1%）。6）10月M2同比增速为10.5%，不及预期（9月：10.9%）；10月新增人民币贷款为6,898亿元人民币，不及预期（9月：19,000亿元人民币）；10月社会融资规模增量为14,200亿元人民币，略微高于预期（9月：34,772亿元人民币）。**美国方面**：1）10月CPI环比增长0.0%，同比增长1.2%，均低于预期（9月：环比0.2%，同比1.4%）；核心CPI环比增长0.0%，同比增长1.6%，均低于预期（9月：环比0.2%，同比1.7%）。2）10月PPI同比增长1.1%，低于市场预期（9月：1.2%）。3）截止至11月7日当周首次申请失业补助人数为709,000，好于预期（之前一周：757,000）。

股市概况：过去一周恒生指数上涨1.7%，MSCI中国和沪深300指数分别下跌2.2%和0.6%。**MSCI中国指数**：能源（+9.6%）和公用事业（+2.7%）板块跑赢大市，可选消费（-6.2%）和信息技术（-2.0%）板块则表现不佳。恒生/MSCI中国/沪深300指数估值分别为12.6倍/16.7倍/15.3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。我们认为选举结果对A股和H股更为正面。特朗普极端激进的外交政策和敌对的手段将结束，一定时期内制裁将会减少以换取更广泛的利益。**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10月通胀压力进一步减缓 (2020/11/13)
2. 招证国际策略周报 (2020/11/09) - 拜登当选有望终结之前的白宫乱局 (2020/11/09)
3. 通往白宫之路 III：拜登夺冠 (2020/11/08)
4. 美国10月劳动力市场展现积极信号 (2020/11/07)
5. 财政政策不确定环境下美联储选择按兵不动 (2020/11/06)
6. 美国9月贸易赤字收窄 (2020/11/05)
7. 10月ISM制造业PMI：产出扩张持续加速 (2020/11/03)
8. 美国三季度GDP录得创纪录反弹 (2020/10/30)
9. 美联储11月FOMC会议前瞻 (2020/10/30)
10. 美国企业设备投资已收复二季度失地 (2020/10/28)

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		2020-10-21	2020-11-20
财政支出累计同比%	-2.7	-2.9	-5.8	-3.2	-2.1	-1.9		2020-10-21	2020-11-20
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	0.7	6.2	4.2	0.4	-0.6		2020-10-16	2020-11-17
制造业产出环比%	-15.8	3.6	7.6	4.2	1.2	-0.3		2020-10-16	2020-11-17
零售销售环比%	-14.7	18.3	8.6	0.9	0.6	1.9		2020-10-16	2020-11-17
零售销售(除汽车)环比%	-15.2	12.3	8.4	1.3	0.7	1.5		2020-10-16	2020-11-17
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	9.4		2020-10-22	2020-11-19
新屋开工环比%	-26.4	11.1	21.9	17.5	-6.7	1.9		2020-10-20	2020-11-18
营建许可环比%	-21.4	14.1	3.5	17.9	-0.5	4.7		2020-10-20	2020-11-18
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	-2.2%	3.7%	3.1%	11.3%	30.9%	24.5%	34.9%
沪深 300	-0.6%	3.4%	0.4%	4.8%	22.4%	18.6%	24.5%
韩国 KOSPI	3.2%	10.0%	3.8%	2.3%	28.5%	13.5%	17.5%
美国标普 500	2.2%	9.6%	2.1%	6.3%	27.1%	11.0%	15.9%
MSCI 亚太区除日本外	1.1%	7.4%	4.2%	8.6%	29.9%	10.9%	17.0%
台湾 TWSE	2.3%	5.8%	2.5%	4.0%	21.3%	10.6%	15.7%
MSCI 新兴市场	1.0%	7.7%	4.6%	8.4%	30.7%	6.6%	13.8%
印度 Sensex	3.7%	9.7%	6.9%	13.4%	35.7%	5.3%	8.3%
马来西亚 KLCI	4.6%	8.4%	4.2%	0.8%	13.8%	0.1%	-0.5%
俄罗斯 MOEX	4.5%	12.4%	6.9%	-1.8%	16.1%	-0.7%	3.1%
日本 Topix	2.7%	7.8%	3.3%	4.9%	15.5%	-1.1%	0.2%
香港恒生	1.7%	8.5%	6.1%	3.7%	8.2%	-7.2%	-1.6%
欧洲 STOXX	5.1%	12.5%	3.8%	3.4%	15.3%	-7.4%	-5.1%
巴西 IBOV	3.8%	11.5%	6.3%	4.2%	34.7%	-9.4%	-1.3%
菲律宾 PSEi	4.3%	10.2%	17.7%	14.3%	23.9%	-10.8%	-12.3%
印尼 JCI	2.4%	6.5%	6.4%	4.2%	19.9%	-13.3%	-11.1%
泰国 SET	6.9%	12.7%	5.7%	0.0%	4.0%	-14.8%	-16.6%
新加坡海峡时报	5.1%	11.9%	5.6%	4.4%	5.4%	-15.9%	-16.3%

资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 11 月 13 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
MSCI 中国	-2.1%	3.7%	3.1%	11.2%	30.9%	25.0%	36.2%
沪深 300	-0.5%	4.8%	2.5%	10.1%	31.4%	25.0%	32.4%
韩国 KOSPI	4.3%	12.9%	7.5%	9.3%	42.1%	18.4%	24.0%
台湾 TWSE	2.4%	6.1%	3.3%	7.4%	27.2%	16.1%	23.9%
美国标普 500	2.2%	9.6%	2.1%	6.3%	27.1%	11.0%	15.9%
MSCI 亚太区除日本外	1.1%	7.4%	4.2%	8.6%	29.9%	10.9%	17.0%
MSCI 新兴市场	1.0%	7.7%	4.6%	8.4%	30.7%	6.6%	13.8%
日本 Topix	1.4%	7.9%	4.2%	7.1%	18.1%	3.0%	4.2%
印度 Sensex	2.9%	9.7%	5.3%	13.9%	37.3%	0.6%	4.8%
马来西亚 KLCI	4.8%	9.2%	4.7%	2.6%	19.5%	-0.7%	0.3%
欧洲 STOXX	4.6%	14.2%	4.6%	3.5%	26.0%	-2.4%	2.0%
菲律宾 PSEi	4.2%	11.1%	19.0%	15.9%	29.5%	-5.9%	-7.3%
香港恒生	1.7%	8.5%	6.1%	3.6%	8.1%	-6.8%	-0.6%
印尼 JCI	2.7%	10.1%	10.7%	9.0%	25.4%	-15.0%	-11.6%
泰国 SET	8.3%	16.4%	9.1%	2.9%	10.5%	-15.4%	-16.5%
新加坡海峡时报	5.1%	13.5%	6.6%	6.3%	11.1%	-16.1%	-15.4%
俄罗斯 MOEX	4.3%	15.3%	6.3%	-7.5%	11.0%	-20.5%	-14.4%
巴西 IBOV	2.6%	16.6%	7.7%	1.7%	45.2%	-33.8%	-24.9%

资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 11 月 13 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	3.7%	-10.7%	4.9%	37.3%	85.3%	36.8%	15.2%
汽油	3.8%	7.2%	-4.8%	-8.9%	32.0%	-33.7%	-31.2%
WTI 原油	8.1%	12.1%	-0.2%	-5.0%	58.7%	-34.3%	-29.7%
布伦特原油	8.4%	14.2%	0.8%	-4.8%	46.6%	-35.2%	-31.4%
热油	5.4%	11.4%	3.0%	-2.7%	44.8%	-40.6%	-37.0%
金属							
银	-3.7%	4.3%	2.8%	-9.1%	59.5%	37.5%	46.0%
铁矿石	2.0%	2.1%	-3.3%	2.8%	33.4%	31.3%	36.2%
金	-3.2%	0.6%	-0.1%	-3.3%	10.3%	24.1%	29.3%
锌	-0.2%	4.2%	8.8%	10.7%	33.1%	15.7%	8.5%
镍	3.5%	4.9%	5.7%	12.7%	29.7%	13.3%	3.3%
铜	0.5%	3.9%	4.3%	11.6%	33.7%	13.1%	19.7%
铝	1.6%	4.5%	4.0%	9.6%	30.5%	6.7%	9.5%
铂	-0.1%	5.5%	2.5%	-7.4%	17.5%	-8.2%	2.6%
农产品							
大豆	3.9%	8.0%	9.3%	25.8%	36.5%	21.0%	26.5%
糖	0.3%	4.2%	6.8%	14.1%	45.8%	11.5%	16.4%
小麦	-1.4%	-0.8%	-0.1%	19.5%	16.3%	6.2%	16.6%
玉米	0.9%	3.0%	4.9%	26.2%	28.2%	5.9%	9.4%
棉花	-0.2%	-0.7%	-0.5%	9.7%	19.1%	-0.9%	6.6%
瘦肉猪	0.0%	-1.0%	-16.6%	20.9%	-4.6%	-9.1%	2.8%
活牛	1.2%	3.7%	1.0%	2.7%	17.1%	-11.8%	-6.9%
咖啡	2.2%	4.6%	-0.8%	-6.0%	5.5%	-15.8%	1.2%

资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 11 月 13 日

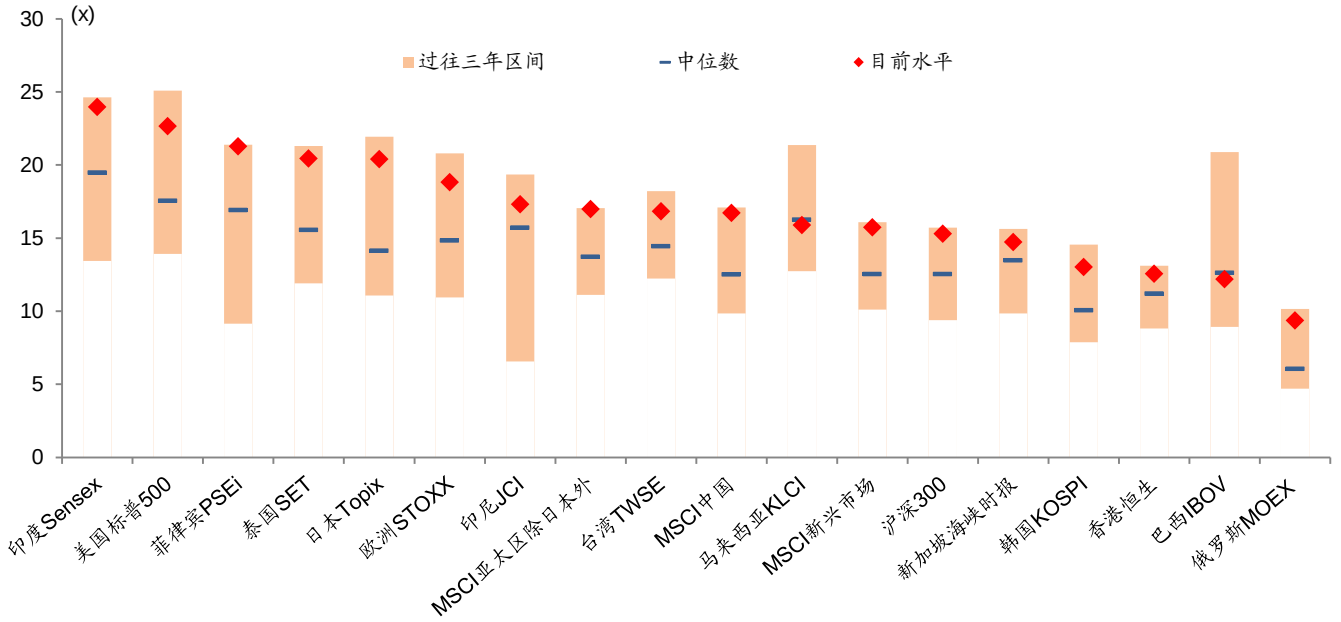
图表 6：主要货币兑美元表现（根据年初至今表现排序）

	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	-0.6%	2.4%	1.5%	-0.1%	12.9%	7.6%	12.0%
瑞士法郎	-1.4%	0.5%	0.3%	-0.3%	6.5%	5.9%	8.5%
欧元	-0.3%	1.6%	0.9%	0.2%	9.4%	5.4%	7.6%
中国人民币	0.1%	1.3%	2.1%	5.1%	7.4%	5.4%	6.3%
新台币	0.1%	0.2%	0.8%	3.3%	4.9%	5.2%	7.0%
菲律宾比索	0.0%	0.4%	0.7%	1.3%	4.2%	5.0%	5.5%
日元	-1.2%	0.0%	0.9%	2.2%	2.3%	3.8%	4.0%
韩元	0.4%	1.7%	2.8%	6.1%	9.7%	3.6%	4.6%
澳大利亚元	0.2%	3.5%	1.6%	1.5%	12.7%	3.5%	6.4%
新西兰元	1.1%	3.5%	3.1%	4.4%	14.2%	1.5%	6.9%
越南盾	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.7%	0.0%	0.2%
新加坡元	0.1%	1.4%	0.9%	1.8%	5.3%	-0.2%	1.1%
英镑	0.3%	1.9%	1.8%	0.8%	7.9%	-0.6%	2.7%
马来西亚林吉特	0.2%	0.8%	0.4%	1.7%	5.0%	-0.8%	0.8%
加拿大元	-0.7%	1.4%	0.0%	0.5%	7.2%	-1.2%	0.8%
泰铢	1.4%	3.3%	3.6%	2.9%	6.3%	-1.4%	0.2%
智利比索	-1.7%	0.9%	3.9%	3.3%	6.6%	-1.9%	3.6%
印度尼西亚卢比	0.3%	3.2%	3.9%	4.3%	4.9%	-2.1%	-0.6%
印度卢比	-0.5%	-0.7%	-1.7%	0.3%	1.2%	-4.3%	-3.4%
墨西哥比索	0.9%	3.8%	4.5%	8.9%	19.0%	-7.5%	-4.7%
南非兰特	0.6%	4.7%	6.2%	12.2%	19.6%	-9.9%	-3.8%
俄罗斯卢布	0.3%	2.8%	-0.3%	-5.5%	-4.0%	-19.6%	-16.7%
土耳其里拉	11.2%	9.0%	3.4%	-4.1%	-8.9%	-22.3%	-25.0%
阿根廷比索	-0.8%	-1.8%	-2.9%	-8.3%	-15.3%	-24.9%	-25.1%
巴西里尔	-1.6%	5.2%	2.0%	-1.7%	7.7%	-26.3%	-23.5%

资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 11 月 13 日

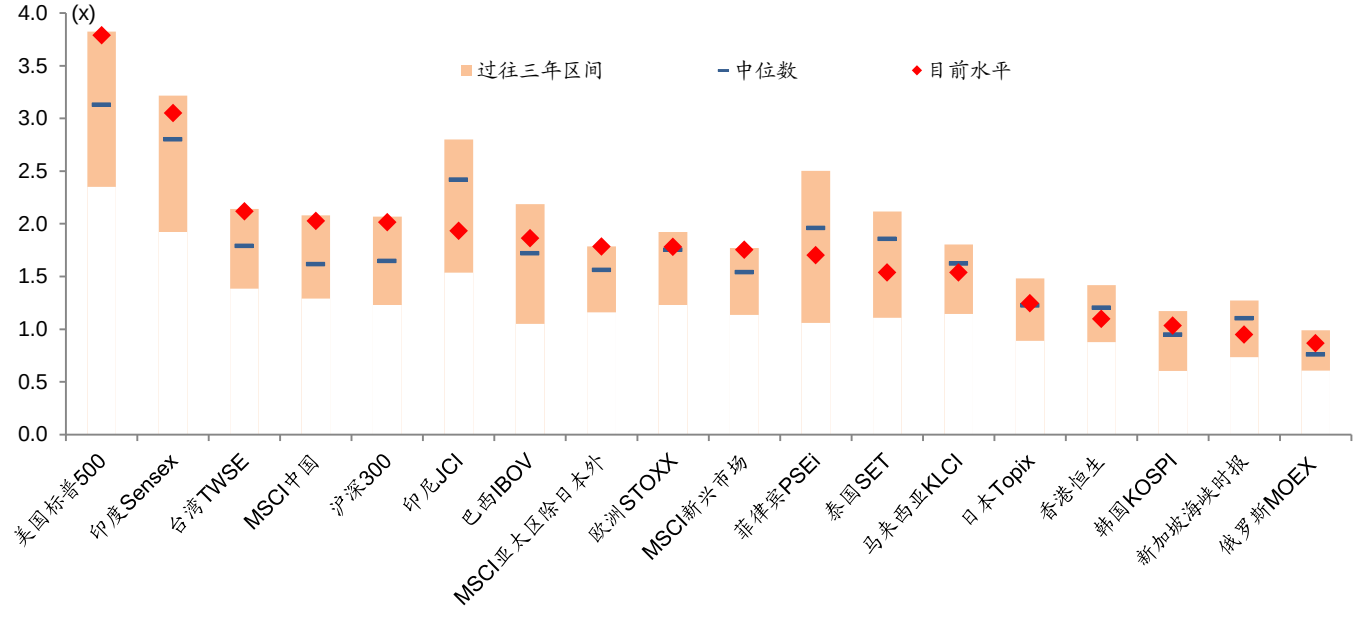
全球股票市场估值

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 13 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 13 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
能源	9.6%	14.7%	7.6%	-2.2%	-0.9%	-29.1%	-25.0%
公用事业	2.7%	9.8%	13.0%	3.7%	6.5%	-5.5%	-7.5%
保险	2.7%	6.2%	2.7%	0.6%	8.7%	-12.3%	-11.0%
工业	2.5%	8.9%	3.5%	2.9%	12.0%	4.3%	10.7%
原材料	2.0%	11.8%	7.2%	9.5%	26.4%	16.0%	36.5%
日常消费	1.6%	4.5%	1.8%	5.8%	28.5%	36.3%	39.1%
银行	1.4%	9.1%	11.0%	3.7%	-1.7%	-12.9%	-7.8%
房地产	1.2%	10.7%	3.0%	0.2%	5.5%	-13.7%	-0.1%
医疗保健	0.6%	4.3%	-1.5%	5.2%	23.1%	43.5%	41.0%
多元金融	0.0%	4.1%	-2.7%	-3.0%	19.0%	1.0%	14.5%
通信服务	-1.8%	2.9%	6.4%	12.0%	31.3%	37.4%	52.0%
信息技术	-2.0%	7.7%	3.9%	14.0%	46.2%	50.5%	69.0%
可选消费	-6.2%	-0.4%	-0.2%	19.7%	57.8%	52.1%	68.3%
MSCI 中国	**-2.2%**	**3.7%**	**3.1%**	**11.3%**	**30.9%**	**24.5%**	**34.9%**

资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 11 月 13 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
能源	12.0%	10.6%	4.3%	-12.1%	-24.3%	-43.1%	-44.4%
公用事业	5.0%	5.9%	9.6%	-6.8%	-18.6%	-24.1%	-31.4%
保险	5.0%	2.4%	-0.4%	-9.6%	-16.9%	-29.6%	-34.0%
工业	4.8%	5.0%	0.4%	-7.5%	-14.4%	-16.2%	-17.9%
原材料	4.3%	7.8%	3.9%	-1.6%	-3.5%	-6.8%	1.2%
日常消费	3.8%	0.8%	-1.3%	-4.9%	-1.8%	9.5%	3.1%
银行	3.7%	5.2%	7.7%	-6.8%	-24.9%	-30.0%	-31.6%
房地产	3.4%	6.7%	-0.1%	-9.9%	-19.4%	-30.7%	-26.0%
医疗保健	2.8%	0.6%	-4.5%	-5.4%	-5.9%	15.3%	4.6%
多元金融	2.2%	0.4%	-5.6%	-12.9%	-9.1%	-18.9%	-15.1%
通信服务	0.4%	-0.8%	3.2%	0.7%	0.3%	10.4%	12.7%
信息技术	0.2%	3.9%	0.7%	2.5%	11.6%	20.9%	25.4%
可选消费	-4.2%	-4.0%	-3.3%	7.6%	20.5%	22.2%	24.8%

资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 11 月 13 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
原材料	3.2%	9.2%	4.0%	5.5%	30.0%	25.8%	43.9%
能源	2.0%	5.6%	0.2%	-0.1%	10.5%	-9.3%	-2.7%
日常消费	0.2%	2.6%	-1.4%	3.7%	31.2%	48.6%	46.8%
工业	0.0%	3.7%	-1.8%	2.1%	22.4%	22.5%	32.5%
公用事业	-0.1%	3.3%	-0.6%	0.2%	12.9%	3.7%	6.3%
银行	-0.6%	1.3%	2.5%	2.6%	9.4%	-4.5%	-2.8%
信息技术	-1.1%	2.7%	-5.0%	-3.8%	11.4%	25.4%	36.5%
保险	-1.1%	1.1%	-3.0%	4.6%	12.8%	-2.9%	-4.4%
房地产	-1.1%	2.6%	-4.6%	-7.9%	6.9%	-5.4%	5.5%
可选消费	-1.4%	6.0%	5.5%	9.9%	35.2%	28.9%	39.0%
医疗保健	-1.5%	-2.9%	-7.4%	-6.0%	19.0%	42.5%	41.7%
多元金融	-1.6%	1.6%	-7.2%	-5.3%	21.3%	10.0%	26.5%
电信	-2.0%	1.6%	-4.7%	-11.6%	-4.0%	-2.2%	-0.8%
沪深 300	**-0.6%**	**3.4%**	**0.4%**	**4.8%**	**22.4%**	**18.6%**	**24.5%**

资料来源：万得、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 11 月 13 日

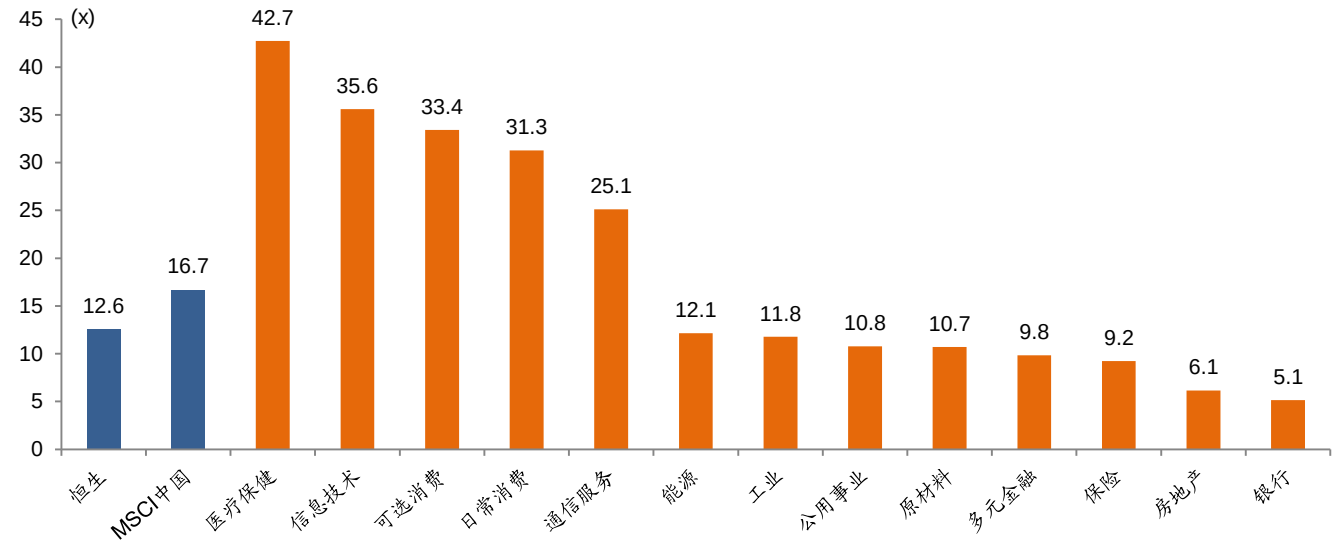
图表 12：沪深 300 指数分行业相对表现（根据过去一周表现排序）

	相对表现						
	一周	两周	1 个月	3 个月	6 个月	年初至今	12 个月
原材料	3.8%	5.6%	3.6%	0.7%	6.2%	6.1%	15.6%
能源	2.6%	2.1%	-0.2%	-4.7%	-9.7%	-23.5%	-21.9%
日常消费	0.8%	-0.9%	-1.8%	-1.0%	7.2%	25.4%	17.9%
工业	0.6%	0.2%	-2.2%	-2.6%	0.0%	3.3%	6.4%
公用事业	0.5%	-0.1%	-1.0%	-4.4%	-7.8%	-12.6%	-14.7%
银行	-0.1%	-2.0%	2.1%	-2.1%	-10.6%	-19.4%	-21.9%
信息技术	-0.5%	-0.7%	-5.3%	-8.2%	-9.0%	5.8%	9.6%
保险	-0.5%	-2.2%	-3.3%	-0.1%	-7.9%	-18.1%	-23.3%
房地产	-0.5%	-0.8%	-4.9%	-12.1%	-12.7%	-20.2%	-15.3%
可选消费	-0.8%	2.4%	5.1%	4.9%	10.5%	8.7%	11.6%
医疗保健	-0.9%	-6.1%	-7.7%	-10.3%	-2.7%	20.2%	13.8%
多元金融	-1.0%	-1.8%	-7.5%	-9.6%	-0.9%	-7.3%	1.6%
电信	-1.5%	-1.8%	-5.0%	-15.6%	-21.5%	-17.5%	-20.3%

资料来源：万得、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 11 月 13 日

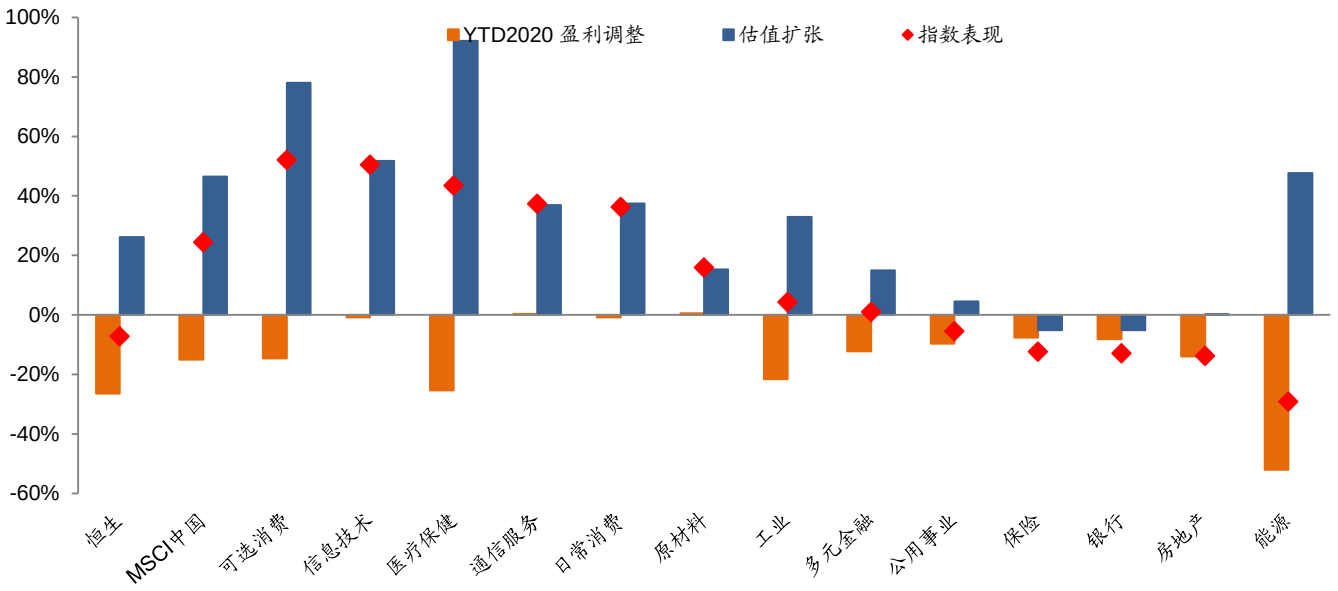
分行业估值

图表 13：MSCI 中国指数分行业前瞻市盈率（12 个月前瞻市盈率）



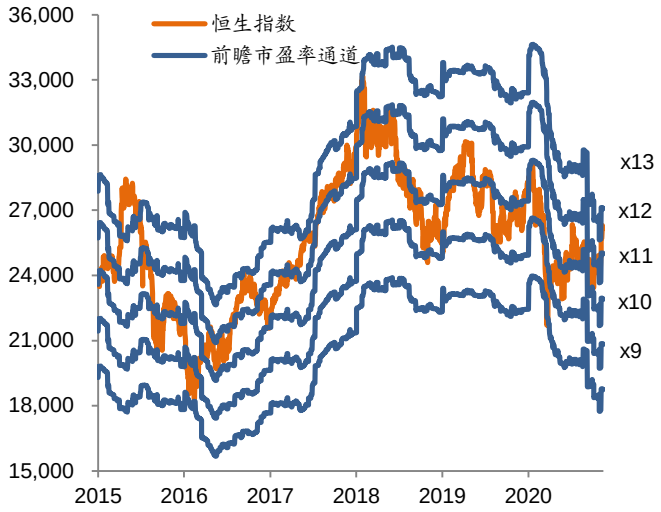
资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 11 月 13 日

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



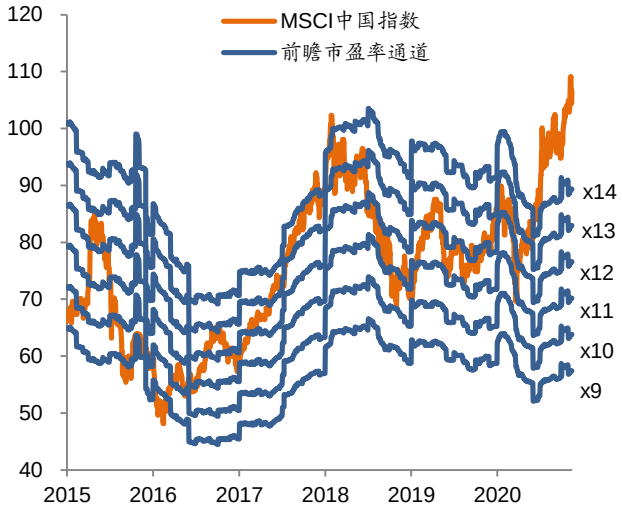
资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 11 月 13 日

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 13 日

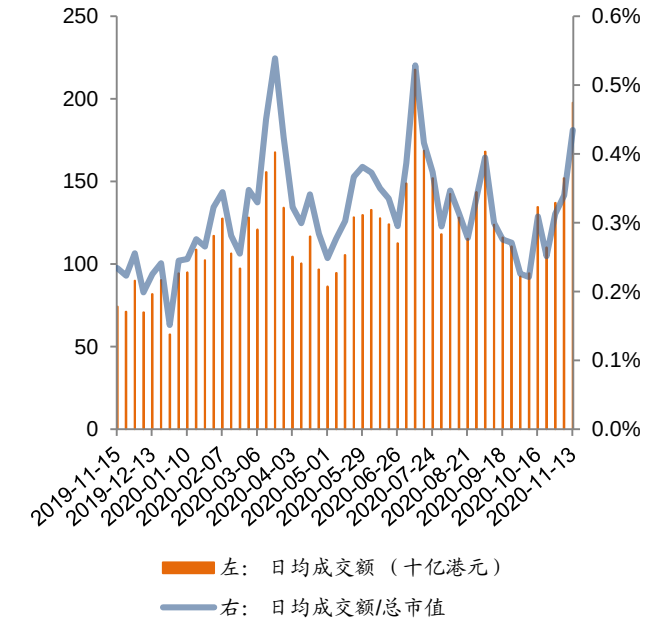
图表 16：MSCI 中国指数市盈率通道



资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 20 年 11 月 13 日

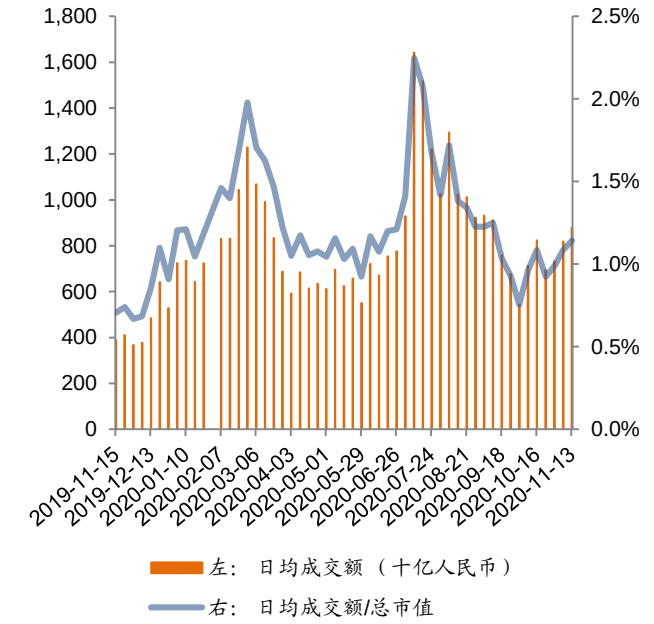
市场成交额

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 13 日

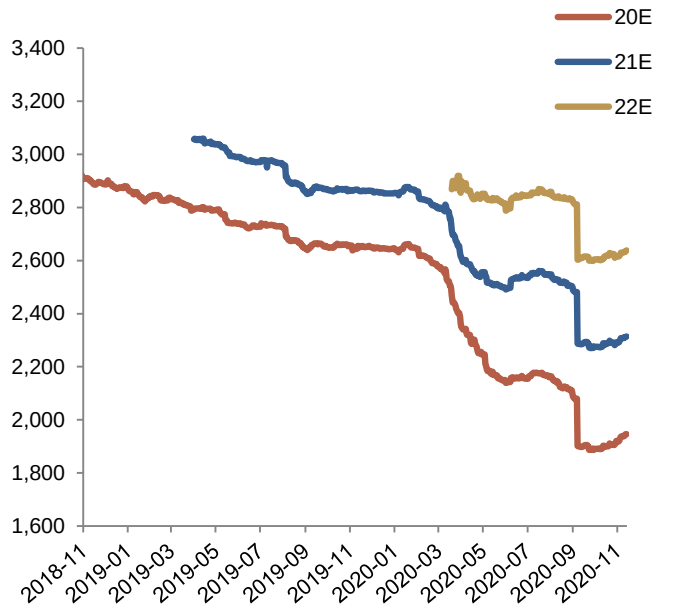
图表 18：A 股市场日均成交额



资料来源：万得、招商证券（香港）；数据截至 20 年 11 月 13 日

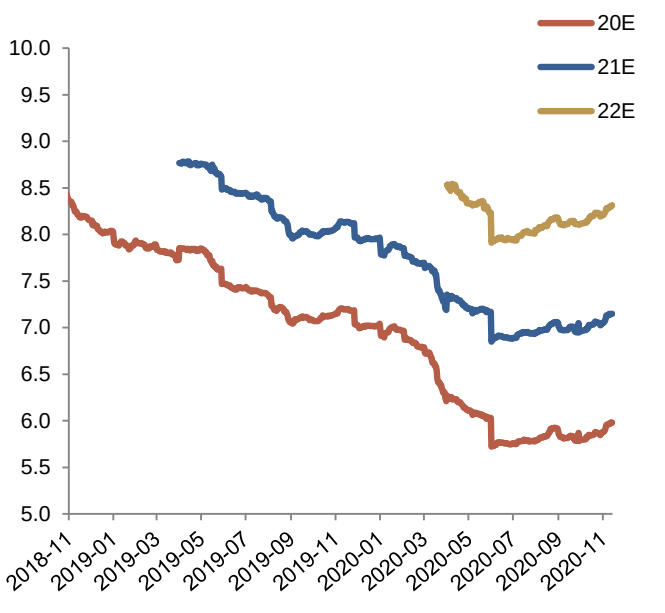
盈利预测调整

图表 19：恒生指数 EPS 一致预测调整



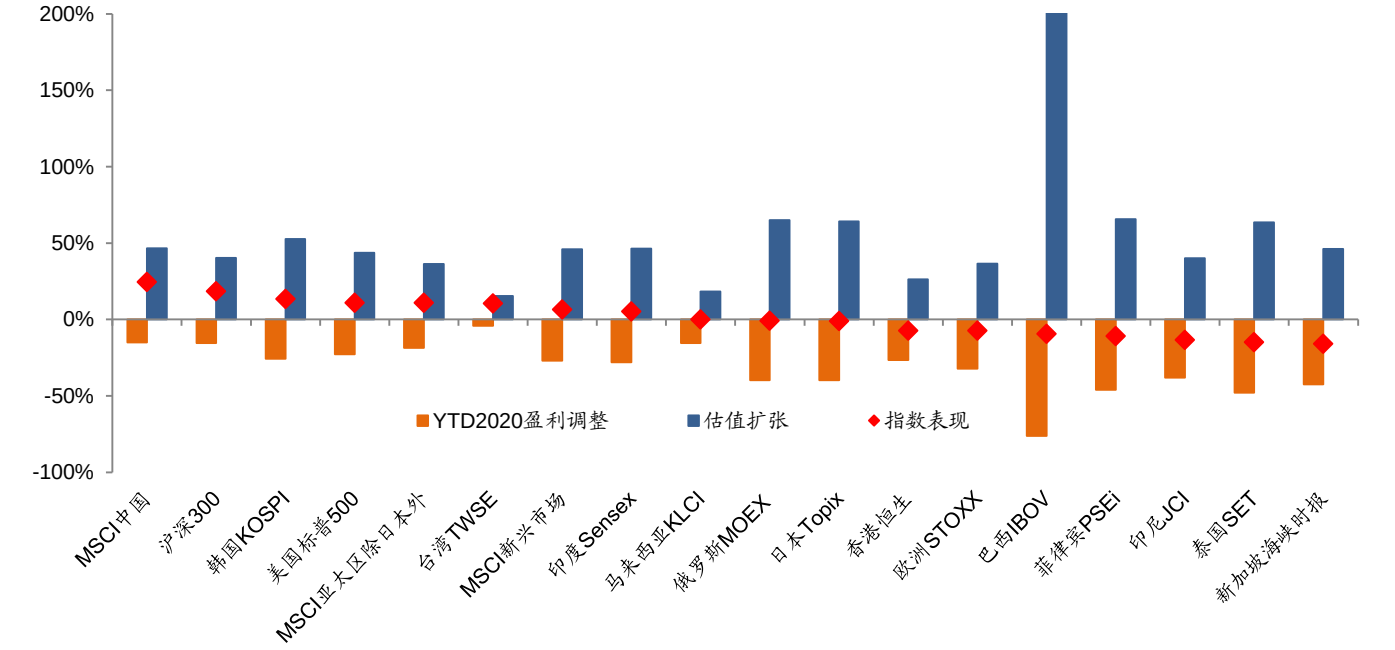
资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 20 年 11 月 13 日

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 13 日

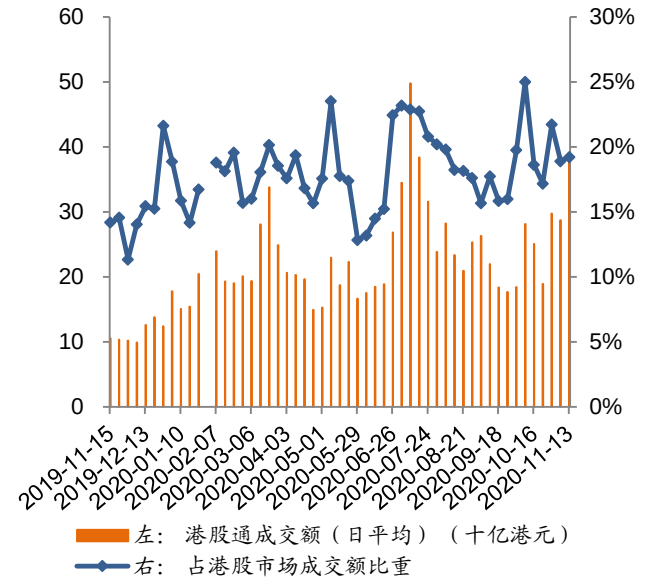
图表 21：主要股指年初至今股价表现：估值变化和盈利调整



资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 11 月 13 日

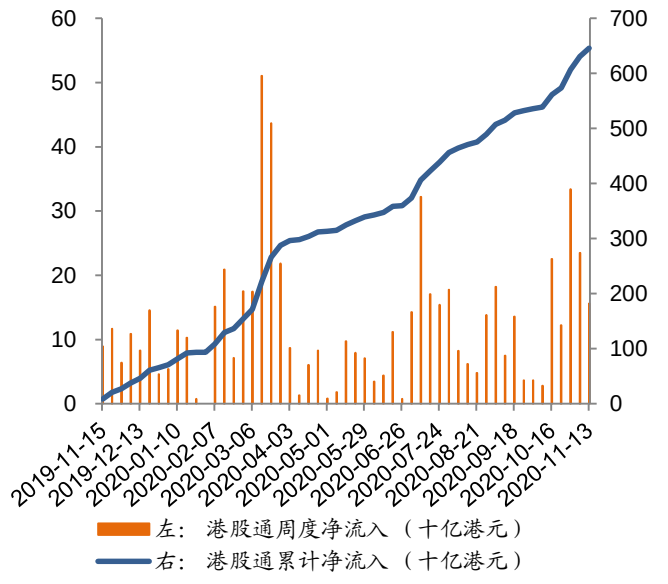
陆港通

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 13 日

图表 23：南下资金净流入



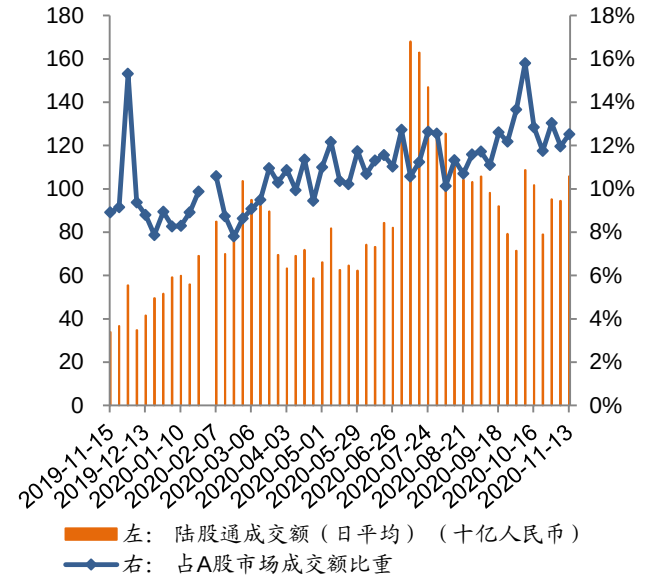
资料来源：万得、招商证券（香港）；数据截至 20 年 11 月 13 日

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）	2020/10/23	2020/10/30	2020/11/06	2020/11/13	2020/06	2020/07	2020/08	2020/09	2020/10	2020/11
能源	0.0	-0.1	-0.1	0.2	0.0	0.5	-0.1	-0.2	-0.1	0.1
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	-0.1	0.0	-0.1	0.8	0.0	0.2	0.1	0.0
工业	0.0	0.2	0.0	0.0	0.0	0.1	0.2	0.2	0.1	0.0
房地产	0.1	0.0	0.0	0.0	-0.5	-0.4	0.1	0.4	0.1	0.0
日常消费	0.2	0.5	0.4	0.7	0.9	4.2	3.6	2.5	0.8	1.2
医疗保健	0.7	-0.1	-0.2	-0.2	2.2	3.8	-1.6	2.2	1.6	-0.5
保险	1.2	0.5	0.2	-0.2	-1.5	1.3	2.0	2.0	2.4	0.0
多元金融	0.4	2.2	1.4	0.7	2.4	3.3	0.5	0.4	2.6	2.1
信息技术	-0.1	1.3	2.1	-1.2	5.5	5.0	0.9	-0.6	4.1	0.9
银行	2.9	0.9	1.7	-0.1	2.2	3.8	-0.3	1.0	6.7	1.7
可选消费	0.3	6.5	6.1	1.9	-0.9	8.6	13.2	2.2	11.9	8.0
通信服务	1.5	12.7	7.8	13.0	8.4	14.8	4.7	6.5	19.8	20.8
总计 (前十大个股)	**7.2**	**24.7**	**19.4**	**14.9**	**18.7**	**46.2**	**22.9**	**16.7**	**49.9**	**34.3**
南下总计	**12.2**	**33.4**	**23.5**	**15.6**	**25.7**	**91.0**	**38.0**	**41.7**	**71.0**	**39.1**

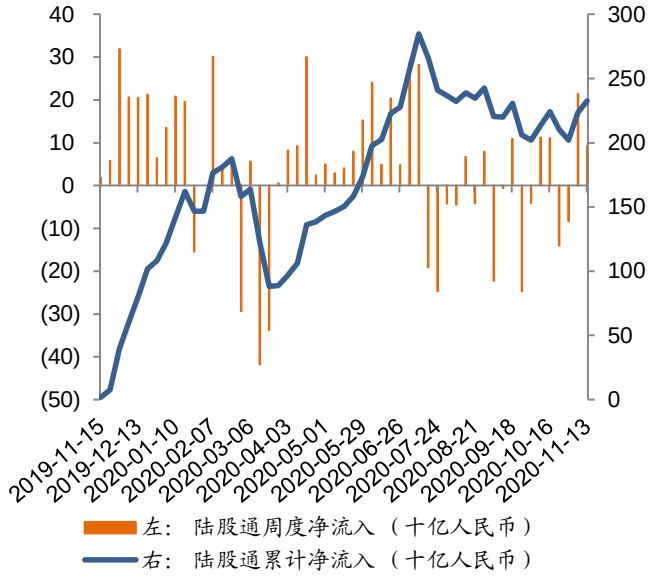
资料来源：万得、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 11 月 13 日

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 13 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 13 日

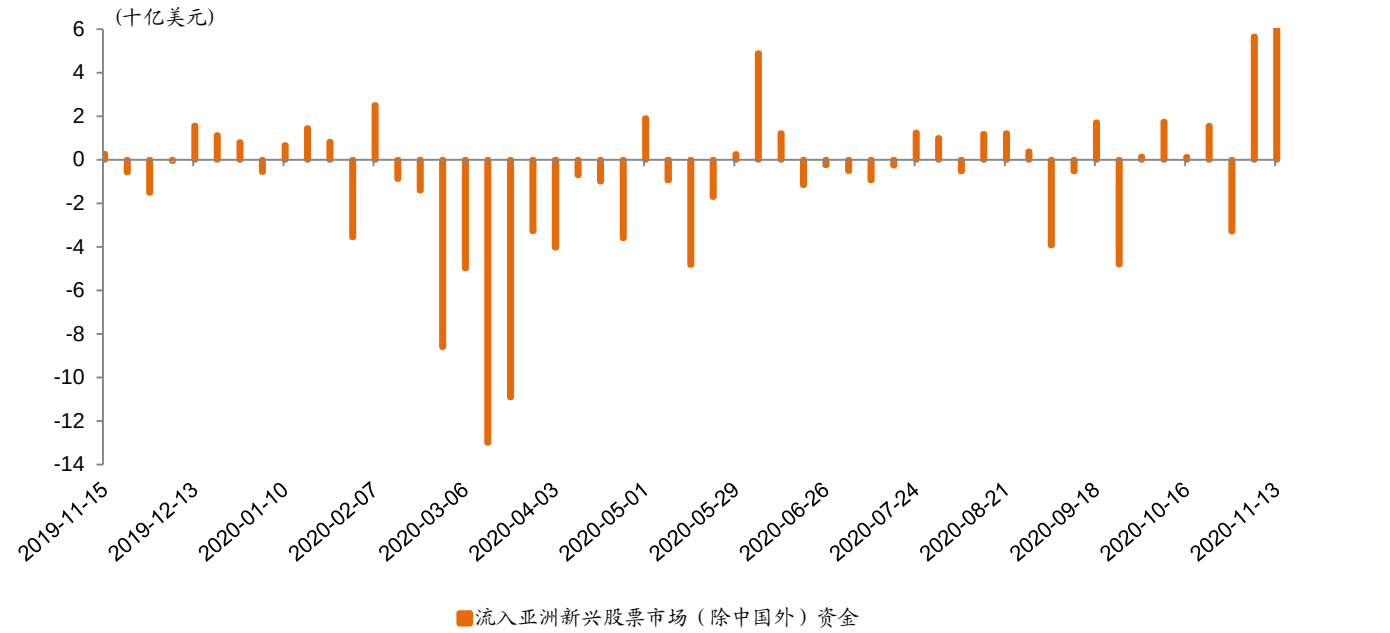
图表 27：北上分板块资金净流入

	北上资金净流入									
	每周				每月					MTD
（十亿人民币）	2020/10/23	2020/10/30	2020/11/06	2020/11/13	2020/06	2020/07	2020/08	2020/09	2020/10	2020/11
保险	1.7	-3.1	-0.2	0.3	1.3	6.3	-1.8	-2.3	-0.8	0.1
医疗保健	-1.1	-0.6	0.2	0.2	0.8	0.8	1.0	-1.2	-0.6	0.4
原材料	-0.3	-0.2	-0.1	0.2	1.1	0.9	1.4	0.3	-0.6	0.1
通信服务	0.1	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	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.5	0.0	0.0
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	-0.2	0.4	0.0	0.4	0.0	1.2	0.3	0.4	0.2	0.4
多元金融	0.6	-0.3	0.9	0.5	2.6	1.6	0.0	0.2	0.5	1.4
日常消费	-1.1	-1.2	0.8	0.8	-0.9	-11.5	-0.7	-10.7	0.7	1.6
工业	-0.1	-1.3	-0.8	1.3	2.9	0.3	4.2	3.9	0.9	0.6
信息技术	-1.4	0.7	2.8	1.1	8.4	1.6	3.4	-2.0	1.8	3.9
银行	0.1	1.6	1.5	0.4	-1.2	1.3	1.8	-0.6	2.7	1.9
可选消费	-0.5	1.2	3.7	2.1	-1.4	-4.0	-0.2	0.4	5.8	5.8
总计 (前十大个股)	**-2.1**	**-2.8**	**8.8**	**7.4**	**13.5**	**-1.6**	**10.9**	**-12.1**	**10.2**	**16.2**
北上总计	**-14.0**	**-8.3**	**21.4**	**9.2**	**52.7**	**10.4**	**-2.0**	**-32.8**	**0.0**	**30.6**

资料来源：万得、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 11 月 13 日

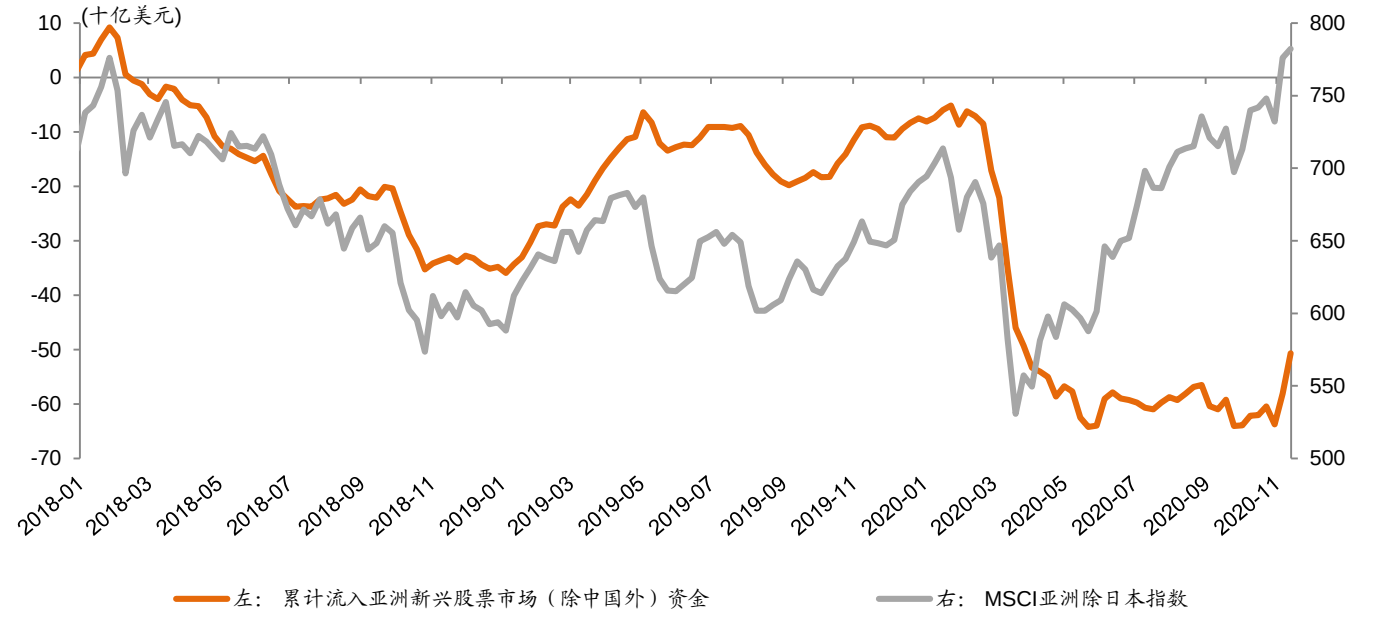
亚洲新兴市场资金流动

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 13 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 13 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	744,152	602.0	699.0	39.2	33.3	35%	0.3%	9%	互联网
BILI US	哔哩哔哩	16,891	48.9	59.0	n.a.	n.a.	-115%	0.0%	-37%	互联网
3888 HK	金山软件	7,391	41.8	52.0	39.6	29.7	180%	0.3%	-61%	软件
JD US	京东	144,096	92.1	审视中	64.1	44.1	31%	0.0%	-46%	电商
2359 HK	药明康德	43,252	132.6	179.0	94.2	70.7	47%	0.4%	-7%	医药
BGNE US	百济神州	25,246	278.1	345.0	n.a.	n.a.	n.a.	0.0%	-72%	医药
1801 HK	信达生物	10,000	55.4	80.0	n.a.	n.a.	79%	0.0%	-25%	医药
390 HK	中国中铁	19,003	3.9	7.8	3.0	2.9	n.a.	4.2%	58%	基建
3311 HK	中建国际	3,621	5.6	9.8	4.7	3.8	11%	5.8%	50%	基建
1157 HK	中联重科	8,675	7.3	10.7	6.9	7.2	53%	5.1%	33%	基建设备
631 HK	三一国际	1,686	4.2	6.5	11.9	8.1	1%	3.4%	-16%	机械设备
2688 HK	新奥能源	14,911	102.6	109.0	16.8	14.3	15%	2.1%	39%	公用事业
135 HK	昆仑能源	6,622	5.9	7.6	7.8	6.2	-3%	4.5%	21%	公用事业
728 HK	中国电信	25,990	2.5	3.8	7.6	7.6	12%	5.3%	27%	电信
2018 HK	瑞声科技	6,998	44.9	65.0	29.9	15.8	-30%	2.9%	17%	科技硬件
1347 HK	华虹半导体	5,045	30.2	37.0	67.2	35.4	-54%	0.0%	-31%	半导体
EDU US	新东方教育	29,282	173.4	209.0	56.3	49.8	17%	0.0%	-58%	教育
1765 HK	希望教育	2,006	2.2	4.2	20.4	15.3	25%	1.6%	22%	教育
2001 HK	新高教集团	939	4.6	7.1	11.9	9.1	27%	1.8%	41%	教育
1055 HK	南方航空	12,444	4.6	5.5	n.a.	18.6	-391%	0.1%	236%	交运
914 HK	海螺水泥	42,071	52.6	68.5	6.7	6.8	n.a.	4.7%	-42%	原材料
881 HK	中升控股	17,286	59.0	70.0	23.6	18.4	0.1	0.9%	98%	汽车
175 HK	吉利汽车	26,198	20.7	25.0	24.5	16.0	-0.2	1.3%	-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 13 日

主要报告

美国 10 月通胀压力进一步减缓 (郭圆涛/张轩扬/钱莺)

整体和核心 CPI 均录得环比零增长，低于市场预期。能源价格反弹进一步放缓，但机票价格再次飙升。疫苗早于预期问世或会对 21 年下半年通胀带来超预期上涨的风险。

中芯国际 (981 HK) - 四季度前景有望好于市场忧虑；未来挑战仍存 (陈永豪/苏林)

2020 年三季度营运相关业绩与更新后指引基本一致；四季度指引胜过市场原有的担忧。公司考虑当前不确定性而缩减资本支出应为明智之举，可望减轻其成本负担和利润率压力。维持中性评级，因未来挑战仍然存在；长期观点看好。

中国教育行业 - 政策鼓励支持，行业触底反弹 (王腾杰/李怡珊)

民办教育关联交易的政策不确定性有所缓解，教育板块普涨，K-12 行业尤为受益。高教行业公司亦涨幅明显，主要受到政策推动，以及近期投资者获利了结导致的估值回调。重申教育行业推荐评级：我们维持对高教行业的乐观看法，近期政策再次印证政府对民办教育的支持态度。

中国互联网：双十一大促战报 - 两次尾款带来双倍乐趣 (刘楠/马牧野/黄耀林)

今年双十一大促周期更长，并设置了两段尾款交付期。阿里和京东的双十一交易额分别录得 26%和 33%的同比增长。电商平台借助直播带货来实现更好的品牌推广。

汽车汽配 - 行业加速复苏，关注新能源及豪华车产业链 (梁勇活/杨岱东)

10 月销量同比增长 12.5%，新能源/自主/豪华车多点开花。旺季行情配合新车型放量，推动重点车企全面增长，新能源增速强劲。行业强势向上，继续看好新能源及豪华车产业链，行业首推比亚迪股份。

华虹半导体 (1347 HK) - 强劲增长持续，前方东风正劲 (陈永豪/苏林)

收入增长 2020 年四季度持续稳健，但毛利润率指引偏低。多重行业顺风：半导体国产化、功率 IC 需求强劲、8 英寸晶圆产能结构性吃紧。华虹为我们硬件科技行业首选；维持买入评级和目标价 37 港元。

中国教育行业 - 两家大湾区高教公司业绩印证行业良好增长前景 (王腾杰/李怡珊)

华立大学（1756 HK，未评级）20 财年收入达 7.61 亿元人民币，同比增长 13%，经营利润率攀升驱动核心盈利同比增长 39%。中汇集团（382 HK，未评级）20 财年收入达 8 亿元人民币，同比增长 14%，核心盈利同比增长 35%，受益于非经营性费用节省。重申教育行业推荐评级：近期 2 家大湾区高教公司发布的强劲业绩印证高教行业整体增长前景依然稳健。

中国医药、医疗行业 - 新冠疫苗初露曙光，但不确定性犹存 (张皓渊/代方琦)

辉瑞/BioNTech 宣布，根据其合作研发的新冠疫苗三期试验，首次中期分析显示疫苗的有效率超过 90%。此新闻短期内将提振市场情绪，但我们认为该疫苗有效性的最终结果，仍有待公司披露更多详细试验数据再做判断。随着 11-12 月还有多项疫苗试验的数据陆续公布，我们预计与新冠肺炎有关的标的仍将随着消息面出现股价大幅波动。

环球医疗 (2666 HK) - 三季度稳健复苏态势有望持续 (张皓渊/代方琦)

20 年三季度运营收入增长至 64.38 亿元人民币（同比增长 35%），受惠于融资租赁业务复苏和医院业务并表。国企医院并表进展顺利，目标到 2025 年拥有 3 万张床位（公司目前已签约医疗机构的开放床位数总计 1.5 万张）。我们上调分部加总估值法目标价至 9.2 港元，基于国企医院执行力强且 20/21 财年预测股息率吸引（7%/8%）。

银行 - 三季度业绩回顾及行业展望 (罗磊/朱璐颖)

2020 年第三季度行业业绩表现边际改善。短期内信用风险下降，但对资产质量及净息差的担忧仍持续存在。估值较低；行业首选：邮储银行（1658 HK）。

吉利汽车 (175 HK) - 领克销量再创新高，明年进入新产品周期 (梁勇活/杨岱东)

10 月销量同比增长 8%，领克品牌同比增长 56%引领销量结构向上。旗舰轿车星瑞上市有望成为爆款，SEA 架构加速明年智能电动化转型。上调 2020-22E 净利润预测 14%-27%，上调目标价至 25.0 港元。

百济神州 (BGNE US) - 三季度业绩强劲，医保谈判结果即将揭晓 (张皓渊/代方琦)

公司三季度产品销售收入达 9,100 万美元，较我们的预测高 23%，主要由于替雷利珠单抗销售强劲（环比增长约 70%）。我们认为 11-12 月期间揭晓的国家医保目录谈判结果，将成为替雷利珠单抗和泽布替尼的重要催化剂。我们将基于分类加总估值法的目标价上调至 345 美元。维持买入评级，看好公司多项短期催化剂和良好 BD 潜力。

上海实业环境 (807 HK) - 三季度业绩显示复苏有序进行 (王腾杰/萧俊燊)

核心利润同比持平，较上半年跌幅收窄，得益于新项目投产和污水处理费提价，疫情带来的负面影响正在消退。新项目投产、扩张和提标改造加速。对污水处理行业维持正面看法；买入北控水务（371 HK，目标价：3.7 港元）。

瑞声科技 (2018 HK) - 黎明曙光已现，聚焦光学业务 (陈永豪/苏林)

2020 年三季度业绩不及预期，但鉴于关键大客户智能手机延迟发布，我们认为业绩疲软大致在意料之内。尽管销售均价有所下跌，光学业务毛利润率仍恢复，为本次业绩惊喜；公司业绩很可能已于 2020 年三季度触底，盈利恢复即将到来。即将走出漫长的艰难时期；瑞声科技目前是我们的买入首选之一。

香港交易所 (388 HK) - 受益于新经济及联通战略；首次覆盖“买入”评级 (罗磊/朱璐颖)

香港交易所具备广泛的产品生态系统和世界领先地位。公司受益于“新经济”、大型 IPO、及“互联互通”战略。首次覆盖给予“买入”评级；目标价 420 港元。

腾讯 (700 HK) - 预计近期监管风波不会对公司业务带来太大影响 (刘楠/马牧野/黄耀林)

三季度收入符合市场预期，经调整净利润超出市场预期 2%。我们预计金融监管环境变化和反垄断指南不会对公司业务带来太大影响。维持买入评级，目标价调升至 699 港元。

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