2020 年 10 月 27 日（星期二）

招商证券（香港）有限公司
证券研究部

招证国际策略周报 (2020/10/27)

新增病例激增而财政援助计划前景黯淡

- **全球新冠确诊病例激增**
- **大选前几乎已不可能通过新一轮财政援助方案**
- **预计大选前市场将面临大幅波动**

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）欧洲：近日，欧洲各国确诊病例人数创下新高。法国在10月23日至25日连续三天每日新增确诊病例超过40,000例，英国在10月21日至25日连续五天每日新增病例20,000例以上，意大利在10月24日和25日新增病例均超过19,000例，西班牙在10月23日至24日每日新增确诊病例超过19,000例，德国在10月22日至25日连续四天每日新增11,000例以上。其他欧洲国家，包括比利时、捷克、瑞士、波兰、奥地利和荷兰，每日新增病例也激增并创下新的记录。**各国政府实施的限制措施已接近第一轮疫情期间所采取的措施。**10月24日，法国政府将宵禁范围扩大到更多地区，目前已覆盖全法三分之二的地区。10月25日，意大利宣布了限制酒吧和餐馆营业时间的新措施，并关闭了健身房、电影院和剧院。同日，西班牙宣布全国进入紧急状态，并实行全国范围的宵禁。**2）美国：**10月23日至24日连续两天新增确诊病例突破80,000例。根据约翰霍普金斯大学的数据，过去一周的平均每日新增确诊已突破此前高点，创下新纪录。由于白宫和民主党之间的谈判仍陷于僵局，**在大选前出台新一轮财政援助计划的前景黯淡**。众议院议长佩洛西和财政部长姆努钦之间的谈判令两党分歧缩小，但仍无法达成共识。主要分歧仍然存在，包括对州和地方政府的援助，以及推出额外的失业保障。在大选来临之际，两党在财政刺激法案谈判上相互推诿指责对方。**3）**中国共产党第十九届中央委员会第五次全体会议10月26-29日在京召开。主要议程包括研究关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标的建议。

宏观经济数据：中国方面：1）9月份财政收入同比增长4.5%，是连续第四个月实现正增长；财政支出同比下降1.1%。2）9月全国规模以上工业企业实现利润同比增长10.1%。**美国方面：**1）10月Markit制造业PMI初值为53.3，略低于预期（9月：53.2）；Markit服务业PMI初值为56.0，超出预期（9月：54.6）。2）9月新屋销售环比下跌3.5%，逊于预期；3）9月成屋销售环比增长9.4%，远高于预期；4）9月新屋开工环比增长1.9%，低于预期；5）9月营建许可环比增长4.7%，超出预期。

股市概况：过去一周恒生/MSCI中国指数分别上涨2.2%/0.4%，沪深300指数下跌1.5%。**MSCI中国指数**：银行（+4.7%）和保险（+3.7%）板块跑赢大市，信息技术（-2.5%）和医疗保健（-1.9%）板块则表现不佳。恒生/MSCI中国/沪深300指数估值分别为12.2倍/16.0倍/14.6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）。自4月初以来，我们预计恒生指数将维持23,000-26,000点之间区间震荡；预计在美国总统大选前，主要市场将面临大幅波动和回调。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. 招证国际策略周报 (2020/10/19) - 中国经济向好势头不变 (2020/10/19)
2. 美国9月零售录得超预期增长 (2020/10/17)
3. 美国9月消费者价格通胀呈现放缓趋势 (2020/10/14)
4. 美国9月劳动力市场复苏步伐进一步放缓 (2020/10/05)
5. 美国零售首阶段强劲反弹基本结束 (2020/09/17)
6. 美联储引入新前瞻指引 (2020/09/17)
7. 美国8月工业产出复苏接近停滞 (2020/09/16)
8. 美联储9月FOMC会议前瞻 (2020/09/11)
9. 美国8月劳动力市场复苏继续，但不及表面亮眼 (2020/09/05)
10. 8月ISM制造业PMI：生产活动依然快速追赶需求复苏 (2020/09/02)

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								
	一季度			二季度			三季度	本次发布	下次发布
	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	日期	日期
GDP 同比%	-6.8			3.2			4.9	2020-10-19	2021-01-15
GDP 累计同比%	-6.8			-1.6			0.7	2020-10-19	2021-01-15
CPI 同比%	4.3	3.3	2.4	2.5	2.7	2.4	1.7	2020-10-14	2020-11-10
PPI 同比%	-1.5	-3.1	-3.7	-3.0	-2.4	-2.0	-2.1	2020-10-14	2020-11-10
官方制造业 PMI	52.0	50.8	50.6	50.9	51.1	51.0	51.5	2020-09-29	2020-10-31
官方非制造业 PMI	52.3	53.2	53.6	54.4	54.2	55.2	55.9	2020-09-29	2020-10-31
官方综合 PMI	53.0	53.4	53.4	54.2	54.1	54.5	55.1	2020-09-29	2020-10-31
财新制造业 PMI	50.1	49.4	50.7	51.2	52.8	53.1	53.0	2020-09-29	2020-11-02
财新服务业 PMI	43.0	44.4	55.0	58.4	54.1	54.0	54.8	2020-10-08	2020-11-04
财新综合 PMI	46.7	47.6	54.5	55.7	54.5	55.1	54.5	2020-10-08	2020-11-04
出口同比%	-6.6	3.4	-3.2	0.5	7.2	9.5	9.9	2020-10-12	2020-11-07
进口同比%	-1.1	-14.2	-16.6	2.7	-1.4	-2.1	13.2	2020-10-12	2020-11-07
贸易帐顺差 (十亿美元)	20.1	45.2	63.0	46.4	62.3	58.9	37.0	2020-10-12	2020-11-07
城镇调查失业率%	5.9	6.0	5.9	5.7	5.7	5.6	5.4	2020-10-19	2020-11-16
工业增加值同比%	-1.1	3.9	4.4	4.8	4.8	5.6	6.9	2020-10-19	2020-11-16
工业增加值累计同比%	-8.4	-4.9	-2.8	-1.3	-0.4	0.4	1.2	2020-10-19	2020-11-16
规模以上工业企业利润同比%	-34.9	-4.3	6.0	11.5	19.6	19.1	10.1	2020-10-27	2020-11-27
规模以上工业企业利润累计同比%	-36.7	-27.4	-19.3	-12.8	-8.1	-4.4	-2.4	2020-10-27	2020-11-27
社会消费品零售总额同比%	-15.8	-7.5	-2.8	-1.8	-1.1	0.5	3.3	2020-10-19	2020-11-16
社会消费品零售总额累计同比%	-19.0	-16.2	-13.5	-11.4	-9.9	-8.6	-7.2	2020-10-19	2020-11-16
城镇固定资产投资累计同比%	-16.1	-10.3	-6.3	-3.1	-1.6	-0.3	0.8	2020-10-19	2020-11-16
基建投资%	-19.7	-11.8	-6.3	-2.7	-1.0	-0.3	0.2	2020-10-19	2020-11-16
房地产开发投资%	-7.7	-3.3	-0.3	1.9	3.4	4.6	5.6	2020-10-19	2020-11-16
制造业投资%	-25.2	-18.8	-14.8	-11.7	-10.2	-8.1	-6.5	2020-10-19	2020-11-16
M1 同比%	5.0	5.5	6.8	6.5	6.9	8.0	8.1	2020-10-14	2020-11-10
M2 同比%	10.1	11.1	11.1	11.1	10.7	10.4	10.9	2020-10-14	2020-11-10
社会融资规模 (十亿元人民币)	5,184	3,104	3,187	3,464	1,692	3,587	3,477	2020-10-14	2020-11-10
新增人民币贷款 (十亿元人民币)	2,853	1,698	1,482	1,811	993	1,277	1,900	2020-10-14	2020-11-10
金融机构贷款余额同比%	12.7	13.1	13.2	13.2	13.0	13.0	13.0	2020-10-14	2020-11-10
财政收入累计同比%	-14.3	-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%	-5.7	-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%	2.59	2.52	2.69	2.85	2.98	3.02	3.15		
3 个月 SHIBOR%	1.93	1.40	1.45	2.13	2.59	2.64	2.69		
美元兑人民币	7.08	7.06	7.14	7.07	6.98	6.85	6.79		

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								
	一季度			二季度			三季度	本次发布日期	下次发布日期
	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月		
GDP 年化环比%	-5.0			-31.4				2020-09-30	2020-10-29
个人消费支出	-6.9			-33.2				2020-09-30	2020-10-29
私人投资	-9.0			-46.6				2020-09-30	2020-10-29
政府消费和投资	1.3			2.5				2020-09-30	2020-10-29
CPI 同比%	1.5	0.3	0.1	0.6	1.0	1.3	1.4	2020-10-13	2020-11-12
核心 CPI 同比%	2.1	1.4	1.2	1.2	1.6	1.7	1.7	2020-10-13	2020-11-12
PCE 物价指数同比%	1.3	0.5	0.5	0.9	1.1	1.4		2020-10-01	2020-10-30
核心 PCE 物价指数同比%	1.7	0.9	1.0	1.1	1.4	1.6		2020-10-01	2020-10-30
PPI 同比%	0.3	-1.5	-1.1	-0.8	-0.4	-0.2	0.4	2020-10-14	2020-11-13
核心 PPI 同比%	1.1	0.3	0.3	0.1	0.3	0.6	1.2	2020-10-14	2020-11-13
ISM 制造业 PMI	49.1	41.5	43.1	52.6	54.2	56.0	55.4	2020-10-01	2020-11-02
ISM 服务业 PMI	52.5	41.8	45.4	57.1	58.1	56.9	57.8	2020-10-05	2020-11-04
Markit 制造业 PMI	48.5	36.1	39.8	49.8	50.9	53.1	53.2	2020-10-23	2020-11-02
Markit 服务业 PMI	39.8	26.7	37.5	47.9	50.0	55.0	54.6	2020-10-23	2020-11-04
Markit 综合 PMI	40.9	27.0	37.0	47.9	50.3	54.6	54.3	2020-10-23	2020-11-04
耐用品订单环比%	-16.7	-18.3	15.0	7.7	11.8	0.5		2020-10-02	2020-10-27
扣除运输类耐用品订单环比%	-1.8	-8.3	3.4	4.0	3.3	0.6		2020-10-02	2020-10-27
扣除飞机非国防资本耐用品订单环比%	-1.3	-6.6	1.5	4.3	2.6	1.9		2020-10-02	2020-10-27
工厂订单环比%	-11.0	-13.5	7.7	6.4	6.5	0.7		2020-10-02	2020-11-03
扣除运输类工厂订单环比%	-4.0	-8.9	2.6	4.8	2.4	0.7		2020-10-02	2020-11-03
工业产出环比%	-4.4	-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%	-5.0	-15.8	3.6	7.6	4.2	1.2	-0.3	2020-10-16	2020-11-17
零售销售环比%	-8.2	-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%	-3.8	-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	89.1	71.8	72.3	78.1	72.5	74.1	80.4	2020-10-16	2020-10-30
密歇根大学消费者预期指数	79.7	70.1	65.9	72.3	65.9	68.5	75.6	2020-10-16	2020-10-30
密歇根大学消费者现况指数	103.7	74.3	82.3	87.1	82.8	82.9	87.8	2020-10-16	2020-10-30
个人收入环比%	-1.8	12.2	-4.2	-1.2	0.5	-2.7		2020-10-01	2020-10-30
个人消费支出(PCE)环比%	-6.7	-12.7	8.7	6.5	1.5	1.0		2020-10-01	2020-10-30
ADP 就业人数变动(千人)	-301.9	-19,408.9	3,340.6	4,485.5	215.7	481.0	748.7	2020-09-30	2020-11-04
非农就业人口变动(千人)	-1,373	-20,787	2,725	4,781	1,761	1,489	661	2020-10-02	2020-11-06
JOLTS 职位空缺(千人)	6,011	4,996	5,371	6,001	6,697	6,493		2020-10-06	2020-11-10
失业率%	4.4	14.7	13.3	11.1	10.2	8.4	7.9	2020-10-02	2020-11-06
新屋销售环比%	-14.5	-6.9	22.5	20.3	14.9	3.0	-3.5	2020-10-26	2020-11-25
成屋销售环比%	-8.5	-17.8	-9.7	20.2	24.7	2.1	9.4	2020-10-22	2020-11-19
新屋开工环比%	-19.0	-26.4	11.1	21.9	17.5	-6.7	1.9	2020-10-20	2020-11-18
营建许可环比%	-5.7	-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%	-20.8	-21.8	44.3	15.8	5.9	8.8		2020-09-30	2020-10-29
贸易帐(十亿美元)	-46.1	-53.6	-57.9	-53.5	-63.4	-67.1		2020-10-06	2020-11-04
政府预算赤字(十亿美元)	-119.1	-738.0	-398.8	-864.1	-63.0	-200.0	-124.6	2020-10-16	2020-11-13
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%	0.06	0.08	0.12	0.13	0.08	0.09	0.09		
十年期美国国债利率%	0.67	0.64	0.65	0.66	0.53	0.70	0.68		
美元指数	99.0	99.0	98.3	97.4	93.3	92.1	93.9		

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	0.4%	2.5%	6.9%	7.5%	29.9%	20.8%	34.8%
沪深 300	-1.5%	0.8%	1.4%	0.1%	23.2%	15.2%	21.9%
台湾 TWSE	1.2%	0.1%	2.5%	3.9%	24.4%	7.5%	14.8%
韩国 KOSPI	0.8%	-1.3%	1.2%	6.5%	23.3%	7.4%	13.5%
美国标普 500	-0.5%	-0.3%	7.1%	7.1%	23.9%	7.3%	15.3%
MSCI 亚太区除日本外	0.8%	0.9%	5.1%	6.0%	27.1%	5.9%	13.8%
MSCI 新兴市场	1.1%	1.2%	5.5%	5.5%	27.4%	2.0%	10.2%
印度 Sensex	1.8%	0.4%	8.0%	6.7%	27.7%	-1.4%	4.2%
日本 Topix	0.5%	-1.3%	-1.2%	3.3%	14.0%	-5.6%	-0.8%
马来西亚 KLCI	-0.6%	-2.3%	-0.1%	-7.0%	8.2%	-5.9%	-4.7%
俄罗斯 MOEX	0.6%	-0.6%	-3.4%	-1.2%	8.4%	-7.5%	-0.2%
香港恒生	2.2%	3.3%	5.0%	-1.4%	3.9%	-11.6%	-6.2%
巴西 IBOV	3.0%	3.9%	5.8%	-1.0%	27.1%	-12.4%	-5.8%
欧洲 STOXX	-1.4%	-2.1%	0.8%	-3.0%	8.8%	-12.8%	-8.2%
菲律宾 PSEi	9.9%	9.3%	10.0%	7.5%	15.8%	-17.0%	-18.3%
印尼 JCI	0.2%	1.2%	3.9%	-0.6%	11.3%	-18.8%	-18.3%
新加坡海峡时报	0.2%	0.2%	2.3%	-2.9%	-0.2%	-21.3%	-19.3%
泰国 SET	-1.6%	-4.2%	-4.0%	-10.7%	-4.6%	-23.2%	-25.6%

资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 10 月 23 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	0.4%	2.5%	6.9%	7.5%	29.9%	21.4%	36.4%
沪深 300	-1.4%	0.9%	3.3%	4.9%	30.2%	19.9%	28.8%
台湾 TWSE	1.9%	0.9%	4.4%	6.9%	30.8%	12.4%	22.7%
韩国 KOSPI	1.8%	0.6%	4.6%	13.2%	34.4%	10.0%	17.6%
美国标普 500	-0.5%	-0.3%	7.1%	7.1%	23.9%	7.3%	15.3%
MSCI 亚太区除日本外	0.8%	0.9%	5.1%	6.0%	27.1%	5.9%	13.8%
MSCI 新兴市场	1.1%	1.2%	5.5%	5.5%	27.4%	2.0%	10.2%
日本 Topix	1.1%	-0.4%	-0.5%	5.7%	17.0%	-1.8%	3.0%
印度 Sensex	1.2%	-0.7%	7.6%	8.1%	31.2%	-4.9%	-0.3%
马来西亚 KLCI	-0.8%	-2.8%	-0.3%	-4.7%	13.5%	-7.4%	-4.0%
欧洲 STOXX	-0.3%	-2.0%	2.2%	-1.1%	19.1%	-8.1%	-2.3%
香港恒生	2.2%	3.3%	5.0%	-1.3%	3.9%	-11.2%	-5.1%
菲律宾 PSEi	10.5%	9.2%	10.4%	9.8%	21.3%	-12.9%	-13.9%
新加坡海峡时报	0.2%	-0.2%	3.1%	-1.0%	4.5%	-22.1%	-19.0%
印尼 JCI	0.5%	1.1%	5.3%	-1.4%	17.4%	-23.1%	-22.2%
俄罗斯 MOEX	2.7%	0.1%	-2.9%	-7.8%	6.0%	-24.9%	-16.5%
泰国 SET	-2.1%	-5.2%	-3.2%	-9.6%	-1.5%	-26.5%	-28.0%
巴西 IBOV	3.3%	2.3%	4.4%	-8.9%	23.7%	-37.4%	-32.1%

资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 10 月 23 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	7.1%	8.4%	39.8%	66.4%	63.7%	35.7%	30.2%
汽油	-2.6%	-5.3%	-3.6%	-9.5%	77.0%	-32.9%	-31.1%
WTI 原油	-2.5%	-1.8%	-0.2%	-3.0%	141.5%	-34.7%	-28.8%
布伦特原油	-2.7%	-2.5%	0.0%	-3.6%	95.8%	-36.7%	-31.7%
热油	-2.4%	-3.5%	4.0%	-8.2%	56.7%	-43.2%	-41.4%
金属							
银	1.9%	-2.2%	6.8%	8.2%	62.2%	37.1%	40.1%
铁矿石	0.0%	-12.6%	-2.8%	3.5%	35.6%	30.1%	27.3%
金	0.1%	-1.5%	1.9%	0.4%	10.2%	24.9%	27.4%
锌	5.0%	5.1%	6.4%	14.2%	36.6%	12.6%	3.7%
镍	0.4%	3.2%	8.9%	14.8%	29.1%	12.0%	-5.3%
铜	1.9%	1.5%	4.0%	4.9%	33.1%	11.2%	16.8%
铝	-1.5%	0.1%	5.0%	8.3%	22.0%	1.8%	6.5%
铂	4.6%	1.4%	6.4%	-1.9%	18.7%	-7.1%	-1.3%
农产品							
大豆	3.2%	1.7%	6.8%	19.6%	29.1%	14.9%	16.1%
小麦	1.2%	6.6%	15.3%	19.5%	15.7%	13.2%	21.5%
糖	2.0%	3.4%	14.8%	25.1%	49.6%	9.7%	21.2%
玉米	4.3%	6.1%	13.8%	27.8%	31.3%	8.1%	8.1%
棉花	2.0%	5.4%	11.8%	15.6%	25.3%	3.2%	9.8%
瘦肉猪	-4.0%	-14.2%	-3.6%	23.0%	31.5%	-6.2%	1.8%
活牛	-3.5%	-5.9%	-3.5%	2.5%	20.2%	-17.1%	-6.2%
咖啡	-1.5%	-5.3%	-4.4%	-1.8%	-4.9%	-18.6%	8.0%

资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 10 月 23 日

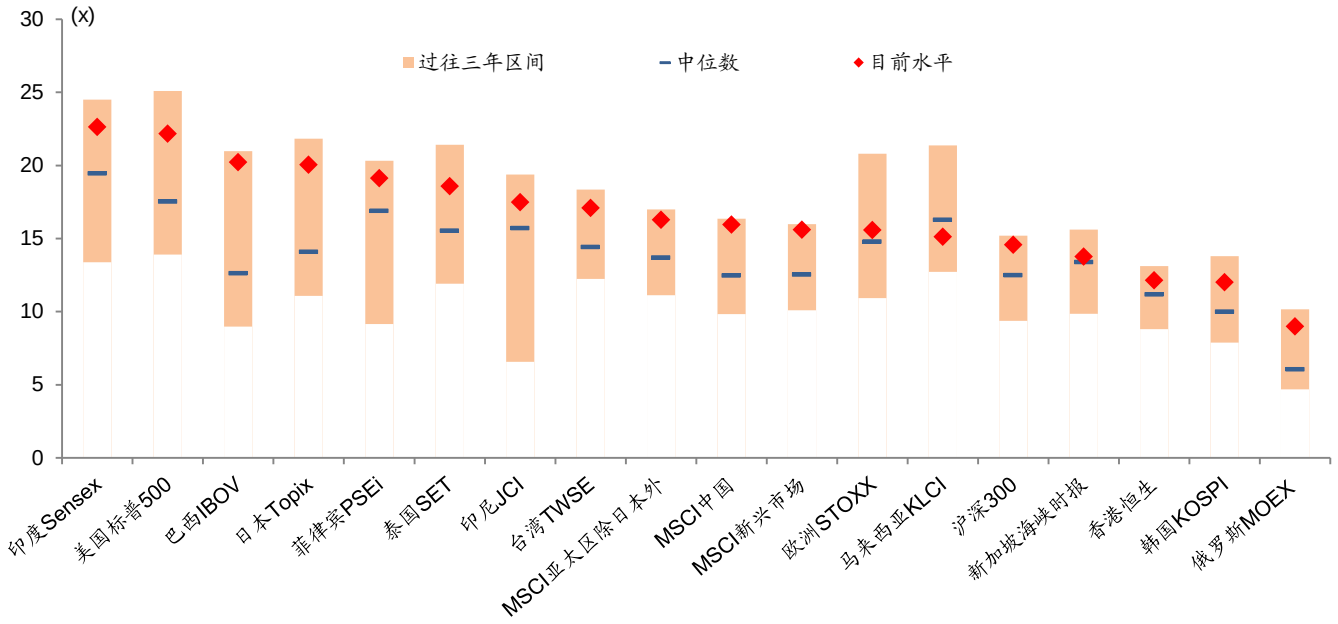
图表 6：主要货币兑美元表现（根据年初至今表现排序）

	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	1.2%	0.4%	2.6%	1.1%	15.0%	6.9%	10.4%
瑞士法郎	1.2%	0.7%	2.0%	2.3%	7.6%	6.9%	9.5%
欧元	1.2%	0.3%	1.5%	2.1%	9.7%	5.6%	6.7%
新台币	0.7%	0.1%	1.9%	2.9%	5.1%	4.8%	7.0%
菲律宾比索	0.3%	-0.3%	0.0%	1.8%	4.5%	4.5%	5.2%
中国人民币	0.2%	0.1%	1.8%	4.7%	5.7%	4.1%	5.7%
日元	0.7%	0.9%	0.7%	2.0%	2.7%	3.7%	3.8%
韩元	1.3%	1.3%	2.8%	5.7%	8.5%	2.0%	3.5%
澳大利亚元	0.8%	-1.4%	0.5%	0.2%	11.9%	1.6%	4.2%
越南盾	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.4%	0.0%	0.2%
新西兰元	1.3%	0.3%	1.9%	0.6%	11.2%	-0.8%	4.3%
新加坡元	0.0%	-0.2%	0.9%	2.0%	4.8%	-1.0%	0.4%
加拿大元	0.5%	0.0%	1.7%	1.7%	7.1%	-1.1%	-0.3%
马来西亚林吉特	-0.1%	-0.5%	-0.1%	2.5%	4.9%	-1.6%	0.7%
英镑	1.0%	0.0%	2.2%	2.3%	5.5%	-1.7%	1.3%
印度卢比	-0.3%	-0.6%	0.0%	1.6%	3.4%	-3.0%	-3.7%
智利比索	2.5%	2.6%	0.7%	-1.2%	10.6%	-3.1%	-6.5%
泰铢	-0.4%	-1.0%	0.9%	1.3%	3.3%	-5.0%	-3.2%
印度尼西亚卢比	0.3%	0.3%	1.1%	-0.5%	5.2%	-5.4%	-4.3%
墨西哥比索	1.3%	1.3%	5.9%	7.2%	18.5%	-9.5%	-8.4%
南非兰特	2.3%	1.8%	5.1%	2.7%	18.0%	-13.6%	-9.7%
俄罗斯卢布	2.1%	0.7%	0.7%	-6.5%	-2.0%	-18.6%	-16.2%
阿根廷比索	-0.8%	-1.3%	-3.1%	-8.1%	-15.1%	-23.4%	-24.5%
土耳其里拉	-0.5%	-1.1%	-3.5%	-14.0%	-12.5%	-25.3%	-27.9%
巴西里尔	0.5%	-1.6%	-0.4%	-7.2%	-1.5%	-28.4%	-28.2%

资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 10 月 23 日

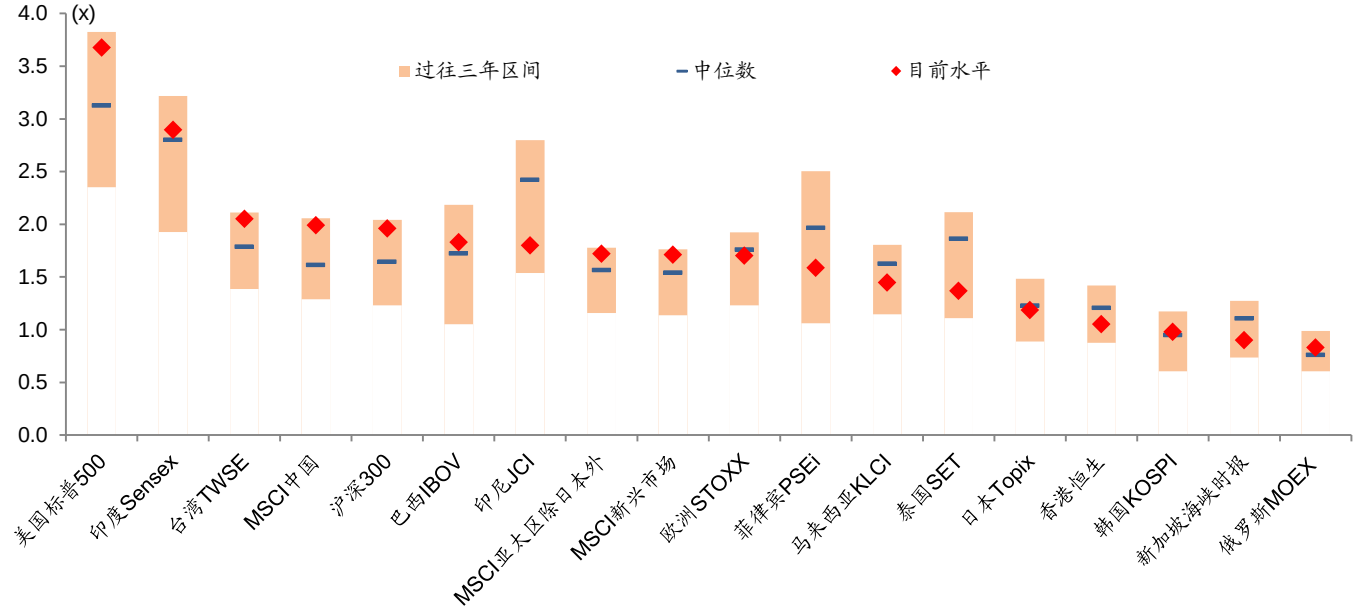
全球股票市场估值

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 10 月 23 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 10 月 23 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
银行	4.7%	14.5%	11.6%	0.7%	-1.2%	-14.2%	-8.9%
保险	3.7%	7.6%	7.0%	2.1%	11.7%	-10.1%	-9.1%
公用事业	3.7%	3.5%	4.1%	-3.0%	0.1%	-13.1%	-14.5%
能源	3.4%	0.6%	-0.5%	-8.2%	-9.1%	-34.1%	-30.7%
通信服务	0.7%	2.8%	6.5%	1.0%	26.7%	29.5%	46.2%
可选消费	0.0%	2.3%	11.1%	23.6%	59.9%	52.2%	80.0%
日常消费	-0.6%	0.2%	2.7%	1.8%	30.6%	31.8%	40.8%
房地产	-1.1%	-3.5%	-1.3%	-7.1%	-0.9%	-19.7%	-4.8%
多元金融	-1.2%	0.8%	2.7%	-5.2%	23.3%	2.3%	15.5%
原材料	-1.2%	-0.3%	-1.1%	1.7%	16.4%	5.8%	25.9%
工业	-1.3%	-1.4%	0.5%	-2.4%	8.0%	-2.1%	5.6%
医疗保健	-1.9%	-2.1%	0.5%	-4.0%	24.1%	38.9%	49.7%
信息技术	-2.5%	-1.1%	2.6%	4.0%	46.7%	38.2%	60.3%
MSCI 中国	**0.4%**	**2.5%**	**6.9%**	**7.5%**	**29.9%**	**20.8%**	**34.8%**

资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 10 月 23 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
银行	4.2%	11.7%	4.4%	-6.4%	-23.9%	-29.0%	-32.4%
保险	3.3%	5.0%	0.1%	-5.0%	-14.0%	-25.6%	-32.5%
公用事业	3.2%	1.0%	-2.7%	-9.8%	-22.9%	-28.0%	-36.6%
能源	3.0%	-1.9%	-7.0%	-14.7%	-30.0%	-45.4%	-48.6%
通信服务	0.3%	0.3%	-0.4%	-6.0%	-2.4%	7.2%	8.5%
可选消费	-0.4%	-0.2%	3.9%	15.0%	23.1%	26.0%	33.5%
日常消费	-1.0%	-2.2%	-3.9%	-5.3%	0.5%	9.1%	4.5%
房地产	-1.5%	-5.9%	-7.7%	-13.6%	-23.7%	-33.6%	-29.4%
多元金融	-1.6%	-1.6%	-4.0%	-11.8%	-5.1%	-15.3%	-14.3%
原材料	-1.6%	-2.8%	-7.6%	-5.4%	-10.3%	-12.4%	-6.6%
工业	-1.7%	-3.8%	-6.1%	-9.2%	-16.9%	-19.0%	-21.7%
医疗保健	-2.3%	-4.4%	-6.1%	-10.7%	-4.5%	15.0%	11.1%
信息技术	-2.9%	-3.5%	-4.0%	-3.3%	13.0%	14.4%	18.9%

资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 10 月 23 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
银行	2.1%	8.2%	6.1%	6.0%	15.7%	-1.8%	-0.2%
保险	1.5%	7.1%	6.6%	8.8%	23.0%	2.8%	0.1%
可选消费	-0.6%	1.9%	0.8%	1.7%	30.7%	20.1%	29.0%
房地产	-1.1%	-1.4%	-4.7%	-5.6%	10.1%	-3.5%	3.5%
日常消费	-1.7%	0.6%	2.0%	1.6%	33.3%	45.3%	47.6%
电信	-2.0%	-1.8%	-3.3%	-11.3%	-3.9%	-0.9%	-2.4%
公用事业	-2.3%	-1.0%	-2.7%	-1.0%	10.8%	1.5%	2.0%
多元金融	-2.5%	-1.3%	-0.5%	-4.6%	29.0%	14.3%	28.7%
原材料	-2.5%	-0.8%	-1.6%	-2.0%	21.7%	16.2%	29.6%
能源	-2.9%	-0.3%	-0.1%	-2.0%	5.7%	-11.5%	-9.0%
工业	-3.0%	-1.0%	-0.1%	0.7%	21.0%	19.2%	24.7%
信息技术	-3.7%	-4.2%	-3.6%	-7.9%	15.6%	22.4%	33.4%
医疗保健	-6.3%	-3.2%	-2.3%	-10.3%	21.1%	43.0%	47.2%
沪深 300	**-1.5%**	**0.8%**	**1.4%**	**0.1%**	**23.2%**	**15.2%**	**21.9%**

资料来源：万得、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 10 月 23 日

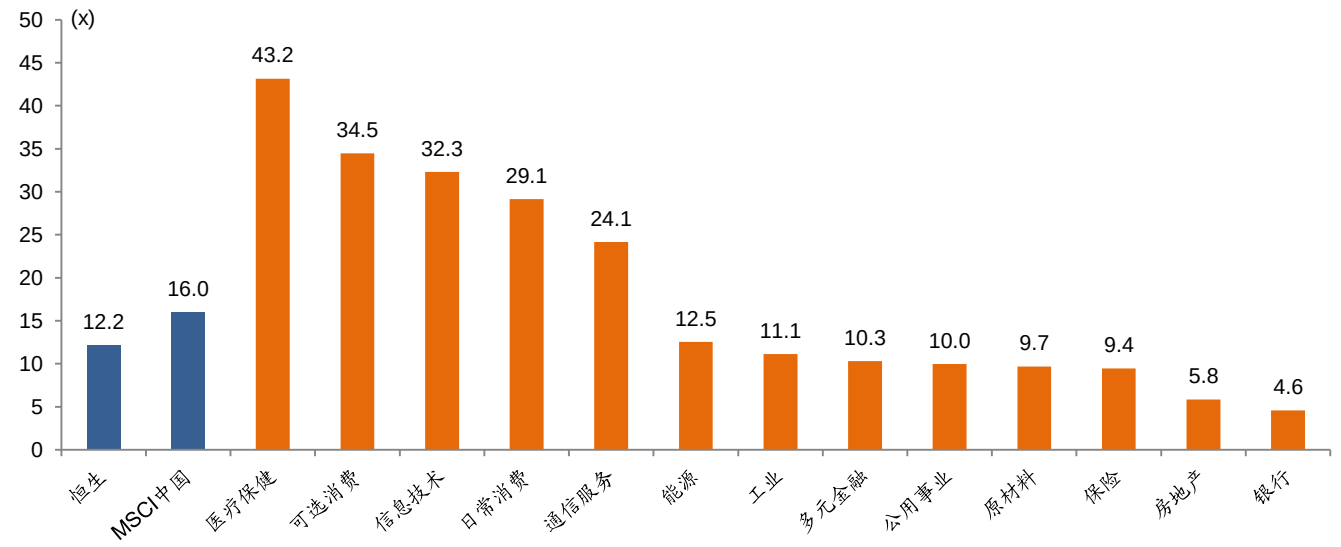
图表 12：沪深 300 指数分行业相对表现（根据过去一周表现排序）

	相对表现						
	一周	两周	1 个月	3 个月	6 个月	年初至今	12 个月
银行	3.7%	7.3%	4.6%	5.9%	-6.1%	-14.8%	-18.2%
保险	3.1%	6.3%	5.1%	8.7%	-0.1%	-10.7%	-17.9%
可选消费	0.9%	1.1%	-0.6%	1.6%	6.0%	4.3%	5.8%
房地产	0.5%	-2.2%	-6.0%	-5.7%	-10.6%	-16.2%	-15.1%
日常消费	-0.1%	-0.2%	0.5%	1.5%	8.2%	26.1%	21.1%
电信	-0.5%	-2.6%	-4.6%	-11.4%	-22.0%	-13.9%	-20.0%
公用事业	-0.7%	-1.7%	-4.1%	-1.1%	-10.1%	-11.8%	-16.3%
多元金融	-1.0%	-2.0%	-1.9%	-4.7%	4.7%	-0.8%	5.6%
原材料	-1.0%	-1.6%	-2.9%	-2.1%	-1.2%	0.9%	6.3%
能源	-1.4%	-1.1%	-1.5%	-2.2%	-14.2%	-23.1%	-25.4%
工业	-1.5%	-1.8%	-1.5%	0.6%	-1.8%	3.5%	2.3%
信息技术	-2.2%	-5.0%	-4.9%	-8.0%	-6.1%	6.3%	9.5%
医疗保健	-4.8%	-4.0%	-3.7%	-10.4%	-1.7%	24.2%	20.7%

资料来源：万得、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 10 月 23 日

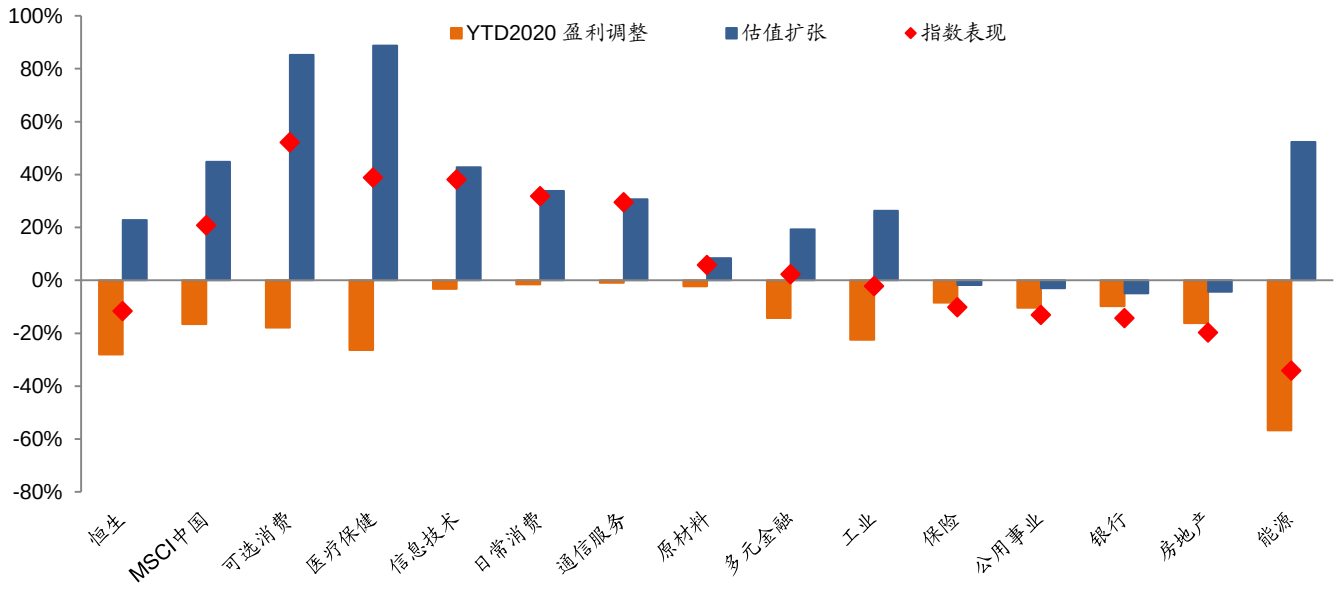
分行业估值

图表 13：MSCI 中国指数分行业前瞻市盈率（12 个月前瞻市盈率）



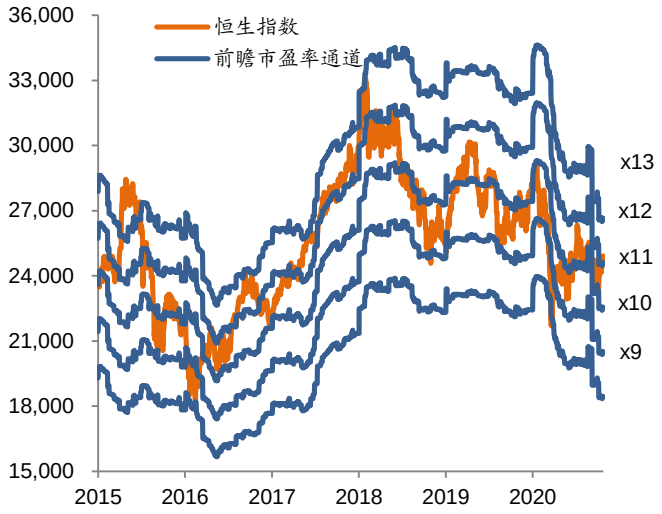
资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 10 月 23 日

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



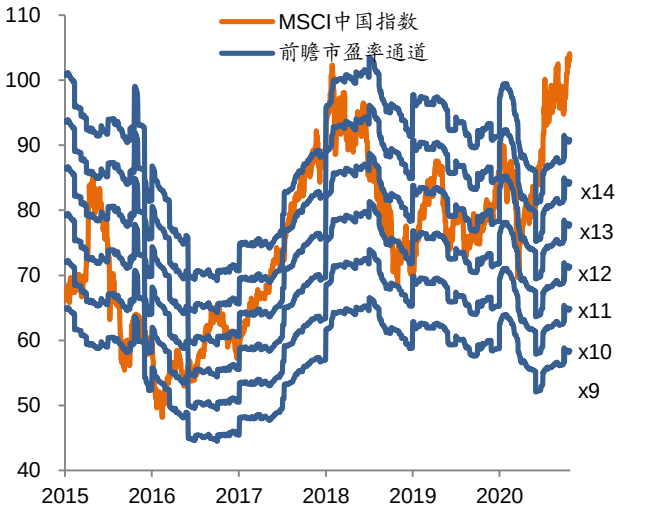
资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 10 月 23 日

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 10 月 23 日

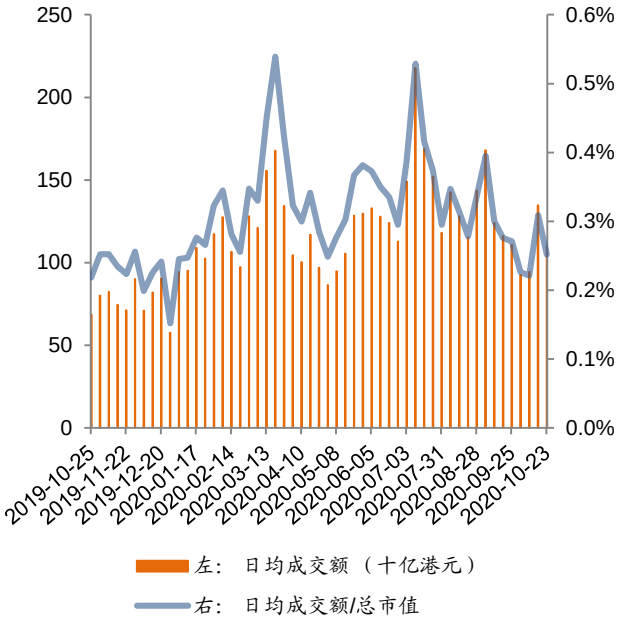
图表 16：MSCI 中国指数市盈率通道



资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 20 年 10 月 23 日

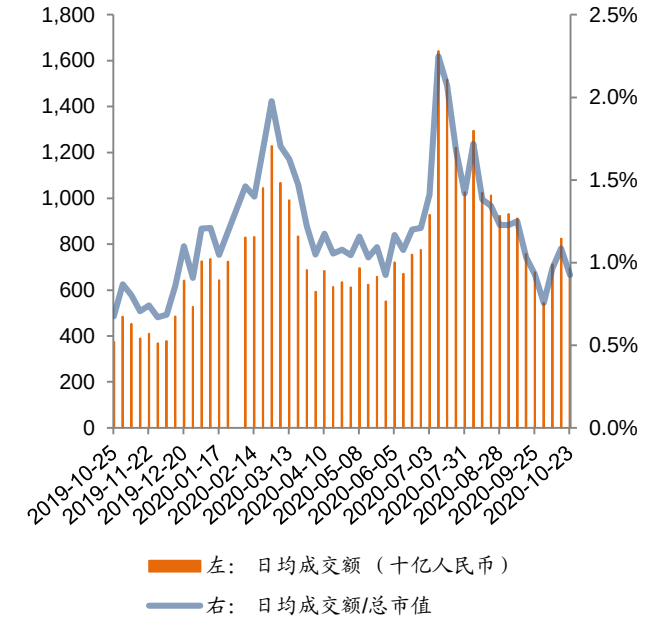
市场成交额

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 10 月 23 日

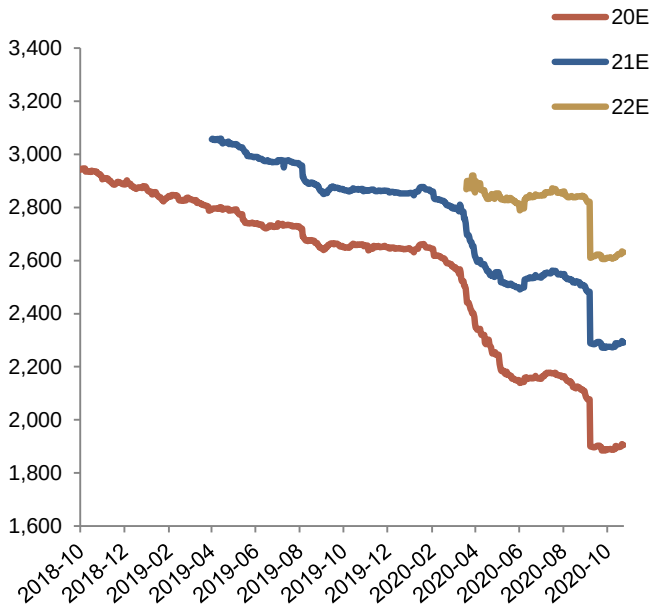
图表 18：A 股市场日均成交额



资料来源：万得、招商证券（香港）；数据截至 20 年 10 月 23 日

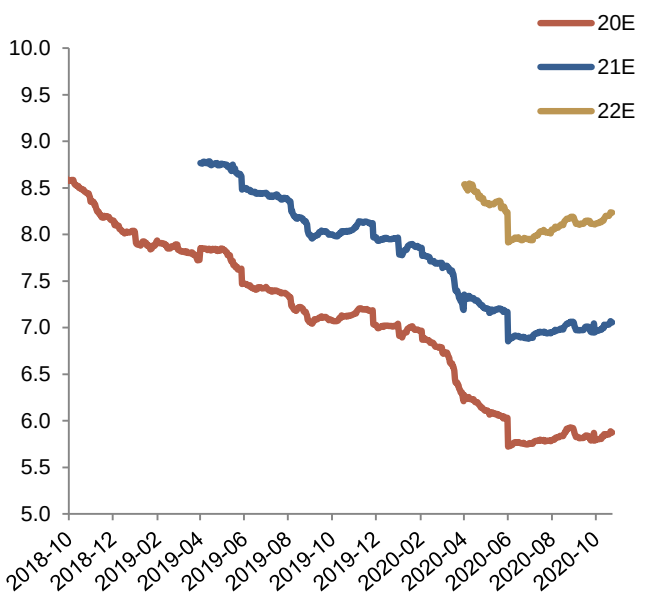
盈利预测调整

图表 19：恒生指数 EPS 一致预测调整



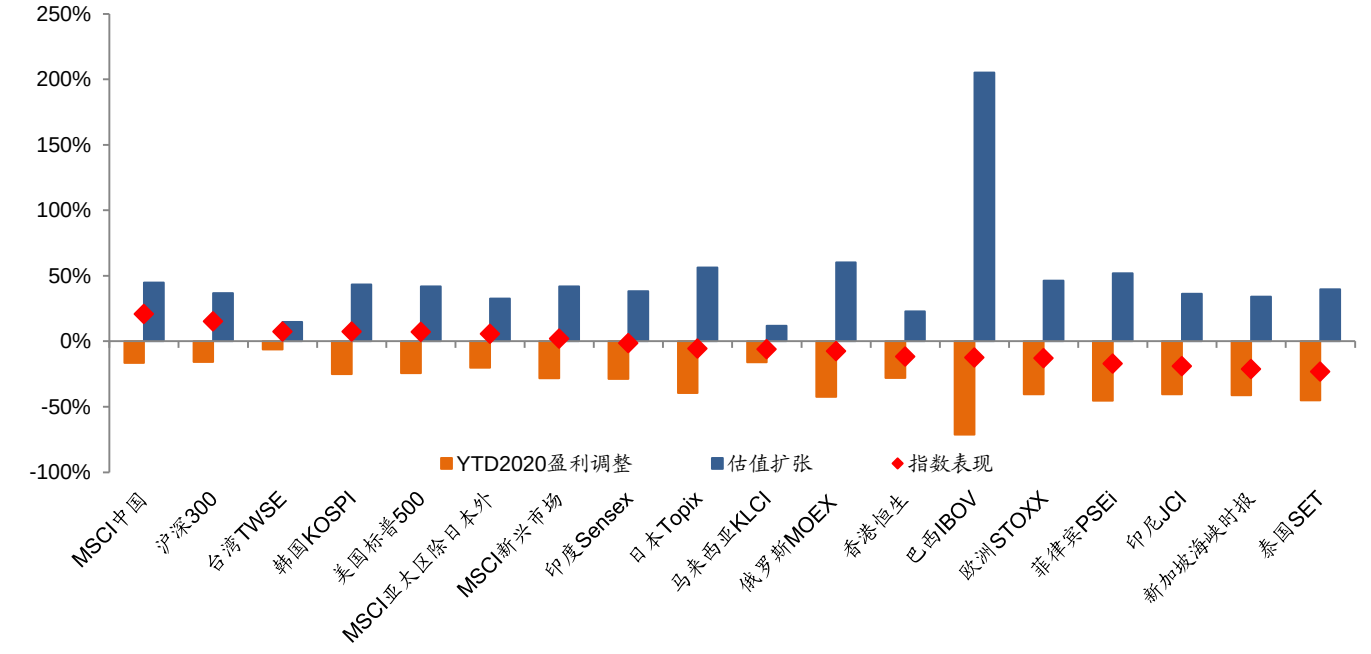
资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 20 年 10 月 23 日

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 10 月 23 日

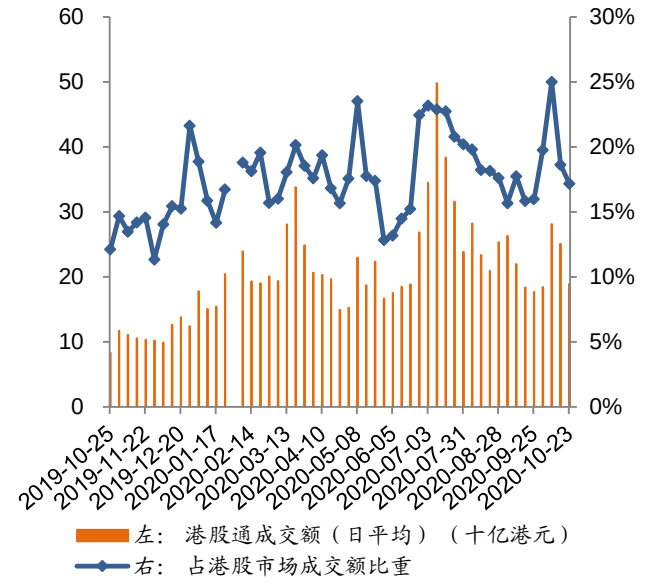
图表 21：主要股指年初至今股价表现：估值变化和盈利调整



资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 10 月 23 日

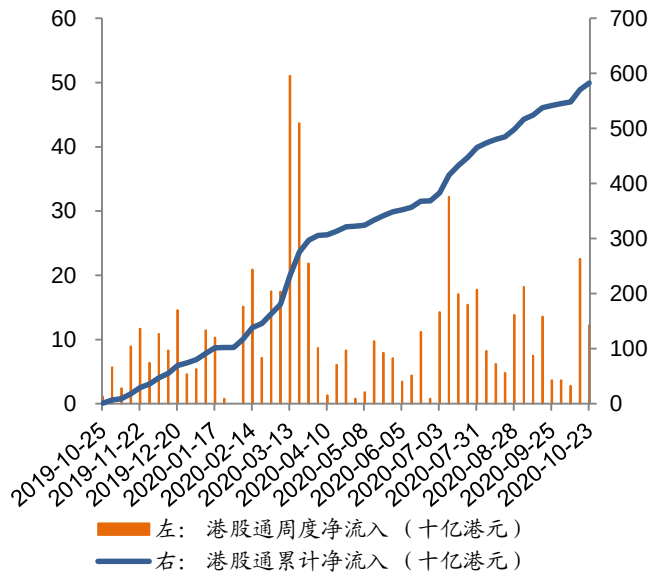
陆港通

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 10 月 23 日

图表 23：南下资金净流入



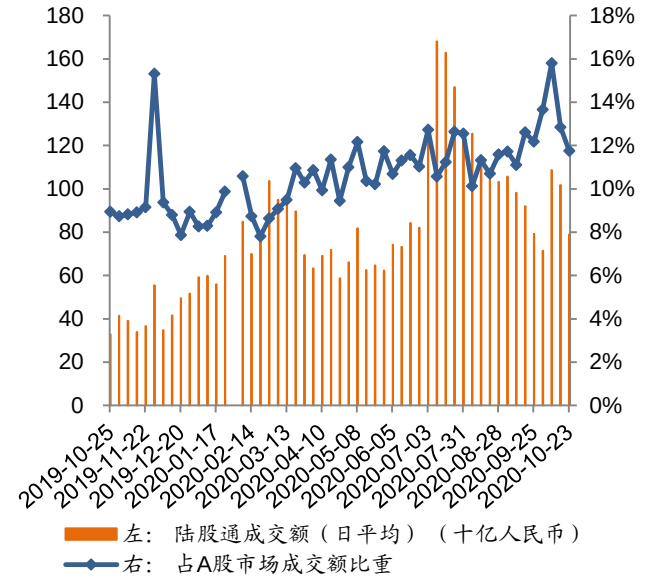
资料来源：万得、招商证券（香港）；数据截至 20 年 10 月 23 日

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）	2020/10/02	2020/10/09	2020/10/16	2020/10/23	2020/05	2020/06	2020/07	2020/08	2020/09	2020/10
信息技术	0.5	-0.2	3.1	-0.1	2.8	5.5	5.0	0.9	-0.6	2.8
能源	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.2	0.0	0.5	-0.1	-0.2	0.0
公用事业	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.4	-0.3	0.0	0.0
工业	0.0	0.0	-0.1	0.0	0.2	0.0	0.1	0.2	0.2	-0.1
原材料	0.0	0.0	0.0	-0.1	-0.3	-0.1	0.8	0.0	0.2	-0.1
多元金融	0.0	-0.1	0.2	0.4	-0.9	2.4	3.3	0.5	0.4	0.4
房地产	0.1	0.0	0.0	0.1	-1.1	-0.5	-0.4	0.1	0.4	0.1
银行	1.5	0.2	2.6	2.9	5.7	2.2	3.8	-0.3	1.0	5.8
保险	0.1	0.0	0.7	1.2	-1.3	-1.5	1.3	2.0	2.0	1.9
可选消费	0.0	1.4	3.6	0.3	2.9	-0.9	8.6	13.2	2.2	5.3
医疗保健	0.2	0.2	0.7	0.7	5.2	2.2	3.8	-1.6	2.2	1.7
日常消费	0.1	0.0	0.2	0.2	5.6	0.9	4.2	3.6	2.5	0.4
通信服务	0.4	0.6	4.9	1.5	-5.1	8.4	14.8	4.7	6.5	7.0
总计 (前十大个股)	**2.8**	**2.1**	**15.9**	**7.2**	**13.6**	**18.7**	**46.2**	**22.9**	**16.7**	**25.2**
南下总计	**3.7**	**2.8**	**22.5**	**12.2**	**26.6**	**25.7**	**91.0**	**38.0**	**41.7**	**37.6**

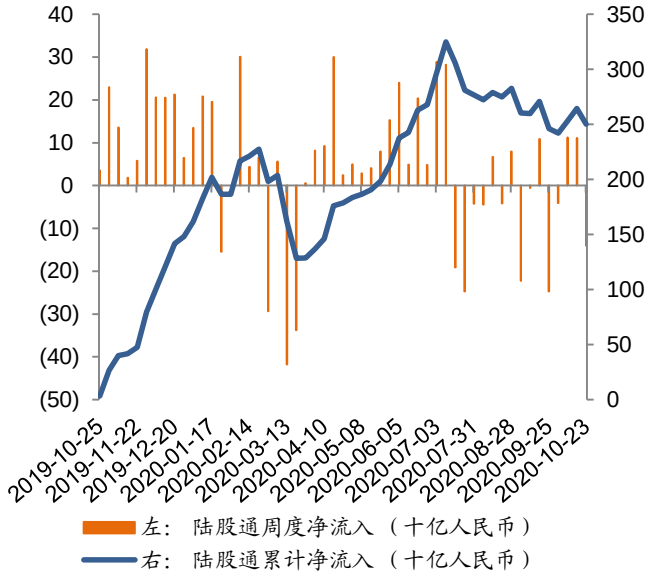
资料来源：万得、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 10 月 23 日

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 10 月 23 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 10 月 23 日

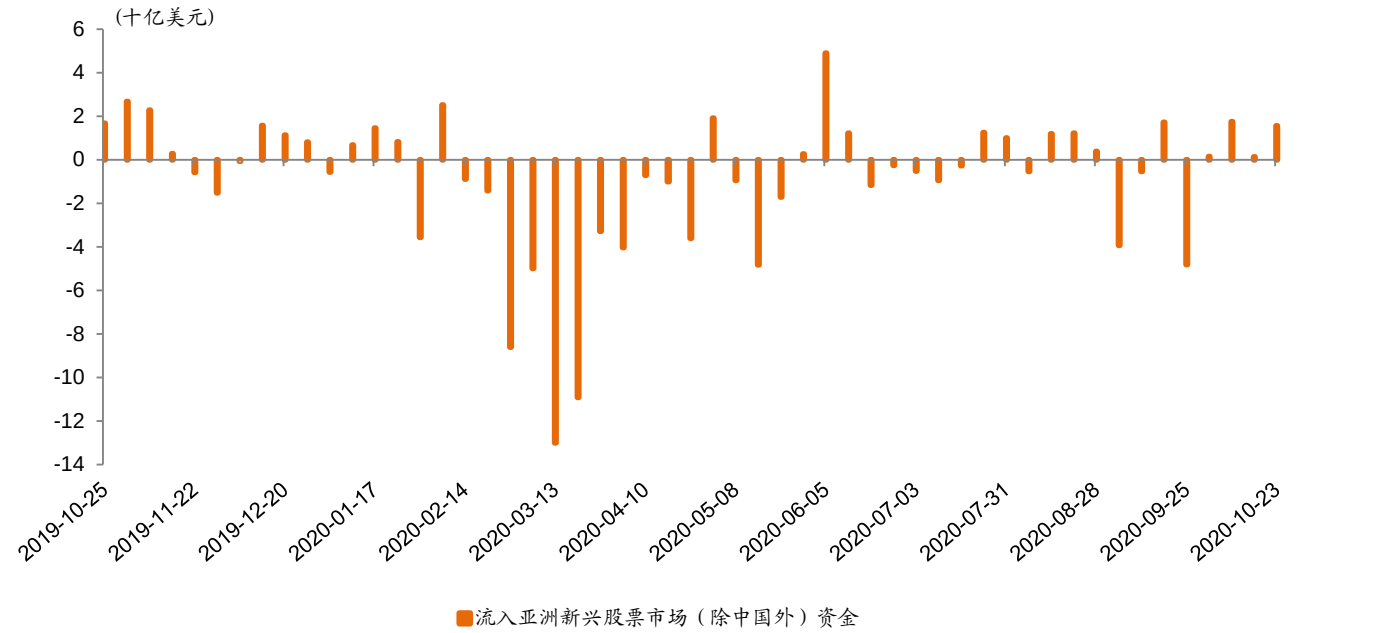
图表 27：北上分板块资金净流入

	北上资金净流入									
	每周				每月					MTD
（十亿人民币）	2020/10/02	2020/10/09	2020/10/16	2020/10/23	2020/05	2020/06	2020/07	2020/08	2020/09	2020/10
日常消费	-0.8	0.9	2.2	-1.1	-1.5	-0.9	-11.5	-0.7	-10.7	1.9
保险	-1.3	0.0	0.5	1.7	0.6	1.3	6.3	-1.8	-2.3	2.3
信息技术	0.4	2.6	-0.2	-1.4	1.2	8.4	1.6	3.4	-2.0	1.1
医疗保健	0.5	0.6	0.6	-1.1	2.4	0.8	0.8	1.0	-1.2	0.0
银行	0.0	-0.3	1.2	0.1	0.0	-1.2	1.3	1.8	-0.6	1.1
公用事业	-0.2	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	-0.5	0.0
通信服务	0.0	0.0	-0.4	0.1	0.3	-0.1	0.0	1.5	-0.1	-0.3
能源	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
多元金融	-0.1	0.3	-0.2	0.6	0.0	2.6	1.6	0.0	0.2	0.8
原材料	-0.2	0.0	-0.1	-0.3	0.3	1.1	0.9	1.4	0.3	-0.4
可选消费	-0.4	0.7	4.3	-0.5	4.4	-1.4	-4.0	-0.2	0.4	4.6
房地产	0.0	-0.1	0.0	-0.2	0.5	0.0	1.2	0.3	0.4	-0.3
工业	1.4	0.5	1.8	-0.1	2.9	2.9	0.3	4.2	3.9	2.2
总计 (前十大个股)	**-0.8**	**5.3**	**9.8**	**-2.1**	**11.3**	**13.5**	**-1.6**	**10.9**	**-12.1**	**12.9**
北上总计	**-4.1**	**11.3**	**11.1**	**-14.0**	**30.1**	**52.7**	**10.4**	**-2.0**	**-32.8**	**8.4**

资料来源：万得、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 10 月 23 日

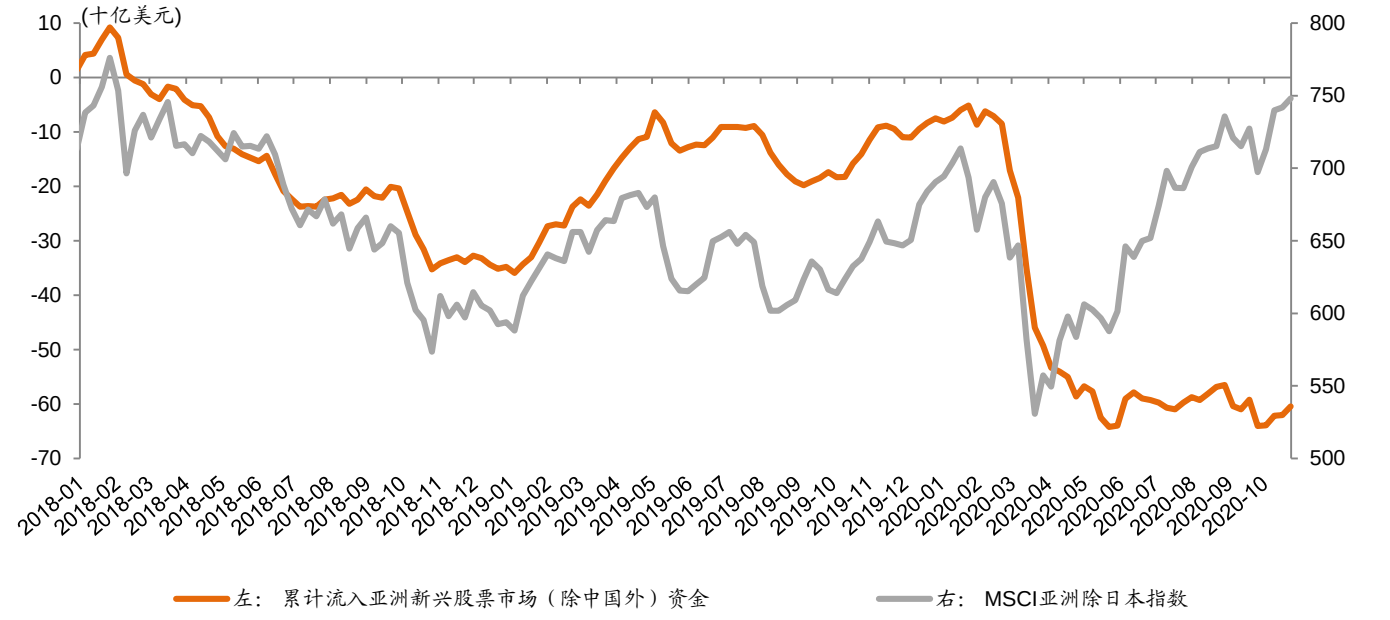
亚洲新兴市场资金流动

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 10 月 23 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 10 月 23 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	694,414	561.5	652.0	36.8	30.6	36%	0.3%	9%	互联网
BILI US	哔哩哔哩	15,544	44.4	59.0	n.a.	n.a.	-115%	0.0%	-37%	互联网
3888 HK	金山软件	6,793	38.4	52.0	33.2	25.5	188%	0.3%	-61%	软件
JD US	京东	127,398	81.3	90.0	57.5	39.6	31%	0.0%	-46%	电商
2359 HK	药明康德	37,808	113.9	144.0	82.2	65.8	47%	0.4%	-7%	医药
BGNE US	百济神州	27,306	299.0	280.0	n.a.	n.a.	n.a.	0.0%	-72%	医药
1801 HK	信达生物	11,562	64.0	80.0	n.a.	n.a.	79%	0.0%	-25%	医药
390 HK	中国中铁	18,389	3.6	7.8	2.8	2.8	n.a.	4.4%	58%	基建
3311 HK	中建国际	3,453	5.3	9.8	4.5	3.6	11%	6.0%	50%	基建
1157 HK	中联重科	9,120	7.4	10.7	7.6	6.5	45%	5.0%	33%	基建设备
631 HK	三一国际	1,812	4.5	6.5	12.6	9.1	4%	3.1%	-16%	机械设备
2688 HK	新奥能源	13,420	92.4	103.0	15.7	13.6	12%	2.3%	39%	公用事业
135 HK	昆仑能源	5,921	5.3	7.6	7.1	5.6	-3%	5.0%	21%	公用事业
728 HK	中国电信	26,629	2.6	3.8	7.9	7.9	12%	5.1%	27%	电信
2018 HK	瑞声科技	6,705	43.0	68.0	23.7	14.6	-15%	3.0%	17%	科技硬件
1347 HK	华虹半导体	4,638	27.8	37.0	51.2	32.6	-44%	0.0%	-31%	半导体
EDU US	新东方教育	27,119	170.5	209.0	55.3	49.0	17%	0.0%	-58%	教育
1765 HK	希望教育	1,913	2.1	4.2	22.2	14.8	11%	1.7%	22%	教育
2001 HK	新高教集团	863	4.2	7.1	11.1	8.5	27%	1.9%	41%	教育
1055 HK	南方航空	11,985	4.5	5.4	n.a.	16.9	-405%	0.1%	236%	交运
914 HK	海螺水泥	39,436	50.5	68.5	6.9	6.5	n.a.	4.8%	-42%	原材料
881 HK	中升控股	16,429	56.1	70.0	22.8	17.7	0.1	0.9%	98%	汽车
175 HK	吉利汽车	20,639	16.3	22.0	19.6	12.8	-0.2	1.6%	-23%	汽车

资料来源：彭博、招商证券（香港）预测；数据截至 2020 年 10 月 23 日

主要报告

长城汽车 (2333 HK) - 管理改革效果显现，内生增长动力强 (梁勇活/杨岱东)

三季度净利润剔除汇兑损益后同比增长 47.2%，毛利率回升。激励机制与权力下放的管理改革效果显现，内生增长动力强并具持续性。上调公司净利润预测 6%-13%，上调目标价 13%至 17.0 港元。

游戏行业 - 渠道还是内容，这是一个问题 (刘楠/马牧野/黄耀林)

手游行业的话语权正逐渐从分发渠道转向头部游戏研发商。在超级应用买量运营以及和垂类平台联运或将成为主流发行模式。腾讯、网易和 B 站将会在这个过程中更为受益。

好未来 (TAL US) - 盈利不确定性担忧重现 (王腾杰/李怡珊)

21 年二季度收入同比增长 21%，符合预期；由于营销支出超出预期，非 GAAP 经营利润率达-1.1%，低于一致预测。线下扩张加速，令其成为集团层面线上策略中重要的一环。由于竞争加剧，对盈利不确定性的担忧重现，维持中性评级，但期待行业整合。

三一国际 (631 HK) - 短期加大研发投入，长期产品线路径清晰 (焦一丁/赵安博)

公司三季度收入和净利润分别同比提升 28%和 11%，净利润增长较慢主要是公司加大了研发和销售的投入。公司各主要产品线智能化产品不断推出，长期利润增长路径清晰。我们认为公司在研发和销售上的投入将有助于增厚长期盈利，上调公司 2021/22 年盈利预测，上调目标价至 6.5 港元，维持公司买入评级。

粤丰环保 (1381 HK) - 稳扎稳打 (王腾杰/萧俊燊)

2020 年底前将有 2,950 吨/日的新产能投入运营，全年新增产能达 7,200 吨/日，同比增长 45%。大量项目正在筹备中，可支撑运营增长，截至今年年底，按吨计算，仅 50%在手项目在运营。公司为防御性标的，其财务实力前景改善、估值较低、股息率良好。

药明生物 (2269 HK) - 稳健执行力，20 下半年/21 年指引更加积极 (张皓渊/代方琦)

管理层在近期业务更新电话会议中提升 21 年预测收入增长指引至同比增长 50%以上，有信心在 20 年下半年实现 40%的增长。管理层称得益于新的 win-the-molecule 战略，年初至今已从 CRO 竞争对手处赢得 10 个研发项目并转移至自身管线。我们将目标价提高至 267.8 港元，主要反映超预期的未完成订单增长和新的 win-the-molecule 战略。维持买入评级。

绿叶制药 (2186 HK) - 临近多项上市审批相关正面催化剂 (张皓渊/代方琦)

考虑到 FDA 指定的 LY3005 的 PDUFA 目标日期为今年四季度，我们预计短期内公司将迎来重要的上市审批催化剂。公司预计在未来 12 个月内有 6 款新产品上市，将弥补现有产品销售的增长压力。我们将基于分类加总估值法的目标价下修至 6.8 港元。当前风险/回报比（9x/8x 20E/21E PER）仍然具有吸引力，维持买入评级。

保险行业 - 国债收益率或保持上行趋势，行业估值吸引 (罗磊/朱璐颖)

国债收益率可能维持整体上升的趋势。新冠疫情增强了公众保险意识，行业长期发展潜力不变。行业估值吸引。

中芯国际 (981 HK) - 晶圆代工领头羊，道阻且长挑战仍存；首次覆盖给予中性评级 (陈永豪/苏林)

首次覆盖中芯国际并给予中性评级；中国半导体国产化趋势下的结构性受益者，但近期不确定性仍存。中国大陆领先半导体代工厂，但美国出口限制、折旧负担激增仍为挑战。发展前景取决于具体情境；长远展望乐观。

汽车汽配 - 政策解读：暖风如期而至，稳就业抓汽车获定调 (梁勇活/杨岱东)

发改委再提支持汽车行业政策，稳就业、抓汽车的政策基调确立。电动化智能化产业链，中低端和豪华车均受益，对行业是全面性利好。政策覆盖面广，建议全面均衡配置。

中国建筑国际 (3311 HK) - 三季度经营情况持续好转，住宅产业化升级加速 (焦一丁/赵安博)

公司三季度经营溢利和新订单分别同比增长 15.3%和 16.2%，均较上半年整体水平有所提升。公司住宅产业化子公司海龙科技三季度收入和经营溢利分别同比提升 135%和 184%，在工期和人均产值上均领先同业。我们认为目前建筑业的政策顺风将在 2021 年持续发酵，中建国际目前估值处于历史最低水平，我们维持公司 9.8 港元目标价和买入评级。

中升控股 (881 HK) - 三季度业务强劲增长，竞争优势再获验证 (梁勇活/杨岱东)

三季度业务延续强劲复苏，豪华车销售及售后均大幅增长。品牌组合持续优化，优势品牌的渠道密度提升，再次验证三大竞争优势。维持买入评级及目标价 70.0 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