2020 年 10 月 12 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 (2020/10/12)

首场辩论后拜登民调领先特朗普幅度扩大

- **拜登民调领先特朗普幅度自9月底起开始扩大**
- **欧洲和美国新一波新冠疫情持续恶化**
- **中国人民银行取消远期售汇业务的外汇风险准备金率**

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）美国大选：根据Real Clear Politics公布的全国民调平均值，截至10月11日，拜登相对特朗普的领先优势已扩大至9.8个百分点（51.9%与42.1%），而9月底为6.6个百分点。民调结果显示，9月29日举行的首场总统候选人辩论和10月初特朗普感染新冠肺炎都未能帮助其缩小与拜登之间的差距。拜登在关键的摇摆州也领先特朗普，包括威斯康辛州（领先5.5个百分点）、密歇根州（领先6.7个百分点）、宾夕法尼亚州（领先7.1个百分点）、北卡罗来纳州（领先1.4个百分点）、佛罗里达州（领先3.7个百分点）和亚利桑那州（领先2.7个百分点）。10月9日，总统辩论委员会正式宣布取消原定于10月15日在迈阿密举行的第二场总统候选人辩论。10月10日，特朗普在接受新冠肺炎治疗之后首次亲身出席在白宫举行的一场公众集会。他还计划于10月12日在佛罗里达州的一个竞选集会上发表演讲。**2）新冠疫情：**(i) 欧洲：法国、英国、德国和意大利疫情持续恶化。过去一周，分别录得平均每日新增确诊病例达15,800、15,800、3,400和3,800例，而前一周则为11,000、7,200、2,200和2,100例。10月8日至10日，德国连续三天新增病例超过4,000例。德国总理默克尔警告说，德国新冠肺炎的热点地区将有10天时间来应对不断上升的病例，否则政府将采取更严厉的措施。10月10日，西班牙中央政府宣布马德里及其周边地区进入为期15天的紧急状态。(ii) 美国：过去一周平均每日新增确诊病例为46,800例，而前一周则为42,300例。过去一周，美国中西部12个州平均每日新增确诊病例为15,700例，为疫情爆发以来的最高水平，远高于一周前的13,000例和两周前的12,100例。**3）**10月10日，中国人民银行宣布将远期售汇业务的外汇风险准备金率从20%下调至0。央行表示，将继续保持人民币汇率弹性，稳定市场预期。

宏观经济数据：中国方面：9月财新服务业PMI录得54.8，超出预期（8月：54.0）。**美国方面：**1）9月ISM服务业PMI为57.8，符合预期（8月：56.9）。2）8月贸易逆差为671亿美元，大于预期（7月逆差：634亿美元）。3）截止至10月2日当周首次申请失业补助人数为84万人，逊于预期（之前一周：84.9万人）。

股市概况：过去一周恒生/MSCI中国/沪深300指数分别上涨2.8%/4.0%/2.0%。**MSCI中国：**可选消费（+5.2%）和信息技术（+4.9%）板块跑赢大市，银行（+0.0%）和公用事业（+1.0%）板块则表现不佳。恒生/MSCI中国/沪深300指数估值分别为11.8倍/15.5倍/14.2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 (2020/10/05) -国庆黄金周旅游业带旺消费 (2020/10/05)
2. 美国9月劳动力市场复苏步伐进一步放缓 (2020/10/05)
3. 美国零售首阶段强劲反弹基本结束 (2020/09/17)
4. 美联储引入新前瞻指引 (2020/09/17)
5. 美国8月工业产出复苏接近停滞 (2020/09/16)
6. 美联储9月FOMC会议前瞻 (2020/09/11)
7. 美国8月劳动力市场复苏继续，但不及表面亮眼 (2020/09/05)
8. 8月ISM制造业PMI：生产活动依然快速追赶需求复苏 (2020/09/02)
9. 主要股指中期业绩总结 (2020/09/02)
10. 美联储修订政策框架；引入平均通胀目标 (2020/08/29)

目录

中国宏观数据概览 3
美国宏观数据概览 4
全球市场概览 5
　全球股票市场表现 5
　全球大宗商品及货币表现 6
　全球股票市场估值 7
中国/香港市场概览 8
　分行业表现 8
　分行业估值 10
　市场成交额 11
　盈利预测调整 12
　陆港通 13
　亚洲新兴市场资金流动 15
招商证券首选推荐 16
主要报告 17
投资评级定义 18

图表

图表 1: 中国主要宏观数据 3
图表 2: 美国主要宏观数据 4
图表 3: 主要股指本币计价回报（根据年初至今回报排序） 5
图表 4: 主要股指美元计价回报（根据年初至今回报排序） 5
图表 5: 主要大宗商品美元计价价格变动（根据年初至今变动排序） 6
图表 6: 主要货币兑美元表现（根据年初至今表现排序） 6
图表 7: 主要股指目前前瞻市盈率及历史水平 7
图表 8: 主要股指目前前瞻市净率及历史水平 7
图表 9: MSCI 中国指数分行业绝对回报（根据过去一周回报排序） 8
图表 10: MSCI 中国指数分行业相对表现（根据过去一周表现排序） 8
图表 11: 沪深 300 指数分行业绝对回报（根据过去一周回报排序） 9
图表 12: 沪深 300 中国指数分行业相对表现（根据过去一周表现排序） 9
图表 13: MSCI 中国指数分行业前瞻市盈率（12 个月前瞻市盈率） 10
图表 14: MSCI 中国指数年初至今分行业股价表现：估值变化和盈利调整 10
图表 15: 恒生指数市盈率通道 11
图表 16: MSCI 中国指数市盈率通道 11
图表 17: 港股市场日均成交额 11
图表 18: A 股市场日均成交额 11
图表 19: 恒生指数 EPS 一致预测调整 12
图表 20: MSCI 中国指数 EPS 一致预测调整 12
图表 21: 主要股指年初至今股价表现：估值变化和盈利调整 12
图表 22: 南下资金成交额 13
图表 23: 南下资金净流入 13
图表 24: 南下分板块资金流入 13
图表 25: 北上资金成交额 14
图表 26: 北上资金净流入 14
图表 27: 北上分板块资金流入 14
图表 28: 过去 52 周流入除中国外亚洲新兴股票市场的外资资金 15
图表 29: 累计流入除中国外亚洲新兴股票市场的外资资金 vs. MSCI 亚洲除日本指数 15
图表 30: 首选推荐 16

中国宏观数据概览

图表 1：中国主要宏观数据

	2020								
	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				2020-07-15	2020-10-19
GDP 累计同比%	-6.8			-1.6				2020-07-15	2020-10-19
CPI 同比%	4.3	3.3	2.4	2.5	2.7	2.4		2020-09-08	2020-10-15
PPI 同比%	-1.5	-3.1	-3.7	-3.0	-2.4	-2.0		2020-09-08	2020-10-15
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		2020-09-06	2020-10-13
进口同比%	-1.1	-14.2	-16.6	2.7	-1.4	-2.1		2020-09-06	2020-10-13
贸易帐顺差 (十亿美元)	20.1	45.2	63.0	46.4	62.3	58.9		2020-09-06	2020-10-13
城镇调查失业率%	5.9	6.0	5.9	5.7	5.7	5.6		2020-09-14	2020-10-19
工业增加值同比%	-1.1	3.9	4.4	4.8	4.8	5.6		2020-09-14	2020-10-19
工业增加值累计同比%	-8.4	-4.9	-2.8	-1.3	-0.4	0.4		2020-09-14	2020-10-19
规模以上工业企业利润同比%	-34.9	-4.3	6.0	11.5	19.6	19.1		2020-09-26	2020-10-27
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		2020-09-26	2020-10-27
社会消费品零售总额同比%	-15.8	-7.5	-2.8	-1.8	-1.1	0.5		2020-09-14	2020-10-19
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		2020-09-14	2020-10-19
城镇固定资产投资累计同比%	-16.1	-10.3	-6.3	-3.1	-1.6	-0.3		2020-09-14	2020-10-19
基建投资%	-19.7	-11.8	-6.3	-2.7	-1.0	-0.3		2020-09-14	2020-10-19
房地产开发投资%	-7.7	-3.3	-0.3	1.9	3.4	4.6		2020-09-14	2020-10-19
制造业投资%	-25.2	-18.8	-14.8	-11.7	-10.2	-8.1		2020-09-14	2020-10-19
M1 同比%	5.0	5.5	6.8	6.5	6.9	8.0		2020-09-11	2020-10-10
M2 同比%	10.1	11.1	11.1	11.1	10.7	10.4		2020-09-11	2020-10-10
社会融资规模 (十亿元人民币)	5,184	3,104	3,187	3,468	1,693	3,582		2020-09-11	2020-10-10
新增人民币贷款 (十亿元人民币)	2,853	1,698	1,482	1,811	993	1,277		2020-09-11	2020-10-10
金融机构贷款余额同比%	12.7	13.1	13.2	13.2	13.0	13.0		2020-09-11	2020-10-10
财政收入累计同比%	-14.3	-14.5	-13.6	-10.8	-8.7	-7.5		2020-09-20	2020-10-22
财政支出累计同比%	-5.7	-2.7	-2.9	-5.8	-3.2	-2.1		2020-09-20	2020-10-22
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	下次发布
	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	日期	日期
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		2020-09-11	2020-10-13
核心 CPI 同比%	2.1	1.4	1.2	1.2	1.6	1.7		2020-09-11	2020-10-13
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	-0.8	-0.8	-0.4	-0.2		2020-09-10	2020-10-14
核心 PPI 同比%	1.1	0.3	0.3	0.1	0.3	0.6		2020-09-10	2020-10-14
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	2020-10-01	2020-10-23
Markit 服务业 PMI	39.8	26.7	37.5	47.9	50.0	55.0	54.6	2020-10-05	2020-10-23
Markit 综合 PMI	40.9	27.0	37.0	47.9	50.3	54.6	54.3	2020-10-05	2020-10-23
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	-12.9	1.0	6.1	3.5	0.4		2020-09-15	2020-10-16
制造业产出环比%	-5.0	-16.1	3.9	7.5	3.9	1.0		2020-09-15	2020-10-16
零售销售环比%	-8.2	-14.7	18.3	8.6	0.9	0.6		2020-09-16	2020-10-16
零售销售(除汽车)环比%	-3.8	-15.2	12.3	8.4	1.3	0.7		2020-09-16	2020-10-16
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	2020-10-02	2020-10-16
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	2020-10-02	2020-10-16
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	2020-10-02	2020-10-16
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	20.5	14.7	4.8		2020-09-24	2020-10-26
成屋销售环比%	-8.5	-17.8	-9.7	20.2	24.7	2.4		2020-09-22	2020-10-22
新屋开工环比%	-19.0	-26.4	11.1	21.9	17.9	-5.1		2020-09-17	2020-10-20
营建许可环比%	-5.7	-21.4	14.1	3.5	17.9	-0.5		2020-09-17	2020-10-20
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	-200.1		2020-09-11	2020-10-13
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	4.0%	6.6%	4.7%	0.9%	28.7%	17.9%	35.1%
沪深 300	2.0%	2.4%	2.1%	-3.3%	23.4%	14.3%	21.8%
韩国 KOSPI	2.8%	5.0%	0.7%	10.3%	30.3%	8.8%	16.9%
美国标普 500	3.8%	5.4%	2.3%	10.3%	24.6%	7.6%	19.1%
台湾 TWSE	3.0%	5.3%	2.2%	5.7%	27.4%	7.4%	18.3%
MSCI 亚太区除日本外	4.1%	5.9%	3.9%	4.8%	27.3%	4.9%	16.8%
MSCI 新兴市场	3.8%	6.0%	3.4%	4.0%	26.5%	0.7%	13.0%
印度 Sensex	4.7%	8.3%	6.1%	10.3%	30.0%	-1.8%	6.1%
马来西亚 KLCI	2.0%	1.4%	2.2%	-3.3%	11.7%	-3.7%	-1.3%
日本 Topix	2.4%	0.8%	2.6%	5.8%	16.3%	-4.3%	4.2%
俄罗斯 MOEX	-0.6%	-2.2%	-1.5%	1.9%	4.9%	-7.0%	4.5%
欧洲 STOXX	2.1%	4.2%	0.2%	1.8%	11.6%	-10.9%	-2.6%
香港恒生	2.8%	3.8%	-1.4%	-8.0%	-0.7%	-14.4%	-6.1%
巴西 IBOV	3.7%	0.5%	-3.8%	-1.7%	25.5%	-15.7%	-3.7%
印尼 JCI	2.6%	2.2%	-1.9%	0.0%	8.7%	-19.8%	-16.2%
泰国 SET	2.4%	1.8%	-2.0%	-7.2%	4.7%	-19.8%	-21.6%
新加坡海峡时报	1.5%	2.5%	1.3%	-4.5%	-1.5%	-21.4%	-18.0%
菲律宾 PSEi	-1.1%	1.6%	0.0%	-4.2%	7.6%	-24.1%	-22.8%

资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 10 月 9 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	3.5%	4.4%	4.2%	1.0%	29.8%	18.9%	29.8%
MSCI 中国	4.0%	6.6%	4.7%	0.9%	28.8%	18.5%	36.8%
台湾 TWSE	3.6%	6.7%	4.1%	8.0%	32.9%	11.4%	26.4%
韩国 KOSPI	4.3%	7.3%	3.6%	14.7%	36.8%	9.3%	21.7%
美国标普 500	3.8%	5.4%	2.3%	10.3%	24.6%	7.6%	19.1%
MSCI 亚太区除日本外	4.1%	5.9%	3.9%	4.8%	27.3%	4.9%	16.8%
MSCI 新兴市场	3.8%	6.0%	3.4%	4.0%	26.5%	0.7%	13.0%
日本 Topix	2.1%	0.7%	3.1%	7.4%	19.2%	-1.4%	6.0%
印度 Sensex	5.0%	9.4%	6.6%	13.5%	35.2%	-4.2%	3.4%
马来西亚 KLCI	2.7%	2.2%	3.1%	-0.4%	17.0%	-4.8%	0.0%
欧洲 STOXX	3.0%	6.0%	0.4%	6.6%	20.7%	-6.2%	4.9%
香港恒生	2.8%	3.8%	-1.4%	-8.0%	-0.7%	-14.0%	-4.9%
菲律宾 PSEi	-0.9%	1.8%	0.5%	-2.1%	12.3%	-20.2%	-17.3%
新加坡海峡时报	2.3%	4.4%	2.4%	-1.7%	3.2%	-21.9%	-16.3%
泰国 SET	4.3%	3.9%	-1.2%	-6.5%	10.3%	-22.5%	-23.3%
印尼 JCI	4.0%	4.3%	-1.0%	-1.5%	16.5%	-24.0%	-19.1%
俄罗斯 MOEX	1.0%	-0.2%	-3.2%	-6.0%	0.6%	-24.9%	-11.8%
巴西 IBOV	6.1%	0.9%	-8.0%	-5.0%	14.9%	-38.8%	-28.6%

资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 10 月 9 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	12.4%	28.1%	13.9%	54.1%	58.2%	25.2%	22.7%
汽油	7.1%	-0.9%	7.5%	-3.8%	77.6%	-29.1%	-24.2%
WTI 原油	9.6%	0.9%	6.7%	2.5%	78.4%	-33.5%	-22.8%
布伦特原油	9.1%	2.2%	5.1%	1.2%	36.1%	-35.1%	-26.5%
热油	10.0%	6.0%	7.9%	-2.5%	22.7%	-41.2%	-37.8%
金属							
铁矿石	5.0%	11.3%	8.3%	23.6%	56.3%	48.8%	30.2%
银	6.0%	9.9%	-6.6%	35.1%	63.0%	40.2%	42.0%
金	1.6%	3.7%	-0.9%	7.2%	14.7%	26.8%	28.3%
铜	3.2%	3.3%	0.4%	7.3%	34.7%	9.5%	19.0%
镍	5.6%	6.7%	2.0%	14.9%	30.4%	8.5%	-12.3%
锌	4.6%	2.7%	0.5%	12.9%	28.0%	7.1%	6.2%
铝	4.2%	5.3%	3.2%	10.7%	24.5%	1.7%	5.6%
铂	1.3%	5.1%	-3.3%	7.8%	19.6%	-8.4%	0.2%
农产品							
大豆	4.4%	6.3%	8.8%	18.6%	23.4%	13.0%	15.3%
瘦肉猪	4.9%	8.9%	27.3%	70.4%	82.5%	9.4%	24.4%
小麦	3.6%	9.1%	11.2%	12.8%	6.7%	6.3%	18.7%
糖	5.0%	9.5%	18.3%	20.2%	36.4%	6.0%	14.7%
玉米	4.0%	8.1%	12.9%	12.5%	19.1%	1.9%	0.2%
棉花	4.8%	4.6%	6.8%	6.8%	24.4%	-2.0%	10.9%
活牛	1.6%	2.1%	4.9%	10.7%	16.9%	-11.9%	1.3%
咖啡	2.4%	-1.8%	-14.0%	14.2%	-5.9%	-14.0%	16.9%

资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 10 月 9 日

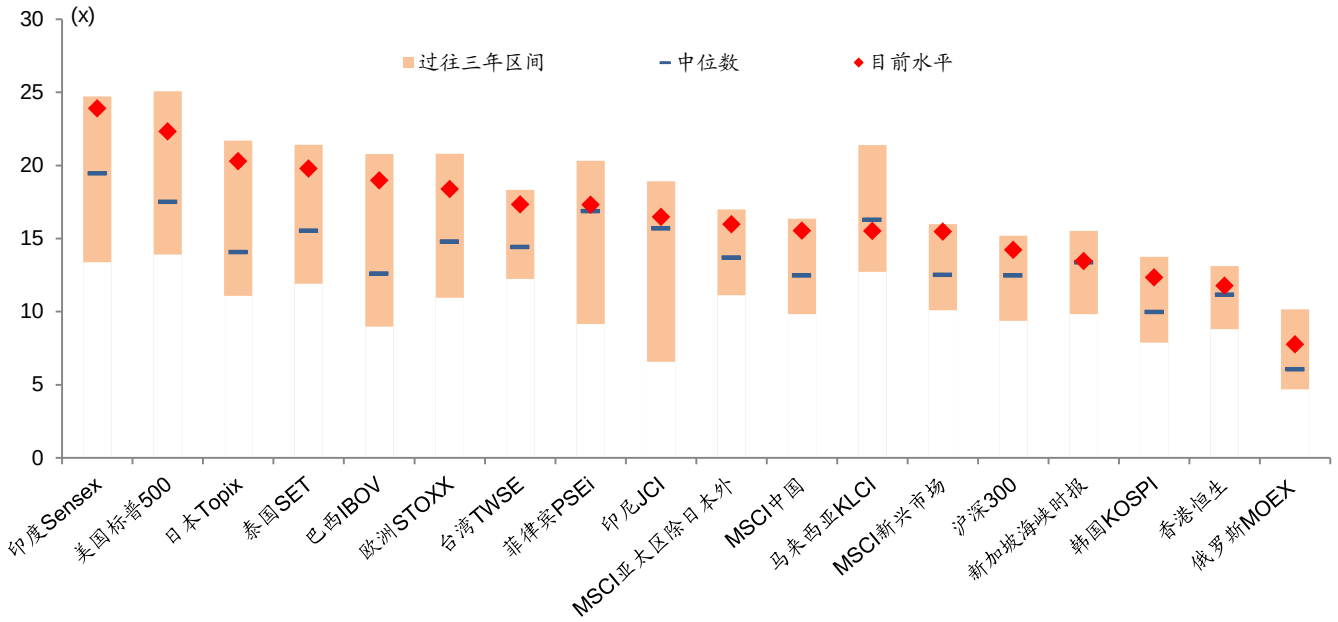
图表 6：主要货币兑美元表现（根据年初至今表现排序）

	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	1.7%	3.9%	-0.2%	5.0%	13.5%	6.5%	13.5%
瑞士法郎	1.1%	1.9%	0.3%	3.3%	6.1%	6.1%	9.4%
欧元	0.9%	1.7%	0.2%	4.7%	8.1%	5.3%	7.8%
菲律宾比索	0.3%	0.3%	0.7%	2.3%	4.7%	4.8%	7.1%
新台币	1.4%	2.0%	2.6%	2.9%	5.1%	4.7%	7.7%
中国人民币	1.4%	1.9%	2.1%	4.5%	5.2%	4.0%	6.5%
澳大利亚元	1.1%	3.0%	-0.5%	4.1%	14.8%	3.1%	7.6%
日元	-0.3%	0.0%	0.6%	1.6%	2.6%	2.8%	1.9%
韩元	1.7%	2.2%	3.6%	4.2%	6.3%	0.7%	4.4%
越南盾	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	1.5%	0.0%	0.1%
新加坡元	0.7%	1.7%	0.9%	2.8%	4.6%	-0.8%	1.9%
马来西亚林吉特	0.7%	0.9%	0.9%	3.1%	4.9%	-1.1%	1.5%
加拿大元	1.4%	2.0%	0.3%	3.5%	6.5%	-1.1%	1.6%
新西兰元	0.5%	1.9%	-0.2%	1.6%	10.0%	-1.1%	6.0%
英镑	0.8%	2.4%	0.2%	3.5%	4.8%	-1.6%	6.9%
印度卢比	0.0%	0.7%	0.6%	2.5%	4.3%	-2.4%	-2.8%
泰铢	1.8%	2.0%	0.9%	0.9%	5.4%	-4.0%	-2.2%
智利比索	-1.0%	-1.3%	-3.7%	-1.2%	5.3%	-5.6%	-9.2%
印度尼西亚卢比	1.1%	1.2%	0.7%	-2.1%	8.0%	-5.7%	-3.6%
墨西哥比索	2.3%	5.7%	1.8%	7.3%	11.5%	-10.7%	-7.4%
南非兰特	0.4%	4.0%	1.2%	2.5%	8.9%	-15.1%	-7.7%
俄罗斯卢布	1.9%	1.8%	-1.6%	-7.6%	-4.0%	-19.2%	-15.5%
阿根廷比索	-0.3%	-1.7%	-3.1%	-8.0%	-15.5%	-22.4%	-24.8%
土耳其里拉	-1.3%	-2.7%	-4.9%	-12.8%	-15.7%	-24.4%	-25.5%
巴西里尔	2.8%	0.6%	-4.1%	-3.4%	-7.6%	-27.2%	-25.7%

资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 10 月 9 日

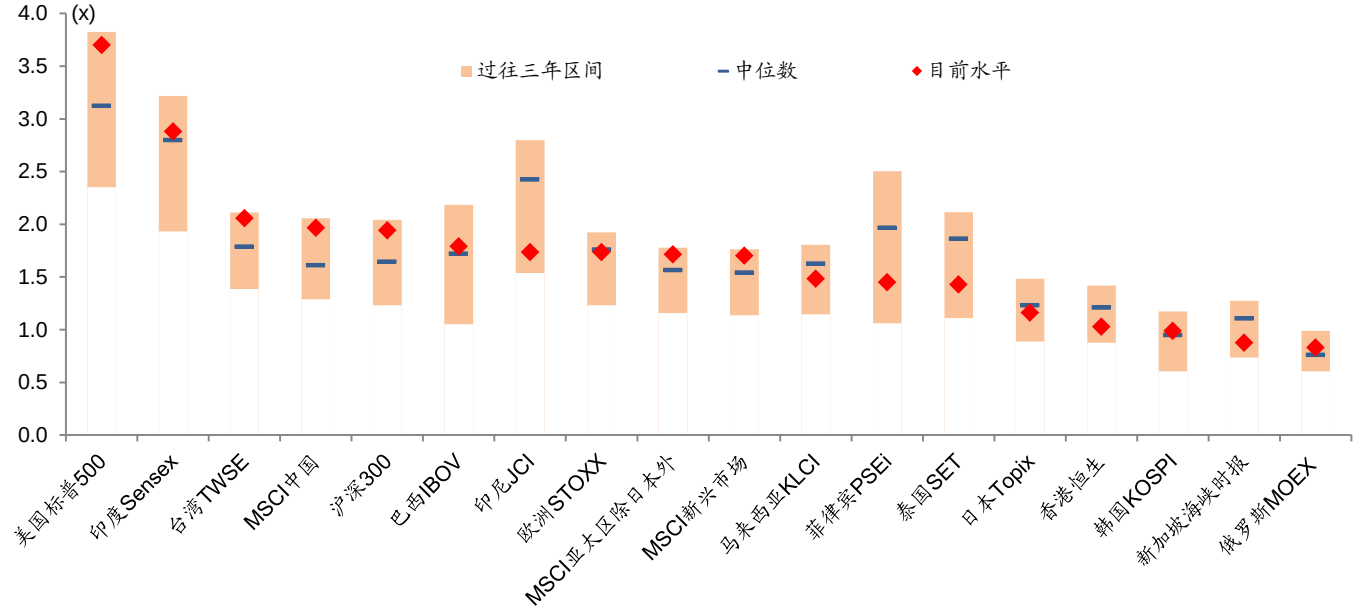
全球股票市场估值

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 9 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 9 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
可选消费	5.2%	10.5%	9.9%	15.6%	62.1%	48.9%	81.5%
信息技术	4.9%	8.2%	6.2%	-3.8%	49.0%	39.7%	67.0%
医疗保健	4.9%	6.9%	5.9%	1.3%	33.5%	41.9%	57.3%
通信服务	4.4%	5.3%	4.5%	-4.7%	27.8%	26.0%	43.5%
工业	3.3%	4.4%	0.9%	-2.2%	10.7%	-0.7%	9.7%
原材料	3.2%	3.1%	0.0%	3.9%	18.3%	6.2%	27.2%
房地产	2.7%	6.3%	2.0%	-8.6%	-0.9%	-16.8%	1.2%
保险	1.9%	1.5%	-1.1%	-12.7%	5.3%	-16.5%	-11.6%
多元金融	1.8%	3.1%	1.4%	-13.6%	18.7%	1.5%	16.2%
日常消费	1.8%	3.9%	2.3%	5.2%	32.4%	31.5%	41.1%
能源	1.6%	1.7%	-4.6%	-11.5%	-14.3%	-34.4%	-29.8%
公用事业	1.0%	1.3%	-1.6%	-8.6%	-4.2%	-16.0%	-13.3%
银行	0.0%	-0.2%	-7.0%	-18.9%	-16.1%	-25.1%	-16.9%
MSCI 中国	**4.0%**	**6.6%**	**4.7%**	**0.9%**	**28.7%**	**17.9%**	**35.1%**

资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 10 月 9 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
可选消费	1.2%	3.6%	5.0%	14.6%	25.9%	26.3%	34.4%
信息技术	0.9%	1.5%	1.5%	-4.6%	15.8%	18.5%	23.6%
医疗保健	0.9%	0.2%	1.2%	0.4%	3.7%	20.3%	16.4%
通信服务	0.4%	-1.3%	-0.2%	-5.6%	-0.7%	6.9%	6.2%
工业	-0.6%	-2.1%	-3.7%	-3.0%	-14.0%	-15.8%	-18.8%
原材料	-0.8%	-3.3%	-4.5%	3.0%	-8.1%	-9.9%	-5.8%
房地产	-1.2%	-0.3%	-2.6%	-9.4%	-23.0%	-29.4%	-25.1%
保险	-1.9%	-4.8%	-5.5%	-13.5%	-18.2%	-29.1%	-34.6%
多元金融	-2.0%	-3.3%	-3.1%	-14.4%	-7.7%	-13.9%	-14.0%
日常消费	-2.1%	-2.5%	-2.3%	4.3%	2.9%	11.6%	4.4%
能源	-2.2%	-4.6%	-8.9%	-12.3%	-33.4%	-44.4%	-48.0%
公用事业	-2.9%	-5.0%	-6.1%	-9.4%	-25.5%	-28.8%	-35.8%
银行	-3.8%	-6.4%	-11.2%	-19.6%	-34.8%	-36.4%	-38.5%

资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 10 月 9 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
信息技术	3.9%	4.3%	2.1%	-10.2%	18.8%	27.8%	39.7%
原材料	3.3%	2.5%	-0.1%	0.1%	23.0%	17.1%	28.4%
工业	3.2%	4.0%	1.3%	2.6%	23.3%	20.4%	25.2%
医疗保健	2.9%	2.7%	3.1%	-1.5%	29.0%	47.8%	55.7%
能源	2.2%	1.8%	-1.2%	-6.0%	4.8%	-11.2%	-9.7%
保险	2.1%	0.4%	3.2%	-7.2%	19.3%	-4.0%	-5.2%
日常消费	1.8%	2.9%	0.5%	2.7%	37.2%	44.4%	47.7%
电信	1.7%	0.9%	-3.5%	-13.5%	-4.4%	0.9%	-2.7%
多元金融	1.6%	0.4%	1.8%	-10.1%	27.4%	15.7%	27.9%
可选消费	1.5%	1.6%	2.3%	0.9%	29.2%	17.9%	27.6%
公用事业	1.4%	1.5%	-3.3%	0.5%	11.7%	2.5%	1.8%
房地产	1.0%	0.6%	-2.2%	-10.5%	11.0%	-2.1%	5.0%
银行	0.2%	-0.7%	-2.7%	-9.3%	6.1%	-9.3%	-5.2%
沪深 300	**2.0%**	**2.4%**	**2.1%**	**-3.3%**	**23.4%**	**14.3%**	**21.8%**

资料来源：万得、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 10 月 9 日

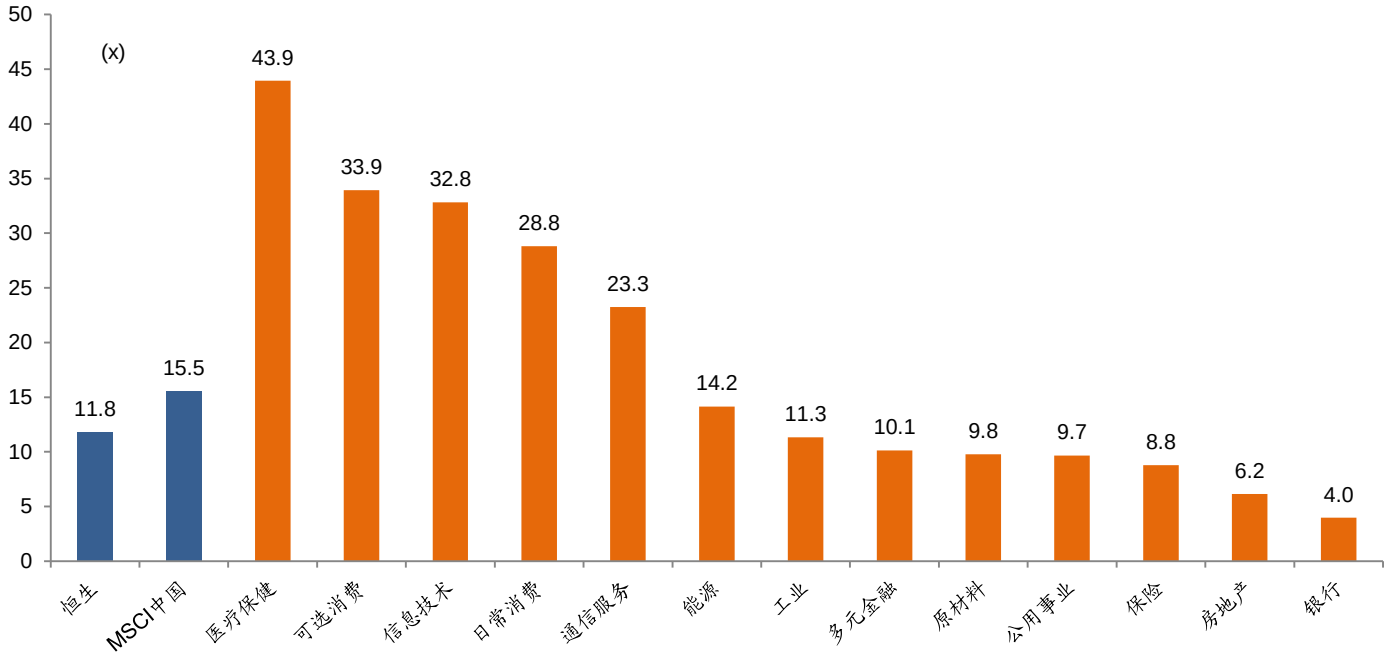
图表 12：沪深 300 指数分行业相对表现（根据过去一周表现排序）

	相对表现						
	一周	两周	1 个月	3 个月	6 个月	年初至今	12 个月
信息技术	1.8%	1.8%	0.0%	-7.1%	-3.8%	11.9%	14.7%
原材料	1.2%	0.1%	-2.1%	3.5%	-0.3%	2.5%	5.4%
工业	1.2%	1.5%	-0.8%	6.1%	-0.1%	5.3%	2.8%
医疗保健	0.8%	0.2%	1.0%	1.9%	4.5%	29.3%	27.8%
能源	0.2%	-0.6%	-3.2%	-2.8%	-15.1%	-22.3%	-25.9%
保险	0.0%	-2.0%	1.1%	-4.0%	-3.4%	-16.0%	-22.1%
日常消费	-0.3%	0.4%	-1.5%	6.2%	11.2%	26.4%	21.3%
电信	-0.3%	-1.5%	-5.5%	-10.6%	-22.5%	-11.7%	-20.1%
多元金融	-0.5%	-2.0%	-0.3%	-7.0%	3.3%	1.3%	5.0%
可选消费	-0.5%	-0.8%	0.2%	4.4%	4.7%	3.1%	4.7%
公用事业	-0.6%	-0.9%	-5.3%	3.9%	-9.5%	-10.3%	-16.4%
房地产	-1.0%	-1.7%	-4.3%	-7.4%	-10.1%	-14.4%	-13.8%
银行	-1.8%	-3.0%	-4.7%	-6.2%	-14.1%	-20.6%	-22.2%

资料来源：万得、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 10 月 9 日

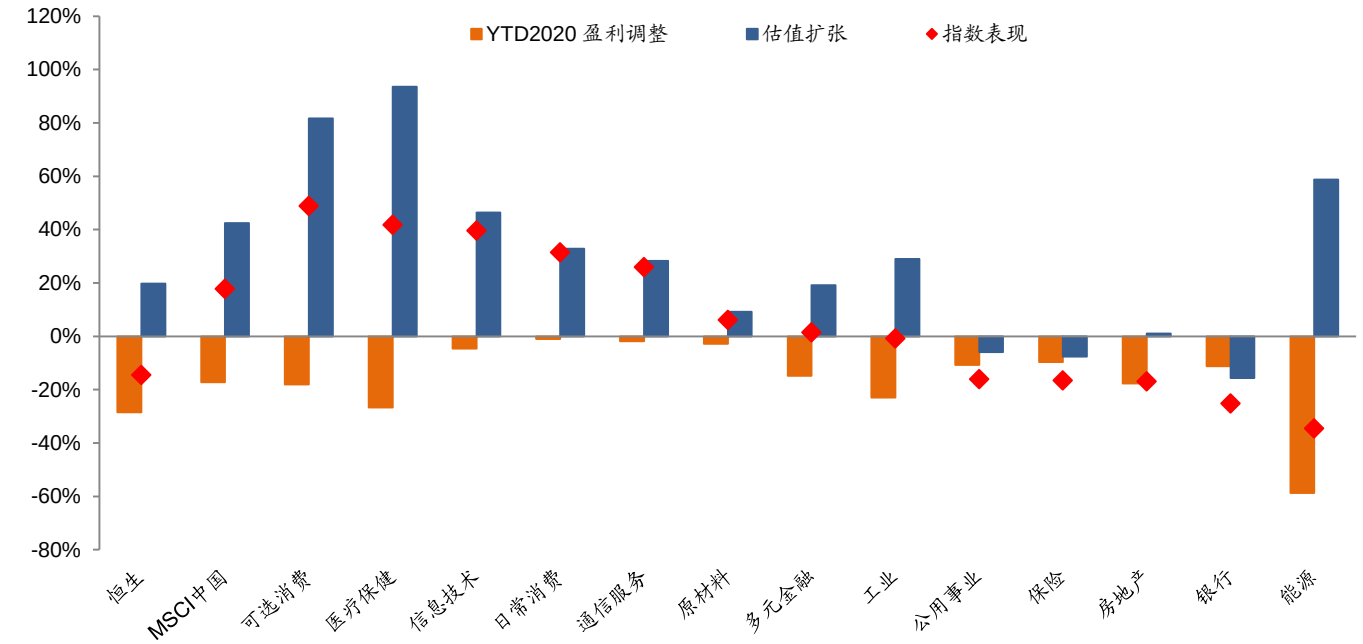
分行业估值

图表 13：MSCI 中国指数分行业前瞻市盈率（12 个月前瞻市盈率）



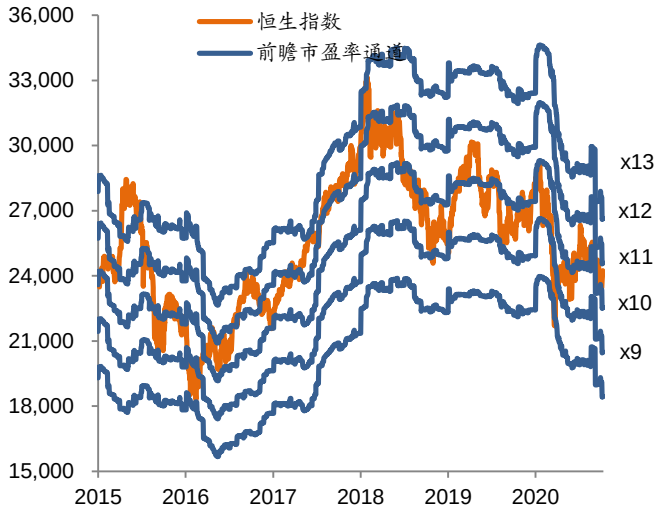
资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 10 月 9 日

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



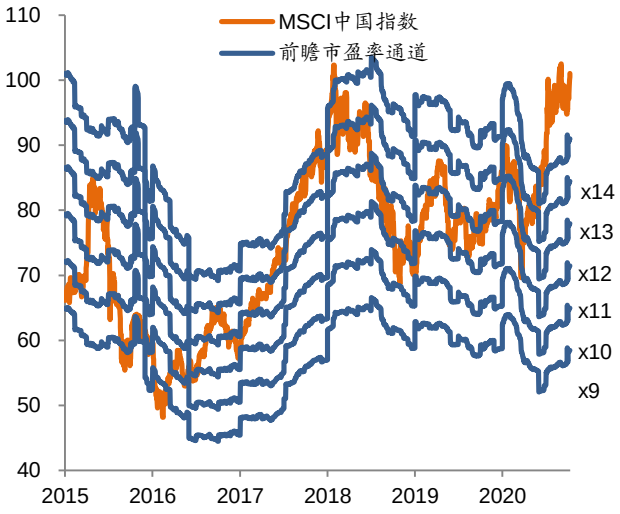
资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 10 月 9 日

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 2020 年 10 月 9 日

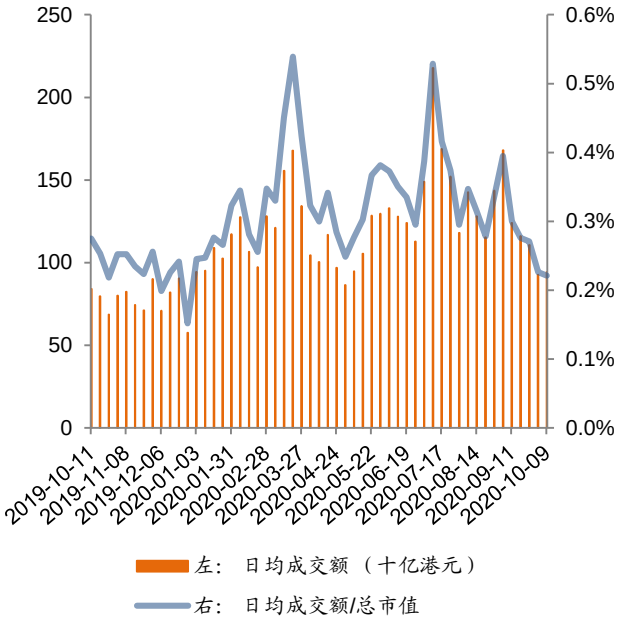
图表 16：MSCI 中国指数市盈率通道



资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 10 月 9 日

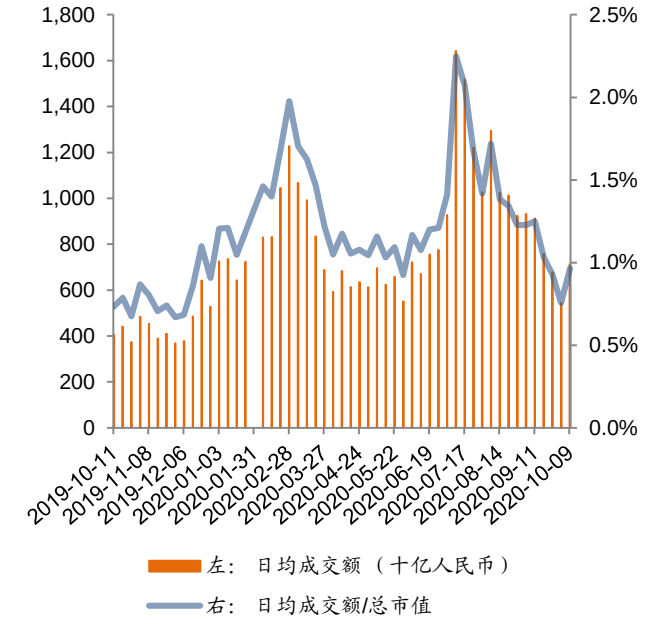
市场成交额

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 2020 年 10 月 9 日

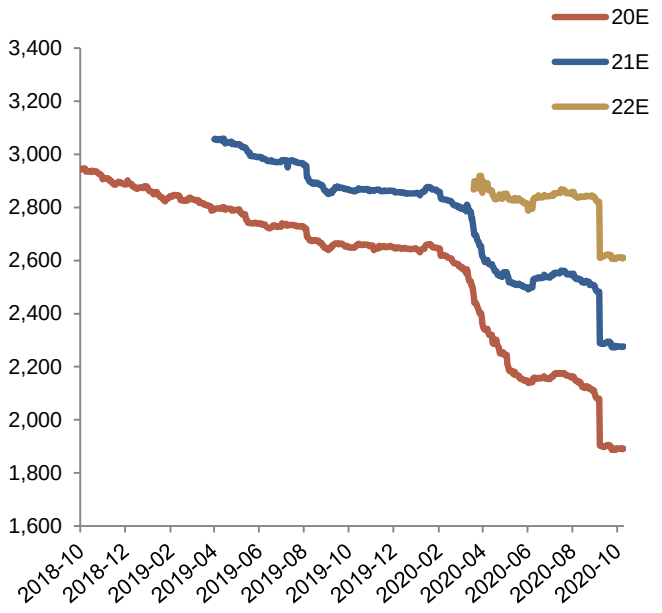
图表 18：A 股市场日均成交额



资料来源：万得、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 10 月 9 日

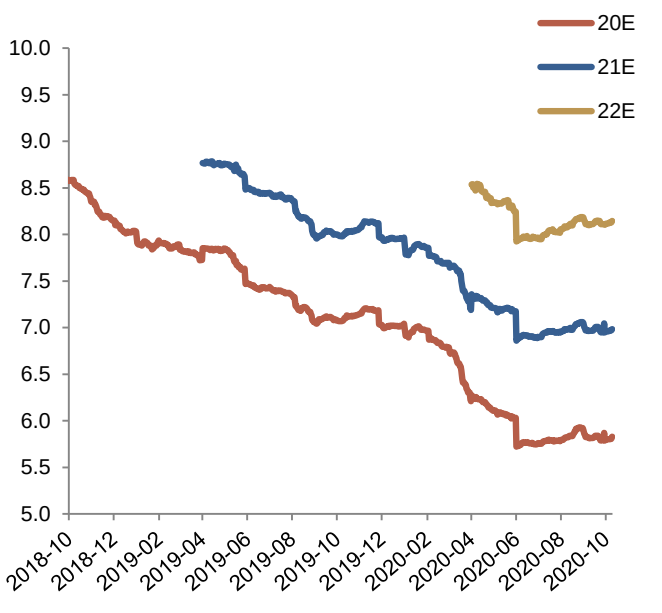
盈利预测调整

图表 19：恒生指数 EPS 一致预测调整



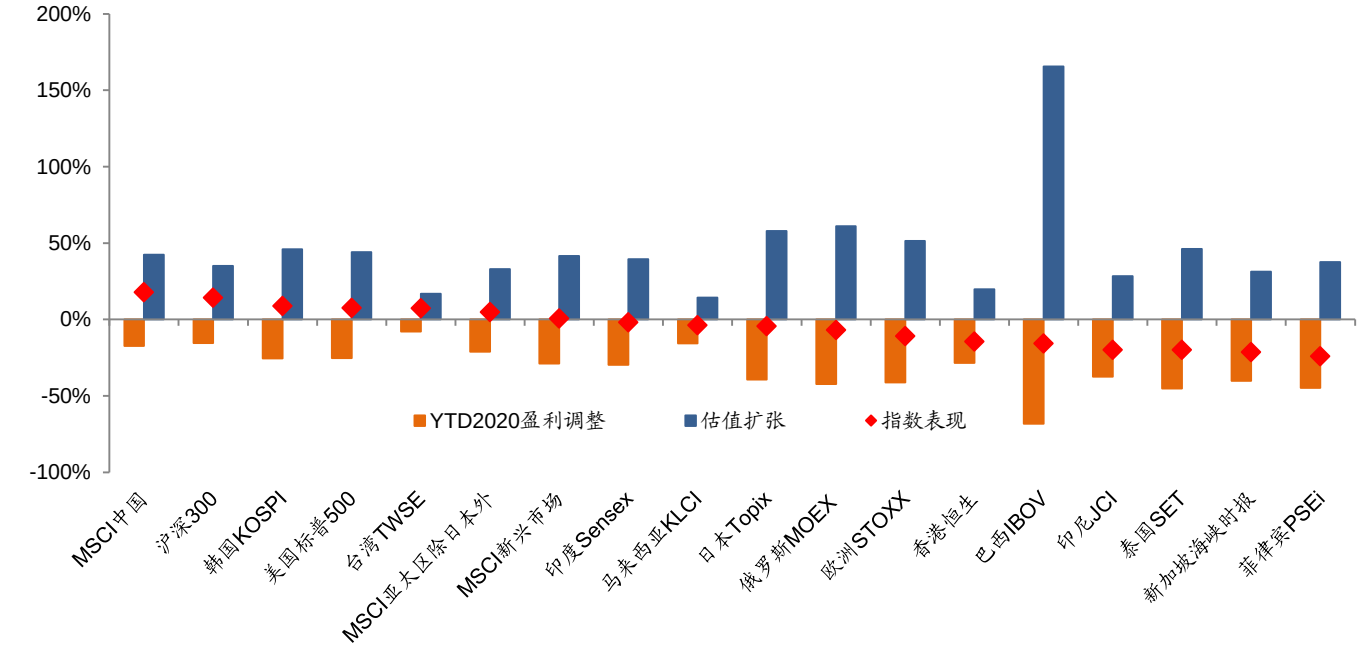
资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 10 月 9 日

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 2020 年 10 月 9 日

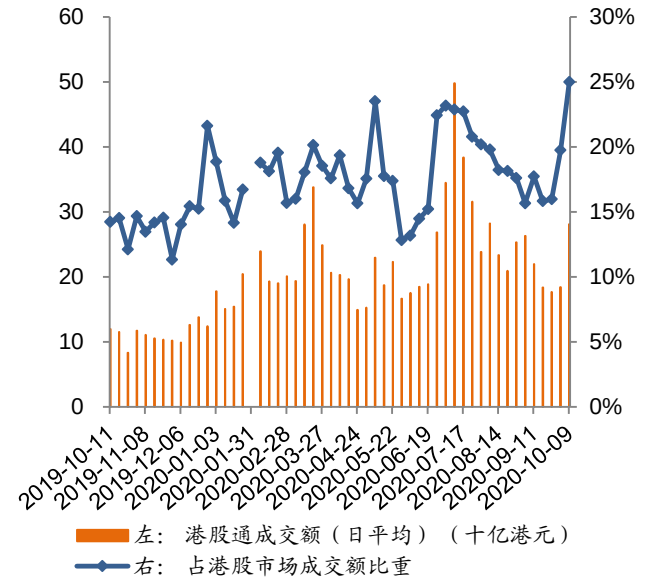
图表 21：主要股指年初至今股价表现：估值变化和盈利调整



资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 10 月 9 日

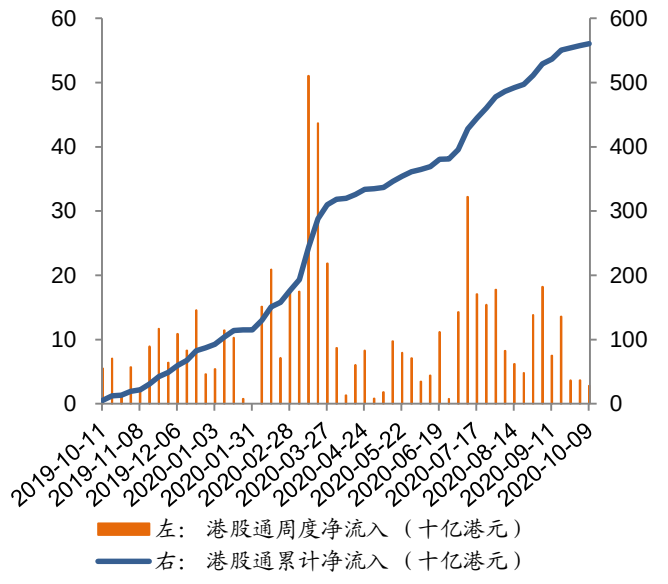
陆港通

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 2020 年 10 月 9 日

图表 23：南下资金净流入



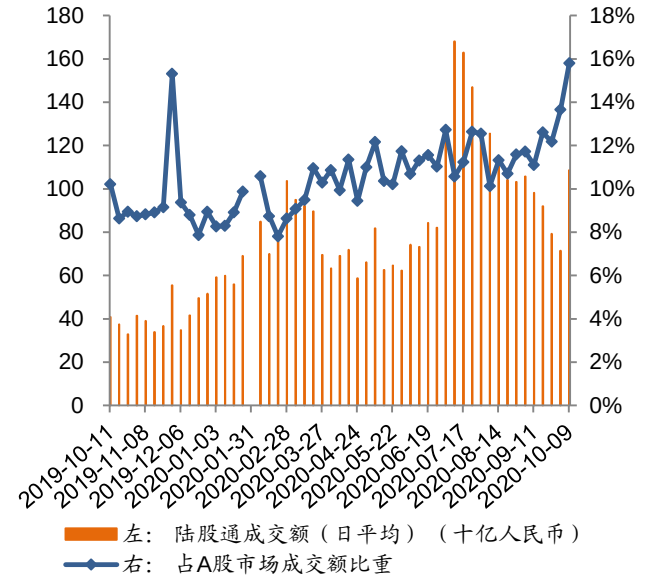
资料来源：万得、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 10 月 9 日

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）	2020/09/18	2020/09/25	2020/10/02	2020/10/09	2020/05	2020/06	2020/07	2020/08	2020/09	2020/10
信息技术	0.9	-0.5	0.5	-0.2	2.8	5.5	5.0	0.9	-0.6	-0.2
能源	0.0	-0.2	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	0.2	0.0	0.0	0.2	0.0	0.1	0.2	0.2	0.0
原材料	0.0	0.1	0.0	0.0	-0.3	-0.1	0.8	0.0	0.2	0.0
多元金融	0.1	0.0	0.0	-0.1	-0.9	2.4	3.3	0.5	0.4	-0.1
房地产	0.1	0.0	0.1	0.0	-1.1	-0.5	-0.4	0.1	0.4	0.0
银行	-0.4	-0.1	1.5	0.2	5.7	2.2	3.8	-0.3	1.0	0.2
保险	1.4	0.0	0.1	0.0	-1.3	-1.5	1.3	2.0	2.0	0.0
可选消费	1.5	-0.2	0.0	1.4	2.9	-0.9	8.6	13.2	2.2	1.4
医疗保健	-0.4	-0.5	0.2	0.2	5.2	2.2	3.8	-1.6	2.2	0.2
日常消费	0.5	1.0	0.1	0.0	5.6	0.9	4.2	3.6	2.5	0.0
通信服务	3.3	-0.5	0.4	0.6	-5.1	8.4	14.8	4.7	6.5	0.6
总计 (前十大个股)	**7.0**	**-0.7**	**2.8**	**2.1**	**13.6**	**18.7**	**46.2**	**22.9**	**16.7**	**2.1**
南下总计	**13.6**	**3.7**	**3.7**	**2.8**	**26.6**	**25.7**	**91.0**	**38.0**	**41.7**	**2.8**

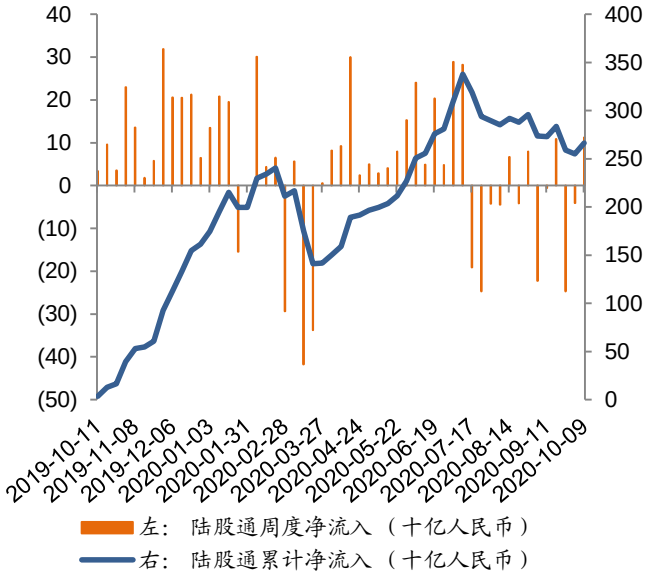
资料来源：万得、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 10 月 9 日

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 2020 年 10 月 9 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 2020 年 10 月 9 日

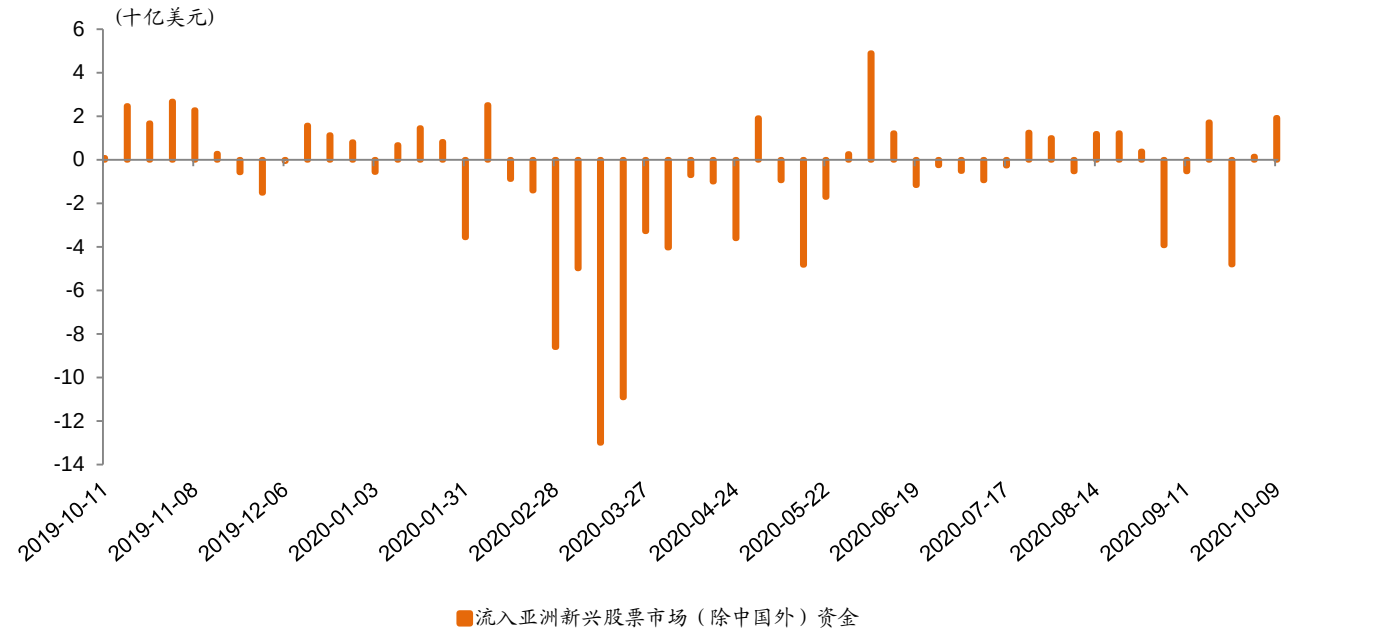
图表 27：北上分板块资金流入

	北上资金净流入									
	每周				每月					MTD
（十亿人民币）	2020/09/18	2020/09/25	2020/10/02	2020/10/09	2020/05	2020/06	2020/07	2020/08	2020/09	2020/10
日常消费	-3.8	-5.3	-0.8	0.9	-1.5	-0.9	-11.5	-0.7	-10.7	0.9
保险	0.8	-0.5	-1.3	0.0	0.6	1.3	6.3	-1.8	-2.3	0.0
信息技术	-1.3	-0.4	0.4	2.6	1.2	8.4	1.6	3.4	-2.0	2.6
医疗保健	1.7	-3.5	0.5	0.6	2.4	0.8	0.8	1.0	-1.2	0.6
银行	0.4	-0.7	0.0	-0.3	0.0	-1.2	1.3	1.8	-0.6	-0.3
公用事业	0.0	-0.4	-0.2	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	-0.5	0.0
通信服务	0.0	0.0	0.0	0.0	0.3	-0.1	0.0	1.5	-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
多元金融	-0.2	-0.3	-0.1	0.3	0.0	2.6	1.6	0.0	0.2	0.3
原材料	-0.2	0.5	-0.2	0.0	0.3	1.1	0.9	1.4	0.3	0.0
可选消费	0.6	0.7	-0.4	0.7	4.4	-1.4	-4.0	-0.2	0.4	0.7
房地产	0.6	-0.2	0.0	-0.1	0.5	0.0	1.2	0.3	0.4	-0.1
工业	1.6	0.8	1.4	0.5	2.9	2.9	0.3	4.2	3.9	0.5
总计 (前十大个股)	**0.3**	**-9.3**	**-0.8**	**5.3**	**11.3**	**13.5**	**-1.6**	**10.9**	**-12.1**	**5.3**
北上总计	**10.8**	**-24.7**	**-4.1**	**11.3**	**30.1**	**52.7**	**10.4**	**-2.0**	**-32.8**	**11.3**

资料来源：万得、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 10 月 9 日

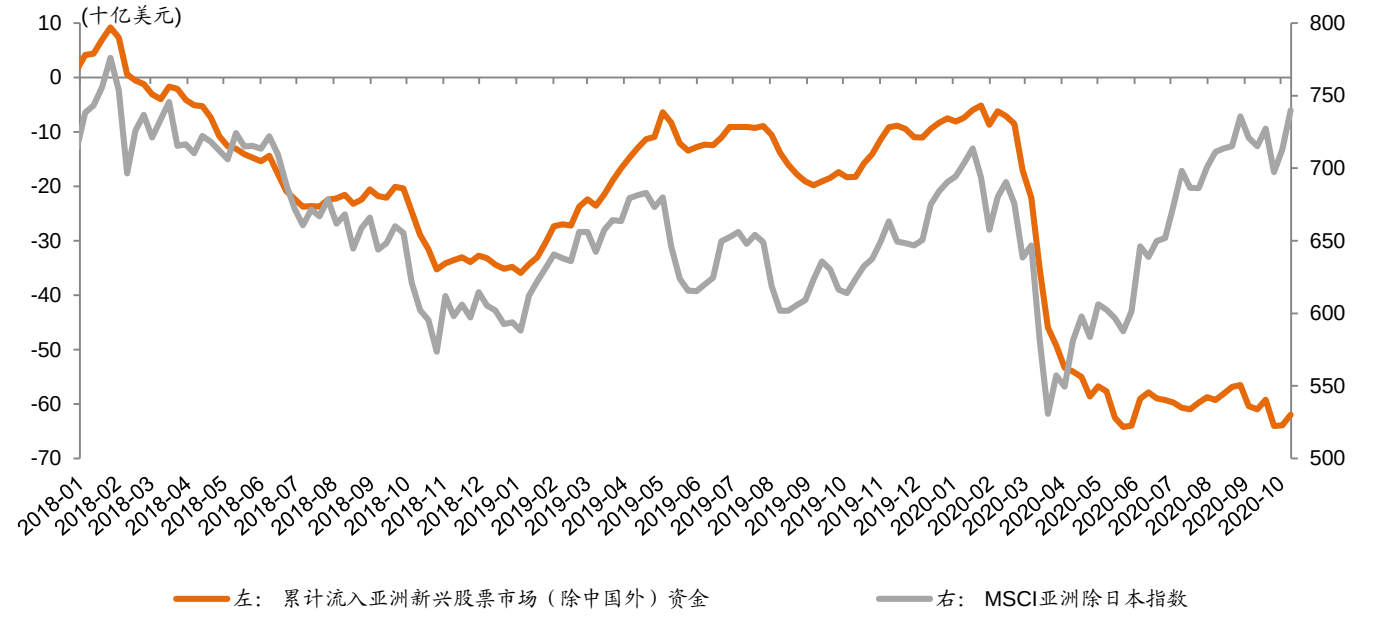
亚洲新兴市场资金流动

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 9 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 9 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	680,192	539.5	652.0	37.6	31.3	30%	0.3%	9%	互联网
BILI US	哔哩哔哩	16,726	48.4	59.0	n.a.	n.a.	-115%	0.0%	-37%	互联网
3888 HK	金山软件	7,581	41.3	52.0	37.1	28.6	188%	0.3%	-61%	软件
JD US	京东	124,863	79.8	84.0	56.5	38.9	31%	0.0%	-46%	电商
2359 HK	药明康德	38,269	113.9	144.0	84.2	67.3	47%	0.3%	-7%	医药
BGNE US	百济神州	28,337	312.7	280.0	n.a.	n.a.	n.a.	0.0%	-72%	医药
1801 HK	信达生物	11,869	60.8	80.0	n.a.	n.a.	79%	0.0%	-25%	医药
390 HK	中国中铁	18,630	3.7	7.8	2.9	2.8	n.a.	4.4%	58%	基建
3311 HK	中建国际	3,323	5.0	9.8	4.3	3.4	11%	6.3%	50%	基建
1157 HK	中联重科	9,546	7.8	10.7	7.6	7.9	53%	4.7%	33%	基建设备
631 HK	三一国际	1,965	4.7	6.4	13.7	9.8	4%	2.8%	-16%	机械设备
2688 HK	新奥能源	11,887	83.5	103.0	13.9	12.0	12%	2.6%	39%	公用事业
135 HK	昆仑能源	5,765	5.1	7.6	6.9	5.5	-3%	5.1%	21%	公用事业
728 HK	中国电信	25,480	2.3	3.8	7.6	7.6	12%	5.3%	27%	电信
1810 HK	小米集团	67,725	21.0	审视中	36.3	28.6	7%	0.0%	-57%	科技硬件
EDU US	新东方教育	27,063	170.1	190.0	55.2	50.8	17%	0.0%	-58%	教育
1765 HK	希望教育	2,165	2.3	4.2	25.2	18.3	11%	1.5%	22%	教育
2001 HK	新高教集团	982	4.8	7.1	12.6	9.7	27%	1.7%	41%	教育
1055 HK	南方航空	11,967	4.3	5.4	n.a.	16.0	-405%	0.1%	236%	交运
914 HK	海螺水泥	42,627	53.3	68.5	7.5	7.0	n.a.	4.5%	-42%	原材料
881 HK	中升控股	14,832	50.7	70.0	20.6	16.0	0.1	1.0%	98%	汽车
175 HK	吉利汽车	20,740	15.8	22.0	19.7	12.9	-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 9 日

主要报告

美国 9 月劳动力市场复苏步伐进一步放缓 (郭圆涛/张轩扬/钱鹭)

9 月新增 66.1 万个非农就业岗位，低于市场预期。伴随着劳动力总数的减少，失业率进一步下跌至 7.9%。预期劳动力市场复苏进程将进入一个更为艰难的阶段。

哔哩哔哩 (BILI US) - 糖豆人有望成为 B 站游戏多元化进程的重要爆款 (刘楠/马牧野/黄耀林)

游戏新作糖豆人自 8 月初上线以来在 Steam 和 PS 平台均录得亮眼的表现。免费营销、直播推广和社区运营帮助该作以低成本快速获取大批玩家。作为糖豆人手游版本在中国区的独家代理，B 站有望借助其强大的内容和社区运营能力，帮助糖豆人手游斩获中国市场。

基石药业 (2616 HK) - 成长价值进一步兑现 (张皓渊/代方琦)

基石药业与辉瑞制药达成战略合作，其中包括基石向辉瑞授出舒格利单抗在中国市场的独家商业化权利。同时辉瑞将以每股 13.37 港元的溢价价格认购基石药业股份，按扩大后股本计将持有后者 9.9%的股份，增厚了当前股价的安全边际。我们认为公司与同业相比仍被低估，维持买入评级，并上调基于分部加总估值的目标价至 21.8 港元。

天然气行业 - 冬季将至，厚积薄发 (王腾杰/萧俊燊)

20 年首 8 个月全国天然气消费量稳定增长（同比增长 3.2%）。超过 700 万的居民用户将在冬季前完成散煤替代，气价及供应改善有利需求增长。维持行业推荐评级，因受惠情况好转加上季节性催化因素，买入：昆仑能源、新奥能源、中国燃气。

网易 (NTES US) - 云音乐力争上游 (马牧野/刘楠/黄耀林)

游戏业务增长强劲，哈利波特手游和魔兽世界新资料片为主要催化剂。云音乐更丰富的内容将带来可持续的增长。公司进行了 ADS 拆股；目标价调至 115 美元；维持买入评级。

中国硬件科技 - 大立光业绩不及预期；镜头业竞争日益激烈 (陈永豪/苏林)

大立光（3008 TT，未评级）2020 年三季度业绩未达预期，主因高阶订单取消导致毛利润率下滑；四季度能见度有限。行业竞争仍然激烈；客户缺乏对高阶产品兴趣，规格升级有限。看好瑞声科技（2018 HK），因其光学业务改善。

中国教育行业 - 海外业务悲观情绪或将有所减弱 (王腾杰/李怡珊)

尽管近期主要留学热点国家发布留学禁令，但总体而言中国留学生依然受欢迎。海外业务受到疫情打击，但对于教培行业的影响逐渐见底，对于高教行业的影响有限。教培行业暑期业绩相比春季底部预计会有所恢复；维持新东方（EDU US）买入评级，并调升目标价至 190 美元。

中国人寿 (2628HK) - 受益国债收益率回升，估值吸引，重申“买入” (罗磊/朱璐颖)

中国人寿受益于国债收益率回升。估值具有吸引力。重申买入评级；维持目标价 26.0 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