2020 年 9 月 28 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 (2020/09/28)

新冠疫情再成不利因素；市场或出现回调和大幅波动

- **美国疫情重新抬头**
- **美国政府收紧对中国最大芯片制造商中芯国际的出口**
- **美国8月新增耐用品订单不及预期**

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：中美关系：1）据媒体报道，9月25日美国商务部致函美国相关产业公司，要求所有美国公司必须获得美国商务部许可才能够向中国最大芯片制造商中芯国际出口某些产品。中芯国际尚未被列入实体清单。中芯国际表示，尚未收到有关制裁的正式通知。2）9月27日，华盛顿特区的一名美国联邦地区法官发布了初步禁令，暂时阻止了特朗普政府要求TikTok在美国应用商店下架的命令。**新冠疫情：1）美国：**美国疫情重新抬头。上周全美日均新增确诊病例录得约42,600例，而之前一周和两周分别为39,300和34,700例。数个州份在过去一周录得新增确诊病例的峰值，包括堪萨斯州、明尼苏达州、蒙大拿州、犹他州、威斯康星州和怀俄明州。**2）欧洲：**欧洲新一轮疫情尚未出现受控迹象。过去一周法国、西班牙、英国、德国、意大利和荷兰日均新增确诊病例分别录得11,800、8,400、5,600、1,800、1,600和2,400例，而前一周则为9,600、10,600、3,600、1,700、1,500和1,600例。英国政府加强了限制措施和社交距离规定，以防疫情失控。新规定包括要求办公室职员尽可能在家办公；酒吧和餐厅仅提供有限的餐桌服务，并必须在晚上10点关门；商店工作人员、出租车司机、接待人员和顾客均必须佩戴口罩，对不戴口罩者的罚款将增加一倍，高达200英镑。

宏观经济数据：中国方面：8月工业企业利润同比增长19.1%，1-8月累计同比下跌4.4%（7月：19.6%；1-7月：-8.1%）。**美国方面：**1）8月新增耐用品订单环比增长0.4%，不及预期的1.2%（7月：11.7%）；8月新增除飞机外非国防资本品订单1.8%，超出预期的0.5%（7月：2.5%）。2）9月Markit制造业PMI初值为53.5，超出预期的53.2（8月：53.1）；9月Markit服务业PMI初值录得54.6，略微不及预期的54.7（8月：55.0）。3）8月成屋销售环比增长4.8%，符合预期（7月：24.7%）。4）8月新屋销售环比增长2.4%，超出预期的-1.0%（7月：14.7%）。

股市概况：过去一周恒生/MSCI中国/沪深300指数分别下跌5.0%/3.8%/3.5%。**MSCI中国：**可选消费（-1.9%）和多元金融（-3.1%）板块跑赢大市，原材料（-7.8%）和能源（-7.1%）板块则表现不佳。恒生/MSCI中国/沪深300指数估值分别为11.0倍/15.1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；预计接下来数月，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 (2020/09/21) - 中国宏观数据持续向好；TikTok美国协议宣布 (2020/09/21)
2. 美国零售首阶段强劲反弹基本结束 (2020/09/17)
3. 美联储引入新前瞻指引 (2020/09/17)
4. 美国8月工业产出复苏接近停滞 (2020/09/16)
5. 美联储9月FOMC会议前瞻 (2020/09/11)
6. 美国8月劳动力市场复苏继续，但不及表面亮眼 (2020/09/05)
7. 8月ISM制造业PMI：生产活动依然快速追赶需求复苏 (2020/09/02)
8. 主要股指中期业绩总结 (2020/09/02)
9. 美联储修订政策框架；引入平均通胀目标 (2020/08/29)
10. 美国7月企业设备投资意外录得大幅回升 (2020/08/27)

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
	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 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%	5.2	4.3	3.3	2.4	2.5	2.7	2.4	2020-09-08	2020-10-15
PPI 同比%	-0.4	-1.5	-3.1	-3.7	-3.0	-2.4	-2.0	2020-09-08	2020-10-15
官方制造业 PMI	35.7	52.0	50.8	50.6	50.9	51.1	51.0	2020-08-30	2020-09-30
官方非制造业 PMI	29.6	52.3	53.2	53.6	54.4	54.2	55.2	2020-08-30	2020-09-30
官方综合 PMI	28.9	53.0	53.4	53.4	54.2	54.1	54.5	2020-08-30	2020-09-30
财新制造业 PMI	40.3	50.1	49.4	50.7	51.2	52.8	53.1	2020-09-02	2020-09-30
财新服务业 PMI	26.5	43.0	44.4	55.0	58.4	54.1	54.0	2020-09-02	2020-10-08
财新综合 PMI	27.5	46.7	47.6	54.5	55.7	54.5	55.1	2020-09-02	2020-10-08
出口同比%	-17.2	-6.6	3.4	-3.2	0.5	7.2	9.5	2020-09-06	2020-10-13
进口同比%	-4.0	-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)	-7.1	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%	6.2	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%	-25.9	-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%	-13.5	-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%	n.a.	-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%	-38.3	-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%	n.a.	-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%	-20.5	-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%	-24.5	-16.1	-10.3	-6.3	-3.1	-1.6	-0.3	2020-09-14	2020-10-19
基建投资%	-30.3	-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%	-16.3	-7.7	-3.3	-0.3	1.9	3.4	4.6	2020-09-14	2020-10-19
制造业投资%	-31.5	-25.2	-18.8	-14.8	-11.7	-10.2	-8.1	2020-09-14	2020-10-19
M1 同比%	4.8	5.0	5.5	6.8	6.5	6.9	8.0	2020-09-11	2020-10-10
M2 同比%	8.8	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)	874	5,185	3,104	3,187	3,468	1,694	3,580	2020-09-11	2020-10-10
新增人民币贷款 (十亿元人民币)	906	2,853	1,698	1,482	1,811	993	1,280	2020-09-11	2020-10-10
金融机构贷款余额同比%	12.1	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%	-9.9	-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%	-2.9	-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%	2.73	2.59	2.52	2.69	2.85	2.98	3.02		
3 个月 SHIBOR%	2.43	1.93	1.40	1.45	2.13	2.59	2.64		
美元兑人民币	6.99	7.08	7.06	7.14	7.07	6.98	6.85		

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							本次发布日期	下次发布日期
	一季度				二季度		三季度		
	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月		
GDP 年化环比%		-5.0			-31.7			2020-08-27	2020-09-30
个人消费支出		-6.9			-34.1			2020-08-27	2020-09-30
私人投资		-9.0			-46.2			2020-08-27	2020-09-30
政府消费和投资		1.3			2.8			2020-08-27	2020-09-30
CPI 同比%	2.3	1.5	0.3	0.1	0.6	1.0	1.3	2020-09-11	2020-10-13
核心 CPI 同比%	2.4	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%	1.8	1.3	0.5	0.5	0.9	1.0		2020-08-28	2020-10-01
核心 PCE 物价指数同比%	1.9	1.7	0.9	1.0	1.1	1.3		2020-08-28	2020-10-01
PPI 同比%	1.1	0.3	-1.5	-0.8	-0.8	-0.4	-0.2	2020-09-10	2020-10-14
核心 PPI 同比%	1.2	1.1	0.3	0.3	0.1	0.3	0.6	2020-09-10	2020-10-14
ISM 制造业 PMI	50.1	49.1	41.5	43.1	52.6	54.2	56.0	2020-09-01	2020-10-01
ISM 服务业 PMI	57.3	52.5	41.8	45.4	57.1	58.1	56.9	2020-09-03	2020-10-05
Markit 制造业 PMI	50.7	48.5	36.1	39.8	49.8	50.9	53.1	2020-09-23	2020-10-01
Markit 服务业 PMI	49.4	39.8	26.7	37.5	47.9	50.0	55.0	2020-09-23	2020-10-05
Markit 综合 PMI	49.6	40.9	27.0	37.0	47.9	50.3	54.6	2020-09-23	2020-10-05
耐用品订单环比%	2.0	-16.7	-18.3	15.0	7.7	11.7	0.4	2020-09-25	2020-10-02
扣除运输类耐用品订单环比%	-0.3	-1.8	-8.3	3.4	4.0	3.2	0.4	2020-09-25	2020-10-02
扣除飞机非国防资本耐用品订单环比%	-0.6	-1.3	-6.6	1.5	4.3	2.5	1.8	2020-09-25	2020-10-02
工厂订单环比%	0.2	-11.0	-13.5	7.7	6.4	6.4		2020-09-02	2020-10-02
扣除运输类工厂订单环比%	-1.1	-4.0	-8.9	2.6	4.8	2.1		2020-09-02	2020-10-02
工业产出环比%	0.1	-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%	0.0	-5.0	-16.1	3.9	7.5	3.9	1.0	2020-09-15	2020-10-16
零售销售环比%	-0.4	-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%	-0.5	-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	101.0	89.1	71.8	72.3	78.1	72.5	74.1	2020-09-18	2020-10-02
密歇根大学消费者预期指数	92.1	79.7	70.1	65.9	72.3	65.9	68.5	2020-09-18	2020-10-02
密歇根大学消费者现况指数	114.8	103.7	74.3	82.3	87.1	82.8	82.9	2020-09-18	2020-10-02
个人收入环比%	0.8	-1.8	12.2	-4.2	-1.0	0.4		2020-08-28	2020-10-01
个人消费支出(PCE)环比%	0.0	-6.7	-12.9	8.6	6.2	1.9		2020-08-28	2020-10-01
ADP 就业人数变动(千人)	147.2	-301.9	-19,408.9	3,340.6	4,485.5	212.3	428.4	2020-09-02	2020-09-30
非农就业人口变动(千人)	251	-1,373	-20,787	2,725	4,781	1,734	1,371	2020-09-04	2020-10-02
JOLTS 职位空缺(千人)	7,004	6,011	4,996	5,371	6,001	6,618		2020-09-09	2020-10-06
失业率%	3.5	4.4	14.7	13.3	11.1	10.2	8.4	2020-09-04	2020-10-02
新屋销售环比%	-7.5	-14.5	-6.9	22.5	20.5	14.7	4.8	2020-09-24	2020-10-26
成屋销售环比%	6.3	-8.5	-17.8	-9.7	20.2	24.7	2.4	2020-09-22	2020-10-22
新屋开工环比%	-3.1	-19.0	-26.4	11.1	21.9	17.9	-5.1	2020-09-17	2020-10-20
营建许可环比%	-6.4	-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%	2.3	-20.8	-21.8	44.3	15.8	5.9		2020-08-27	2020-09-30
贸易帐(十亿美元)	-37.0	-46.1	-53.6	-57.9	-53.5	-63.6		2020-09-03	2020-10-06
政府预算赤字(十亿美元)	-235.3	-119.1	-738.0	-398.8	-864.1	-63.0	-200.1	2020-09-11	2020-10-13
联邦基金利率%	1.75	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25		
3 个月美国国债利率%	1.27	0.06	0.08	0.12	0.13	0.08	0.09		
十年期美国国债利率%	1.15	0.67	0.64	0.65	0.66	0.53	0.70		
美元指数	98.1	99.0	99.0	98.3	97.4	93.3	92.1		

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
沪深 300	-3.5%	-1.2%	-4.0%	10.4%	22.8%	11.6%	18.1%
MSCI 中国	-3.8%	-2.1%	-6.3%	7.0%	25.1%	10.6%	24.7%
韩国 KOSPI	-5.5%	-4.9%	-3.7%	7.9%	33.7%	3.7%	9.9%
美国标普 500	-0.6%	-1.3%	-4.2%	7.0%	33.2%	2.1%	10.5%
台湾 TWSE	-5.0%	-3.5%	-4.1%	4.9%	26.8%	2.0%	12.5%
MSCI 亚太区除日本外	-3.8%	-2.4%	-4.8%	6.4%	28.2%	-0.9%	8.7%
俄罗斯 MOEX	-1.9%	-0.5%	-4.4%	4.9%	18.1%	-4.9%	4.9%
MSCI 新兴市场	-4.5%	-3.0%	-5.0%	5.4%	26.6%	-5.0%	5.3%
马来西亚 KLCI	0.2%	0.3%	-2.9%	1.3%	13.9%	-5.0%	-5.1%
日本 Topix	-0.7%	-0.1%	0.6%	4.6%	14.7%	-5.1%	0.9%
印度 Sensex	-3.8%	-3.8%	-3.7%	7.3%	31.0%	-9.4%	-3.1%
欧洲 STOXX	-3.6%	-3.4%	-3.9%	-1.2%	13.4%	-14.5%	-8.3%
巴西 IBOV	-1.3%	-1.4%	-5.0%	1.1%	29.4%	-16.1%	-7.2%
香港恒生	-5.0%	-5.2%	-8.8%	-6.2%	-1.2%	-17.6%	-10.4%
泰国 SET	-3.4%	-2.7%	-5.4%	-6.1%	15.3%	-21.2%	-23.5%
印尼 JCI	-2.2%	-1.4%	-7.4%	1.0%	25.6%	-21.5%	-19.5%
新加坡海峡时报	-1.0%	-0.7%	-3.4%	-4.6%	-1.3%	-23.3%	-20.9%
菲律宾 PSEi	-1.2%	-2.2%	-1.9%	-4.6%	16.1%	-25.3%	-26.1%

资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 9 月 25 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	-4.3%	-1.1%	-2.8%	14.5%	28.0%	13.8%	23.4%
MSCI 中国	-3.8%	-2.1%	-6.3%	7.1%	25.2%	11.1%	26.1%
台湾 TWSE	-5.5%	-3.1%	-3.5%	6.0%	31.6%	4.4%	19.6%
美国标普 500	-0.6%	-1.3%	-4.2%	7.0%	33.2%	2.1%	10.5%
韩国 KOSPI	-6.7%	-4.1%	-2.8%	10.3%	39.2%	2.0%	12.0%
MSCI 亚太区除日本外	-3.8%	-2.4%	-4.8%	6.4%	28.2%	-0.9%	8.7%
日本 Topix	-1.9%	0.4%	1.3%	6.2%	20.7%	-2.1%	3.0%
MSCI 新兴市场	-4.5%	-3.0%	-5.0%	5.4%	26.6%	-5.0%	5.3%
马来西亚 KLCI	-1.2%	-0.1%	-3.0%	3.9%	19.9%	-6.9%	-4.6%
欧洲 STOXX	-5.6%	-5.2%	-5.4%	2.3%	21.4%	-11.5%	-2.6%
印度 Sensex	-4.0%	-4.2%	-3.1%	10.0%	34.8%	-12.4%	-6.7%
香港恒生	-5.0%	-5.2%	-8.8%	-6.2%	-1.2%	-17.2%	-9.4%
菲律宾 PSEi	-1.2%	-2.0%	-1.8%	-1.6%	22.2%	-21.6%	-20.2%
俄罗斯 MOEX	-5.4%	-4.7%	-7.9%	-7.5%	17.7%	-24.8%	-14.0%
新加坡海峡时报	-2.6%	-1.5%	-4.0%	-3.7%	3.6%	-25.2%	-20.9%
泰国 SET	-5.1%	-3.9%	-6.0%	-8.3%	19.2%	-25.4%	-26.0%
印尼 JCI	-4.2%	-1.2%	-9.7%	-3.9%	35.4%	-27.1%	-23.9%
巴西 IBOV	-5.3%	-6.0%	-4.5%	-2.4%	16.2%	-39.4%	-30.2%

资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 9 月 25 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	4.4%	-5.7%	-14.1%	44.3%	28.9%	-2.3%	-14.5%
汽油	-1.8%	10.9%	-13.0%	1.7%	122.1%	-28.5%	-25.3%
WTI 原油	-2.1%	7.8%	-7.2%	4.0%	64.4%	-34.1%	-28.7%
布伦特原油	-2.9%	5.2%	-8.6%	2.1%	53.0%	-36.5%	-32.8%
热油	-2.8%	3.4%	-10.6%	-2.5%	2.6%	-44.5%	-42.4%
金属							
铁矿石	-1.4%	-3.1%	0.8%	17.1%	33.2%	33.6%	22.3%
银	-14.5%	-14.4%	-12.4%	28.8%	59.0%	27.6%	27.2%
金	-4.6%	-4.1%	-2.9%	5.6%	15.4%	22.2%	23.7%
铜	-3.9%	-2.9%	0.2%	11.1%	34.8%	6.0%	13.1%
锌	-6.7%	-4.1%	-4.6%	15.6%	29.0%	4.3%	3.4%
镍	-4.3%	-5.5%	-4.8%	14.7%	26.4%	1.7%	-17.7%
铝	-2.5%	-1.5%	-1.5%	11.4%	13.7%	-3.4%	-0.2%
铂	-8.8%	-8.7%	-8.5%	5.5%	14.5%	-12.8%	-8.6%
农产品							
大豆	-3.9%	-0.3%	9.7%	15.3%	13.7%	6.3%	12.7%
瘦肉猪	7.9%	7.8%	28.2%	52.9%	9.0%	0.5%	11.1%
小麦	-5.3%	2.0%	3.2%	11.8%	-6.2%	-2.6%	14.0%
糖	1.8%	9.1%	1.9%	10.1%	13.9%	-3.1%	10.2%
玉米	-3.5%	0.1%	7.2%	15.1%	4.8%	-5.8%	-2.4%
棉花	0.8%	0.9%	-0.5%	4.6%	21.0%	-6.4%	8.9%
咖啡	0.0%	-14.8%	-7.8%	19.8%	-12.5%	-12.4%	12.6%
活牛	0.2%	1.9%	2.0%	14.2%	-0.8%	-13.7%	4.4%

资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 9 月 25 日

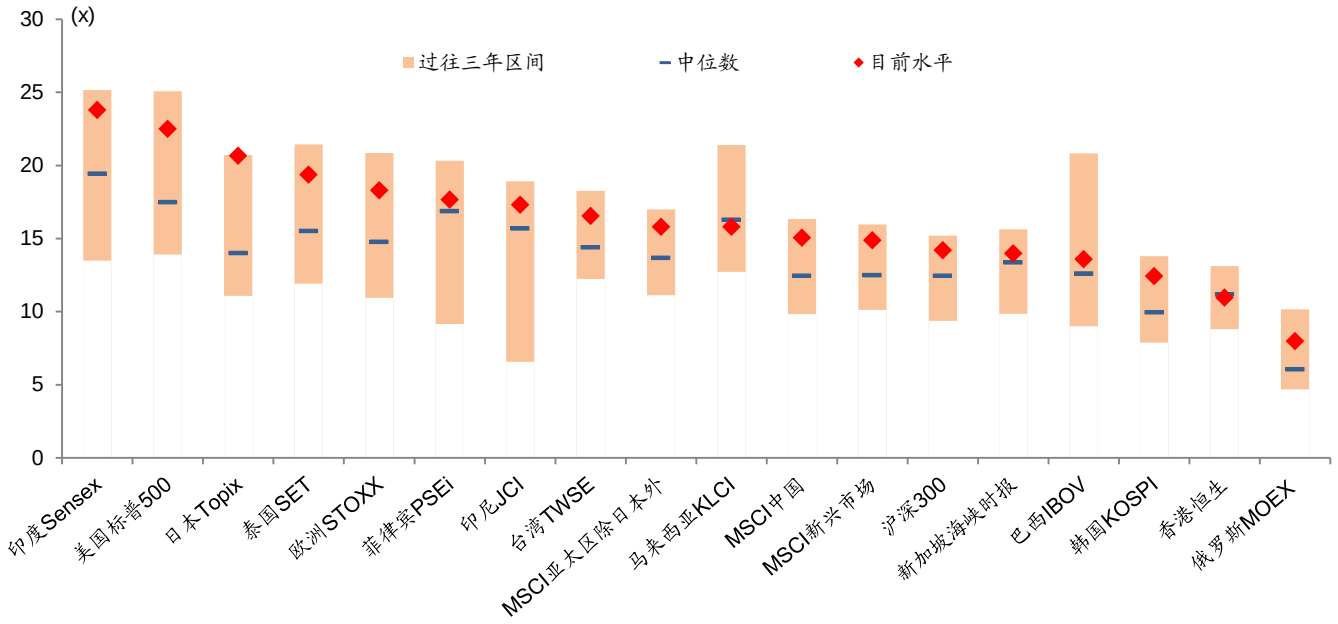
图表 6：主要货币兑美元表现（根据年初至今表现排序）

	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
菲律宾比索	-0.2%	0.2%	0.1%	3.2%	5.6%	4.5%	7.8%
瑞士法郎	-1.8%	-2.1%	-2.1%	2.1%	5.4%	4.1%	6.8%
欧元	-1.8%	-1.8%	-1.5%	3.6%	7.1%	3.6%	6.3%
日元	-1.0%	0.5%	0.8%	1.5%	5.3%	2.8%	2.1%
新台币	-0.5%	0.5%	0.7%	1.1%	3.8%	2.7%	6.3%
瑞典克朗	-4.0%	-3.9%	-3.8%	2.1%	10.9%	2.4%	6.8%
中国人民币	-0.8%	0.2%	1.3%	3.7%	4.2%	2.0%	4.5%
澳大利亚元	-3.6%	-3.5%	-2.0%	2.2%	17.8%	0.0%	4.1%
越南盾	-0.1%	-0.1%	-0.1%	0.1%	1.8%	-0.1%	0.1%
韩元	-1.0%	1.2%	1.1%	2.7%	4.9%	-1.4%	2.2%
马来西亚林吉特	-1.4%	-0.5%	0.0%	2.6%	5.1%	-1.9%	0.5%
新加坡元	-1.3%	-0.7%	-0.6%	1.0%	5.1%	-2.4%	0.1%
新西兰元	-3.2%	-1.8%	0.2%	1.8%	12.2%	-2.9%	4.4%
印度卢比	-0.2%	-0.1%	1.0%	2.8%	3.4%	-3.0%	-3.5%
加拿大元	-1.4%	-1.5%	-1.4%	1.9%	6.4%	-3.0%	-0.9%
英镑	-1.3%	-0.4%	-2.9%	2.6%	8.0%	-3.9%	3.2%
智利比索	-3.0%	-2.3%	-0.2%	3.1%	7.3%	-4.4%	-7.6%
泰铢	-1.9%	-1.1%	-0.6%	-2.3%	3.5%	-5.9%	-3.2%
印度尼西亚卢比	-0.9%	0.1%	-1.5%	-4.7%	10.9%	-6.8%	-4.8%
墨西哥比索	-5.4%	-4.7%	-1.5%	1.9%	8.5%	-15.5%	-12.3%
南非兰特	-4.7%	-2.3%	-1.4%	0.5%	0.8%	-18.4%	-12.3%
俄罗斯卢布	-3.2%	-4.1%	-3.4%	-11.5%	0.0%	-20.6%	-17.8%
阿根廷比索	-0.6%	-1.2%	-2.7%	-7.5%	-15.6%	-21.1%	-24.8%
土耳其里拉	-1.3%	-2.5%	-3.4%	-10.6%	-16.3%	-22.4%	-25.8%
巴西里尔	-3.1%	-4.4%	-1.0%	-3.6%	-9.5%	-27.6%	-25.4%

资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 9 月 25 日

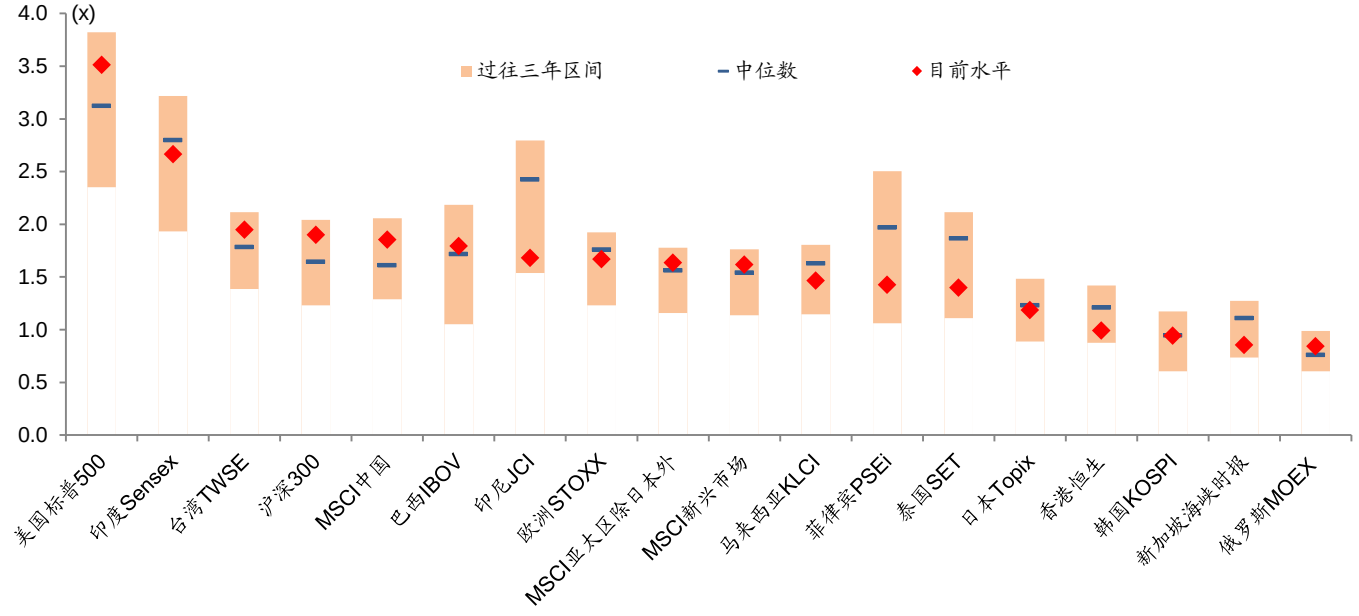
全球股票市场估值

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 9 月 25 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 9 月 25 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	-1.9%	-0.5%	-4.7%	21.5%	50.4%	34.8%	57.8%
多元金融	-3.1%	-0.4%	-6.7%	9.7%	16.5%	-1.5%	10.4%
公用事业	-3.2%	-3.2%	-6.3%	-7.6%	-1.0%	-17.1%	-14.7%
日常消费	-3.2%	-3.7%	-5.5%	13.3%	37.9%	26.6%	36.5%
通信服务	-3.6%	-1.9%	-7.6%	1.7%	26.2%	19.7%	32.7%
医疗保健	-4.3%	-2.1%	-3.5%	0.4%	37.2%	32.7%	48.8%
银行	-5.2%	-5.2%	-10.2%	-14.3%	-16.2%	-24.9%	-15.8%
工业	-5.5%	-2.6%	-7.0%	3.2%	11.4%	-4.9%	3.8%
保险	-5.6%	-2.6%	-6.8%	1.6%	5.1%	-17.7%	-13.4%
信息技术	-6.2%	-3.9%	-3.1%	8.4%	39.8%	29.1%	50.7%
房地产	-6.5%	-3.9%	-8.7%	-5.4%	-1.1%	-21.7%	-0.9%
能源	-7.1%	-5.5%	-12.0%	-8.2%	-6.1%	-35.6%	-33.7%
原材料	-7.8%	-3.3%	-6.8%	17.0%	21.2%	3.0%	21.4%
MSCI 中国	**-3.8%**	**-2.1%**	**-6.3%**	**7.0%**	**25.1%**	**10.6%**	**24.7%**

资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 9 月 25 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	2.0%	1.6%	1.6%	13.5%	20.3%	21.9%	26.6%
多元金融	0.7%	1.7%	-0.5%	2.5%	-6.9%	-11.0%	-11.5%
公用事业	0.6%	-1.1%	0.0%	-13.7%	-20.9%	-25.0%	-31.6%
日常消费	0.6%	-1.7%	0.8%	5.8%	10.2%	14.5%	9.5%
通信服务	0.1%	0.2%	-1.5%	-5.0%	0.9%	8.2%	6.4%
医疗保健	-0.6%	0.1%	2.9%	-6.2%	9.7%	20.0%	19.4%
银行	-1.5%	-3.2%	-4.2%	-19.9%	-33.0%	-32.1%	-32.5%
工业	-1.9%	-0.5%	-0.7%	-3.6%	-11.0%	-14.0%	-16.7%
保险	-2.0%	-0.5%	-0.6%	-5.0%	-16.0%	-25.6%	-30.6%
信息技术	-2.6%	-1.8%	3.3%	1.2%	11.7%	16.8%	20.9%
房地产	-2.9%	-1.9%	-2.5%	-11.6%	-21.0%	-29.2%	-20.5%
能源	-3.5%	-3.4%	-6.1%	-14.3%	-25.0%	-41.7%	-46.8%
原材料	-4.2%	-1.2%	-0.6%	9.3%	-3.1%	-6.9%	-2.6%

资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 9 月 25 日

图表 11：沪深 300 指数分行业绝对回报（根据过去一周回报排序）

	绝对表现						
	一周	两周	1 个月	3 个月	6 个月	年初至今	12 个月
医疗保健	0.3%	-0.6%	-5.7%	4.8%	35.0%	43.9%	49.4%
多元金融	-0.8%	3.4%	-3.2%	20.0%	27.3%	15.3%	23.2%
日常消费	-3.3%	-4.3%	-8.1%	14.7%	44.6%	40.4%	41.9%
银行	-3.6%	-1.1%	-2.5%	5.1%	6.7%	-8.7%	-1.7%
可选消费	-3.8%	0.4%	-2.6%	13.2%	26.7%	16.0%	23.5%
电信	-3.9%	-2.8%	-9.5%	-1.4%	-2.9%	0.1%	-6.0%
能源	-3.9%	-1.1%	-4.1%	6.7%	3.4%	-12.7%	-11.7%
工业	-4.4%	-0.9%	-4.9%	13.9%	20.3%	15.8%	18.4%
信息技术	-4.4%	-1.7%	-7.9%	1.5%	14.3%	22.6%	27.7%
公用事业	-5.4%	-4.1%	-4.0%	7.6%	10.6%	1.0%	-0.3%
原材料	-5.5%	-1.8%	-5.9%	13.4%	22.7%	14.2%	23.5%
保险	-5.9%	1.6%	0.3%	12.5%	17.0%	-4.4%	-6.1%
房地产	-6.4%	-2.8%	-5.6%	6.7%	10.4%	-2.8%	7.4%
沪深 300	**-3.5%**	**-1.2%**	**-4.0%**	**10.4%**	**22.8%**	**11.6%**	**18.1%**

资料来源：万得、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 9 月 25 日

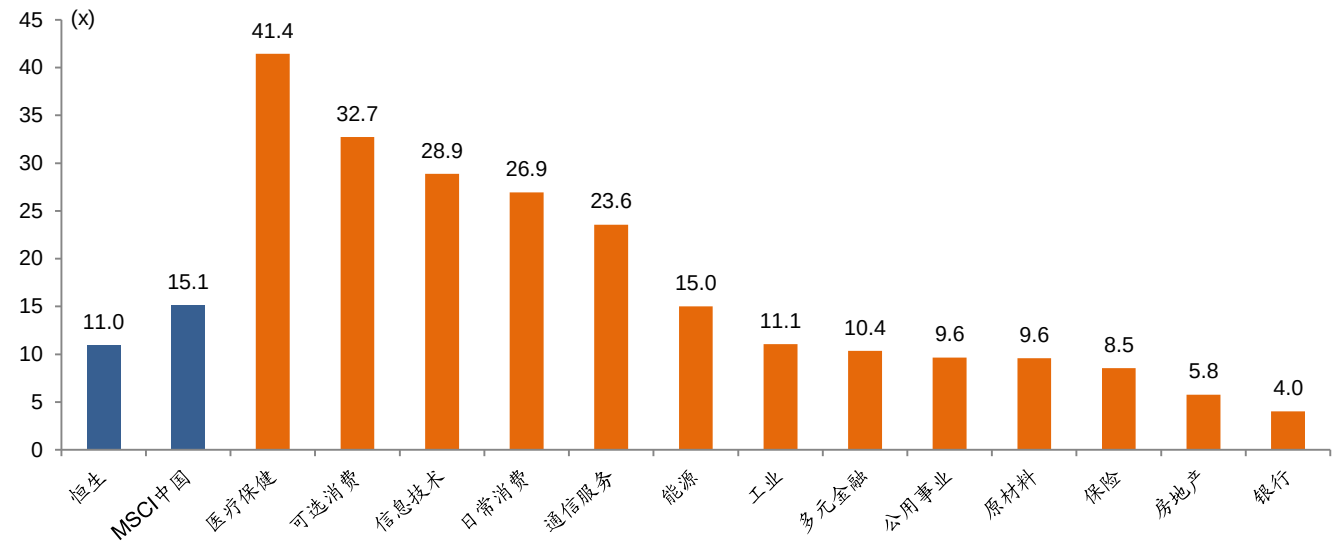
图表 12：沪深 300 指数分行业相对表现（根据过去一周表现排序）

	相对表现						
	一周	两周	1 个月	3 个月	6 个月	年初至今	12 个月
医疗保健	4.0%	0.6%	-1.7%	-5.0%	10.0%	29.0%	26.6%
多元金融	2.8%	4.7%	0.9%	8.7%	3.7%	3.3%	4.4%
日常消费	0.3%	-3.1%	-4.3%	3.9%	17.8%	25.8%	20.2%
银行	-0.1%	0.2%	1.6%	-4.8%	-13.1%	-18.1%	-16.8%
可选消费	-0.3%	1.7%	1.5%	2.5%	3.2%	4.0%	4.6%
电信	-0.4%	-1.5%	-5.7%	-10.7%	-20.9%	-10.3%	-20.4%
能源	-0.4%	0.2%	0.0%	-3.4%	-15.8%	-21.8%	-25.2%
工业	-0.9%	0.4%	-0.9%	3.2%	-2.0%	3.8%	0.3%
信息技术	-0.9%	-0.5%	-4.0%	-8.1%	-6.9%	9.9%	8.1%
公用事业	-1.9%	-2.9%	0.0%	-2.6%	-9.9%	-9.4%	-15.6%
原材料	-2.1%	-0.5%	-2.0%	2.7%	0.0%	2.4%	4.6%
保险	-2.4%	2.9%	4.5%	1.9%	-4.7%	-14.3%	-20.4%
房地产	-3.0%	-1.6%	-1.7%	-3.3%	-10.1%	-12.8%	-9.1%

资料来源：万得、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 9 月 25 日

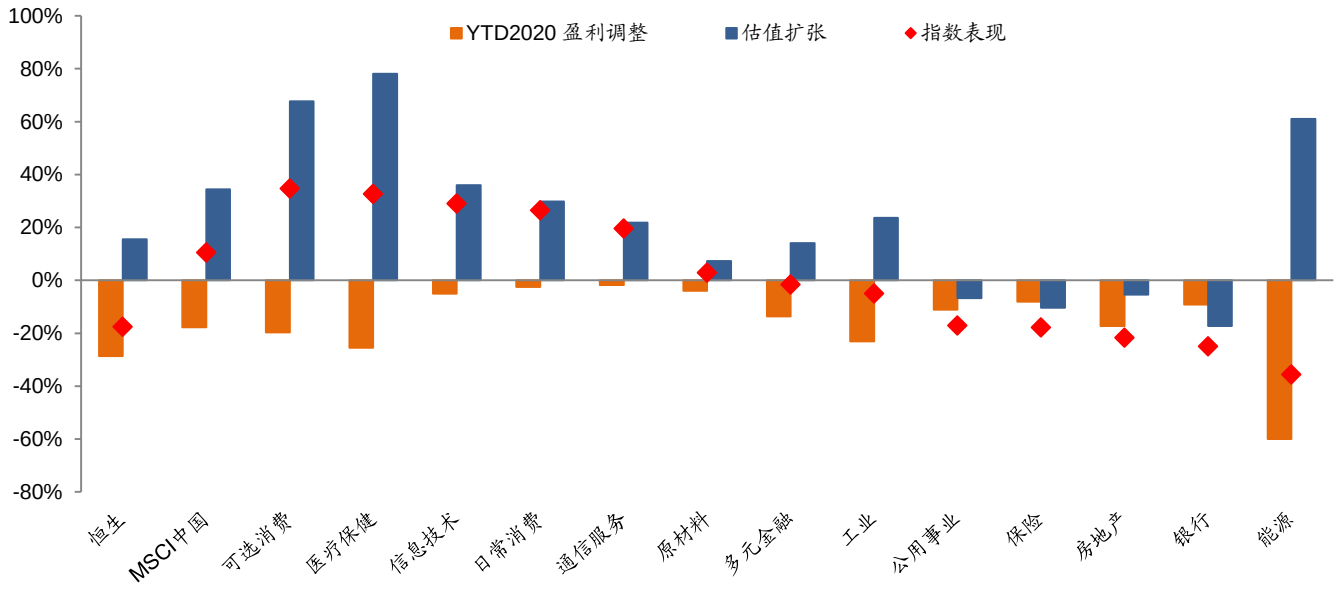
分行业估值

图表 13：MSCI 中国指数分行业前瞻市盈率（12 个月前瞻市盈率）



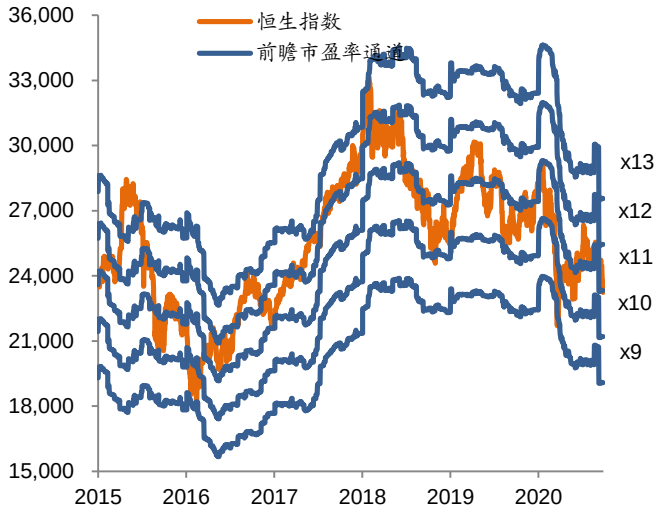
资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 9 月 25 日

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



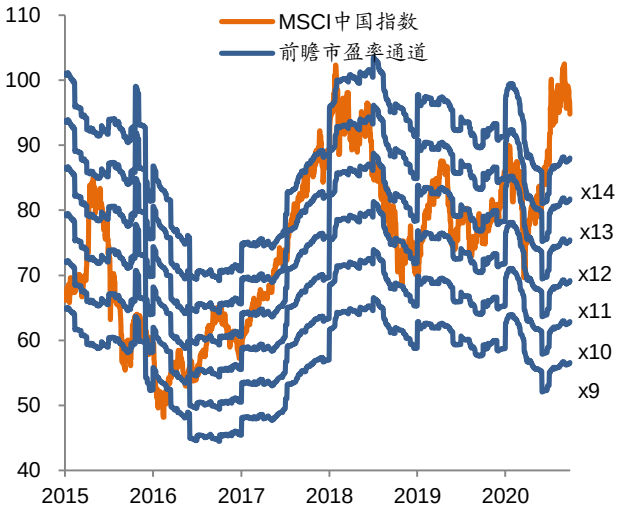
资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 9 月 25 日

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 9 月 25 日

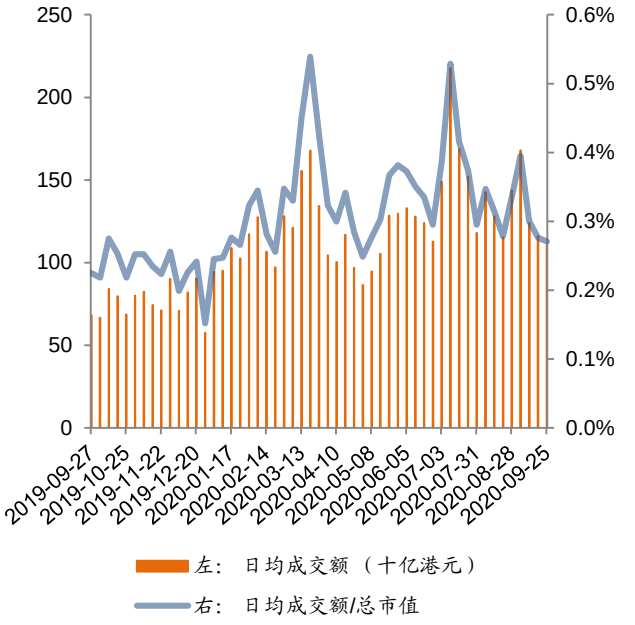
图表 16：MSCI 中国指数市盈率通道



资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 9 月 25 日

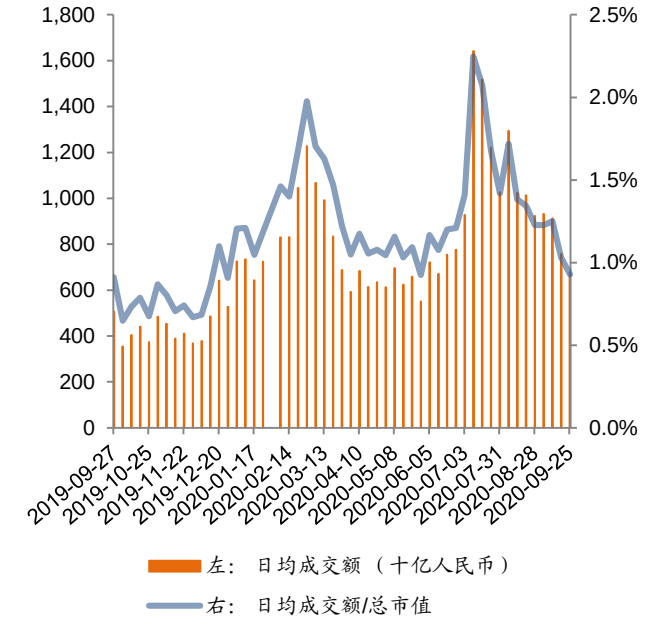
市场成交额

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 9 月 25 日

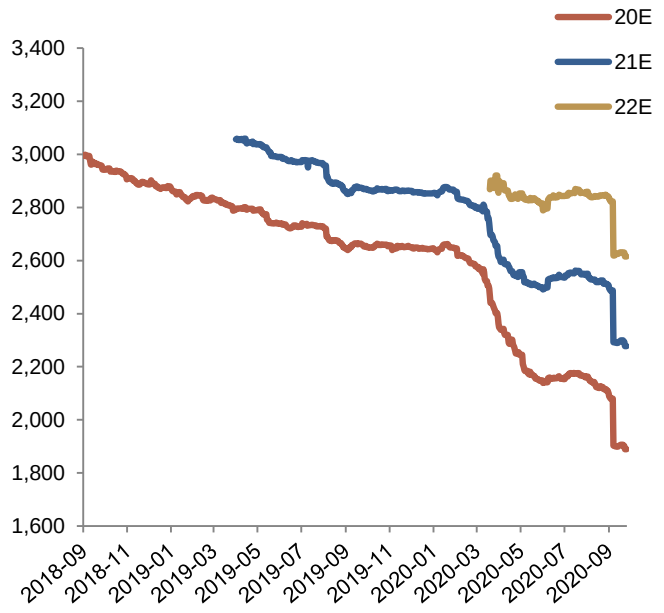
图表 18：A 股市场日均成交额



资料来源：万得、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 9 月 25 日

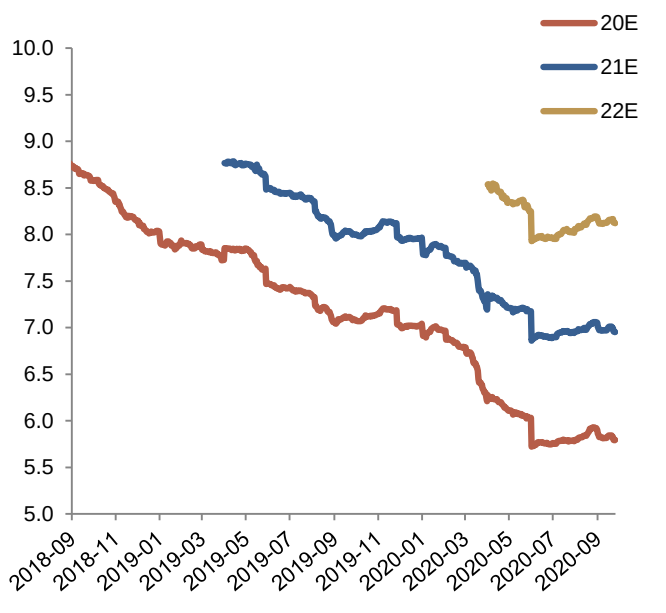
盈利预测调整

图表 19：恒生指数 EPS 一致预测调整



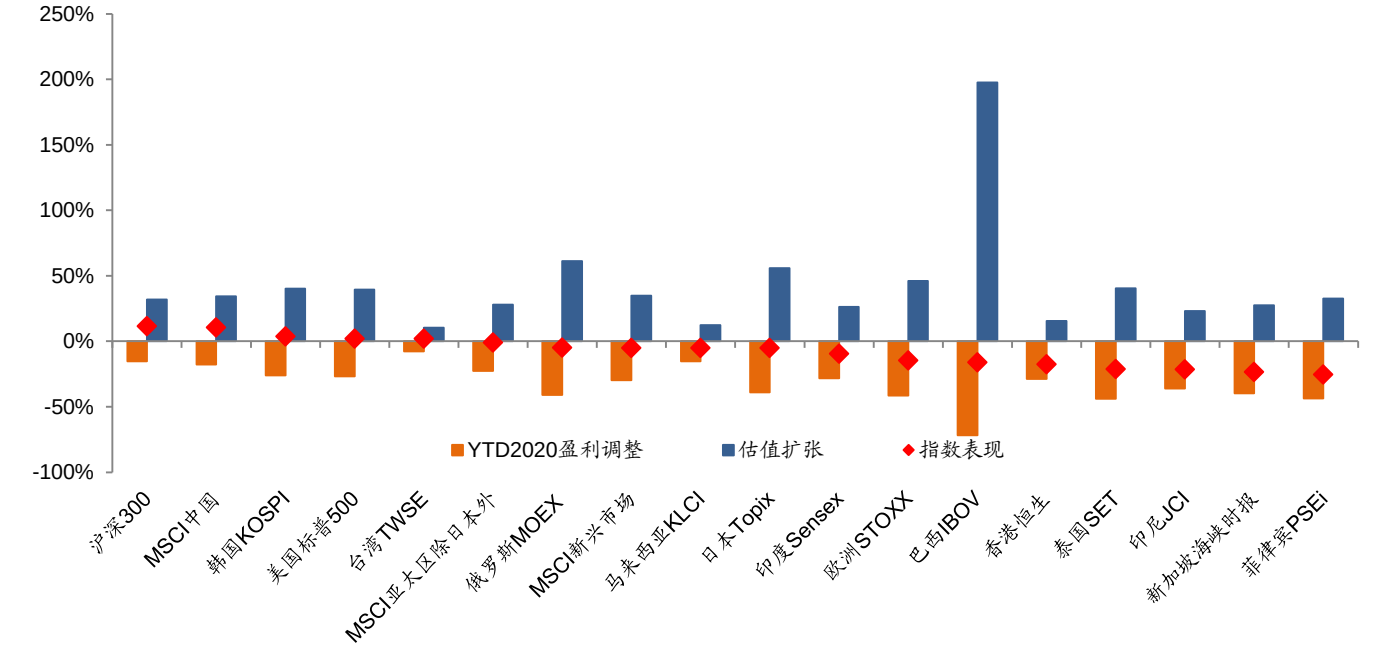
资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 9 月 25 日

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 9 月 25 日

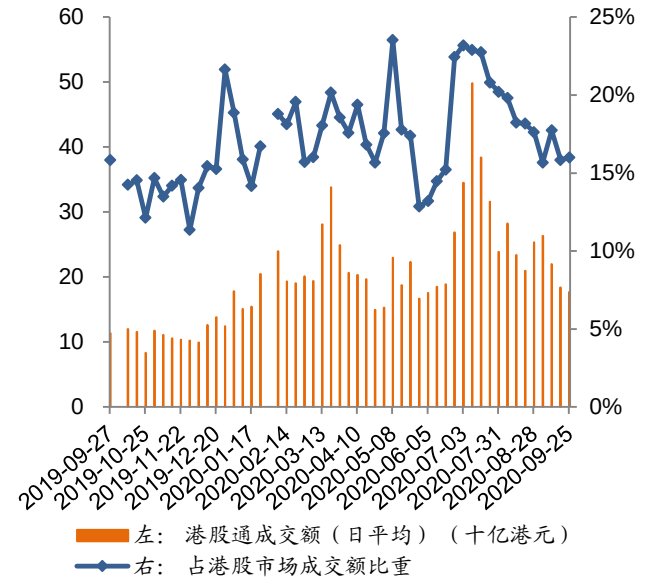
图表 21：主要股指年初至今股价表现：估值变化和盈利调整



资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 9 月 25 日

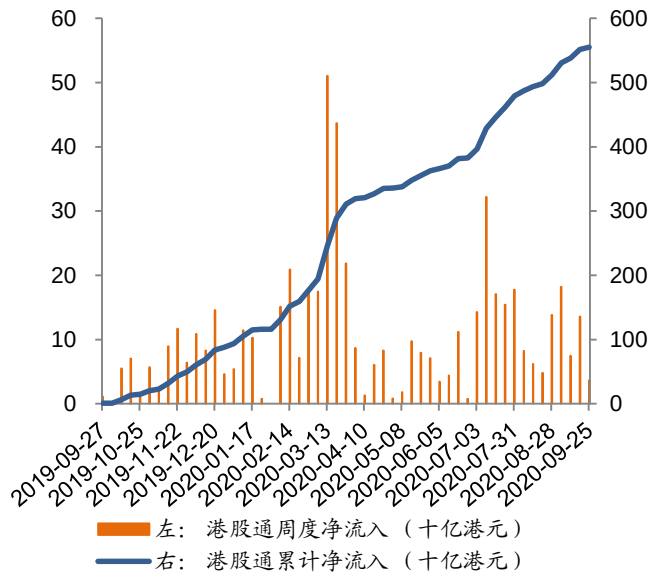
陆港通

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 9 月 25 日

图表 23：南下资金净流入



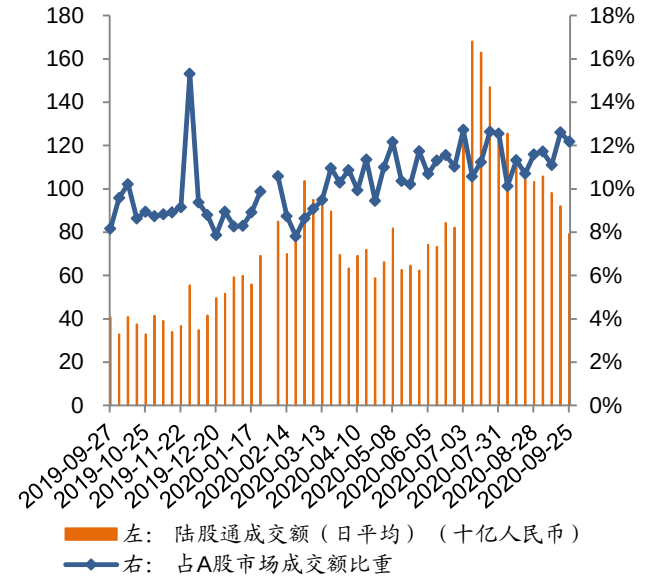
资料来源：万得、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 9 月 25 日

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）	2020/09/04	2020/09/11	2020/09/18	2020/09/25	2020/04	2020/05	2020/06	2020/07	2020/08	2020/09
医疗保健	0.9	1.9	-0.4	-0.5	3.7	5.2	2.2	3.8	-1.6	2.0
公用事业	0.0	0.0	0.0	0.0	0.4	0.0	0.0	0.4	-0.3	0.0
银行	0.0	0.0	-0.4	-0.1	5.1	5.7	2.2	3.8	-0.3	-0.4
能源	0.0	-0.1	0.0	-0.2	0.1	-0.2	0.0	0.5	-0.1	-0.2
原材料	0.0	0.1	0.0	0.1	0.2	-0.3	-0.1	0.8	0.0	0.2
房地产	0.2	0.0	0.1	0.0	-1.9	-1.1	-0.5	-0.4	0.1	0.3
工业	0.0	0.0	0.0	0.2	0.2	0.2	0.0	0.1	0.2	0.2
多元金融	0.7	0.0	0.1	0.0	-0.1	-0.9	2.4	3.3	0.5	0.4
信息技术	-0.8	0.6	0.9	-0.5	-3.0	2.8	5.5	5.0	0.9	-1.1
保险	0.0	0.5	1.4	0.0	1.6	-1.3	-1.5	1.3	2.0	1.9
日常消费	0.6	0.3	0.5	1.0	0.5	5.6	0.9	4.2	3.6	2.4
通信服务	3.8	0.8	3.3	-0.5	1.6	-5.1	8.4	14.8	4.7	6.1
可选消费	1.1	-0.4	1.5	-0.2	2.0	2.9	-0.9	8.6	13.2	2.2
总计 (前十大个股)	**6.5**	**3.8**	**7.0**	**-0.7**	**10.6**	**13.6**	**18.7**	**46.2**	**22.9**	**13.9**
南下总计	**18.2**	**7.5**	**13.6**	**3.7**	**19.5**	**26.6**	**25.7**	**91.0**	**38.0**	**38.1**

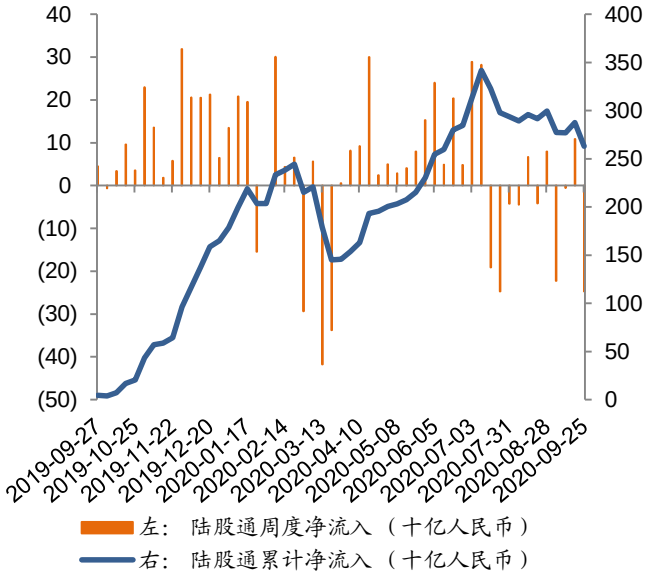
资料来源：万得、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 9 月 25 日

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 9 月 25 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 9 月 25 日

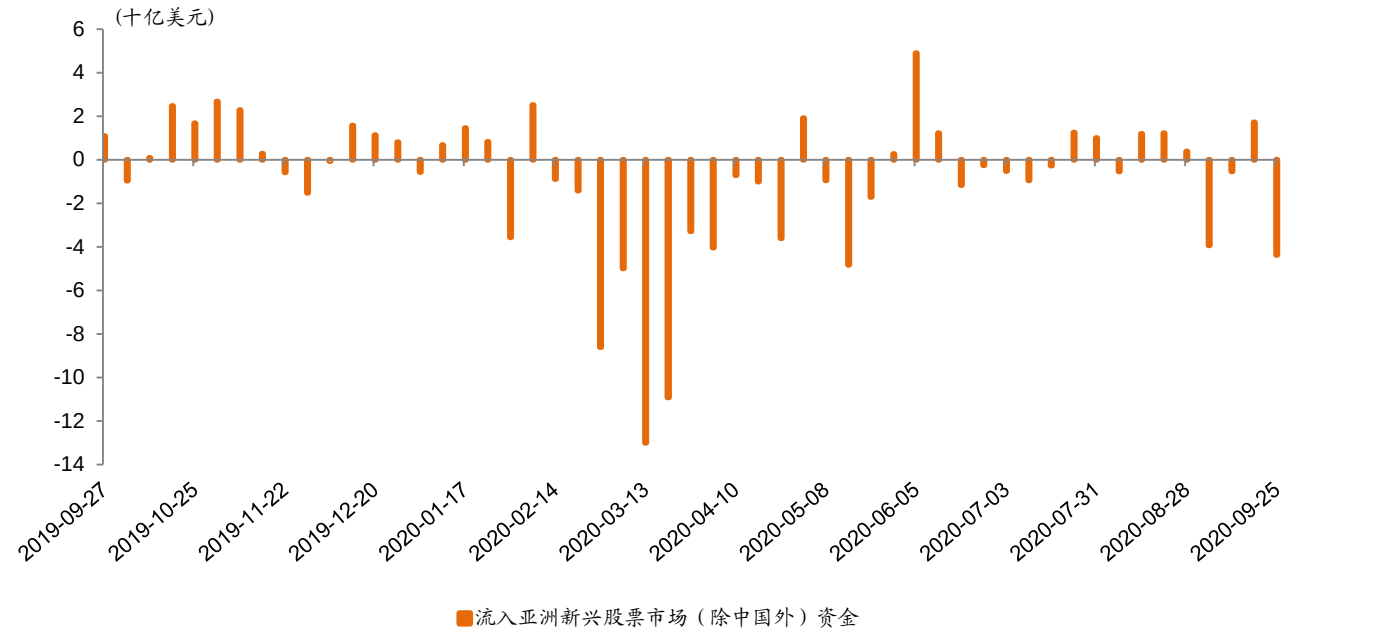
图表 27：北上分板块资金流入

	北上资金净流入									
	每周				每月					MTD
（十亿人民币）	2020/09/04	2020/09/11	2020/09/18	2020/09/25	2020/04	2020/05	2020/06	2020/07	2020/08	2020/09
保险	-1.4	-0.2	0.8	-0.5	-1.7	0.6	1.3	6.3	-1.8	-1.0
日常消费	-3.1	1.1	-3.8	-5.3	10.4	-1.5	-0.9	-11.5	-0.7	-9.9
可选消费	1.2	-0.7	0.6	0.7	2.0	4.4	-1.4	-4.0	-0.2	0.9
公用事业	0.0	0.1	0.0	-0.4	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	-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	-0.3	1.1	-0.2	-0.3	0.5	0.0	2.6	1.6	0.0	0.3
房地产	0.0	0.0	0.6	-0.2	0.6	0.5	0.0	1.2	0.3	0.5
医疗保健	-1.4	1.4	1.7	-3.5	2.7	2.4	0.8	0.8	1.0	-1.7
原材料	0.6	0.0	-0.2	0.5	0.4	0.3	1.1	0.9	1.4	0.5
通信服务	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.3	-0.1	0.0	1.5	-0.1
银行	-0.4	0.4	0.4	-0.7	1.2	0.0	-1.2	1.3	1.8	-0.6
信息技术	1.0	-1.0	-1.3	-0.4	3.7	1.2	8.4	1.6	3.4	-2.4
工业	1.1	-0.8	1.6	0.8	2.9	2.9	2.9	0.3	4.2	2.5
总计 (前十大个股)	**-2.7**	**1.1**	**0.3**	**-9.3**	**22.7**	**11.3**	**13.5**	**-1.6**	**10.9**	**-11.3**
北上总计	**-22.3**	**-0.6**	**10.8**	**-24.7**	**53.3**	**30.1**	**52.7**	**10.4**	**-2.0**	**-28.7**

资料来源：万得、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 9 月 25 日

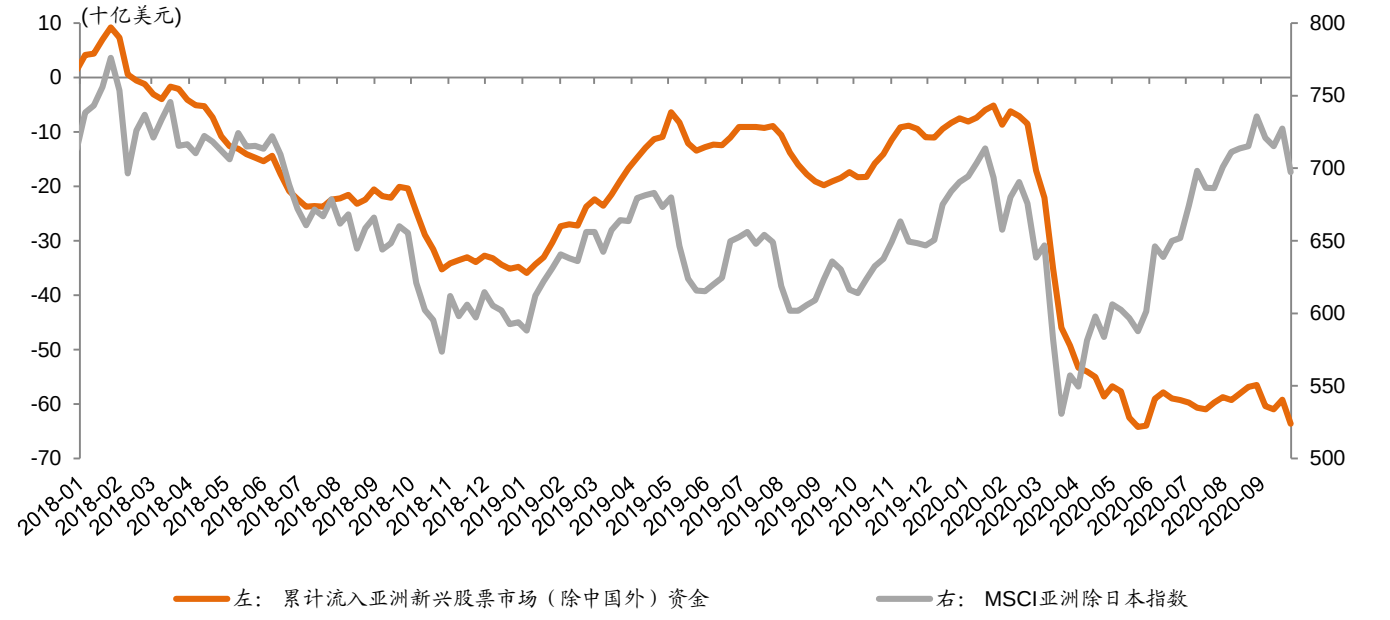
亚洲新兴市场资金流动

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 9 月 25 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 9 月 25 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	626,880	503.5	652.0	35.1	29.2	30%	0.3%	9%	互联网
BILI US	哔哩哔哩	14,577	42.2	59.0	n.a.	n.a.	-71%	0.0%	-37%	互联网
3888 HK	金山软件	6,492	36.9	52.0	32.2	24.8	188%	0.3%	-61%	软件
JD US	京东	116,851	74.7	84.0	53.6	36.9	31%	0.0%	-46%	电商
2359 HK	药明康德	34,941	107.7	144.0	78.7	63.0	47%	0.3%	-7%	医药
BGNE US	百济神州	25,529	282.4	280.0	n.a.	n.a.	n.a.	0.0%	-72%	医药
1801 HK	信达生物	10,611	57.9	80.0	n.a.	n.a.	79%	0.0%	-25%	医药
390 HK	中国中铁	18,236	3.7	7.8	2.9	2.9	n.a.	4.3%	58%	基建
3311 HK	中建国际	3,264	5.0	9.8	4.2	3.4	11%	6.4%	50%	基建
1157 HK	中联重科	9,087	7.3	10.7	7.2	7.4	53%	5.0%	33%	基建设备
631 HK	三一国际	1,739	4.4	6.4	12.3	8.9	4%	3.2%	-16%	机械设备
2688 HK	新奥能源	12,294	84.7	103.0	14.6	12.6	12%	2.5%	39%	公用事业
135 HK	昆仑能源	5,564	5.0	7.6	6.7	5.3	-3%	5.3%	21%	公用事业
728 HK	中国电信	24,540	2.4	3.8	7.4	7.4	12%	5.4%	27%	电信
1810 HK	小米集团	62,573	19.7	审视中	34.0	26.8	7%	0.0%	-57%	科技硬件
EDU US	新东方教育	23,744	149.2	175.0	48.5	44.8	17%	0.0%	-58%	教育
1765 HK	希望教育	2,192	2.4	4.2	25.8	18.8	11%	1.5%	22%	教育
2001 HK	新高教集团	1,031	5.0	7.1	13.4	10.3	27%	1.6%	41%	教育
1055 HK	南方航空	11,591	3.9	5.4	n.a.	15.5	-405%	0.1%	236%	交运
914 HK	海螺水泥	42,368	53.9	68.5	7.6	7.1	n.a.	4.5%	-42%	原材料
881 HK	中升控股	14,128	47.2	70.0	19.9	15.5	0.1	1.0%	98%	汽车
175 HK	吉利汽车	19,347	15.2	22.0	18.7	12.2	-0.2	1.7%	-23%	汽车

资料来源：彭博、招商证券（香港）预测；数据截至 2020 年 9 月 25 日

主要报告

中国教育行业 - 估值支撑显现 (王腾杰/李怡珊)

在近期股价回调之后，我们看到受益于良好盈利增速前景推动，高教行业估值得到支撑。中教控股（839 HK）、希望教育（1765 HK）、新高教（2001 HK）以及华夏视听教育（1981 HK）的潜在并购或成为利好性催化剂。重申教育行业推荐评级：首推希望教育、中国科培（1890 HK）和新高教。

保险行业 - 公司活动日纪要 (罗磊/朱璐颖)

中国平安：医疗生态圈助力金融服务获客及金融客户价值提升。中国太保：科技与服务赋能产险业务发展。行业估值吸引，维持推荐评级。

水泥 - 关注南方地区价格弹性 (魏芸)

库存消化至偏低位，价格处于上涨通道。降水节奏影响南方旺季节奏。关注南方地区价格弹性。

汽车汽配 - 豪华车专题：8 月销量强劲增长，四季度保持高景气度 (梁勇活/杨岱东)

8 月豪华车销量同比+33.6%，1-8 月同比+10.7%，豪华 SUV 领跑。豪华车 8 月库存健康，预示补库存空间；终端折扣率整体可控，奔驰走强。重点推荐中升控股，适当关注华晨中国。

中国硬件科技 - 更新智能手机预测；留意攀升的市场预期 (陈永豪/苏林)

我们更新了对智能手机的出货量预测，预计 2021 年增长 8%。看好苹果供应链优于安卓；华为仍有高度不确定性。看好：小米集团（1810 HK），其智能手机市场份额有望提升；瑞声科技（2018 HK），受惠 iPhone 周期及光学业务持续改善。

房地产信托 - 国内餐饮全面复苏，出行恢复，相关公司估值明显偏低 (焦一丁/赵安博)

根据多方面比对，我们认为国内餐饮业已基本恢复，酒店恢复亦优于预期。国内疫情在波动的外部环境中保持稳定，人流聚集活动重开以及“内循环”将提升国内市场整体活力。近期房托行业股价回调主要反映市场对全球疫情的担忧，但国内市场已基本复苏，首选内地资产为主的越秀房托（405 HK）。

信达生物 (1801 HK) - 吹响进军免疫肿瘤新战场的号角 (张皓渊/代方琦)

信达生物和礼来公司在 9 月 19-21 日的 2020 年 ESMO 大会上联合公布了关于信迪利单抗的六项临床研究进展。CD47 靶点已迅速成为免疫治疗的又一个热门领域；公司已拥有三个不同机理的 CD47 研发管线。我们将基于分类加总估值的目标价升至 80 港元，以反映最近全球 CD47 领域的许可交易提升了公司相关研发管线的估值空间。

中国软件国际 (354 HK) - 伸手摘云 (马牧野/刘楠/黄耀林)

中国软件国际（中软）是国内规模最大、综合实力突出的软件与信息技术服务提供商之一。公司基石业务发展稳健，新兴业务成为新的增长引擎。重新覆盖并给予公司买入评级，目标价为 7.0 港元。

中国生物科技服务 (8037 HK) - 专注精准生物科技，即将扬帆远航 (张皓渊/代方琦)

中国生物科技服务控股有限公司是一家专注于精准检测和治疗的临床前阶段生物科技公司。公司的研发管线包含 10 多个精准治疗项目，其中 3 个产品预计将在 2020 年内提交新药临床试验申请。公司是香港新冠检测服务的主要提供商之一，日检测能力可达 13 万份。

阿里巴巴 (BABA US) - 阿里动物园的新成员 (刘楠/马牧野/黄耀林)

9 月 16 日，阿里新制造平台犀牛智造首次亮相。服装品类是犀牛智造的试金石。维持买入评级，目标价在审视中。

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