2020 年 9 月 21 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 (2020/09/21)

中国宏观数据持续向好；TikTok美国协议宣布

- **中国8月宏观数据超预期，社零同比年内首次转正**
- **美国政府批准TikTok与甲骨文和沃尔玛的合作协议**
- **美联储接近零的政策利率或将至少维持到2023年底**

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）9月19日，特朗普宣布原则上同意TikTok与甲骨文和沃尔玛的合作协议；两家美方公司在新成立的“TikTok Global”的持股比例分别为12.5%和7.5%；美国商务部9月18日宣布的TikTok下架禁令暂时延后一周至9月27日。2）9月20日，加州联邦法院法官颁布临时禁令，叫停美国商务部针对微信的禁令。此前9月18日，美国商务部出台细则，宣布自9月20日起将微信从美国应用商店下架并不再更新，并禁止微信支付和转账服务。3）9月19日中国商务部公布《不可靠实体清单规定》，针对危害中国国家主权或严重损害中国企业合法权益等的外国实体，限制或禁止其从事与中国有关的进出口活动及在中国境内投资。4）9月17-19日，美国副国务卿克拉奇率团访问台湾。中国国防部9月18日宣布当天起解放军东部战区将在台海附近组织实战化演练。5）9月15日，WTO做出裁决，认定美国2018年基于“301调查”分两轮对中国商品加征关税的做法，违反了国际贸易规则。**新冠疫情：**欧洲第二波疫情持续恶化。截至9月20日，西班牙/法国/英国/德国/意大利新增确诊病例7日移动平均值分别约为10,500/10,200/3,700/1,700/1,500，而前一周日各国均值分别为9,600/8,000/3,100/1,400/1,400，其中法国单日新增确诊病例在18-19日连续两日超过13,000例，创下疫情爆发以来的纪录。马德里宣布部分地区采取人员流动限制措施；英国宣布英格兰地区实施严格自我隔离条例，违反者可罚款最高10,000英镑。

宏观经济数据：中国方面：1）8月规模以上工业增加值同比增长5.6%，高于预期（7月：4.8%）。2）8月社会零售总额同比增长0.5%，高于预期（7月：-1.1%）。3）1-8月固定资产投资同比下跌0.3%，好于预期（1-7月：-1.6%）。4）8月全国城镇调查失业率为5.6%，符合预期（7月：5.7%）。**美国方面：**1）8月工业产出环比增长0.4%，不及预期的1.0%（7月：3.5%）。2）8月零售及餐饮销售总额环比增长0.6%，不及预期的1.0%（7月：0.9%）。3）8月营建许可年化环比下跌0.9%，不及预期的增长4.4%（7月：17.9%）。4）8月新屋开工年化环比下跌5.1%，不及预期（7月：17.9%）。5）9月密歇根大学消费者信心指数初值录得78.9，超出预期的75.0（8月终值：74.1）。

股市概况：过去一周MSCI中国/沪深300指数分别上涨1.7%/2.4%，恒生指数下跌0.2%。**MSCI中国**：原材料（+5.0%）和保险（+3.2%）板块跑赢大市，日常消费（-0.5%）和银行（-0.0%）板块则表现不佳。恒生/MSCI中国/沪深300指数估值分别为11.5倍/15.7倍/14.8倍前瞻市盈率（过去三年的中值水平为11.2倍/12.4倍/12.5倍）。自4月初以来，我们预计恒生指数将维持区间震荡；预计第四季度将迎来更好的表现；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. 美国零售首阶段强劲反弹基本结束 (2020/09/17)
2. 美联储引入新前瞻指引 (2020/09/17)
3. 美国8月工业产出复苏接近停滞 (2020/09/16)
4. 招证国际策略周报 (2020/09/14) - 中国社融超预期；英国脱欧再起波澜 (2020/09/14)
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		2020-08-26	2020-09-27
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		2020-08-26	2020-09-27
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	下次发布
	一季度				二季度		三季度		
	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	日期	日期
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	2020-09-01	2020-09-23
Markit 服务业 PMI	49.4	39.8	26.7	37.5	47.9	50.0	55.0	2020-09-03	2020-09-23
Markit 综合 PMI	49.6	40.9	27.0	37.0	47.9	50.3	54.6	2020-09-03	2020-09-23
耐用品订单环比%	2.0	-16.7	-18.3	15.0	7.7	11.4	1.1	2020-09-02	2020-09-25
扣除运输类耐用品订单环比%	-0.3	-1.8	-8.3	3.4	4.0	2.6	1.0	2020-09-02	2020-09-25
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	1.9	0.8	2020-09-02	2020-09-25
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	20.5	15.1	13.9		2020-08-25	2020-09-24
成屋销售环比%	6.3	-8.5	-17.8	-9.7	20.2	24.7		2020-08-21	2020-09-22
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	-0.9	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	2.4%	-0.7%	-1.6%	17.1%	30.3%	15.6%	21.2%
MSCI 中国	1.7%	-0.9%	0.1%	13.2%	39.8%	14.9%	25.6%
韩国 KOSPI	0.7%	1.9%	2.7%	13.1%	51.6%	9.8%	16.5%
台湾 TWSE	1.6%	1.9%	0.0%	11.5%	39.7%	7.3%	17.8%
MSCI 亚太区除日本外	1.5%	0.7%	0.0%	11.3%	39.6%	3.0%	11.3%
美国标普 500	-0.6%	-3.1%	-2.1%	6.6%	38.4%	2.7%	10.4%
MSCI 新兴市场	1.5%	0.8%	0.3%	11.4%	40.7%	-0.5%	8.5%
俄罗斯 MOEX	1.4%	1.0%	-3.2%	8.3%	39.7%	-3.1%	4.7%
日本 Topix	0.6%	1.8%	2.2%	4.0%	29.6%	-4.4%	2.5%
马来西亚 KLCI	0.1%	-0.6%	-4.5%	0.1%	21.6%	-5.2%	-5.8%
印度 Sensex	0.0%	1.3%	0.8%	13.6%	34.6%	-5.8%	6.2%
欧洲 STOXX	0.2%	1.9%	0.4%	1.5%	31.9%	-11.3%	-5.3%
香港恒生	-0.2%	-1.0%	-3.6%	0.0%	9.7%	-13.2%	-8.6%
巴西 IBOV	-0.1%	-2.9%	-3.7%	2.3%	46.9%	-15.0%	-6.0%
泰国 SET	0.7%	-1.8%	-3.1%	-6.2%	22.9%	-18.4%	-22.1%
印尼 JCI	0.8%	-3.4%	-4.5%	2.7%	16.8%	-19.7%	-19.4%
新加坡海峡时报	0.3%	-0.5%	-2.6%	-6.3%	3.0%	-22.5%	-21.1%
菲律宾 PSEi	-1.0%	2.1%	-4.0%	-6.9%	10.7%	-24.4%	-25.3%

资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 9 月 18 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	3.4%	0.4%	0.6%	22.7%	35.6%	19.0%	26.8%
MSCI 中国	1.7%	-0.9%	0.1%	13.2%	40.1%	15.5%	26.9%
台湾 TWSE	2.5%	3.0%	1.3%	13.6%	45.4%	10.4%	25.4%
韩国 KOSPI	2.8%	4.2%	4.6%	17.9%	65.3%	9.2%	19.4%
MSCI 亚太区除日本外	1.5%	0.7%	0.0%	11.3%	39.6%	3.0%	11.3%
美国标普 500	-0.6%	-3.1%	-2.1%	6.6%	38.4%	2.7%	10.4%
日本 Topix	2.3%	3.7%	3.1%	6.5%	34.6%	-0.2%	6.2%
MSCI 新兴市场	1.5%	0.8%	0.3%	11.4%	40.7%	-0.5%	8.5%
马来西亚 KLCI	1.1%	0.1%	-2.9%	4.1%	29.3%	-5.7%	-4.3%
欧洲 STOXX	0.5%	2.2%	-0.2%	7.6%	44.2%	-6.3%	1.6%
印度 Sensex	-0.2%	0.9%	2.3%	18.0%	37.3%	-8.8%	2.8%
香港恒生	-0.2%	-1.0%	-3.6%	0.0%	9.9%	-12.8%	-7.6%
俄罗斯 MOEX	0.8%	0.8%	-6.0%	0.3%	51.9%	-20.5%	-11.0%
菲律宾 PSEi	-0.9%	2.4%	-3.9%	-3.8%	17.6%	-20.7%	-19.7%
泰国 SET	1.2%	-0.7%	-2.9%	-6.2%	29.0%	-21.4%	-23.6%
新加坡海峡时报	1.1%	0.2%	-2.0%	-3.7%	9.6%	-23.2%	-20.2%
印尼 JCI	3.1%	-3.0%	-3.8%	-0.3%	23.0%	-23.9%	-22.9%
巴西 IBOV	-0.7%	-3.5%	-0.6%	2.6%	42.2%	-36.0%	-27.8%

资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 9 月 18 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	-9.7%	-20.9%	-15.3%	25.0%	27.7%	-6.4%	-22.3%
汽油	12.9%	5.0%	-3.6%	-1.7%	93.9%	-27.2%	-25.4%
WTI 原油	10.1%	3.4%	-4.2%	5.8%	101.8%	-32.7%	-29.3%
布伦特原油	8.3%	1.1%	-5.1%	4.0%	73.4%	-34.6%	-32.2%
热油	6.4%	0.7%	-8.0%	-3.3%	21.5%	-42.9%	-41.3%
金属							
银	0.2%	-0.5%	-4.6%	54.0%	126.1%	49.3%	50.1%
铁矿石	-1.8%	-1.7%	3.3%	18.5%	31.1%	35.5%	19.1%
金	0.5%	0.9%	-2.8%	13.2%	31.1%	28.1%	29.3%
锌	2.7%	2.2%	3.2%	23.7%	37.5%	11.7%	9.4%
铜	1.1%	1.5%	3.7%	17.4%	43.6%	10.3%	17.2%
镍	-1.3%	-2.5%	1.6%	15.6%	30.8%	6.3%	-13.3%
铝	1.0%	0.3%	1.1%	11.6%	8.6%	-1.0%	0.4%
铂	0.0%	3.0%	-3.1%	15.4%	53.2%	-4.4%	-0.3%
农产品							
大豆	3.8%	7.6%	14.4%	19.5%	26.4%	10.7%	17.4%
小麦	7.7%	6.5%	13.3%	18.9%	13.1%	2.9%	17.5%
玉米	3.7%	9.0%	15.7%	14.4%	12.9%	-2.4%	2.0%
糖	7.1%	7.0%	-0.9%	7.4%	19.7%	-4.8%	16.1%
瘦肉猪	-0.1%	11.2%	29.3%	33.3%	14.4%	-6.9%	5.7%
棉花	0.2%	0.1%	2.8%	4.9%	13.3%	-7.1%	8.1%
咖啡	-14.8%	-15.7%	-4.8%	20.1%	5.1%	-12.4%	17.3%
活牛	1.7%	2.8%	0.6%	11.7%	16.6%	-13.9%	6.9%

资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 9 月 18 日

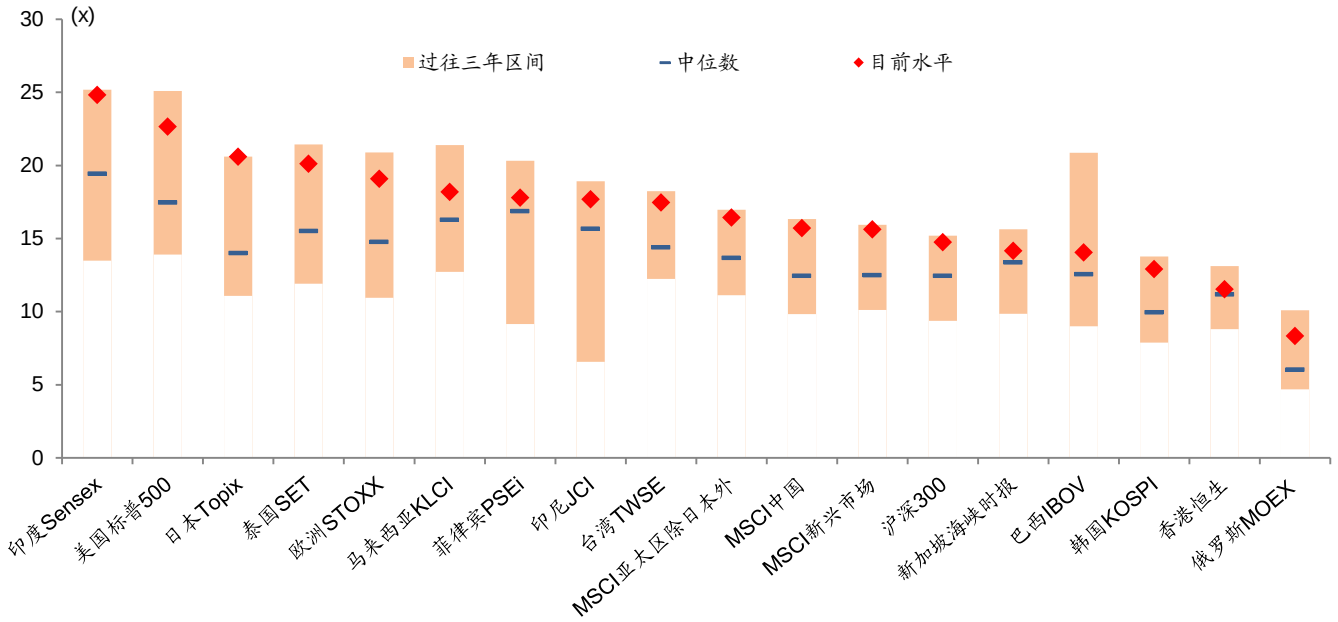
图表 6：主要货币兑美元表现（根据年初至今表现排序）

	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	0.1%	-0.3%	-1.4%	7.8%	17.3%	6.7%	10.6%
瑞士法郎	-0.3%	0.2%	-1.0%	4.4%	6.5%	6.0%	9.1%
欧元	0.0%	0.0%	-0.8%	5.8%	9.2%	5.4%	7.0%
菲律宾比索	0.3%	0.5%	0.5%	3.7%	5.7%	4.7%	7.8%
日元	1.5%	1.6%	0.7%	2.2%	3.7%	3.8%	3.4%
澳大利亚元	0.1%	0.1%	0.7%	6.6%	26.0%	3.8%	6.4%
新台币	0.9%	1.1%	1.3%	1.9%	4.1%	3.2%	6.6%
中国人民币	1.0%	1.1%	2.3%	4.7%	4.1%	2.9%	4.7%
新西兰元	1.4%	0.6%	2.6%	5.2%	17.3%	0.2%	6.6%
越南盾	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.3%	0.0%	0.2%
韩元	2.3%	2.5%	2.0%	4.1%	7.3%	-0.4%	2.7%
马来西亚林吉特	0.9%	0.8%	1.7%	4.0%	6.3%	-0.5%	1.8%
新加坡元	0.6%	0.4%	0.3%	2.6%	6.2%	-1.1%	0.9%
智利比索	0.7%	1.3%	4.2%	6.9%	13.7%	-1.4%	-6.2%
加拿大元	-0.2%	-1.1%	-0.2%	3.1%	10.2%	-1.7%	0.6%
英镑	0.9%	-2.7%	-2.4%	4.1%	11.0%	-2.6%	3.5%
印度卢比	0.1%	-0.4%	1.8%	3.7%	1.1%	-2.8%	-3.0%
泰铢	0.8%	1.2%	0.4%	0.1%	5.2%	-4.1%	-1.7%
印度尼西亚卢比	1.1%	0.1%	0.7%	-4.5%	3.3%	-5.9%	-4.5%
墨西哥比索	0.7%	2.0%	5.0%	7.4%	12.8%	-10.7%	-8.4%
南非兰特	2.5%	1.7%	6.3%	7.0%	5.1%	-14.4%	-10.5%
俄罗斯卢布	-0.9%	-0.3%	-3.0%	-7.5%	8.6%	-17.9%	-15.1%
阿根廷比索	-0.6%	-1.2%	-2.6%	-7.5%	-16.0%	-20.6%	-25.0%
土耳其里拉	-1.1%	-1.6%	-2.4%	-9.3%	-14.2%	-21.3%	-25.0%
巴西里尔	-1.3%	-1.6%	1.4%	-0.2%	-5.2%	-25.3%	-23.7%

资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 9 月 18 日

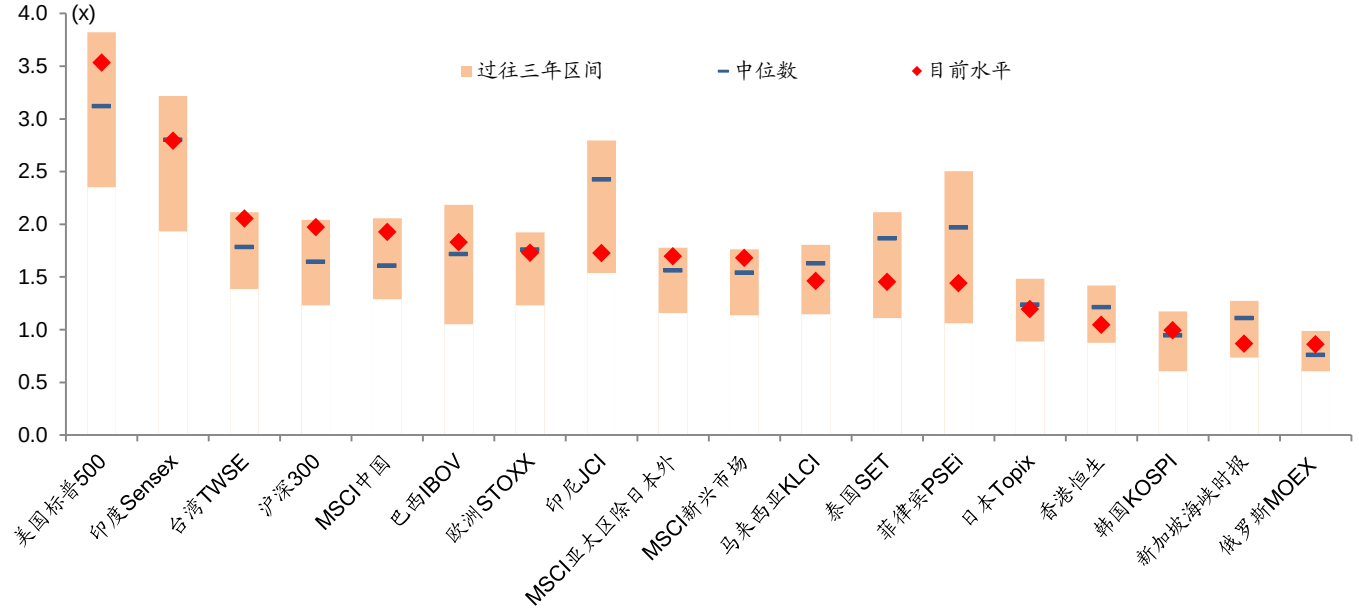
全球股票市场估值

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 18 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 18 日

中国/香港市场概览

分行业表现

图表 9：MSCI 中国指数分行业绝对回报（根据过去一周回报排序）

	绝对表现						
	一周	两周	1 个月	3 个月	6 个月	年初至今	12 个月
原材料	5.0%	0.6%	0.6%	25.5%	39.0%	11.8%	28.2%
保险	3.2%	3.8%	-4.0%	7.4%	17.2%	-12.8%	-11.8%
工业	3.1%	0.2%	-2.4%	7.7%	22.0%	0.7%	6.0%
多元金融	2.8%	-2.1%	-6.6%	19.5%	23.8%	1.6%	9.0%
房地产	2.8%	0.2%	-3.6%	0.1%	13.6%	-16.2%	1.5%
信息技术	2.4%	-3.4%	1.8%	23.7%	59.0%	37.7%	55.6%
医疗保健	2.4%	-0.9%	-1.4%	10.2%	54.0%	38.7%	51.4%
通信服务	1.8%	0.7%	0.4%	11.0%	48.3%	24.2%	32.5%
能源	1.8%	-0.5%	-5.3%	-3.6%	8.8%	-30.7%	-30.9%
可选消费	1.4%	-2.4%	4.4%	24.3%	63.8%	37.3%	57.1%
公用事业	0.0%	-0.1%	-5.5%	-5.1%	10.4%	-14.3%	-14.4%
银行	0.0%	0.1%	-7.8%	-10.2%	-7.3%	-20.8%	-12.9%
日常消费	-0.5%	-3.9%	-2.0%	19.7%	51.2%	30.8%	37.9%
MSCI 中国	**1.7%**	**-0.9%**	**0.1%**	**13.2%**	**39.8%**	**14.9%**	**25.6%**

资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 9 月 18 日

图表 10：MSCI 中国指数分行业相对表现（根据过去一周表现排序）

	相对表现						
	一周	两周	1 个月	3 个月	6 个月	年初至今	12 个月
原材料	3.2%	1.6%	0.5%	10.9%	-0.6%	-2.7%	2.1%
保险	1.5%	4.8%	-4.2%	-5.1%	-16.2%	-24.1%	-29.8%
工业	1.3%	1.1%	-2.5%	-4.9%	-12.7%	-12.4%	-15.6%
多元金融	1.1%	-1.2%	-6.7%	5.6%	-11.4%	-11.5%	-13.2%
房地产	1.0%	1.1%	-3.8%	-11.6%	-18.7%	-27.1%	-19.2%
信息技术	0.7%	-2.5%	1.7%	9.3%	13.7%	19.8%	23.9%
医疗保健	0.7%	0.0%	-1.5%	-2.6%	10.1%	20.8%	20.5%
通信服务	0.1%	1.6%	0.3%	-1.9%	6.0%	8.1%	5.5%
能源	0.1%	0.4%	-5.4%	-14.9%	-22.2%	-39.6%	-45.0%
可选消费	-0.3%	-1.5%	4.3%	9.8%	17.1%	19.5%	25.1%
公用事业	-1.7%	0.8%	-5.7%	-16.2%	-21.0%	-25.4%	-31.9%
银行	-1.7%	1.1%	-7.9%	-20.6%	-33.7%	-31.1%	-30.6%
日常消费	-2.2%	-3.0%	-2.2%	5.7%	8.1%	13.8%	9.8%

资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 9 月 18 日

图表 11：沪深 300 指数分行业绝对回报（根据过去一周回报排序）

	绝对表现						
	一周	两周	1 个月	3 个月	6 个月	年初至今	12 个月
保险	8.0%	11.3%	2.9%	18.1%	26.0%	1.5%	-1.9%
可选消费	4.4%	0.7%	-0.6%	17.9%	34.2%	20.6%	26.5%
多元金融	4.2%	-1.4%	-5.4%	29.1%	30.5%	16.2%	21.9%
原材料	4.0%	-0.7%	-2.5%	20.3%	32.5%	20.9%	28.6%
房地产	3.8%	2.5%	-1.8%	15.2%	20.7%	3.9%	11.4%
工业	3.7%	-1.0%	-2.7%	19.4%	27.7%	21.1%	22.0%
能源	3.0%	0.7%	-2.5%	9.4%	7.8%	-9.2%	-10.4%
信息技术	2.8%	-3.5%	-4.7%	10.3%	20.5%	28.3%	33.6%
银行	2.7%	2.4%	-1.4%	9.7%	12.3%	-5.2%	1.9%
公用事业	1.4%	0.9%	1.9%	15.1%	18.7%	6.8%	3.7%
电信	1.2%	-4.4%	-9.2%	2.9%	4.6%	4.2%	-4.9%
医疗保健	-0.9%	-7.1%	-8.1%	8.1%	41.6%	43.5%	48.4%
日常消费	-1.0%	-6.0%	-3.1%	22.9%	56.5%	45.1%	45.6%
沪深 300	**2.4%**	**-0.7%**	**-1.6%**	**17.1%**	**30.3%**	**15.6%**	**21.2%**

资料来源：万得、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 9 月 18 日

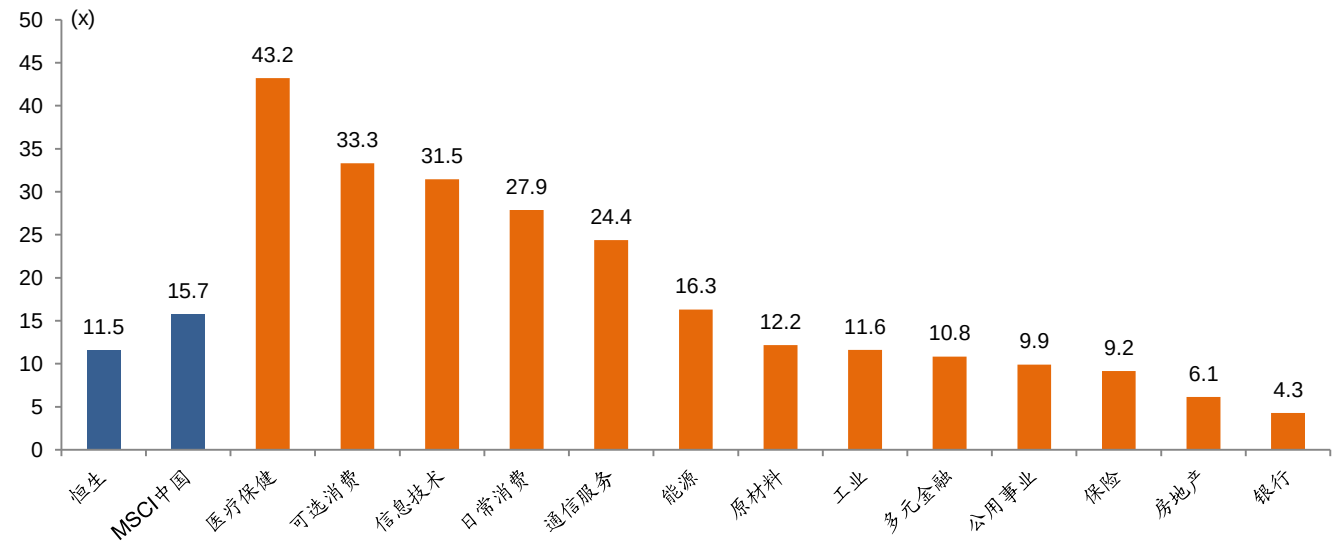
图表 12：沪深 300 指数分行业相对表现（根据过去一周表现排序）

	相对表现						
	一周	两周	1 个月	3 个月	6 个月	年初至今	12 个月
保险	5.5%	12.1%	4.6%	0.8%	-3.3%	-12.2%	-19.0%
可选消费	1.9%	1.4%	1.0%	0.7%	3.0%	4.3%	4.4%
多元金融	1.8%	-0.7%	-3.9%	10.2%	0.2%	0.5%	0.6%
原材料	1.6%	0.0%	-0.9%	2.7%	1.7%	4.5%	6.2%
房地产	1.4%	3.2%	-0.2%	-1.6%	-7.4%	-10.2%	-8.0%
工业	1.3%	-0.3%	-1.2%	1.9%	-2.0%	4.7%	0.7%
能源	0.6%	1.4%	-0.9%	-6.6%	-17.2%	-21.5%	-26.0%
信息技术	0.4%	-2.8%	-3.2%	-5.8%	-7.5%	10.9%	10.3%
银行	0.3%	3.1%	0.2%	-6.3%	-13.8%	-18.0%	-15.9%
公用事业	-0.9%	1.6%	3.5%	-1.7%	-8.9%	-7.7%	-14.4%
电信	-1.2%	-3.7%	-7.8%	-12.1%	-19.7%	-9.9%	-21.5%
医疗保健	-3.2%	-6.4%	-6.7%	-7.7%	8.7%	24.1%	22.5%
日常消费	-3.3%	-5.4%	-1.5%	4.9%	20.1%	25.5%	20.2%

资料来源：万得、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 9 月 18 日

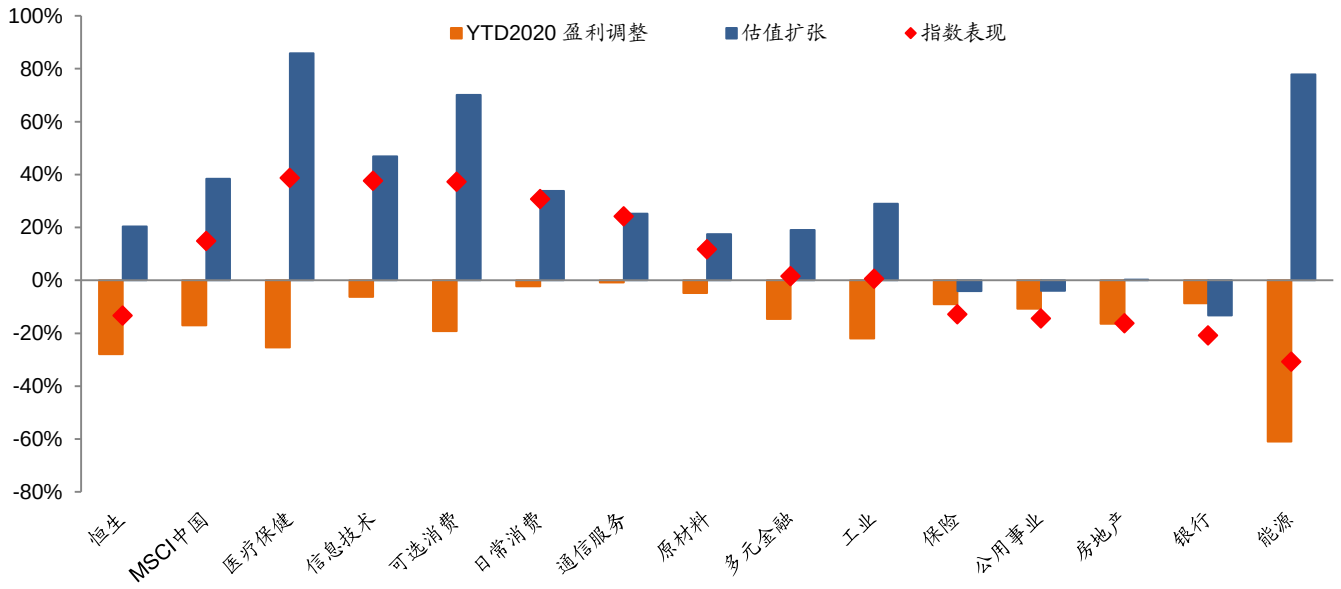
分行业估值

图表 13：MSCI 中国指数分行业前瞻市盈率（12 个月前瞻市盈率）



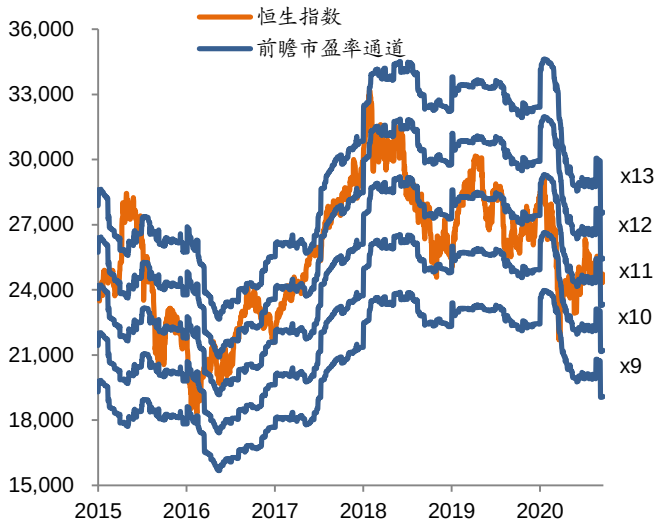
资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 9 月 18 日

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



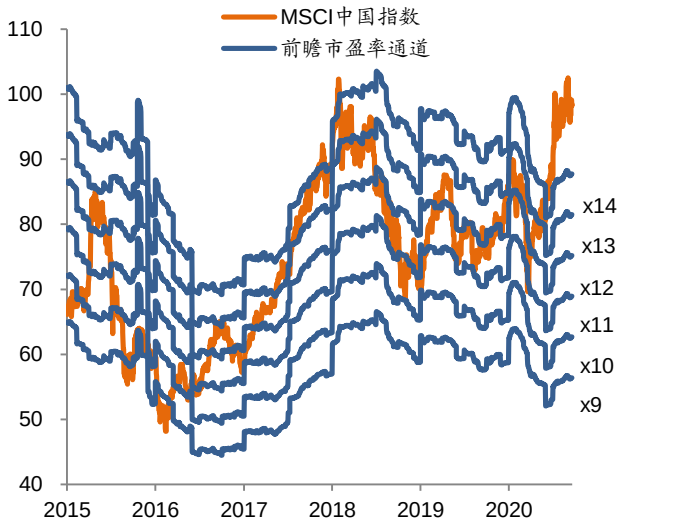
资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 9 月 18 日

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 18 日

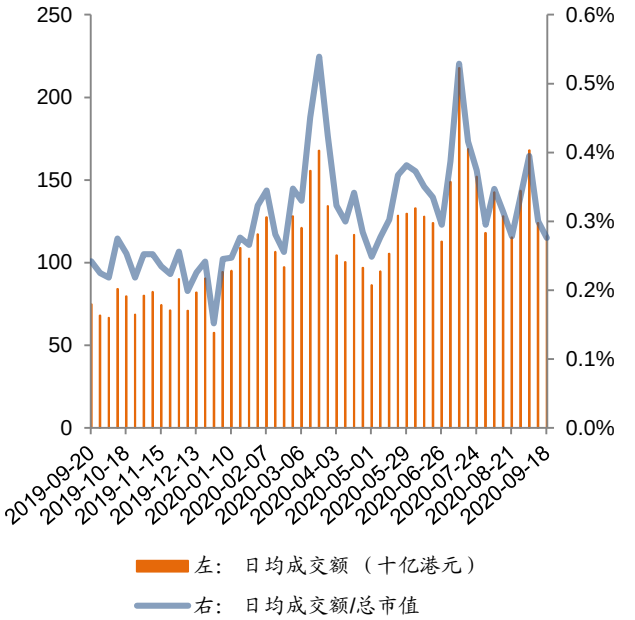
图表 16：MSCI 中国指数市盈率通道



资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 9 月 18 日

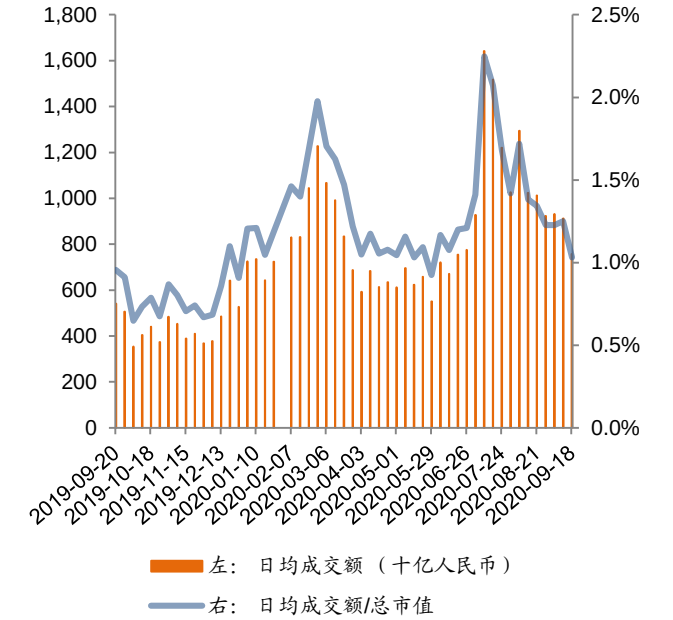
市场成交额

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 18 日

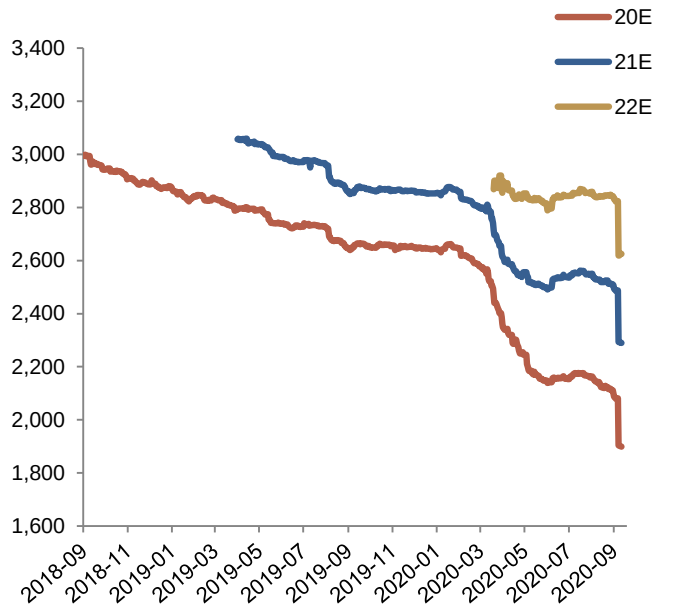
图表 18：A 股市场日均成交额



资料来源：万得、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 9 月 18 日

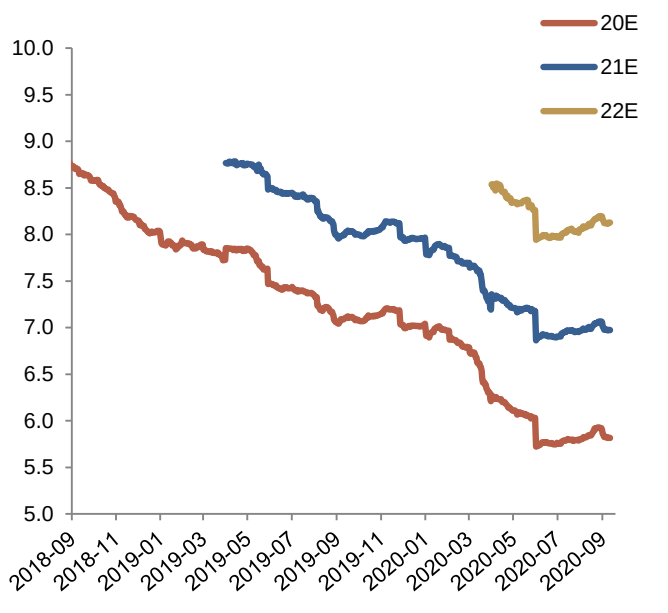
盈利预测调整

图表 19：恒生指数 EPS 一致预测调整



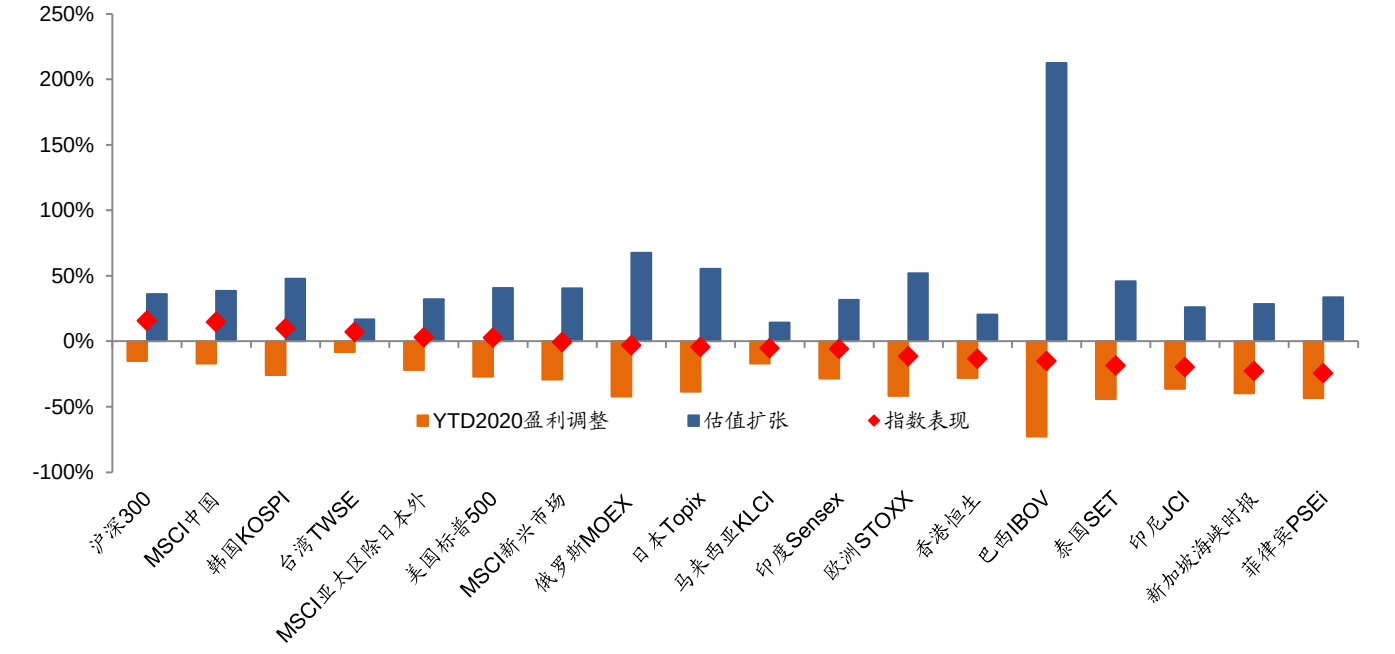
资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 9 月 18 日

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 18 日

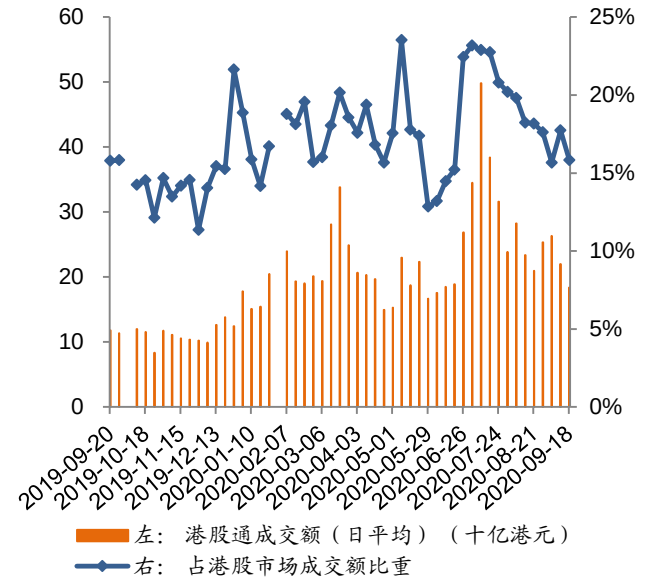
图表 21：主要股指年初至今股价表现：估值变化和盈利调整



资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 9 月 18 日

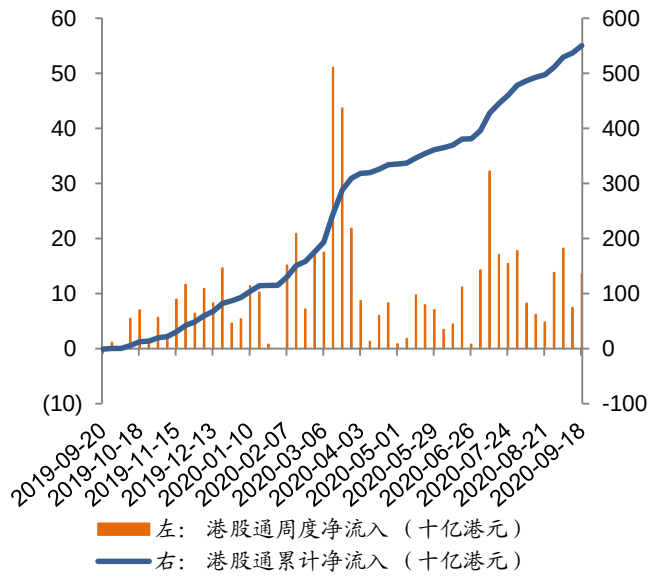
陆港通

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 18 日

图表 23：南下资金净流入



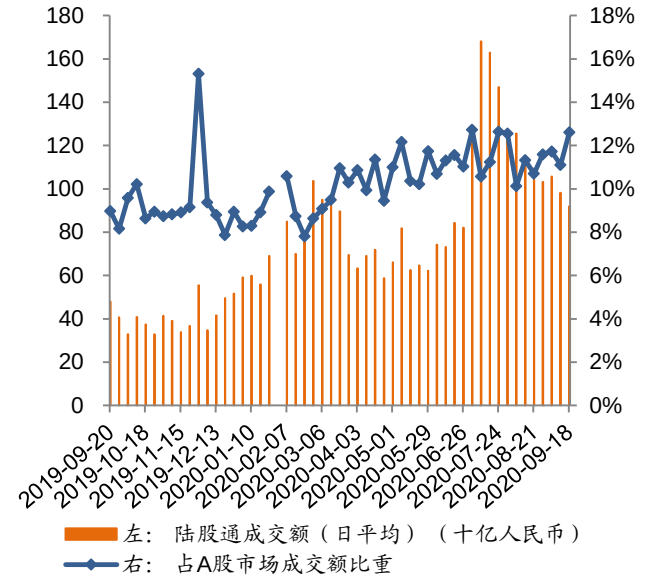
资料来源：万得、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 9 月 18 日

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）	2020/08/28	2020/09/04	2020/09/11	2020/09/18	2020/04	2020/05	2020/06	2020/07	2020/08	2020/09
医疗保健	-0.2	0.9	1.9	-0.4	3.7	5.2	2.2	3.8	-1.6	2.5
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	0.0	-0.4	5.1	5.7	2.2	3.8	-0.3	-0.4
能源	0.0	0.0	-0.1	0.0	0.1	-0.2	0.0	0.5	-0.1	0.1
原材料	0.0	0.0	0.1	0.0	0.2	-0.3	-0.1	0.8	0.0	0.1
房地产	0.0	0.2	0.0	0.1	-1.9	-1.1	-0.5	-0.4	0.1	0.3
工业	0.1	0.0	0.0	0.0	0.2	0.2	0.0	0.1	0.2	0.0
多元金融	0.0	0.7	0.0	0.1	-0.1	-0.9	2.4	3.3	0.5	0.4
信息技术	2.0	-0.8	0.6	0.9	-3.0	2.8	5.5	5.0	0.9	-0.6
保险	0.4	0.0	0.5	1.4	1.6	-1.3	-1.5	1.3	2.0	1.9
日常消费	0.5	0.6	0.3	0.5	0.5	5.6	0.9	4.2	3.6	1.4
通信服务	3.4	3.8	0.8	3.3	1.6	-5.1	8.4	14.8	4.7	6.6
可选消费	1.9	1.1	-0.4	1.5	2.0	2.9	-0.9	8.6	13.2	2.3
总计 (前十大个股)	**8.1**	**6.5**	**3.8**	**7.0**	**10.6**	**13.6**	**18.7**	**46.2**	**22.9**	**14.6**
南下总计	**13.8**	**18.2**	**7.5**	**13.6**	**19.5**	**26.6**	**25.7**	**91.0**	**38.0**	**34.4**

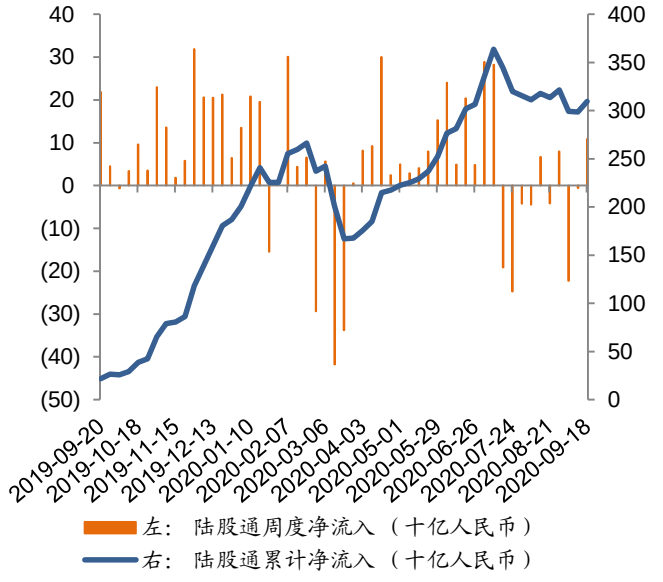
资料来源：万得、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 9 月 18 日

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 18 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 18 日

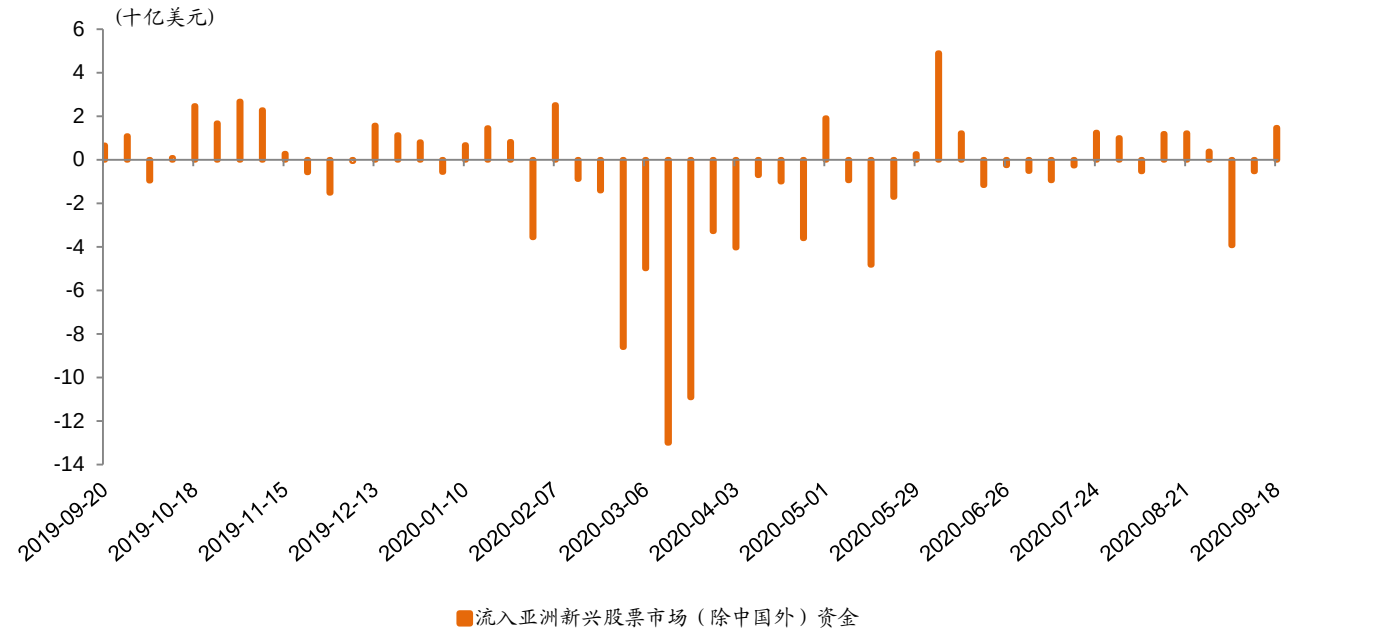
图表 27：北上分板块资金流入

	北上资金净流入									
	每周				每月					MTD
（十亿人民币）	2020/08/28	2020/09/04	2020/09/11	2020/09/18	2020/04	2020/05	2020/06	2020/07	2020/08	2020/09
保险	-0.2	-1.4	-0.2	0.8	-1.7	0.6	1.3	6.3	-1.8	-0.5
日常消费	0.3	-3.1	1.1	-3.8	10.4	-1.5	-0.9	-11.5	-0.7	-4.6
可选消费	0.1	1.2	-0.7	0.6	2.0	4.4	-1.4	-4.0	-0.2	0.2
公用事业	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.1
能源	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
多元金融	-0.4	-0.3	1.1	-0.2	0.5	0.0	2.6	1.6	0.0	0.7
房地产	0.0	0.0	0.0	0.6	0.6	0.5	0.0	1.2	0.3	0.6
医疗保健	-0.5	-1.4	1.4	1.7	2.7	2.4	0.8	0.8	1.0	1.8
原材料	0.9	0.6	0.0	-0.2	0.4	0.3	1.1	0.9	1.4	0.0
通信服务	0.9	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.3	-0.1	0.0	1.5	-0.1
银行	0.6	-0.4	0.4	0.4	1.2	0.0	-1.2	1.3	1.8	0.1
信息技术	-0.7	1.0	-1.0	-1.3	3.7	1.2	8.4	1.6	3.4	-1.9
工业	2.9	1.1	-0.8	1.6	2.9	2.9	2.9	0.3	4.2	1.7
总计 (前十大个股)	**3.8**	**-2.7**	**1.1**	**0.3**	**22.7**	**11.3**	**13.5**	**-1.6**	**10.9**	**-2.0**
北上总计	**7.9**	**-22.3**	**-0.6**	**10.8**	**53.3**	**30.1**	**52.7**	**10.4**	**-2.0**	**-4.0**

资料来源：万得、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 9 月 18 日

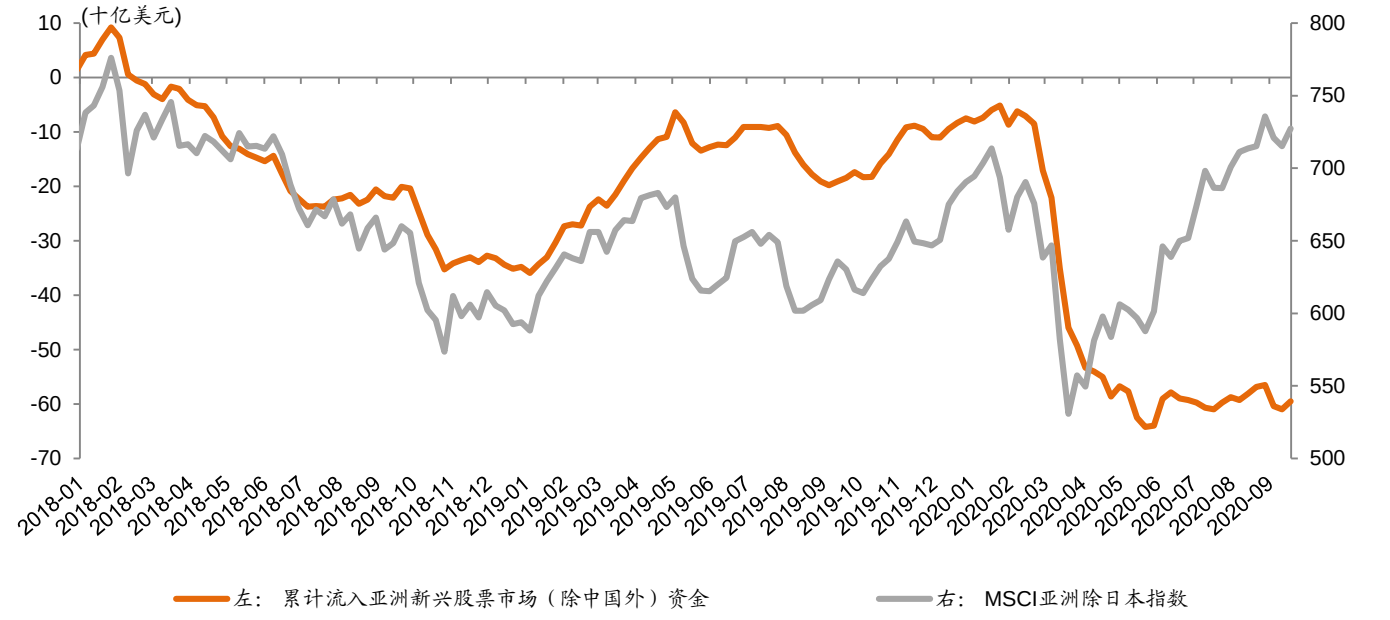
亚洲新兴市场资金流动

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 18 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 18 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	641,726	525.0	652.0	35.7	29.7	30%	0.3%	9%	互联网
BILI US	哔哩哔哩	14,881	43.1	59.0	n.a.	n.a.	-71%	0.0%	-37%	互联网
3888 HK	金山软件	7,076	41.0	52.0	34.9	26.8	188%	0.3%	-61%	软件
JD US	京东	116,585	74.5	84.0	53.0	36.5	31%	0.0%	-46%	电商
2359 HK	药明康德	33,932	108.4	144.0	77.4	61.9	47%	0.3%	-7%	医药
BGNE US	百济神州	24,766	274.0	280.0	n.a.	n.a.	n.a.	0.0%	-72%	医药
1801 HK	信达生物	11,622	62.7	67.9	n.a.	n.a.	79%	0.0%	-25%	医药
390 HK	中国中铁	19,611	4.0	7.8	3.1	3.0	n.a.	4.1%	58%	基建
3311 HK	中建国际	3,661	5.7	9.8	4.7	3.8	11%	5.7%	50%	基建
1157 HK	中联重科	9,725	7.7	10.7	7.4	7.7	53%	4.8%	33%	基建设备
631 HK	三一国际	1,824	4.6	6.4	12.8	9.2	4%	3.0%	-16%	机械设备
2688 HK	新奥能源	12,374	84.3	103.0	14.5	12.6	12%	2.5%	39%	公用事业
135 HK	昆仑能源	5,966	5.4	7.6	7.2	5.7	-3%	4.9%	21%	公用事业
728 HK	中国电信	26,316	2.5	3.8	7.9	7.9	12%	5.1%	27%	电信
1810 HK	小米集团	65,687	22.1	审视中	35.5	28.0	7%	0.0%	-57%	科技硬件
EDU US	新东方教育	24,509	154.0	175.0	50.0	46.3	17%	0.0%	-58%	教育
1765 HK	希望教育	2,239	2.4	4.2	26.2	19.0	11%	1.4%	22%	教育
2001 HK	新高教集团	1,028	5.3	7.1	13.7	10.5	27%	1.6%	41%	教育
1055 HK	南方航空	13,161	4.8	5.4	n.a.	17.9	-405%	0.0%	236%	交运
914 HK	海螺水泥	45,027	57.2	68.5	7.5	7.6	n.a.	4.2%	-42%	原材料
881 HK	中升控股	15,037	51.6	70.0	21.0	16.3	0.1	1.0%	98%	汽车
175 HK	吉利汽车	20,284	16.0	22.0	19.4	12.7	-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 9 月 18 日

主要报告

美联储引入新前瞻指引 (郭圆涛/张轩扬/钱鹭)

美联储宣布采用新的结果导向型的前瞻性指引。除非就业和通胀显著并持续超出目标，否则利率将维持接近于零。经济前景展望上调，但未新增资产购买计划。

美国 8 月工业产出复苏接近停滞 (郭圆涛/张轩扬/钱鹭)

工业产出复苏于 8 月份出现明显放缓。尽管经历了 4 个月的反弹，但工业产能仍比疫情前的水平低 7.3%。鉴于库存水平处于低位，整体产出仍有较大的上升空间。

美国零售首阶段强劲反弹基本结束 (郭圆涛/张轩扬/钱鹭)

8 月的小幅增长意味着失业救济金的突然削减并未造成灾难性的影响。餐饮服务继续修复；让人略感欣慰。预计短期内难以再现强劲增长；仍需出台进一步的财政刺激。

中联重科 (1157 HK) - 挖掘机销售乘风破浪，混凝土机械销售未来可期 (焦一丁/赵安博)

三季度挖掘机和螺纹钢数据背离，我们认为这显示新开工快速增加导致土方设备需求提升，但新开工项目对螺纹钢需求较低。由于混凝土设备进场时间晚于挖掘机，我们预计未来数个季度后周期工程机械将维持较高的销售增速。由于中联重科大部分产品为后周期设备，我们看好其后续数季度的业绩表现，维持其 10.7 港元目标价及买入评级。

天然气行业 - 2020 年下半年复苏势头继续 (王腾杰/萧俊燊)

香港上市城市燃气运营商上半年收入/净利润平均下跌 9%/14%，拖累股价近期走低，但调整或已接近尾声。2020 年总体零售销气量同比增长指引区间为+5%至+15%；下半年购气成本将保持在低水平，利好运营商的售气毛差。首选：昆仑能源（135 HK，买入，目标价：7.6 港元）；新奥能源（2688 HK，买入，目标价：103 港元）。

中国教育行业 - 短期回调产生进入契机，长期乐观前景不变 (王腾杰/李怡珊)

受益于政策东风下的招生高速增长，高教行业年初至今股价表现跑赢大盘， 20 财年中期业绩印证长期向好观点。线下教培受益于行业整合机遇，下半年扩张或会加速；在线教培招生高速增长，但市场投放导致的盈利不确定性仍然存在。推荐教育行业：首选买入希望教育（1765 HK）、新高教（2001 HK）、中国科培（1890 HK）和新东方（EDU US）。

中国电信行业 - 2020 年二季度业绩好坏参半；电信行业将获重估 (陈永豪/苏林)

电信运营商业绩大多优于预期，因 ARPU 恢复超出预期；基础设施及设备提供商业绩则因受 4G 到 5G 过渡期影响而不及预期。移动 ARPU 很可能已达拐点；鉴于运营商价格环境的改善，我们预计电信行业将因资金转入拉动行业反转。首选：中国电信（728 HK），鉴于其 5G 用户快速增长，我们预计股价将随移动 ARPU 的恢复而获重估。

潍柴动力 (2338 HK) - 发动机获革命性技术突破，氢燃料电池商业化加速 (梁勇活/杨岱东)

发布全球首款热效率超 50%的柴油机，技术突破增强发动机竞争力。燃料电池利好政策频出，市场替代空间大。潍柴具有完整氢燃料电池产业链，受益于行业商业化加速。

新高教集团 (2001 HK) - 乘风破浪，东山再起 (王腾杰/李怡珊)

新高教完成股票配售以及可转债发行融资，资产负债表转为净现金，赋能未来增长。这标志着在经历了 2019 年的挑战之后，新高教"东山再起"，增长进入新篇章。重申买入评级；增长前景良好，估值吸引力强，目标价调低到 7.1 港元。

腾讯 (700 HK) - 日益完善的微信生态 (刘楠/马牧野/黄耀林)

腾讯全球数字生态大会于 9 月 9 日至 11 日举行。微信的迭代升级赋予了商家及用户更多能力。从长远来看，社交广告及金融科技业务的收入将会大大受益。

水泥 - 上半年回顾：行业盈利有韧性 (魏芸)

上半年全行业利润同比下降 6.1%。8 月单月水泥产量同比增长 6.6%；9 月水泥价格继续温和上行。长三角沿江熟料价格已上调三轮，看好华东、中南地区表现。

保险 - 2020 上半年业绩回顾及寿险行业展望 (罗磊/朱璐颖)

2020 上半年寿险行业新业务价值表现低迷，但行业仍具备长期潜力。国债收益率上升，行业影响正面。行业估值吸引，维持推荐评级。

中国医药、医疗行业 - 20 年中期业绩大多受到新冠疫情影响 (张皓渊/代方琦)

20 年上半年大多数医药医疗公司由于受到新冠疫情影响，业绩表现疲弱，但生物医药和 CRO 类公司的业绩表现则更为稳健。创新型企业将继续乘政策东风，同时仿制药集采的压力仍然笼罩在传统药企身上。我们的首选推荐为信达生物、百济神州以及药明康德。

华润医药 (3320 HK) - 股价深度回调后现买入机会 (张皓渊/代方琦)

东阿阿胶（000423 CH，未评级）20 年二季度收入恢复同比增长，业绩复苏曙光初现。我们将 20/21 财年盈利预测分别下调 10%/7%，主要由于新冠疫情对上半年业绩的冲击超预期。我们将基于分类加总估值的目标价由 7.2 港元下调至 6.5 港元。年初至今股价回调明显，目前估值具有吸引力，维持买入评级。

汽车汽配 - 中报回顾：豪华车和内需优势显著，龙头增强创新力 (梁勇活/杨岱东)

上半年豪华车产业链业绩优于低端车，内需市场复苏快、韧性强。龙头逆势增强创新能力，市场份额及高价值订单等优势明年显现。重点推荐：中升控股、吉利汽车、敏实集团、福耀玻璃。

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