2020 年 9 月 7 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 (2020/09/07)

中国8月出口持续超预期

- **8月中国出口增长显著超出预期**
- **8月美国非农就业人口持续增长，但若考虑人口普查临聘人员因素则实际低于市场预期**
- **美国对中国外交官实施新的限制，并考虑将中芯国际纳入实体清单**

新看点：1）中美关系：9月2日，美国国务院宣布对中国驻美外交官实施新的限制。根据新规则，中国驻美资深外交官访问美国大学及与地方官员会面需经美方批准。9月5日，路透社报道称特朗普政府正在考虑是否要将中国最大的芯片制造商中芯国际（981 HK/688981 CH）加入实体清单。**2）新冠疫情：**9月7日，印度新冠确诊病例总数突破420万大关，超越巴西成为全球受疫情影响第二严重的国家。该国新增感染病例数量继续激增，过去一周平均每日新增约83,300例，较前一周增加14%。在欧洲，过去一周西班牙和法国的平均每日新增病例分别达约8,500例和6,700例，较前一周分别增加了12%和34%。在美国，数据显示疫情持续好转，过去一周平均每日新增病例较前一周减少了4%至约40,900例。

宏观经济数据：中国方面：1）8月财新制造业PMI为53.1，超出预期的52.6（7月：52.8）；8月财新服务业PMI为54.0，略高于预期的53.9（7月：54.1）。2）8月出口（按美元计）同比增长9.5%，好过预期的7.5%（7月：7.2%）；8月进口（按美元计）同比下跌2.1%，不及预期的0.2%增长（7月：-1.4%）；8月贸易顺差录得589.3亿美元，远大于预期的497亿美元（7月：623.3亿美元）。**美国方面：**1）8月ISM制造业PMI为56.0，大幅超出预期的54.5（7月：54.2）；8月ISM服务业PMI为56.9，略不及预期的57.0（7月：58.1）。2）7月工厂订单环比为6.4%，好于预期的6.0%（6月：6.4%）。3）截止至8月29日当周首次申请失业补助人数为881,000，低于预期的950,000（之前一周：1,011,000）。4）8月新增ADP私营就业428,000人，远不及预期的950,000（7月：212,000）。5）8月新增非农就业岗位1,371,000个，略高于预期的1,350,000个（7月：1,734,000）。6）8月失业率降至8.4%，显著好于预期的9.8%（7月：10.2%）。

股市概况：过去一周恒生/MSCI中国/沪深300指数分别下跌2.9%/2.5%/1.5%。**MSCI中国**：信息技术（+1.2%）和原材料（+1.1%）板块跑赢大市，通信服务（-4.1%）和银行（-4.0%）板块则表现不佳。**A股市场**：公用事业（+0.4%）和信息技术（+0.2%）板块跑赢大市，保险（-4.2%）和银行（-2.4%）板块则表现不佳。恒生/MSCI中国/沪深300指数估值分别为10.7倍/15.9倍/14.8倍前瞻市盈率（过去三年的中值水平为11.2倍/12.5倍/12.4倍）。自4月初以来，我们预计恒生指数将维持区间震荡。目前为止恒指走势符合我们的预期。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。

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

相关报告

1. 美国8月劳动力市场复苏继续，但不及表面亮眼 (2020/09/05)
2. 8月ISM制造业PMI：生产活动依然快速追赶需求复苏(2020/09/02)
3. 主要股指中期业绩总结 (2020/09/02)
4. 招证国际策略周报 (2020/08/31) - PMI和工业企业利润数据显示中国经济复苏稳步向前 (2020/08/31)
5. 美联储修订政策框架；引入平均通胀目标 (2020/08/29)
6. 美国7月企业设备投资意外录得大幅回升 (2020/08/27)
7. 招证国际策略周报 (2020/08/24) - 美国新冠疫情缓和但欧洲出现反弹 (2020/08/24)
8. 美国7月零售增速显著放缓 (2020/08/15)
9. 美国7月消费者价格通胀显著回升 (2020/08/13)
10. 盈利预测晴雨表 (2020/08/13)

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 20

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		2020-08-09	2020-09-09
PPI 同比%	-0.4	-1.5	-3.1	-3.7	-3.0	-2.4		2020-08-09	2020-09-09
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	2020-08-31	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	2020-09-07	2020-10-13
进口同比%	-4.0	-1.1	-14.2	-16.6	2.7	-1.4	-2.1	2020-09-07	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	2020-09-07	2020-10-13
城镇调查失业率%	6.2	5.9	6.0	5.9	5.7	5.7		2020-08-13	2020-09-15
工业增加值同比%	-25.9	-1.1	3.9	4.4	4.8	4.8		2020-08-13	2020-09-15
工业增加值累计同比%	-13.5	-8.4	-4.9	-2.8	-1.3	-0.4		2020-08-13	2020-09-15
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		2020-08-13	2020-09-15
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		2020-08-13	2020-09-15
城镇固定资产投资累计同比%	-24.5	-16.1	-10.3	-6.3	-3.1	-1.6		2020-08-13	2020-09-15
基建投资%	-30.3	-19.7	-11.8	-6.3	-2.7	-1.0		2020-08-13	2020-09-15
房地产开发投资%	-16.3	-7.7	-3.3	-0.3	1.9	3.4		2020-08-13	2020-09-15
制造业投资%	-31.5	-25.2	-18.8	-14.8	-11.7	-10.2		2020-08-13	2020-09-15
M1 同比%	4.8	5.0	5.5	6.8	6.5	6.9		2020-08-11	2020-09-10
M2 同比%	8.8	10.1	11.1	11.1	11.1	10.7		2020-08-11	2020-09-10
社会融资规模 (十亿元人民币)	874	5,185	3,104	3,187	3,468	1,694		2020-08-11	2020-09-10
新增人民币贷款 (十亿元人民币)	906	2,853	1,698	1,482	1,811	993		2020-08-11	2020-09-10
金融机构贷款余额同比%	12.1	12.7	13.1	13.2	13.2	13.0		2020-08-11	2020-09-10
财政收入累计同比%	-9.9	-14.3	-14.5	-13.6	-10.8	-8.7		2020-08-20	2020-09-22
财政支出累计同比%	-2.9	-5.7	-2.7	-2.9	-5.8	-3.2		2020-08-20	2020-09-22
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		2020-08-12	2020-09-11
核心 CPI 同比%	2.4	2.1	1.4	1.2	1.2	1.6		2020-08-12	2020-09-11
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	-1.2	-0.8	-0.8	-0.4		2020-08-11	2020-09-10
核心 PPI 同比%	1.2	1.1	0.6	0.3	0.1	0.3		2020-08-11	2020-09-10
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		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		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		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	-4.3	-12.8	0.9	5.7	3.0	0.9	2020-08-14	2020-09-15
制造业产出环比%	0.0	-5.0	-16.0	3.8	7.4	3.4		2020-08-14	2020-09-15
零售销售环比%	-0.4	-8.2	-14.7	18.2	8.4	1.2	1.3	2020-08-14	2020-09-16
零售销售(除汽车)环比%	-0.5	-3.8	-15.2	12.1	8.3	1.9	1.1	2020-08-14	2020-09-16
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	2020-08-28	2020-09-18
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	2020-08-28	2020-09-18
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	2020-08-28	2020-09-18
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	5,889			2020-08-10	2020-09-09
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	17.5	22.6		2020-08-18	2020-09-17
营建许可环比%	-6.4	-5.7	-21.4	14.1	3.5	17.9		2020-08-18	2020-09-17
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		2020-08-12	2020-09-12
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	-1.5%	1.1%	-0.1%	19.8%	15.9%	16.4%	22.8%
MSCI 中国	-2.5%	1.4%	1.3%	17.1%	17.4%	16.0%	29.9%
韩国 KOSPI	0.6%	2.8%	3.9%	10.1%	15.0%	7.8%	19.1%
美国标普 500	-2.3%	0.9%	3.6%	10.1%	9.5%	6.1%	16.7%
台湾 TWSE	-0.7%	0.2%	-0.6%	10.9%	10.9%	5.3%	18.6%
MSCI 亚太区除日本外	-2.3%	0.4%	0.9%	11.3%	8.5%	2.3%	13.5%
MSCI 新兴市场	-2.0%	0.7%	0.9%	11.2%	5.9%	-1.4%	11.0%
俄罗斯 MOEX	-2.0%	-2.5%	-0.6%	5.6%	3.3%	-4.1%	4.6%
马来西亚 KLCI	-0.6%	-3.9%	-3.8%	-2.9%	1.7%	-4.6%	-5.3%
日本 Topix	0.7%	0.8%	3.9%	0.8%	7.6%	-6.1%	7.3%
印度 Sensex	-2.8%	-0.2%	1.8%	12.9%	-0.1%	-7.0%	4.4%
香港恒生	-2.9%	-1.7%	-1.0%	1.4%	-5.8%	-12.4%	-6.9%
巴西 IBOV	-0.9%	-0.3%	0.0%	7.9%	-5.6%	-12.5%	0.0%
欧洲 STOXX	-1.9%	-0.9%	-0.4%	-1.2%	-6.3%	-13.0%	-5.5%
印尼 JCI	-2.0%	-0.6%	3.2%	6.6%	-7.3%	-16.8%	-16.4%
泰国 SET	-0.9%	1.0%	-1.4%	-7.0%	-4.8%	-17.0%	-20.9%
新加坡海峡时报	-1.2%	-0.7%	-0.2%	-7.3%	-17.0%	-22.1%	-19.8%
菲律宾 PSEi	-1.7%	-3.7%	0.2%	-11.2%	-15.8%	-26.0%	-26.2%

资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 9 月 4 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	-1.2%	2.2%	1.8%	24.5%	17.3%	18.5%	28.2%
MSCI 中国	-2.5%	1.4%	1.3%	17.1%	17.7%	16.6%	31.3%
台湾 TWSE	-0.6%	0.4%	-0.4%	12.9%	13.0%	7.2%	26.2%
美国标普 500	-2.3%	0.9%	3.6%	10.1%	9.5%	6.1%	16.7%
韩国 KOSPI	0.0%	3.0%	4.3%	12.7%	14.7%	4.8%	20.6%
MSCI 亚太区除日本外	-2.3%	0.4%	0.9%	11.3%	8.5%	2.3%	13.5%
MSCI 新兴市场	-2.0%	0.7%	0.9%	11.2%	5.9%	-1.4%	11.0%
日本 Topix	-0.1%	0.4%	3.4%	3.4%	8.8%	-3.8%	7.3%
马来西亚 KLCI	-0.2%	-3.1%	-2.0%	0.0%	2.6%	-5.8%	-4.2%
欧洲 STOXX	-2.3%	-0.3%	0.1%	3.2%	-0.3%	-8.3%	1.4%
印度 Sensex	-2.9%	2.1%	4.3%	16.3%	0.4%	-9.6%	2.7%
香港恒生	-2.9%	-1.7%	-1.0%	1.3%	-5.6%	-12.0%	-5.8%
泰国 SET	-1.9%	1.4%	-2.6%	-6.7%	-5.1%	-20.9%	-23.1%
俄罗斯 MOEX	-3.7%	-3.2%	-3.0%	-3.0%	-9.1%	-21.1%	-8.3%
印尼 JCI	-3.4%	-1.0%	2.7%	2.1%	-10.6%	-21.5%	-20.0%
菲律宾 PSEi	-2.1%	-3.5%	1.1%	-8.8%	-12.2%	-22.5%	-21.2%
新加坡海峡时报	-1.7%	-0.2%	0.4%	-5.0%	-15.9%	-23.3%	-18.7%
巴西 IBOV	1.7%	5.6%	0.5%	4.0%	-18.8%	-33.6%	-22.5%

资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 9 月 4 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	-2.6%	5.7%	18.0%	42.0%	41.7%	18.2%	5.8%
汽油	-10.5%	-8.3%	-3.1%	2.5%	-24.3%	-30.7%	-23.2%
WTI 原油	-7.4%	-6.1%	-4.6%	6.3%	-15.0%	-34.9%	-29.3%
布伦特原油	-5.3%	-3.8%	-4.0%	6.7%	-16.6%	-35.4%	-29.7%
热油	-5.3%	-4.7%	-8.5%	7.2%	-24.9%	-43.2%	-38.8%
金属							
银	-2.2%	0.4%	5.0%	51.5%	56.2%	50.0%	38.8%
铁矿石	2.8%	3.5%	6.5%	23.5%	35.2%	37.9%	26.4%
金	-1.6%	-0.3%	-3.3%	12.6%	17.8%	27.0%	25.0%
锌	-1.3%	1.1%	6.1%	22.1%	25.3%	9.3%	7.5%
镍	-0.5%	4.1%	8.4%	19.7%	20.6%	9.0%	-15.0%
铜	0.6%	3.4%	4.0%	21.3%	18.1%	8.7%	16.7%
铝	-0.7%	1.2%	0.9%	13.8%	3.5%	-1.3%	0.6%
铂	-3.1%	-2.0%	-3.3%	7.8%	3.2%	-7.2%	-8.1%
农产品							
咖啡	6.1%	12.2%	11.4%	37.3%	15.1%	3.9%	44.3%
大豆	2.0%	7.6%	9.7%	11.7%	7.9%	2.8%	12.4%
小麦	0.1%	2.4%	6.2%	3.1%	3.5%	-3.4%	18.3%
棉花	-0.4%	0.6%	0.3%	6.9%	1.8%	-7.1%	9.1%
玉米	0.4%	6.2%	12.7%	5.5%	-10.3%	-10.4%	0.4%
糖	-5.3%	-7.0%	-6.7%	1.7%	-11.4%	-11.1%	8.4%
活牛	1.2%	-1.3%	2.1%	9.1%	-6.1%	-16.2%	5.5%
瘦肉猪	11.5%	10.3%	20.4%	23.5%	-7.0%	-16.2%	-10.9%

资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 9 月 4 日

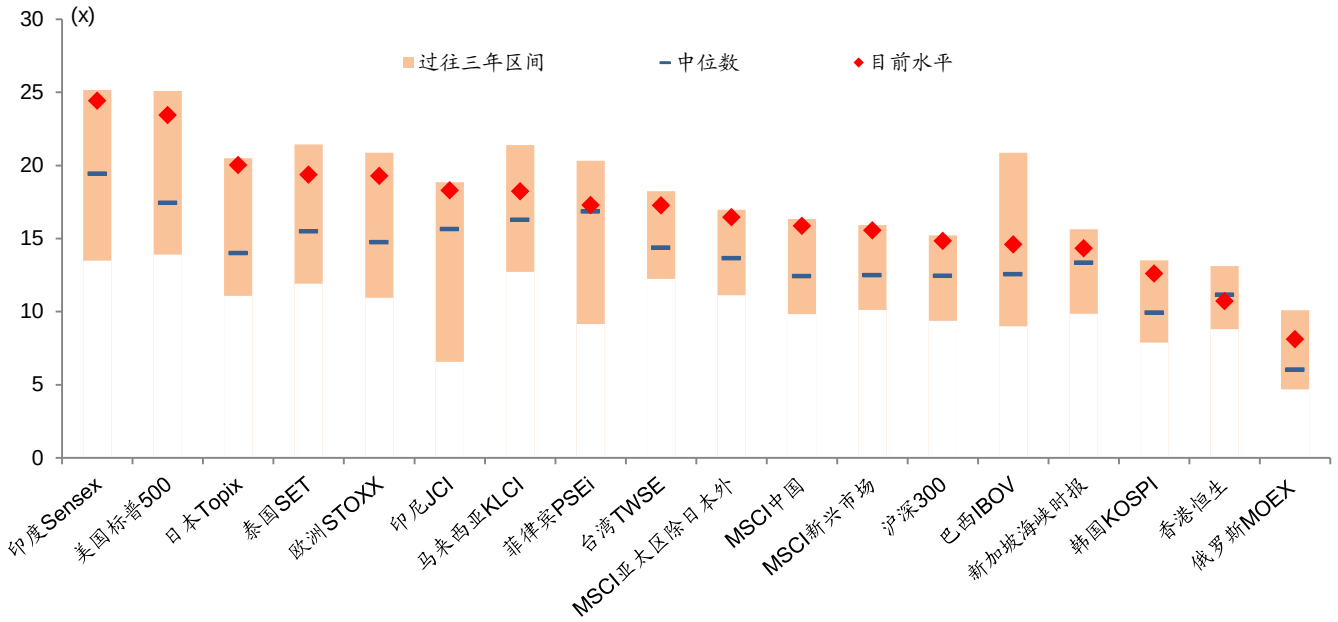
图表 6：主要货币兑美元表现（根据年初至今表现排序）

	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	-1.3%	0.6%	0.0%	5.2%	8.6%	7.0%	11.5%
瑞士法郎	-1.0%	-0.2%	0.2%	4.6%	4.7%	5.8%	7.4%
欧元	-0.6%	0.4%	0.5%	4.5%	6.4%	5.4%	7.4%
菲律宾比索	-0.3%	0.0%	1.0%	2.8%	4.0%	4.2%	6.8%
澳大利亚元	-1.1%	1.7%	1.8%	5.1%	10.2%	3.7%	7.1%
日元	-0.8%	-0.4%	-0.5%	2.6%	1.1%	2.2%	0.1%
新台币	0.1%	0.1%	0.2%	1.8%	1.9%	2.0%	6.5%
中国人民币	0.3%	1.1%	1.9%	3.9%	1.2%	1.8%	4.4%
英镑	-0.5%	1.4%	1.7%	5.4%	3.4%	0.1%	8.8%
越南盾	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	0.2%	0.0%	0.1%
新西兰元	-0.3%	2.8%	1.7%	4.3%	7.0%	-0.3%	5.7%
加拿大元	0.3%	0.9%	2.3%	3.5%	2.6%	-0.6%	1.3%
马来西亚林吉特	0.4%	0.7%	1.7%	3.2%	0.8%	-1.4%	1.4%
新加坡元	-0.5%	0.5%	0.7%	2.5%	1.4%	-1.5%	1.4%
印度卢比	0.4%	2.3%	2.6%	3.3%	0.1%	-2.4%	-1.4%
智利比索	0.7%	2.7%	-0.2%	-0.2%	5.6%	-2.6%	-6.4%
韩元	-0.4%	-0.3%	0.4%	2.5%	-0.2%	-2.8%	1.5%
泰铢	-0.9%	0.6%	-1.1%	0.5%	-0.2%	-5.2%	-2.6%
印度尼西亚卢比	-0.8%	0.2%	-0.8%	-4.4%	-4.3%	-6.0%	-4.0%
墨西哥比索	1.0%	2.0%	5.7%	1.7%	-9.4%	-12.4%	-8.5%
南非兰特	0.0%	3.3%	4.8%	1.9%	-7.6%	-15.8%	-11.0%
俄罗斯卢布	-1.8%	-0.8%	-2.5%	-8.2%	-12.0%	-17.7%	-12.3%
阿根廷比索	-0.6%	-1.2%	-2.5%	-7.4%	-16.2%	-19.6%	-24.8%
土耳其里拉	-1.5%	-1.6%	-7.0%	-9.1%	-18.2%	-20.0%	-23.9%
巴西里尔	1.7%	6.0%	-0.2%	-3.5%	-13.6%	-24.1%	-22.8%

资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 9 月 4 日

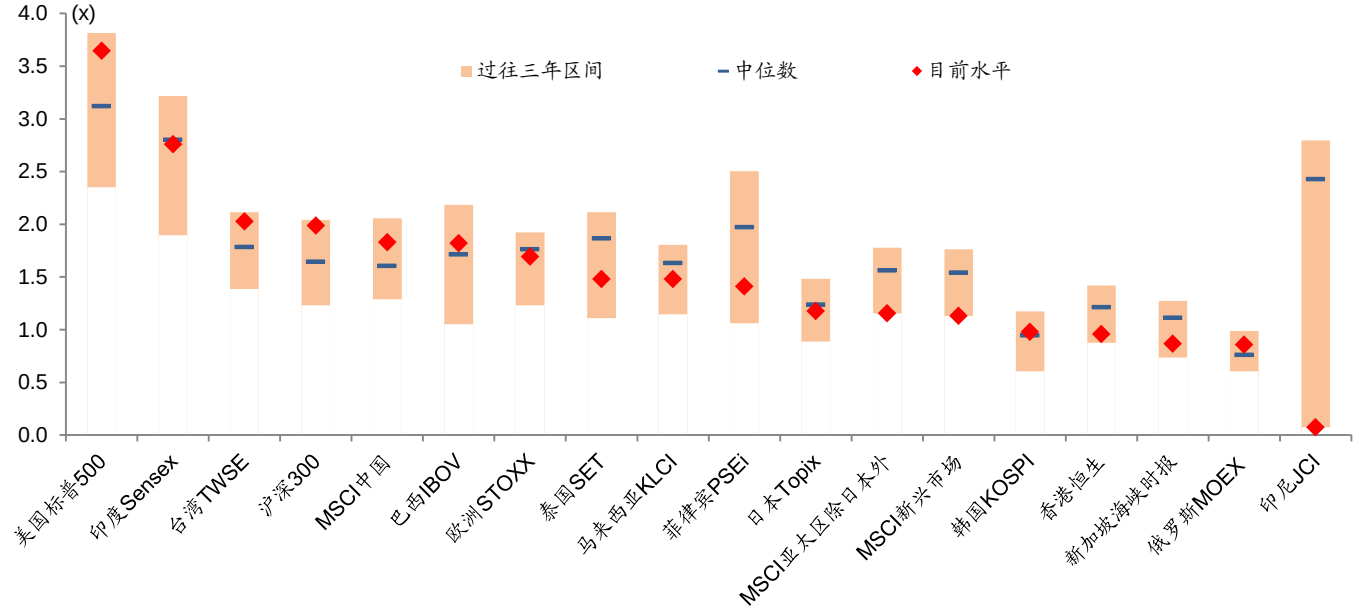
全球股票市场估值

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 4 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 4 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
信息技术	1.2%	7.1%	3.7%	37.9%	28.2%	42.6%	74.7%
原材料	1.1%	2.4%	1.6%	24.6%	11.5%	11.1%	32.1%
公用事业	-0.2%	-3.1%	-4.2%	-6.8%	-9.5%	-14.2%	-13.7%
多元金融	-1.2%	-2.5%	-2.5%	23.1%	5.4%	3.9%	17.1%
工业	-1.3%	-0.5%	-1.2%	8.9%	1.9%	0.5%	9.8%
可选消费	-2.1%	5.5%	8.4%	31.7%	40.2%	40.7%	66.4%
能源	-2.4%	-3.8%	-0.2%	-4.7%	-17.3%	-30.3%	-26.8%
日常消费	-2.8%	4.2%	4.5%	24.8%	38.6%	36.1%	42.3%
房地产	-2.8%	-3.4%	-2.1%	-0.1%	-11.9%	-16.4%	3.2%
医疗保健	-3.2%	1.2%	-3.2%	16.6%	27.0%	40.0%	48.6%
保险	-3.5%	-4.8%	-3.6%	3.4%	-7.2%	-16.0%	-13.9%
银行	-4.0%	-5.8%	-5.8%	-12.5%	-15.0%	-20.9%	-11.0%
通信服务	-4.1%	-0.7%	-4.1%	16.0%	20.9%	23.4%	33.4%
MSCI 中国	**-2.5%**	**1.4%**	**1.3%**	**17.1%**	**17.4%**	**16.0%**	**29.9%**

资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 9 月 4 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
信息技术	3.8%	5.7%	2.4%	17.7%	9.3%	22.9%	34.5%
原材料	3.7%	1.0%	0.3%	6.3%	-5.0%	-4.2%	1.7%
公用事业	2.3%	-4.5%	-5.5%	-20.5%	-22.9%	-26.1%	-33.6%
多元金融	1.3%	-3.8%	-3.8%	5.1%	-10.2%	-10.5%	-9.9%
工业	1.3%	-1.8%	-2.4%	-7.0%	-13.2%	-13.4%	-15.4%
可选消费	0.5%	4.1%	7.0%	12.4%	19.5%	21.3%	28.1%
能源	0.1%	-5.1%	-1.5%	-18.7%	-29.5%	-39.9%	-43.6%
日常消费	-0.2%	2.7%	3.2%	6.5%	18.1%	17.4%	9.6%
房地产	-0.3%	-4.7%	-3.3%	-14.7%	-24.9%	-27.9%	-20.5%
医疗保健	-0.7%	-0.2%	-4.5%	-0.5%	8.2%	20.7%	14.5%
保险	-1.0%	-6.1%	-4.8%	-11.7%	-20.9%	-27.6%	-33.7%
银行	-1.5%	-7.0%	-7.0%	-25.3%	-27.6%	-31.8%	-31.5%
通信服务	-1.6%	-2.1%	-5.3%	-1.0%	3.0%	6.4%	2.7%

资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 9 月 4 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
公用事业	0.4%	-1.1%	1.4%	15.0%	11.4%	5.9%	3.1%
信息技术	0.2%	1.7%	-2.3%	19.1%	8.6%	32.9%	43.2%
原材料	0.0%	0.2%	-0.5%	23.5%	17.1%	21.7%	30.1%
可选消费	0.0%	1.2%	0.7%	19.5%	18.3%	19.8%	26.0%
工业	-0.4%	0.9%	1.3%	22.0%	16.1%	22.4%	23.6%
能源	-0.8%	-1.6%	-1.0%	10.4%	-3.0%	-9.8%	-10.1%
电信	-0.8%	-2.6%	-2.3%	7.7%	-5.5%	8.9%	2.6%
房地产	-1.3%	-2.3%	-1.2%	11.5%	1.8%	1.3%	11.0%
多元金融	-1.8%	-2.0%	-1.2%	32.9%	15.4%	17.9%	26.7%
医疗保健	-1.9%	1.7%	-6.2%	25.7%	38.8%	54.4%	61.4%
日常消费	-2.1%	3.7%	5.6%	32.1%	51.7%	54.4%	53.8%
银行	-2.4%	-1.7%	-0.8%	4.9%	0.9%	-7.4%	0.1%
保险	-4.2%	-5.0%	-3.9%	4.1%	-1.7%	-8.8%	-10.7%
沪深 300	**-1.5%**	**1.1%**	**-0.1%**	**19.8%**	**15.9%**	**16.4%**	**22.8%**

资料来源：万得、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 9 月 4 日

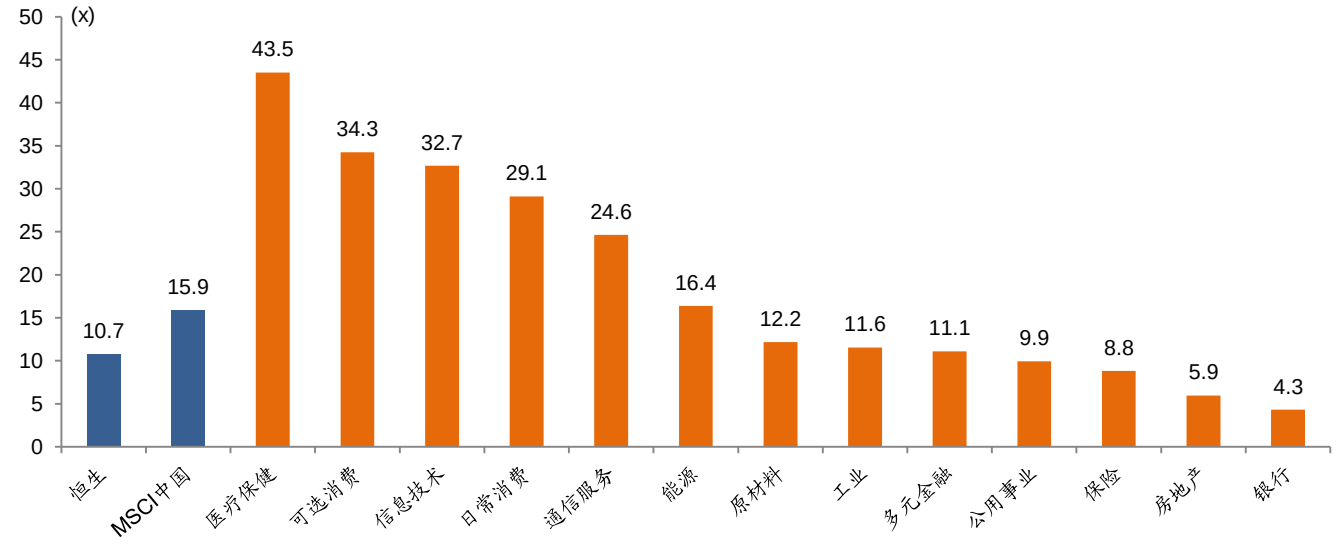
图表 12：沪深 300 指数分行业相对表现（根据过去一周表现排序）

	相对表现						
	一周	两周	1 个月	3 个月	6 个月	年初至今	12 个月
公用事业	2.0%	-2.2%	1.6%	-4.0%	-3.9%	-9.1%	-16.0%
信息技术	1.8%	0.6%	-2.2%	-0.6%	-6.3%	14.1%	16.7%
原材料	1.6%	-0.9%	-0.4%	3.1%	1.0%	4.5%	6.0%
可选消费	1.5%	0.1%	0.8%	-0.3%	2.1%	2.8%	2.7%
工业	1.2%	-0.2%	1.4%	1.9%	0.2%	5.1%	0.7%
能源	0.7%	-2.6%	-0.9%	-7.9%	-16.3%	-22.5%	-26.8%
电信	0.7%	-3.7%	-2.2%	-10.1%	-18.4%	-6.5%	-16.4%
房地产	0.2%	-3.3%	-1.1%	-6.9%	-12.2%	-13.0%	-9.6%
多元金融	-0.2%	-3.1%	-1.1%	11.0%	-0.5%	1.2%	3.2%
医疗保健	-0.4%	0.6%	-6.1%	4.9%	19.7%	32.6%	31.5%
日常消费	-0.6%	2.6%	5.8%	10.3%	30.9%	32.6%	25.3%
银行	-0.9%	-2.7%	-0.6%	-12.5%	-12.9%	-20.5%	-18.4%
保险	-2.7%	-6.0%	-3.8%	-13.1%	-15.2%	-21.7%	-27.3%

资料来源：万得、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 9 月 4 日

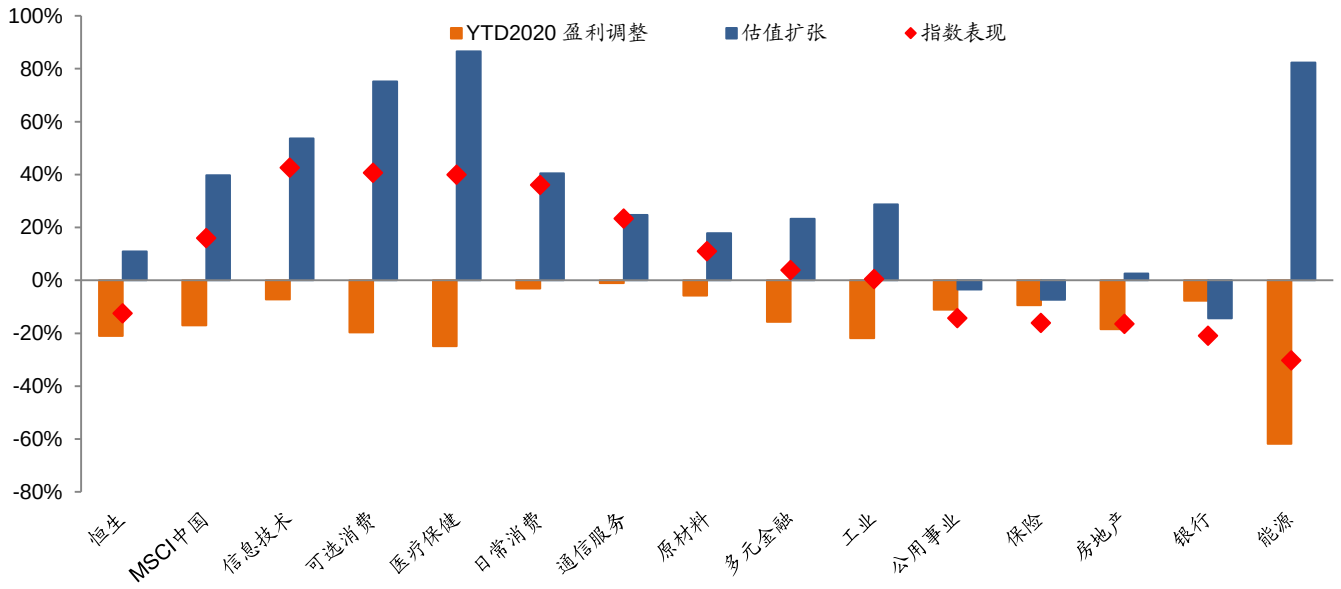
分行业估值

图表 13：MSCI 中国指数分行业前瞻市盈率（12 个月前瞻市盈率）



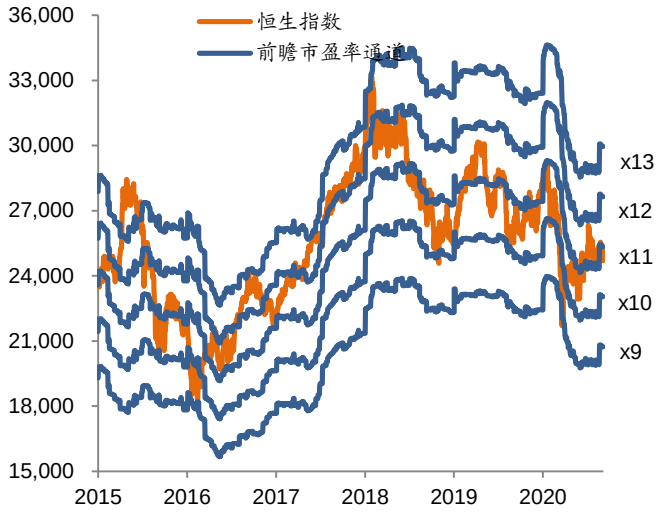
资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 9 月 4 日

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



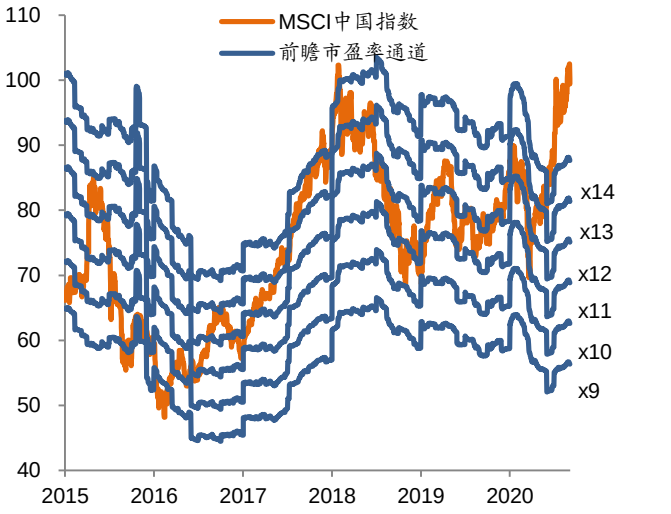
资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 9 月 4 日

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 4 日

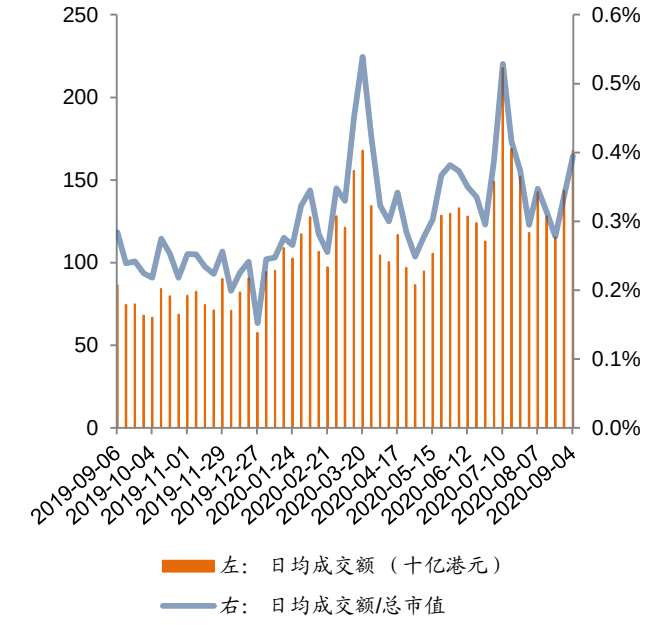
图表 16：MSCI 中国指数市盈率通道



资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 9 月 4 日

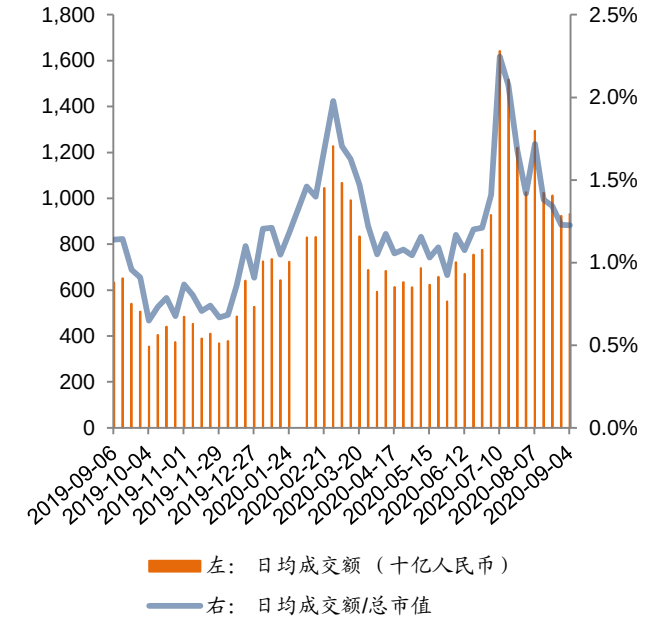
市场成交额

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 4 日

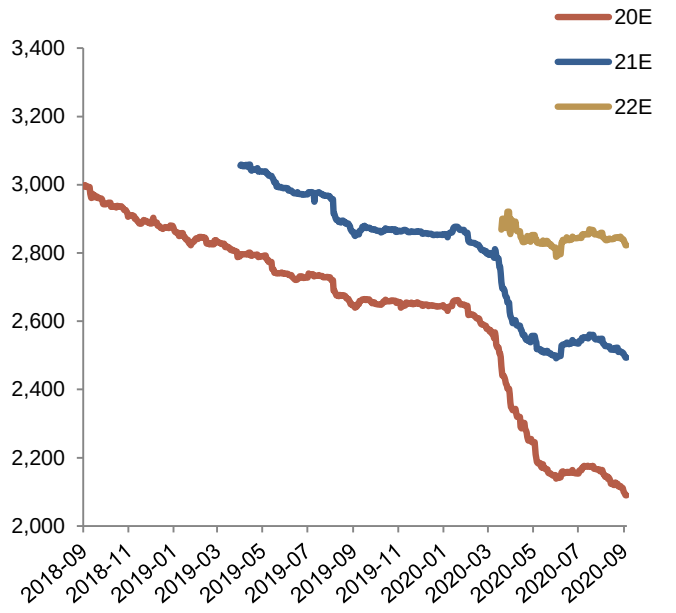
图表 18：A 股市场日均成交额



资料来源：万得、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 9 月 4 日

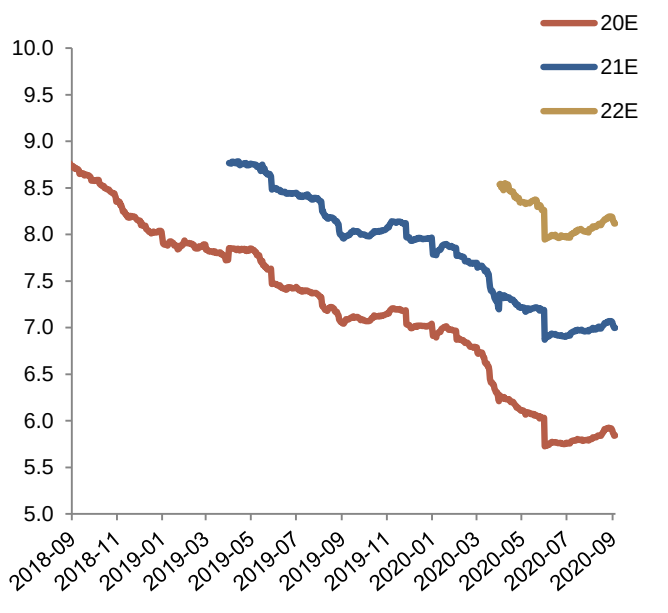
盈利预测调整

图表 19：恒生指数 EPS 一致预测调整



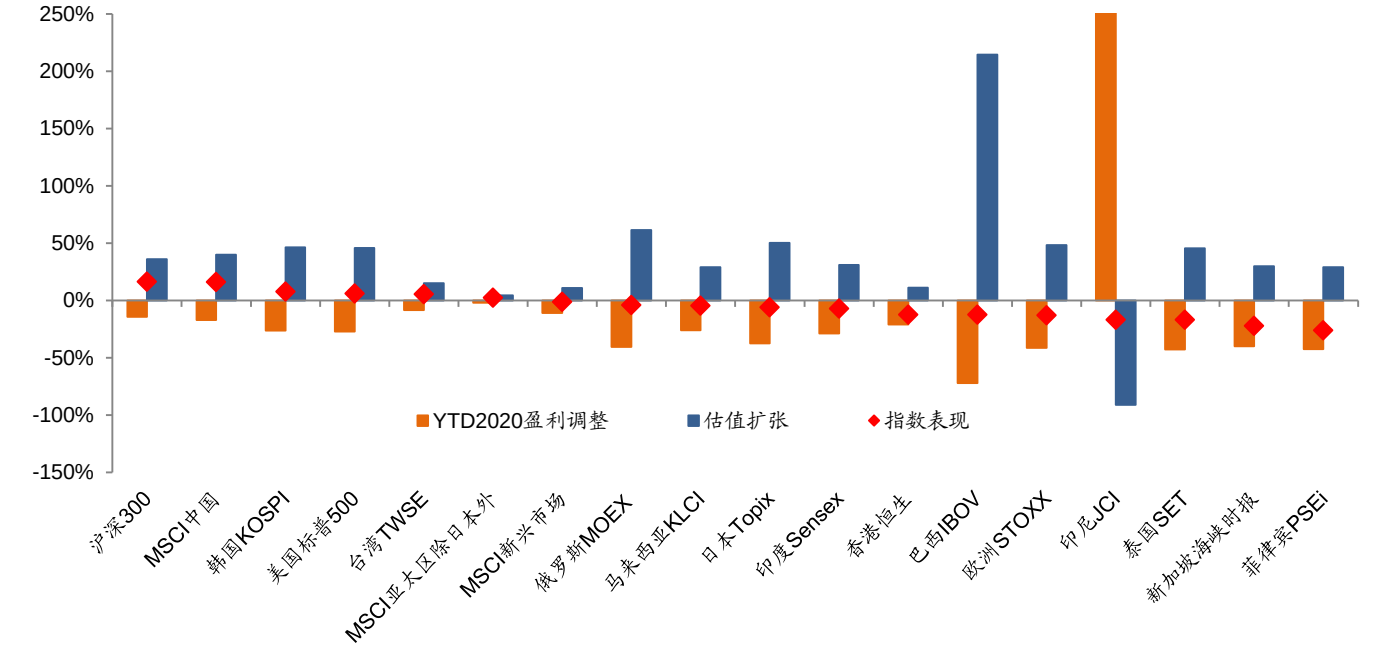
资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 9 月 4 日

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 4 日

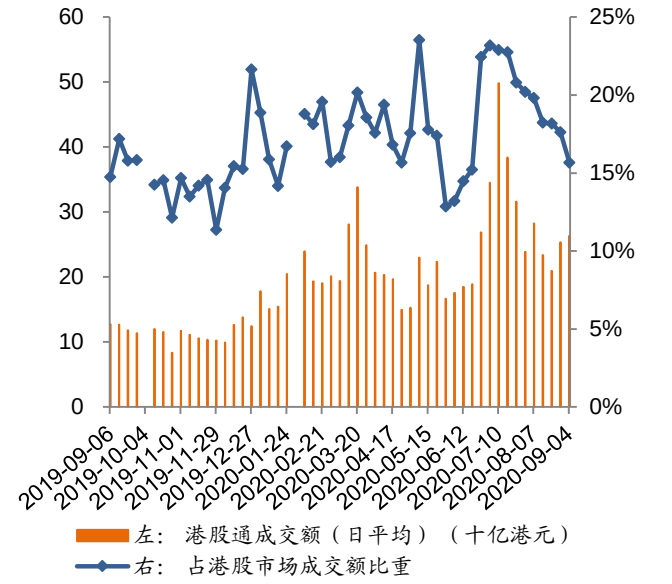
图表 21：主要股指年初至今股价表现：估值变化和盈利调整



资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 9 月 4 日

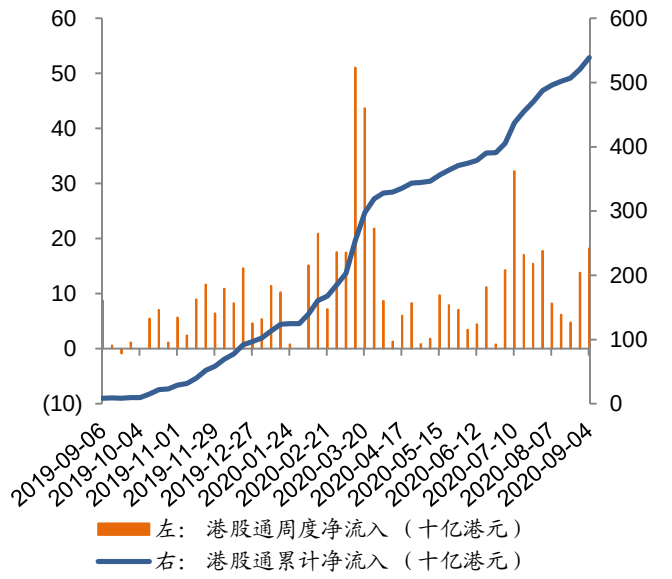
陆港通

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 4 日

图表 23：南下资金净流入



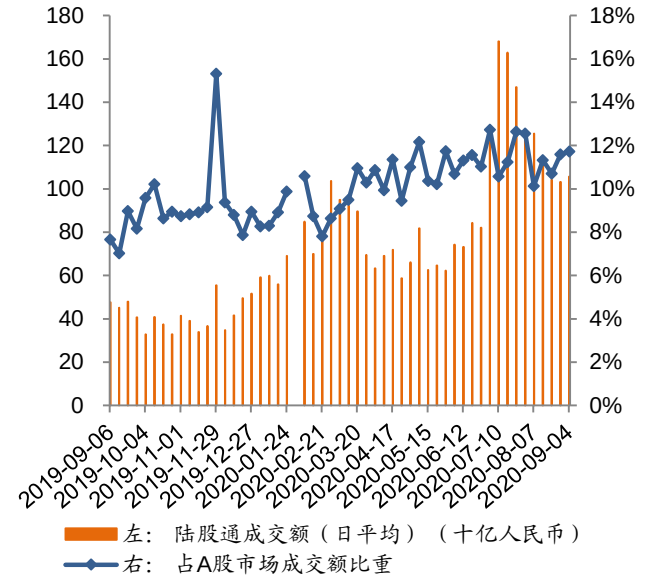
资料来源：万得、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 9 月 4 日

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）	2020/08/14	2020/08/21	2020/08/28	2020/09/04	2020/04	2020/05	2020/06	2020/07	2020/08	2020/09
医疗保健	-0.4	-0.7	-0.2	0.9	3.7	5.2	2.2	3.8	-1.6	0.9
公用事业	0.0	-0.3	0.0	0.0	0.4	0.0	0.0	0.4	-0.3	0.0
银行	-0.3	0.2	0.0	0.0	5.1	5.7	2.2	3.8	-0.3	0.0
能源	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	-0.2	0.0	0.5	-0.1	0.1
原材料	-0.3	0.0	0.0	0.0	0.2	-0.3	-0.1	0.8	0.0	0.0
房地产	0.0	0.1	0.0	0.2	-1.9	-1.1	-0.5	-0.4	0.1	0.2
工业	0.1	0.0	0.1	0.0	0.2	0.2	0.0	0.1	0.2	0.0
多元金融	0.0	-0.1	0.0	0.7	-0.1	-0.9	2.4	3.3	0.5	0.3
信息技术	-0.6	-1.1	2.0	-0.8	-3.0	2.8	5.5	5.0	0.9	-2.1
保险	0.2	1.3	0.4	0.0	1.6	-1.3	-1.5	1.3	2.0	0.0
日常消费	1.0	0.7	0.5	0.6	0.5	5.6	0.9	4.2	3.6	0.6
通信服务	2.0	0.1	3.4	3.8	1.6	-5.1	8.4	14.8	4.7	2.5
可选消费	3.3	2.4	1.9	1.1	2.0	2.9	-0.9	8.6	13.2	1.3
总计 (前十大个股)	**5.0**	**2.7**	**8.1**	**6.5**	**10.6**	**13.6**	**18.7**	**46.2**	**22.9**	**3.9**
南下总计	**6.2**	**4.8**	**13.8**	**18.2**	**19.5**	**26.6**	**25.7**	**91.0**	**38.0**	**13.3**

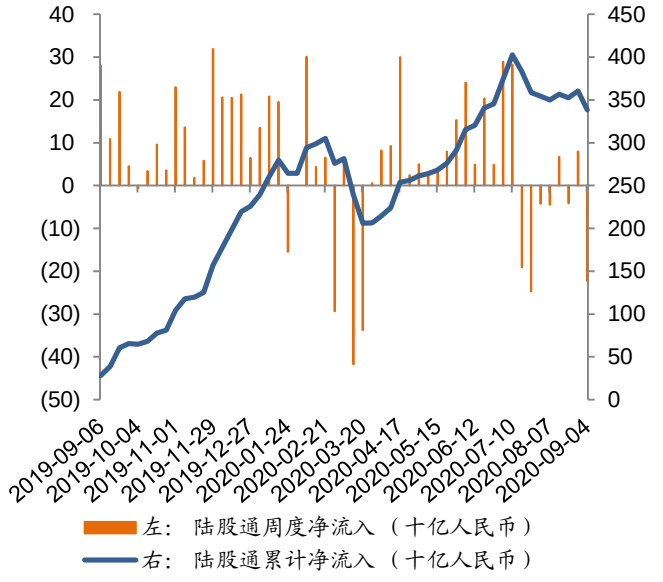
资料来源：万得、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 9 月 4 日

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 4 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 4 日

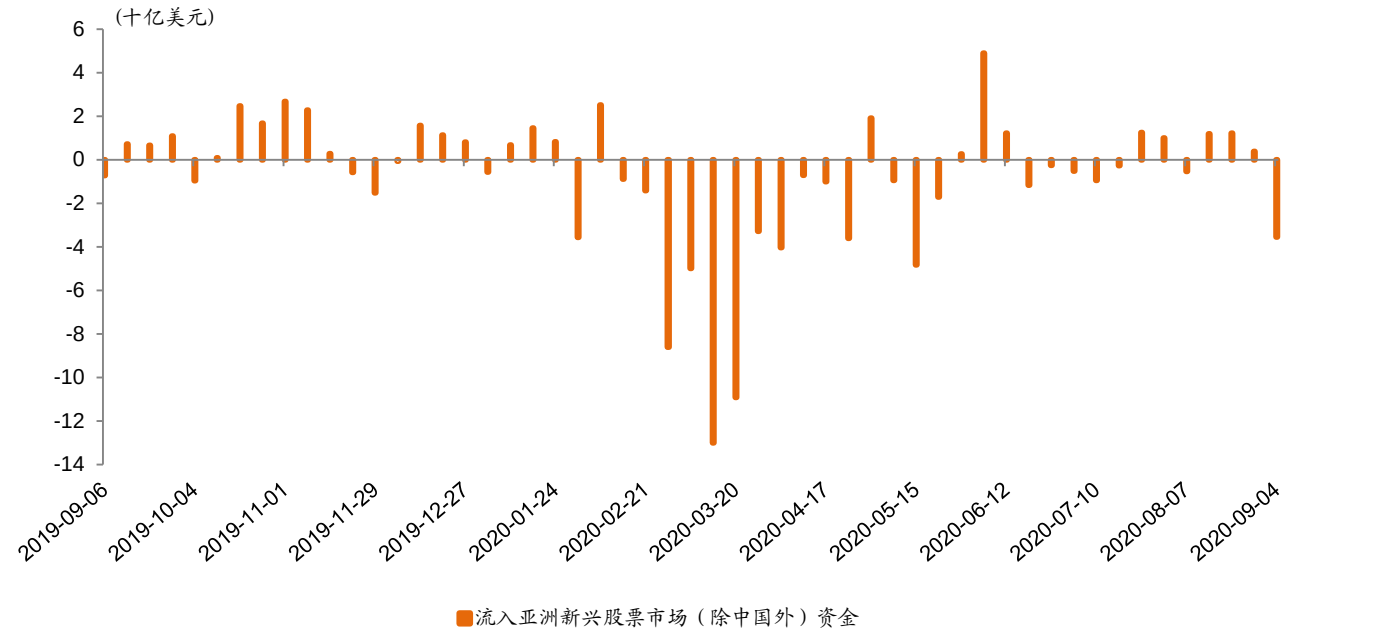
图表 27：北上分板块资金流入

	北上资金净流入									
	每周				每月					MTD
（十亿人民币）	2020/08/14	2020/08/21	2020/08/28	2020/09/04	2020/04	2020/05	2020/06	2020/07	2020/08	2020/09
保险	0.6	-0.5	-0.2	-1.4	-1.7	0.6	1.3	6.3	-1.8	-1.2
日常消费	-0.1	-0.6	0.3	-3.1	10.4	-1.5	-0.9	-11.5	-0.7	-2.0
可选消费	0.1	0.0	0.1	1.2	2.0	4.4	-1.4	-4.0	-0.2	0.3
公用事业	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
能源	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
多元金融	1.6	0.6	-0.4	-0.3	0.5	0.0	2.6	1.6	0.0	-0.2
房地产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.6	0.5	0.0	1.2	0.3	0.0
医疗保健	0.3	0.7	-0.5	-1.4	2.7	2.4	0.8	0.8	1.0	-1.3
原材料	-0.4	0.1	0.9	0.6	0.4	0.3	1.1	0.9	1.4	0.3
通信服务	0.0	0.6	0.9	0.0	0.0	0.3	-0.1	0.0	1.5	0.0
银行	0.9	0.5	0.6	-0.4	1.2	0.0	-1.2	1.3	1.8	-0.6
信息技术	-0.2	3.2	-0.7	1.0	3.7	1.2	8.4	1.6	3.4	0.4
工业	0.3	0.0	2.9	1.1	2.9	2.9	2.9	0.3	4.2	0.8
总计 (前十大个股)	**3.1**	**4.7**	**3.8**	**-2.7**	**22.7**	**11.3**	**13.5**	**-1.6**	**10.9**	**-3.4**
北上总计	**6.7**	**-4.2**	**7.9**	**-22.3**	**53.3**	**30.1**	**52.7**	**10.4**	**-2.0**	**-14.2**

资料来源：万得、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 9 月 4 日

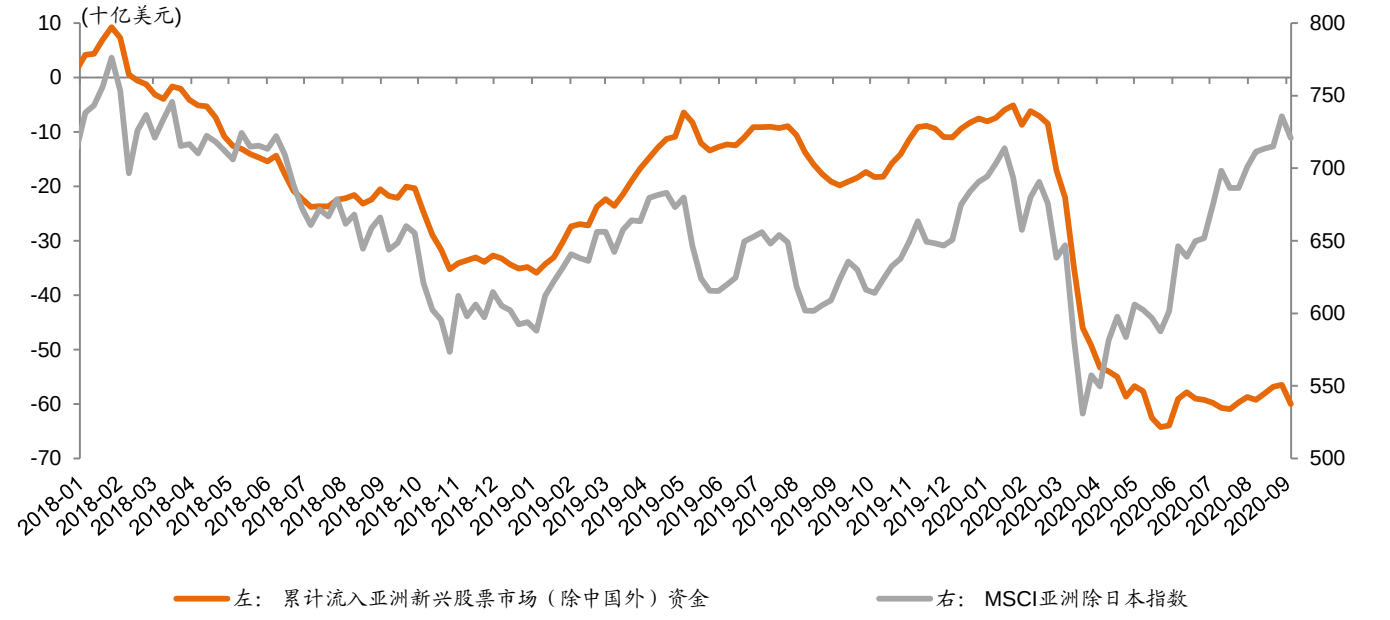
亚洲新兴市场资金流动

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 4 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 4 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	640,429	518.0	652.0	34.6	28.8	36%	0.3%	9%	互联网
BABA US	阿里巴巴	761,339	281.4	288.0	38.3	28.0	38%	0.0%	-43%	电商
JD US	京东	125,192	80.0	84.0	57.6	39.7	31%	0.0%	-46%	电商
2359 HK	药明康德	36,339	113.1	144.0	83.2	66.6	47%	0.3%	-7%	医药
BGNE US	百济神州	21,711	240.2	280.0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-72%	医药
1801 HK	信达生物	9,355	51.8	67.9	n.a.	n.a.	79%	0.0%	-25%	医药
1186 HK	中国铁建	16,258	5.8	12.1	2.9	2.7	n.a.	5.9%	46%	基建
3311 HK	中建国际	4,209	6.5	9.8	5.4	4.4	11%	5.0%	50%	基建
1157 HK	中联重科	9,483	7.9	10.7	11.6	8.7	2%	4.6%	33%	基建设备
631 HK	三一国际	1,771	4.4	6.4	12.6	9.1	4%	3.1%	-16%	机械设备
2688 HK	新奥能源	13,158	90.6	103.0	15.6	13.6	12%	2.3%	39%	公用事业
135 HK	昆仑能源	5,888	5.3	7.6	7.2	5.7	-3%	4.9%	21%	公用事业
728 HK	中国电信	26,315	2.5	3.8	7.9	7.9	12%	5.0%	27%	电信
2018 HK	瑞声科技	7,477	48.0	68.0	27.0	16.6	-15%	1.2%	17%	科技硬件
EDU US	新东方教育	23,652	149.3	175.0	48.5	41.7	17%	0.0%	-58%	教育
1765 HK	希望教育	2,211	2.4	4.2	26.2	19.0	11%	1.4%	22%	教育
2001 HK	新高教集团	1,098	5.5	7.6	13.5	10.2	38%	1.6%	41%	教育
1055 HK	南方航空	12,167	4.3	4.9	n.a.	14.1	-355%	0.2%	236%	交运
914 HK	海螺水泥	44,509	58.2	68.5	7.7	7.8	n.a.	4.1%	-42%	原材料

资料来源：彭博、招商证券（香港）预测；数据截至 2020 年 9 月 4 日

主要报告

策略报告 - 主要股指中期业绩总结 (郭圆涛/钱鹭/张轩扬)

2020 年上半年恒生指数和 MSCI 中国指数营收略低于市场预期，但净利润略微高于预期。市场预期恒生指数、MSCI 中国指数和沪深 300 指数 2021 年营收有 10%-15%的增长及显著的利润率提升。标普 500 指数 2020 年二季度营收和净利润大幅超出市场预期。

美国 8 月劳动力市场复苏继续，但不及表面亮眼 (郭圆涛/张轩扬/钱鹭)

人口普查临聘人员数量上升提振 8 月就业人数。失业率大幅回落至 8.4%，释放进一步的乐观信号。预计就业增长将继续落后于整体经济活动复苏。

8 月 ISM 制造业 PMI：生产活动依然快速追赶需求复苏 (郭圆涛/张轩扬/钱鹭)

ISM 制造业 PMI 进一步上升至 56.0，大幅超出市场预期。新订单增长保持强劲，同时库存水平进一步下降。就业指数在制造业经历了 3 个月的整体扩张过后依然低迷。

中国硬件科技 - 中期业绩总体优于预期，建议股价回调时买入 (陈永豪/苏林)

港股科技板块 2020 年上半年及二季度业绩大多优于预期。科技板块已有反应并回升，业绩后股价表现各有好坏。看好：小米集团（1810 HK），因其智能手机市场份额有望提升，建议于股价回调时买入；瑞声科技（2018 HK），受惠其光学业务持续改善。

基建与机械设备行业 - 二季度业绩明显释放弹性，下半年景气可期 (焦一丁/赵安博)

大型建筑企业和机械设备企业龙头二季度收入同比提升 17%/43%；净利润分别提升 2%/56%；二季度周期行业展现明显弹性。城市群建设为“跨周期调控”及“两个循环”的重要抓手，为周期行业未来数年提供充足增长动力。建筑行业首选中国中铁（390 HK）及中建国际（3311 HK）；机械行业首选中联重科（1157 HK）及三一国际（631 HK）。

中国互联网：互联网龙头在疫情后更具韧性 (刘楠/马牧野/黄耀林)

互联网龙头的二季度业绩基本都大幅超出市场预期。二季度游戏行业增长依旧强劲，而电商行业也已经复苏到了疫情前水平。推荐腾讯、B 站、京东和金山软件。

华夏视听教育(1981 HK) - 江苏放开民办收费，释放利好信号 (王腾杰/李怡珊)

江苏发改委宣布将分三个阶段逐步放开民办高教收费。华夏视听教育旗下的南京传媒学院获列入第一阶段的收费放开名单中。今年学费未获调升，但 2021/22 学年学费调升信心增强，重申买入评级。

华泰证券 (6886 HK) - 构筑平台化发展模式 (罗磊/朱璐颖)

上半年业绩受投行业务，投资收益以及来自联营合营企业收益的推动。公司深化发展平台化业务模式。维持中性评级；目标价 15.0 港元。

教育板块 - K-12 政策面消息波及教育板块 (王腾杰/李怡珊)

近期关于义务教育民办学校的规范性政策使 K-12 股票显著下跌，也波及到高等教育。K-12 风险依然存在，对高教板块影响中性。对所覆盖公司重申买入评级；首选：新高教（2001 HK），希望（1765 HK）和科培（1890 HK）。

锦欣生殖 (1951 HK) - 下半年业务恢复可期 (张皓渊/代方琦)

20 年上半年由于新冠疫情原因，公司收入与经调整净利润分别同比下滑 23%与 42%，符合我们预期。管理层表示二季度中国业务和美国本地客户的初诊数和 IVF 治疗周期数出现复苏迹象。我们维持基于市盈率的目标价于 13.0 港元。维持买入评级，看好公司在辅助生殖行业的龙头地位和外延式并购的潜力。

中国生物制药 (1177 HK) - 近期股价仍处合理估值区间 (张皓渊/代方琦)

20 年上半年经调整盈利同比增长 3%，较我们的预测低 2 个百分点。我们预计 20 年下半年业绩增长仍面临一定压力，但新产品陆续上市和安罗替尼持续销售放量将部分缓解增速的压力。我们认为公司目前估值水平上的风险回报较为合理，我们将目标价调整至 9.1 港元，维持中性评级。

中国交建 (1800 HK) - 运营资产拖累业绩，海外战略困难加大 (焦一丁/赵安博)

上半年收入同比增长 2.4%，净利润同比下降 40.5%，主要受应收账款减值和运营收入下降影响。海外业务上半年收入和毛利率分别同比下降 16%和 1.85 个百分点，受到疫情和国际环境的双重挑战。滚动基期至 2021 年，下调目标价 15.8%至 4.6 港元，以反映公司海外业务面对的不确定性，维持公司中性评级。

航空 - 国内市场复苏带动板块估值修复 (魏芸)

三大航二季度仍处于亏损状态，南航率先实现大幅减亏。暑期国内市场快速恢复，国际市场等待拐点。国内向好趋势带动板块估值修复，上调三大航目标价，维持买入评级。

正通汽车 (1728 HK) - 上半年业绩亏损，厦门国贸入股或催生困境反转 (梁勇活/杨岱东)

上半年受一次性因素及疫情影响，净亏损 13.7 亿元人民币。厦门国贸或成新大股东，公司困境可能反转，业绩及股价向上弹性大。暂时维持中性评级，视乎厦门国贸入股进程重审公司基本面。

中国工商银行 (1398 HK) - 贷款质量和净息差持续承压 (罗磊/朱璐颖)

2020 上半年净利润同比下降，与行业表现一致。贷款质量和净息差持续承压。维持中性评级；下调目标价至 4.6 港元。

中国邮政储蓄银行 (1658 HK) - 净息差压力持续；维持中性评级 (罗磊/朱璐颖)

上半年净利润同比下降，与行业数据一致，净息差收窄。公司预计净息差在 2020 下半年继续受压。维持"中性"评级；下调目标价至 4.2 港元。

交通银行 (3328 HK) - 2020 上半年资产质量如预期承压 (罗磊/朱璐颖)

2020 上半年普通股股东净利润同比下降 16%，主要由于信用减值损失增加。2020 上半年贷款质量承受预期压力；公司和个人贷款的不良率均上升。维持中性；下调目标价至 4.6 港元。

新奥能源 (2688 HK) - 业务前景将日益改善 (王腾杰/萧俊燊)

我们近期举办了新奥能源业绩后非交易路演；管理层对 2020 年下半年和 2021 年的城市燃气销气量增长前景感到乐观。更多大型工业园区的投产将进一步促进综合能源业务的增长。维持买入评级；20 财年或会宣派特别股息（占新增派息率约 5 个百分点，派息率由去年的 32%提高至 37%）。

中国铁建 (1186 HK) - 二季度收入快速反弹，预计下半年保持高景气 (焦一丁/赵安博)

二季度收入同比提升 15%，净利润同比提升 17%。受疫情影响上半年经营性现金流净流出同比增加 156 亿元人民币，公司预计全年经营性现金流与净利润匹配。滚动估值基期至 2021 年，上调目标价 3%至 12.1 港元，维持买入评级。

中国中铁 (390 HK) - 二季度收入快速反弹，行业表现最佳 (焦一丁/赵安博)

二季度收入同比提升 28%，大幅超预期；在资产减值大幅增长的情况下二季度净利润同比提升 18%，收入和净利润表现均优于同业。上半年新订单同比提升 24%，在跨周期刺激政策持续发酵的情况下，我们上调公司 2020 年收入预测 7.5%。滚动基期至 2021 年，上调目标价 27%至 7.8 港元，我们预计公司下半年的经营情况将领跑行业，维持买入评级。

敏实集团 (425 HK) - 基本面低谷期已过，新业务突飞猛进 (梁勇活/杨岱东)

上半年净利润同比下降 58.6%，规模效应减弱致毛利率承压。新订单强劲增长，轻量化智能化及电动化业务进入爆发周期。上调 2021-22E 盈利预测 5%/6%，上调目标价至 35.0 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