2020 年 8 月 31 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 (2020/08/31)

PMI和工业企业利润数据显示中国经济复苏稳步向前

- **中美双方就第一阶段经贸协议通话**
- **美联储宣布将平均通胀目标引入其货币政策框架**
- **日本首相安倍晋三突然宣布因个人健康原因辞职**

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）中美关系：北京时间8月25日，中国商务部和美国贸易谈判代表处同时发布公告称：中国国务院副总理刘鹤与美国贸易代表莱特希泽和财政部长姆努钦通话。双方就加强两国宏观经济政策协调、中美第一阶段经贸协议落实等问题进行了具有建设性的对话。双方同意创造条件和氛围，继续推动中美第一阶段经贸协议落实。**2）美国大选：**在上周举行的共和党全国代表大会上，现任总统唐纳德·特朗普正式获得共和党提名，将在11月3日的总统大选上寻求连任。**3）**北京时间8月27日晚，美联储主席鲍威尔公布了期待已久的货币政策框架修订结果。美联储正式将平均通胀目标政策引入其货币策略中，这表明当通胀持续低于2%一段时间后，美联储将采用合适的货币政策，允许通胀在接下来一定时期内适度处在高于2%的水平。此外，就劳动力市场，美联储今后会将重点关注放在实际就业相对于最大就业的“不足”，而不再是以前关注的实际与最大就业的双向“偏离”。以上两项变动都意味着，在平均通胀政策下，经济衰退之后的加息周期将比标准通胀目标政策下的加息周期更晚到来。4）8月28日，日本首相安倍晋三突然宣布由于身体健康原因，将辞去首相和执政党自由民主党总裁职位。其于2007年结束的第一个首相任期也因同样健康原因而辞职。根据媒体报道，自民党预计将于9月中旬选出新任党首，将成为日本新任首相。

宏观经济数据：中国方面：1）8月官方制造业PMI为51.0，略微不及预期的51.2（7月：51.1）；8月官方非制造业PMI录得55.2，远超预期的54.2（7月：54.2）。2）7月规模以上工业企业利润同比增长19.6%（6月：11.5%）。**美国方面：**1）7月新屋销售环比为13.9%，远超预期的1.3%（6月：15.1%）。2）7月耐用品订单环比大涨11.2%，大幅超过预期的4.3%（6月：7.7%）。3）截止至8月22日当周首次申请失业补助人数为1,006,000，高过预期的1,000,000（之前一周：1,104,000）。4）7月个人消费支出环比增长1.9%，超出预期的1.5%（6月：6.2%）。5）7月个人收入环比增长0.4%，好于预期的-0.2%（6月：-1.0%）。6）7月个人储蓄率下滑至17.8%（6月：19.2%）。7）8月密歇根大学消费者信心指数终值录得74.1，好于预期的72.8（8月初值：72.8；7月终值：72.5）。8）二季度GDP环比年化二读上修至-31.7%，略好过预期的-32.5%（初值：-32.9%）。

股市概况：过去一周恒生/MSCI中国/沪深300指数分别上涨1.2%/4.0%/2.7%。**MSCI中国：**可选消费（+7.8%）和日常消费（+7.1%）板块跑赢大市，公用事业（-2.9%）和银行（-1.9%）板块则表现不佳。**A股市场：**日常消费（+5.9%）和医疗保健（+3.7%）板块跑赢大市，电信（-1.8%）和公用事业（-1.5%）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/16.2倍/14.9倍前瞻市盈率（过去三年的中值水平为11.2倍/12.4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。

相关报告

1. 美联储修订政策框架；引入平均通胀目标 (2020/08/29)
2. 美国7月企业设备投资意外录得大幅回升 (2020/08/27)
3. 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)
4. 美国7月零售增速显著放缓 (2020/08/15)
5. 美国7月消费者价格通胀显著回升 (2020/08/13)
6. 盈利预测晴雨表 (2020/08/13)
7. 招证国际策略周报 (2020/08/10) - 中美紧张局势短期内令市场承压 (2020/08/10)
8. 美国7月劳动力市场复苏开始放缓 (2020/08/08)
9. 通往白宫之路 II (2020/08/06)
10. 英格兰银行按兵不动，静待更多信息 (2020/08/06)

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 21

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		2020-08-02	2020-09-01
财新服务业 PMI	26.5	43.0	44.4	55.0	58.4	54.1		2020-08-04	2020-09-03
财新综合 PMI	27.5	46.7	47.6	54.5	55.7	54.5		2020-08-04	2020-09-03
出口同比%	-17.2	-6.6	3.4	-3.2	0.5	7.2		2020-08-06	2020-09-07
进口同比%	-4.0	-1.1	-14.2	-16.6	2.7	-1.4		2020-08-06	2020-09-07
贸易帐顺差 (十亿美元)	-7.1	20.1	45.2	63.0	46.4	62.3		2020-08-06	2020-09-07
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			2020-07-26	2020-08-27
规模以上工业企业利润累计同比%	-38.3	-36.7	-27.4	-19.3	-12.8			2020-07-26	2020-08-27
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 个月 SHIBOR%	2.43	1.93	1.40	1.45	2.13	2.59			
美元兑人民币	6.99	7.08	7.06	7.14	7.07	6.98			

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
	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		2020-08-03	2020-09-01
ISM 服务业 PMI	57.3	52.5	41.8	45.4	57.1	58.1		2020-08-05	2020-09-03
Markit 制造业 PMI	50.7	48.5	36.1	39.8	49.8	50.9	53.6	2020-08-21	2020-09-01
Markit 服务业 PMI	49.4	39.8	26.7	37.5	47.9	50.0	54.8	2020-08-21	2020-09-03
Markit 综合 PMI	49.6	40.9	27.0	37.0	47.9	50.3	54.7	2020-08-21	2020-09-03
耐用品订单环比%	2.0	-16.7	-18.3	15.0	7.7	11.2		2020-08-26	2020-09-02
扣除运输类耐用品订单环比%	-0.3	-1.8	-8.3	3.4	4.0	2.4		2020-08-26	2020-09-02
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	1.9		2020-08-26	2020-09-02
工厂订单环比%	0.2	-11.0	-13.5	7.7	6.2			2020-08-04	2020-09-02
扣除运输类工厂订单环比%	-1.1	-4.0	-8.9	2.6	4.4			2020-08-04	2020-09-02
工业产出环比%	0.1	-4.3	-12.8	0.9	5.7	3.0		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		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		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	4,313.8	167.0	950.0	2020-08-05	2020-09-02
非农就业人口变动(千人)	251	-1,373	-20,787	2,725	4,791	1,763	1,400	2020-08-07	2020-09-04
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	9.8	2020-08-07	2020-09-04
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)	-34.7	-42.3	-49.8	-54.8	-50.7			2020-08-05	2020-09-03
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			
3 个月美国国债利率%	1.27	0.06	0.08	0.12	0.13	0.08			
十年期美国国债利率%	1.15	0.67	0.64	0.65	0.66	0.53			
美元指数	98.1	99.0	99.0	98.3	97.4	93.3			

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%	6.3%	7.8%	28.3%	23.8%	19.0%	37.3%
沪深 300	2.7%	3.0%	6.0%	25.6%	22.9%	18.3%	27.4%
美国标普 500	3.3%	4.0%	9.0%	15.8%	18.7%	8.6%	21.5%
韩国 KOSPI	2.1%	-2.2%	4.3%	16.0%	18.5%	7.1%	21.3%
台湾 TWSE	1.0%	-0.5%	1.1%	16.3%	12.7%	6.1%	22.0%
MSCI 亚太区除日本外	2.7%	2.8%	4.9%	21.9%	13.7%	4.7%	18.8%
MSCI 新兴市场	2.7%	2.6%	3.7%	21.2%	11.5%	0.6%	16.2%
俄罗斯 MOEX	-0.5%	-2.7%	2.9%	7.2%	7.0%	-2.2%	11.3%
马来西亚 KLCI	-3.3%	-2.5%	-5.3%	4.6%	2.9%	-4.0%	-4.1%
印度 Sensex	2.7%	4.2%	2.5%	22.6%	3.1%	-4.3%	5.4%
日本 Topix	0.1%	-1.1%	2.3%	1.7%	6.2%	-6.8%	7.7%
香港恒生	1.2%	0.9%	2.6%	9.9%	-2.7%	-9.8%	-0.8%
欧洲 STOXX	1.0%	0.2%	0.3%	3.7%	-1.8%	-11.3%	-1.1%
巴西 IBOV	0.6%	0.8%	-1.9%	17.5%	-1.9%	-11.7%	4.0%
印尼 JCI	1.4%	1.9%	4.6%	13.4%	-1.9%	-15.1%	-14.9%
泰国 SET	1.9%	-0.3%	-1.3%	-1.1%	-1.3%	-16.2%	-18.2%
新加坡海峡时报	0.4%	-1.6%	-1.7%	1.0%	-15.7%	-21.2%	-16.9%
菲律宾 PSEi	-2.0%	-3.2%	-0.7%	5.6%	-13.3%	-24.7%	-25.0%

资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 8 月 28 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%	4.2%	8.1%	30.7%	25.2%	19.9%	33.0%
MSCI 中国	4.0%	6.3%	7.8%	28.3%	24.5%	19.6%	38.9%
美国标普 500	3.3%	4.0%	9.0%	15.8%	18.7%	8.6%	21.5%
台湾 TWSE	1.0%	-0.4%	0.9%	18.7%	16.1%	7.9%	30.3%
韩国 KOSPI	3.1%	-1.9%	5.7%	21.2%	20.8%	4.9%	24.4%
MSCI 亚太区除日本外	2.7%	2.8%	4.9%	21.9%	13.7%	4.7%	18.8%
MSCI 新兴市场	2.7%	2.6%	3.7%	21.2%	11.5%	0.6%	16.2%
日本 Topix	0.5%	-0.1%	1.9%	3.9%	9.0%	-3.7%	8.3%
马来西亚 KLCI	-2.9%	-1.8%	-3.3%	9.3%	4.1%	-5.7%	-2.9%
欧洲 STOXX	2.0%	0.6%	1.6%	11.3%	6.1%	-6.1%	6.1%
印度 Sensex	5.2%	6.5%	4.8%	26.7%	2.0%	-6.9%	3.3%
香港恒生	1.2%	1.0%	2.6%	9.9%	-2.2%	-9.4%	0.5%
俄罗斯 MOEX	0.5%	-4.3%	0.6%	1.6%	-3.1%	-18.1%	0.1%
印尼 JCI	2.4%	4.6%	4.8%	14.9%	-3.1%	-18.8%	-16.7%
泰国 SET	3.4%	-0.3%	0.4%	1.3%	0.1%	-19.3%	-19.4%
菲律宾 PSEi	-1.4%	-2.6%	1.0%	10.4%	-8.4%	-20.9%	-18.8%
新加坡海峡时报	1.5%	-0.8%	-0.2%	5.2%	-13.4%	-22.0%	-15.1%
巴西 IBOV	3.8%	0.3%	-6.8%	15.0%	-19.1%	-34.8%	-20.6%

资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 8 月 28 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	8.5%	12.8%	47.6%	45.4%	57.8%	21.4%	18.0%
汽油	2.4%	5.7%	3.9%	31.7%	-5.7%	-22.5%	-21.8%
WTI 原油	1.5%	2.3%	4.7%	27.5%	-4.0%	-29.6%	-23.0%
布伦特原油	1.6%	0.6%	4.2%	27.7%	-10.8%	-31.7%	-25.5%
热油	0.7%	-1.7%	-2.1%	31.4%	-18.4%	-40.0%	-34.3%
金属							
银	2.7%	4.0%	13.4%	57.8%	65.0%	53.3%	50.2%
铁矿石	0.6%	3.1%	7.2%	25.5%	38.1%	34.0%	38.7%
金	1.3%	1.0%	0.9%	14.2%	23.9%	29.0%	27.9%
锌	2.4%	6.2%	12.0%	30.0%	24.4%	10.7%	11.4%
镍	4.6%	7.0%	12.5%	25.5%	25.4%	9.6%	-4.5%
铜	2.7%	4.7%	2.9%	25.0%	18.3%	8.0%	17.2%
铝	2.0%	3.1%	4.4%	17.1%	6.2%	-0.6%	3.1%
铂	1.1%	-1.2%	-1.9%	11.0%	7.7%	-4.2%	3.2%
农产品							
大豆	5.5%	5.2%	6.0%	12.2%	7.6%	0.8%	11.5%
咖啡	5.8%	10.8%	15.9%	28.3%	15.4%	-2.0%	34.9%
小麦	2.3%	7.9%	3.0%	4.8%	1.9%	-3.5%	14.2%
糖	-1.8%	-3.8%	4.9%	16.7%	-12.9%	-6.1%	10.8%
棉花	1.0%	3.3%	6.2%	11.8%	4.5%	-6.8%	10.3%
玉米	5.8%	6.6%	8.1%	5.6%	-5.6%	-10.8%	-4.6%
活牛	-2.4%	-4.1%	2.3%	1.7%	-8.4%	-17.2%	-1.8%
瘦肉猪	-1.1%	-0.3%	-1.0%	-5.8%	-13.8%	-24.9%	-15.5%

资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 8 月 28 日

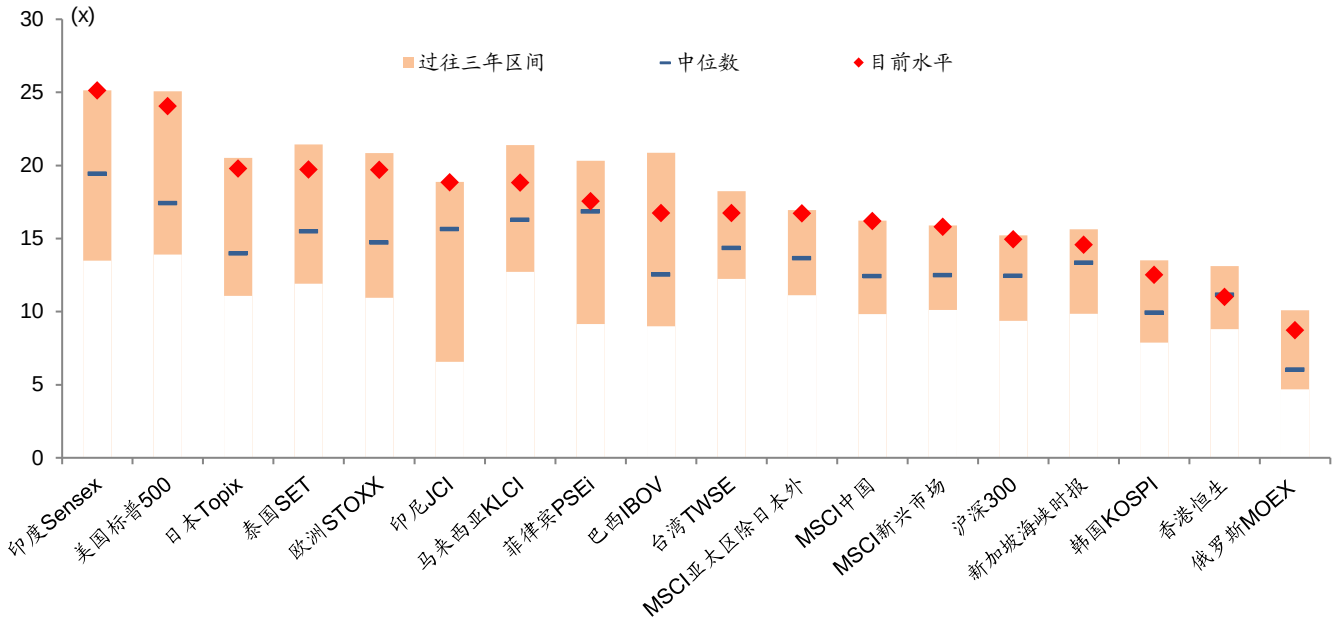
图表 6：主要货币兑美元表现（根据年初至今表现排序）

	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	2.0%	0.8%	1.5%	10.1%	11.4%	8.4%	12.7%
瑞士法郎	0.8%	0.5%	1.4%	6.6%	6.7%	6.9%	8.5%
欧元	0.9%	0.5%	1.5%	7.4%	8.0%	6.0%	7.5%
澳大利亚元	2.9%	2.7%	2.9%	10.5%	13.2%	4.9%	9.2%
菲律宾比索	0.3%	0.6%	1.5%	4.6%	5.2%	4.5%	8.0%
日元	0.4%	1.2%	-0.3%	2.1%	2.4%	3.0%	0.6%
新台币	0.1%	0.1%	-0.2%	2.1%	3.0%	2.0%	6.9%
中国人民币	0.8%	1.2%	2.0%	4.1%	1.8%	1.4%	4.4%
英镑	2.0%	2.0%	3.1%	8.2%	4.2%	0.7%	9.1%
越南盾	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	0.3%	0.0%	0.2%
新西兰元	3.1%	3.1%	1.2%	8.3%	7.9%	0.0%	6.4%
加拿大元	0.6%	1.3%	1.9%	5.0%	2.4%	-0.9%	1.5%
新加坡元	1.0%	0.9%	1.5%	4.2%	2.6%	-1.0%	2.2%
马来西亚林吉特	0.3%	0.7%	2.1%	4.6%	1.2%	-1.8%	1.2%
韩元	0.2%	0.0%	1.1%	4.6%	2.6%	-2.4%	2.5%
印度卢比	2.0%	2.1%	2.0%	3.2%	-1.7%	-2.8%	-2.2%
智利比索	2.0%	2.5%	-1.5%	3.8%	5.4%	-3.3%	-7.2%
泰铢	1.5%	0.1%	1.2%	2.4%	1.4%	-4.3%	-1.5%
印度尼西亚卢比	1.0%	1.1%	-0.7%	0.6%	-2.1%	-5.2%	-2.5%
墨西哥比索	1.0%	1.0%	0.8%	1.8%	-9.7%	-13.2%	-8.0%
南非兰特	3.4%	4.8%	-0.5%	4.7%	-5.6%	-15.8%	-7.5%
俄罗斯卢布	1.1%	-1.6%	-2.2%	-5.1%	-9.7%	-16.2%	-10.0%
土耳其里拉	-0.2%	0.5%	-5.2%	-7.0%	-14.8%	-18.8%	-20.8%
阿根廷比索	-0.6%	-1.1%	-2.5%	-7.5%	-15.9%	-19.1%	-21.6%
巴西里尔	4.3%	0.6%	-4.3%	0.4%	-17.0%	-25.3%	-22.7%

资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 8 月 28 日

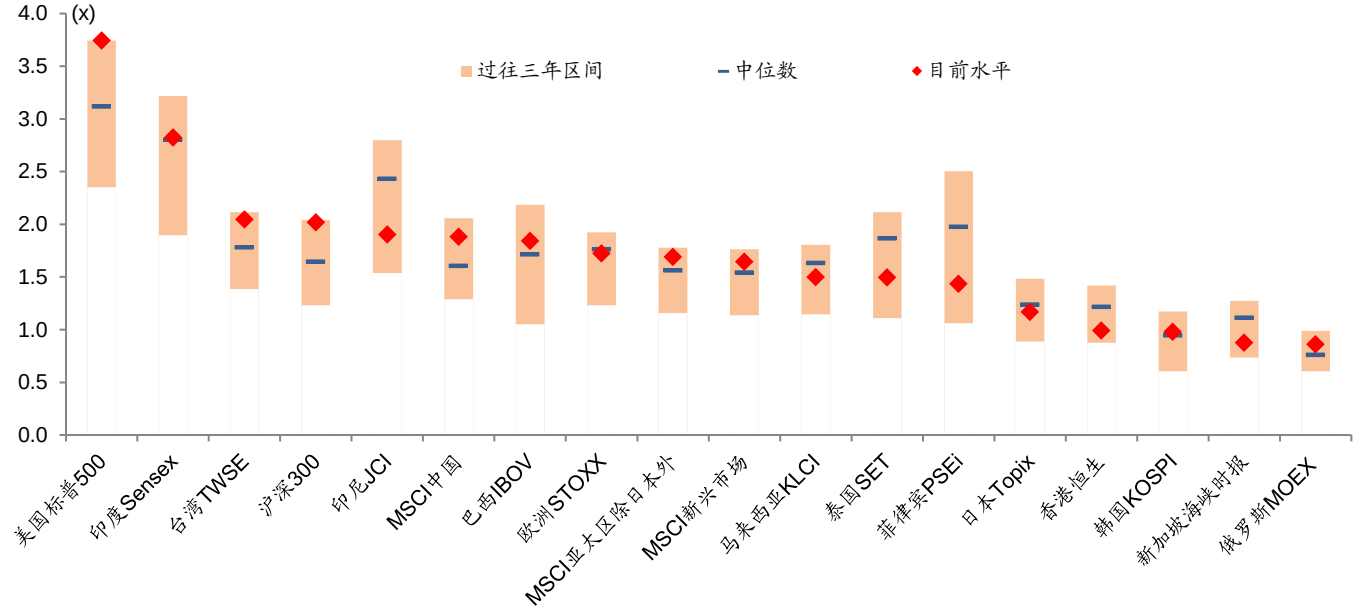
全球股票市场估值

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 8 月 28 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 8 月 28 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	7.8%	13.1%	17.4%	48.6%	46.9%	43.6%	74.3%
日常消费	7.1%	7.5%	8.0%	36.1%	49.3%	40.0%	46.1%
信息技术	5.9%	6.3%	9.7%	45.9%	30.4%	41.0%	78.6%
医疗保健	4.5%	6.5%	5.3%	32.1%	36.0%	44.7%	57.7%
通信服务	3.4%	5.9%	2.4%	27.8%	28.5%	28.6%	45.6%
原材料	1.3%	3.1%	6.6%	25.9%	14.8%	9.8%	34.6%
工业	0.8%	-0.2%	3.7%	14.9%	7.7%	1.8%	14.2%
房地产	-0.7%	-1.1%	3.1%	8.8%	-4.2%	-14.0%	7.6%
多元金融	-1.3%	0.2%	4.1%	28.9%	12.9%	5.2%	24.1%
保险	-1.3%	-1.1%	1.5%	12.6%	-3.4%	-12.9%	-8.7%
能源	-1.4%	-1.2%	0.5%	-1.1%	-13.6%	-28.6%	-20.8%
银行	-1.9%	-2.4%	-1.6%	-6.5%	-9.8%	-17.6%	-4.8%
公用事业	-2.9%	-4.8%	-4.1%	-1.4%	-6.2%	-14.1%	-12.8%
MSCI 中国	**4.0%**	**6.3%**	**7.8%**	**28.3%**	**23.8%**	**19.0%**	**37.3%**

资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 8 月 28 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	3.6%	6.3%	8.9%	15.9%	18.7%	20.8%	27.0%
日常消费	3.0%	1.1%	0.1%	6.1%	20.6%	17.6%	6.4%
信息技术	1.8%	0.0%	1.7%	13.7%	5.3%	18.5%	30.1%
医疗保健	0.5%	0.2%	-2.3%	3.0%	9.9%	21.6%	14.9%
通信服务	-0.5%	-0.4%	-5.0%	-0.3%	3.8%	8.1%	6.1%
原材料	-2.6%	-3.0%	-1.2%	-1.9%	-7.2%	-7.7%	-2.0%
工业	-3.0%	-6.1%	-3.9%	-10.4%	-13.0%	-14.5%	-16.8%
房地产	-4.5%	-7.0%	-4.4%	-15.2%	-22.6%	-27.7%	-21.6%
多元金融	-5.1%	-5.7%	-3.4%	0.5%	-8.8%	-11.6%	-9.6%
保险	-5.1%	-7.0%	-5.9%	-12.2%	-21.9%	-26.8%	-33.5%
能源	-5.2%	-7.1%	-6.8%	-22.9%	-30.2%	-40.0%	-42.3%
银行	-5.6%	-8.2%	-8.8%	-27.1%	-27.2%	-30.7%	-30.6%
公用事业	-6.7%	-10.4%	-11.0%	-23.1%	-24.2%	-27.8%	-36.5%

资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 8 月 28 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
日常消费	5.9%	8.5%	10.6%	40.4%	64.4%	57.7%	58.1%
医疗保健	3.7%	3.2%	2.9%	34.0%	47.4%	57.4%	65.4%
信息技术	1.4%	0.2%	3.7%	25.4%	12.1%	32.6%	50.6%
工业	1.3%	1.1%	7.4%	26.4%	24.6%	22.8%	27.8%
可选消费	1.2%	0.9%	6.2%	26.3%	23.4%	19.8%	28.7%
银行	0.7%	0.4%	5.3%	8.5%	5.7%	-5.2%	4.3%
原材料	0.1%	1.4%	5.2%	27.6%	24.5%	21.6%	33.9%
多元金融	-0.3%	1.9%	7.1%	37.8%	27.7%	20.0%	33.2%
能源	-0.8%	0.0%	2.2%	13.0%	2.0%	-9.0%	-7.2%
保险	-0.8%	-0.3%	4.5%	13.8%	6.0%	-4.8%	-4.8%
房地产	-1.0%	-1.6%	4.6%	17.1%	11.9%	2.7%	13.1%
公用事业	-1.5%	1.6%	4.7%	15.8%	15.6%	5.4%	2.2%
电信	-1.8%	-1.3%	1.9%	14.0%	-0.1%	9.8%	7.9%
沪深 300	**2.7%**	**3.0%**	**6.0%**	**25.6%**	**22.9%**	**18.3%**	**27.4%**

资料来源：万得、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 8 月 28 日

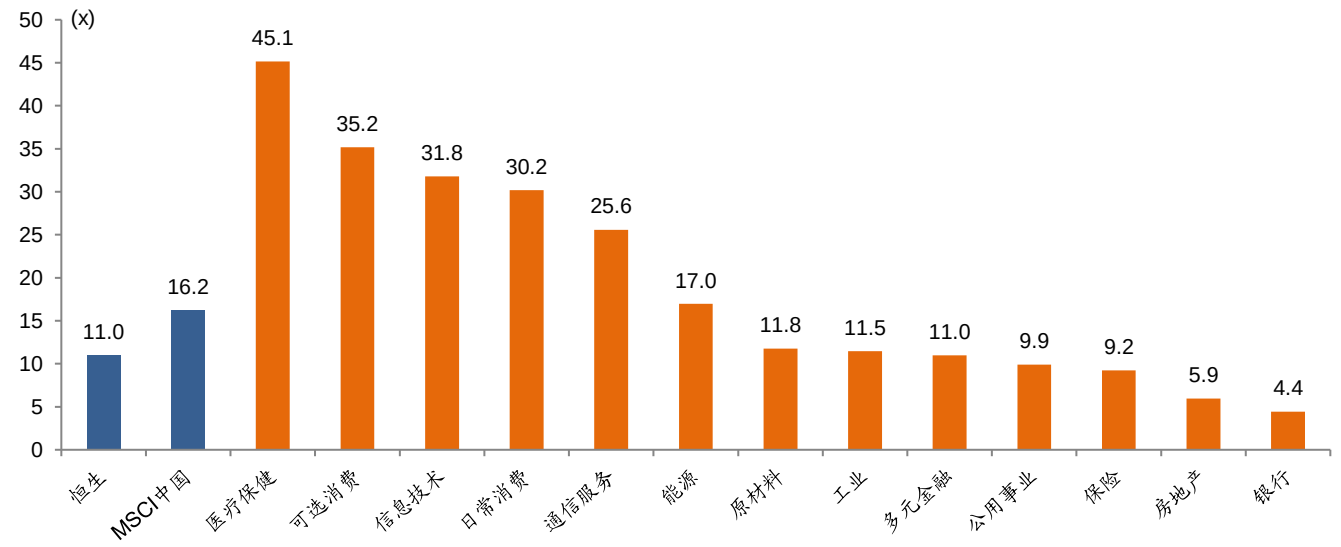
图表 12：沪深 300 中国指数分行业相对表现（根据过去一周表现排序）

	相对表现						
	一周	两周	1 个月	3 个月	6 个月	年初至今	12 个月
日常消费	3.1%	5.4%	4.3%	11.8%	33.7%	33.4%	24.1%
医疗保健	1.0%	0.3%	-2.9%	6.7%	19.9%	33.1%	29.8%
信息技术	-1.2%	-2.7%	-2.2%	-0.1%	-8.8%	12.1%	18.2%
工业	-1.3%	-1.8%	1.3%	0.7%	1.3%	3.9%	0.3%
可选消费	-1.4%	-2.0%	0.2%	0.5%	0.3%	1.3%	1.1%
银行	-1.9%	-2.5%	-0.7%	-13.6%	-14.1%	-19.8%	-18.1%
原材料	-2.4%	-1.6%	-0.8%	1.6%	1.3%	2.9%	5.1%
多元金融	-2.9%	-1.0%	1.0%	9.7%	3.9%	1.4%	4.6%
能源	-3.4%	-2.9%	-3.6%	-10.1%	-17.0%	-23.1%	-27.1%
保险	-3.4%	-3.2%	-1.4%	-9.4%	-13.8%	-19.5%	-25.3%
房地产	-3.5%	-4.4%	-1.4%	-6.7%	-9.0%	-13.2%	-11.2%
公用事业	-4.1%	-1.3%	-1.3%	-7.8%	-6.0%	-10.8%	-19.8%
电信	-4.4%	-4.1%	-3.9%	-9.2%	-18.8%	-7.1%	-15.3%

资料来源：万得、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 8 月 28 日

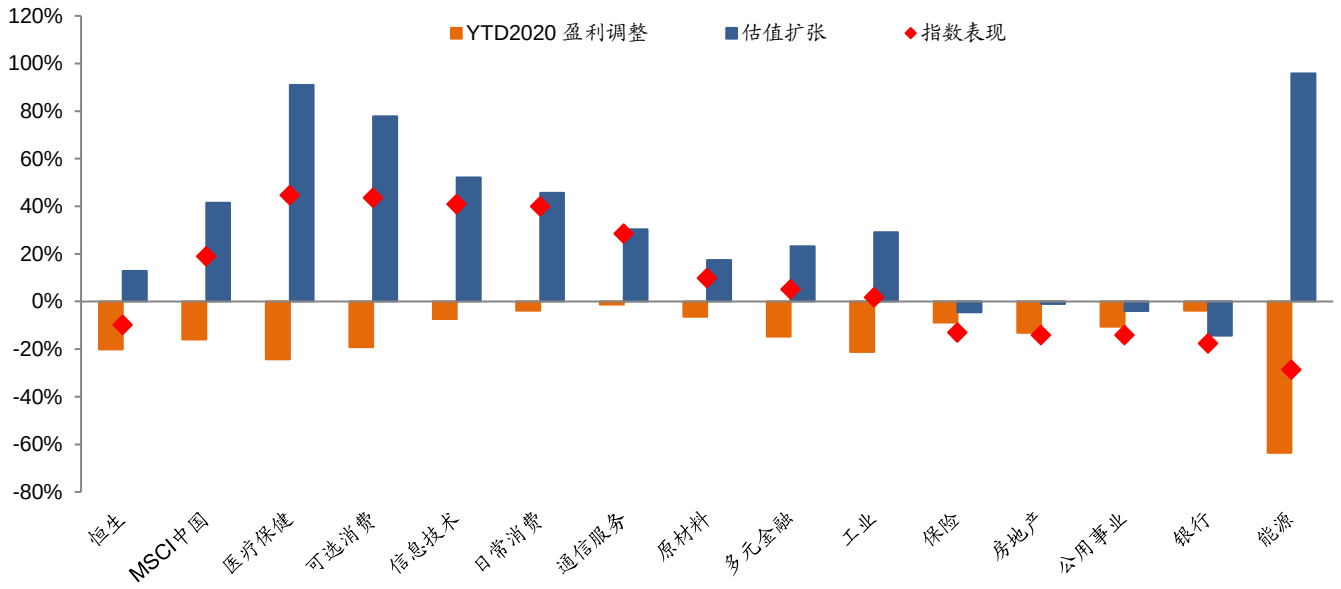
分行业估值

图表 13：MSCI 中国指数分行业前瞻市盈率（12 个月前瞻市盈率）



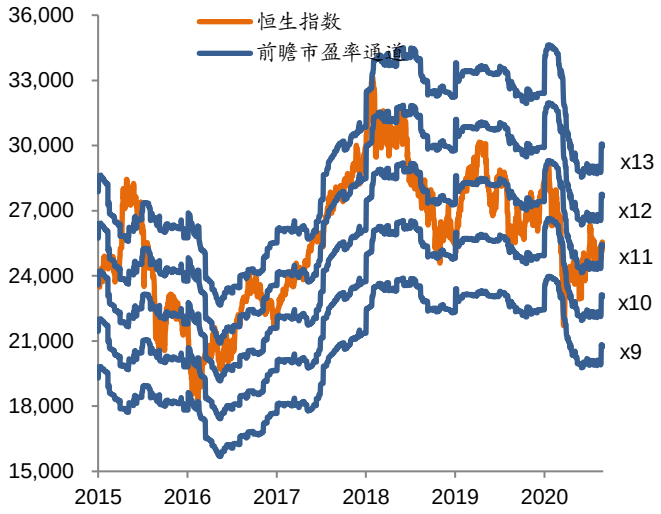
资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 8 月 28 日

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



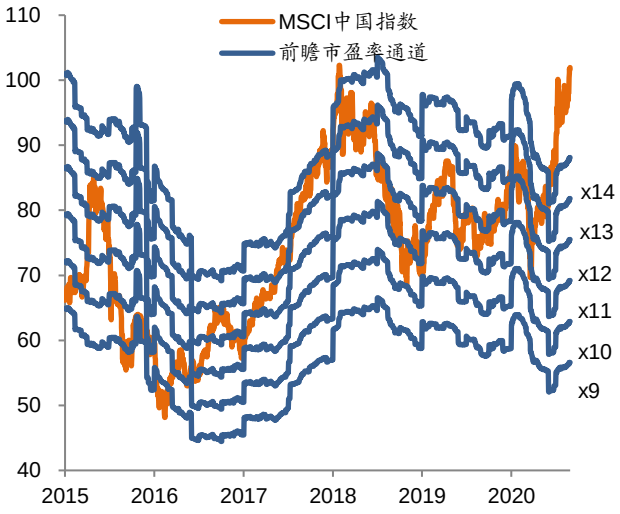
资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 8 月 28 日

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 8 月 28 日

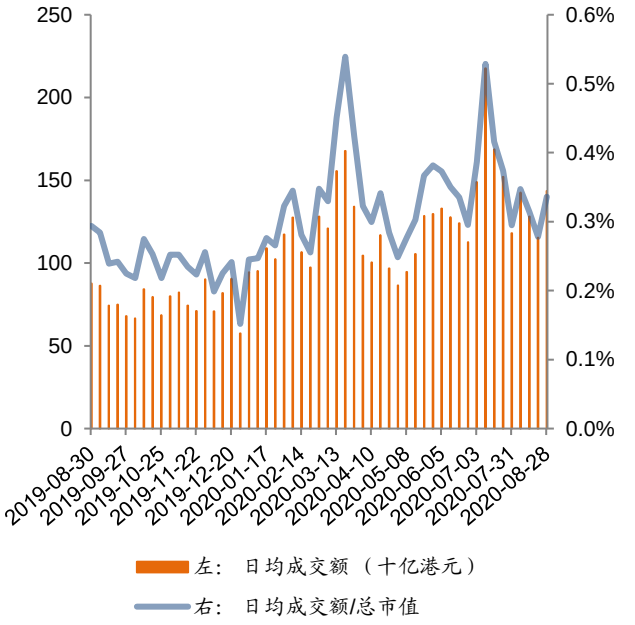
图表 16：MSCI 中国指数市盈率通道



资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 8 月 28 日

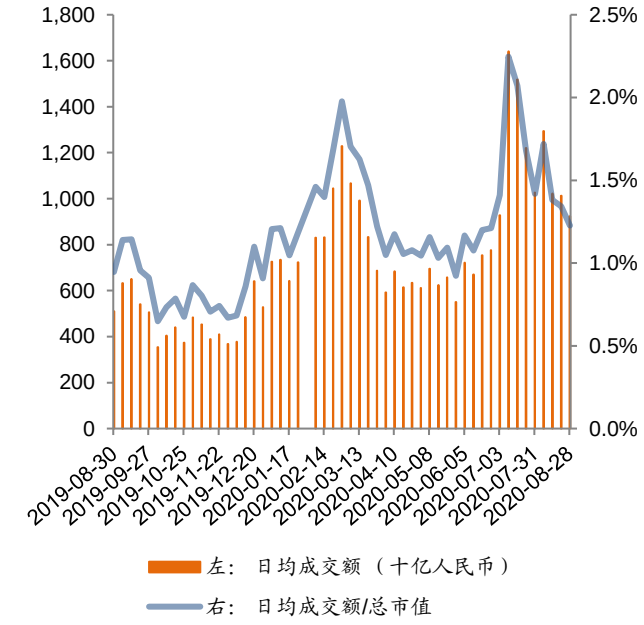
市场成交额

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 8 月 28 日

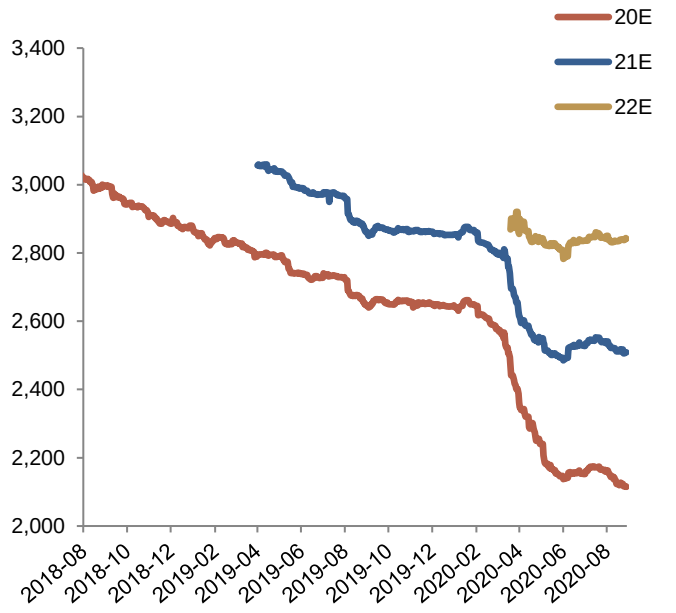
图表 18：A 股市场日均成交额



资料来源：万得、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 8 月 28 日

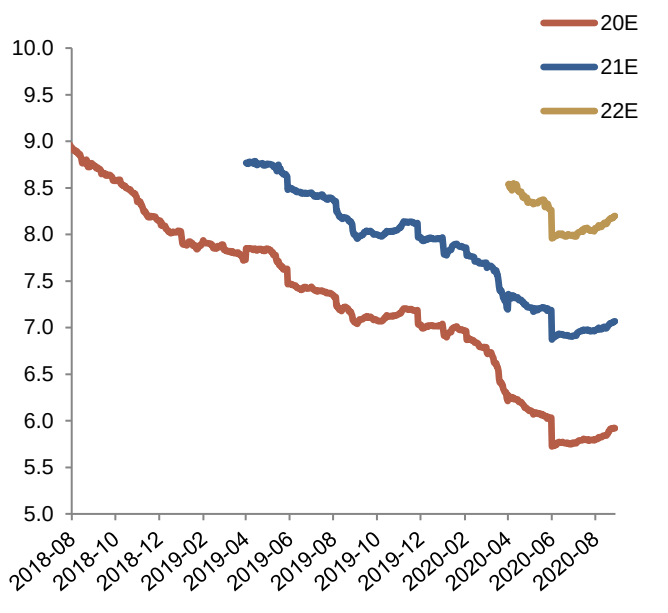
盈利预测调整

图表 19：恒生指数 EPS 一致预测调整



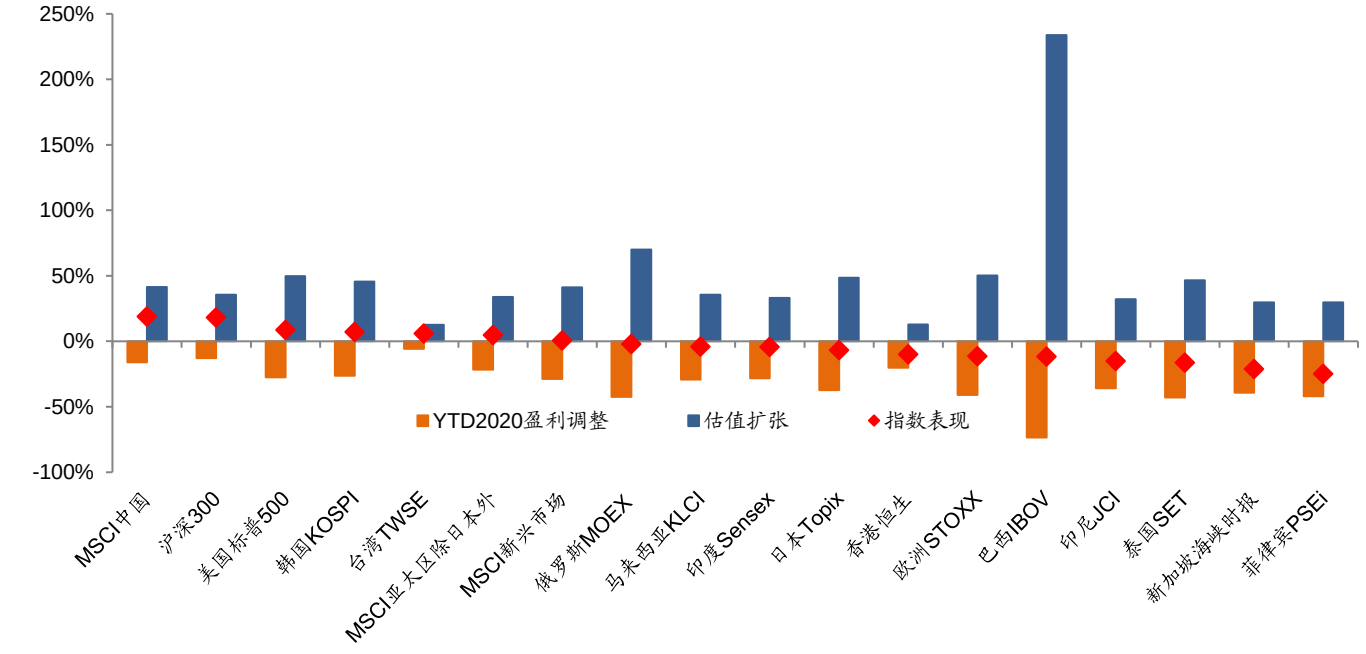
资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 8 月 28 日

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 8 月 28 日

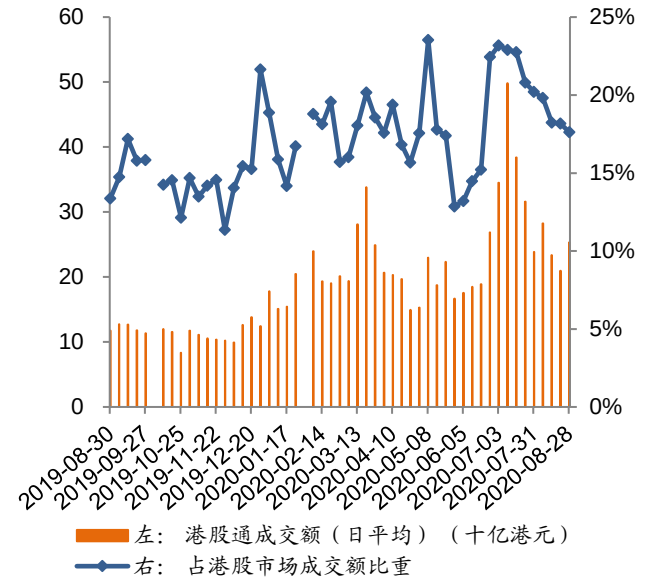
图表 21：主要股指年初至今股价表现：估值变化和盈利调整



资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 8 月 28 日

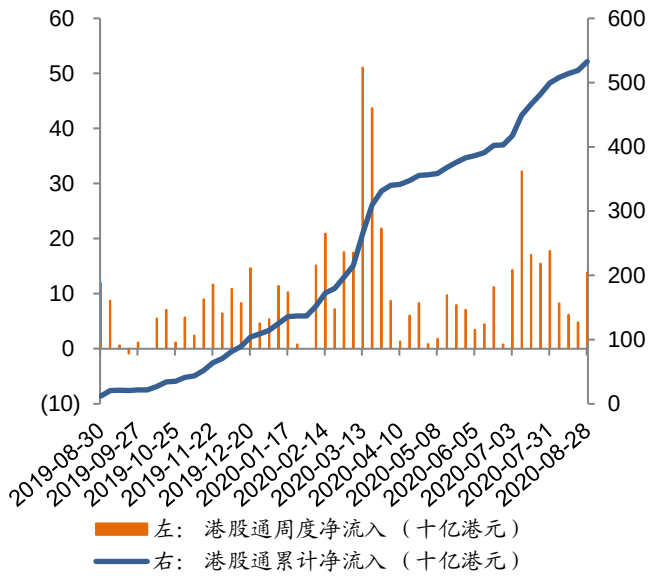
陆港通

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 8 月 28 日

图表 23：南下资金净流入



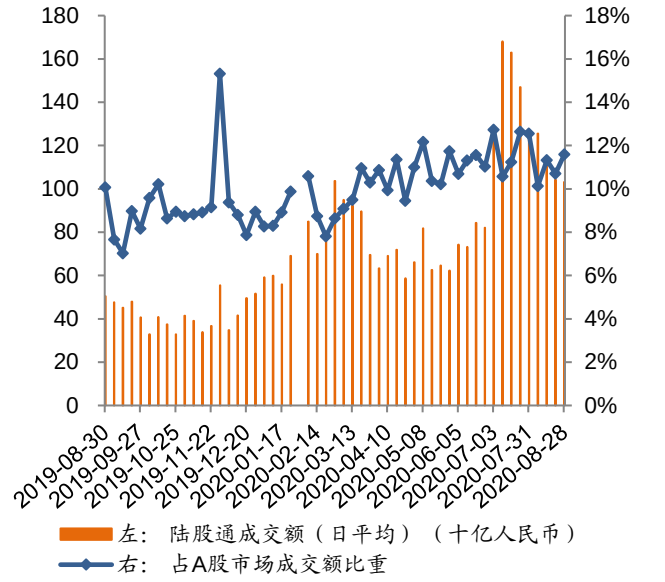
资料来源：万得、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 8 月 28 日

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）	2020/08/07	2020/08/14	2020/08/21	2020/08/28	2020/03	2020/04	2020/05	2020/06	2020/07	2020/08
房地产	0.0	0.0	0.1	0.0	4.0	-1.9	-1.1	-0.5	-0.4	0.1
工业	0.0	0.1	0.0	0.1	0.1	0.2	0.2	0.0	0.1	0.2
公用事业	0.0	0.0	-0.3	0.0	0.0	0.4	0.0	0.0	0.4	-0.3
能源	0.0	0.0	0.0	0.0	1.3	0.1	-0.2	0.0	0.5	0.0
原材料	0.3	-0.3	0.0	0.0	0.3	0.2	-0.3	-0.1	0.8	0.0
保险	0.0	0.2	1.3	0.4	1.5	1.6	-1.3	-1.5	1.3	2.0
多元金融	0.2	0.0	-0.1	0.0	0.6	-0.1	-0.9	2.4	3.3	0.0
银行	-0.1	-0.3	0.2	0.0	45.9	5.1	5.7	2.2	3.8	-0.3
医疗保健	-0.4	-0.4	-0.7	-0.2	1.2	3.7	5.2	2.2	3.8	-1.6
日常消费	1.4	1.0	0.7	0.5	1.5	0.5	5.6	0.9	4.2	3.6
信息技术	-0.7	-0.6	-1.1	2.0	0.0	-3.0	2.8	5.5	5.0	-0.4
可选消费	5.9	3.3	2.4	1.9	4.0	2.0	2.9	-0.9	8.6	13.4
通信服务	-2.1	2.0	0.1	3.4	19.3	1.6	-5.1	8.4	14.8	3.5
总计 (前十大个股)	**4.4**	**5.0**	**2.7**	**8.1**	**79.6**	**10.6**	**13.6**	**18.7**	**46.2**	**20.2**
南下总计	**8.2**	**6.2**	**4.8**	**13.8**	**139.7**	**19.5**	**26.6**	**25.7**	**91.0**	**33.1**

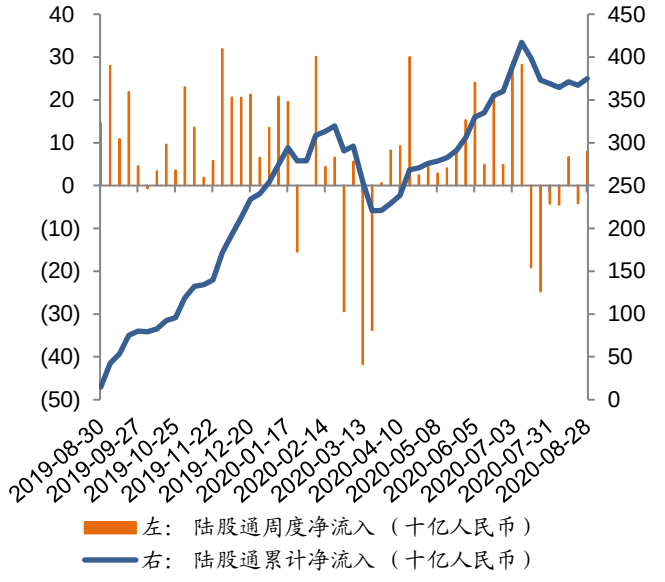
资料来源：万得、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 8 月 28 日

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 8 月 28 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 8 月 28 日

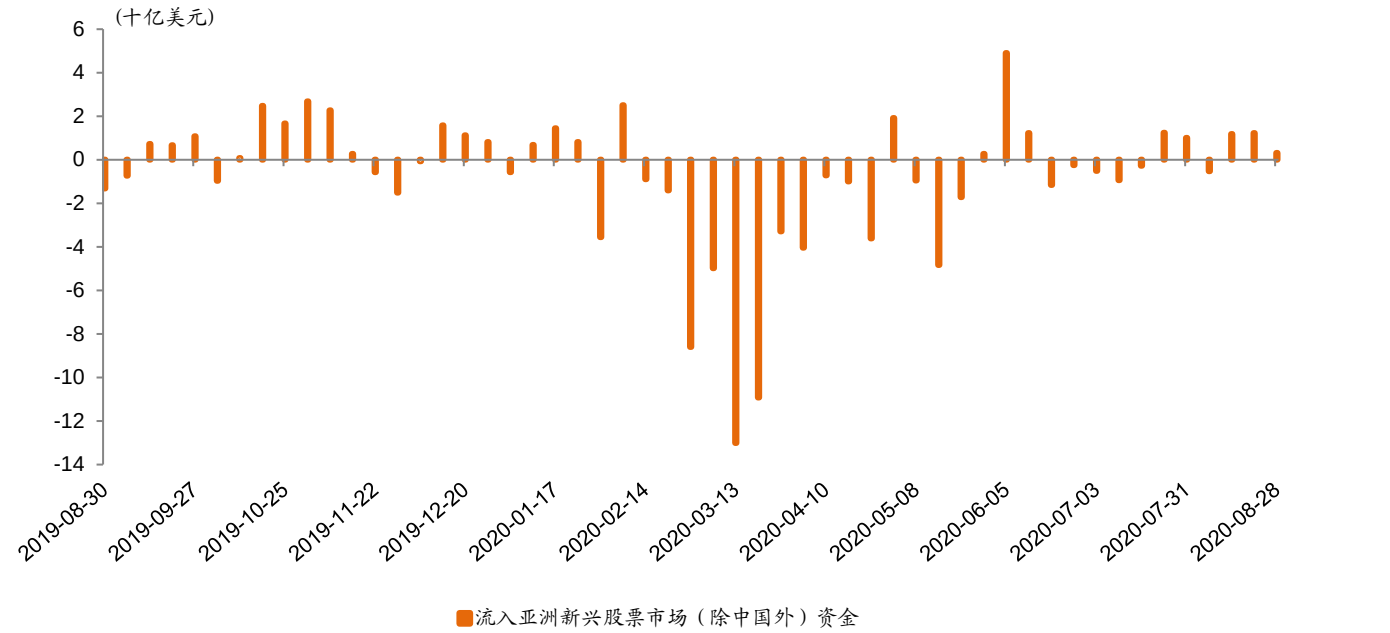
图表 27：北上分板块资金流入

	北上资金净流入									
	每周				每月					MTD
（十亿人民币）	2020/08/07	2020/08/14	2020/08/21	2020/08/28	2020/03	2020/04	2020/05	2020/06	2020/07	2020/08
日常消费	0.9	-0.1	-0.6	0.3	-11.1	10.4	-1.5	-0.9	-11.5	0.4
可选消费	-1.4	0.1	0.0	0.1	-1.7	2.0	4.4	-1.4	-4.0	-1.1
通信服务	0.0	0.0	0.6	0.9	0.0	0.0	0.3	-0.1	0.0	1.5
公用事业	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.5	0.0	0.1	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
工业	0.7	0.3	0.0	2.9	-4.0	2.9	2.9	2.9	0.3	3.9
医疗保健	0.6	0.3	0.7	-0.5	0.0	2.7	2.4	0.8	0.8	1.1
原材料	0.5	-0.4	0.1	0.9	-2.5	0.4	0.3	1.1	0.9	1.2
房地产	0.3	0.0	0.0	0.0	-0.2	0.6	0.5	0.0	1.2	0.3
银行	-0.4	0.9	0.5	0.6	-1.2	1.2	0.0	-1.2	1.3	1.6
信息技术	0.4	-0.2	3.2	-0.7	-2.9	3.7	1.2	8.4	1.6	2.8
多元金融	-1.7	1.6	0.6	-0.4	-0.8	0.5	0.0	2.6	1.6	0.1
保险	-1.4	0.6	-0.5	-0.2	-5.7	-1.7	0.6	1.3	6.3	-1.6
总计 (前十大个股)	**-1.5**	**3.1**	**4.7**	**3.8**	**-30.8**	**22.7**	**11.3**	**13.5**	**-1.6**	**10.2**
北上总计	**-4.4**	**6.7**	**-4.2**	**7.9**	**-67.9**	**53.3**	**30.1**	**52.7**	**10.4**	**6.0**

资料来源：万得、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 8 月 28 日

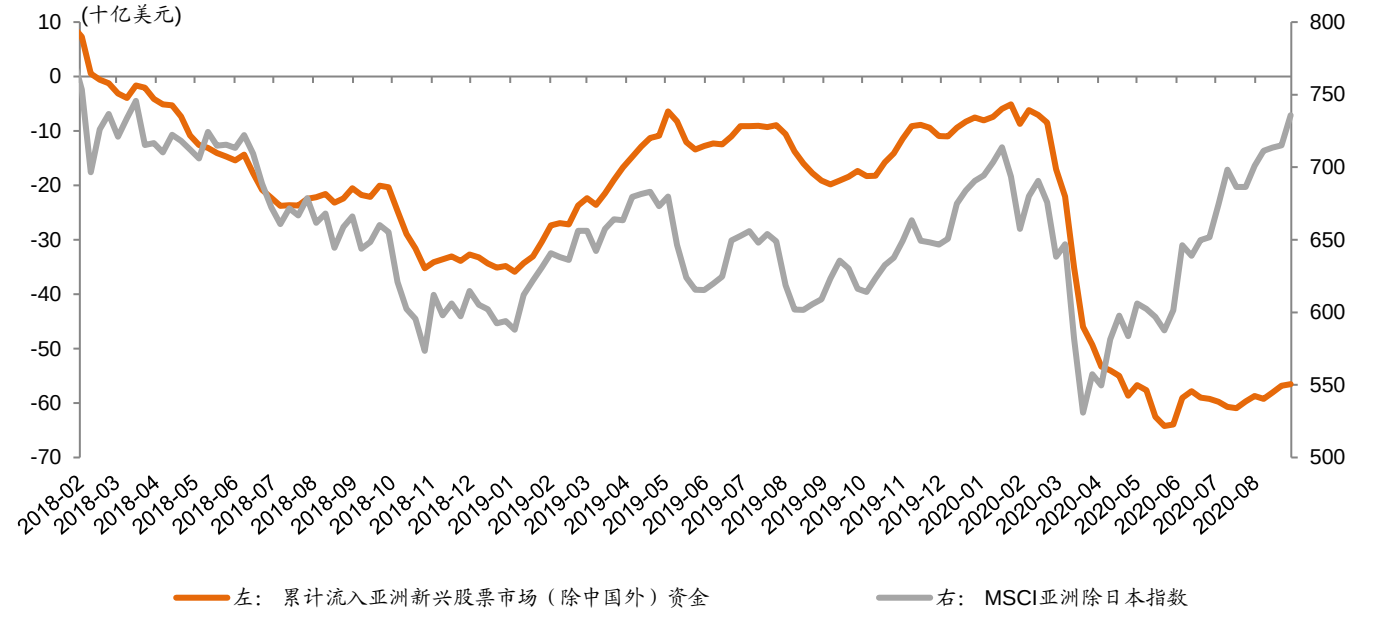
亚洲新兴市场资金流动

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 8 月 28 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 8 月 28 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	668,247	540.5	652.0	36.3	31.1	36%	0.3%	9%	互联网
BABA US	阿里巴巴	781,929	289.0	288.0	39.4	28.9	38%	0.0%	-43%	电商
JD US	京东	125,129	80.0	84.0	57.6	39.7	31%	0.0%	-46%	电商
2359 HK	药明康德	38,124	116.8	144.0	86.2	69.0	47%	0.3%	-7%	医药
BGNE US	百济神州	21,873	243.0	280.0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-72%	医药
1801 HK	信达生物	10,294	57.0	67.9	n.a.	n.a.	79%	0.0%	-25%	医药
1186 HK	中国铁建	16,526	6.2	11.8	3.9	3.2	n.a.	5.0%	46%	基建
3311 HK	中建国际	3,948	6.1	9.8	5.1	4.1	11%	5.3%	50%	基建
1157 HK	中联重科	9,655	8.0	10.7	11.8	8.9	2%	4.5%	33%	基建设备
631 HK	三一国际	1,638	4.1	6.4	11.7	8.4	4%	3.3%	-16%	机械设备
2688 HK	新奥能源	12,577	86.6	103.0	15.0	13.0	12%	2.4%	39%	公用事业
135 HK	昆仑能源	6,368	5.7	7.6	7.8	6.2	-3%	4.6%	21%	公用事业
728 HK	中国电信	27,568	2.6	3.8	8.4	8.4	12%	4.9%	27%	电信
2018 HK	瑞声科技	7,633	49.0	68.0	27.6	17.0	-15%	1.2%	17%	科技硬件
EDU US	新东方教育	23,630	149.2	175.0	48.4	41.7	17%	0.0%	-58%	教育
1765 HK	希望教育	2,192	2.4	4.2	26.0	18.9	11%	1.4%	22%	教育
2001 HK	新高教集团	1,171	5.9	7.6	14.5	10.9	38%	1.5%	41%	教育
1055 HK	南方航空	11,476	4.0	4.6	n.a.	13.2	-355%	0.2%	236%	交运
914 HK	海螺水泥	45,812	57.5	68.5	7.6	7.7	n.a.	4.2%	-42%	原材料

资料来源：彭博、招商证券（香港）预测；数据截至 2020 年 8 月 28 日

主要报告

美联储修订政策框架；引入平均通胀目标（郭圆涛/张轩扬/钱鹭）

美联储主席公布新货币政策框架。美国货币政策理念几十年来最大一次变动。有鉴于通胀长期低于目标，预计美联储将采取进一步刺激措施。

美国 7 月企业设备投资意外录得大幅回升（郭圆涛/张轩扬/钱鹭）

自经济重启以来录得连续 3 个月的强劲复苏。运输设备新订单再次引领耐用品订单修复。有利的基数效应意味着三季度投资有望强劲回升。

中国平安（2318HK）- 2020 上半年表现受到新冠疫情负面影响（罗磊/朱璐颖）

2020 上半年寿险业务低迷，上半年寿险新业务价值同比下降 24.4%，在二季度单季同比下降 24.9%。管理层期望寿险改革将促进 2021 年业务的快速增长。维持买入评级；目标价下调至 99.4 港元。

中国太保（2601 HK）- 新业务价值同比下降 24.8%；基于估值维持买入评级（罗磊/朱璐颖）

2020 上半年新业务价值同比下降 24.8%，营运利润同比上升 28.1%。管理层预计寿险营运利润保持正增长，车险综合成本率上升。公司估值不高；维持买入评级。

中国人寿（2628HK）- 2020 上半年业务表现稳定；维持买入评级（罗磊/朱璐颖）

2020 上半年新业务价值同比增长 6.7%。虽受新冠疫情负面影响，但公司 2020 上半年整体表现稳定。估值具有吸引力；维持买入评级。

新华保险（1336 HK）- 新业务价值同比下降 16.3%；基于估值维持买入评级（罗磊/朱璐颖）

净利润同比下降 22.1%，全面综合收益下降 17.2%。2020 上半年新业务价值同比下降 16.3%（假设 2020 上半年和 2019 上半年风险贴现率均为 11.5%）。基于估值维持买入；调高目标价至 39.7 港元。

新高教集团（2001 HK）- 20 财年中期业绩印证增长趋势（王腾杰/李怡珊）

20 财年中期收入同比强劲增长 28%，调整后净利润同比增长 37.5%，高于一致预期。现金储备充足，管理层预期未来有更多并购机会。增长前景良好，估值较低，维持看好观点及买入评级，目标价调升至 7.6 港元。

中国科培教育（1890 HK）- 20 财年中期业绩彰显强劲增长前景（王腾杰/李怡珊）

20 财年中期收入同比增长 16.6%，核心盈利同比增长 36.8%，强于一致预测，主要受益于好于预期的利润率攀升。内生增长及新并购哈尔滨学校双轮驱动光明前景。看好增长前景，估值相对便宜，维持买入评级；目标价调升至 8.7 港元。

华夏视听教育(1981 HK) - 20 财年中期业绩：序幕初启（王腾杰/李怡珊）

华夏视听教育 20 财年中期核心净利润达 1.33 亿元人民币，同比下跌 42.5%，符合预期。上半年盈利下跌主要是由于影视制作业务去年同期的高基数，但毛利率也有所下降。维持买入评级；看好教育业务高速增长。

中国建材 (3323 HK) - 二季度大幅追赶，下半年业绩弹性可期 (魏芸)

上半年净利润同比下降 6.4%，符合我们的预期；其中二季度净利同比大增 50.9%。看好秋冬旺季公司量价表现。中长期资产质量和盈利能力有望持续改善，维持买入评级。

潍柴动力 (2338 HK) - 上半年受国内外疫情影响大，下半年业绩将全面改善 (梁勇活/杨岱东)

国内外疫情令上半年利润及毛利率下降，二季度已开始复苏。预计下半年重卡发动机毛利率及市占率回升，陕重汽及凯傲持续改善。维持买入评级及目标价 22.0 港元。

华晨中国 (1114 HK) - 华晨宝马利润强劲增长，本部业务仍在调整期 (梁勇活/杨岱东)

净利润同比增长 25.2%，华晨宝马增长 23.4%，本部业务持续亏损。未来受益于宝马强劲的产品周期，但本部业务转型仍在调整期。小幅下调公司盈利预测，下调目标价至 10.0 港元。

福耀玻璃 (3606 HK) - 疫情和 SAM 整合拖累短期业绩，内生增长动力仍强劲 (梁勇活/杨岱东)

上半年净利润剔除非可比因素同比下降 16.2%，SAM 及美国工厂影响大。高附加值产品占比持续上升，保持高研发投入，布局轻量化智能化。最坏时期已过，内生增长动力逆势增强，上调目标价至 30.0 港元。

长城汽车 (2333 HK) - 产品保鲜将扭转市占率下滑，品牌力能否提升是关键 (梁勇活/杨岱东)

上半年净利润因疫情下降 24.5%，二季度业绩反弹，毛利率回升。加快产品保鲜将扭转 SUV 市占率颓势，但 WEY 低迷反映品牌力仍薄弱。维持中性评级，小幅下调目标价至 8.5 港元。

和谐汽车 (3836 HK) - 业绩符合预期，复苏进度落后于同业 (梁勇活/杨岱东)

疫情下净利润同比下滑 18%，符合预期，毛利率环比回升 1.5ppt。受区域因素及精细化管理能力影响，业务复苏落后于同业。估值合理，维持目标价 3.6 港元。

中联重科 (1157 HK) - 业绩符合预期，下半年经营指标有望持续改善 (焦一丁/赵安博)

公司上半年收入和盈利分别同比增长 30%和 56%，符合业绩预告。受疫情带来的逆周期政策提振，国内工程机械上下半年的销售季节性差异将明显降低，产品毛利率有望较疫情期间有所回升。上调公司 2021 年盈利预测 1.5%，上调公司目标价 2.3%至 10.7 港元，维持公司买入评级，股价提升的催化剂包括海外市场回升和挖掘机放量。

瑞声科技 (2018 HK) - 毛利润率不及预期；光学业务逐渐发展 (陈永豪/苏林)

2020 年二季度收入优于预期，但毛利润率令人失望，因均价压力以及产品组合变动阻碍了利润率的恢复。光学业务增长强劲，产品均价及出货量均有提升；新的摄像头模组（CCM）与晶圆级玻璃（WLG）产品为未来增长注入动力。近期引入战略投资者印证了瑞声科技杰出的光学业务能力，维持买入。

小米集团 (1810 HK) - 市占与重估二元潜力；提升目标价 (陈永豪/苏林)

2020 年二季度业绩因投资收益而好于预期；智能手机业务在新冠疫情的挑战中依然坚挺。对小米智能手机市场份额的增长充满信心；中国与欧洲市场贡献增加拉动增长。考虑到小米的股票重估潜力，对小米维持乐观，建议在股价出现回调情况下买入；提高目标价。

华润燃气 (1193 HK) - 2020 年上半年业绩逊于预期；可能存在估值调整担忧 (王腾杰/萧俊燊)

2020 年上半年核心利润同比下跌 19%，受销气量和新接驳数复苏放缓拖累。全年销气量增长指引与全国水平相符；手持现金量增加为并购提供了更多弹药。维持中性评级，目标价从 38.4 港元下调至 35.0 港元。

诺诚健华 (9969 HK) - 奥布替尼预计四季度获批上市 (张皓渊/代方琦)

公司披露了 2020 年上半年经调整后净亏损为 8,500 万元人民币，主要由于研发支出以及销售费用增长。管理层表示奥布替尼的上市审批流程如期进行，并预计在四季度获得国家药监局的上市批准。我们维持基于分类加总估值法的目标价于 17.9 港元不变，维持买入评级，看好公司新药审批的催化剂和自主研发管线的拓展。

石四药集团 (2005 HK) - 新冠疫情导致 2020 年上半年业绩明显下滑 (张皓渊/代方琦)

受疫情影响，石四药 2020 年上半年收入与经调整净利润分别同比下降 23%与 55%。公司维持 0.05 港元/股的中期派息政策。由于疫情不确定性和上半年销售下滑，公司将大输液产品 2020 年全年销量指引下调至 11 亿瓶/袋（原指引为 16 亿）。我们将基于分部加总估值法的目标价下调至 6.8 港元。鉴于公司持续优化产品组合以及目前风险回报仍有吸引力，维持买入评级。

石药集团 (1093 HK) - 2020 年二季度现增长势头恢复迹象 (张皓渊/代方琦)

二季度收入同比增长 14%，符合我们预期。经调整净利润同比增长 26%，高于我们预测 6 个百分点，主要是毛利率提升好于预期。我们将 2020/21 财年经调整净利润预测分别上调 2%/8%，反映肿瘤药销售面对新冠疫情仍然强劲增长，以及近期集采中标的部分利好。我们将基于分类加总法估值的目标价上调至 18.5 港元，主要是临床管线推进的估值更新。维持买入评级。

信达生物 (1801 HK) - 4Q20/2021 年将继续保持良好势头 (张皓渊/代方琦)

20 年上半年收入 9.84 亿元人民币（同比增长 185%），其中信迪利单抗（抗 PD-1 单抗）销售达到 9.21 亿元人民币（同比增长 178%）。我们将公司的 20/21 年收入预测分别提高了 80%与 24%，以反映 2 亿美元的潜在预付款收入以及上调公司 PD-1 销售预测。重申买入评级，继续看好公司较强的执行力、BD 能力和多项近期催化剂，维持分类加总估值法的目标价 67.9 港元。

上海医药 (2607 HK) - 2020 年二季度利润端增长恢复 (张皓渊/代方琦)

公司二季度核心利润同比增长约 15%，符合我们预期，受益于销售恢复以及毛利率提升。我们相信在产品结构持续改进和互联网+政策顺风等因素助力下，公司后疫情时期的发展前景持续向好。维持买入评级，基于公司的增长恢复和有吸引力的估值（20 年 8 倍预测市盈率），同时看好公司在市场整合环境下的外延并购机会。

昆仑能源 (135 HK) - 上半年业绩并不是最理想，复苏处于正轨，前景向好 (王腾杰/萧俊燊)

油价下跌，液化天然气工厂和接收站利润率下降导致公司核心利润同比下降 19%，略逊于预期。城市燃气收购速度加快；上半年零售销气量增长高于全年指引。维持买入评级；将分部加总目标价从 8.0 港元下调至 7.6 港元。

中车时代电气 (3898 HK) - 上半年受疫情影响明显，全年收入目标不变 (焦一丁/赵安博)

公司上半年收入受疫情影响同比下降 13%，净利润下降 37%，在剔除 SMD 拨备和税率波动的影响后净利润下降 15%，与收入基本匹配。铁总动车组已完成招标，上半年城轨新订单亦十分充足，我们维持公司全年收入下降 1.1%的预测。滚动估值基期至 2021 年，上调公司目标价 3.6%至 22.8 港元，我们对公司 IGBT 业务发展持审慎态度，维持公司中性评级。

中国龙工 (3339 HK) - 持重有余，进取不足 (焦一丁/赵安博)

公司上半年收入同比下降 3.6%，扣非后净利润下降幅度与收入持平。相对保守的销售政策导致公司上半年整体销售水平弱于行业平均，但 8 月至今销售强劲复苏，公司预计全年收入及盈利实现同比增长。我们认为以装载机为主的产品结构和相对保守的销售策略导致公司在此轮工程机械增长中并不占优，滚动基期至 2021 年，维持公司中性评级。

哔哩哔哩 (BILI US) - 高质量用户为拓展变现能力奠定了坚实的基础 (刘楠/马牧野/黄耀林)

二季度收入超出市场预期 3%，经调整净亏损符合市场预期。游戏业务稳定，非游戏业务变现能力不断提升。目标价上调至 59 美元；上调至买入评级。

创梦天地 (1119 HK) - 下半年前景将会改善 (马牧野/刘楠/黄耀林)

20 年上半年收入/经调整净利润分别低于我们预期 4%/32%。下半年收入增速和利润率都将进一步提升。维持买入评级；目标价维持 5.4 港元不变。

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