2020 年 7 月 6 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 (2020/07/06)

经济复苏持续；留意近期美国感染人数上升

- **美国出现新冠肺炎每日新增确诊人数的新峰值**
- **财新PMI数据显示中国服务业于6月强劲反弹**
- **美国劳动力市场6月延续强劲复苏表现**

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）新冠疫情：全球新冠肺炎累计感染人数超过 1,140 万人（美国：288.1 万，巴西：160.3 万；印度：69.7 万；俄罗斯：68 万），累计死亡病例超过 53.4 万人。**美国** 7 月 1 日-3 日连续三天每日新增病例超过 5 万人。继得克萨斯和佛罗里达之后，亚利桑那于上周正式宣布暂停经济重启计划并重新实施部分封锁措施。事实上，过去几日，亚利桑那的每日新增确诊人数确实出现了回落趋势，表明居民自发保持社交距离的行为可能已经初显成效。然而，得克萨斯和佛罗里达的病例数还没有明显下降的迹象。同时，**印度**疫情扩散仍然在加速，在 7 月 4 日录得单日新增病例的峰值（24,015），且过去一周日均新增确诊人数（21,234 人）比前一周（17,470 人）仍大幅上升。此外，**巴西**疫情目前看起来可能已经开始出现一定程度上的缓和，过去一周日均新增确诊人数（37,206 人）与前一周（37,015 人）相比基本持平。**2）**7 月 1 日，国务院常务会议决定着眼增强金融服务中小微企业能力，允许地方政府专项债合理支持中小银行补充资本金。3）上周公布的美联储 6 月FOMC议息会议纪要中显示，美联储官员对是否引入收益率上限或目标（YCT）政策依然保持十分谨慎，其中主要包含的原因有：对该政策可能带来的美联储资产负债表失去有效控制的担忧，以及潜在的货币政策目标以及公共债务管理目标之间的冲突，并因此可能产生的对中央银行独立性的损害。

宏观经济数据：中国方面：1）6 月官方制造业PMI为 50.9，高于预期的 50.4（5 月：50.6）。6 月官方非制造业PMI为 54.4，超出预期（5 月：53.6）。2）6 月财新制造业PMI为 51.2，好于预期的 50.5（5 月：50.7）。6 月财新服务业PMI 为 58.4，大幅好于预期（5 月：55.0）。**美国方面：**1）6 月ISM制造业PMI为 52.6，超出预期的 49.5（5 月：43.1）。2）截止至 6 月 27 日当周首次申请失业补助人数为 1,427,000，不及预期（之前一周：1,482,000）。3）5 月制造业工厂订单环比反弹 8.0%，不及预期的 8.9%（4 月：-13.5%）。4）6 月ADP新增私营就业岗位 2,369,000，不及预期（5 月：3,065,000）。5）6 月新增非农就业人数为 4,800,000，大幅超出预期的 3,000,000（5 月：2,699,000）。6）6 月失业率为 11.1%，明显好于预期的 12.3%（5 月：13.3%）。

股市概况：过去一周恒生/MSCI中国/沪深 300 指数分别上涨 3.4%/4.9%/6.8%。**MSCI中国：**多元金融（+14.3%）和房地产（+8.3%）板块跑赢大市，公用事业（-0.1%）和医疗保健（+1.0%）板块则表现不佳。**A股市场：**多元金融（+17.1%）和房地产（+10.0%）板块跑赢大市，医疗保健（+2.0%）和公用事业（+2.9%）板块则表现不佳。恒生/MSCI中国/沪深 300 指数估值分别为 11.4 倍/15.0 倍/14.0 倍前瞻市盈率（过去三年的中值水平为 11.3 倍/12.4 倍/12.5 倍）。

我们的观点：在中国恢复生产和消费的支撑下，我们重申预期MSCI中国指数和沪深300指数表现能继续跑赢其他股市的观点。预期恒生指数在短期内会处于区间震荡；经济复苏速度较预期缓慢以及政治风险仍不利于估值大幅提高。然而，中概股回流进行第二上市鼓舞了市场情绪。更好的表现只能在四季度出现。美国疫情恶化可能导致市场忧虑经济复苏的进展，从而引发获利回吐。

相关报告

1. 美国6月就业数据超预期 (2020/07/03)
2. 美国经济展望 - 翻篇疫情；重回轨道 (2020/06/24)
3. 绝地求生 III：在经济恢复中寻找机会 (2020/06/22)
4. 招证国际策略周报(2020/06/29) - 美国、巴西和印度疫情严峻；美国宏观数据喜忧参半 (2020/06/29)
5. 美联储维持量化宽松步伐，但未提及收益率曲线控制 (2020/06/11)
6. 东边日出西边雨：关于中概股的思考 (2020/06/08)
7. 通往白宫之路 (2020/06/04)
8. 策略报告 - 香港再次成为中美争端的焦点 (2020/06/01)
9. 策略报告 - 线上路演反馈 (2020/05/21)
10. 绝地求生 II：对经济衰退和资本市场的思考 (2020/05/12)

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

	2019		2020						
	四季度		一季度			二季度		本次发布	下次发布
	12 月	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	日期	日期
GDP 同比%	6.0			-6.8				2020-04-16	2020-07-16
GDP 累计同比%	6.1			-6.8				2020-04-16	2020-07-16
CPI 同比%	4.5	5.4	5.2	4.3	3.3	2.4		2020-06-09	2020-07-09
PPI 同比%	-0.5	0.1	-0.4	-1.5	-3.1	-3.7		2020-06-09	2020-07-09
官方制造业 PMI	50.2	50.0	35.7	52.0	50.8	50.6	50.9	2020-06-29	2020-07-31
官方非制造业 PMI	53.5	54.1	29.6	52.3	53.2	53.6	54.4	2020-06-29	2020-07-31
官方综合 PMI	53.4	53.0	28.9	53.0	53.4	53.4	54.2	2020-06-29	2020-07-31
财新制造业 PMI	51.5	51.1	40.3	50.1	49.4	50.7	51.2	2020-06-30	2020-08-03
财新服务业 PMI	52.5	51.8	26.5	43.0	44.4	55.0	58.4	2020-07-02	2020-08-05
财新综合 PMI	52.6	51.9	27.5	46.7	47.6	54.5	55.7	2020-07-02	2020-08-05
出口同比%	7.9	n.a.	-17.2	-6.6	3.4	-3.3		2020-06-06	2020-07-14
进口同比%	16.5	n.a.	-4.0	-1.0	-14.2	-16.7		2020-06-06	2020-07-14
贸易帐顺差 (十亿美元)	47.2	n.a.	-7.1	20.0	45.3	62.9		2020-06-06	2020-07-14
城镇调查失业率%	5.2	5.3	6.2	5.9	6.0	5.9		2020-06-14	2020-07-16
工业增加值同比%	6.9	-4.3	-25.9	-1.1	3.9	4.4		2020-06-14	2020-07-16
工业增加值累计同比%	5.7	n.a.	-13.5	-8.4	-4.9	-2.8		2020-06-14	2020-07-16
规模以上工业企业利润同比%	-6.3	n.a.	n.a.	-34.9	-4.3	6.0		2020-06-27	2020-07-27
规模以上工业企业利润累计同比%	-3.3	n.a.	-38.3	-36.7	-27.4	-19.3		2020-06-27	2020-07-27
社会消费品零售总额同比%	8.0	n.a.	n.a.	-15.8	-7.5	-2.8		2020-06-14	2020-07-16
社会消费品零售总额累计同比%	8.0	n.a.	-20.5	-19.0	-16.2	-13.5		2020-06-14	2020-07-16
城镇固定资产投资累计同比%	5.4	n.a.	-24.5	-16.1	-10.3	-6.3		2020-06-14	2020-07-16
基建投资%	3.8	n.a.	-30.3	-19.7	-11.8	-6.3		2020-06-14	2020-07-16
房地产开发投资%	9.9	n.a.	-16.3	-7.7	-3.3	-0.3		2020-06-14	2020-07-16
制造业投资%	3.1	n.a.	-31.5	-25.2	-18.8	-14.8		2020-06-14	2020-07-16
M1 同比%	4.4	0.0	4.8	5.0	5.5	6.8		2020-06-10	2020-07-10
M2 同比%	8.7	8.4	8.8	10.1	11.1	11.1		2020-06-10	2020-07-10
社会融资规模 (十亿元人民币)	2,103	5,052	874	5,183	3,104	3,191		2020-06-10	2020-07-10
新增人民币贷款 (十亿元人民币)	1,140	3,340	906	2,853	1,698	1,482		2020-06-10	2020-07-10
金融机构贷款余额同比%	12.3	12.1	12.1	12.7	13.1	13.2		2020-06-10	2020-07-10
财政收入累计同比%	3.8	n.a.	-9.9	-14.3	-14.5	-13.6		2020-06-21	2020-07-22
财政支出累计同比%	8.1	n.a.	-2.9	-5.7	-2.7	-2.9		2020-06-21	2020-07-22
十年期国债收益率%	3.14	3.00	2.73	2.59	2.52	2.69	2.85		
3 个月 SHIBOR%	3.02	2.86	2.43	1.93	1.40	1.45	2.13		
美元兑人民币	6.96	6.91	6.99	7.08	7.06	7.14	7.07		

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

	2019	2020						本次发布日期	下次发布日期
	四季度	一季度			二季度				
	12 月	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月		
GDP 年化环比%	2.1			-5.0				2020-06-25	2020-07-30
个人消费支出	1.8			-6.8				2020-06-25	2020-07-30
私人投资	-6.0			-10.2				2020-06-25	2020-07-30
政府消费和投资	2.5			1.1				2020-06-25	2020-07-30
CPI 同比%	2.3	2.5	2.3	1.5	0.3	0.1		2020-06-10	2020-07-14
核心 CPI 同比%	2.3	2.3	2.4	2.1	1.4	1.2		2020-06-10	2020-07-14
PCE 物价指数同比%	1.6	1.8	1.8	1.3	0.6	0.5		2020-06-26	2020-07-31
核心 PCE 物价指数同比%	1.6	1.7	1.8	1.7	1.0	1.0		2020-06-26	2020-07-31
PPI 同比%	1.4	2.0	1.3	0.7	-1.2	-0.8		2020-06-11	2020-07-10
核心 PPI 同比%	1.3	1.6	1.4	1.4	0.6	0.3		2020-06-11	2020-07-10
ISM 制造业 PMI	47.8	50.9	50.1	49.1	41.5	43.1	52.6	2020-07-01	2020-08-03
ISM 非制造业 PMI	54.9	55.5	57.3	52.5	41.8	45.4		2020-06-03	2020-07-06
Markit 制造业 PMI	52.4	51.9	50.7	48.5	36.1	39.8	49.8	2020-07-01	2020-07-24
Markit 服务业 PMI	52.8	53.4	49.4	39.8	26.7	37.5	46.7	2020-06-23	2020-07-06
Markit 综合 PMI	52.7	53.3	49.6	40.9	27.0	37.0	46.8	2020-06-23	2020-07-06
耐用品订单环比%	2.8	-0.2	2.0	-16.7	-18.1	15.7		2020-07-02	2020-07-27
扣除运输类耐用品订单环比%	-0.4	0.5	-0.3	-1.8	-8.2	3.7		2020-07-02	2020-07-27
扣除飞机非国防资本耐用品订单环比%	-0.5	0.9	-0.6	-1.3	-6.5	1.6		2020-07-02	2020-07-27
工厂订单环比%	1.7	-0.4	0.2	-11.0	-13.5	8.0		2020-07-02	2020-08-04
扣除运输类工厂订单环比%	0.3	-0.2	-1.1	-4.0	-8.9	2.6		2020-07-02	2020-08-04
工业产出环比%	-0.4	-0.4	0.1	-4.6	-12.5	1.4		2020-06-16	2020-07-15
制造业产出环比%	0.2	-0.1	0.0	-5.3	-15.5	3.8		2020-06-16	2020-07-15
零售销售环比%	0.1	0.8	-0.4	-8.2	-14.7	17.7		2020-06-16	2020-07-16
零售销售(除汽车)环比%	0.5	0.8	-0.5	-3.8	-15.2	12.4		2020-06-16	2020-07-16
密歇根大学消费者信心指数	99.3	99.8	101.0	89.1	71.8	72.3	78.1	2020-06-26	2020-07-17
密歇根大学消费者预期指数	88.9	90.5	92.1	79.7	70.1	65.9	72.3	2020-06-26	2020-07-17
密歇根大学消费者现况指数	115.5	114.4	114.8	103.7	74.3	82.3	87.1	2020-06-26	2020-07-17
个人收入环比%	0.2	0.6	0.5	-2.2	10.8	-4.2		2020-06-26	2020-07-31
个人消费支出(PCE)环比%	0.4	0.4	0.0	-6.6	-12.6	8.2		2020-06-26	2020-07-31
ADP 就业人数变动(千人)	167.1	205.5	147.2	-301.9	-19,408.9	3,064.6	2,368.6	2020-07-01	2020-08-05
非农就业人口变动(千人)	184	214	251	-1,373	-20,787	2,699	4,800	2020-07-02	2020-08-07
JOLTS 职位空缺(千人)	6,552	7,012	7,004	6,011	5,046			2020-06-09	2020-07-07
失业率%	3.5	3.6	3.5	4.4	14.7	13.3	11.1	2020-07-02	2020-08-07
新屋销售环比%	5.0	5.9	-7.5	-14.5	-5.2	16.6		2020-06-23	2020-07-24
成屋销售环比%	4.0	-2.0	6.3	-8.5	-17.8	-9.7		2020-06-22	2020-07-22
新屋开工环比%	15.8	1.9	-3.1	-19.0	-26.4	4.3		2020-06-17	2020-07-17
营建许可环比%	-3.5	5.4	-6.4	-5.7	-21.4	14.1		2020-06-17	2020-07-17
成屋签约销售指数环比%	-4.3	5.3	2.3	-20.8	-21.8	44.3		2020-06-29	2020-07-29
贸易帐(十亿美元)	-45.7	-42.0	-34.7	-42.3	-49.8	-54.6		2020-07-02	2020-08-05
政府预算赤字(十亿美元)	-13.3	-32.6	-235.3	-119.1	-738.0	-398.8		2020-06-10	2020-07-14
联邦基金利率%	1.75	1.75	1.75	0.25	0.25	0.25	0.25		
3 个月美国国债利率%	1.54	1.54	1.27	0.06	0.08	0.12	0.13		
十年期美国国债利率%	1.92	1.51	1.15	0.67	0.64	0.65	0.66		
美元指数	96.4	97.4	98.1	99.0	99.0	98.3	97.4		

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	年初至今	6 个月	12 个月
沪深 300	6.8%	7.8%	10.9%	19.0%	7.9%	6.6%	13.5%
MSCI 中国	4.9%	5.0%	8.3%	21.9%	7.2%	5.4%	14.4%
台湾 TWSE	2.1%	3.1%	5.2%	23.2%	-0.7%	-1.7%	10.8%
韩国 KOSPI	0.8%	0.5%	0.3%	24.7%	-2.1%	-1.1%	2.7%
马来西亚 KLCI	4.3%	3.0%	0.9%	16.7%	-2.3%	-3.6%	-8.1%
美国标普 500	4.0%	1.0%	0.2%	25.8%	-3.1%	-3.2%	4.5%
MSCI 亚太区除日本外	3.5%	3.7%	5.5%	24.5%	-3.6%	-4.2%	0.2%
MSCI 新兴市场	3.4%	3.2%	4.6%	24.2%	-7.3%	-8.1%	-2.5%
俄罗斯 MOEX	1.4%	1.6%	-1.0%	8.9%	-8.0%	-8.9%	-0.8%
日本 Topix	-1.6%	-1.9%	-2.9%	17.1%	-9.8%	-9.8%	-1.7%
香港恒生	3.4%	3.0%	4.3%	9.2%	-10.0%	-10.8%	-12.1%
欧洲 STOXX	2.0%	0.0%	-0.9%	18.2%	-12.1%	-12.6%	-6.9%
印度 Sensex	2.4%	3.7%	5.6%	30.6%	-12.7%	-13.1%	-9.6%
泰国 SET	3.2%	0.1%	-0.1%	20.5%	-13.1%	-14.0%	-21.1%
巴西 IBOV	3.1%	0.2%	4.0%	39.2%	-16.3%	-17.8%	-5.2%
新加坡海峡时报	1.9%	0.7%	-1.8%	11.0%	-17.7%	-18.1%	-21.2%
菲律宾 PSEi	2.9%	0.9%	2.0%	19.2%	-18.5%	-18.7%	-21.3%
印尼 JCI	1.4%	0.6%	0.7%	7.6%	-21.0%	-21.3%	-21.8%

资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 7 月 3 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	年初至今	6 个月	12 个月
MSCI 中国	4.9%	5.0%	8.3%	21.9%	7.7%	5.8%	15.1%
沪深 300	7.0%	7.9%	11.7%	19.4%	6.3%	5.1%	10.5%
台湾 TWSE	2.1%	3.3%	6.5%	26.4%	0.6%	0.1%	16.7%
美国标普 500	4.0%	1.0%	0.2%	25.8%	-3.1%	-3.2%	4.5%
MSCI 亚太区除日本外	3.5%	3.7%	5.5%	24.5%	-3.6%	-4.2%	0.2%
韩国 KOSPI	1.2%	1.5%	1.7%	28.9%	-5.5%	-3.9%	0.2%
马来西亚 KLCI	4.0%	2.5%	0.2%	18.6%	-6.8%	-7.8%	-11.3%
MSCI 新兴市场	3.4%	3.2%	4.6%	24.2%	-7.3%	-8.1%	-2.5%
日本 Topix	-1.9%	-2.5%	-1.7%	18.2%	-8.7%	-8.7%	-1.4%
香港恒生	3.4%	3.0%	4.3%	9.2%	-9.5%	-10.5%	-11.5%
欧洲 STOXX	2.1%	0.4%	-0.9%	23.2%	-12.0%	-12.1%	-7.2%
菲律宾 PSEi	4.0%	2.1%	2.9%	22.7%	-16.2%	-16.0%	-18.6%
泰国 SET	2.4%	-0.4%	1.2%	27.8%	-16.4%	-16.6%	-22.4%
印度 Sensex	3.7%	6.0%	6.6%	33.4%	-16.7%	-16.5%	-16.7%
俄罗斯 MOEX	-1.1%	-1.3%	-5.1%	17.5%	-20.2%	-21.1%	-12.1%
新加坡海峡时报	1.8%	0.8%	-1.6%	14.8%	-20.6%	-20.8%	-23.4%
印尼 JCI	0.4%	-1.4%	-2.2%	23.7%	-24.3%	-24.5%	-23.9%
巴西 IBOV	5.5%	-0.1%	-1.0%	38.8%	-37.0%	-37.7%	-31.6%

资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 7 月 3 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	年初至今	6 个月	12 个月
能源							
天然气	16.0%	3.9%	-4.8%	7.0%	-20.8%	-18.6%	-24.3%
汽油	9.2%	-1.0%	12.5%	82.1%	-25.8%	-28.0%	-34.3%
WTI 原油	5.6%	2.3%	9.0%	43.4%	-33.4%	-35.5%	-29.1%
布伦特原油	4.3%	1.4%	7.6%	25.5%	-35.2%	-37.6%	-32.9%
热油	8.3%	1.6%	15.6%	15.0%	-39.3%	-40.3%	-35.2%
金属							
金	0.0%	1.6%	4.3%	9.3%	16.4%	14.2%	25.1%
铁矿石	-0.6%	-0.7%	1.5%	16.6%	13.4%	10.9%	-21.2%
银	1.2%	2.2%	1.9%	25.2%	0.4%	-0.2%	17.7%
铜	1.0%	2.9%	8.9%	24.3%	-2.5%	-1.8%	1.7%
镍	2.5%	1.8%	1.0%	15.6%	-7.3%	-5.5%	5.2%
锌	-0.6%	-2.7%	0.2%	7.7%	-10.8%	-12.1%	-17.3%
铝	0.8%	1.4%	2.9%	8.9%	-10.8%	-11.5%	-9.8%
铂	0.6%	-0.5%	-3.1%	11.8%	-16.8%	-17.4%	-3.6%
农产品							
大豆	3.2%	1.8%	4.1%	4.5%	-5.4%	-4.1%	0.8%
棉花	4.1%	2.4%	4.2%	23.7%	-8.7%	-8.9%	-1.1%
糖	6.0%	1.6%	5.3%	18.7%	-8.8%	-8.0%	-2.4%
玉米	8.0%	3.0%	5.7%	3.6%	-11.7%	-11.4%	-20.9%
小麦	3.4%	1.8%	-4.3%	-10.8%	-12.3%	-11.6%	-5.4%
活牛	5.0%	5.0%	4.1%	12.5%	-20.3%	-20.3%	-5.7%
咖啡	6.9%	9.1%	3.2%	-11.0%	-21.2%	-19.1%	-8.9%
瘦肉猪	-1.2%	-7.7%	-8.1%	11.2%	-37.4%	-34.8%	-39.2%

资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 7 月 3 日

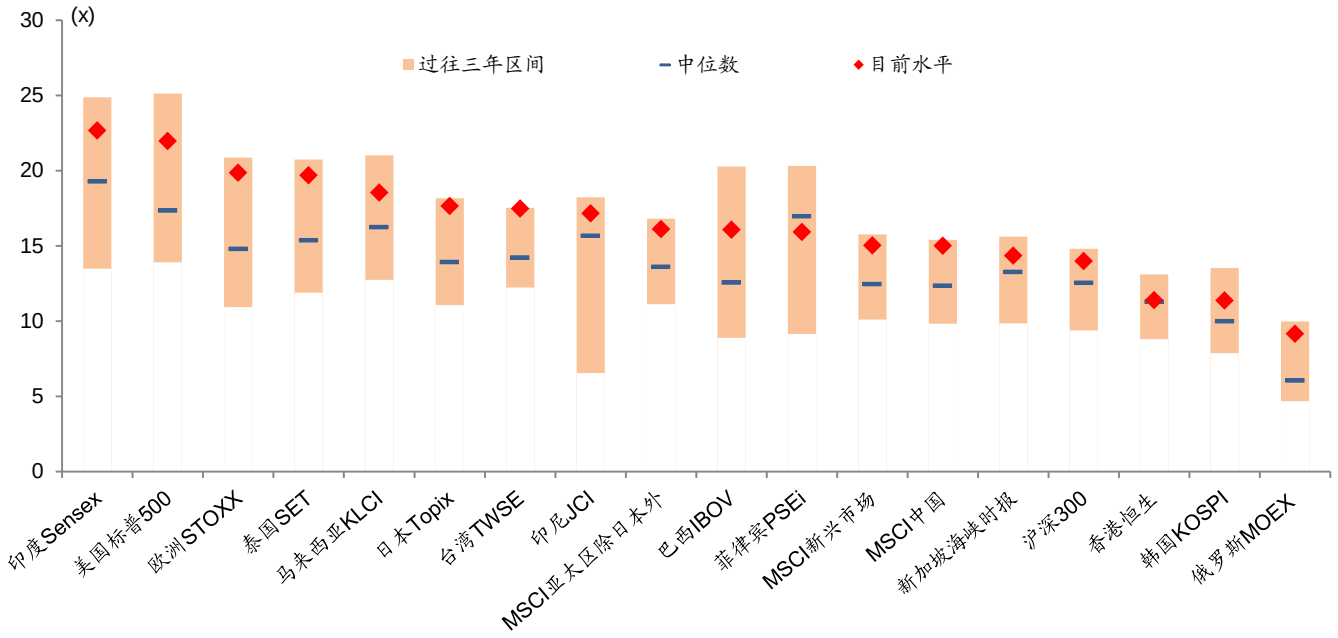
图表 6：主要货币兑美元表现（根据年初至今表现排序）

	兑美元变动						
	一周	两周	1 个月	3 个月	年初至今	6 个月	12 个月
菲律宾比索	0.7%	1.0%	1.1%	2.3%	2.2%	3.0%	3.2%
瑞士法郎	0.2%	0.7%	1.7%	3.3%	2.2%	2.9%	4.3%
新台币	0.0%	0.2%	1.2%	2.6%	1.6%	1.8%	5.3%
日元	-0.3%	-0.6%	1.3%	1.0%	1.0%	0.5%	0.3%
瑞典克朗	0.2%	1.7%	-0.6%	9.4%	0.4%	0.9%	-0.1%
欧元	0.2%	0.6%	0.1%	4.2%	0.2%	0.8%	-0.3%
越南盾	0.0%	0.0%	0.3%	1.5%	-0.1%	-0.1%	0.2%
澳大利亚元	1.1%	1.5%	0.0%	15.7%	-1.2%	-0.1%	-1.4%
中国人民币	0.2%	0.1%	0.7%	0.4%	-1.5%	-1.4%	-2.6%
新西兰元	1.7%	2.0%	1.6%	11.3%	-3.1%	-2.0%	-2.6%
韩元	0.2%	0.9%	1.5%	2.7%	-3.6%	-2.6%	-2.3%
新加坡元	-0.1%	0.2%	0.2%	3.2%	-3.6%	-3.2%	-2.8%
加拿大元	1.0%	0.4%	-0.4%	4.9%	-4.2%	-4.0%	-3.5%
印度卢比	1.3%	2.1%	1.1%	2.1%	-4.4%	-3.8%	-7.7%
泰铢	-0.7%	-0.3%	1.6%	6.1%	-4.4%	-3.0%	-1.7%
印度尼西亚卢比	-2.1%	-2.9%	-2.9%	13.1%	-4.5%	-4.1%	-2.8%
马来西亚林吉特	0.1%	-0.5%	-0.6%	1.6%	-4.6%	-4.3%	-3.5%
英镑	1.2%	1.1%	-0.9%	1.7%	-5.9%	-4.6%	-0.7%
智利比索	2.0%	1.7%	-4.0%	7.8%	-6.2%	-5.8%	-15.4%
俄罗斯卢布	-2.2%	-2.5%	-4.0%	7.3%	-13.1%	-13.0%	-11.2%
土耳其里拉	0.0%	-0.1%	-1.7%	-1.9%	-13.3%	-13.0%	-18.0%
阿根廷比索	-0.6%	-1.2%	-2.6%	-8.1%	-15.2%	-15.3%	-40.5%
墨西哥比索	3.0%	1.1%	-3.2%	11.7%	-15.7%	-15.5%	-14.9%
南非兰特	1.5%	1.7%	-0.7%	11.7%	-18.0%	-16.1%	-17.6%
巴西里尔	3.2%	0.0%	-4.7%	0.7%	-24.3%	-23.6%	-28.0%

资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 7 月 3 日

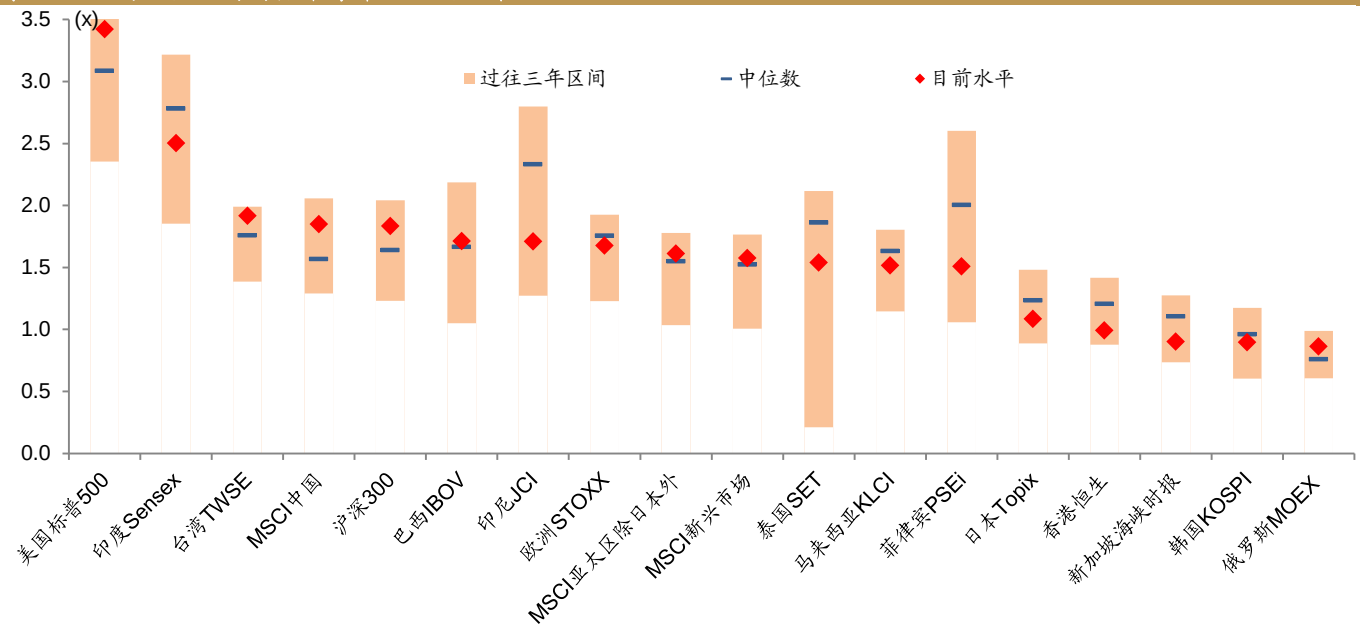
全球股票市场估值

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 7 月 3 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 7 月 3 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	年初至今	6 个月	12 个月
多元金融	14.3%	16.9%	21.1%	23.4%	2.3%	0.6%	3.6%
房地产	8.3%	5.7%	7.1%	10.7%	-10.4%	-11.0%	-2.6%
信息技术	6.5%	13.5%	22.8%	40.9%	27.4%	24.3%	52.6%
原材料	6.2%	4.4%	4.2%	9.8%	-7.1%	-9.2%	-0.2%
通信服务	6.0%	9.5%	15.8%	29.2%	23.2%	20.5%	24.5%
保险	5.9%	4.6%	4.9%	9.5%	-15.0%	-16.6%	-16.2%
日常消费	5.2%	5.5%	9.0%	24.2%	17.3%	19.4%	24.9%
可选消费	4.7%	3.1%	6.9%	31.0%	13.7%	11.0%	34.0%
能源	4.2%	-0.1%	-4.4%	-2.7%	-27.7%	-29.3%	-31.1%
工业	3.2%	-0.2%	1.5%	10.0%	-5.9%	-7.6%	-6.0%
银行	2.0%	-0.1%	-1.5%	1.4%	-11.1%	-11.7%	-7.0%
医疗保健	1.0%	4.5%	12.3%	34.9%	34.3%	34.0%	55.6%
公用事业	-0.1%	-1.9%	-3.8%	4.1%	-11.4%	-11.4%	-11.7%
MSCI 中国	**4.9%**	**5.0%**	**8.3%**	**21.9%**	**7.2%**	**5.4%**	**14.4%**

资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 7 月 3 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	年初至今	6 个月	12 个月
多元金融	9.0%	11.4%	11.8%	1.2%	-4.5%	-4.5%	-9.4%
房地产	3.2%	0.7%	-1.1%	-9.2%	-16.4%	-15.6%	-14.8%
信息技术	1.5%	8.1%	13.4%	15.6%	18.9%	18.0%	33.4%
原材料	1.2%	-0.5%	-3.8%	-9.9%	-13.3%	-13.9%	-12.7%
通信服务	1.1%	4.3%	6.8%	6.0%	15.0%	14.4%	8.8%
保险	0.9%	-0.3%	-3.2%	-10.1%	-20.6%	-20.9%	-26.7%
日常消费	0.3%	0.5%	0.6%	1.9%	9.4%	13.3%	9.2%
可选消费	-0.2%	-1.8%	-1.4%	7.5%	6.1%	5.3%	17.1%
能源	-0.6%	-4.8%	-11.8%	-20.2%	-32.6%	-32.9%	-39.8%
工业	-1.6%	-4.9%	-6.4%	-9.7%	-12.2%	-12.4%	-17.9%
银行	-2.7%	-4.8%	-9.1%	-16.8%	-17.0%	-16.2%	-18.7%
医疗保健	-3.7%	-0.4%	3.6%	10.7%	25.4%	27.1%	36.1%
公用事业	-4.7%	-6.6%	-11.2%	-14.6%	-17.3%	-16.0%	-22.8%

资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 7 月 3 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）

	绝对回报						
	一周	两周	1 个月	3 个月	年初至今	6 个月	12 个月
多元金融	17.1%	20.9%	26.3%	27.5%	12.4%	11.8%	19.1%
房地产	10.0%	10.5%	10.0%	14.4%	0.2%	-0.2%	2.3%
保险	9.0%	7.5%	5.7%	16.2%	-7.4%	-8.6%	-10.3%
银行	6.8%	7.1%	4.8%	9.1%	-7.2%	-8.9%	-2.1%
能源	6.2%	4.9%	5.6%	3.9%	-13.1%	-14.9%	-17.8%
日常消费	6.0%	7.5%	12.1%	27.1%	29.7%	31.3%	34.0%
可选消费	5.6%	4.6%	8.8%	22.0%	8.2%	5.6%	12.6%
电信	4.6%	5.0%	4.4%	7.6%	6.2%	2.6%	1.6%
原材料	4.4%	4.1%	6.8%	14.8%	5.1%	3.1%	9.5%
工业	4.2%	3.6%	5.6%	12.3%	5.9%	3.9%	5.1%
信息技术	3.9%	7.1%	11.8%	21.6%	25.4%	20.6%	47.0%
公用事业	2.9%	4.1%	4.1%	6.6%	-3.4%	-4.4%	-6.0%
医疗保健	2.0%	3.4%	14.8%	29.3%	40.0%	40.0%	53.1%
沪深 300	**6.8%**	**7.8%**	**10.9%**	**19.0%**	**7.9%**	**6.6%**	**13.5%**

资料来源：万得、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 7 月 3 日

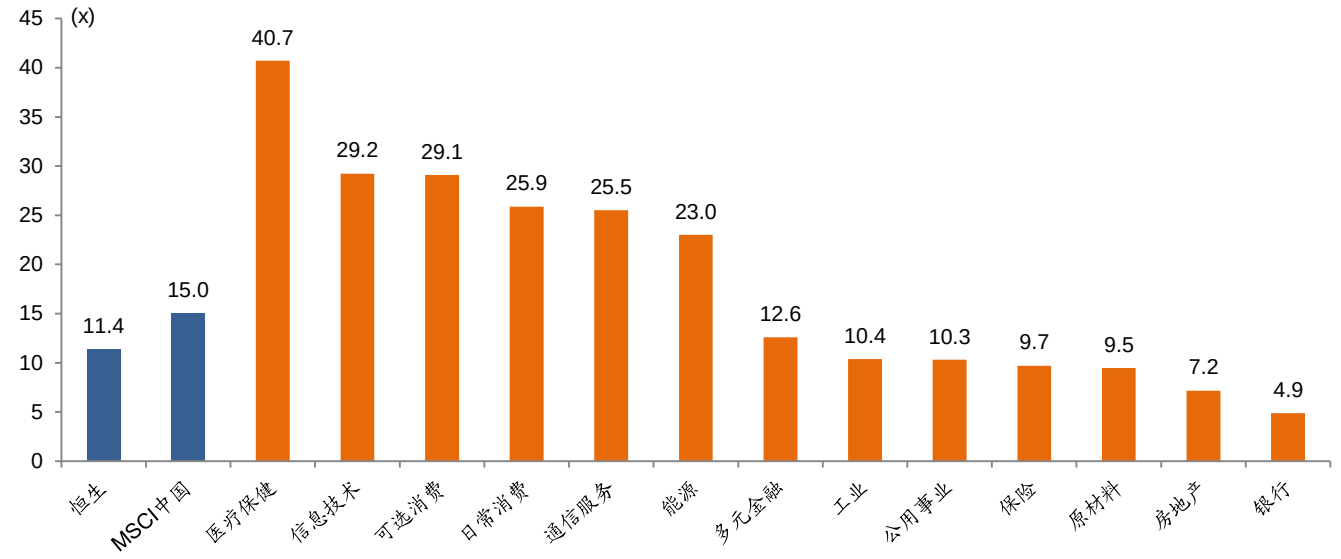
图表 12：沪深 300 中国指数分行业相对表现（根据过去一周表现排序）

	相对表现						
	一周	两周	1 个月	3 个月	年初至今	6 个月	12 个月
多元金融	9.6%	12.1%	13.9%	7.1%	4.2%	4.8%	4.9%
房地产	3.0%	2.5%	-0.8%	-3.9%	-7.2%	-6.4%	-9.9%
保险	2.1%	-0.3%	-4.7%	-2.4%	-14.1%	-14.3%	-20.9%
银行	0.1%	-0.7%	-5.5%	-8.3%	-13.9%	-14.6%	-13.7%
能源	-0.5%	-2.8%	-4.8%	-12.7%	-19.5%	-20.1%	-27.6%
日常消费	-0.8%	-0.3%	1.1%	6.8%	20.2%	23.2%	18.0%
可选消费	-1.1%	-3.0%	-2.0%	2.5%	0.3%	-1.0%	-0.8%
电信	-2.0%	-2.6%	-5.9%	-9.6%	-1.5%	-3.8%	-10.5%
原材料	-2.2%	-3.5%	-3.7%	-3.5%	-2.5%	-3.3%	-3.5%
工业	-2.4%	-3.9%	-4.8%	-5.6%	-1.8%	-2.6%	-7.4%
信息技术	-2.7%	-0.6%	0.8%	2.2%	16.3%	13.1%	29.5%
公用事业	-3.7%	-3.5%	-6.2%	-10.5%	-10.4%	-10.3%	-17.2%
医疗保健	-4.5%	-4.1%	3.5%	8.6%	29.8%	31.3%	34.9%

资料来源：万得、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 7 月 3 日

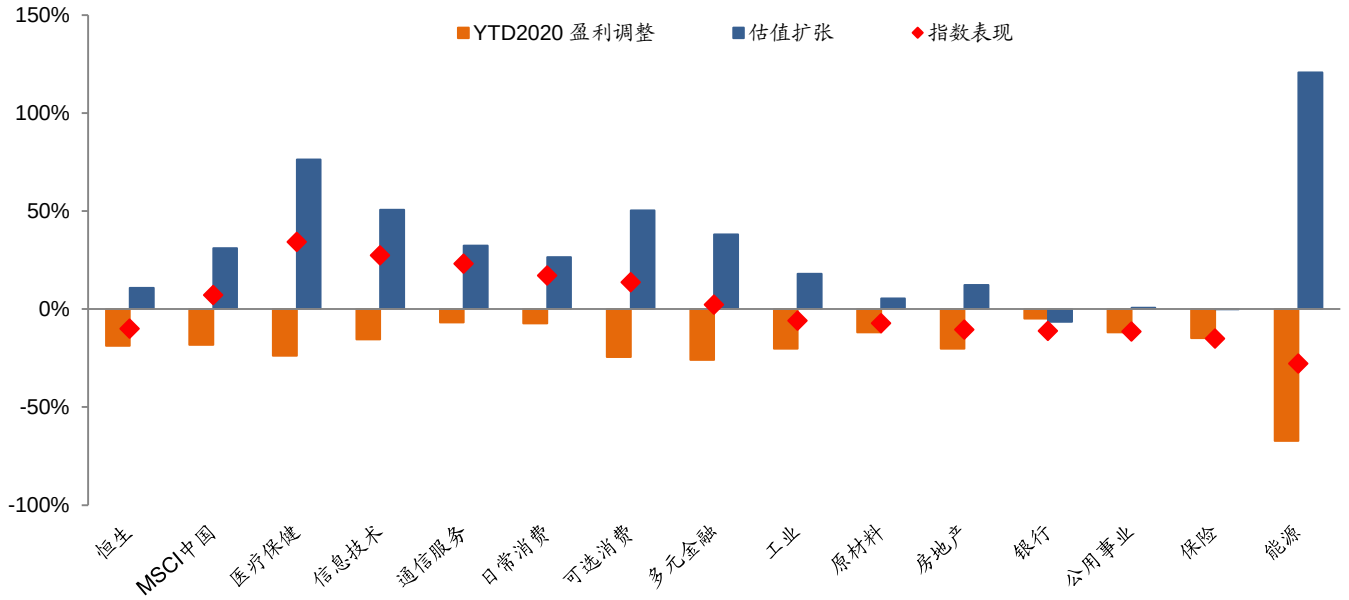
分行业估值

图表 13：MSCI 中国指数分行业前瞻市盈率（12 个月前瞻市盈率）



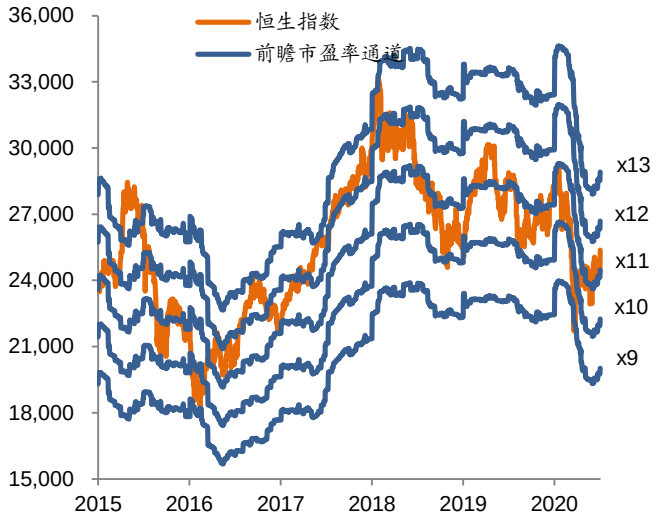
资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 7 月 3 日

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



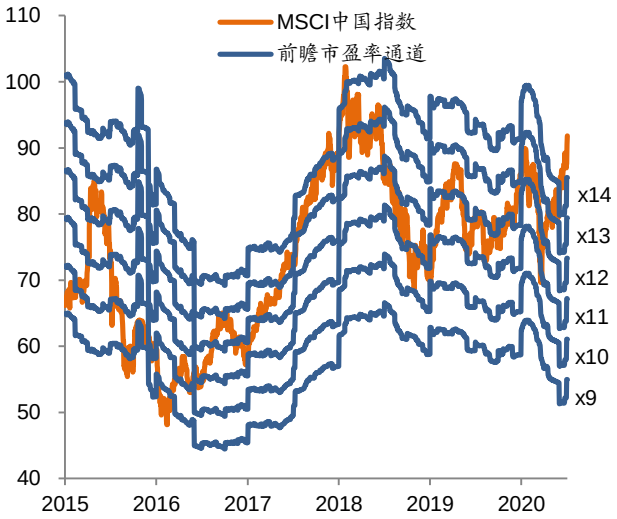
资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 7 月 3 日

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 7 月 3 日

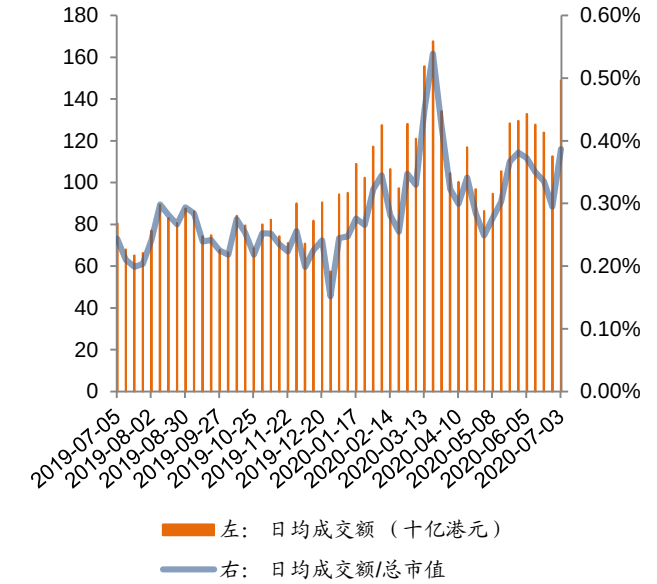
图表 16：MSCI 中国指数市盈率通道



资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 7 月 3 日

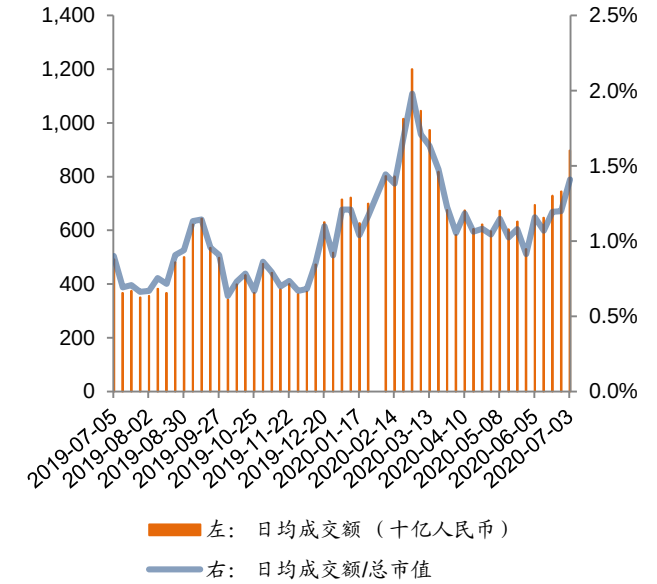
市场成交额

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 7 月 3 日

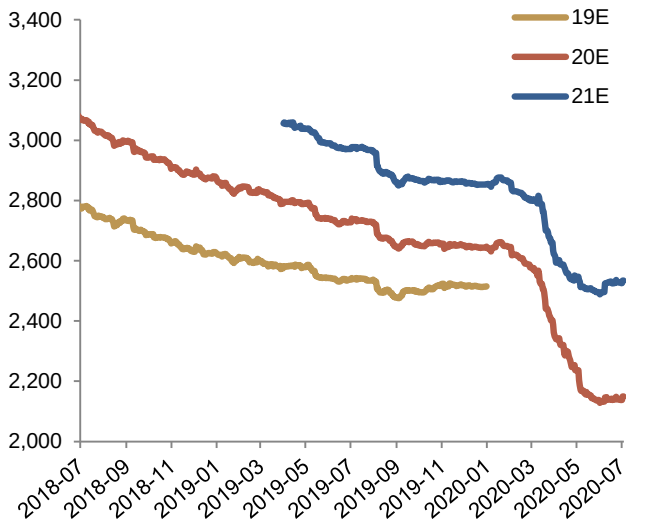
图表 18：A 股市场日均成交额



资料来源：万得、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 7 月 3 日

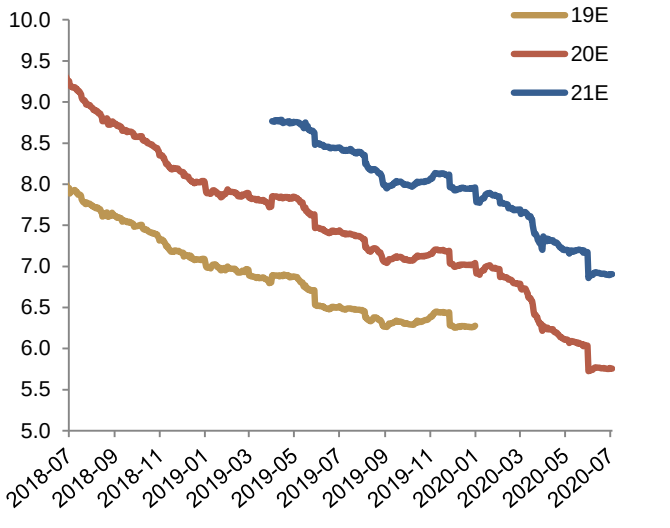
盈利预测调整

图表 19：恒生指数 EPS 一致预测调整



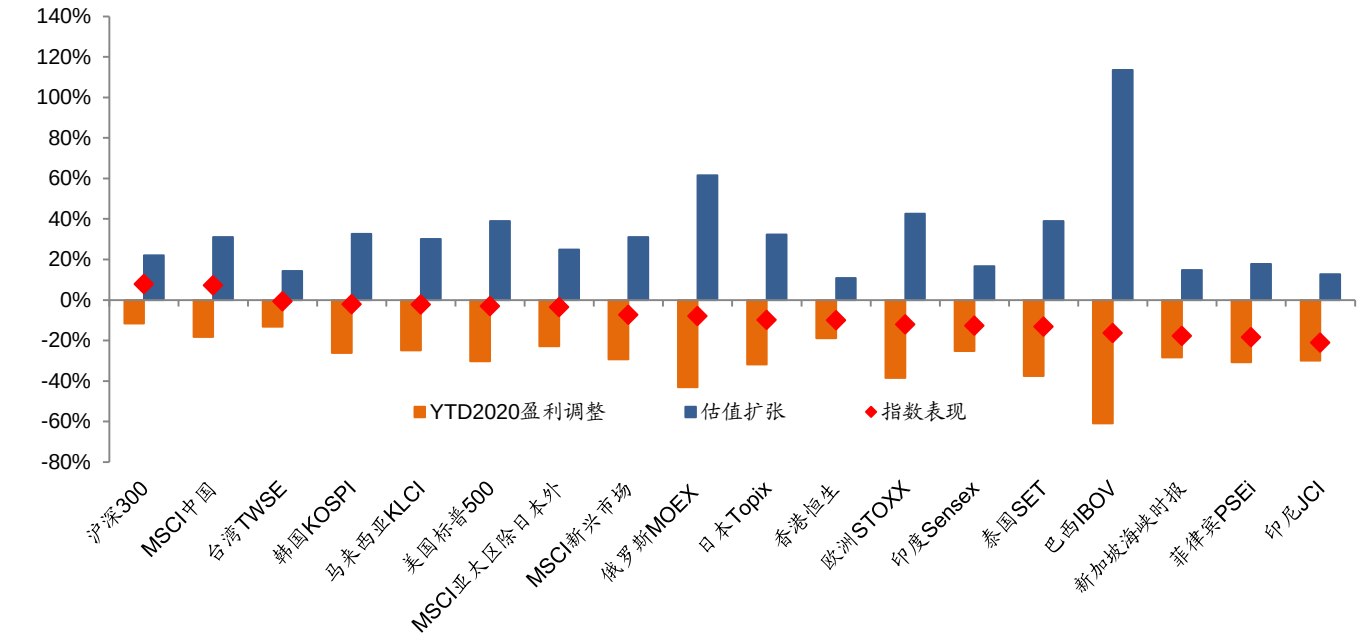
资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 7 月 3 日

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 7 月 3 日

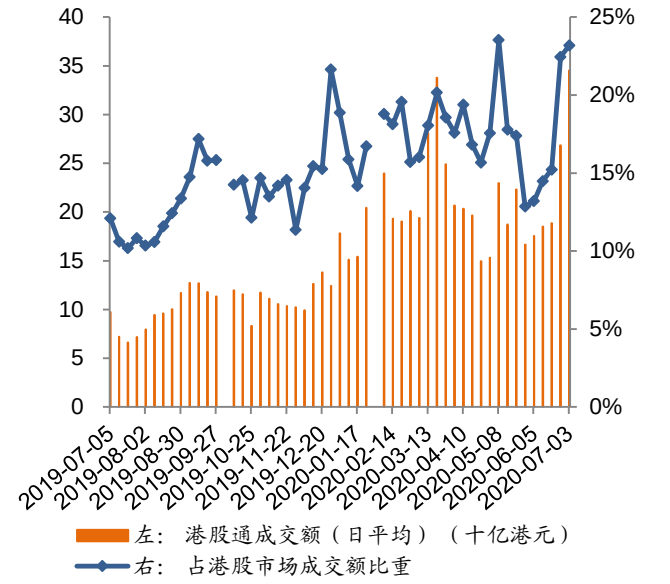
图表 21：主要股指年初至今股价表现：估值变化和盈利调整



资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 7 月 3 日

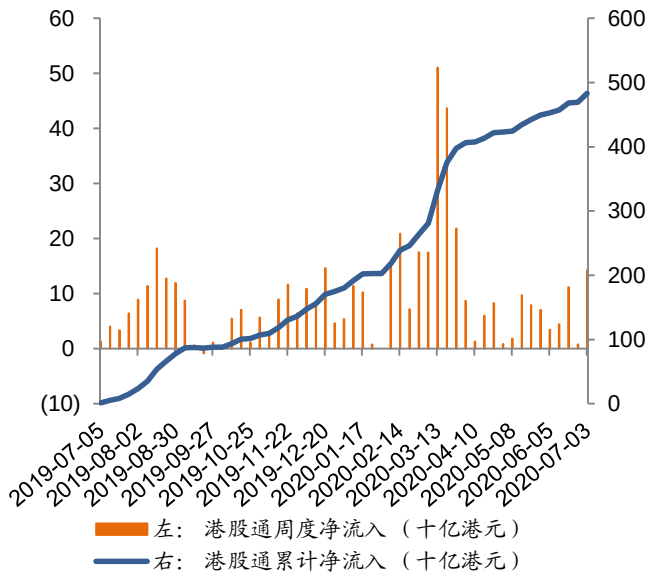
陆港通

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 7 月 3 日

图表 23：南下资金净流入



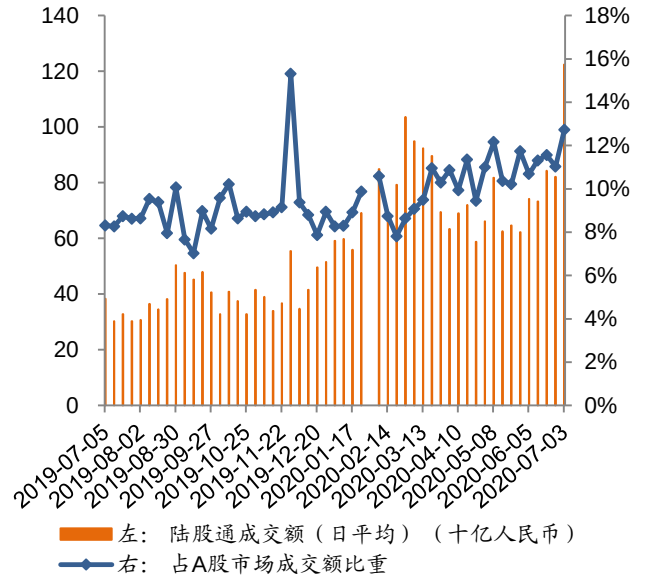
资料来源：万得、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 7 月 3 日

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）	2020/06/12	2020/06/19	2020/06/26	2020/07/03	2020/02	2020/03	2020/04	2020/05	2020/06	2020/07
保险	-0.1	0.0	-0.5	-0.4	-0.9	1.5	1.6	-1.3	-1.5	-0.1
可选消费	0.3	-0.1	-0.1	0.1	2.0	4.0	2.0	2.9	-0.9	0.5
房地产	-0.8	-0.1	0.0	-0.6	0.3	4.0	-1.9	-1.1	-0.5	-0.6
原材料	-0.1	0.1	0.0	0.0	0.5	0.3	0.2	-0.3	-0.1	0.0
公用事业	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.4	0.0	0.0	0.0
能源	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.2	1.3	0.1	-0.2	0.0	0.0
工业	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.2	0.2	0.0	0.0
日常消费	-0.2	0.4	-0.1	0.5	-0.4	1.5	0.5	5.6	0.9	0.4
银行	0.8	1.6	-0.3	0.3	31.8	45.9	5.1	5.7	2.2	0.2
医疗保健	0.9	0.2	0.0	1.2	-0.1	1.2	3.7	5.2	2.2	0.0
多元金融	0.2	0.4	0.6	2.0	-0.9	0.6	-0.1	-0.9	2.4	1.2
信息技术	2.0	1.8	0.1	1.8	5.5	0.0	-3.0	2.8	5.5	1.8
通信服务	1.0	2.8	1.4	4.8	8.4	19.3	1.6	-5.1	8.4	1.4
总计 (前十大个股)	**4.0**	**7.0**	**1.0**	**9.6**	**46.0**	**79.6**	**10.6**	**13.6**	**18.7**	**4.9**
南下总计	**4.4**	**11.2**	**0.8**	**14.3**	**60.7**	**139.7**	**19.5**	**26.6**	**25.7**	**8.5**

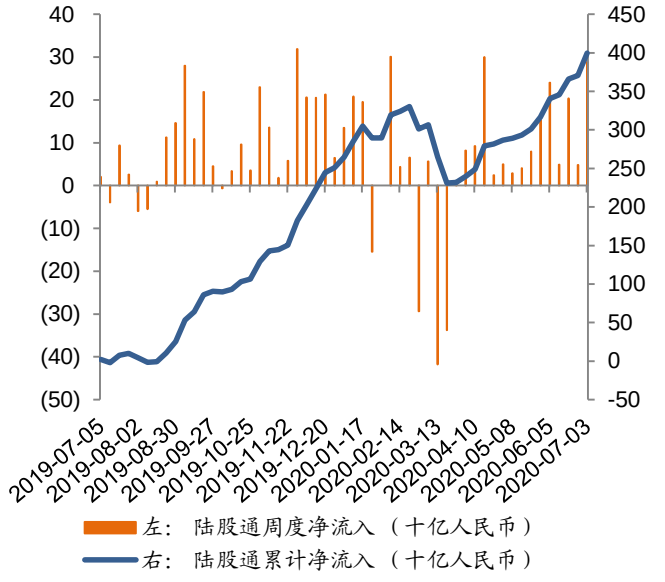
资料来源：万得、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 7 月 3 日

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 7 月 3 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 7 月 3 日

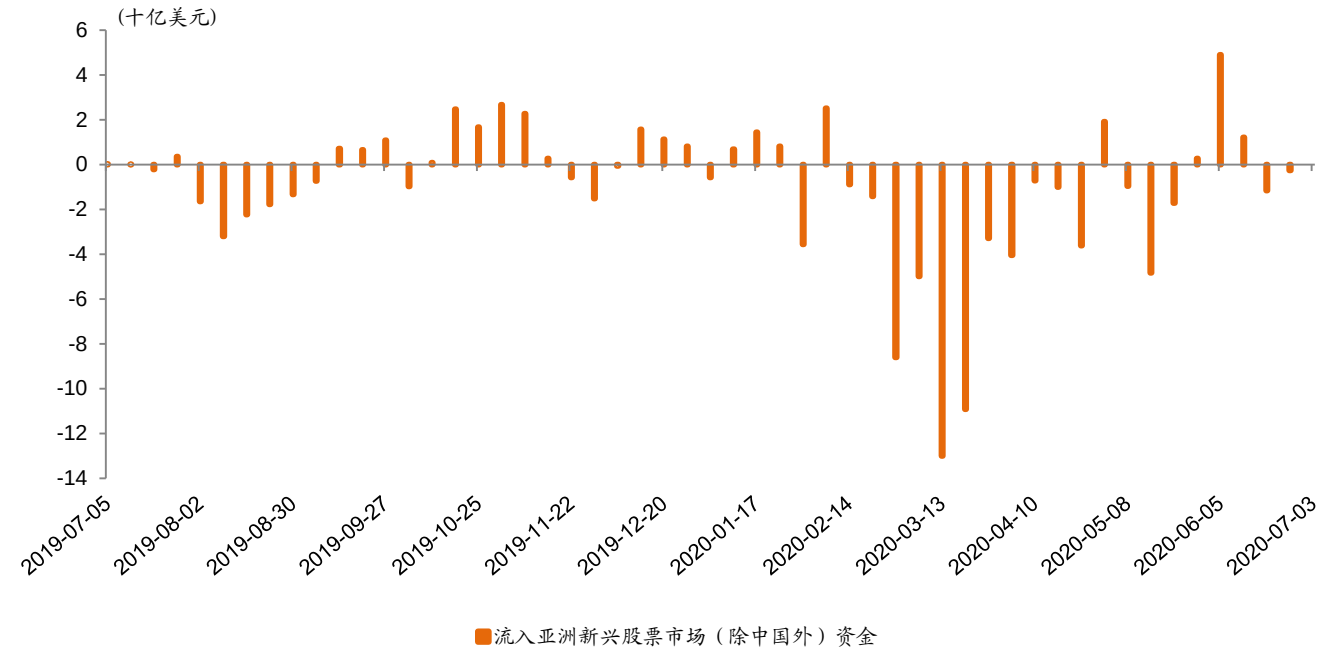
图表 27：北上分板块资金流入

	北上资金净流入									
	每周				每月					MTD
（十亿人民币）	2020/06/12	2020/06/19	2020/06/26	2020/07/03	2020/02	2020/03	2020/04	2020/05	2020/06	2020/07
可选消费	-0.8	-1.1	0.3	-0.1	2.4	-1.7	2.0	4.4	-1.4	0.2
银行	-0.6	-1.4	0.0	1.4	-0.1	-1.2	1.2	0.0	-1.2	1.4
日常消费	0.0	0.3	0.2	1.5	7.4	-11.1	10.4	-1.5	-0.9	2.0
通信服务	0.0	0.0	0.0	-0.1	0.3	0.0	0.0	0.3	-0.1	0.0
公用事业	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.5	0.0	0.1	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
房地产	0.2	-0.3	0.5	0.2	-0.2	-0.2	0.6	0.5	0.0	0.7
医疗保健	-0.4	0.6	-0.2	0.2	2.4	0.0	2.7	2.4	0.8	0.5
原材料	0.2	0.5	0.0	0.6	0.8	-2.5	0.4	0.3	1.1	0.6
保险	0.7	-0.1	-0.4	0.4	-1.4	-5.7	-1.7	0.6	1.3	0.8
多元金融	0.6	0.8	0.4	0.1	0.7	-0.8	0.5	0.0	2.6	-0.6
工业	1.6	0.1	0.1	0.9	7.5	-4.0	2.9	2.9	2.9	0.9
信息技术	0.9	1.9	1.0	1.4	-4.9	-2.9	3.7	1.2	8.4	0.7
总计 (前十大个股)	**2.3**	**1.3**	**1.9**	**6.5**	**14.9**	**-30.8**	**22.7**	**11.3**	**13.5**	**7.0**
北上总计	**4.9**	**20.4**	**4.8**	**28.9**	**11.6**	**-67.9**	**53.3**	**30.1**	**52.7**	**30.3**

资料来源：万得、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 7 月 3 日

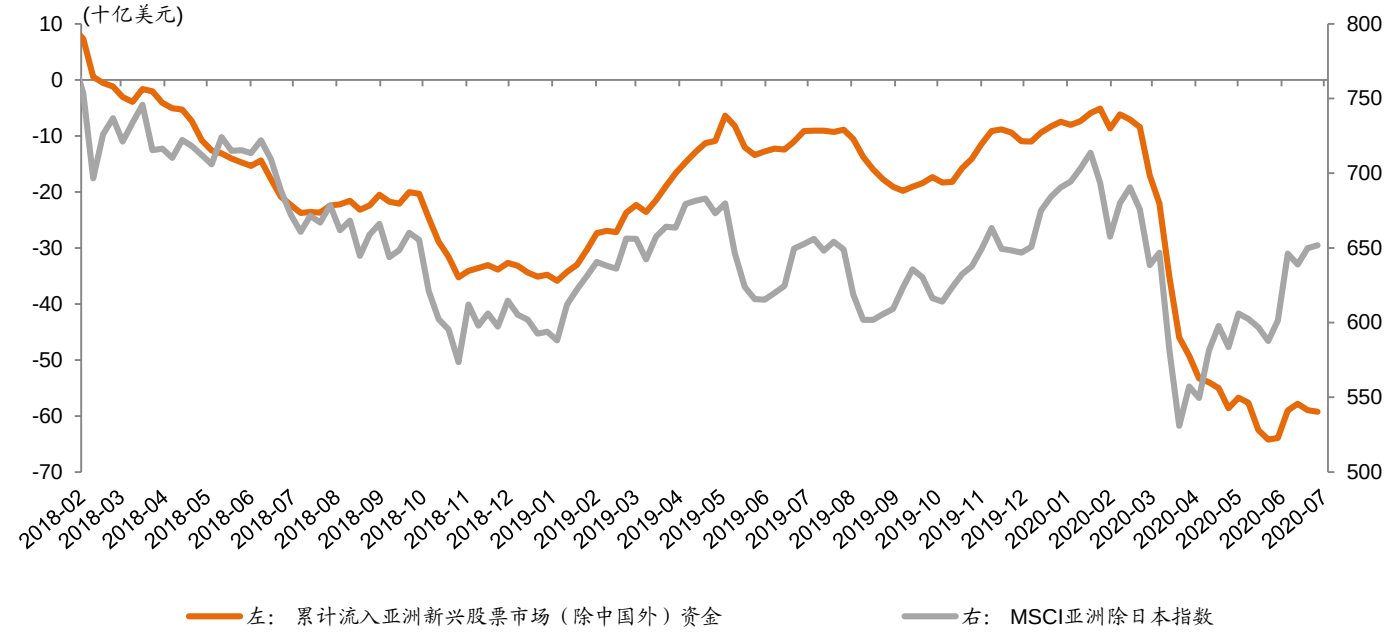
亚洲新兴市场资金流动

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 7 月 3 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 7 月 3 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	649,023	485.0	552.0	38.7	31.3	27%	0.3%	9%	互联网
BILI US	哔哩哔哩	16,643	44.5	46.0	n.a.	n.a.	-32%	0.0%	-37%	互联网
BABA US	阿里巴巴	599,857	215.7	259.0	31.4	23.4	38%	0.0%	-43%	电商
JD US	京东	94,859	59.7	69.0	50.4	33.3	19%	0.0%	-46%	电商
BGNE US	百济神州	15,295	195.4	206.0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-72%	医药
1801 HK	信达生物	10,077	60.0	58.5	n.a.	n.a.	35%	n.a.	-25%	医药
1186 HK	中国铁建	16,399	6.2	11.8	3.5	3.3	n.a.	4.5%	46%	基建
3311 HK	中建国际	3,121	4.6	9.2	3.9	3.3	16%	6.7%	50%	基建
1157 HK	中联重科	7,837	5.8	8.7	8.8	6.8	19%	3.1%	33%	基建设备
631 HK	三一国际	1,626	3.5	5.5	10.9	7.2	14%	3.3%	-16%	机械设备
2688 HK	新奥能源	12,913	89.4	103.0	16.0	13.9	11%	2.3%	39%	公用事业
135 HK	昆仑能源	5,720	5.1	6.80	6.6	5.6	6%	5.4%	21%	公用事业
788 HK	中国铁塔	36,564	1.4	2.0	35.8	27.7	38%	1.5%	63%	电信
728 HK	中国电信	24,123	2.2	3.4	8.4	7.8	0%	5.3%	27%	电信
1810 HK	小米集团	45,479	13.3	15.0	26.7	20.2	3%	0.0%	-57%	科技硬件
TAL US	好未来教育	43,782	68.3	64.0	303.9	88.9	-99%	0.0%	-28%	教育
EDU US	新东方教育	21,478	133.5	151.0	44.0	34.0	19%	0.0%	-118%	教育
1765 HK	希望教育	2,208	2.4	2.7	28.9	21.0	11%	1.3%	22.1%	教育
914 HK	海螺水泥	41,584	50.6	68.5	8.1	7.6	n.a.	4.0%	-41.6%	原材料

资料来源：彭博、招商证券（香港）预测；数据截至 2020 年 7 月 3 日

主要报告

美国 6 月就业数据超预期 (郭圆涛/张轩扬/钱鹭)

美国 6 月新增非农就业人口 480 万。失业率进一步回落至 11.1%，超出市场预期。南部数州第二波疫情为短期进一步复苏带来新的不确定性因素。

绿药明生物 (2269 HK) - 长期发展趋势依然向好 (张皓渊/代方琦)

公司年初至今已收获 15 个新冠相关项目，管理层预计这些项目将在 2020/21 年分别为公司贡献 8,000 万和 1.5 亿美元收入。管理层解释部分项目受新冠疫情影响导致收入确认推迟，约 1 亿美元收入将会推迟至 2021 年确认。我们将基于现金流贴现估值的目标价由 144.3 港元提高至 169.2 港元，主要反映了新增的新冠相关项目和持续扩大的客户基数，维持买入评级。

天然气行业 - 5 月天然气消费量增长持续复苏 (王腾杰/萧俊燊)

5 月全国天然气消费量同比增长 5%，工业用气量从负增长转为持平。国家能源局设定 2020 年国内天然气产量目标为 1,810 亿立方米（同比增长 4%）。维持行业推荐评级：我们认为中国燃气（384 HK）自由现金流情况将有所改善，行业整体复苏持续。

哔哩哔哩 (BILI US) - 初心不变 (马牧野/刘楠/黄耀林)

B 站在 11 岁生日之际回顾了早年的初心。B 站拥有比其它内容平台更高的用户价值。目标价上调至 46 美元；评级下调至中性，因为短期上涨空间已反映在当前股价中。

中国硬件科技 - 科技股情绪转好，5G 和苹果相关看涨 (陈永豪/苏林)

香港股市估值具吸引力，随着投资者消化近期的负面消息，科技股市场情绪有所改善。在换机需求和 iPhone 新机延迟减少的推动下，预计 5G 和苹果供应链相关标的在 2020 年下半年的表现将优于大盘。首选：小米集团；对瑞声科技更加乐观。

中联重科 (1157 HK) - 下游需求旺盛，工程机械行业关注度有所提升 (焦一丁/赵安博)

虽然基建转入淡季，但同比数据仍有明显增幅；房地产需求乐观。基于下游需求旺盛和高利用小时数情况，上调公司混凝土设备和塔机收入及盈利预测。周期板块关注度提升，我们认为工程机械行业 2020 年优秀的盈利表现将进一步得到市场认可，随盈利预测上调目标价，维持买入评级。

中车时代电气 (3898 HK) - 复兴号 250 公里动车招标落地，年内车辆招标预计难有惊喜 (焦一丁/赵安博)

复兴号 250 公里动车首次招标 137 组，数量符合预期；预计毛利率水平略好于预期；但招标时点较之前预期晚两个月。铁路客运量仍明显低于去年同期水平，全年车辆招标难有惊喜。我们认为铁路建设规划时间更长，短期投资增长弹性有限；叠加疫情带来的铁总客运收入下降，我们维持公司中性评级。

水泥 - 强雨水使沿江及华东区域价格持续承压 (魏芸)

6 月雨水强于去年，库存压力加大，沿江及华东地区水泥价格普降。7-8 月行业陆续错峰生产或企业自律检修，有助于缓解库存压力；关注雨水、局部疫情等变数。预计雨季结束后（8 月底 9 月初）需求将迎来强势反弹。

腾讯 (700 HK) - 能力越大责任越大 (刘楠/马牧野/黄耀林)

腾讯游戏年度发布会于 6 月 27 日在线上举行。强劲的游戏排期为未来增长带来了高确定性。维持买入评级，目标价调升至 552 港元。

航空 - 国内恢复明显，国际边际管控放宽 (魏芸)

国内市场恢复明显，局部疫情反复不影响恢复趋势。国际航班几无再向下空间，民航局“五个一”政策边际放宽。最坏时点或已过，市场情绪改善，上调三大航评级至买入及变更目标价，上调行业评级。

汽车汽配 - 五月重卡销量高增长，全年销量或超预期 (梁勇活/杨岱东)

5 月重卡销量同比大幅增长 65.6%至 18 万辆，累计增幅 16.7%。重卡景气度受多重因素支撑，全年销量或超预期。重点推荐潍柴动力，关注中国重汽。

吉利汽车 (175 HK) - 与 Waymo 战略合作，提升智能电动竞争优势 (梁勇活/杨岱东)

沃尔沃与 Waymo 达成 L4 级自动驾驶技术战略合作。PMA 平台融合 Waymo 自动驾驶技术后，智能电动竞争优势大幅提升。与 Waymo 资源互补，吉利科技化转型加速。

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