2020 年 5 月 11 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 (2020/05/11)

中美贸易纠纷再次成为焦点

- **新一轮贸易纠纷初现之际，中美贸易官员通话为局势降温**
- **中国人民银行提示风险，并且承诺保持实体经济的流动性合理充裕**
- **美国劳动力市场4月遭受历史性重创，预期下行趋势继续**

新看点：1）新冠疫情：全球新冠肺炎感染人数超过 400 万例。过去一周，新冠肺炎确诊人数增速在欧洲、美国和中国均继续呈现缓和趋势，然而多个新兴市场依然存在快速增长。英国政府终于公布有条件的三步走全国“解禁路线图”，第一阶段包括自新的一周开始，没有条件在家工作的雇员应当返回工作岗位，但是应全力避免使用公共交通。**2）**5 月 8 日，国务院副总理刘鹤应约与美贸易代表莱特希泽、财政部长姆努钦通话。双方表示应加强宏观经济和公共卫生合作，努力为中美第一阶段经贸协议的落实创造有利氛围和条件，推动取得积极成效。**3）**5 月 10 日，中国人民银行发布 2020 年一季度中国货币政策执行报告，其中央行提醒需要关注以下风险：全球疫情持续时间及负面影响可能超预期；主要经济体高度宽松的非常规货币政策和财政政策的效果和溢出效应；国内经济仍面临疫情带来的较多挑战，尤其是居民就业和社会保障压力上升；和国际收支和跨境资金流动存在的不确定性。同时，报告指出，下一阶段货币政策将“更加灵活适度”，保持实体经济的流动性合理充裕。**4）**5 月 8 日，美国劳工部公布了 4 月就业报告：非农就业人口创造了历史性的下跌，单月丢失 20,500,000 个就业岗位，失业率同时急速上升至 14.7%，两项数据均创造了美国劳工部分别于 1939 和 1948 年开始有记录以来的最大单月失业增长。

宏观经济数据：中国方面：1）4 月进口同比下跌 14.2%，不及预期（3 月：-1%）；出口同比增长 3.5%，超出预期（3 月：-12.1%）。2）4 月贸易顺差录得 453 亿美元（3 月：199 亿美元）。美国方面：1）4 月Markit服务业PMI终值录得 26.7，不及预期（3 月：39.8）。2）ADP数据显示 4 月美国私人机构就业职位减少 2,023.6 万个，不及预期（3 月：-14.9 万）。3）4 月美国非农就业人数减少 2,050 万人，略微好于预期（3 月：-87 万）；失业率飙升至 14.7%，略微好于预期（3 月；4.4%）。

股市概况：过去一周MSCI中国/沪深 300 指数分别上涨 1.4%/1.3%，恒指则下跌 1.7%。MSCI中国：信息技术（+6.0%）和可选消费（+4.9%）板块跑赢大市，房地产（-2.6%）和能源（-2.5%）板块则表现不佳。**A股市场：**信息技术（+3.7%）和日常消费（+3.3%）板块跑赢大市，银行（-0.7%）和保险（-0.5%）板块则表现不佳。恒生/MSCI中国/沪深 300 指数估值分别为 11.2 倍/13.4 倍/12.6 倍前瞻市盈率（过去三年的中值水平为 11.3 倍/12.3 倍/12.5 倍）。

我们的观点：沪深300和MSCI中国指数是今年以来表现最佳的市场，这与我们的预期相符。我们重申关于沪深300和MSCI中国指数在中期内会跑赢主要市场的观点。香港市场大概率将处于区间震荡。标普500指数过去一个月录得6.5%的回报，虽然宏观基本面持续走弱。这主要是由于大规模的政策支持和流动性的改善，以及新增感染人数增长率的下跌。标普500指数目前估值为22.4倍前瞻市盈率，高于过去三年的中位数（17.3倍）。沪深300、恒生和MSCI中国指数当前估值分别为12.6倍、11.2倍和13.4倍前瞻市盈率，与过去三年的中位数相若或略高。我们建议投资者关注近期的潜在回调风险，尤其是美股市场。

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. 招证国际策略周报 (2020/05/04) - 脱轨的资本(2020/05/04)
2. 绝地求生：对新冠疫情带来的经济衰退的思考 (2020/04/28)
3. 香港经济状况堪忧；政府出台新政干预 (2020/04/09)
4. 民以食为天 (2020/04/08)
5. 美国刺激政策短期利好；是否力挽狂澜且行且看 (2020/03/26)
6. 回望，历史可否照见未来？(2020/03/23)
7. 千金散尽还复来？(2020/03/18)
8. 不识庐山真面目；只缘身在此山中：对美国市场的思考 (2020/03/14)
9. 欧洲央行公布刺激方案以应对新冠肺炎疫情 (2020/03/13)

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 18

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
	10 月	11 月	12 月	1 月	2 月	3 月	4 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%	3.8	4.5	4.5	5.4	5.2	4.3		2020-04-09	2020-05-12
PPI 同比%	-1.6	-1.4	-0.5	0.1	-0.4	-1.5		2020-04-09	2020-05-12
官方制造业 PMI	49.3	50.2	50.2	50.0	35.7	52.0	50.8	2020-04-29	2020-05-31
官方非制造业 PMI	52.8	54.4	53.5	54.1	29.6	52.3	53.2	2020-04-29	2020-05-31
官方综合 PMI	52.0	53.7	53.4	53.0	28.9	53.0	53.4	2020-04-29	2020-05-31
财新制造业 PMI	51.7	51.8	51.5	51.1	40.3	50.1	49.4	2020-04-29	2020-06-01
财新服务业 PMI	51.1	53.5	52.5	51.8	26.5	43.0	44.4	2020-05-06	2020-06-03
财新综合 PMI	52.0	53.2	52.6	51.9	27.5	46.7	47.6	2020-05-06	2020-06-03
出口同比%	-0.8	-1.3	7.9	-17.2		-6.6	3.5	2020-05-06	2020-06-07
进口同比%	-6.2	0.8	16.5	-4.0		-0.9	-14.2	2020-05-06	2020-06-07
贸易帐顺差 (十亿美元)	42.4	37.4	47.3	-7.1		19.9	45.3	2020-05-06	2020-06-07
城镇调查失业率%	5.1	5.1	5.2	5.3	6.2	5.9		2020-04-16	2020-05-15
工业增加值同比%	4.7	6.2	6.9	-4.3	-25.9	-1.1		2020-04-16	2020-05-15
工业增加值累计同比%	5.6	5.6	5.7	-13.5		-8.4		2020-04-16	2020-05-15
规模以上工业企业利润同比%	-9.9	5.4	-6.3	n.a.	n.a.	-34.9		2020-04-26	2020-05-27
规模以上工业企业利润累计同比%	-2.9	-2.1	-3.3	-38.3		-36.7		2020-04-26	2020-05-27
社会消费品零售总额同比%	7.2	8.0	8.0	n.a.	n.a.	-15.8		2020-04-16	2020-05-15
社会消费品零售总额累计同比%	8.1	8.0	8.0	-20.5		-19.0		2020-04-16	2020-05-15
城镇固定资产投资累计同比%	5.2	5.2	5.4	-24.5		-16.1		2020-04-16	2020-05-15
基建投资%	4.2	4.0	3.8	-30.3		-19.7		2020-04-16	2020-05-15
房地产开发投资%	10.3	10.2	9.9	-16.3		-7.7		2020-04-16	2020-05-15
制造业投资%	2.6	2.5	3.1	-31.5		-25.2		2020-04-16	2020-05-15
M1 同比%	3.3	3.5	4.4	0.0	4.8	5.0		2020-04-10	2020-05-10
M2 同比%	8.4	8.2	8.7	8.4	8.8	10.1		2020-04-10	2020-05-10
社会融资规模 (十亿元人民币)	868	1,994	2,103	5,070	858	5,149		2020-04-10	2020-05-10
新增人民币贷款 (十亿元人民币)	661	1,388	1,140	3,340	906	2,853		2020-04-10	2020-05-10
金融机构贷款余额同比%	12.4	12.4	12.3	12.1	12.1	12.7		2020-04-10	2020-05-10
财政收入累计同比%	3.8	3.8	3.8	-9.9		-14.3		2020-04-24	2020-05-24
财政支出累计同比%	8.7	7.7	8.1	-2.9		-5.7		2020-04-24	2020-05-24
十年期国债收益率%	3.28	3.18	3.14	3.00	2.73	2.59	2.52		
3 个月 SHIBOR%	2.89	3.02	3.02	2.86	2.43	1.93	1.40		
美元兑人民币	7.04	7.03	6.96	6.91	6.99	7.08	7.06		

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					
	四季度			一季度			二季度	本次发布	下次发布
	10 月	11 月	12 月	1 月	2 月	3 月	4 月	日期	日期
GDP 年化环比%			2.1			-4.8		2020-04-29	2020-05-28
个人消费支出			1.8			-7.6		2020-04-29	2020-05-28
私人投资			-6.0			-5.6		2020-04-29	2020-05-28
政府消费和投资			2.5			0.7		2020-04-29	2020-05-28
CPI 同比%	1.8	2.1	2.3	2.5	2.3	1.5	0.4	2020-04-10	2020-05-12
核心 CPI 同比%	2.3	2.3	2.3	2.3	2.4	2.1	1.7	2020-04-10	2020-05-12
PCE 物价指数同比%	1.3	1.3	1.6	1.8	1.8	1.3		2020-04-30	2020-05-29
核心 PCE 物价指数同比%	1.6	1.5	1.6	1.7	1.8	1.7		2020-04-30	2020-05-29
PPI 同比%	1.0	1.0	1.3	2.1	1.3	0.7		2020-04-09	2020-05-13
核心 PPI 同比%	1.6	1.2	1.1	1.7	1.4	1.4		2020-04-09	2020-05-13
ISM 制造业 PMI	48.5	48.1	47.8	50.9	50.1	49.1	41.5	2020-05-01	2020-06-01
ISM 非制造业 PMI	54.4	53.9	54.9	55.5	57.3	52.5	37.8	2020-05-05	2020-06-03
Markit 制造业 PMI	51.3	52.6	52.4	51.9	50.7	48.5	36.1	2020-05-01	2020-05-21
Markit 服务业 PMI	50.6	51.6	52.8	53.4	49.4	39.8	27.0	2020-05-05	2020-05-21
Markit 综合 PMI	50.9	52.0	52.7	53.3	49.6	40.9	27.4	2020-05-05	2020-05-21
耐用品订单环比%	0.2	-3.1	2.8	0.1	1.1	-14.4		2020-05-04	2020-05-28
扣除运输类耐用品订单环比%	0.2	-0.5	-0.1	0.7	-0.7	-0.2		2020-05-04	2020-05-28
扣除飞机非国防资本耐用品订单环比%	1.0	0.0	-0.8	1.0	-0.8	0.1		2020-05-04	2020-05-28
工厂订单环比%	0.2	-1.2	1.9	-0.5	0.0			2020-05-04	2020-06-03
扣除运输类工厂订单环比%	0.3	0.2	0.6	-0.4	-0.9			2020-05-04	2020-06-03
工业产出环比%	-0.4	0.9	-0.4	-0.5	0.5	-5.4	-12.0	2020-04-15	2020-05-15
制造业产出环比%	-0.6	0.9	0.2	-0.1	-0.1	-6.3		2020-04-15	2020-05-15
零售销售环比%	0.5	0.0	0.1	0.8	-0.4	-8.4	-11.7	2020-04-15	2020-05-15
零售销售(除汽车)环比%	0.4	-0.3	0.5	0.8	-0.4	-4.2	-8.4	2020-04-15	2020-05-15
密歇根大学消费者信心指数	95.5	96.8	99.3	99.8	101.0	89.1	71.8	2020-04-24	2020-05-15
密歇根大学消费者预期指数	84.2	87.3	88.9	90.5	92.1	79.7	70.1	2020-04-24	2020-05-15
密歇根大学消费者现况指数	113.2	111.6	115.5	114.4	114.8	103.7	74.3	2020-04-24	2020-05-15
个人收入环比%	0.1	0.5	0.2	0.5	0.6	-2.0		2020-04-30	2020-05-29
个人消费支出(PCE)实际环比%	0.1	0.2	0.1	0.3	0.1	-7.3		2020-04-30	2020-05-29
ADP 就业人数变动(千人)	73.2	160.6	167.1	205.5	179.4	-26.6	-20,236	2020-05-06	2020-06-03
非农就业人口变动(千人)	185	261	184	214	275	-701	-20,500	2020-05-08	2020-06-05
JOLTS 职位空缺(千人)	7,309	6,793	6,552	7,012	6,882			2020-04-07	2020-05-15
失业率%	3.6	3.5	3.5	3.6	3.5	4.4	14.7	2020-05-08	2020-06-05
新屋销售环比%	-2.5	-1.0	3.3	7.5	-4.6	-15.4		2020-04-23	2020-05-26
成屋销售环比%	0.0	-1.7	4.0	-2.0	6.3	-8.5		2020-04-21	2020-05-21
新屋开工环比%	5.8	3.1	15.9	1.1	-3.4	-22.3		2020-04-16	2020-05-19
营建许可环比%	5.0	0.9	-3.7	9.2	-6.3	-7.0		2020-04-16	2020-05-19
成屋签约销售指数环比%	-0.7	0.8	-4.3	5.3	2.3	-20.8		2020-04-29	2020-05-28
贸易帐(十亿美元)	-47.4	-43.8	-48.6	-45.5	-39.9	-44.4		2020-05-05	2020-06-04
政府预算赤字(十亿美元)	-134.5	-208.8	-13.3	-32.6	-235.3	-119.1		2020-04-10	2020-05-13
联邦基金利率%	1.75	1.75	1.75	1.75	1.75	0.25	0.25		
3 个月美国国债利率%	1.52	1.57	1.54	1.54	1.27	0.06	0.08		
十年期美国国债利率%	1.69	1.78	1.92	1.51	1.15	0.67	0.64		
美元指数	97.4	98.3	96.4	97.4	98.1	99.0	99.0		

资料来源：彭博、招商证券（香港）
注：突出显示的数据为彭博一致预测

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	1.3%	4.4%	4.8%	1.6%	-3.2%	-0.2%	8.1%
MSCI 中国	1.4%	2.8%	4.8%	-4.3%	-5.1%	0.1%	-1.4%
台湾 TWSE	-0.8%	5.4%	7.5%	-6.1%	-9.1%	-5.9%	-0.2%
美国标普 500	3.5%	3.3%	6.5%	-12.0%	-9.3%	-5.3%	1.7%
韩国 KOSPI	-0.1%	3.0%	7.7%	-12.0%	-11.5%	-9.0%	-10.2%
马来西亚 KLCI	-1.8%	0.9%	1.5%	-11.1%	-13.0%	-14.1%	-15.4%
俄罗斯 MOEX	-0.3%	3.1%	-1.1%	-14.4%	-13.3%	-11.2%	3.8%
香港恒生	-1.7%	1.7%	1.1%	-11.6%	-14.0%	-12.4%	-16.5%
MSCI 亚太区除日本外	0.0%	3.4%	5.4%	-13.8%	-14.6%	-11.7%	-10.2%
日本 Topix	1.9%	2.6%	2.3%	-15.8%	-15.3%	-14.4%	-7.3%
欧洲 STOXX	1.1%	3.5%	4.4%	-19.6%	-18.0%	-15.9%	-10.8%
MSCI 新兴市场	-0.6%	3.7%	4.3%	-16.5%	-18.2%	-14.4%	-13.3%
新加坡海峡时报	-1.2%	2.9%	2.1%	-18.5%	-19.6%	-20.6%	-21.1%
泰国 SET	-2.7%	0.6%	5.0%	-17.5%	-19.9%	-22.7%	-23.5%
印度 Sensex	-6.2%	1.0%	5.8%	-23.1%	-23.3%	-21.5%	-16.3%
印尼 JCI	-2.5%	2.3%	-0.6%	-23.4%	-27.0%	-25.6%	-26.7%
菲律宾 PSEi	-1.4%	2.9%	2.0%	-25.1%	-28.1%	-30.3%	-29.1%
巴西 IBOV	-0.3%	6.5%	2.1%	-29.5%	-30.6%	-25.4%	-16.0%

资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 5 月 8 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	1.4%	2.8%	4.8%	-4.1%	-4.7%	1.0%	-0.2%
沪深 300	1.1%	4.5%	4.7%	0.6%	-4.8%	-1.3%	3.6%
台湾 TWSE	-1.3%	6.0%	8.4%	-5.4%	-9.0%	-4.3%	3.3%
美国标普 500	3.5%	3.3%	6.5%	-12.0%	-9.3%	-5.3%	1.7%
日本 Topix	2.1%	3.4%	4.2%	-13.3%	-13.5%	-12.3%	-4.2%
香港恒生	-1.7%	1.7%	1.1%	-11.4%	-13.6%	-11.5%	-15.4%
MSCI 亚太区除日本外	0.0%	3.4%	5.4%	-13.8%	-14.6%	-11.7%	-10.2%
韩国 KOSPI	-0.6%	4.3%	7.5%	-13.8%	-16.0%	-13.5%	-13.7%
马来西亚 KLCI	-2.6%	1.5%	1.9%	-15.0%	-17.9%	-18.1%	-19.0%
MSCI 新兴市场	-0.6%	3.7%	4.3%	-16.5%	-18.2%	-14.4%	-13.3%
欧洲 STOXX	-0.2%	4.0%	4.2%	-20.3%	-20.8%	-17.2%	-13.5%
新加坡海峡时报	-1.4%	3.9%	3.0%	-19.8%	-23.4%	-23.6%	-23.8%
泰国 SET	-1.9%	1.3%	6.7%	-19.7%	-25.4%	-27.1%	-24.4%
俄罗斯 MOEX	1.1%	4.9%	1.8%	-25.3%	-26.8%	-22.8%	-8.1%
菲律宾 PSEi	-1.4%	3.5%	2.0%	-24.4%	-27.6%	-30.1%	-26.8%
印度 Sensex	-6.5%	2.2%	6.5%	-27.2%	-27.7%	-25.9%	-22.7%
印尼 JCI	-1.5%	7.1%	7.3%	-29.4%	-31.9%	-30.1%	-29.6%
巴西 IBOV	-5.4%	6.3%	-8.0%	-47.1%	-51.5%	-46.1%	-42.5%

资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 5 月 8 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	-3.5%	4.4%	2.2%	-1.9%	-16.7%	-34.6%	-30.2%
汽油	24.3%	44.0%	40.4%	-37.5%	-43.9%	-41.7%	-51.8%
布伦特原油	17.1%	44.4%	-5.7%	-43.1%	-53.1%	-50.5%	-56.0%
热油	13.0%	39.1%	-11.0%	-45.3%	-55.7%	-53.1%	-56.3%
WTI 原油	25.1%	46.0%	-1.4%	-50.8%	-59.5%	-56.8%	-60.2%
金属							
金	0.1%	-1.6%	3.2%	8.4%	11.8%	16.7%	33.0%
铁矿石	-0.8%	1.9%	3.9%	4.8%	-2.8%	0.4%	-9.0%
锌	4.7%	6.4%	4.2%	-6.6%	-11.8%	-19.3%	-24.4%
镍	3.1%	0.7%	7.2%	-3.4%	-12.1%	-23.8%	3.2%
银	3.4%	1.5%	3.4%	-12.5%	-13.7%	-7.9%	4.3%
铜	3.2%	2.6%	5.4%	-6.9%	-14.6%	-11.0%	-14.2%
铝	-0.1%	-1.9%	1.3%	-14.0%	-18.0%	-17.8%	-17.4%
铂	0.7%	0.4%	4.8%	-20.2%	-20.8%	-13.0%	-10.6%
农产品							
小麦	1.5%	0.5%	-3.4%	-5.2%	-5.2%	3.8%	22.8%
瘦肉猪	7.0%	28.1%	56.1%	17.9%	-5.8%	5.0%	-19.5%
大豆	0.2%	2.0%	-0.7%	-3.8%	-10.0%	-7.7%	4.2%
咖啡	5.4%	4.7%	-8.1%	11.9%	-15.1%	0.6%	26.3%
玉米	2.4%	1.0%	-3.3%	-16.8%	-17.7%	-15.4%	-10.2%
棉花	-0.5%	2.4%	4.5%	-16.9%	-18.5%	-13.1%	-21.2%
糖	-6.2%	5.8%	-0.8%	-31.0%	-23.3%	-18.1%	-11.7%
活牛	8.5%	11.4%	2.0%	-22.0%	-24.1%	-20.6%	-14.8%

资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 5 月 8 日

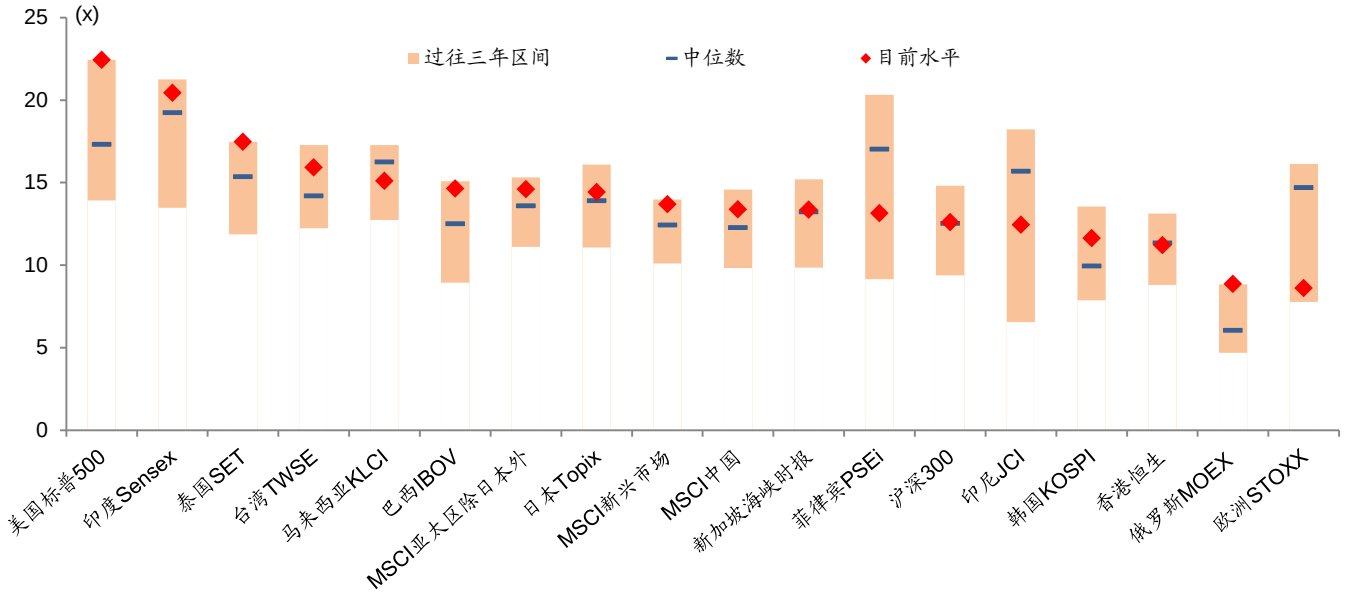
图表 6：主要货币兑美元表现（根据年初至今表现排序）

	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
日元	0.2%	0.8%	1.9%	2.9%	1.8%	2.4%	3.3%
菲律宾比索	0.3%	0.8%	0.3%	0.7%	0.4%	0.2%	3.3%
新台币	-0.5%	0.6%	0.8%	0.8%	0.3%	1.6%	3.5%
瑞士法郎	-1.0%	0.2%	0.0%	0.7%	-0.5%	2.7%	5.0%
越南盾	0.1%	0.5%	0.6%	-0.7%	-0.9%	-0.8%	-0.1%
中国人民币	-0.2%	0.1%	-0.1%	-1.0%	-1.6%	-1.2%	-4.1%
欧元	-1.3%	0.2%	-0.2%	-1.0%	-3.5%	-1.6%	-3.1%
瑞典克朗	0.8%	2.8%	3.2%	-1.1%	-4.3%	-0.7%	-1.6%
新加坡元	0.2%	0.8%	0.9%	-1.7%	-4.8%	-3.8%	-3.6%
韩元	0.1%	1.3%	0.1%	-2.7%	-5.2%	-5.1%	-4.1%
印度卢比	-0.6%	1.2%	1.0%	-5.5%	-5.5%	-5.6%	-7.7%
马来西亚林吉特	-0.7%	0.7%	0.3%	-4.5%	-5.6%	-4.6%	-4.3%
英镑	-0.7%	0.3%	0.0%	-3.7%	-6.5%	-2.9%	-4.6%
加拿大元	1.2%	1.3%	0.7%	-4.4%	-6.8%	-5.0%	-3.3%
澳大利亚元	1.8%	2.2%	4.9%	-2.1%	-7.0%	-4.8%	-6.6%
印度尼西亚卢比	-0.3%	3.2%	8.9%	-8.3%	-7.1%	-6.1%	-4.2%
泰铢	0.8%	0.8%	1.6%	-2.7%	-7.6%	-5.7%	-1.3%
新西兰元	1.3%	2.0%	2.0%	-4.1%	-9.0%	-3.0%	-6.6%
智利比索	1.0%	3.9%	2.6%	-4.4%	-9.0%	-9.6%	-17.3%
阿根廷比索	-0.7%	-1.3%	-3.1%	-9.7%	-11.0%	-11.6%	-33.0%
俄罗斯卢布	2.4%	1.3%	2.7%	-12.9%	-15.7%	-13.3%	-11.6%
土耳其里拉	-1.1%	-1.6%	-4.4%	-15.1%	-16.1%	-18.6%	-12.7%
墨西哥比索	3.9%	5.6%	1.9%	-20.6%	-20.2%	-19.2%	-19.2%
南非兰特	2.5%	3.8%	-0.4%	-17.9%	-23.8%	-19.0%	-21.6%
巴西里尔	-4.3%	-2.5%	-10.6%	-24.7%	-29.8%	-27.3%	-31.4%

资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 5 月 8 日

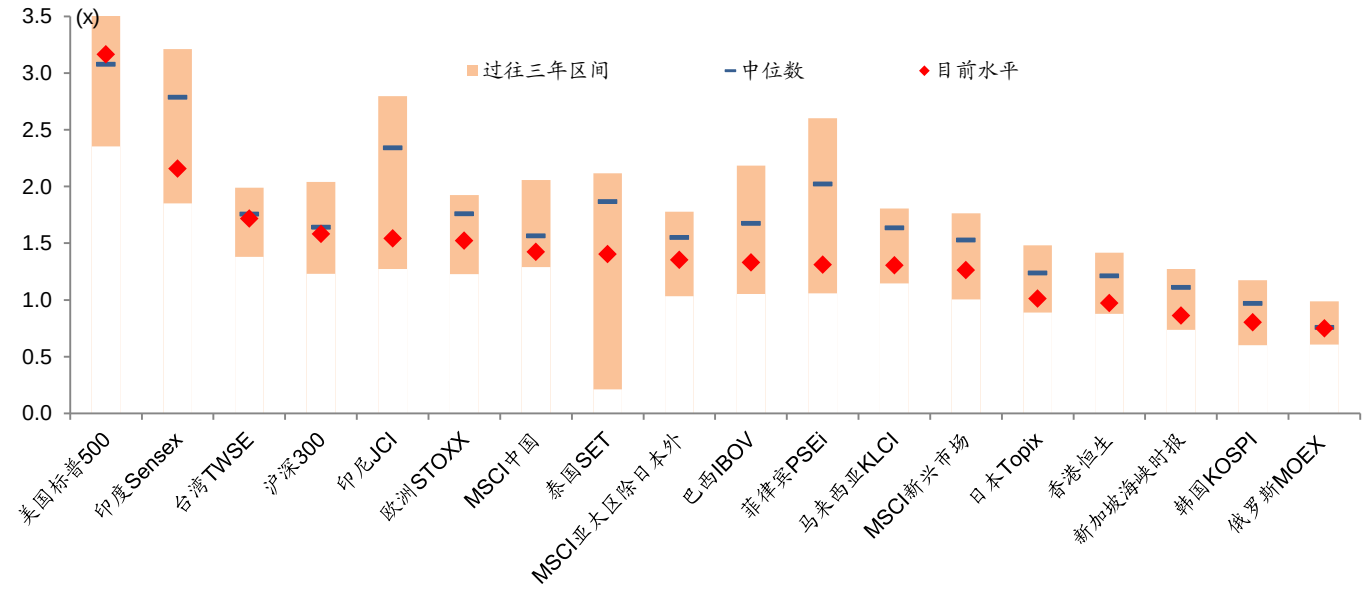
全球股票市场估值

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 5 月 8 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 5 月 8 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
信息技术	6.0%	9.8%	8.2%	-7.7%	1.6%	10.4%	17.0%
可选消费	4.9%	2.4%	6.4%	-4.2%	-3.2%	4.5%	12.9%
日常消费	2.3%	3.4%	6.8%	8.7%	4.1%	6.2%	14.6%
医疗保健	2.3%	3.1%	9.0%	4.8%	12.9%	8.8%	26.2%
工业	1.0%	3.8%	5.5%	-2.9%	-6.8%	-4.3%	-7.2%
通信服务	0.6%	1.9%	6.2%	-2.2%	3.3%	12.5%	-3.3%
原材料	0.5%	2.8%	4.4%	1.5%	-7.2%	5.3%	0.9%
多元金融	-0.5%	4.2%	1.3%	-7.0%	-14.6%	-7.0%	-22.3%
公用事业	-1.9%	2.5%	4.5%	-6.3%	-9.9%	-13.5%	-5.1%
银行	-2.1%	2.8%	0.3%	-4.3%	-11.0%	-9.3%	-10.4%
保险	-2.3%	1.8%	3.0%	-14.7%	-18.7%	-19.9%	-16.0%
能源	-2.5%	0.5%	-3.5%	-20.6%	-27.4%	-26.5%	-34.5%
房地产	-2.6%	2.6%	-0.7%	-6.8%	-17.8%	-8.6%	-8.6%
MSCI 中国	**1.4%**	**2.8%**	**4.8%**	**-4.3%**	**-5.1%**	**0.1%**	**-1.4%**

资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 5 月 8 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
信息技术	4.5%	6.9%	3.2%	-3.5%	7.1%	10.3%	18.7%
可选消费	3.5%	-0.4%	1.6%	0.1%	2.1%	4.4%	14.5%
日常消费	1.0%	0.6%	1.9%	13.6%	9.8%	6.1%	16.3%
医疗保健	0.9%	0.4%	4.0%	9.5%	19.0%	8.7%	28.1%
工业	-0.3%	1.0%	0.7%	1.5%	-1.8%	-4.4%	-5.9%
通信服务	-0.8%	-0.9%	1.3%	2.2%	8.8%	12.4%	-1.9%
原材料	-0.8%	0.0%	-0.4%	6.1%	-2.2%	5.2%	2.3%
多元金融	-1.8%	1.4%	-3.3%	-2.8%	-10.0%	-7.1%	-21.2%
公用事业	-3.2%	-0.2%	-0.3%	-2.0%	-5.1%	-13.5%	-3.8%
银行	-3.4%	0.0%	-4.2%	0.0%	-6.2%	-9.3%	-9.1%
保险	-3.6%	-0.9%	-1.7%	-10.9%	-14.3%	-20.0%	-14.8%
能源	-3.8%	-2.2%	-7.9%	-17.0%	-23.5%	-26.6%	-33.5%
房地产	-3.9%	-0.2%	-5.2%	-2.6%	-13.3%	-8.7%	-7.3%

资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 5 月 8 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
信息技术	3.7%	8.1%	4.7%	0.7%	12.1%	19.9%	39.3%
日常消费	3.3%	2.7%	6.8%	18.6%	11.7%	9.8%	28.3%
医疗保健	3.1%	1.7%	5.2%	5.9%	17.4%	15.3%	31.1%
可选消费	2.7%	4.0%	4.5%	-1.5%	-5.4%	-1.4%	0.6%
原材料	2.6%	2.5%	2.0%	2.4%	-3.2%	7.9%	5.4%
电信	1.9%	2.0%	0.9%	-2.5%	3.2%	2.0%	3.2%
工业	1.8%	2.6%	2.7%	4.5%	-0.1%	5.3%	3.2%
多元金融	1.5%	4.9%	1.5%	2.7%	-8.6%	2.3%	4.8%
能源	0.5%	0.1%	-2.7%	-8.2%	-17.6%	-14.1%	-20.2%
公用事业	0.0%	0.6%	0.1%	-0.2%	-8.1%	-7.8%	-6.9%
房地产	-0.4%	2.9%	0.9%	2.9%	-10.8%	-3.2%	-5.1%
保险	-0.5%	5.0%	7.0%	-8.2%	-14.2%	-16.9%	-4.3%
银行	-0.7%	4.1%	2.9%	-3.5%	-12.0%	-12.1%	-2.7%
沪深 300	**1.3%**	**4.4%**	**4.8%**	**1.6%**	**-3.2%**	**-0.2%**	**8.1%**

资料来源：万得、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 5 月 8 日

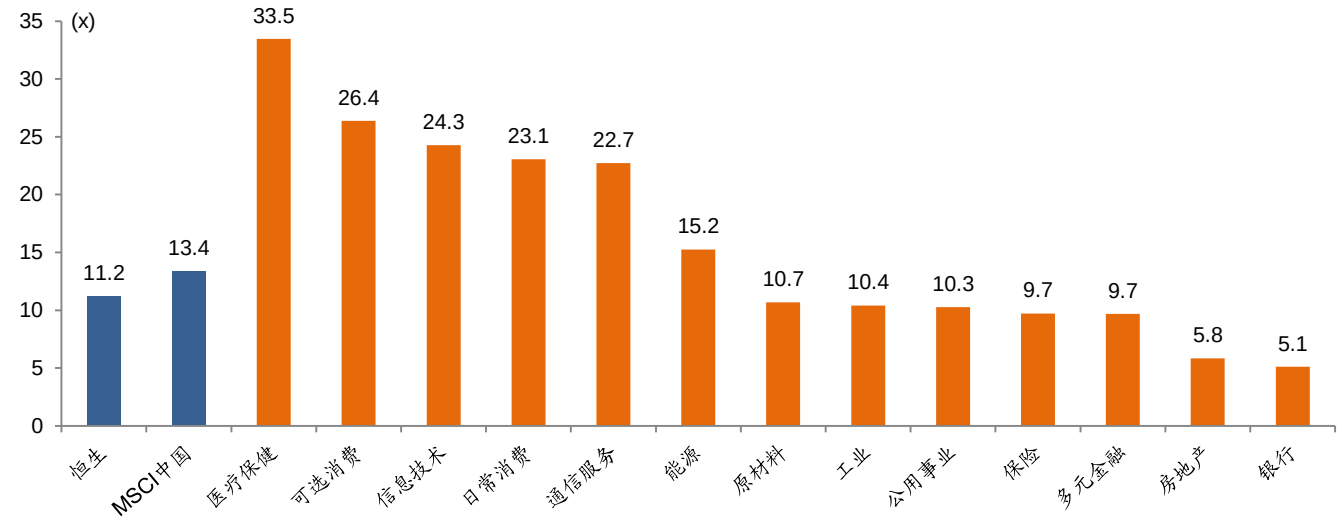
图表 12：沪深 300 中国指数分行业相对表现（根据过去一周表现排序）

	相对表现						
	一周	两周	1 个月	3 个月	年初至今	6 个月	12 个月
信息技术	2.4%	3.6%	-0.2%	-0.9%	15.9%	20.1%	28.9%
日常消费	1.9%	-1.6%	1.9%	16.7%	15.5%	10.1%	18.7%
医疗保健	1.8%	-2.5%	0.3%	4.2%	21.3%	15.6%	21.3%
可选消费	1.4%	-0.4%	-0.4%	-3.1%	-2.2%	-1.2%	-6.9%
原材料	1.3%	-1.8%	-2.7%	0.8%	0.1%	8.2%	-2.4%
电信	0.6%	-2.3%	-3.8%	-4.0%	6.7%	2.3%	-4.5%
工业	0.5%	-1.7%	-2.0%	2.8%	3.3%	5.5%	-4.5%
多元金融	0.2%	0.5%	-3.2%	1.0%	-5.6%	2.5%	-3.0%
能源	-0.8%	-4.1%	-7.2%	-9.7%	-14.8%	-13.9%	-26.2%
公用事业	-1.3%	-3.6%	-4.5%	-1.8%	-5.0%	-7.6%	-13.9%
房地产	-1.7%	-1.4%	-3.7%	1.3%	-7.8%	-3.0%	-12.2%
保险	-1.8%	0.6%	2.1%	-9.7%	-11.3%	-16.7%	-11.4%
银行	-2.0%	-0.3%	-1.9%	-5.0%	-9.1%	-11.9%	-10.0%

资料来源：万得、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 5 月 8 日

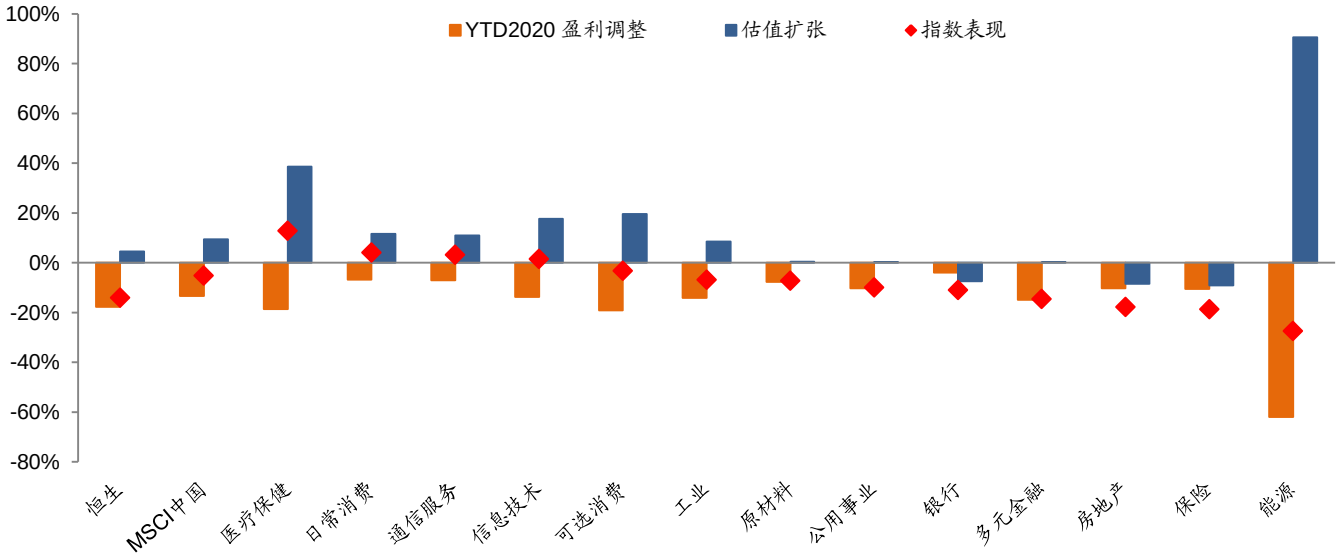
分行业估值

图表 13：MSCI 中国指数分行业前瞻市盈率（12 个月前瞻市盈率）



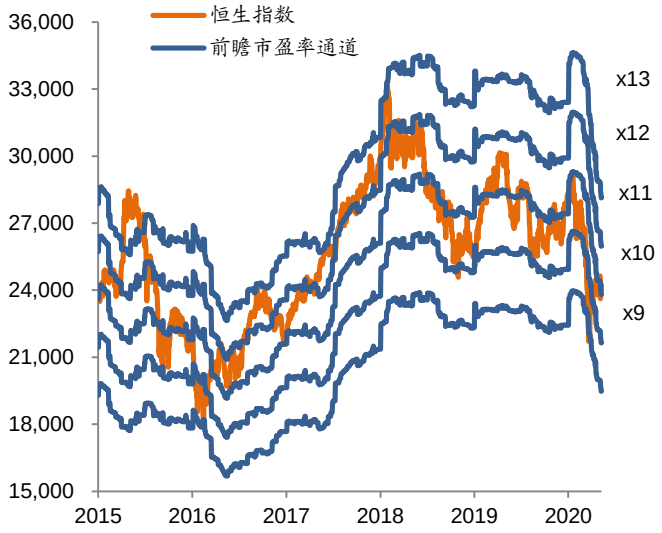
资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 5 月 8 日

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



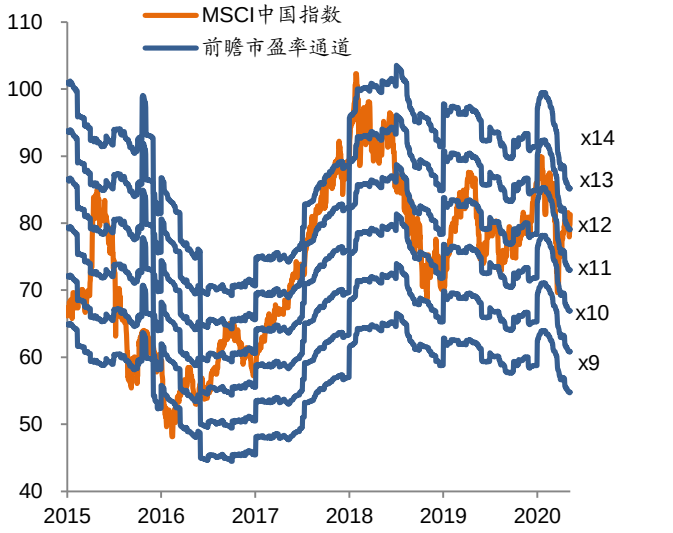
资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 5 月 8 日

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 5 月 8 日

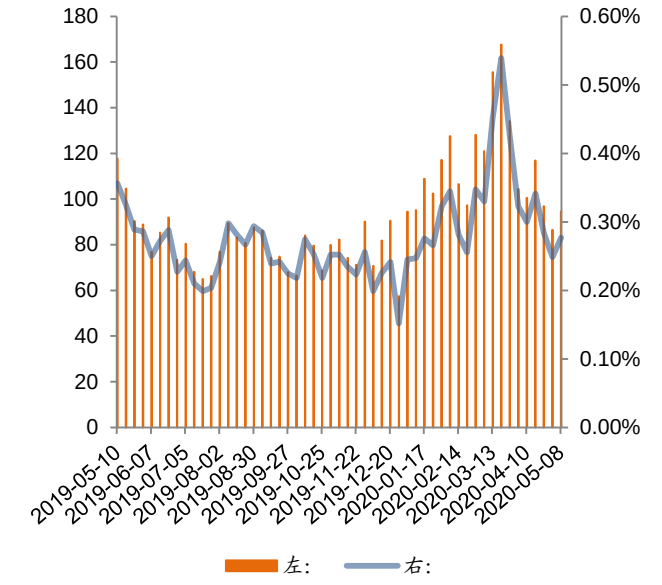
图表 16：MSCI 中国指数市盈率通道



资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 5 月 8 日

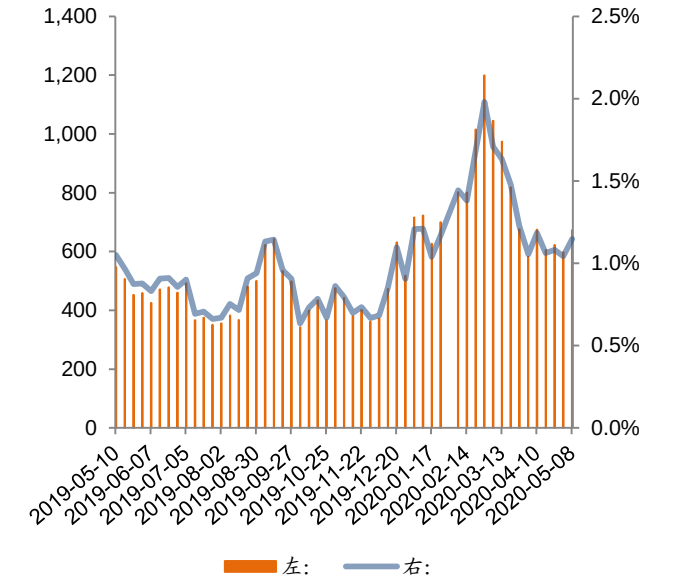
市场成交额

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 5 月 8 日

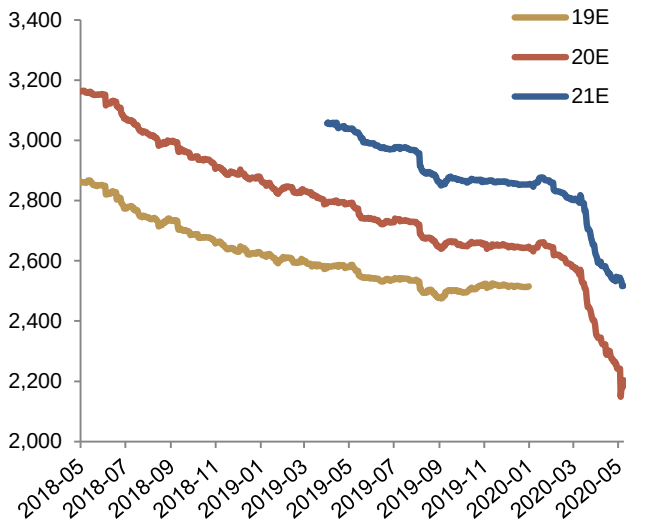
图表 18：A 股市场日均成交额



资料来源：万得、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 5 月 8 日

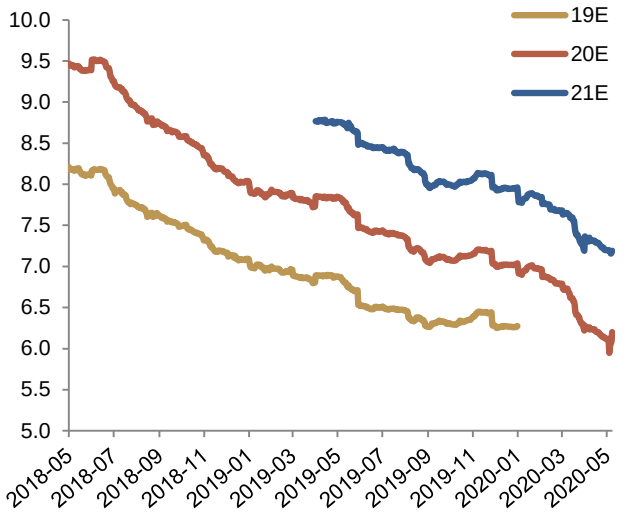
盈利预测调整

图表 19：恒生指数 EPS 一致预测调整



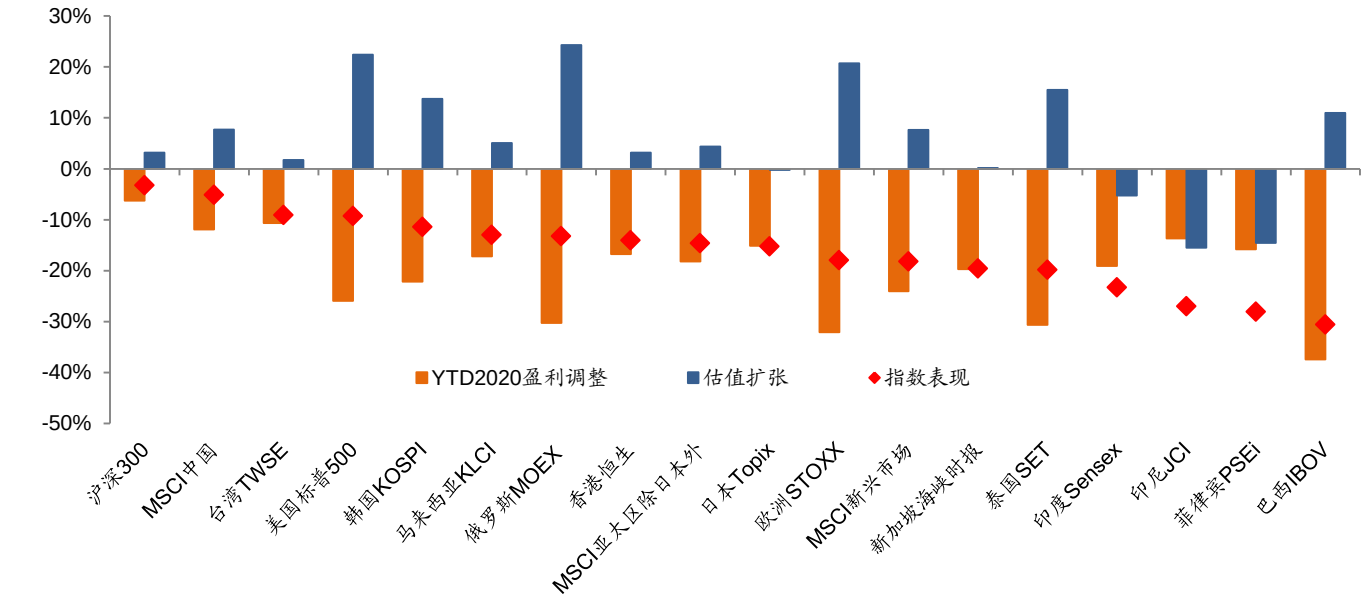
资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 5 月 8 日

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 5 月 8 日

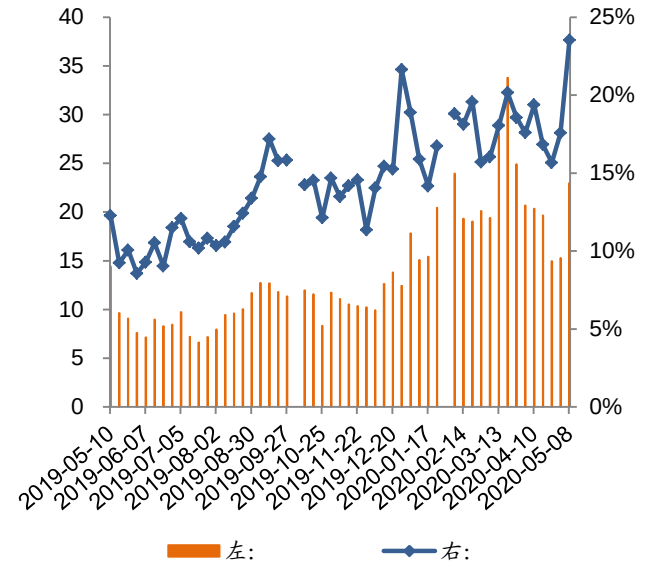
图表 21：主要股指年初至今股价表现：估值变化和盈利调整



资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 5 月 8 日

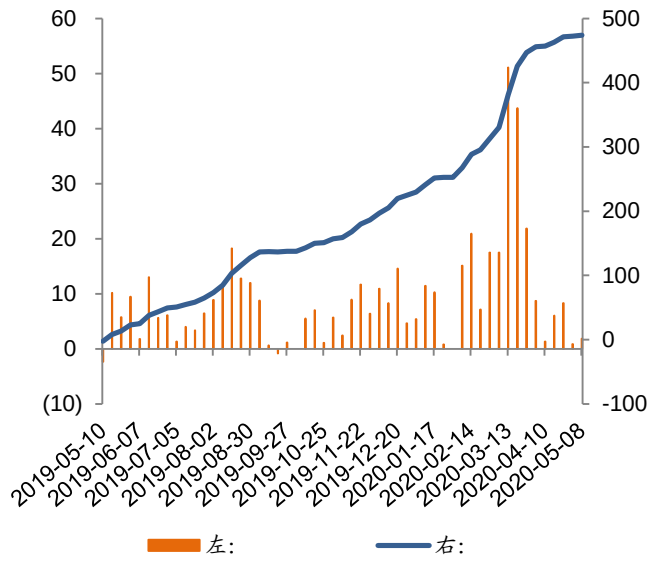
陆港通

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 5 月 8 日

图表 23：南下资金净流入



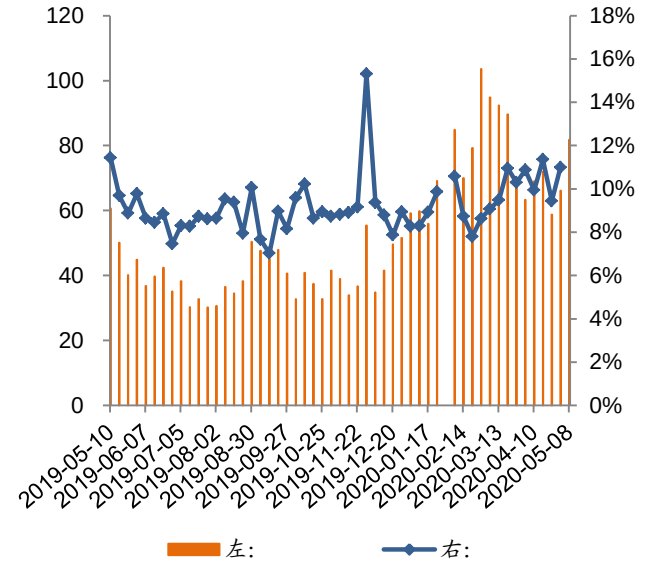
资料来源：万得、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 5 月 8 日

图表 24：南下分板块资金流入

	南下资金净流入									
	每周				每月					
（十亿港元）	2020/04/17	2020/04/24	2020/05/01	2020/05/08	2019/11	2019/12	2020/01	2020/02	2020/03	2020/04
公用事业	0.4	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.4
信息技术	-1.0	-0.9	-0.2	1.4	1.3	4.9	8.0	5.5	0.0	-3.0
工业	0.0	0.2	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.2
原材料	0.0	0.1	0.0	-0.3	0.0	0.3	0.0	0.5	0.3	0.2
多元金融	0.1	0.0	0.0	-1.6	0.3	-0.4	-0.1	-0.9	0.6	-0.1
日常消费	0.2	0.1	0.0	0.0	-0.3	-0.4	0.0	-0.4	1.5	0.5
能源	-0.2	0.3	0.0	-0.2	-0.3	0.5	0.0	-0.2	1.3	0.1
通信服务	-0.6	2.7	0.6	-3.7	-0.2	6.1	4.5	8.4	19.3	1.6
医疗保健	1.0	2.3	0.0	0.3	0.8	0.2	0.5	-0.1	1.2	3.7
可选消费	1.4	0.4	0.2	1.2	10.7	1.6	2.0	2.0	4.0	2.0
房地产	-1.1	-0.8	0.0	-0.2	-1.1	1.4	0.7	0.3	4.0	-1.9
保险	1.8	0.1	-0.2	-0.3	0.3	0.3	-0.8	-0.9	1.5	1.6
银行	1.0	-0.3	0.1	0.6	8.7	12.5	3.0	31.8	45.9	5.1
总计 (前十大个股)	**2.8**	**4.0**	**0.5**	**-2.7**	**20.2**	**27.0**	**17.9**	**46.0**	**79.6**	**10.6**
南下总计	**6.0**	**8.3**	**0.8**	**1.8**	**29.7**	**41.3**	**27.9**	**60.7**	**139.7**	**19.5**

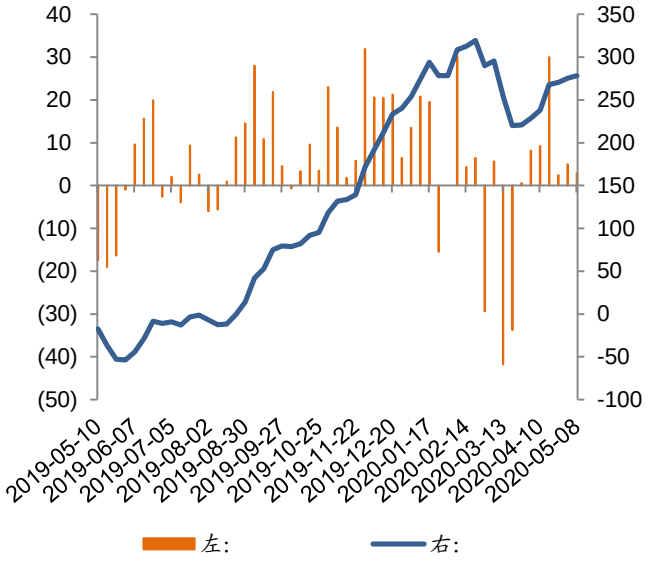
资料来源：万得、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 5 月 8 日

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 5 月 8 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 5 月 8 日

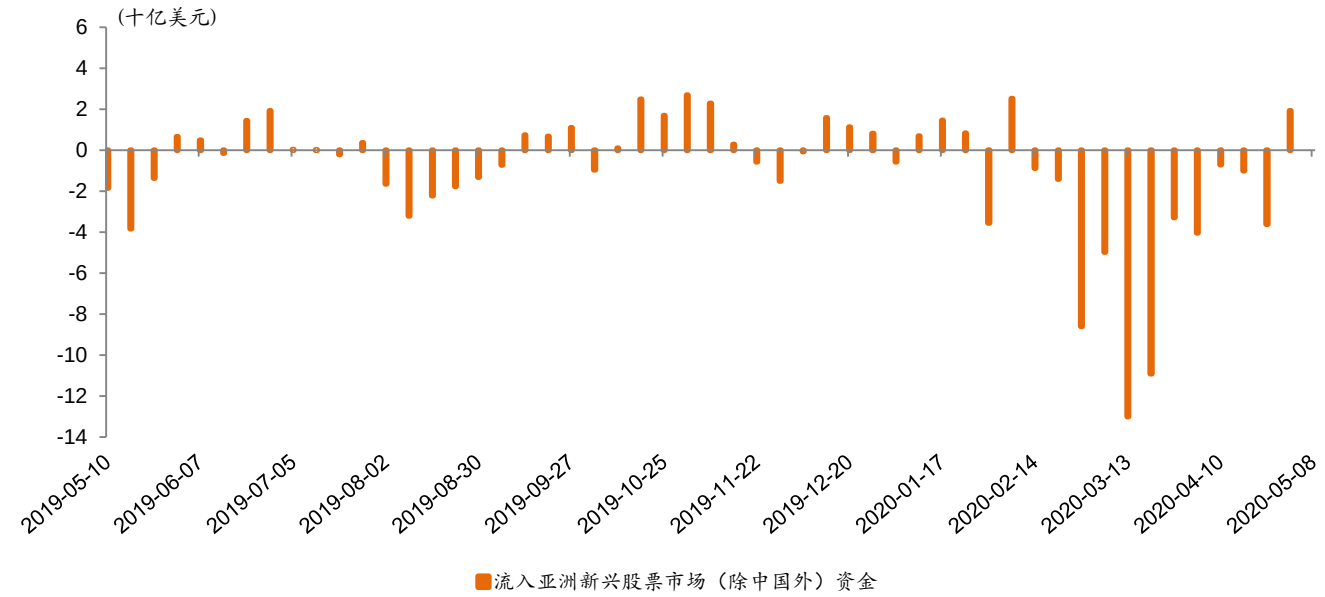
图表 27：北上分板块资金流入

	北上资金净流入									
	每周				每月					
（十亿人民币）	2020/04/17	2020/04/24	2020/05/01	2020/05/08	2019/11	2019/12	2020/01	2020/02	2020/03	2020/04
保险	-0.5	-1.2	0.4	-0.8	0.1	3.7	0.7	-1.4	-5.7	-1.7
公用事业	0.0	0.0	0.0	0.0	0.2	-0.1	0.0	0.0	-0.5	0.0
能源	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
通信服务	0.0	0.0	0.0	0.3	0.2	-0.4	0.3	0.3	0.0	0.0
原材料	0.2	0.0	0.0	-0.6	1.1	0.9	0.0	0.8	-2.5	0.4
多元金融	0.3	0.1	0.1	0.0	0.3	0.8	-0.6	0.7	-0.8	0.5
房地产	0.1	0.1	0.2	-0.4	0.7	0.0	1.1	-0.2	-0.2	0.6
银行	0.6	0.1	0.1	-0.7	1.5	2.8	-0.3	-0.1	-1.2	1.2
可选消费	2.1	0.5	-0.3	0.6	6.1	9.7	5.5	2.4	-1.7	2.0
医疗保健	1.6	1.4	-0.2	0.4	-0.7	2.5	1.1	2.4	0.0	2.7
工业	2.5	-0.3	-0.3	0.0	0.2	1.5	1.8	7.5	-4.0	2.9
信息技术	1.7	-0.8	0.7	-0.3	2.9	3.2	0.2	-4.9	-2.9	3.7
日常消费	5.5	1.1	-0.1	-1.3	0.4	6.6	0.5	7.4	-11.1	10.4
总计 (前十大个股)	**14.0**	**0.9**	**0.5**	**-2.8**	**12.7**	**31.2**	**10.2**	**14.9**	**-30.8**	**22.7**
北上总计	**30.0**	**2.4**	**5.0**	**2.9**	**60.4**	**73.0**	**38.4**	**11.6**	**-67.9**	**53.3**

资料来源：万得、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 5 月 8 日

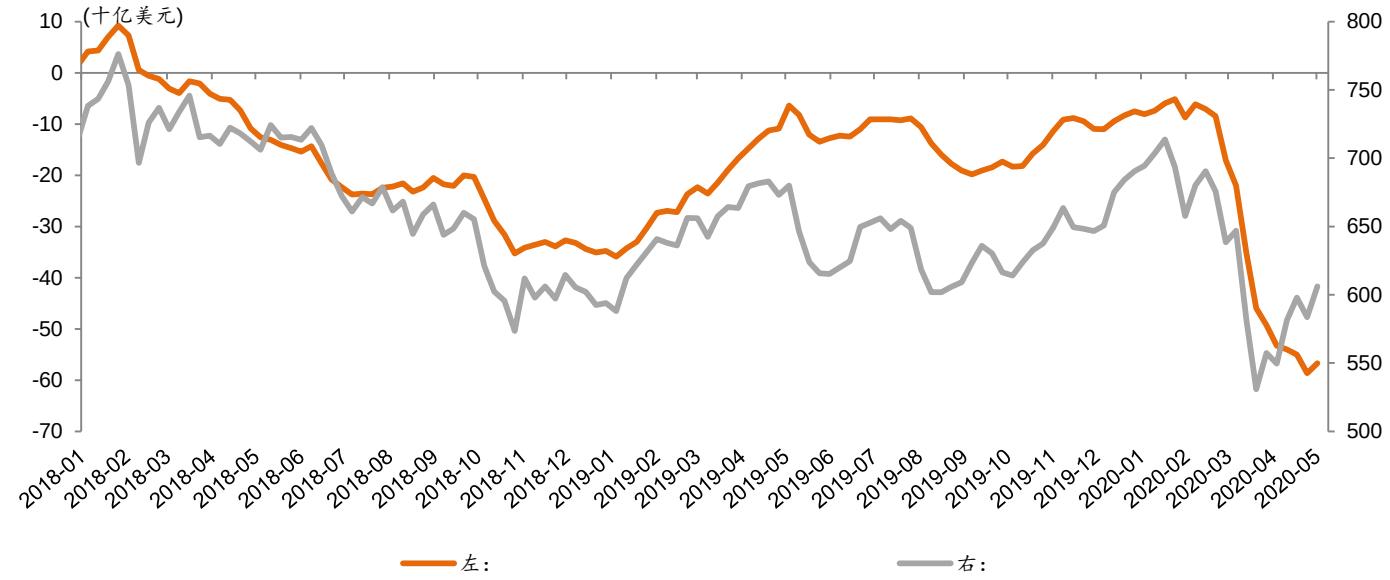
亚洲新兴市场资金流动

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 5 月 8 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 5 月 8 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	
JD US	京东	68,702	46.8	55.0	331.6	207.2	-86%	0.0%	-46%	互联网
700 HK	腾讯控股	536,163	418.2	472.0	32.9	26.7	24%	0.4%	9%	互联网
BILI US	哔哩哔哩	10,017	29.0	32.0	n.a.	n.a.	-16%	0.0%	-37%	互联网
2359 HK	药明康德	23,912	110.1	117.0	58.6	47.3	52%	0.4%	-7%	医药
BGNE US	百济神州	12,143	156.8	199.0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-72%	医药
1801 HK	信达生物	6,687	38.2	43.4	n.a.	n.a.	35%	n.a.	-25%	医药
2318 HK	中国平安	189,049	78.6	105.8	8.4	7.2	-24%	3.1%	181%	保险
1186 HK	中国铁建	18,180	8.1	11.8	4.4	4.1	n.a.	3.6%	46%	基建
3311 HK	中建国际	3,993	6.2	9.2	4.9	4.2	16%	5.2%	50%	基建
1157 HK	中联重科	7,521	6.5	8.2	8.4	7.0	21%	3.2%	33%	基建设备
631 HK	三一国际	1,685	4.1	5.5	11.3	7.5	14%	3.1%	-16%	基建设备
135 HK	昆仑能源	5,698	5.0	6.60	6.6	5.6	6%	5.4%	21%	公用事业
728 HK	中国电信	26,940	2.6	3.4	9.4	8.7	0%	4.7%	27%	电信
2382 HK	舜宇光学	17,067	115.7	145.0	25.0	19.8	21%	1.0%	-8%	科技硬件
TAL US	好未来教育	32,427	54.8	64.0	228.3	60.2	-99%	0.0%	-28%	教育
EDU US	新东方教育	20,223	127.7	151.0	41.4	32.0	19%	0.0%	-118%	教育
1765 HK	希望教育	1,999	2.2	2.7	26.5	19.3	11%	1.4%	22.1%	教育
425 HK	敏实集团	2,992	19.5	21.0	13.5	n.a.	-6%	6.0%	-9.8%	汽车

资料来源：彭博、招商证券（香港）预测；数据截至 2020 年 5 月 8 日

主要报告

中国硬件科技 - 智能手机短期回稳，2020 下半年前景仍不清晰 (陈永豪/苏林)

中国的复苏带动了智能手机需求的增长；预计 2020 年第二季度将有小幅的环比增长。新 iPhone SE 的推出有助于缓解出货量的下降，供应链企业的预期表明，iPhone 第二季度仅有有限改善。2020 年下半年能见度有限，仍然维持谨慎观点。

水泥-需求集中释放，价格反弹开启 (魏芸)

四月底五月初，需求集中释放，水泥发货率创三年新高。预计 5 月继续恢复性涨价。受益基建投资恢复，行业需求平台期延长。

基建及工程机械行业 - 一季度疫情影响相对温和，后续反弹基础充分 (焦一丁/赵安博)

一季度建筑和工程机械行业收入降幅在 20%以内，由于一季度收入占比小，影响可控；二季度反弹明确，逆周期调控将贡献增量。一季度企业经营性现金流普遍受影响；预计随开工恢复和库存逐步消耗，全年经营性现金流水平至少与 2019 年持平。工程机械二季度业绩弹性最大，建筑企业全年业绩确定性最高，行业首推中联重科（1157 HK），中国中铁（390 HK）和中国铁建（1186 HK）。

汽车汽配 - 重卡月销量创新高，需求韧性获验证 (梁勇活/杨岱东)

4 月重卡销量超预期，同比增长 51.6%至 18 万辆，累计销量同比转正。估计潍柴重卡发动机市占率环比和同比均上升。继续推荐潍柴动力，关注中国重汽。

新奥能源 (2688 HK) - 天然气销售增长复苏前景进入正轨 (王腾杰/萧俊燊)

3 月城市天然气销量改善，符合逐渐复苏的预期。公司天然气售气毛差和综合能源盈利能力受惠于国内燃气采购成本和海外液化天然气市场价格降低。维持买入评级，调高现金流量贴现法目标价至 103 港元。

中国教育集团(839 HK) - 松田新校区扩建取得阶段性进展 (王腾杰/李怡珊)

中教控股宣布中标一幅位于广东省肇庆市的 366 亩土地，用于兴建广东松田学校的新校区的一期校园。一期校园将在 2021/22 学年投入运营，初始总学生容量为 1.34 万人，占集团总学生人数的 6%。增长轨迹仍然清晰，重申买入评级，目标价调升。

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