2020 年 7 月 20 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 (2020/07/20)

香港疫情继续恶化；中国二季度GDP超预期

- **中国二季度GDP增速超预期，6月宏观数据整体偏正面**
- **中国长江流域洪灾依旧严峻，习近平召开政治局常委会会议部署抗灾工作**
- **香港疫情显著恶化；北京第二波抗疫取得阶段性胜利**

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：美国过去一周日均新增确诊人数达到 69,222 例，较前一周上涨 13.3%，并在 7 月 16 日达到了 78,061 例，录得单日新增的峰值。多个州单日新增确诊病例数再度刷新纪录，包括乔治亚、堪萨斯、密苏里、内华达、北卡罗来纳、俄亥俄、俄克拉荷马、田纳西、华盛顿和得克萨斯州。其中，得克萨斯州在 7 月 16 日报告了超过 1.5 万个新增确诊病例。**香港**疫情上周持续恶化，并且在 7 月 19 日当日报告单日新增确诊病例 108 宗，创下香港自疫情爆发以来的单日新增记录，其中 83 宗属于本土病例，许多仍然源头不明。7 月 19 日，**北京**市政府宣布自 20 日起，北京市突发公共卫生应急响应级别由二级调整为三级。这也宣告自 6 月 11 日北京新发地发生聚集性疫情后历时近 40 天的抗疫工作取得了阶段性成果。自 7 月 6 日，北京本地新增确诊病例已连续保持 14 天“零增长”。**2）**7 月 17 日，习近平总书记主持政治局常委会会议，研究部署防汛救灾工作。要求有关方面高度重视今年汛期长江中下游汛情，克服疫情影响，抢抓水利工程修复，全力保障人民生命财产安全。习近平指出，当前，全国防汛进入“七下八上”阶段，长江流域中上游地区降雨仍然偏多，黄河中上游、海河、松花江、淮河流域可能发生较重汛情，必须统筹抓好南北方江河安全度汛。在部署灾后恢复工作中，习近平强调要精心谋划灾后恢复重建，及时下拨救灾资金，调运救灾物资，尽快恢复灾区生产生活秩序，及时抢修水电、交通、通信等基础设施，组织带领受灾群众恢复生产、重建家园。

宏观经济数据：中国方面：1）二季度实际GDP增速同比增长 3.2%，超出预期的 2.5%（一季度：-6.8%）。2）6 月规模以上工业增加值同比增速提升至 4.8%，高于预期的 4.7%（5 月：4.4%）。3）6 月社零同比下跌 1.8%，不及预期的 0.5%（5 月：-2.8%）。4）1-6 月固定资产投资累计同比下降 3.1%，超出预期的-3.3%（1-5 月累计：-6.3%）。5）6 月全国城镇调查失业率为 5.7%，好于预期的 5.9%（5 月：5.9%）。6）6 月按美元计价进口同比增长 2.7%，大幅好于预期的-9.0%（5 月：-16.7%）；6 月按美元计价出口同比增速为 0.5%，好于预期的-2.0%（5 月：-3.3%）。**美国方面：**1）密歇根大学消费者信心指数 7 月初值录得 73.2，不及预期的 79.0（6 月：78.1）。2）截止至 7 月 11 日当周首次申请失业补助人数为 1,300,000（之前一周：1,310,000）。3）6 月工业产出环比增长 5.4%，超出预期的 4.3%（5 月：1.4%）。4）6 月零售环比大涨 7.5%，好于预期的 5.0%（5 月：18.2%）。5）6 月CPI环比增长 0.6%，符合预期的 0.6%（5 月：0.1%）。

股市概况：过去一周恒生/MSCI中国/沪深 300 指数分别下跌 2.5%/4.6%/4.3%。**MSCI中国：**日常消费（+1.4%）和公用事业（-0.9%）板块跑赢大市，信息技术（-11.2%）和多元金融（-9.0%）板块则表现不佳。**A股市场：**公用事业（+4.5%）和日常消费（+3.0%）板块跑赢大市，多元金融（-5.0%）和信息技术（-4.3%）板块则表现不佳。恒生/MSCI中国/沪深 300 指数估值分别为 11.1 倍/14.7 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：这轮快速上涨主要是由流动性驱动。假如盈利可以尽快改善，上涨仍有可能持续，否则近期可能会有回调。主要催化剂/风险：1）即将到来的业绩期；2）宏观数据；3）新冠疫情的发展。

相关报告

1. 聪明的股东：越涨越减持 (2020/07/20)
2. 美国6月零售数据进一步超预期 (2020/07/17)
3. 招证国际策略周报 (2020/07/13) - 估值扩张快；短期风险因素加大 (2020/07/13)
4. 飞鸟和沉鱼之间的距离只隔了一个股市 (2020/07/09)
5. 美国6月就业数据超预期 (2020/07/03)
6. 美国经济展望 - 翻篇疫情；重回轨道 (2020/06/24)
7. 绝地求生 III：在经济恢复中寻找机会 (2020/06/22)
8. 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)
9. 东边日出西边雨：关于中概股的思考 (2020/06/08)
10. 通往白宫之路 (2020/06/04)

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			3.2	2020-07-15	2020-10-19
GDP 累计同比%	6.1			-6.8			-1.6	2020-07-15	2020-10-19
CPI 同比%	4.5	5.4	5.2	4.3	3.3	2.4	2.5	2020-07-08	2020-08-10
PPI 同比%	-0.5	0.1	-0.4	-1.5	-3.1	-3.7	-3.0	2020-07-08	2020-08-10
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	0.5	2020-07-13	2020-08-07
进口同比%	16.5	n.a.	-4.0	-1.0	-14.2	-16.7	2.7	2020-07-13	2020-08-07
贸易帐顺差 (十亿美元)	47.2	n.a.	-7.1	20.0	45.3	62.9	46.4	2020-07-13	2020-08-07
城镇调查失业率%	5.2	5.3	6.2	5.9	6.0	5.9	5.7	2020-07-15	2020-08-14
工业增加值同比%	6.9	-4.3	-25.9	-1.1	3.9	4.4	4.8	2020-07-15	2020-08-14
工业增加值累计同比%	5.7	n.a.	-13.5	-8.4	-4.9	-2.8	-1.3	2020-07-15	2020-08-14
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	-1.8	2020-07-15	2020-08-14
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	-11.4	2020-07-15	2020-08-14
城镇固定资产投资累计同比%	5.4	n.a.	-24.5	-16.1	-10.3	-6.3	-3.1	2020-07-15	2020-08-14
基建投资%	3.8	n.a.	-30.3	-19.7	-11.8	-6.3	-2.7	2020-07-15	2020-08-14
房地产开发投资%	9.9	n.a.	-16.3	-7.7	-3.3	-0.3	1.9	2020-07-15	2020-08-14
制造业投资%	3.1	n.a.	-31.5	-25.2	-18.8	-14.8	-11.7	2020-07-15	2020-08-14
M1 同比%	4.4	0.0	4.8	5.0	5.5	6.8	6.5	2020-07-10	2020-08-10
M2 同比%	8.7	8.4	8.8	10.1	11.1	11.1	11.1	2020-07-10	2020-08-10
社会融资规模 (十亿元人民币)	2,103	5,052	874	5,184	3,102	3,187	3,434	2020-07-10	2020-08-10
新增人民币贷款 (十亿元人民币)	1,140	3,340	906	2,853	1,698	1,482	1,811	2020-07-10	2020-08-10
金融机构贷款余额同比%	12.3	12.1	12.1	12.7	13.1	13.2	13.2	2020-07-10	2020-08-10
财政收入累计同比%	3.8	n.a.	-9.9	-14.3	-14.5	-13.6	-10.8		
财政支出累计同比%	8.1	n.a.	-2.9	-5.7	-2.7	-2.9	-5.8		
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			-34.0	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	0.6	2020-07-14	2020-08-12
核心 CPI 同比%	2.3	2.3	2.4	2.1	1.4	1.2	1.2	2020-07-14	2020-08-12
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	1.1	0.7	-1.2	-0.8	-0.8	2020-07-10	2020-08-11
核心 PPI 同比%	1.3	1.6	1.2	1.4	0.6	0.3	0.1	2020-07-10	2020-08-11
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	57.1	2020-07-06	2020-08-05
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	47.9	2020-07-06	2020-07-24
Markit 综合 PMI	52.7	53.3	49.6	40.9	27.0	37.0	47.9	2020-07-06	2020-07-24
耐用品订单环比%	2.8	-0.2	2.0	-16.7	-18.3	15.7	6.5	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	-8.3	3.7	3.3	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	-6.6	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	-4.5	-12.7	1.4	5.4	2020-07-15	2020-08-14
制造业产出环比%	0.2	-0.1	0.0	-5.1	-15.9	3.8	7.2	2020-07-15	2020-08-14
零售销售环比%	0.1	0.8	-0.4	-8.2	-14.7	18.2	7.5	2020-07-16	2020-08-14
零售销售(除汽车)环比%	0.5	0.8	-0.5	-3.8	-15.2	12.1	7.3	2020-07-16	2020-08-14
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	2020-07-17	2020-07-31
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	2020-07-17	2020-07-31
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	2020-07-17	2020-07-31
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	4,996	5,397		2020-07-07	2020-08-10
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	8.2	17.3	2020-07-17	2020-08-18
营建许可环比%	-3.5	5.4	-6.4	-5.7	-21.4	14.1	2.1	2020-07-17	2020-08-18
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	-864.1	2020-07-13	2020-08-13
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	6 个月	年初至今	12 个月
沪深 300	-4.4%	2.8%	13.1%	18.4%	9.4%	10.9%	19.5%
MSCI 中国	-4.6%	2.4%	8.6%	17.0%	4.7%	9.8%	18.3%
台湾 TWSE	0.9%	2.3%	5.6%	15.0%	0.8%	1.5%	12.5%
马来西亚 KLCI	0.3%	2.8%	4.6%	13.4%	0.0%	0.5%	-3.7%
韩国 KOSPI	2.4%	2.3%	2.8%	15.0%	-2.2%	0.2%	6.2%
美国标普 500	1.2%	3.0%	3.6%	12.2%	-3.2%	-0.2%	8.1%
MSCI 亚太区除日本外	-1.1%	1.6%	5.8%	15.5%	-5.5%	-2.1%	2.6%
MSCI 新兴市场	-1.3%	2.1%	6.1%	17.1%	-8.0%	-5.3%	0.0%
日本 Topix	2.5%	1.4%	-0.8%	9.1%	-9.3%	-8.6%	0.4%
俄罗斯 MOEX	-0.9%	-1.0%	1.3%	9.5%	-13.2%	-8.9%	2.3%
印度 Sensex	1.2%	2.8%	10.5%	17.2%	-11.7%	-10.3%	-5.6%
欧洲 STOXX	1.6%	2.0%	1.8%	11.8%	-12.2%	-10.4%	-3.9%
香港恒生	-2.5%	-1.1%	2.5%	2.9%	-13.7%	-11.0%	-12.3%
巴西 IBOV	2.9%	6.3%	7.7%	30.3%	-13.2%	-11.0%	-0.9%
泰国 SET	0.7%	-0.9%	-1.2%	9.7%	-15.1%	-13.9%	-20.9%
新加坡海峡时报	-1.3%	-1.3%	-1.9%	0.1%	-20.2%	-18.8%	-22.2%
印尼 JCI	1.0%	2.1%	1.8%	9.6%	-19.3%	-19.4%	-20.6%
菲律宾 PSEi	-1.8%	-4.5%	-3.1%	5.2%	-21.2%	-22.1%	-26.0%

资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 7 月 17 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	-4.3%	3.9%	14.6%	19.7%	7.4%	10.5%	17.4%
MSCI 中国	-4.6%	2.4%	8.6%	16.9%	4.9%	10.3%	19.2%
台湾 TWSE	1.0%	2.3%	5.9%	17.1%	2.2%	2.8%	18.4%
美国标普 500	1.2%	3.0%	3.6%	12.2%	-3.2%	-0.2%	8.1%
MSCI 亚太区除日本外	-1.1%	1.6%	5.8%	15.5%	-5.5%	-2.1%	2.6%
马来西亚 KLCI	0.4%	3.4%	5.1%	16.3%	-4.8%	-3.6%	-7.0%
韩国 KOSPI	2.1%	1.8%	3.7%	16.1%	-5.7%	-3.8%	4.1%
MSCI 新兴市场	-1.3%	2.1%	6.1%	17.1%	-8.0%	-5.3%	0.0%
日本 Topix	2.4%	1.8%	-0.6%	9.7%	-6.7%	-7.0%	1.4%
欧洲 STOXX	2.8%	3.7%	3.7%	17.6%	-9.5%	-8.7%	-2.1%
香港恒生	-2.5%	-1.2%	2.4%	2.9%	-13.5%	-10.6%	-11.6%
印度 Sensex	1.5%	2.4%	12.3%	19.7%	-16.3%	-14.7%	-13.3%
泰国 SET	-0.4%	-2.7%	-2.9%	12.5%	-18.6%	-18.6%	-22.9%
菲律宾 PSEi	-1.6%	-4.3%	-1.7%	8.3%	-18.7%	-19.8%	-23.5%
新加坡海峡时报	-1.1%	-1.0%	-1.7%	2.5%	-22.6%	-21.4%	-23.8%
俄罗斯 MOEX	-2.3%	-1.5%	-1.8%	12.7%	-25.6%	-21.4%	-10.6%
印尼 JCI	-1.4%	0.2%	-2.1%	15.3%	-25.5%	-24.2%	-25.1%
巴西 IBOV	2.4%	5.7%	5.0%	27.6%	-32.4%	-33.4%	-30.5%

资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 7 月 17 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	-4.8%	-0.9%	4.9%	-2.0%	-14.2%	-21.5%	-25.4%
汽油	-4.6%	-2.8%	0.8%	72.3%	-25.4%	-27.9%	-34.8%
WTI 原油	0.1%	-0.1%	6.9%	122.2%	-30.7%	-33.5%	-28.5%
布伦特原油	-0.2%	0.8%	6.0%	53.6%	-33.5%	-34.6%	-32.2%
热油	-1.8%	-1.0%	3.1%	27.5%	-34.4%	-39.9%	-35.6%
金属							
铁矿石	5.2%	9.9%	9.4%	27.8%	19.7%	24.6%	-8.5%
金	0.7%	2.0%	4.8%	7.6%	16.3%	18.9%	27.3%
银	3.2%	7.1%	10.3%	27.3%	7.1%	7.7%	21.4%
铜	0.6%	7.2%	11.8%	23.7%	2.8%	4.4%	7.8%
锌	-0.5%	7.7%	8.1%	11.5%	-10.2%	-3.9%	-11.8%
镍	-2.2%	1.7%	2.7%	9.8%	-5.0%	-5.7%	-8.5%
铝	-1.6%	2.9%	3.4%	10.3%	-8.0%	-8.2%	-10.0%
铂	1.5%	3.6%	1.8%	8.2%	-17.8%	-13.8%	-0.6%
农产品							
小麦	-0.2%	9.1%	9.4%	0.2%	-6.3%	-4.3%	5.8%
大豆	0.7%	0.6%	3.1%	7.9%	-3.4%	-4.8%	1.8%
棉花	-4.2%	-1.6%	1.1%	17.5%	-13.0%	-10.2%	0.2%
糖	-0.3%	-4.2%	-3.1%	13.1%	-18.8%	-12.6%	-0.5%
玉米	-2.2%	-2.8%	0.8%	3.3%	-14.5%	-14.1%	-23.6%
活牛	3.3%	3.9%	7.0%	9.1%	-18.3%	-17.2%	-4.5%
咖啡	5.1%	-1.2%	5.0%	-12.9%	-9.9%	-22.1%	-4.6%
瘦肉猪	14.8%	18.1%	6.3%	39.2%	-22.0%	-26.1%	-35.6%

资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 7 月 17 日

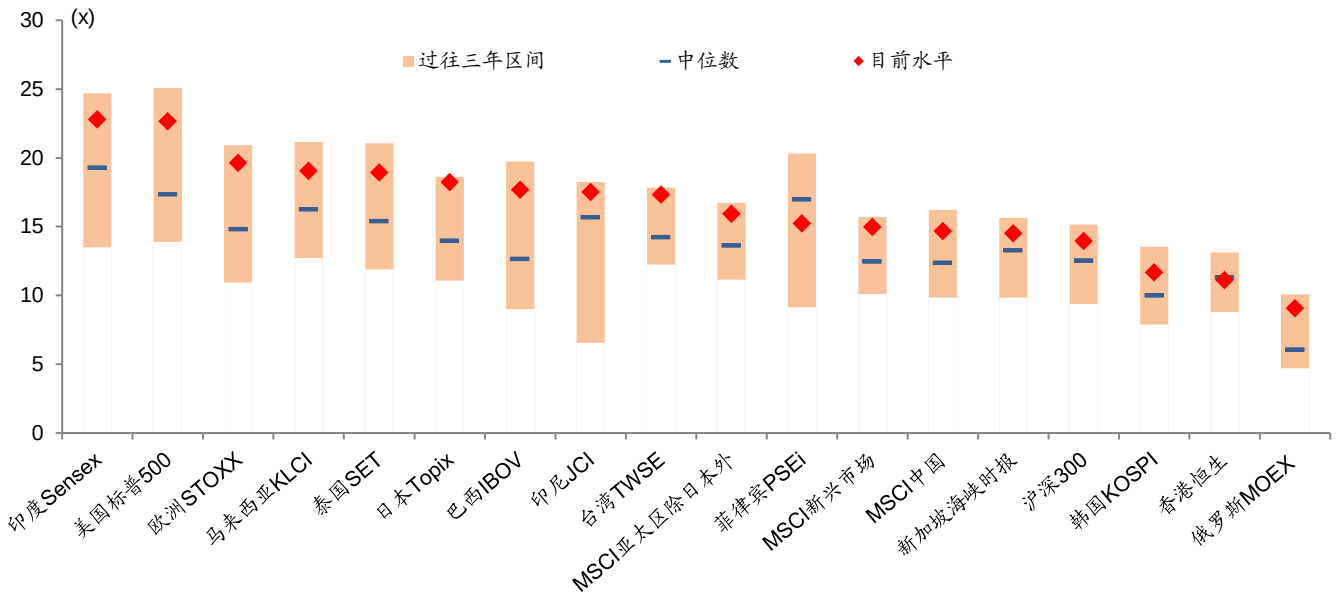
图表 6：主要货币兑美元表现（根据年初至今表现排序）

	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	1.8%	3.1%	3.4%	10.5%	5.4%	3.5%	3.6%
瑞士法郎	0.3%	0.8%	1.3%	3.0%	3.1%	3.0%	5.2%
菲律宾比索	0.1%	0.3%	1.2%	3.0%	3.0%	2.4%	3.4%
欧元	1.2%	1.6%	1.8%	5.1%	3.1%	1.8%	1.8%
新台币	0.1%	0.0%	0.3%	1.8%	1.4%	1.6%	5.2%
日元	-0.1%	0.5%	0.3%	0.5%	2.9%	1.5%	1.0%
越南盾	0.0%	0.1%	0.1%	0.9%	0.0%	0.0%	0.1%
中国人民币	0.1%	1.1%	1.3%	1.2%	-1.9%	-0.4%	-1.7%
澳大利亚元	0.7%	0.8%	1.3%	9.9%	1.8%	-0.4%	-0.4%
新西兰元	-0.2%	0.3%	1.4%	8.7%	-0.8%	-2.8%	-2.8%
新加坡元	0.1%	0.3%	0.2%	2.4%	-3.1%	-3.3%	-2.1%
马来西亚林吉特	0.1%	0.5%	0.4%	2.5%	-4.9%	-4.1%	-3.5%
韩元	-0.1%	-0.5%	0.7%	1.1%	-3.8%	-4.1%	-2.0%
智利比索	1.4%	2.2%	1.5%	8.7%	-1.6%	-4.1%	-13.1%
加拿大元	0.1%	-0.2%	-0.2%	3.1%	-3.8%	-4.4%	-4.0%
印度卢比	0.2%	-0.5%	1.5%	1.8%	-5.2%	-4.9%	-8.3%
英镑	-0.4%	0.7%	0.2%	0.5%	-3.4%	-5.3%	1.0%
印度尼西亚卢比	-1.8%	-1.2%	-4.2%	5.2%	-7.2%	-5.7%	-4.9%
泰铢	-1.1%	-1.8%	-1.7%	2.8%	-4.0%	-6.1%	-2.5%
土耳其里拉	0.0%	0.0%	-0.2%	1.0%	-14.2%	-13.3%	-17.2%
俄罗斯卢布	-1.5%	-0.7%	-3.0%	2.8%	-14.3%	-13.7%	-12.6%
阿根廷比索	-0.8%	-1.2%	-2.5%	-7.9%	-16.1%	-16.2%	-40.5%
墨西哥比索	-0.5%	-0.7%	-1.1%	5.1%	-17.2%	-16.3%	-15.7%
南非兰特	0.6%	2.1%	2.9%	12.7%	-13.3%	-16.3%	-16.3%
巴西里尔	-1.1%	-1.3%	-2.9%	-2.8%	-22.7%	-25.3%	-30.1%

资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 7 月 17 日

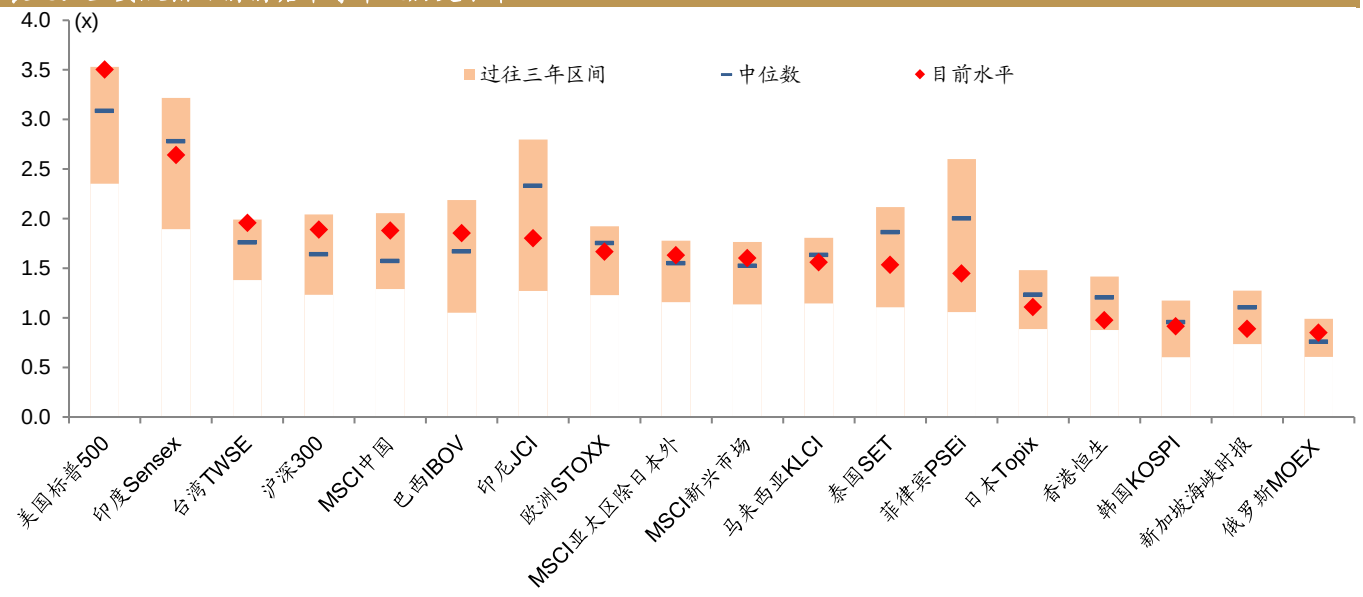
全球股票市场估值

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 17 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 17 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
日常消费	1.4%	7.8%	16.5%	27.0%	23.7%	26.4%	36.7%
公用事业	-0.9%	0.7%	-0.3%	3.6%	-13.9%	-10.7%	-11.8%
原材料	-1.1%	6.0%	11.3%	8.7%	-3.8%	-1.5%	9.0%
工业	-1.3%	4.6%	5.5%	8.3%	-4.3%	-1.6%	0.1%
能源	-2.5%	-2.6%	-2.4%	-4.0%	-30.8%	-29.6%	-31.9%
医疗保健	-2.6%	1.0%	7.8%	25.7%	27.2%	35.7%	55.1%
银行	-3.6%	-2.2%	-1.9%	-1.7%	-12.8%	-13.0%	-7.9%
通信服务	-4.7%	-0.1%	11.4%	20.4%	15.7%	23.1%	25.5%
房地产	-4.8%	-4.9%	2.2%	2.8%	-13.9%	-14.8%	-6.9%
可选消费	-5.2%	6.6%	9.7%	25.0%	12.7%	21.1%	44.0%
保险	-5.6%	2.3%	7.2%	6.6%	-17.1%	-13.0%	-14.1%
多元金融	-9.0%	1.1%	22.4%	20.7%	2.6%	3.4%	8.7%
信息技术	-11.2%	0.3%	17.8%	33.3%	13.4%	27.8%	55.8%
MSCI 中国	**-4.6%**	**2.4%**	**8.6%**	**17.0%**	**4.7%**	**9.8%**	**18.3%**

资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 7 月 17 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
日常消费	6.2%	5.2%	7.3%	8.6%	18.2%	15.1%	15.6%
公用事业	3.9%	-1.7%	-8.2%	-11.4%	-17.8%	-18.7%	-25.4%
原材料	3.6%	3.5%	2.5%	-7.1%	-8.1%	-10.3%	-7.9%
工业	3.4%	2.1%	-2.8%	-7.5%	-8.6%	-10.3%	-15.4%
能源	2.2%	-4.9%	-10.1%	-18.0%	-33.9%	-35.9%	-42.4%
医疗保健	2.0%	-1.4%	-0.8%	7.4%	21.5%	23.6%	31.1%
银行	1.1%	-4.5%	-9.7%	-16.0%	-16.7%	-20.8%	-22.2%
通信服务	-0.1%	-2.5%	2.6%	2.9%	10.5%	12.2%	6.1%
房地产	-0.3%	-7.2%	-5.9%	-12.1%	-17.8%	-22.4%	-21.3%
可选消费	-0.7%	4.0%	1.0%	6.8%	7.7%	10.4%	21.8%
保险	-1.1%	-0.1%	-1.3%	-8.8%	-20.9%	-20.8%	-27.4%
多元金融	-4.7%	-1.3%	12.7%	3.2%	-2.0%	-5.8%	-8.1%
信息技术	-6.9%	-2.0%	8.4%	13.9%	8.4%	16.5%	31.7%

资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 7 月 17 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	-0.1%	4.5%	9.8%	9.8%	2.4%	1.0%	0.2%
日常消费	-1.5%	7.0%	18.0%	31.6%	36.9%	38.8%	44.9%
医疗保健	-1.7%	6.6%	10.0%	29.1%	42.8%	49.3%	66.2%
原材料	-2.5%	6.7%	12.4%	17.9%	9.6%	12.1%	19.1%
工业	-3.2%	6.4%	11.1%	15.0%	10.4%	12.7%	14.5%
电信	-3.6%	3.3%	9.9%	9.1%	6.7%	9.7%	4.8%
银行	-3.9%	-0.1%	6.9%	8.0%	-6.1%	-7.3%	-0.7%
可选消费	-4.2%	3.6%	9.6%	22.8%	6.5%	12.1%	20.6%
能源	-4.7%	0.2%	6.7%	3.6%	-13.2%	-13.0%	-15.4%
保险	-5.8%	0.3%	8.7%	10.9%	-7.5%	-7.1%	-7.2%
房地产	-6.8%	0.0%	11.7%	13.2%	2.1%	0.2%	3.6%
信息技术	-8.5%	2.8%	12.6%	21.3%	16.6%	28.9%	53.6%
多元金融	-9.1%	1.6%	28.1%	26.4%	15.3%	14.2%	21.2%
沪深 300	**-4.4%**	**2.8%**	**13.1%**	**18.4%**	**9.4%**	**10.9%**	**19.5%**

资料来源：万得、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 7 月 17 日

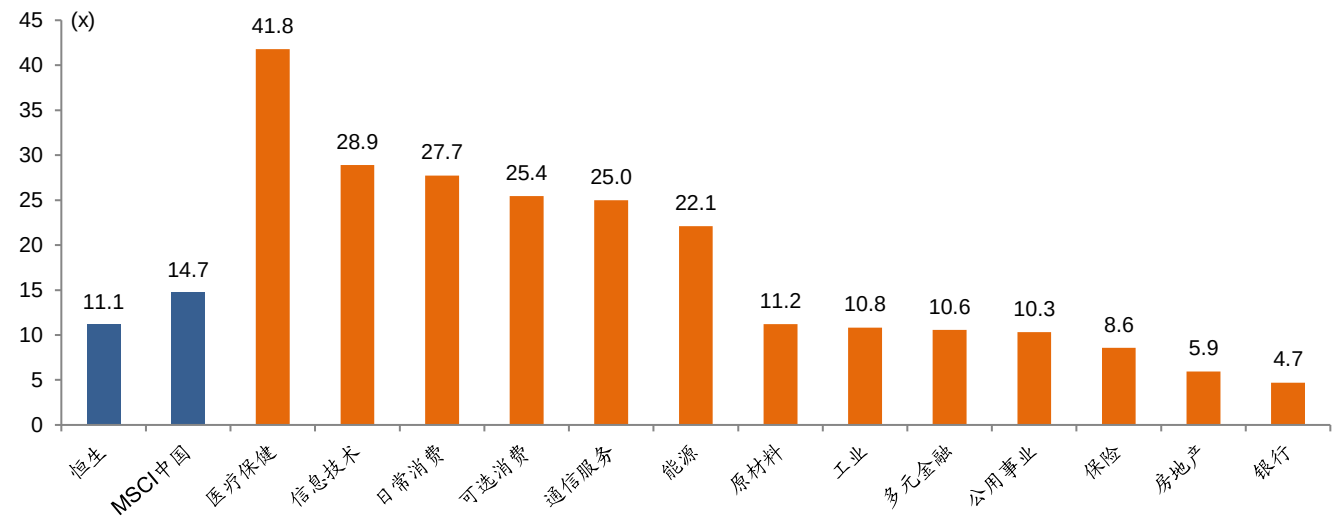
图表 12：沪深 300 中国指数分行业相对表现（根据过去一周表现排序）

	相对表现						
	一周	两周	1 个月	3 个月	6 个月	年初至今	12 个月
公用事业	4.5%	1.6%	-2.9%	-7.2%	-6.4%	-9.0%	-16.1%
日常消费	3.0%	4.1%	4.3%	11.1%	25.1%	25.1%	21.3%
医疗保健	2.8%	3.7%	-2.8%	9.1%	30.5%	34.6%	39.2%
原材料	2.0%	3.7%	-0.7%	-0.4%	0.2%	1.1%	-0.3%
工业	1.3%	3.5%	-1.8%	-2.8%	1.0%	1.5%	-4.2%
电信	0.9%	0.5%	-2.9%	-7.8%	-2.5%	-1.1%	-12.2%
银行	0.6%	-2.9%	-5.5%	-8.8%	-14.2%	-16.4%	-16.8%
可选消费	0.1%	0.7%	-3.1%	3.8%	-2.6%	1.0%	0.9%
能源	-0.3%	-2.6%	-5.7%	-12.4%	-20.6%	-21.5%	-29.2%
保险	-1.5%	-2.4%	-3.9%	-6.3%	-15.4%	-16.3%	-22.4%
房地产	-2.6%	-2.7%	-1.2%	-4.4%	-6.7%	-9.7%	-13.3%
信息技术	-4.3%	0.0%	-0.5%	2.4%	6.6%	16.2%	28.5%
多元金融	-5.0%	-1.2%	13.3%	6.8%	5.4%	2.9%	1.5%

资料来源：万得、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 7 月 17 日

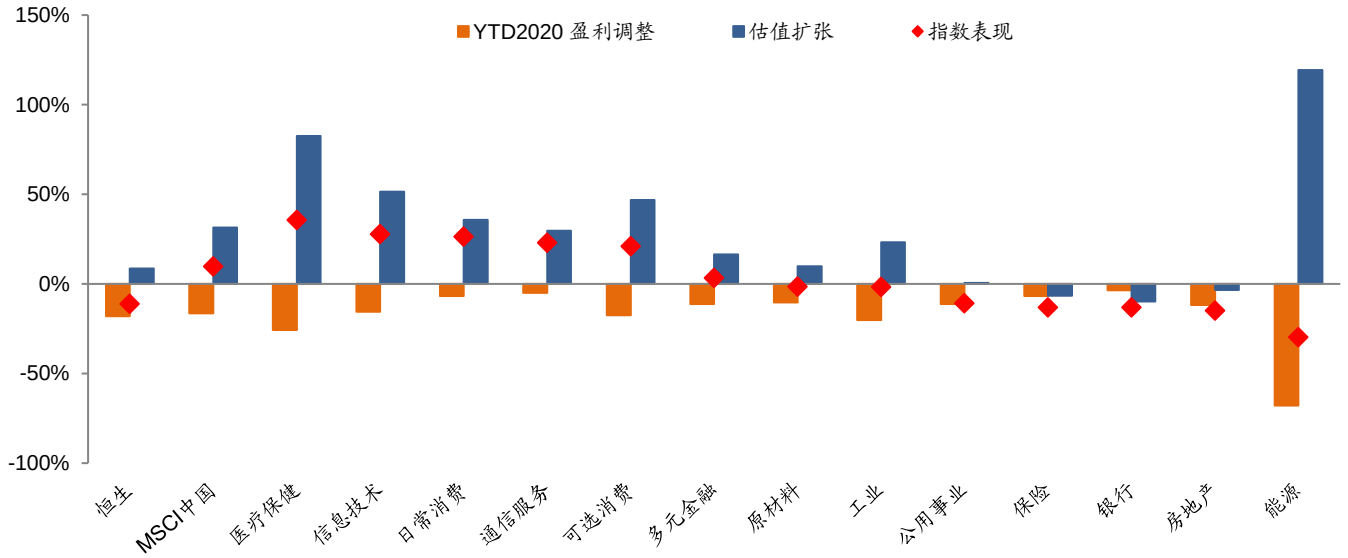
分行业估值

图表 13：MSCI 中国指数分行业前瞻市盈率（12 个月前瞻市盈率）



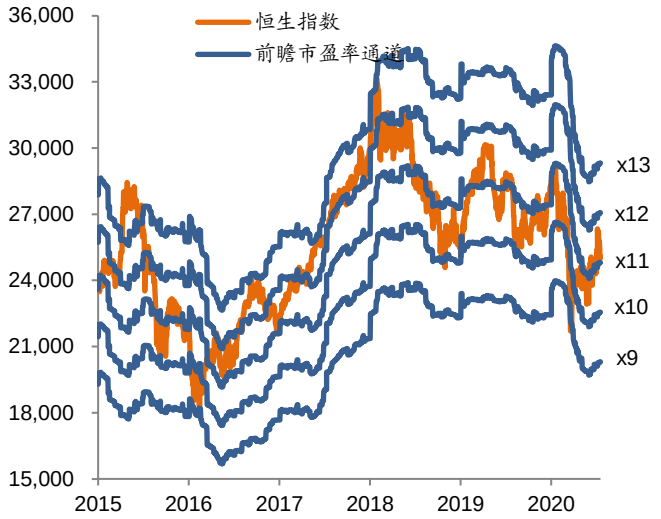
资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 7 月 17 日

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



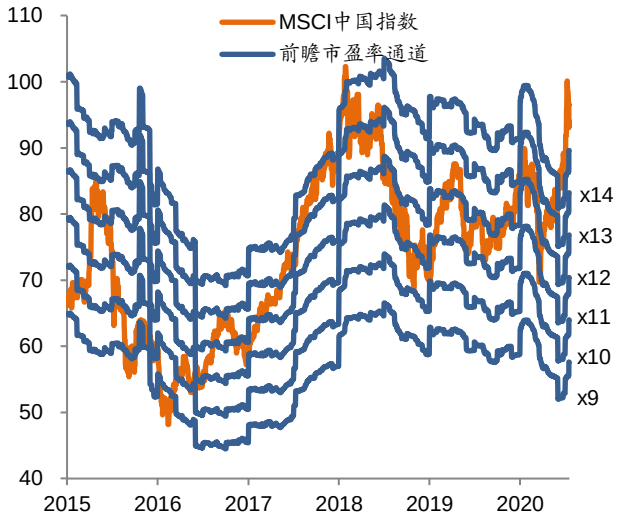
资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 7 月 17 日

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 17 日

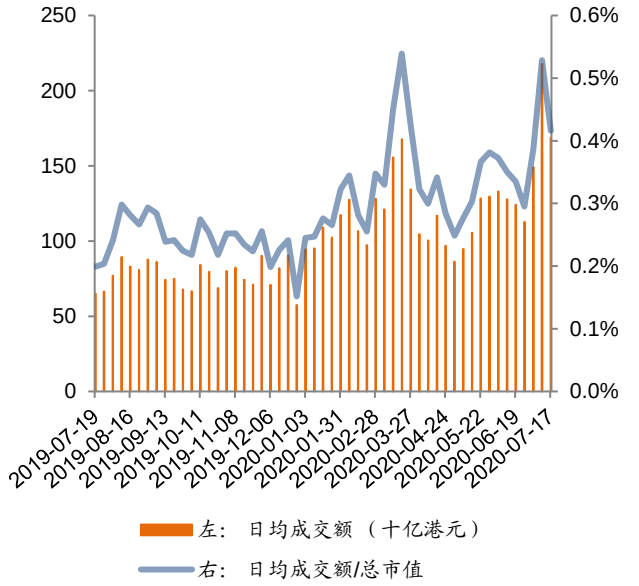
图表 16：MSCI 中国指数市盈率通道



资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 7 月 17 日

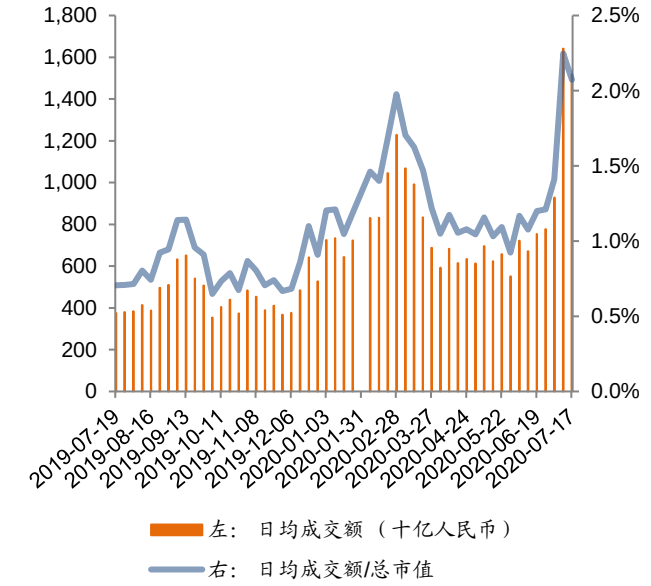
市场成交额

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 17 日

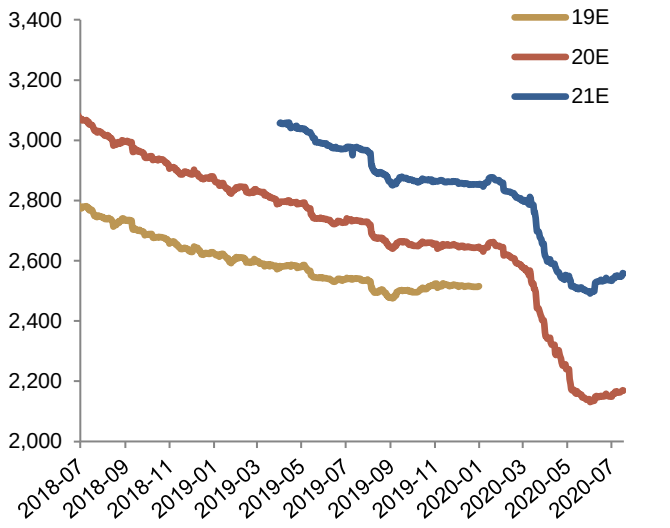
图表 18：A 股市场日均成交额



资料来源：万得、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 7 月 17 日

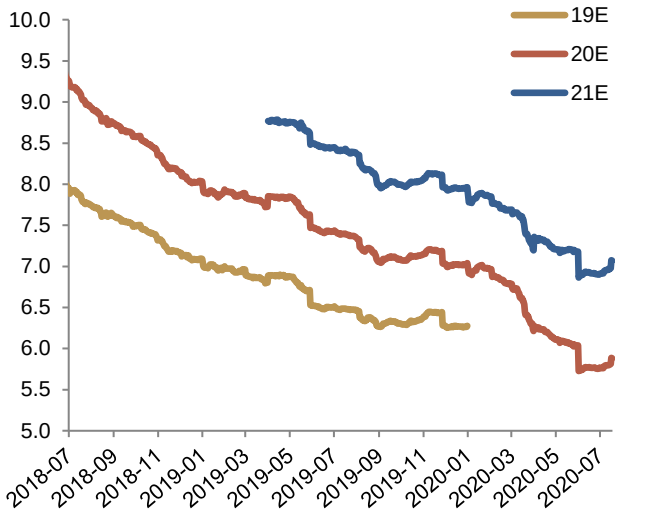
盈利预测调整

图表 19：恒生指数 EPS 一致预测调整



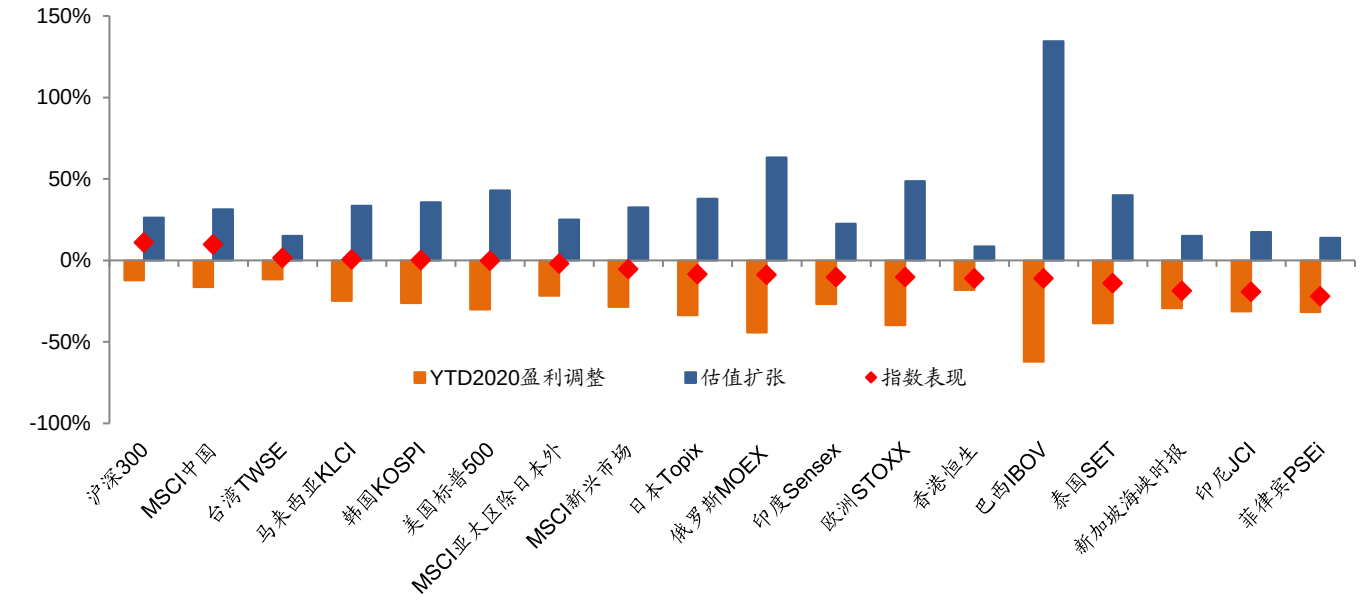
资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 7 月 17 日

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 17 日

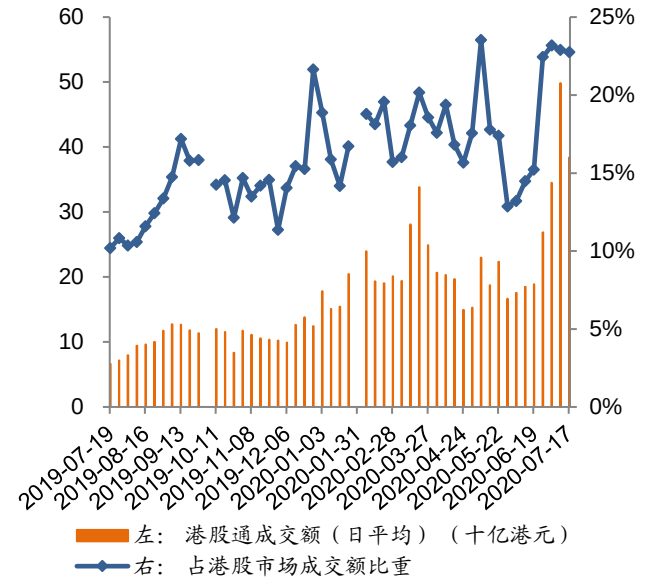
图表 21：主要股指年初至今股价表现：估值变化和盈利调整



资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 7 月 17 日

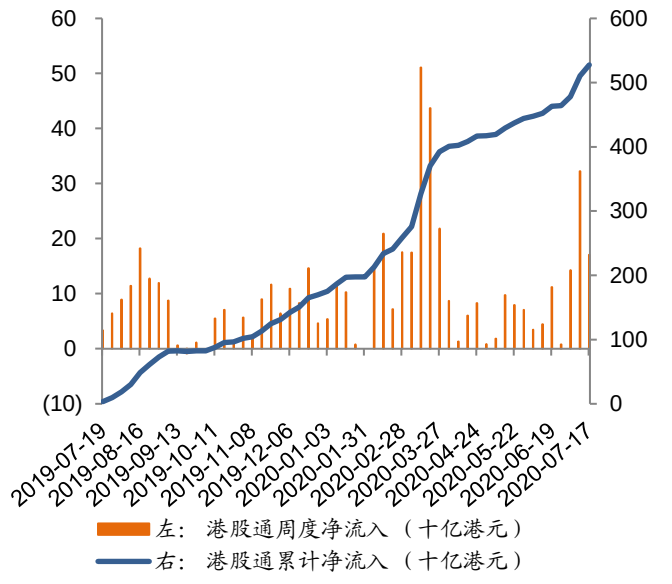
陆港通

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 17 日

图表 23：南下资金净流入



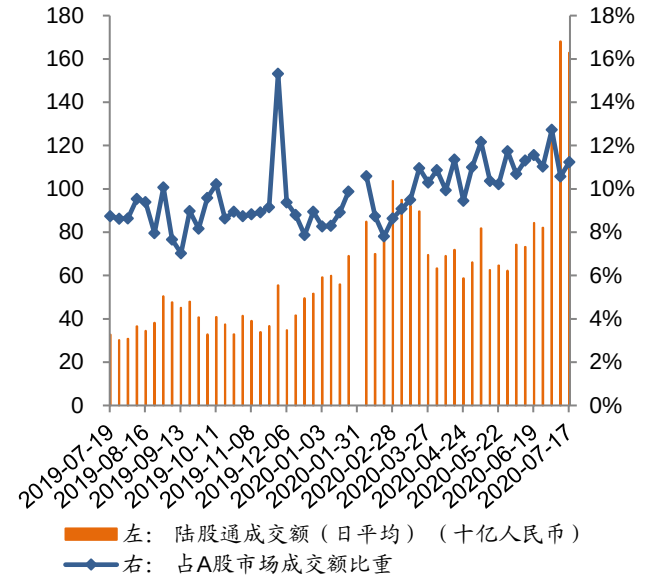
资料来源：万得、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 7 月 17 日

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）	2020/06/26	2020/07/03	2020/07/10	2020/07/17	2020/02	2020/03	2020/04	2020/05	2020/06	2020/07
保险	-0.5	-0.4	1.2	-0.2	-0.9	1.5	1.6	-1.3	-1.5	0.9
可选消费	-0.1	0.1	0.6	1.3	2.0	4.0	2.0	2.9	-0.9	2.5
房地产	0.0	-0.6	-0.1	0.0	0.3	4.0	-1.9	-1.1	-0.5	-0.6
原材料	0.0	0.0	0.1	0.0	0.5	0.3	0.2	-0.3	-0.1	0.1
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	0.3	0.2	-0.2	1.3	0.1	-0.2	0.0	0.5
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	-0.1	0.5	-0.4	0.0	-0.4	1.5	0.5	5.6	0.9	0.0
银行	-0.3	0.3	4.2	0.2	31.8	45.9	5.1	5.7	2.2	4.6
医疗保健	0.0	1.2	0.3	1.6	-0.1	1.2	3.7	5.2	2.2	1.9
多元金融	0.6	2.0	1.0	0.4	-0.9	0.6	-0.1	-0.9	2.4	2.6
信息技术	0.1	1.8	4.1	-0.4	5.5	0.0	-3.0	2.8	5.5	5.4
通信服务	1.4	4.8	4.8	3.9	8.4	19.3	1.6	-5.1	8.4	10.2
总计 (前十大个股)	**1.0**	**9.6**	**16.1**	**7.1**	**46.0**	**79.6**	**10.6**	**13.6**	**18.7**	**28.0**
南下总计	**0.8**	**14.3**	**32.2**	**17.1**	**60.7**	**139.7**	**19.5**	**26.6**	**25.7**	**57.8**

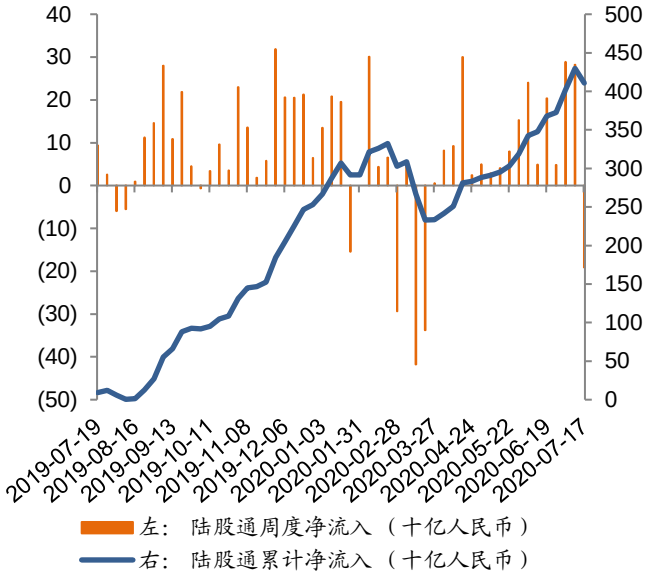
资料来源：万得、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 7 月 17 日

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 17 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 17 日

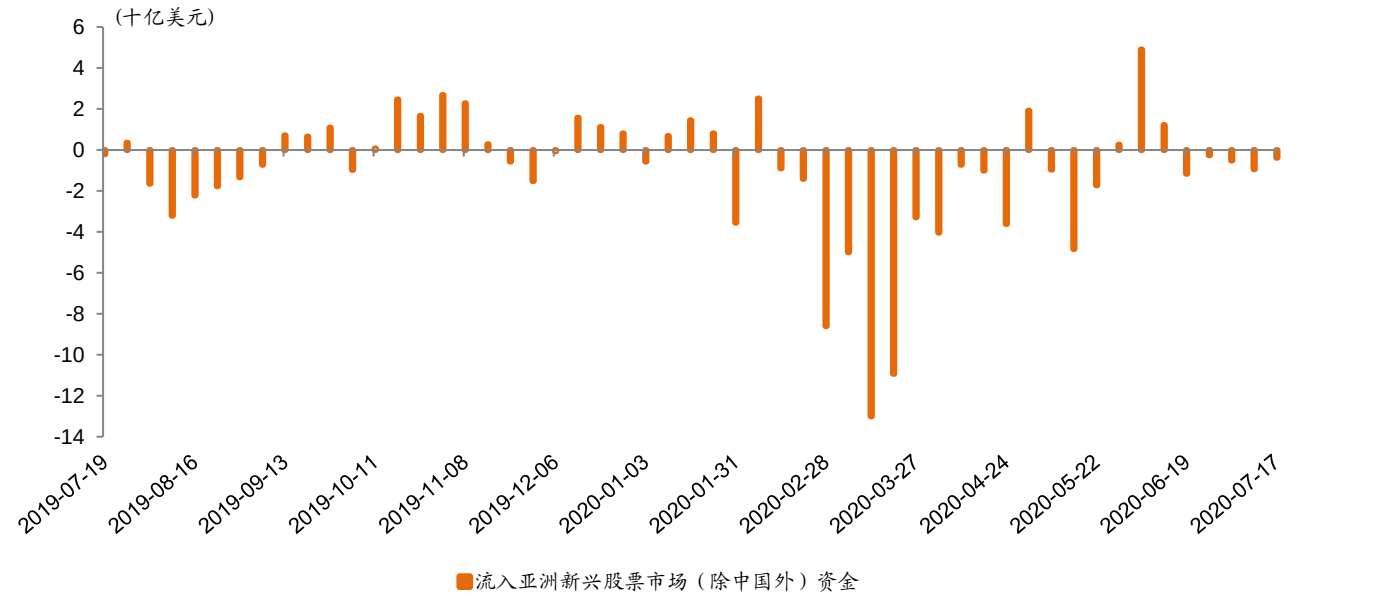
图表 27：北上分板块资金流入

	北上资金净流入									
	每周				每月					MTD
（十亿人民币）	2020/06/26	2020/07/03	2020/07/10	2020/07/17	2020/02	2020/03	2020/04	2020/05	2020/06	2020/07
可选消费	0.3	-0.1	1.9	-3.3	2.4	-1.7	2.0	4.4	-1.4	-1.2
银行	0.0	1.4	1.2	-1.0	-0.1	-1.2	1.2	0.0	-1.2	1.6
日常消费	0.2	1.5	-1.9	-4.4	7.4	-11.1	10.4	-1.5	-0.9	-4.3
通信服务	0.0	-0.1	0.0	0.0	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	0.5	0.2	0.1	0.2	-0.2	-0.2	0.6	0.5	0.0	1.1
医疗保健	-0.2	0.2	1.5	0.5	2.4	0.0	2.7	2.4	0.8	2.5
原材料	0.0	0.6	-0.2	0.5	0.8	-2.5	0.4	0.3	1.1	0.8
保险	-0.4	0.4	5.9	1.4	-1.4	-5.7	-1.7	0.6	1.3	8.0
多元金融	0.4	0.1	0.8	1.2	0.7	-0.8	0.5	0.0	2.6	1.3
工业	0.1	0.9	0.6	-1.0	7.5	-4.0	2.9	2.9	2.9	0.5
信息技术	1.0	1.4	1.2	1.1	-4.9	-2.9	3.7	1.2	8.4	3.0
总计 (前十大个股)	**1.9**	**6.5**	**11.1**	**-4.9**	**14.9**	**-30.8**	**22.7**	**11.3**	**13.5**	**13.2**
北上总计	**4.8**	**28.9**	**28.2**	**-19.1**	**11.6**	**-67.9**	**53.3**	**30.1**	**52.7**	**39.4**

资料来源：万得、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 7 月 17 日

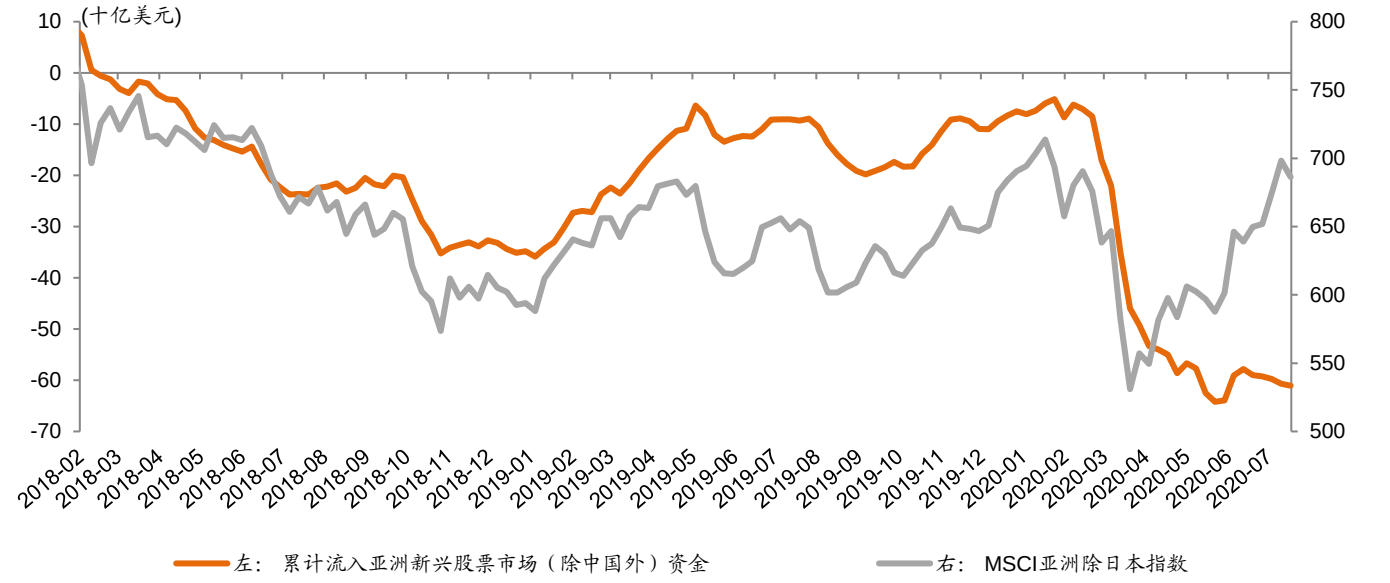
亚洲新兴市场资金流动

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 17 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 17 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	642,064	521.0	552.0	37.9	30.7	27%	0.3%	9%	互联网
BABA US	阿里巴巴	663,008	247.1	271.0	34.4	26.0	38%	0.0%	-43%	电商
JD US	京东	96,621	62.1	72.0	50.5	33.4	19%	0.0%	-46%	电商
2359 HK	药明康德	33,692	109.4	111.0	82.2	65.8	47%	0.3%	-7%	医药
1801 HK	信达生物	9,008	52.0	58.5	n.a.	n.a.	35%	n.a.	-25%	医药
1186 HK	中国铁建	16,498	6.4	11.8	3.4	3.2	n.a.	4.7%	46%	基建
3311 HK	中建国际	3,145	4.8	9.2	3.9	3.3	16%	6.6%	50%	基建
1157 HK	中联重科	8,982	8.0	10.5	8.6	8.3	41%	4.5%	33%	基建设备
631 HK	三一国际	1,613	4.0	5.5	10.7	7.1	14%	3.3%	-16%	机械设备
2688 HK	新奥能源	13,403	92.3	103.0	16.5	14.3	11%	2.2%	39%	公用事业
135 HK	昆仑能源	6,176	5.5	6.8	7.0	5.9	6%	5.0%	21%	公用事业
788 HK	中国铁塔	32,235	1.4	2.0	31.2	24.2	38%	1.7%	63%	电信
728 HK	中国电信	23,799	2.3	3.4	8.2	7.6	0%	5.3%	27%	电信
2018 HK	瑞声科技	8,214	52.7	70.0	26.0	18.0	-1%	1.2%	17%	科技硬件
EDU US	新东方教育	22,581	142.5	174.0	46.3	39.6	19%	0.0%	-118%	教育
1765 HK	希望教育	2,377	2.7	3.6	30.8	22.4	11%	1.2%	22%	教育
2001 HK	新高教集团	1,081	5.4	6.5	13.3	10.7	42%	1.6%	41%	教育
1055 HK	南方航空	10,531	3.6	4.6	n.a.	11.9	-355%	0.2%	236%	交运
914 HK	海螺水泥	41,885	55.4	68.5	7.9	7.5	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 7 月 17 日

主要报告

宏观报告 - 欧洲经济在疫情封锁结束后开启复苏 (郭圆涛/张轩扬/钱鹭)

5 月欧洲主要经济体的零售展现强劲反弹。工业产出和工厂订单状况喜忧参半。预计欧洲的复苏会比美国相对平稳。

宏观报告 - 美国 6 月零售数据进一步超预期 (郭圆涛/张轩扬/钱鹭)

6 月零售恢复速度快于预期。耐用品销售继续带动零售业反弹。美国南部和西部近期重新实施封锁带来下行风险。

中联重科 (1157 HK) - 上半年盈利超预期，上调全年盈利预测 (焦一丁/赵安博)

公司预告上半年净利润区间为 38-42 亿元人民币，同比增长 48%-63%，超过我们预期约 20 个百分点。公司净利润增长超预期主要受益于销售费用率下降、员工持股摊销较少和股权投资收益带来的一次性影响。我们维持对工程机械行业需求的乐观判断，销售费用率下降将长期提升公司盈利能力，上调公司目标价 14.9%至 10.5 港元，维持买入评级。

网易 (NTES US) - 手游下半年加速增长 (马牧野/刘楠/黄耀林)

二季度收入端将延续一季度强劲的增长势头。手游和云音乐 20 年下半年将迎来加速增长。目标价由 395 美元上调至 468 美元；维持中性评级。

电商 - 重回光辉岁月 (刘楠/马牧野/黄耀林)

网上消费增速二季度已回到正常水平。京东将录得强劲增长，而阿里巴巴则紧随其后。在市场震荡加剧的环境下，持续看好京东和阿里巴巴。

教育板块 - 20 财年下半年展望：天地广阔，如日方升 (王腾杰/李怡珊)

近期催化剂（业绩、并购、独立学院转设等）明显，或将提振行业股价。中教（839 HK）近期的学额更新再次印证了行业的强劲增长轨迹和我们的乐观看法。维持推荐评级：行业公司基本面良好，首选新高教（2001 HK）和希望教育（1765 HK）。

舜宇光学 (2382 HK) - 6 月出货强劲，反映近期经营稳健 (陈永豪/苏林)

舜宇光学公告了 6 月的出货量数据，手机镜头重回增长，得益于主要客户的订单恢复。预计公司 8 月将公告稳健的 2020 上半年业绩，同时关注行业趋势和日益激烈的竞争。股价反映了近期的利好；目前目标价正在审视中。

中国硬件科技 - 台积电 2020 年第二季度业绩纪要 (陈永豪/苏林)

台积电 2020 年第二季度业绩远优于市场预期，强劲的 5G 和 HPC（高性能计算）需求看好对 2020 下半年前景。公司提升对 2020 年收入及资本支出预期；客户对 5nm 和 7nm 的强劲需求填补了空出的华为产能。行业首选：瑞声科技（2018 HK），受惠于产品周期拉动估值回升及光学业务市场份额提升。

银行 - 贷款质量压力犹存 (罗磊)

预计二季度大型国有银行贷款质量总体稳定。银保监会预计不良资产上升压力可能加大。维持中性评级。

汽车汽配 - 豪华车继续引领复苏，智能化电动化变革加速 (梁勇活/杨岱东)

6 月行业销量同比增长 11.6%，商用车高增 63%，重卡/豪华车/SUV 继续领先。行业向智能化电动化加速变革，以豪华车为代表的消费升级趋势强劲。重点推荐行业变革领先者吉利汽车和消费升级受益者中升控股。

长城汽车 (2333 HK) - 基本面趋于改善，但高端品牌成长性仍未见突破 (梁勇活/杨岱东)

公司 6 月销量同比增长 29.6%，上半年同比减少 20%，皮卡贡献大。终端价格环比改善但程度偏弱，下半年新车型投放助力销量增长。基本面趋于改善，但高端品牌的成长性可见度不高，维持中性评级。

敏实集团 (425 HK) - 上半年受国内外疫情冲击大，三季度基本面迎来拐点 (梁勇活/杨岱东)

上半年净利润受疫情影响同比下降 55%-60%，但新承接订单强劲。当前海外工厂恢复程度已达 80%-90%，预计三季度迎来基本面拐点。下调目标价至 28.2 港元，短期利空释放是买入机会。

中国医药、医疗行业 - 新冠疫情：一切终将过去（第二篇） (张皓渊/代方琦)

本报告是基于我们 2020 年 1 月的报告 “2019-nCoV: this too shall pass”，并继续讨论新冠疫情在此期间的重要发展演变。最新证据显示携带 D614G 突变的新冠病毒已成为全球主要的病毒株，较之前的病毒传染性更强。进入全球新冠疫情六个月后，仍没有特效药和特效疫苗，但是全球不断扩充的研发管线为抗疫增添了希望。但随着全球新冠的研发管线愈发拥挤加上病毒变异的不确定性，我们认为下半年继续追捧新冠题材将面临较大风险。

水泥 - 上半年行业需求持续改善 (魏芸)

1-6 月全国水泥产量同比下降 4.8%，6 月单月同比增长 8.4%，基建、房地产需求改善显著。预计下半年水泥市场表现将更强势，其中南方地区更具量价弹性。关注区域轮动行情。

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