本期核心观点

美股：中概股持续贡献超额回报，银行股中 MS 业绩更具韧性

1）中概股上涨惠及到更多腰部企业和蓝筹，维持对于中概超额回报持续至少 2 年，且向上拓展空间大的判断；2)短期美股指数环境积极，但季报结束+中美协议半年度审核意味着 8 月份时阶段风险会加大；3)下半年银行股投资逻辑预计未变，低利率、高波动周期，以交易和财富管理见长，且受回购、派息影响较小的摩根士丹利在盈利和抵御市场动荡上更具优势（底部以来接近翻倍）

港股：沸腾交易下的选股，关注 5G、电商、券商、保险概念

恒指在过去两周兑现了我们对于中期行情一触即发的判断，上证也正向着 50%的空间拓展；随着 5G 渗透加速，大部分 5G 概念股近期跟随恒指完成筑底，重点公司关注中国铁塔，中兴通讯，小米，舜宇光学；头部券商、保险股投资机会有望贯穿权益资产的这轮牛市，重点关注中信、中国人寿；电商板块受益于 Q2 盈利改善趋势，估值空间二度打开，重点关注港股阿里、京东。

特斯拉 vs 蔚来：Q2 产量交付比翼双飞，处境各不相同

特斯拉本身可以和苹果公司一样，在硬件的成功之外，建立起软件性的行业标准。而这一套标准，未来会给公司带来难以计量的利润和现金流。投资要点：1)特斯拉 Q2 产能受停用影响，但恢复较快；2)国产化提升特斯拉整体运营利润，Model 3 降价提升性价比；3）新能车企优势明显，但股价脱离估值，流动性过剩是重要驱使因素；4）对蔚来讲，最重要的是迈过规模经济的产量红线。

道琼斯指数上周走势：



恒生指数上周走势：



往期回顾

- 《美股进入修正，新经济领跑港股》20200615
- 《2Q20 中概股投资策略展望》20200413
- 《疫情冲击下的美股公司展望》20200

目录

1、本周核心观点 1

2、上周美股市场回顾 3

3、美股市场分析：中概股持续贡献超额回报，银行股中 MS 业绩更具韧性 5

4、港股策略点评：沸腾交易下的选股，关注 5G、电商、券商、保险概念 9

5、老虎美股 50 指数 16

6、老虎港股 30 指数. 19

7、本周基本面日程分析：Q2 财报季拉开序幕，科技、医疗行业降幅最小 21

8、特斯拉 vs 蔚来：Q2 产量交付比翼双飞，处境各不相同 23

9、ETF 市场观察：中国等新兴市场股票备受欢迎. 35

10、中美互联网巨头 ETF - TTTN 周报 39

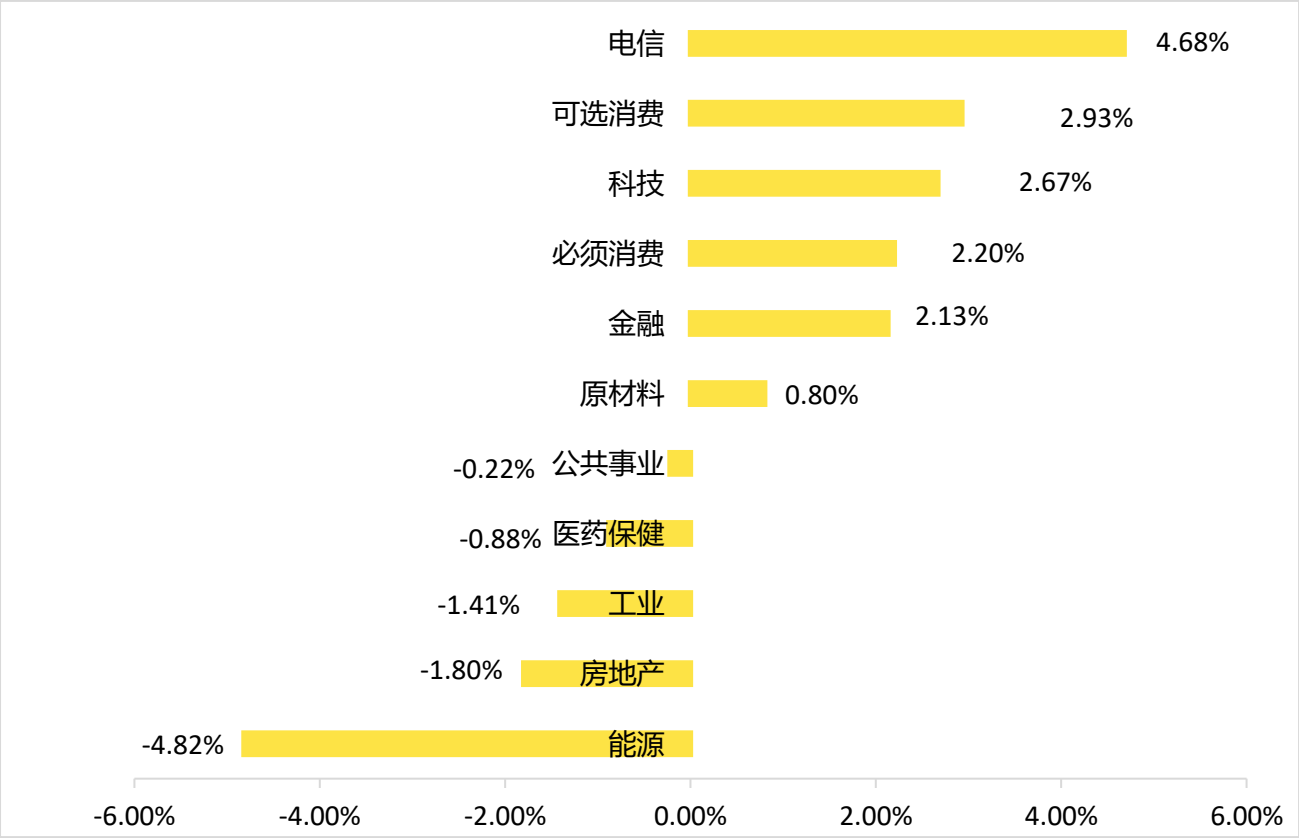
12、本周热门个股财报分析 42

上周市场回顾

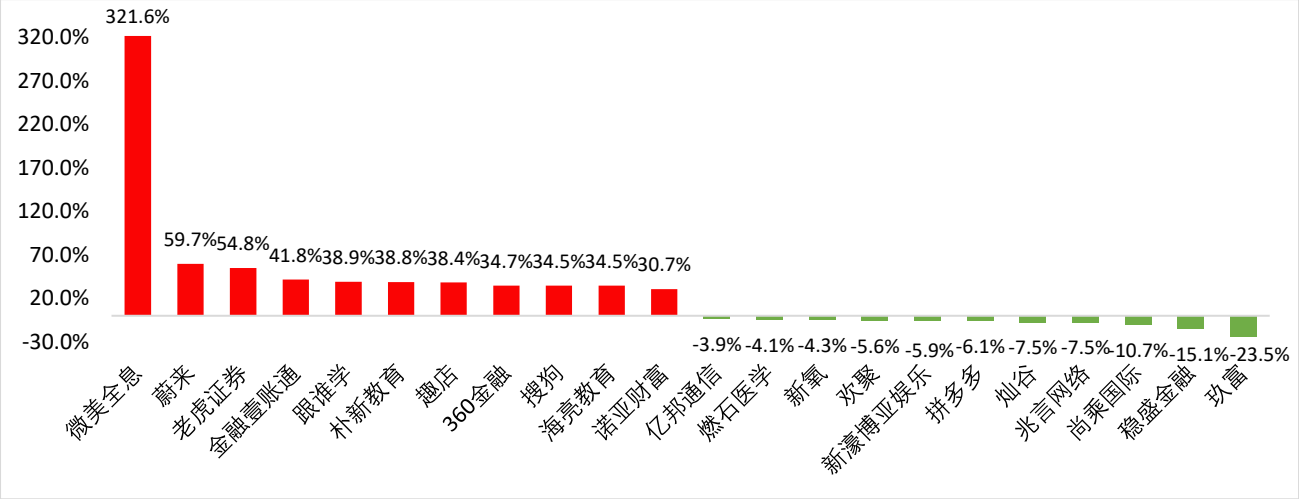
主要指数环境

指数	全周涨跌幅	全周振幅	上周收盘	一周高点	一周低点
标普 500 指数	1.76%	71	3,185.04	3186.82	3115.70
纳斯达克指数	4.01%	284	10,617.44	10622.35	10337.98
道琼斯工业指数	0.96%	774	26,075.30	26297.53	25523.51
恒生指数	1.40%	1239	25,727.41	26782.62	25543.15
罗素 2000 指数	-0.64%	77	1422.68	1461.28	1384.10
原油	-0.15%	3	40.59	41.08	38.54
黄金	0.66%	51	1,801.80	1829.80	1779.20

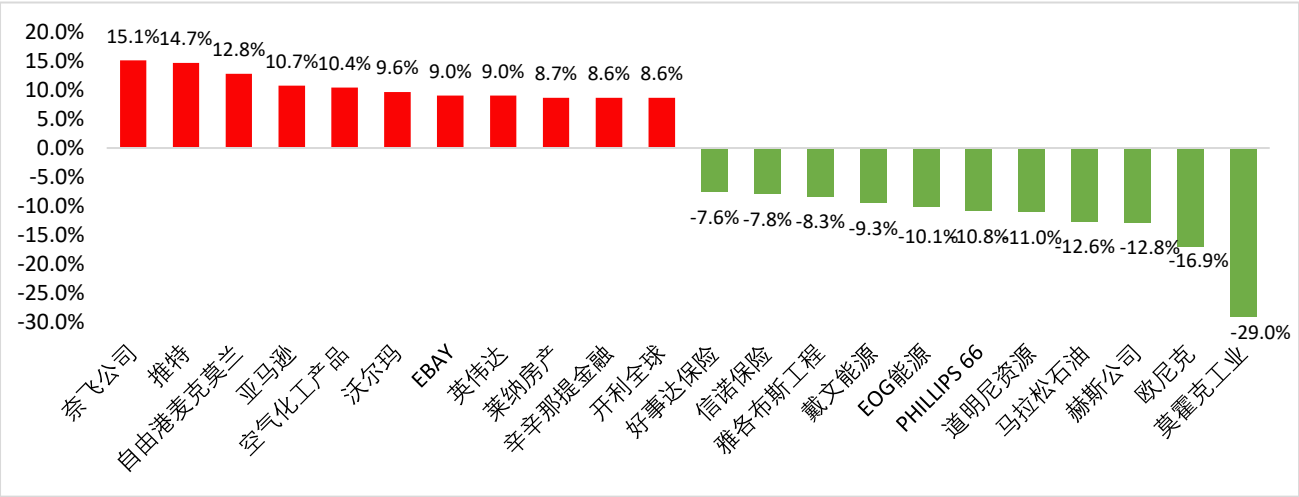
标普 500 板块表现



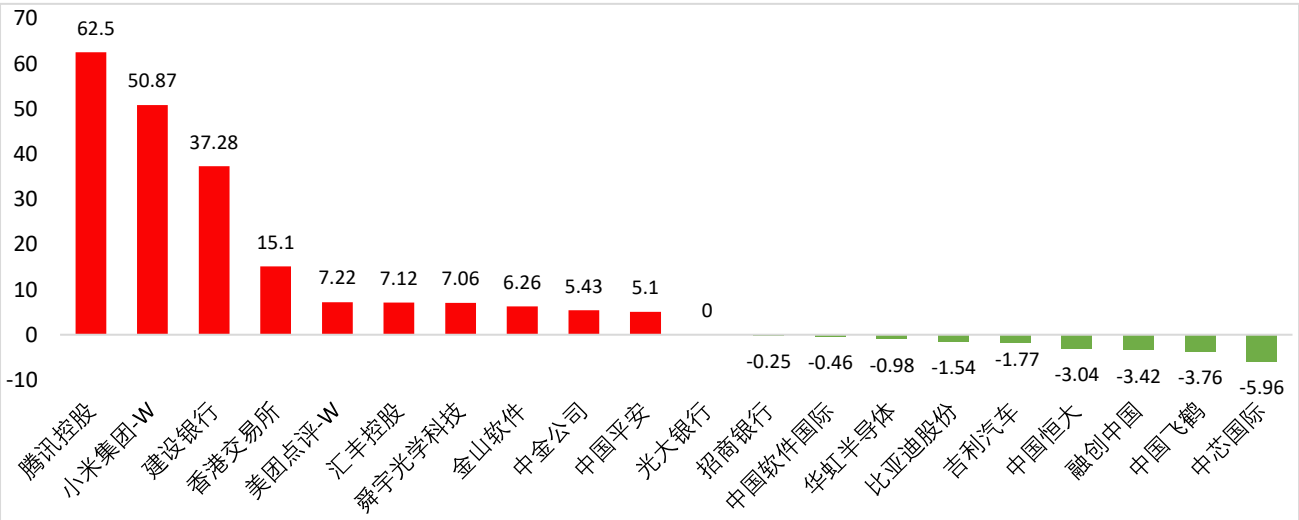
一周中概股股涨跌幅榜（市值>5 亿美元）



一周标普 500 成分股涨跌幅榜



港股通活跃个股资金流向净买入、净卖出（亿）



美股：中概股持续贡献超额回报，银行股中 MS 业绩更具韧性

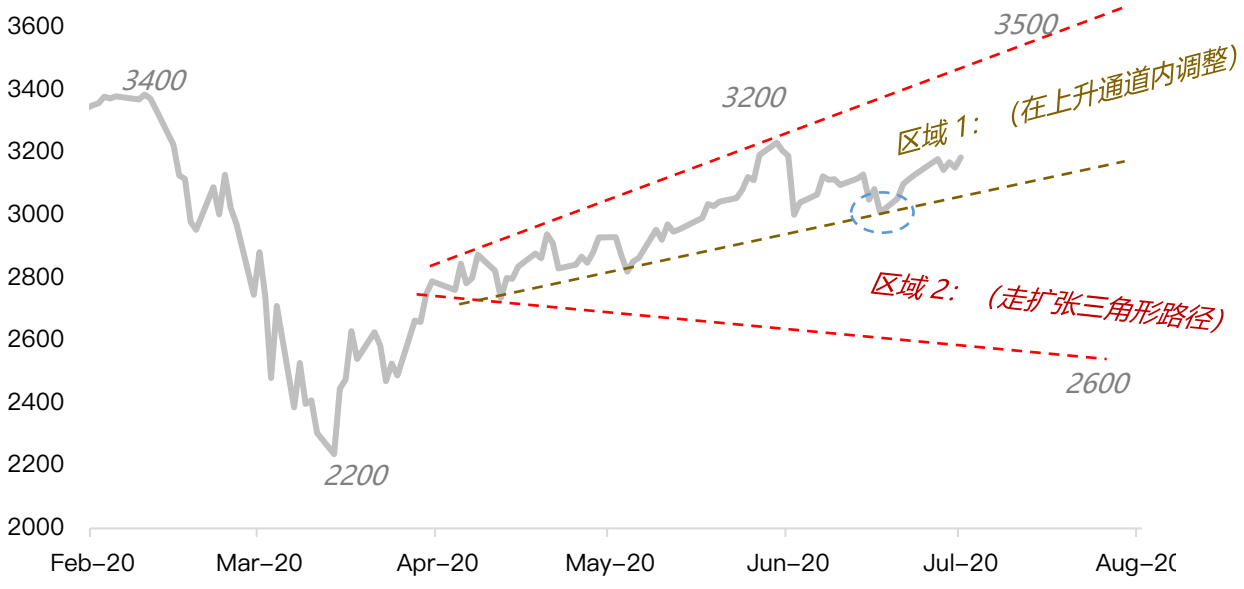
报告要点

1）近期中概股的上涨惠及到更多的中腰部企业，以及低估值蓝筹，我们维持对于中概股在美国这轮低利率、高债务周期内，超额回报持续至少 2 年以上，且向上拓展空间大的判断；近期 AH 市场健康的走势也进一步扩大了中概股的超额回报。

2）短期美股指数环境积极，标普 500 指数持续在上升通道内运行，具备创新高的动能；不过再往前看，7 月底、8 月初科技股季报会是决定这一轮由流动性助推、指标股支撑下的行情演变的关键时期，同时新高也需要传统周期股的积极表现。另一方面，特朗普考虑禁用 TikTok，或暗示中美摩擦正在转向新的领域，而 8 月中旬中美协议半年度审核这些因素，都加大了 8 月份的风险敞口，因此 7-8 月份不排除指数上演冲高回落的行情。

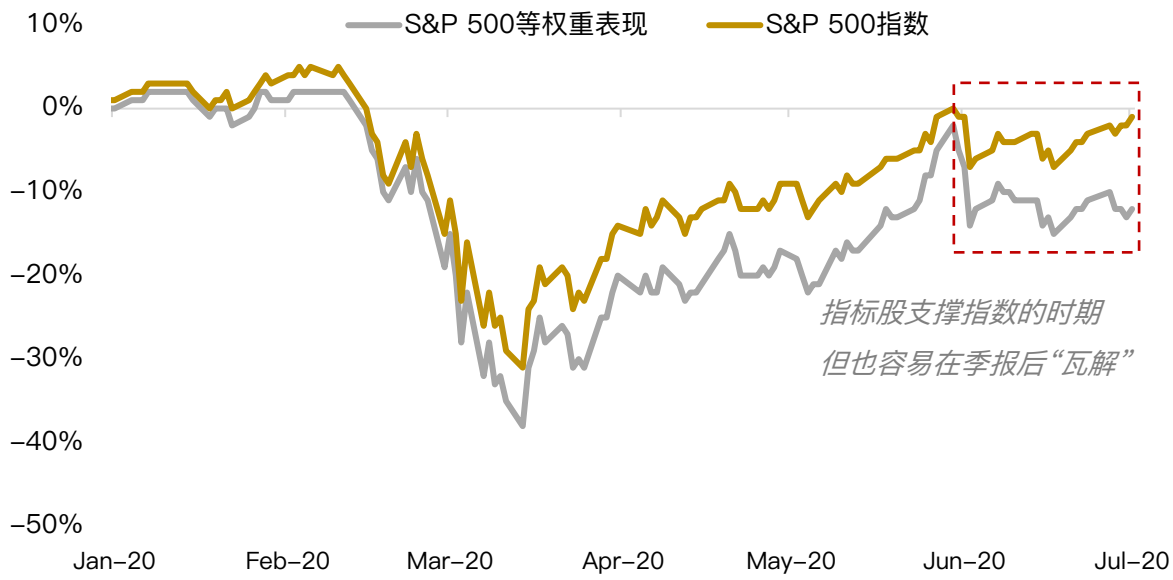
3）银行股前瞻：考虑美国低利率、高波动周期，大型银行中，以交易业务见长，19Q2 之后积极转型财富管理业务的摩根士丹利预计将继续在盈利和抵御市场动荡上更具优势。

图 1：标普 500 指数夏季行情继续保持在区域 1 运行，短期有创新高的动能



数据来源：Bloomberg，老虎证券

图 2：标普 500 指数本轮反弹，尤其是 Q2 以来的上涨更多由权重股带动



数据来源：Bloomberg，老虎证券

二、热门公司追踪：“翻倍”后的银行股，分化预计继续扩大

本周银行股率先拉开 Q2 财季序幕。在一季度的流动性危机里，银行股首当其冲，跌幅较深，紧接着在美联储深化 QE，将挽救金融业流动性作为救市首要目标后，银行股自底部开始反弹，虽然没有回到前高，但部分龙头涨幅（例如 MS、C）实际已经接近翻倍。

从定性的角度来看，下半年银行股投资逻辑和上半年相比并没有大的变化：1）交易业务成为大型银行领涨业务；2）信贷业务扩张速度逐渐开始放缓；3）ROE 中枢更高的财富业务重要性凸显，4）宽松前提下大型银行跑赢中小型银行的市场风格延续。*验证：《专题：4Q19 财季开始，银行股的投资逻辑分析》*。不过，需要补充的是，美联储在今年 6 月份的压力测试中效仿欧央行，对银行业实施了更严格的监管政策，这可能导致过去盈利水平弱或者盈利尚可，但过分依赖回购的银行股价承压。具体看：

1）根据新规则，银行的派息不能超过此前四个季度的平均季度盈利，因此可以预计大型银行中，盈利能力弱的银行（比如富国）Q3 之后派息水平可能被削弱；

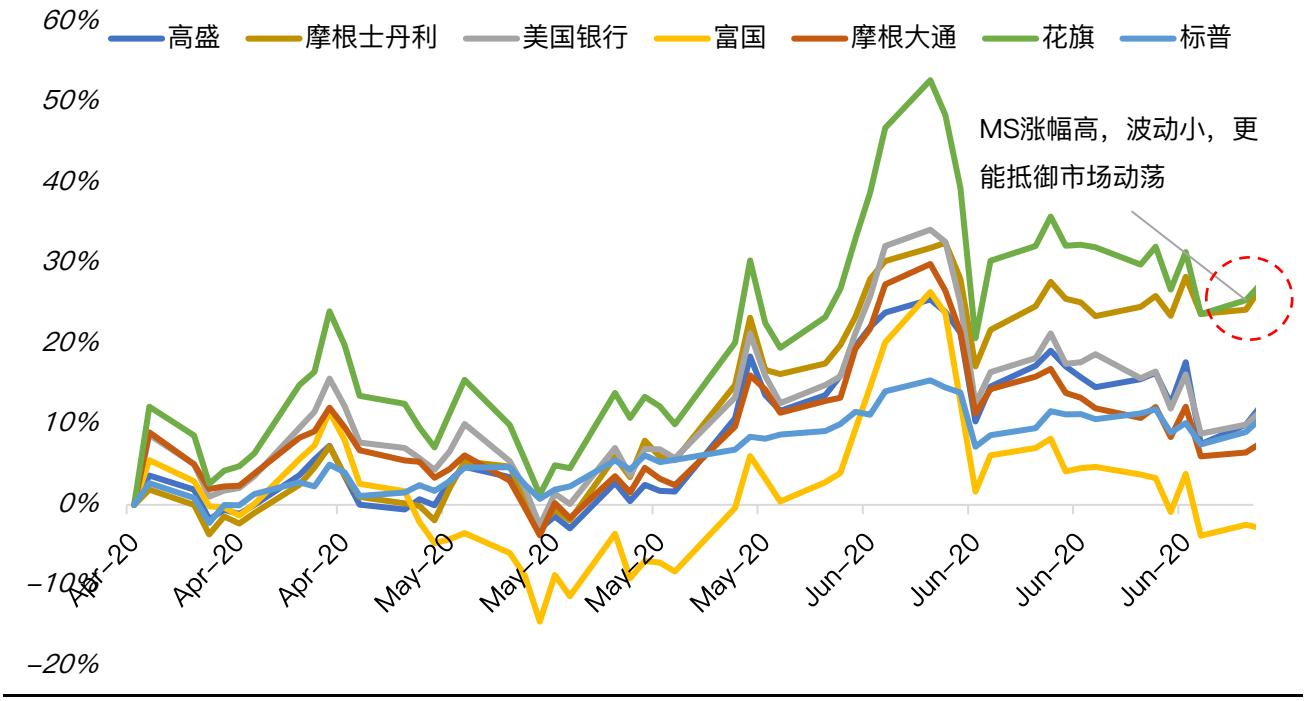
2）禁止银行股 Q3 进行回购，这部分受冲击较大的主要是过去依赖回购多的银行（比如美国银行、花旗），过去这类银行可以通过回购，可以把 ROE 拉高 10%左右，但这样的操作 1-2 年内很难实现了。而过去 MS 对回购的依赖性较低。（图 5）

3）美联储收紧监管，类似于欧洲央行 4 月初的操作，这部分可以参考汇丰、渣打二季度走势，二季度期间，欧洲银行基本是和指数环境背离，也明显弱于同期美国银行股。（图 4）

定性分析下的结论

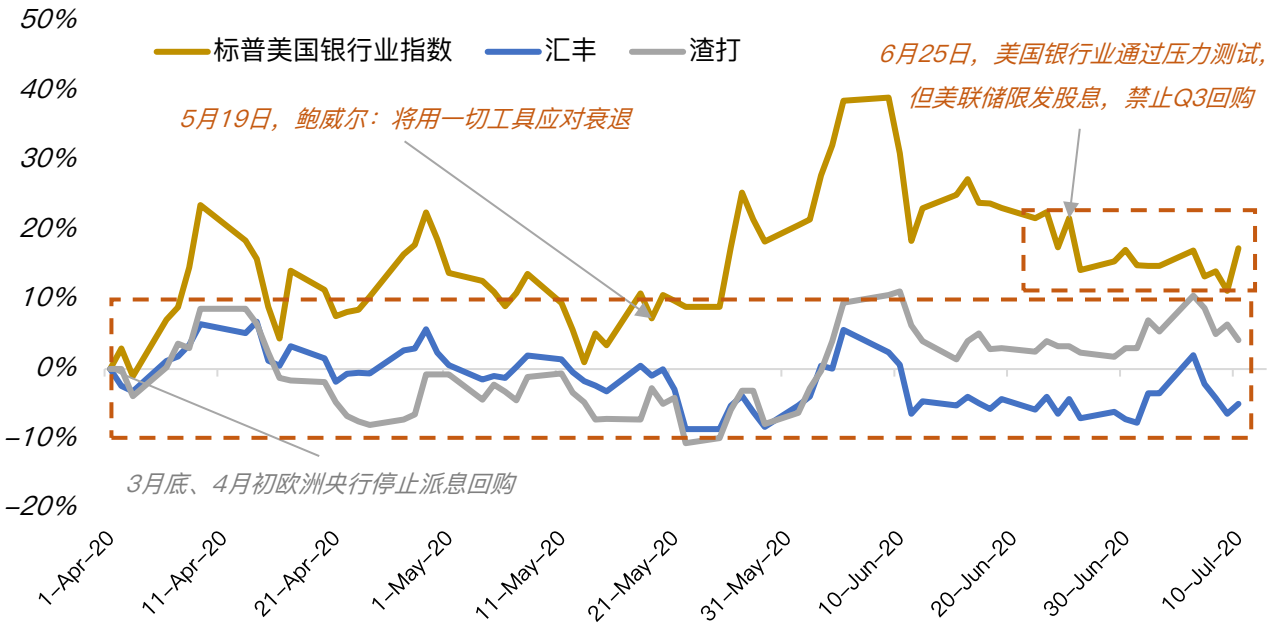
从公司层面看，低利率、高波动周期中，以交易业务见长，19Q2 之后积极转型财富管理业务，且在美联储效仿欧央行收紧金融业监管的情况下，本身受回购、派息影响较小的摩根士丹利在盈利和抵御市场动荡上更具优势。*验证：《1Q20 银行财报透视：疫情冲击下的差异化表现 20200416》*

图 3：一季报公布后至今，美国大型银行股差异化表现回顾（2020/04/16-2020/07/10）



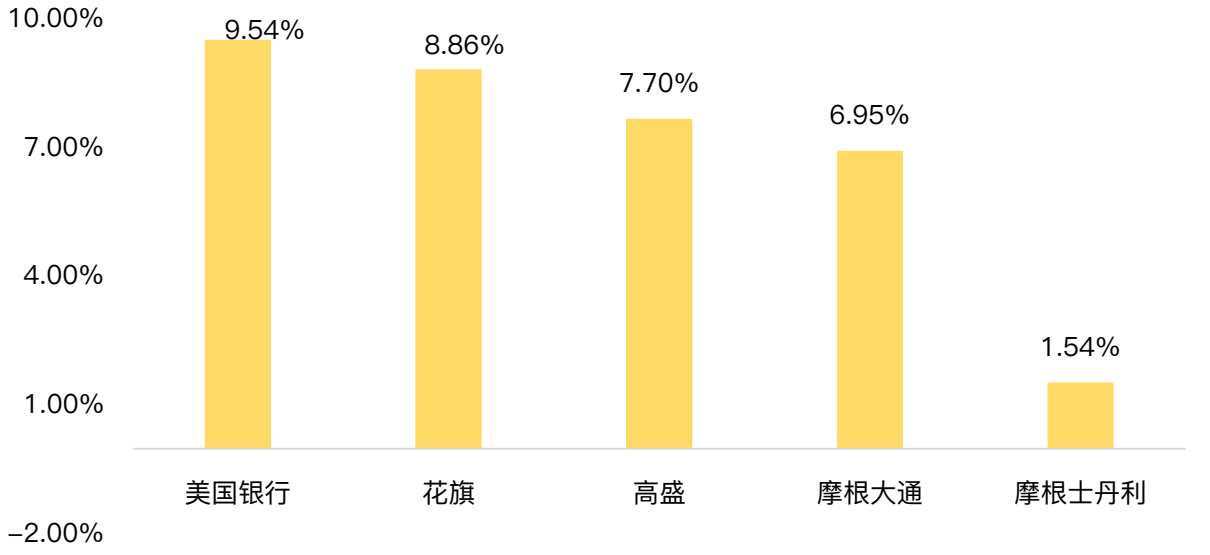
数据来源：Bloomberg，老虎证券

图 4：欧洲银行在 4 月初停止派息后股价进入盘整，美国银行业同样在 6 月压力测试后进入盘整



数据来源：Bloomberg，老虎证券

图 5：19 年压力测试后银行股回购计划对 EPS 的提振测算（今年禁止且回购了）



数据来源：Bloomberg，老虎证券

港股策略点评：沸腾交易下的选股策略

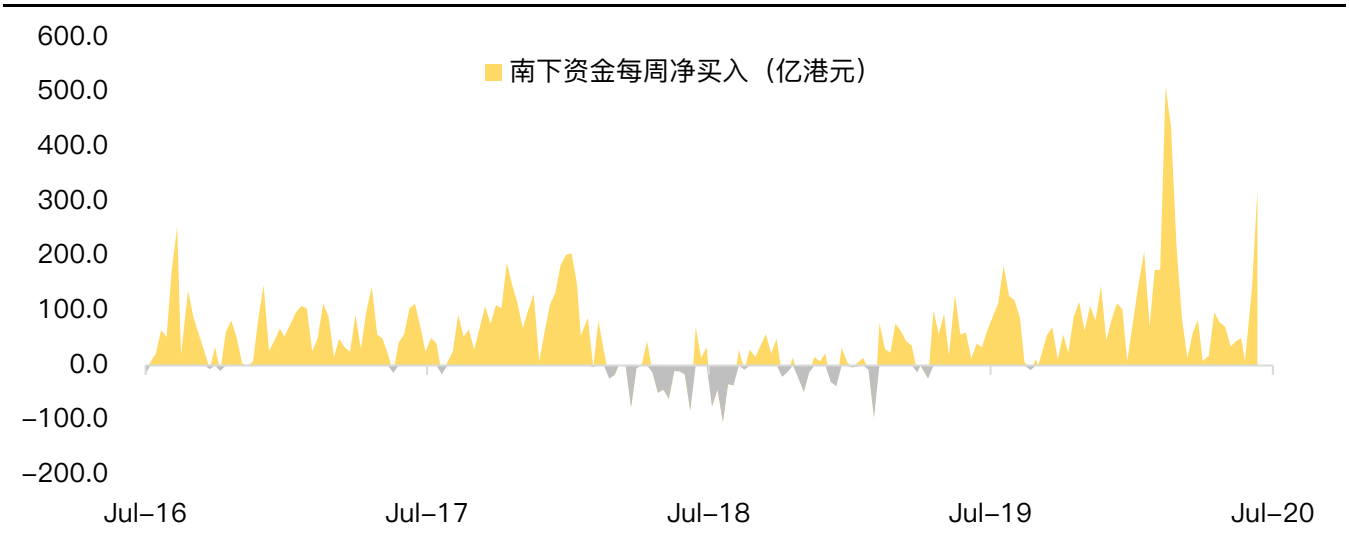
要点：恒指在过去两周兑现了我们 6 月底时对于港股中期行情一触即发的判断，上证指数上涨 13%，也正向着 50%的空间在拓展；展望投资主题，1）随着 5G 渗透加速，大部分 5G 概念股也在近期跟随恒指完成筑底，重点公司有中国铁塔，中兴通讯，小米，舜宇光学；2）头部券商、保险股投资机会有望贯穿权益资产的这轮牛市，重点关注中信、中国人寿；3）电商板块 Q2 盈利改善趋势，二度打开其估值空间，重点关注港股阿里、京东。

一、市场表现

近期中资股的交易可以用沸腾来形容，无论是两市成交额，融资余额，IPO 申购，还是北上和南下资金都在持续攀升，这也验证了我们 6 月低对于对恒指加速“磨底”，港股中期行情一触即发的判断，尤其是空间上，上证指数在本月以来的 8 个交易日中便上涨 13%，基本符合我们 6 月底在中概股下半年展望中对于上证的路径判断——向着 50%的空间在拓展。

整体来看，经过月初快速的拉升，目前无论是恒指还是上证，也接近了各自的历史压力区域，这意味着未来指数可能会有震荡，但并不改变个股相继走牛的市场风格。

图 1：港股通南下资金净买入持续增长



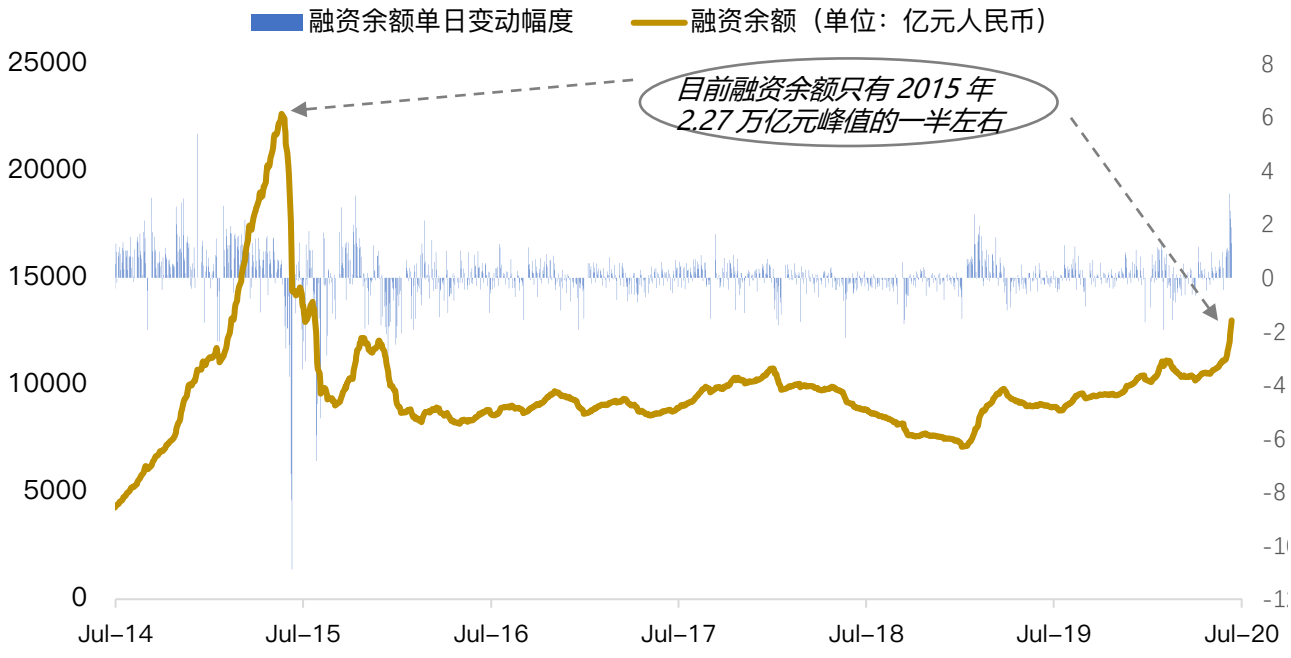
数据来源：Wind，老虎证券

图 2：恒指上周顺利向上突破 25500 点附近的中长期压力，下一个压力在 27000 点



数据来源：Wind，老虎证券

图 3：沪深两市融资余额 6 月下旬后出现快速增长，目前只有 2015 年 2.27 万亿元峰值的一半左右



数据来源：Wind，老虎证券

二、热门投资主题追踪

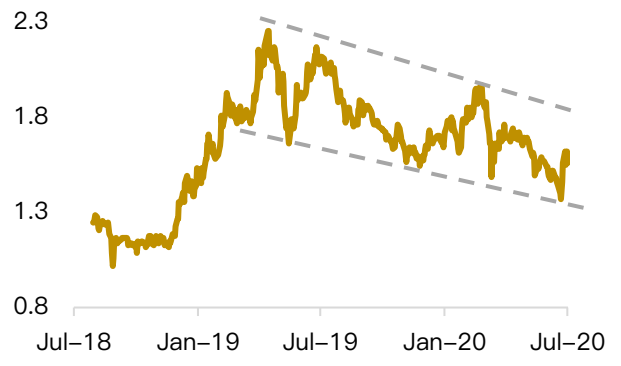
大涨之后市场的观点已然成为共识，对于这轮牛市，目前也有包括国际牛，改革牛在内的很多叫法。本质上从资金流动，中美宏观差异、头部企业基本面都可以肯定上涨的可持续性。既然不是波动性的上涨，那么身处牛市，此刻投资者或许更加关心选股方面的问题。

近期传统企业的表现说明市场正在从疫情概念中苏醒，三季度投资者不再扎堆于新经济，而是开始全面考虑基本面的变化。这也给前期低估值公司提供了补涨的机会。从题材角度，我们更看好 5G 渗透提升，电商估值二次腾飞，券商、保险概念接下来得以续航。

2.1）5G 概念股盈利增强

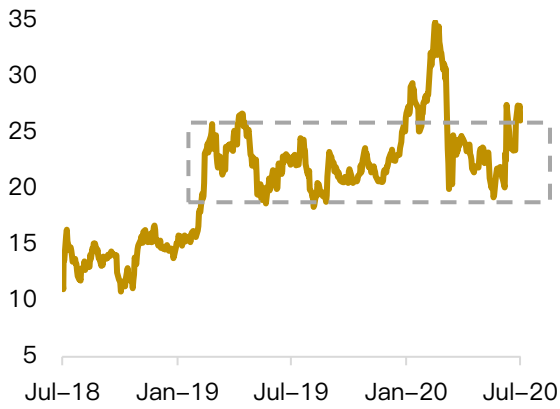
5G 的热度虽然有一段时间了，但大部分公司近期才跟随恒生指数完成筑底，除了中芯国际(00981.HK)外，港股 5G 概念重点公司还有中国铁塔(00788.HK)，中兴通讯(00763.HK)，小米(01810.HK)，舜宇光学（02382.HK）。

图 4：中国铁塔上市以来表现



数据来源：Bloomberg，老虎证券

图 5：中兴通讯过去两年表现



数据来源：Bloomberg，老虎证券

中国铁塔：运营商将在 3 年内基本建成覆盖全国的 5G 网络，而中国铁塔受益于 5G 基建上行周期业绩稳步增长的大趋势。

中兴通讯：不管是 5G 技术还是 5G 基站的建设，都有利于中兴通讯的业绩。凭借 5G 基站的加速推进，中兴通讯业绩在 2019 年出现翻转（此前中兴通讯中标三大运营商 5G 基站和 5G 核心网项目，有望稳定在 30%左右的份额）。公司 7nm 芯片规模量产后已在全球 5G 规模部署中实现商用，5nm 芯片正在技术导入，作为 5G 设备和基础设施的核心部分。新导入的 5nm 芯片技术意味着该公司将不再依赖美国公司。

2.2）电商股 Q2 盈利改善趋势，二度打开估值空间

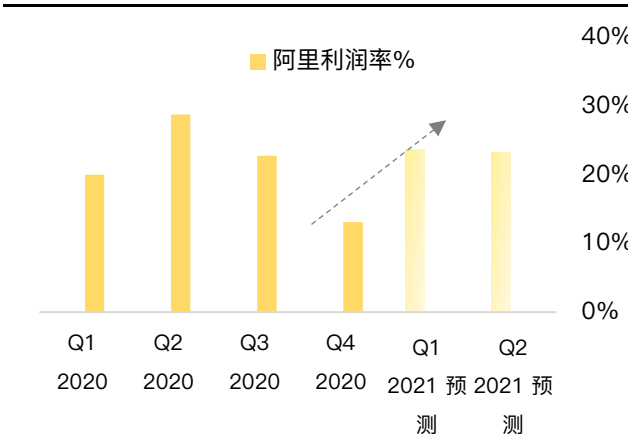
新经济企业本身强大的生长能力+政策改革照顾，让这类公司在港股反弹开启前，就已经走出了牛市。和 3 月份的低点相比，不少龙头企业已经有接近翻倍的涨幅，不过现在就判断上涨的顶部可能仍然为时过早。因为本质上估值的问题可以通过盈利的改善、低利率的环境来续航，所以我们过去一直认为估值问题不是现阶段的主要矛盾。

我们近期也观察到电商股 Q2 盈利改善的趋势，或许可以缓解估值的压力，重点港股公司有阿里，京东，其中阿里二季度滞涨更明显，而京东盈利改善更明显。（图 6）

除此之外，恒生指数有限公司董事黄伟雄于网上研讨会表示，将推出香港版本的“纳斯达克指数”，这也加强了未来新经济企业代表核心资产的逻辑，某种程度上，市场笃定 A 股和港股正在向美国长牛、慢牛的市场风格看齐。因此，作为核心资产，新经济企业的反弹大有机会贯穿整个牛市。

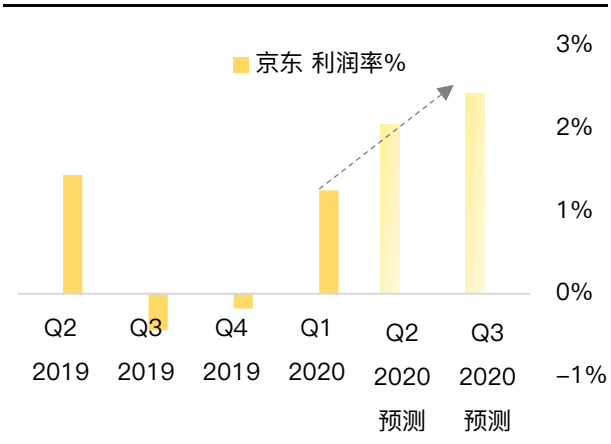
关于择时，阿里，小米，美团可以在今年的 8 月中旬恒生指数检讨中快速纳入，不用再考虑上市时间问题。(阿里短期可能还不会进入港股通，如果监管批准，最快也要等到 9 月之后了)。如果考虑择时因素，潜在的回调，更有可能因为“买预期，卖事实”，在新经济公司 8 月中旬纳入指数后出现。（图 8）

图 6：阿里利润率



数据来源：Bloomberg，老虎证券

图 7：京东利润率



数据来源：Bloomberg，老虎证券

图 8：小米、美团纳入港股通后的股价表现



数据来源：Bloomberg，老虎证券

2.3 头部券商、保险仍处在低 PB 区域，反弹仍然有空间

券商，保险虽然算急先锋板块，但过去与大盘有很好的相关性（β属性比较强）。因此，券商股的空间仍然可以继续参考指数的空间，其次也可以参考 PB 等估值水平，目前看都不算高。（建议继续关注：中信证券、华泰证券、中国人寿）

上周 AH 券商表现回顾：1）中信、国泰君安为代表的大型券商涨幅居前；2）以周为单位看，券商股 AH 溢价出现分化；3）A 股波动的标准差稍大。

图 1：AH 券商股近期表现：两地溢价各领风骚，头部券商涨幅整体居前

H 股代码	名称	周涨跌幅	月涨跌幅	年涨跌幅	A 股代码	周涨跌幅
1375.HK	中州证券	16.3%	35.7%	-7.1%	601375.SH	12.5%
2611.HK	国泰君安	15.9%	30.6%	5.6%	601211.SH	5.31%
1776.HK	广发证券	11.9%	25.5%	14.8%	000776.SZ	11.9%
6030.HK	中信证券	11.1%	32.7%	13.4%	600030.SH	10.8%
6837.HK	海通证券	10.5%	30.7%	-11.2%	600837.SH	5.3%
6881.HK	中国银河	10.2%	33.6%	21.9%	601881.SH	10.9%
6886.HK	华泰证券	8.6%	25.4%	15.2%	601688.SH	3.8%
3958.HK	东方证券	8.5%	27.8%	16.8%	600958.SH	13.5%
6178.HK	光大证券	8.0%	73.0%	53.2%	601788.SH	34.3%
6099.HK	招商证券	6.8%	34.1%	16.9%	600999.SH	6.8%
6066.HK	中信建投证券	0.5%	36.8%	84.3%	601066.SH	5.9%
6806.HK	申万宏源	-2.8%	20.8%	10.0%	000166.SZ	3.9%

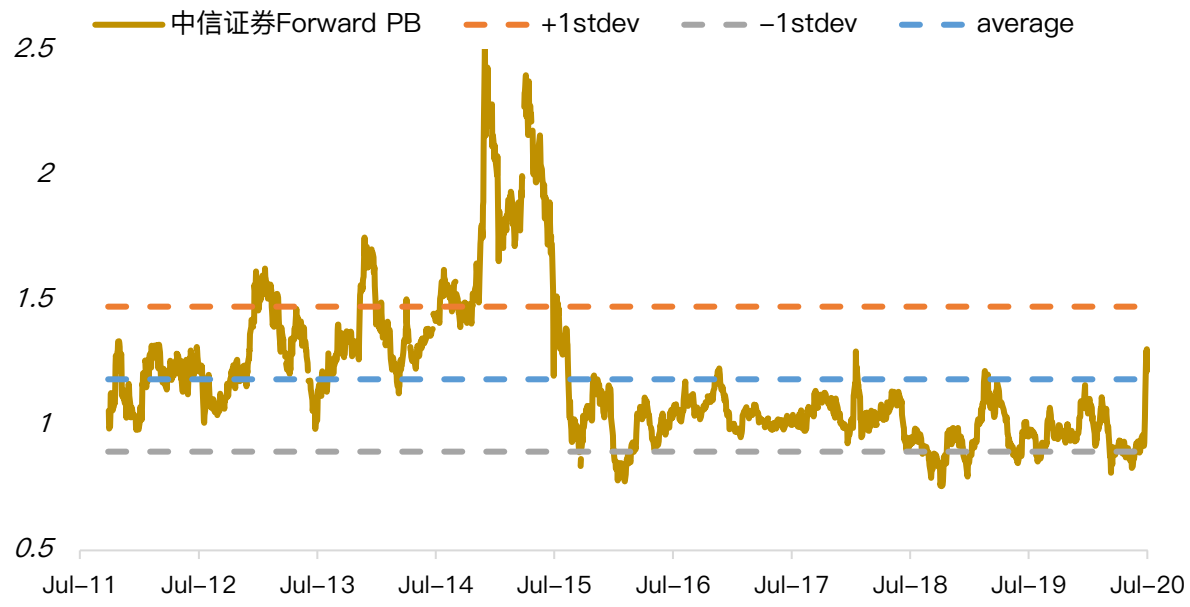
数据来源：Wind，老虎证券

图 2：AH 保险股近期表现：H 股表现整体更好，中国人寿涨幅更多

H 股代码	名称	周涨跌幅	月涨跌幅	年涨跌幅	A 股代码	周涨跌幅
1336.HK	新华保险	16.2%	31.4%	1.8%	601336.SH	10.5%
2628.HK	中国人寿	15.2%	30.2%	-6.2%	601628.SH	23.8%
1339.HK	中国人民保险	9.9%	23.0%	-9.5%	601319.SH	-0.8%
2601.HK	中国太保	9.5%	19.8%	-14.5%	601601.SH	-6.2%
2318.HK	中国平安	8.4%	13.4%	-2.8%	601318.SH	-4.6%

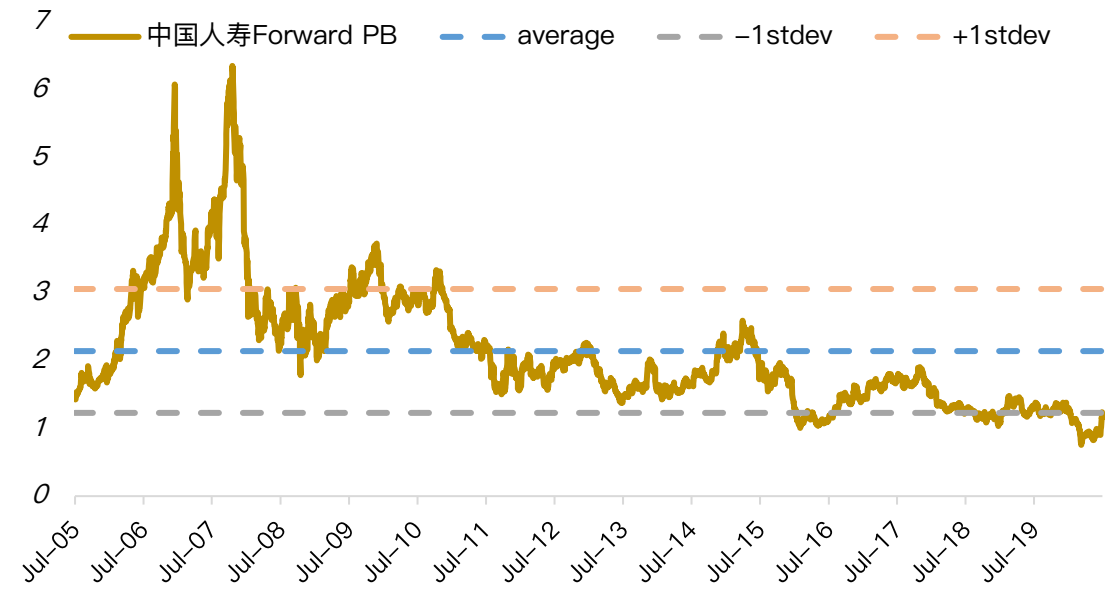
数据来源：Wind，老虎证券

图 9：中信证券（6030.HK）Forward PB



数据来源：Bloomberg，老虎证券

图 10：中国人寿（2628.HK）Forward PB



数据来源：Bloomberg，老虎证券

老虎美股 50 指数

本周美股平稳走高，标普 500 指数单周总回报 1.79%，老虎指数总回报 3.93%。信息技术、通信和可选消费的回报最高，而大盘的地产、原材料和能源板块出现了回撤，板块间的分化明显。本周调出了 Etsy、Match 和好未来，调入 Helen of Troy、虎牙以及腾讯音乐。

排名	公司	代码	价格	老虎综合分	EPS 综合分	14 天 RSI
1	Trade Desk	TTD	461.98	99	91	80
2	Genmab	GMAB	34.92	99	89	66
3	Neurocrine 生物	NBIX	129.69	99	88	59
4	奥多比	ADBE	466.20	99	88	74
5	ServiceNow	NOW	422.91	99	87	63
6	SolarEdge 科技	SEDG	159.44	99	88	63
7	Take-Two 互动	TTWO	153.91	99	88	72
8	电子艺界	EA	140.81	99	90	79
9	Quidel	QDEL	246.64	98	86	70
10	Paylocity	PCTY	144.54	98	90	55
11	再生元制药	REGN	620.86	98	85	53
12	微软	MSFT	213.67	98	85	70
13	Veeva Systems	VEEV	254.16	98	82	69
14	MarketAxess	MKTX	537.23	98	83	61
15	EPAM 系统	EPAM	261.14	97	87	67
16	Facebook	FB	245.07	97	79	61
17	Paycom 软件	PAYC	309.00	96	88	50

18	奈飞	NFLX	548.73	96	91	78
19	Square	SQ	128.05	96	71	75
20	阿里巴巴	BABA	261.01	96	81	76
21	Alexion 制药	ALXN	108.82	96	87	44
22	Helen of Troy	HELE	202.56	96	83	68
23	飞塔	FTNT	145.80	95	96	60
24	DexCom	DXCM	439.64	95	81	67
25	虎牙	HUYA	24.40	95	81	78
26	GoDaddy	GDDY	72.45	94	95	45
27	西氏医药服务	WST	232.23	93	83	64
28	欧特克	ADSK	244.24	93	86	62
29	Repligen	RGEN	126.13	93	78	56
30	科力斯	QLYS	110.01	93	86	61
31	腾讯音乐	TME	17.09	93	75	79
32	亚马逊	AMZN	3200.00	93	62	80
33	Vertex 制药	VRTX	294.45	92	70	58
34	新东方	EDU	148.39	92	80	67
35	CoStar	CSGP	722.03	92	74	59
36	AMD	AMD	55.88	91	90	58
37	德国 QIAGEN	QGEN	45.31	91	93	72
38	Generac	GNRC	127.37	91	76	69

39	网易	NTES	484.46	90	80	78
40	天宝	TRMB	42.54	90	89	53
41	Trex	TREX	124.25	89	82	52
42	苹果	AAPl	383.68	89	75	73
43	CINTAS	CTAS	266.88	88	85	53
44	Incyte	INCY	104.76	88	75	55
45	FMC	FMC	100.19	88	80	53
46	Alphabet	GOOG	1541.74	87	68	67
47	维萨	V	192.55	87	77	50
48	硕腾	ZTS	137.10	87	74	52
49	京东	JD	65.61	86	60	66
50	中通快递	ZTO	37.12	85	70	55

老虎港股 30 指数

本周港股大盘冲高回落，恒生指数当周总回报 1.72%，老虎港股 30 指数单周总回报 6.68%。老虎指数的信息技术、工业和可选消费板块本周回报较大，而本周金融板块亦给恒指带来较大拉升，不过，能源、公共事业的表现较差。本周中国建材、西部水泥、中国联塑、海螺创业被调出，调入药明生物、中国飞鹤、金地商置和中国软件国际。

排名	公司	代码	价格	老虎综合分	EPS 综合分	14 天 RSI
1	药明生物	02269	145.40	99	90	64
2	腾讯控股	00700	546.50	96	81	72
3	舜宇光学科技	02382	141.40	96	91	68
4	舜宇光学科技	02382	141.40	96	91	68
5	网龙	00777	24.80	95	86	71
6	雅生活服务	03319	41.15	94	83	52
7	春立医疗	01858	59.40	94	86	63
8	中国飞鹤	06186	15.56	93	89	52
9	阅文集团	00772	61.05	93	82	73
10	美团点评	03690	208.20	93	74	75
11	天能动力	00819	18.58	92	78	87
12	颐海国际	01579	96.30	92	74	86
13	中海物业	02669	8.99	91	77	63
14	中国平安	02318	87.90	90	80	71
15	金地商置	00535	1.44	90	75	56
16	维达国际	03331	29.75	90	82	64

17	中国软件国际	00354	6.15	89	71	84
18	金蝶国际	00268	19.30	89	74	76
19	中芯国际	00981	41.25	88	70	79
20	爱康医疗	01789	26.50	88	72	60
21	威高股份	01066	19.30	87	66	69
22	中升控股	00881	47.60	87	78	66
23	龙湖集团	00960	38.00	87	76	53
24	中信建投	06066	12.00	86	72	67
25	安踏体育	02020	74.30	86	80	56
26	碧桂园服务	06098	40.90	85	63	69
27	海螺水泥	00914	55.95	83	76	55
28	香港交易所	00388	363.80	79	52	75
29	新城悦服务	01755	24.60	78	53	72
30	华润水泥控股	01313	9.81	78	71	51

基本面日程分析

本周重要经济数据、事件

周一（7/13）	周二（7/14）	周三（7/15）	周四（7/16）	周五（7/17）
		2:00 美联储理事布雷纳德受邀参加全美商业经济协会主办的“疫情展望”网络研讨会	2:00 美联储公布经济状况褐皮书	
	20:30 6月未季调核心CPI 6月未季调CPI		20:30 6月零售销售 上周季调后初请失业金人数	20:30 6月新屋开工
			22:00 7月NAHB房价指数	22:00 7月密歇根大学消费者信心指数初值

资料来源:公开资料整理

Q2 财报季拉开序幕，科技、医疗行业降幅最小

本周，Q2 财报季大幕拉开，第二季度业绩备受关注，疫情对企业的冲击有望在本季度触底。市场对银行业以及大多数其他行业的预期仍然很低，预计标普 500 指数总盈利预计将下降 44.4%，预计收入下降 10.9%。

预计第二季度营收将出现大幅下滑的行业包括航空航天（-63.1%），基础材料（-59.1%），工业产品（-52.9%），零售（-40.6%）和金融（-40.2%）；

预计二季度出现盈利亏损的四个行业（同比降幅超过 100%）为能源（-139.3%）、汽车（-231.9%）、运输业（-151.5%）和非必需消费品（-115.8%）

科技行业第二季度相对于其他行业抗压能力更强，同比降幅最小，该行业的总盈利预计将比去年同期下降-13.4%，而收入仅下降-1.2%。

整体来看，Covid-19 的影响并非在所有行业中均等分布，科技和医疗行业表现更为坚挺，降幅很小，这些领域的股票从 3 月 23 日的低点反弹中一直表现出色。

最近美国经济数据普遍乐观，但确诊人数有反弹趋势，如果对疫情控制符合预期，科技和医疗行业最快在下半年或 2021 年弥补收入下降，分析师预计 2021 年的收入将分别增长

8.9%和+ 12.9%。但最重要的不是本季度盈利数字，而是三季度的指引以及管理层应对疫情的相关计划。

低利率环境下，银行业受损严重

本周开始，花旗、摩根大通、富国银行、美国银行、高盛、摩根士丹利等大型银行将率先公布财报。

老虎财报季

周一（7/13）	周二（7/14）	周三（7/15）	周四（7/16）	周五（7/17）
美股盘前				
百事可乐(PEP)	花旗（C）	阿斯麦(ASML)	摩根士丹利(MS)	贝莱德(BLK)
	摩根大通(JPM)	高盛(GS)	美国银行(BAC)	爱立信(ERIC)
	富国银行(WFC)	PNC金融(PNC)	雅培(ABT)	一线国民银行(FHN)
	达美航空(DAL)	纽约梅隆银行(BK)	强生(JNJ)	地区金融(RF)
	美国快克公司(FAST)	美国和众银行(USB)	台积电(TSM)	道富银行(STT)
		联合健康(UNH)	达美乐披萨(DPZ)	
			寺库(SECO)	
美股盘后				
		美国铝业(AA)	奈飞(NFLX)	
			PPG工业(PPG)	

银行业的周期行较强，在疫情导致的经济下滑中收到了沉重打击，信贷和投行业务与 GDP 增长密切相关，美联储重申的低利率政策将在很长一段时间内保持不变，这会压低保证金和净利息收入。

在本轮美股反弹中，主要银行股价表现自然也落后于大盘。预计主要银行（包括摩根大通，美国银行，富国银行）的第二季度总收入将同比下降 65.1%，收入下降 2.1%，并且盈利状况在当前和未来几个季度也不会有所改善。

积极的一面是，除了疲软的传统银行业务外，本季度股票交易和投行业务相对活跃，第二季度股票交易量明显高于去年同期水平。咨询业务方面，尽管第二季度的并购交易活动不多，但股票和债券发行方面持续贡献收入。

特斯拉 vs 蔚来：Q2 产量交付比翼双飞，处境各不相同

事件

2020 年 7 月 2 日，特斯拉(TSLA)公布了 Q2 交付与生产数据。公司在 Q2 共交付 90650 辆，环比+2.4%，高于华尔街预期的 83071 辆；其中 Model X/S 共交付 10600 辆，环比-13.3%，Model 3/Y 共交付 80050 辆，环比+5.0%。同时，由于加州弗里蒙特工厂 Q2 停产超过 50 天,Q2 产量 82272 辆，环比-20.0%；其中，Model 3/Y Q2 生产 75946 辆，环比-13%；Model X/S 产量 6326 辆，环比-58.9%。

同日，中国电动车生产商蔚来(NIO)也公布了 Q2 交付数据。公司在 6 月交付 3740 台，同比+179.1%，Q2 整体交付 10331 台，同比+190.8%，首次单季破万。2020 年累计交付 ES8 和 ES6 车型的分别为 46082 和 14169 台。

投资要点

- **特斯拉 Q2 产能受停用影响，但恢复较快，整体产量环比-20%。**北美工厂 Q2 因疫情和示威活动停工，对 Q2 产能造成了一定产能影响，整体产量环比下降 20.0%，但中国上海工厂的顺利投产，Q2 只劳动节间停工 2 周，弥补了北美地区的空缺。未来有望超越北美成为特斯拉全球产能中心。
- **国产 Model 提升特斯拉整体运营利润，5 月 Model 3 降价提升性价比，有望持续在大陆一骑绝尘。**

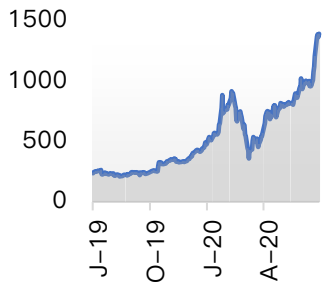
  特斯拉 Q2 交付逆势上升，说明(1)消费市场对其需求较高，(2)获得受到政府、社会的支持。国产 Model 3 磷酸铁锂电池降低动力电池成本，从而降低整车生产成本，毛利率有望上升至 36%。同时带动销售，销量远超同行。未来中国区收入占比增大，将显著提升公司整体利润率。
- **新能源车企优势明显，但股价脱离估值，市场流动性过剩是**

个股研报 特斯拉(TSLA)

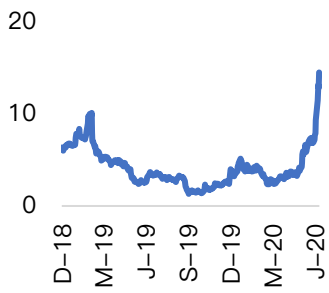
主要数据	
最新收盘价	1544.65（美元）
总市值	2864.95 (亿美元)
Q1 每股收益	0.11 （美元）
T12M 市盈率	-
净资产收益率	0.65%
毛利率	20.6%
股息率	-
52 周最高	1548.91
52 周最低	211.00

过去 52 周价格走势图

特斯拉 TSLA



蔚来 NIO



重要驱使因素。特斯拉与传统车有差异化的商业模式，有着非常高人气的产品组合，有自动驾驶方面最前沿的技术研发实力，也享有着重要的品牌溢价。作为全球新能源汽车行业的明星公司，特斯拉在二级市场上的股价被连续追捧。如果以传统对汽车行业的估值方式，不管是现金流折现估值，还是用可比公司倍数估值，都很难匹配当前的股价。在 Q1 空头挤压过后，特斯拉股价在 Q2 再创新高，这与目前市场流动性充裕/过剩的局面有关，也受益于二级市场对大科技企业的偏好。此外，特斯拉在技术方面的投入，让公司有除了汽车制造之外的想象空间。与苹果公司类似，硬件产品销售的成功，很大程度上依赖于其成为行业标准的软件系统。马斯克在 7 月 9 日世界人工智能大会上表示特斯拉有望在今年完成受法律、技术限制而未完成的 L5 级别自动驾驶的基本功能。

- **对蔚来来说，最重要的是迈过规模经济的产量红线。**蔚来的融资效率在 2020 年显著提升，今年来完成了近 9.27 亿美元的融资。7 月 10 日与 6 家银行举行了中国银企战略合作签约仪式，获得 104 亿元人民币综合授信。因此其现金流压力得到很好缓解，且信用评级也从 C 转向 B，越来越多的出货量也让其运营现金流进一步充沛。但蔚来目前尚未迈过规模经济红线，盈利尚早。国内新能源政策的刺激虽有利好，但行业内竞争较大。

估值讨论

对特斯拉用传统方式估值，会发现结果与现在的股价相距甚远。如果未来两年顺利的话，Q2 的超预期交付可能只是个开始，由于特斯拉并不缺用户需求，生产力将决定公司收入和利润。未来在生产马力全开，且没有受到外界影响的情况下，其超预期收入和利润的情况越来越多。我们认同纽约大学斯特恩商学院 Aswath Damodaran 教授的观点，即特斯拉是一家历史性的公司，股价变动与估值并没有联系。

但我们对特斯拉持乐观态度，是在于其本身可以和苹果公司一样，在硬件产品销售的成功之外，建立起软件性的行业标准。而这一套标准，未来会给公司带来难以计量的利润和现金流。

风险提示

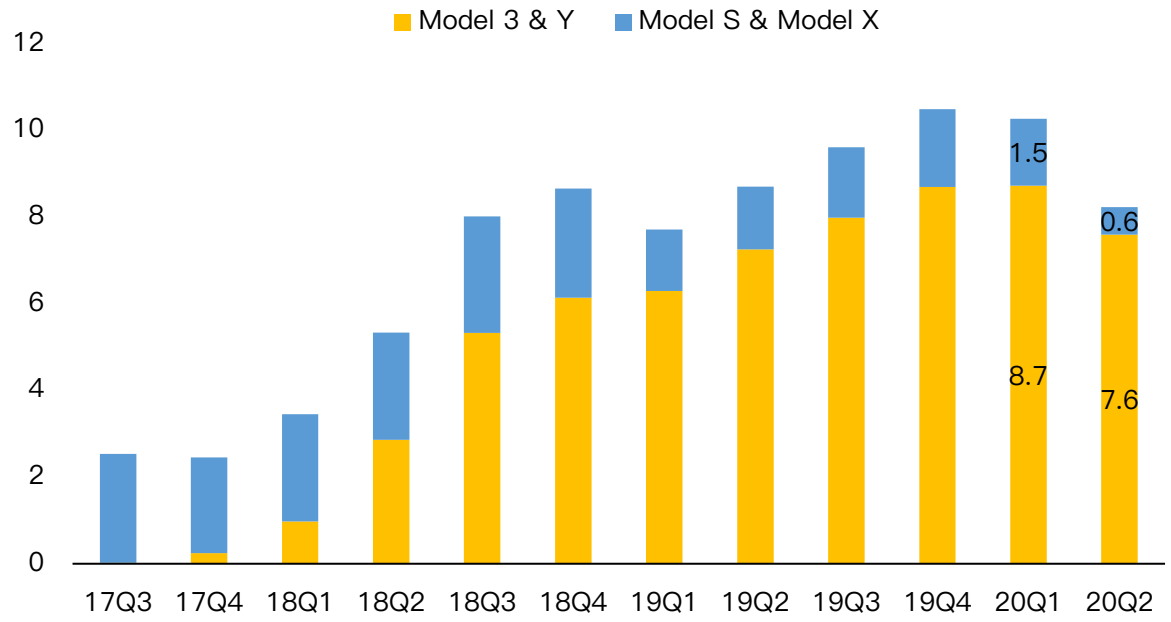
- 政府对新能源汽车的补贴下降，性价比降低
- 电池研发不及预期
- COVID-19 持续爆发，影响线下消费
- 行业竞争越来越激烈

特斯拉 Q2 生产遭停工影响有限，电池革命整装待发

Q2 的 COVID-19 疫情在全球蔓延，北美因为受灾严重，大多数州都关闭了制造业工厂。特斯拉在 Vermont 的电池厂和加州 Fremont 的造车厂双双关停超过 50 天。虽然在 5 月初强行复工，但因提前复产违反政府禁令也一度陷入行政诉讼。此外，美国后续出现的示威活动也对工厂生产造成一定威胁，整个 Q2 的产能都受到影响。

因此，Q2 特斯拉的整体产量环比下降 20.0%，其中，Model 3/Y Q2 生产 75946 辆，环比-13%；Model X/S 产量 6326 辆，环比-58.9%。

图：特斯拉不同车型季度产量(万辆)



数据来源：公司财报，老虎证券整理

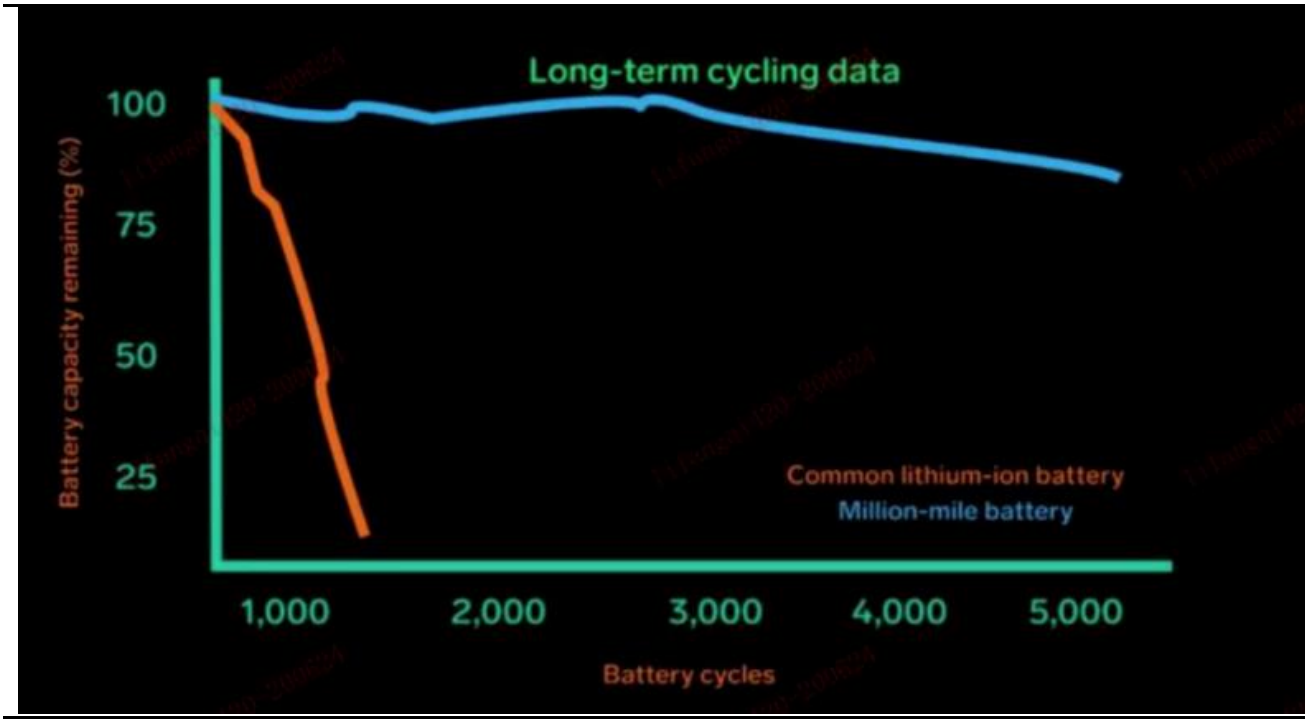
不过，中国上海工厂的顺利投产，仅在劳动节间停工 2 周，弥补了北美地区的空缺。未来有望超越北美成为特斯拉全球产能中心。而进入 7 月，特斯拉也披露 Vermont 电池工厂产能已恢复至停产之前水平。

对产能颇为重要的电池，特斯拉也有相当之动作。由于疫情的原因，特斯拉的“电池日”预计将在 2020 年 9 月召开，计划量产的百万英里电池可能成为会议的重要议题。电池效率有

关的技术发展将提振未来消费者的信心。6 月，安培科技公司宣布与特斯拉合作开发一种可以持续 100 万英里的电池（特斯拉的“Roadrunner 计划”），这将改变电动车在行业中的地位。

这种电池使用单个大晶体替代大量的小晶体，这种单晶体的纳米结构更不容易在电池充电的过程中产生破裂（破裂导致电池寿命和性能衰减）。相比普通的锂电池只能提供 1000-2000 次的放电循环，百万英里电池放电 1000 次后，还有 95%的寿命，放电 4000 次后还有 90%。

图：百万英里电池与普通锂电池循环使用后的电池容量对比



数据来源：《电化学会志》，老虎证券整理

不过，目前电动汽车主流的 8 年 16 万公里的质保政策，也完全能够满足大部分私家车的生命周期和使用习惯。

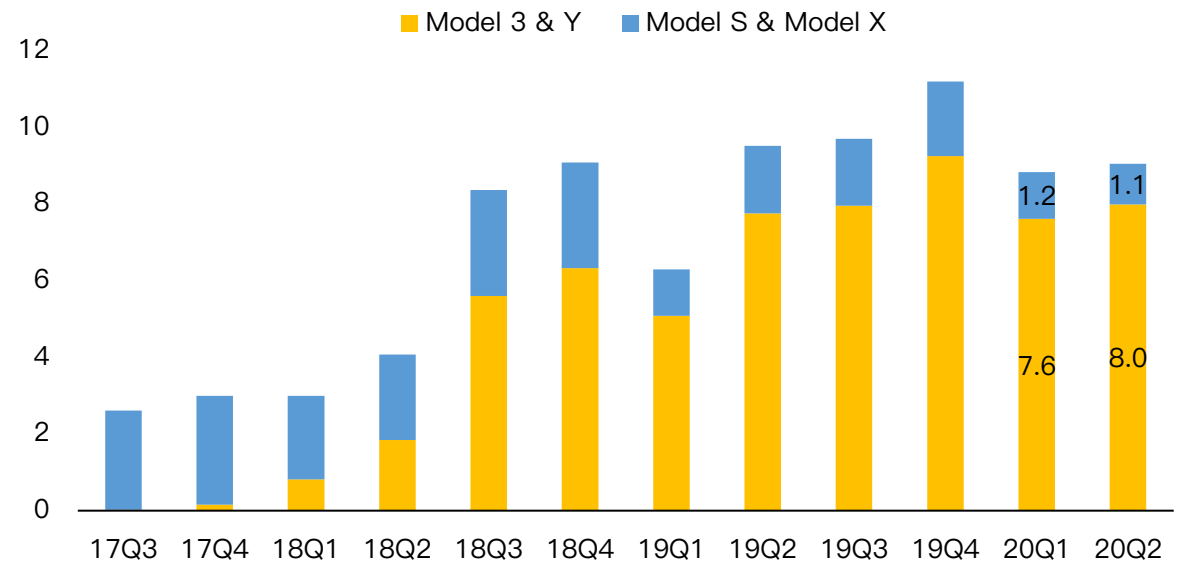
倒是马斯克在 7 月 9 日世界人工智能大会上对自动驾驶的表态更值得关注，他表示特斯拉有望在今年完成受法律、技术限制而未完成的 L5 级别自动驾驶的基本功能。自动驾驶技术的成熟，将是跨行业性的巨变。

国产 Model 3 提升特斯拉整体运营利润，带动降价增量空间

特斯拉 Q2 交付 90650 辆，环比+2.4%，高于华尔街预期的 83071 辆；其中 Model X/S 共交付 10600 辆，环比-13.3%，Model 3/Y 共交付 80050 辆，环比+5.0%。说明(1)消费市场对其需求较高，(2)获得受到政府、社会的支持。

随着上海工厂的持续投产，Model 3 的国产化进程稳步推进。由于国产 Model 3 搭载磷酸铁锂的价格低于北美地区，且进入工信部第 333 批《道路机动车辆生产企业及产品公告》，继续获得优惠。因此，国产 Model 有望在降价提升性价比的基础上，提高公司的利润率，也拉升了销售。

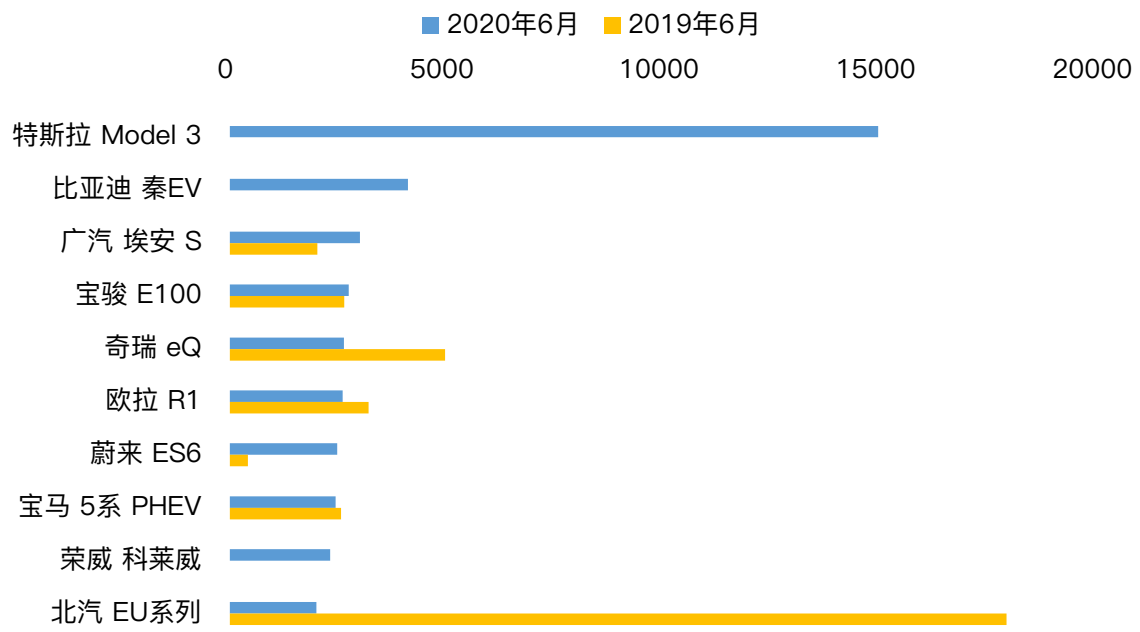
图：特斯拉不同车型季度交付(万辆)



数据来源：公司财报，老虎证券整理

5 月，特斯拉 Model 3 标准续航升级版补贴后价格由原先的 30.3 万元下调至基础售价 29.81 万元、减免和补贴后售价 27.2 万元。与竞品相比性价比骤升。Model 3 的销量一骑绝尘，远远领先比亚迪、蔚来等竞品车型。

图：6 月新能源乘用车销售量榜单（辆）



数据来源：乘联会，老虎证券整理

同时，由于电池成本的不同，国产 Model4 的毛利率可能高至 36%，一定程度上带动公司整体毛利润的上升。未来中国区收入占比增大，将显著提升公司整体利润率。

图：中美 Model 3 生产成本与毛利润对比

	美版 Model 3	国产 Model 3
价格	37,990	38,463
材料零件	10,750	9,500
电池	7,290	5,468
驱动模块	1,500	1,500
电力引擎	2,500	2,500
摊销	1,500	750
人工费用	4,500	3,375
保险	1,500	750
其他	750	750
毛利润	7,700	13,870
毛利率	20%	36%

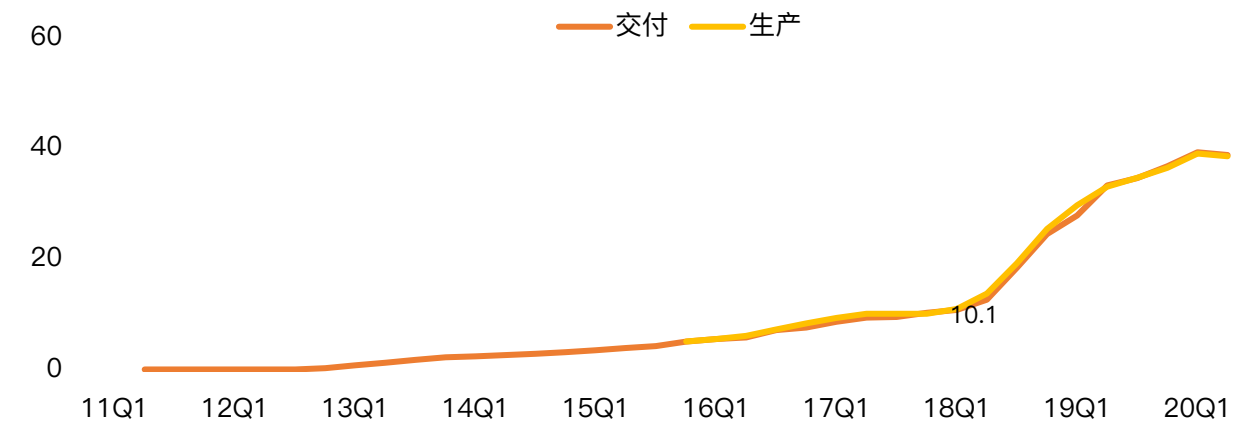
数据来源：Deutsch Bank，老虎证券整理

新能源车企优势明星，但股价脱离估值，市场流动性过剩是重要驱使因素。

特斯拉与传统车企有明显的不同：(1) 差异化的商业模式; (2) 非常高人气的产品组合; (3)自动驾驶方面最前沿的技术研发实力; (4)享有重要的品牌溢价。

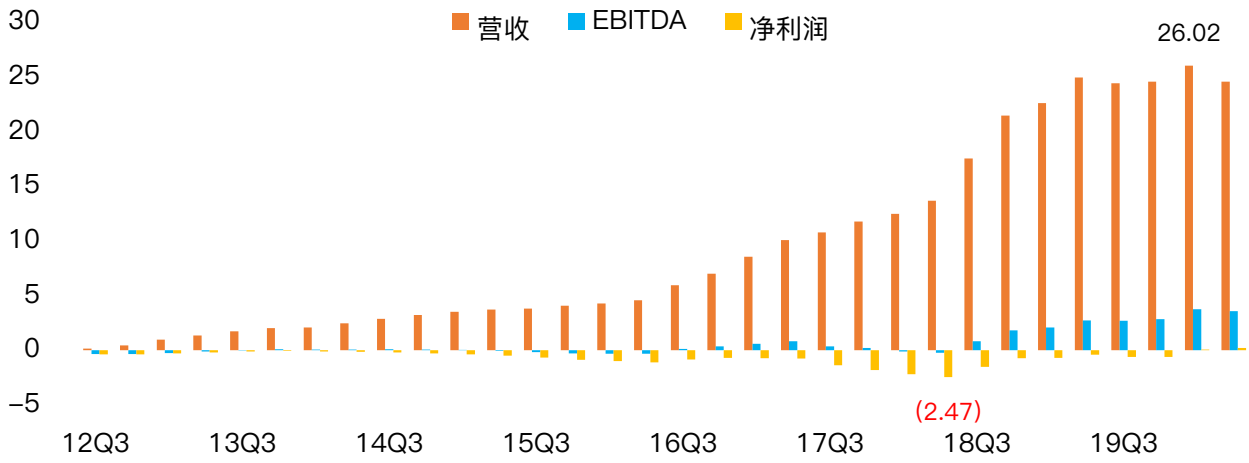
如果以 T12M 来算，特斯拉在 2017 年 Q4 达到 10 万辆的生产。10 万辆被认为传统车企迈过“盈亏平衡”的规模经济生产红线。公司正式从净亏损实现了净利润是在 2018 年 Q3，以 T12M 的业绩来算，从净亏损走向净利润是在 2020 年 Q1。

图：特斯拉 T12M 生产与交付数量



数据来源：公司财报，老虎证券整理

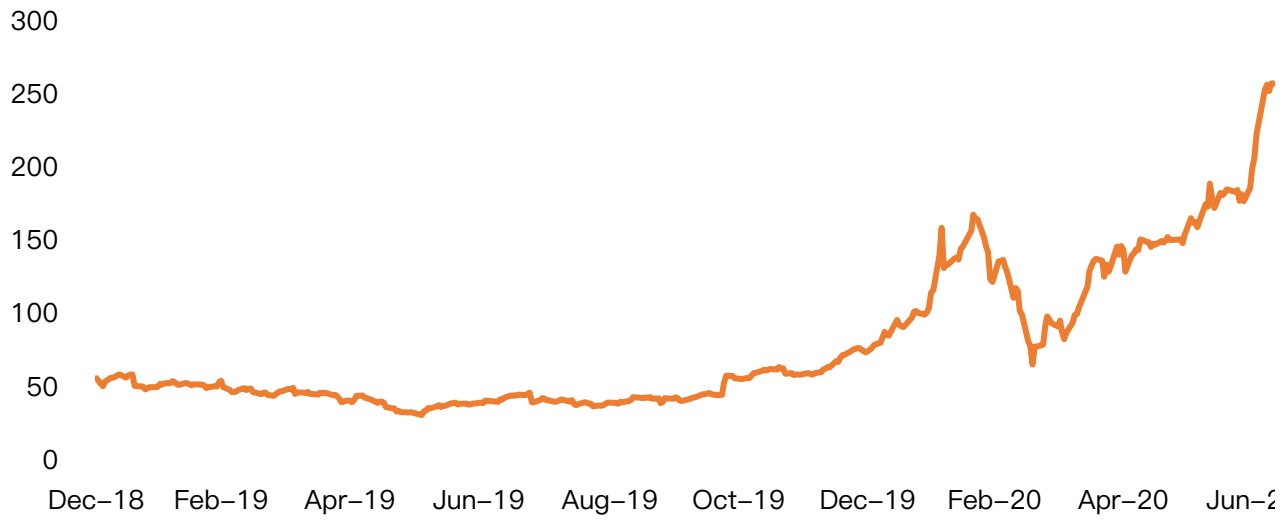
图：特斯拉 T12M 营收、EBITDA 以及净利润（十亿美元）



数据来源：公司财报，老虎证券整理

若以 EBITDA 来算，公司稳定获得正利润是在 2018 年 Q3。也就是说，从 2018 年 Q3 之后，特斯拉是一家从规模经济“毕业”了的车企。作为全球新能源汽车行业的明星公司，特斯拉在二级市场上的股价被连续追捧。至 2020 年 7 月，特斯拉市值已飙升至 2580 亿美元。

图：特斯拉市值变化（十亿美元）



数据来源：Bloomberg，老虎证券整理

如果以传统对汽车行业的估值方式，不管是现金流折现估值，还是用可比公司倍数估值，都很难匹配当前的股价。在 Q1 空头挤压过后，特斯拉股价在 Q2 再创新高，这与目前市场流动性充裕/过剩的局面有关，也受益于二级市场对大科技企业的偏好。

不过，根据最新公布的空头数据，特斯拉、蔚来的做空比例都相对较高。不过，空头的回补平仓也成为推动股价的另一动力。

图：主要汽车企业股票的空头布局

	国家	做空占比	做空市值	30 日内做空量
特斯拉	美国	9.53%	19186330600	(2318459737))
戴姆勒	德国	9.17%	3398416558	387233027

蔚来	中国	16.99%	1804058800	57411660
标致	法国	20.02%	1678402496	246903512
本田	日本	4.58%	1658413837	882239096
丰田	日本	1.39%	1648084547	182557179
大众	德国	4.32%	1212610648	496677013
宝马	德国	4.99%	1051882825	65111016
比亚迪	中国	14.42%	948011759	(14061900)
福特	美国	2.70%	641903789	(91674226)

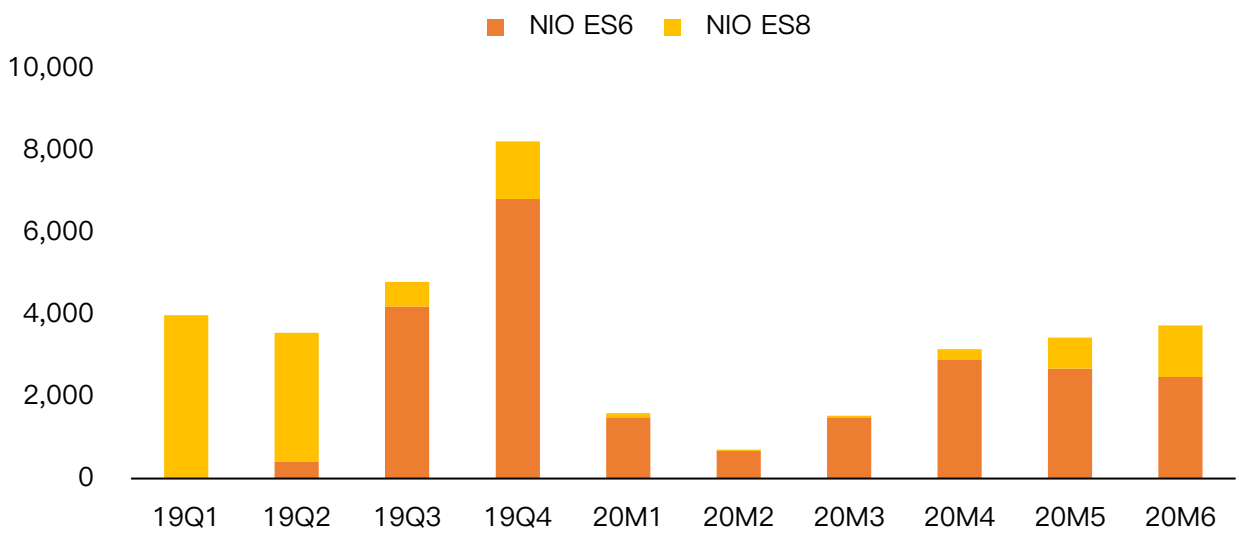
数据来源：S3 Partners，老虎证券整理

此外，特斯拉在技术方面的投入，让公司有除了汽车制造之外的想象空间。与苹果公司类似，硬件产品销售的成功，很大程度上依赖于其成为行业标准的软件系统。

迈过规模经济的产量红线是蔚来的首要任务。

蔚来公布了 Q2 交付数据。公司在 6 月交付 3740 台，同比+179.1%，Q2 整体交付 10331 台，同比+190.8%，首次破万。2020 年累计交付 ES8 和 ES6 车分别为 46082 和 14169 台。

图：蔚来的交付量（辆）



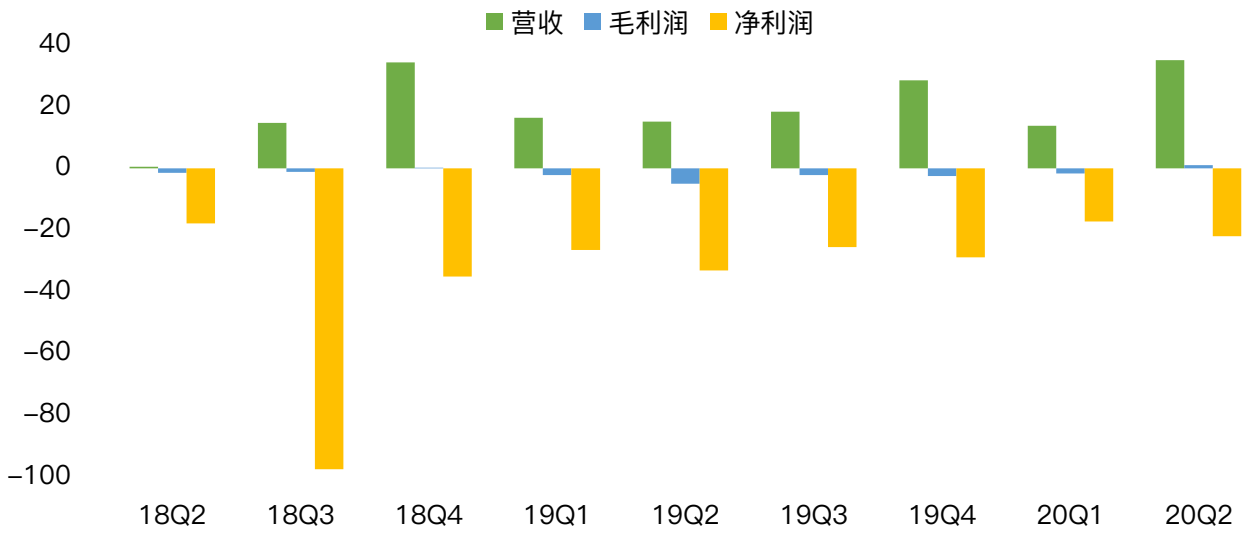
数据来源：公司公告，老虎证券整理

蔚来的融资效率在 2020 年显著提升，分别于 2 月 6 日、2 月 14 日及 3 月 5 日进行了累计

4.35 亿美金的融资。6 月 15 日，蔚来公告其已按每股 5.95 美元的价格完成 7200 万股的增发，同时还发行了 1080 万股 30 天有效的额外认购权，累计 8280 万股。蔚来今年来完成了近 9.27 亿美元的融资。7 月 10 日与 6 家银行举行了中国银企战略合作签约仪式，获得 104 亿元人民币综合授信。因此其现金流压力得到很好缓解，且信用评级也从 C 转向 B，越来越多的出货量也让其运营现金流进一步充沛。

但蔚来目前仍处于严重亏损，毛利润尚且还未获得，生产和运营极度依赖融资，因为其尚未迈过规模经济红线，未实现盈利。

图：蔚来的季度营收和利润（亿元）



数据来源：公司财报，老虎证券整理

估值讨论

特斯拉的估值一直以来分歧很大，素有“估值院长”之称纽约大学斯特恩商学院 Aswath Damodaran 的观点是——这家电动汽车制造商是历史性的公司，股票并不随公司价值变化。这也难怪，目前分析师给的目标价差距非常大，从小摩的 295 美元至 JMP 证券的 1500 美元应有尽有。

图：主要投行给特斯拉的目标价和评级

公司	分析师	建议	目标价	日期
Wedbush	Daniel Ives	中立	1250	2020/7/9
Morgan Stanley	Adam Jonas	减持/持平	740	2020/7/8
Goldman Sachs	Mark Delaney	中立	1300	2020/7/7
Daiwa Securities	Jairam Nathan	跑赢大盘	**1500**	2020/7/7
Deutsche Bank	Emmanuel Rosner	持有	1000	2020/7/6
J.P. Morgan	Ryan Brinkman	减持	**295**	2020/7/6
JMP Securities	Joseph A Osha	跑赢大盘	**1500**	2020/7/6
Morningstar, Inc	David S Whiston	卖出	731	2020/7/6
Barclays	Brian A Johnson	减持	300	2020/7/6
Nord/LB	Frank Schwope	卖出	500	2020/7/3
RBC Capital	Joseph Spak	落后大盘	615	2020/7/2
Baird	Ben J Kallo	中立	700	2020/7/2
Bernstein	Toni Sacconaghi	与大盘持平	500	2020/7/2
Canaccord Genuity	Jonathan E Dorsheimer	持有	650	2020/7/2
Cowen	Jeffrey D Osborne	落后大盘	300	2020/7/2
DZ Bank AG	Matthias Volkert	卖出	480	2020/7/2

数据来源：Bloomberg，老虎证券整理

造成这样的原因有两个：一个是估值方法本身就具有较大偏差，尤其是 P/E、P/S 还是 EV/EBITDA 等倍数来估值；另一个是对公司营收、盈利能力和现金流水平的估计的差别。后者对前者来说更为重要。

特斯拉汽车的需求目前并不是最大的问题，其瓶颈依然是产能，这也因此需要从产量来预计未来 1-2 年的收入和利润情况。假若 2020 年上海工厂完美地开组马力运转到年底，同时美国工厂也能顺利运行，并同时满足全球需求。

以目前 Q2 的数据来看，特斯拉可能会以超过此前华尔街一致预期的 10%至 20%的速度完

成生产和交付。则 2020 年和 2021 年的收入预期，我们还可以在一致预期的水平上调 20%。则，收入预期分别为 310 亿美元、445 亿美元，EBITDA 分别为 44 亿美元、67 亿美元。

若以 EV/EBITDA 来看，考虑到特斯拉并没有像传统车企一样高企的养老金成本，因此可以给一个更高的倍数，假若是超过汽车行业平均水平 50%的 20 倍，公司 2020 年和 2021 年的 EV 分别为 880 亿美元和 1340 亿美元。用 EV 计算出股权价值，除以摊薄在外流通股，最后得到每股价值分别为 413 美元和 634 美元，远远小于目前的价格。

而这还是一个相对激进的假设。

同样的，以 P/S 倍数来计算，依然没有超过 1000 美元的估值。

我们赞同 Aswath Damodaran 教授的观点，认为特斯拉的估值需要一定的想象空间。

但是我们认为这些想象空间并不是空穴来风，因为对成长性企业来说，任何固守成规的估值方式都不适合拿来研究未来有极大不确定性的公司。而我们对特斯拉持乐观态度，是在于其本身可以和苹果公司一样，在硬件产品销售的成功之外，建立起软件性的行业标准。而这一套标准，未来会给公司带来多少利润和现金流，现在真的很难估计。

风险提示：

- 政府对新能源汽车的补贴下降，性价比降低
- 电池研发不及预期
- COVID-19 持续爆发，影响线下消费
- 行业竞争越来越激烈

ETF 一周观察（20200703-20200709）

上周金融市场相对较为平淡，美国 ETF 市场有 69 亿美元的净流入，年初至今美国 ETF 市场净流入已经达到了 2187 亿美元，远超去年同期的 1292 亿美元。

全球 ETF 一周观察

股票、固收、商品、货币

覆盖 ETF 一周表现

资金流入 Top3	
QQQ	20.04 亿
LQD	12.12 亿
AGG	8.15 亿
香港 ETF 涨幅 Top3	
2826.HK	18.96%
9856.HK	18.74%
9845.HK	16.65%

| 中国等新兴市场股票备受欢迎

➢ 股票 ETF 表现

上周美国股票 ETF 净流出 39 亿美元，标普 500 指数一直在 3000 到 3200 点之间盘旋，主要是科技板块的暴涨抵消了一些受到新冠疫情二次爆发影响的公司的影响。

与此同时，国际股票 ETF 获得了 23 亿美元的净流入。新兴市场例如中国股市等涨势吸引了不少外资的进入。沪深 300ETF（ASHR）创下 2018 年以来的新高。

➢ 黄金、债券 ETF 表现

债券 ETF 继续获得净流入。净流入前十榜单中有 7 支都是债券 ETF，都是熟悉的面孔，例如美国投资级债券 ETF（LQD）

美国债券 ETF 上周总体获得了 65 亿美元的净流入，年初至今该板块净流入已达到一千亿美元。

| ETF 资金流向

资产类别	资产规模	本周净流入	周资产规模变动	年初至今资产规模变动
美国股票	24801.33	-38.81	-0.16%	2.76%
国际股票	8149.70	23.00	0.28%	-1.13%
美国固收	8857.77	64.63	0.73%	11.62%
国际固收	941.74	12.41	1.32%	6.03%
商品	1282.51	8.33	0.65%	27.16%
货币	15.22	-0.25	-1.67%	14.04%
杠杆	356.21	-6.26	-1.76%	11.99%
反向	154.84	4.09	2.64%	78.22%
资产配置	98.76	0.03	0.03%	4.11%
其他	45.65	1.43	3.13%	-23.71%
合计	44703.73	68.58	0.15%	4.89%

单位：亿美元，数据来自 etf.com，周时间区间：7/03/2020 - 07/09/2020

| 香港上市 ETF 表现

代码	名称	周涨跌幅	年初至今涨跌幅	市值(亿港
2826.HK	未来资产中国云端运算 ETF	18.96%	83.50%	12.76
9826.HK	未来资产中国云端运算 ETF	18.74%	84.32%	1.64
9845.HK	未来资产中国电动车 ETF	16.65%	40.74%	1.51
2845.HK	未来资产中国电动车 ETF	16.55%	40.27%	11.72
3147.HK	南方东英中国创业板指数 ETF	13.98%	51.99%	6.36
83147.HK	南方东英中国创业板指数 ETF	13.00%	53.11%	5.73
3005.HK	南方东英中证 500ETF	11.11%	32.12%	9.97
83005.HK	南方东英中证 500ETF	11.10%	30.28%	9.01
9809.HK	未来资产中国洁净能源 ETF	10.87%	22.75%	0.58
9846.HK	iShares 安硕沪深 300A 股指数 ETF	10.75%	18.57%	0.35

注：数据来自 wind，截止 2020.7.10 收盘

| 一周资金净流入前十 ETF

代码	全名	净流入
QQQ	Invesco QQQ Trust	22.04
LQD	iShares iBoxx USD Investment Grade Corporate Bond ETF	12.12
AGG	iShares Core U.S. Aggregate Bond ETF	8.15
JNK	SPDR Bloomberg Barclays High Yield Bond ETF	6.52
TLT	iShares 20+ Year Treasury Bond ETF	6.22
GLD	SPDR Gold Trust	5.36
BNDX	Vanguard Total International Bond ETF	4.56
VCIT	Vanguard Intermediate-Term Corporate Bond ETF	3.70
BND	Vanguard Total Bond Market ETF	3.62
IAU	iShares Gold Trust	3.14

单位：亿美元，数据来自 etf.com，周时间区间：7/03/2020 - 07/09/2020

| 一周资金净流出前十 ETF

代码	全名	净流入
IWM	iShares Russell 2000 ETF	-19.65
SPY	SPDR S&P 500 ETF Trust	-14.78
FXL	First Trust Technology AlphaDEX Fund	-5.72
XLB	Materials Select Sector SPDR Fund	-5.51
BIL	SPDR Bloomberg Barclays 1-3 Month T-Bill ETF	-5.40
VTI	Vanguard Total Stock Market ETF	-3.96
SHV	iShares Short Treasury Bond ETF	-3.76
IWD	iShares Russell 1000 Value ETF	-3.33
IVV	iShares Core S&P 500 ETF	-3.32
XLP	Consumer Staples Select Sector SPDR Fund	-2.72

单位：亿美元，数据来自 etf.com，周时间区间：7/03/2020 - 07/09/2020

| ETF 新闻

1.五支缓冲保护策略 ETF 发行

目前有一种对冲策略叫缓冲保护策略（英文名叫 buffer 或 defined outcome strategies），是对跟踪的指数利用期权进行对冲，使该策略能抵挡住指数一定幅度的回撤，比如说一般缓冲保护策略，当标普 500 指数下跌幅度在 15%以内的时候，该策略都能利用期权抵消掉，投资者就不必承受这部分损失，当然这样的策略带来的结果则是收益率的上线，一般该策略收益率上线都是在 10%-20%左右。

新发行的几支 ETF 有 TrueShares 结构收益 ETF（JULZ），Innovator 也推出了罗素两千加强缓冲保护 ETF（KJUL）和纳斯达克 100 加强缓冲保护 ETF（NJUL）。安联也推出了美国大盘股缓冲保护 10ETF（AZAL）和美股大盘股缓冲保护 20ETF（AZBL）。

提供这些策略的 ETF 管理费率都在 0.7%左右。

2.险资比美联储买入债券更大

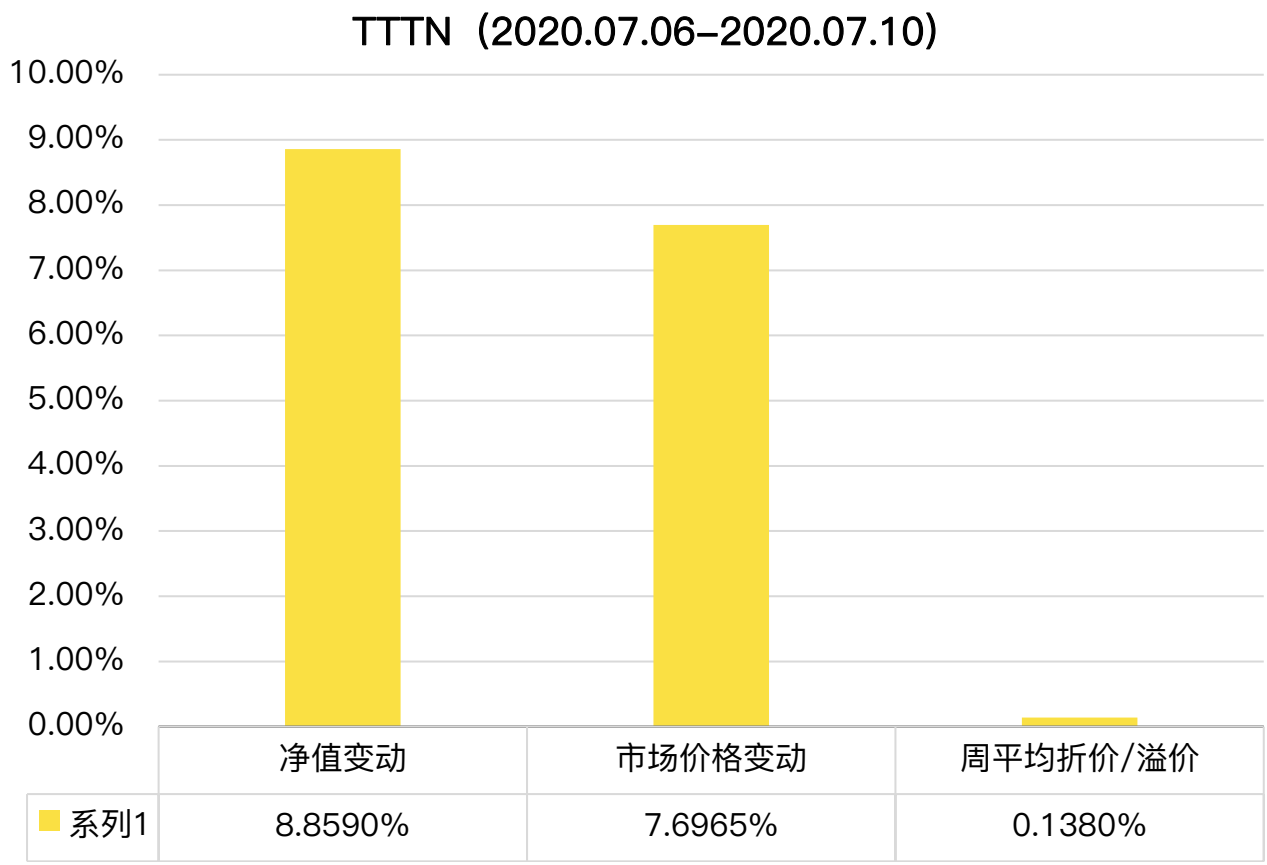
保险公司本年第一季度是债券 ETF 的大买家，险资第一季度流入债券 ETF 大概有 34 亿美元。美国投资级债券（LQD）第一季度获得 20 亿美元来自于机构投资者的净流入，先锋标普 500ETF（VOO）比标普 500EF（SPY）更受欢迎。

3.香港上市 ETF

香港上市 ETF 方面，本周涨幅最大为未来资产中国云端运算 ETF（2826.hk），周上涨 18.96%。

老虎中美互联网巨头 ETF – TTTN 周报

| 上周表现



代码	公司	本周涨幅	对基金净值的贡献
BABA	阿里巴巴	16.73%	1.30%
AMZN	亚马逊	10.72%	0.92%
TME	腾讯音乐	20.78%	0.82%
3690 HK	美团点评	16.05%	0.71%
NFLX	奈飞	15.06%	0.62%

本周中美互联网巨头 ETF（代码 TTTN）基金净值上涨 8.8590%；市价上涨 7.6965%。

持仓股全线上涨。其中阿里巴巴周上涨 16.73%，对基金净值贡献最多。

其中腾讯逆市上涨 5.34%，对基金净值贡献最多。而 FACEBOOK 因遭广告商集体抵制，周下跌 9.51%，拖累基金净值最多。

| 本周持仓股要闻

亚马逊逾 10 亿美元收购自动驾驶初创公司 Zoox。据外媒，亚马逊已同意以超过 10 亿美元的价格收购自动驾驶初创公司 Zoox，此项收购将扩大亚马逊在自动驾驶汽车技术领域的影响力。

谷歌：将更新广告中的不诚实行为政策，以阻止未经授权监控他人行为的产品或服务的宣传。该政策将于全球范围内应用，今年 8 月 11 日起生效。

美团：三年到五年无人车配送规模化，无人机配送普及。在 2020 世界人工智能大会上，美团首席科学家夏华夏接受财新等采访时称，美团正探索用无人车和无人机在城市中做派送。2 月，已有几辆美团无人配送车在北京顺义区常态化运营，等到把技术上的疑难杂症解决之后，最晚 3 到 5 年会到规模化的阶段。他称无人机则已迭代了几代机器，包括在北京、深圳试飞，同样预期 3 到 5 年后会在很多城市看到无人机服务。

美团成立团餐独立部门。美团已于今年 5 月成立团餐孵化中心，将此前试水的团餐项目独立为单个业务部门。该部门归属到家事业群下的外卖事业部，由陈曦担任负责人，向外卖事业部产品负责人崔青宇汇报。

腾讯斥资 142 亿港元推股权激励，三万员工人均受益 44 万。7 月 10 日晚，腾讯控股在港交所公告称，将根据股份奖励计划发行 2664 万股新股份，拟授予不少于 29700 位受奖励人士。以 532.81 港元/股的认购标准计算，腾讯本次股权激励计划或将斥资 142 亿港元。

阿里 2024 年战略目标：平台实现 10 万亿元年度消费额。张勇称，在更长时间内，我们希望到 2036 年，能够服务全球 20 亿消费者，创造 1 亿就业机会，帮助超过 1,000 万中小企业盈利。

亚马逊发展自动驾驶：计划投 1 亿美元保留 Zoox 关键员工。亚马逊公司计划设立至少 1 亿美元的股票奖励，以留住自动驾驶汽车初创企业 Zoox 的 900 多名员工，上个月，亚马逊向 Zoox 发起了收购要约，如果不能保留其大部分关键员工，亚马逊有可能会放弃这笔交易。

亚马逊计划在美国开设多个线下杂货店。继今年 2 月在西雅图总部附近的国会山(Capitol Hill)开设首个日杂无人零售店 Go Grocery 后，亚马逊计划在美国开设更多线下杂货店。根据亚马逊网站信息，该公司计划在西雅图郊区开设第二家无人零售杂货店。

京东国际拟布局海南自由贸易港。京东国际计划布局海南自由贸易港，开展跨境零售进口业务，同时，或将开设京东国际线下免税店或体验店。分析人士称，免税业务能够为企业增加新的增值业务渠道，一定程度上也能刺激商品销售。

欧盟正针对谷歌(Google)母公司 Alphabet、亚马逊(Amazon.com)和 Facebook 等大型科技公司草拟一系列法规，旨在遏制这些公司的反竞争行为，让他们缴纳更多税款，并强制他们为平台上的非法内容承担更多责任。欧盟数字政策和反垄断“沙皇”玛格丽特·维斯塔格(Margrethe Vestager)首次全面、详细介绍了她计划如何通过欧盟最近几周开始逐步披露的一揽子计划来遏制美国科技巨头。

优步(Uber)董事会已批准以 26.5 亿美元收购其在食品递送服务领域的竞争对手 Postmates 。这是在收购 Grubhub 失败后，优步加强其食品递送服务的最新努力。

本周热门个股财报分析

百事可乐-PEP 预期 EPS：1.25 /预期营收：15.68B

受疫情影响，预计百事第二季度经调整后的每股收益可能会下降约 23%，净收入下降约 7%，营业利润率大幅收窄。

这个季度的关键在于，在疫情蔓延期间，世界各地的消费者在户外场所减少的对饮料的需求，能否被在家增加的需求所抵消。

百事公司一直在加大营销支出，加强供应链，这一策略帮助其推动了销售，但可能会令营业利润率持续承压。

另一方面，受疫情和油价下跌的双重影响，再生塑料瓶供应不足以及制造成本增加，也在制约着百事等巨头的再生塑料之路。

花旗-C 预期 EPS：0.55/ 预期营收：18.11B

预计花旗第二季营收增幅可能超过美国银行同业，不过其 EPS 下滑幅度可能超过除富国银行外的所有银行。

因为花旗从固定收益产品交易中获得的收入比大多数银行都要高(17%)，其收入可能会超过 40%的全球同期增长预期。

花旗还拥有较高的投资组合集中度(第一季度 21%)，考虑到其一般较高的损失率，本季度贷款损失拨备可能超过一季度的水平。

电话会议上，关于拖欠债务、潜在消费者趋势，以及员工、可能的成本削减和投资支出的任何变化，都将有助于投资者判断未来经济前景。

摩根大通-JPM 预期 EPS：1.26/预期营收：27.12B

预计摩根大通能保持其全球交易业务收入的领先地位，第二季度的增幅可能超过全球同行，主要受固收业务的强劲表现所带动。

美股从三月份强势反弹，股票交易收入和承销收入也应会上升，并购交易的收入可能会下降。从 2019 年二季度以来的增长将抵消更高的损失拨

富国银行-WFC 预期 EPS：-0.07/ 预期营收：18.61B

分析师预计富国银行第二季度股息将减少 50%，可变因素包括管理层对未来几个季度的保守预期，美联储是否会继续进行审查，以及美联储未来继续降息的风险。

较高的贷款损失拨备和较弱的净利差将成为主要拖累因素。抵押贷款收入应受益于强劲的贷款发放，而服务收入变化不大。存款定价趋势可能会让投资

备，员工、潜在的成本削减和投资支出是电话会议的关键。

达美航空-DAL 预期 EPS：-4.06/预期营收：2.17B

本季度，达美航空的现金和现金等价物将跃升约 80 亿美元，营业支出消耗了 35 亿美元现金，预计现金将在第二季度结束时达到 139 亿美元，其中超过 40 亿美元来自工资支持计划(PSP)， 70 亿美元来自融资，12 亿美元来自回租交易。

本季度随着运力下降 84%，客座率平均下降 30%，营收可能会下降 91%，降至 12.4 亿美元。运营费用可能会降至 52 亿美元，因为油价的下跌节省了超过 21 亿美元，人工和维护费用总计约 8.5 亿美元。预计净收益及 EPS 可能分别亏损 32 亿元及 5.08 元。

雅培-ABT 预期 EPS：0.42/预期营收：6.76BB

雅培获得了另一项 COVID-19 抗体相关诊断试验的紧急使用授权会推动第二季度的增长，因此，与大多数同行相比，雅培的处境要好得多。

今年 5 月，该公司获得了 FDA 对其最新抗体测试的批准，公司计划在 5 月出货测试设备 3000 万台，6 月达到 6000 万台，这将本季度是收入和每股收益的关键驱动因素，因为每款测试设备的售者对其利率差有更深的了解，而支出方面则将关注潜在的裁员，以及成本削减和投资计划。

阿斯麦-ASML 预期 EPS：1.89/ 预期营收：2.89B

阿斯麦第二季度的营收可能会较上年同期出现强劲增长，主要受极紫外(EUV)光刻工具的销售强劲增长的提振，阿斯麦有这两款产品会计入第二季度的收入。

由于销售强劲，第二季度的营业利润率可能超过 30%，而第一季度为 17.5%。虽然 ASML 4 月份没有披露第二季度的财务目标，但它可能会在财报电话会议上宣布第三季度的业绩指引。此外，美光宣布，由于越来越多的人在家办公，数据中心对芯片的需求一直很稳定，这可能会刺激存储芯片制造工具的需求。

强生-JNJ 预期 EPS：1.46/ 预期营收：17.33B

强生第二季度的焦点本季度各部门的受损情况，以及业绩指引目标有多大程度调整。

我们预计，医药部门的表现至少与市场共识一致，即不考虑汇率因素，将较上年同期增长 5.4%；消费者健康部门也应符合-1.6%的预期。所有这些都表明，强生第二季度业绩可能会超过预期。

价可能在 16-18 美元之间，Quest Diagnostics 正在使用这款测试设备。

雅培的收入构成多样化，其中来自消费者收入占 45%，设备和诊断收入占 55%，这应该会进一步缓解收入下滑的趋势，但鉴于近期病毒病例激增，我们预计公司不会对下季度指引做出实质性更新。

我们认为，考虑到美国失业率的上升和 Covid-19 病例的增加，其全年异常宽泛的指引区间足以计入这些负面因素，但也不排除最新指引可能会降低区间上限。

台积电-TSM 预期 EPS：0.73/预期营收：10.35B

尽管台积电 5 月份的收入低于预期(同比下降 2%)，但台积电 6 月实现营收 1208.78 亿新台币，同比增长 40.8%，环比增长 28.8%，单月营收再创历史新高，公司第二季度收入仍有可能达到目标指引 101-104 亿美元的下端。

受供需两端的提振，半导体行业上半年业绩预计维持高增长。我们认为，在美国新的制裁措施于 9 月生效之前，来自华为的紧急订单，以及高通和 AMD 等其他大型半导体供应商对 7 纳米芯片的强劲需求，可能会推动该公司 6 月份的销售收入超过 37 亿美元。

此外，尽管担心美国政府对向华为出售芯片的限制，台积电仍会坚持 2020 年约 150-160 亿美元的资本支出计划。

奈飞-NFLX 预期 EPS：1.83/ 预期营收：6.07B

自疫情爆发以来，流媒体视频一直处于火热状态，第二季度奈飞 App 下载量激增 63%，这表明奈飞可能在本季度增加 1000-1200 万用户，远高于其 750 万的指引。

包括《Space Force》和《Too Hot to Handle》在内的稳定的内容流持续吸引观众，而竞争对手却因制作延迟而受损严重。

封锁令不仅会推动奈飞国内用户增长，疫情危机也在扩大奈飞的全球市场，特别是在计划只提供移动 APP 内容的情况，预计用户的迅猛增长将推动奈飞自由现金流在 2022 年变为正。

重要声明

免责声明

老虎市场分析报告由老虎证券内部制作。报告中的信息均来源于我们认为可靠的公开渠道，老虎证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

我们力求报告中分析的客观性，报告中的信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、投资周期、财务状况及特定需求，在任何时候不构成对任何人的个人推荐。对依据使用本报告造成的一切后果，老虎证券及关联人员均不承担任何法律责任。

报告中各模块的信息、策略、意见等仅为报告出具日的判断，所载内容均供投资者参考，不构成所述资产标的买卖的出价或询价。投资者应当对本报告内容以及潜在的投资风险、个人投资决策进行独立的评估，并应同时考量各自的投资目的、投资周期、财务状况及特定需求。

除另行说明外，本报告所述业绩、数据基于历史表现，过去的表现不应作为未来表现的预示，我们不承诺不保证任何预期的市场策略、财务预测会得以实现，分析中对应的预期可能基于对相应变量或情景的假设，任何假设的变化可能显著影响预期的回报。

其他声明

如果您对老虎市场分析报告有任何方面的建议或意见，我们欢迎您联系老虎研报官方邮箱：newsletter@itiger.com。