2H20 美港股展望：聚焦中国核心资产，拥抱市场红利

报告要点

2H20 美港股展望

专题报告

➢ 一、上半年市场表现回顾

1）美联储破天荒的宽松刺激下，特斯拉，亚马逊这些代表美国梦的科技企业大放异彩，传统企业最终也得以止跌；2）IPO 欣欣向荣，74 家赴美企业仅 8 家开盘破发，股价表现普遍有不错的续航能力；3）中概股兑现超额回报，我们的龙头组合策略自今年四月创建以来累计回报+51% vs 同期标普+12%，恒生指数+2%。

➢ 二、下半年美港股热点问题

1）乐观预期 QE 周期内，下半年的美股仍然具备投资优势，但市场并没有将特朗普败选的可能或与大选相关的扰动纳入预期，相应的 8 月中旬中美协议半年度审核，还有 10 月中下旬-11 月初大选会是比较关键的时间窗口，易出现波动；2）预计本轮中概股超额回报可持续 2 年以上时间，非美权益资产向上可拓展空间依然较大。3)配置思路，中国核心资产(新经济企业)>美国上市的其他非美企业龙头>美本土龙头企业

➢ 三、2H20 美港股投资组合策略

1）中概龙头组合新加入小米、港交所、泰邦生物；2）建立 5G、云为主的美股组合，含苹果、微软、亚马逊、Sea、Shopify、动视暴雪、吉利德、沃尔玛；3）被动指数化投资关注中美互联网老虎指数 TTTN、中证中国互联网 KWEB 这类挂钩中美核心资产的 ETF。

中概组合 2020 年增速预测

组合策略	营收	盈利
京东	23.7%	2.0%
中通	16.0%	22.2%
腾讯	25.7%	25.5%
美团	14.8%	3.0%
哔哩哔哩	60.8%	-17.7%
港交所	34.2%	57.9%
小米	17.4%	4.9%
泰邦生物	14.1%	33.2%

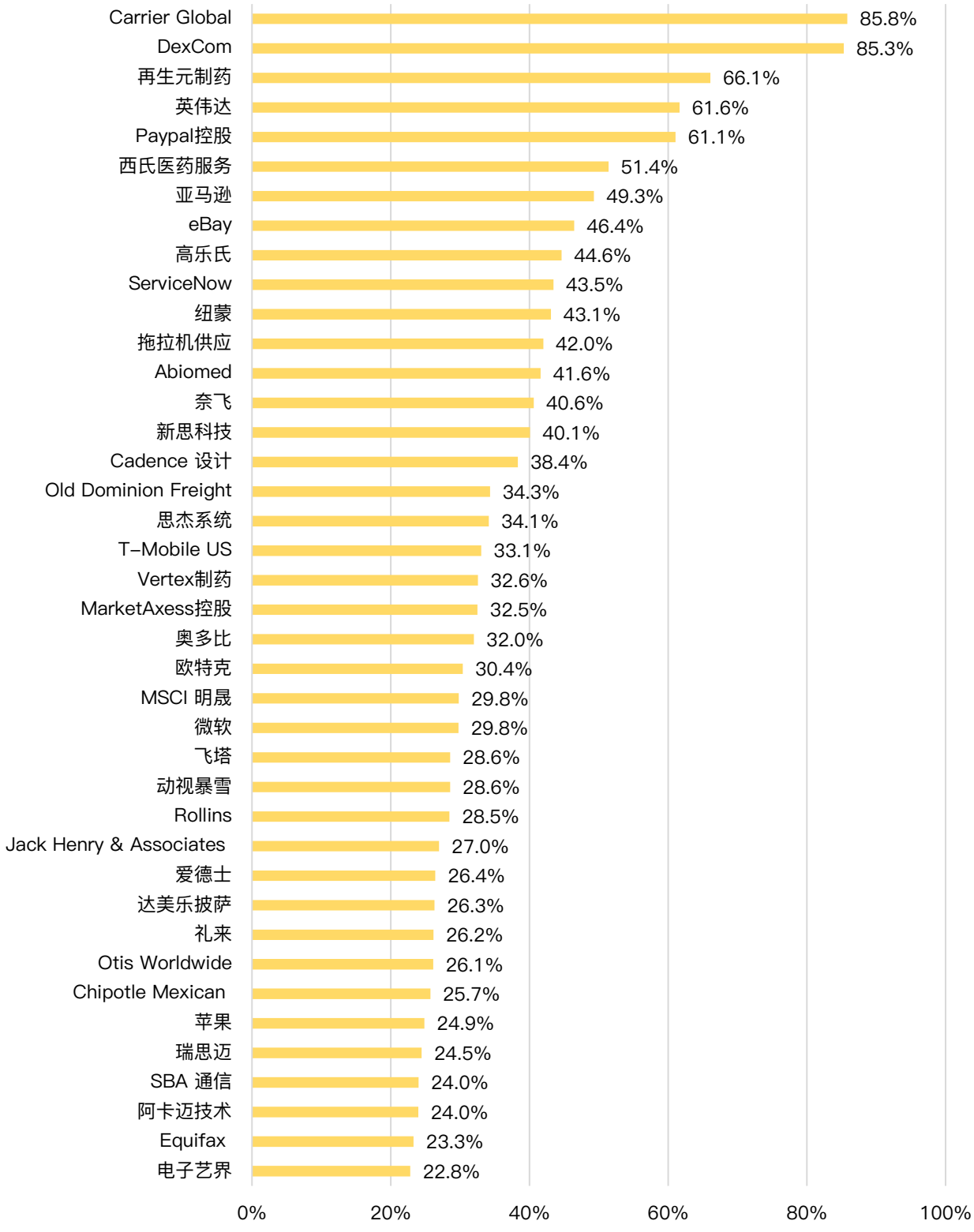
往期回顾

➢ 《下半年中概展望：聚焦超额回报》20200629

➢ 《中概股回归潮下的交易策略》20200607

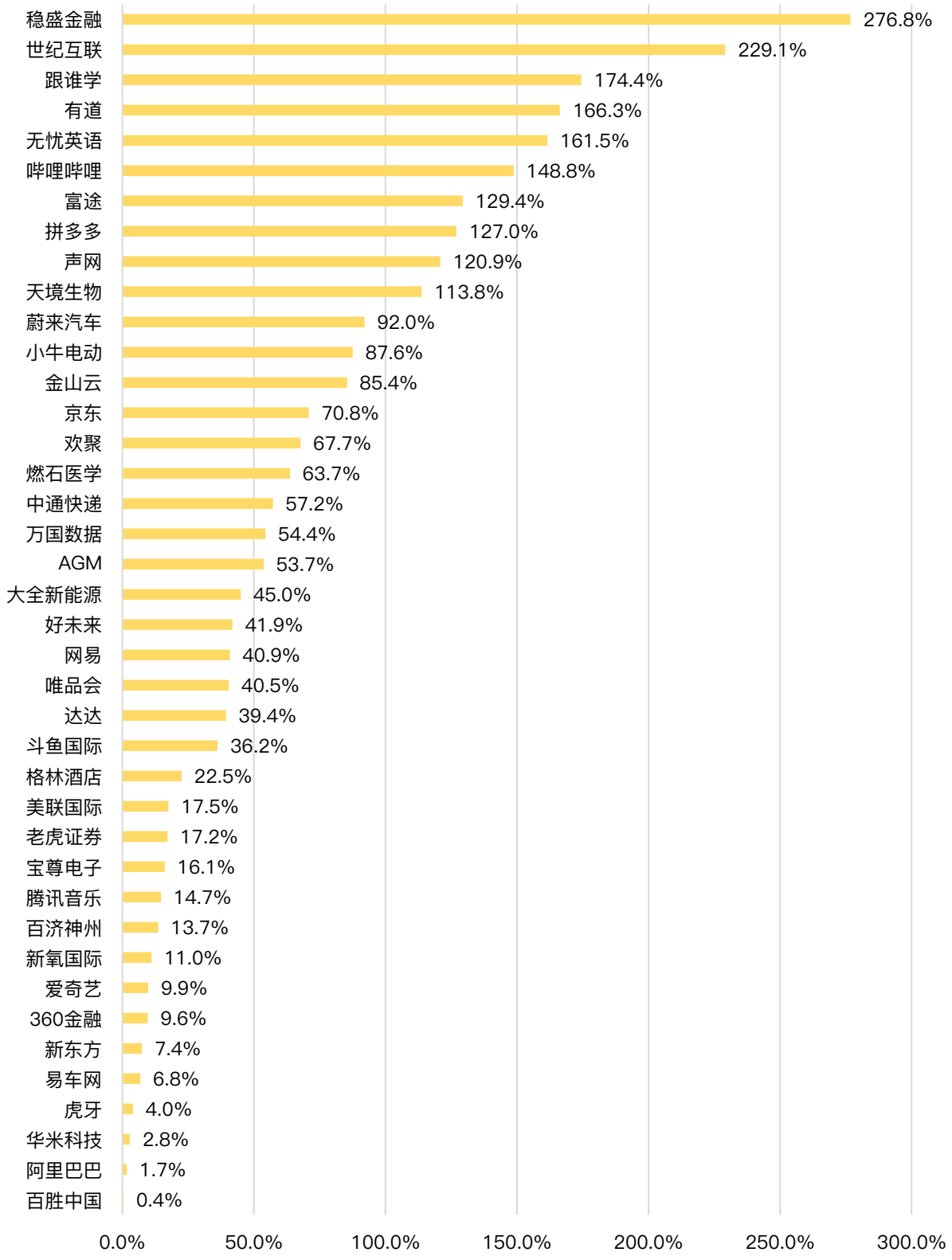
一、上半年市场表现回顾

图 1：上半年标普 500 成分股涨幅 Top40



数据来源：Bloomberg，老虎证券整理

图 2：上半年中概股涨幅 Top40（包含二季度上市新股）



数据来源：Bloomberg，老虎证券整理，筛选自 5 亿市值以上的本土公司。

1.2 新股上市回顾

图 3：上半年美股最大的 10 宗 IPO

代码	公司名称	主营	募资金额（百万美元）	首日开盘涨幅
RPRX	Royalty Pharma	医药专利销售	2175	57.14%
WMG	华纳音乐	音乐版权	1925	8.00%
PPD	PPD 制药	医药实验室服务	1620	14.81%
GFL	GFL 环境	垃圾管理	1425	-7.89%
REYN	雷诺兹消费	包装品	1226	5.77%
ZI	ZoomInfo	营销云服务	935	90.48%
ACI	艾伯森	食品零售商	800	-3.13%
AZEK	AZEK	户外生活品制造	765	19.57%
SLQT	SelectQuote	健康产品分销平台	570	31.00%
ONEM	1Life Healthcare	健康应用管理	543	28.57%

数据来源：Bloomberg，老虎证券

图 4：上半年赴美 IPO 的 15 家中国企业

代码	公司名称	主营	募资金额（百万美元）	首日开盘涨幅
KC	金山云	办公云服务	510	19.82%
LEGN	传奇生物	肿瘤细胞疗法	424	61.00%
API	声网	实时音视频互动服务	350	125.00%
DADA	达达集团	即时零售和配送平台	320	14.38%
GTH	泛生子	基因检测	256	0.94%
BNR	燃石科技	肿瘤检测	223	38.18%
DNK	蛋壳公寓	长租公寓	130	0.00%
IMAB	天境生物	肿瘤免疫新药研发	104	5.36%
EBON	亿邦国际	比特币矿机	101	-12.05%
HUIZ	慧择保险	保险电商	55	1.43%
LIZI	荔枝	UGC 音频社区	45	0.27%
UCL	优克联	移动数据连接服务	36	25.00%
WIMI	微美云息	计算机视觉全息云	26	9.09%
ANPC	安派科生物医学	癌症筛查	16	0.00%
ZCMD	众巢医学	医疗信息、教育和培训	12	8.50%
CLEU	华夏博雅	合作教育	8	-16.67%

数据来源：Bloomberg，老虎证券

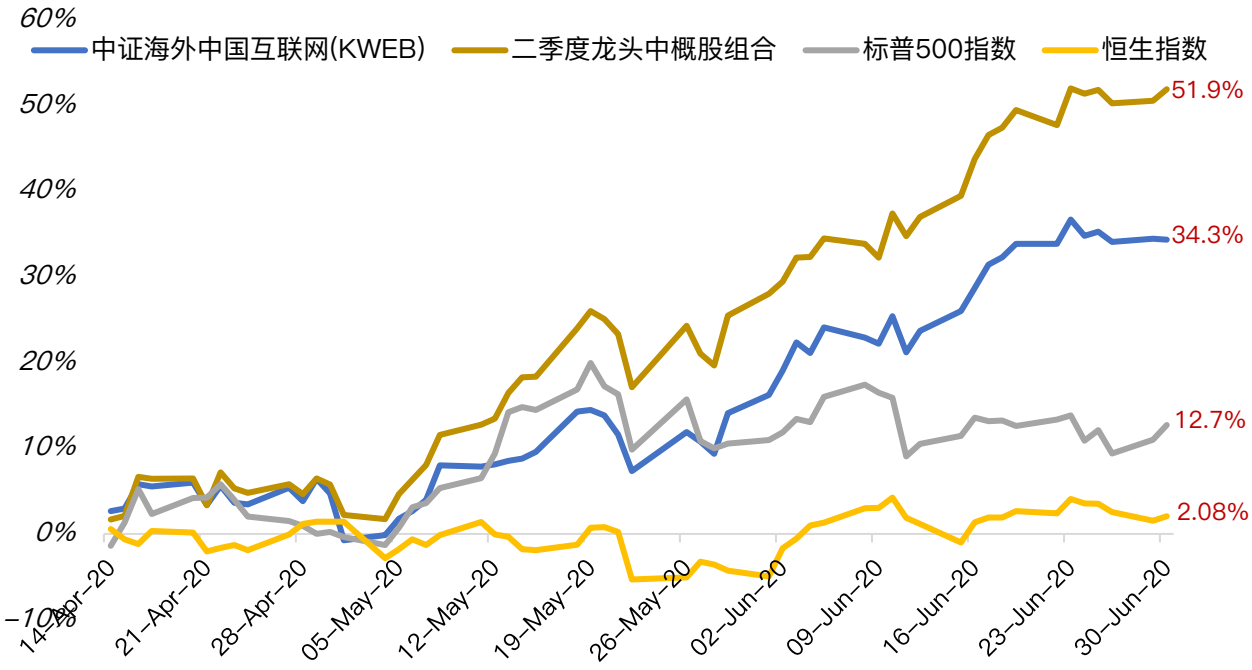
1.3 二季度投资主题回顾

图 5：中概股系列报告 vs 中证海外中国互联网 KWEB（ETF）过去 2 年表现



数据来源：Bloomberg，老虎证券，备注：按周线收盘价格

图 6：我们的中概股组合策略 4 月创建以来表现（京东、中通、哔哩哔哩、美团、腾讯）



数据来源：Bloomberg，老虎证券，备注：业绩表现按等权重展示（2020/04/13-2020/06/30）

专题：2H20 美港股投资展望

下半年美港股热点问题探讨

在投资中，时间往往被当成与空间一样关键的变量，与之相关的问题常常会被探讨，比如什么时点开始一笔投资，持有多久，过程中该不该择时等诸多问题，但这些问题可能又因理念、因策略而异，往往没有标准化的答案。比如：1）过度考虑择时，可能会规避掉阶段性风险，但有时候会错过龙头企业后面可能依然广阔的涨幅；2）完全不择时，但像美股二季度涨幅已经不少的这种情况，尤其是中概等热门题材，如果下半年才开始介入，有没有追高的风险？加上本身今年全球市场还夹带着疫情、大选、流动性这些比较难定量分析的问题，这就意味着投资者可能需要比往年更多精力来权衡时间和空间的问题，并制定适合自己的投资策略。

对于以上问题，我们的看法是：1）相对对于指数环境，美股趋势可以锚定 QE 来做定性的参考，历史上美股的上涨往往在 QE 真正落幕时才结束；2）中概股趋势上可以锚定美股，相对于美股的超额回报预计可持续 2 年以上时间，参考国内市场，中国资产向上可拓展空间仍然较大；3）从不确定性中寻找确定性，这部分可以通过择股和构建组合的方式来弥补，而又不至于错过投资机会。

下半年美港股有哪些投资主题?

我们延续了年初展望的思路，下半年进一步锁定了 5G、云、电商、游戏这类高景气行业作为配置参考，将疫情二次爆发、流动性边际减弱、以及大选在内的因素可能对投资带来的冲击降到更低。

1）聚焦中国核心资产，中概龙头组合新加入小米、港交所、泰邦生物；

2）拥抱 5G、云计算高景气行业；下半年新建美股组合，加入苹果、微软、亚马逊、Sea、Shopify、动视暴雪、吉利德、沃尔玛；

3）被动指数化投资关注 TTTN、KWEB，这类挂钩中国核心资产的 ETF。

二、下半年美港股热点问题探讨

2.1 下半年择时问题：QE 护航权益资产，但美国大选会影响波动

美联储无限 QE 对美股的影响究竟有多大，可能是一个比较难定量分析的问题，但可以从定性的角度来看。一般低利率周期里，权益类资产会相比债券更受欢迎，历史上，美股的牛市往往贯穿 QE 的整个周期（图 8），包括 2016 年以后，即便没有了 QE，但美股 2018 年和 2020 年的两次下跌本质上也因为流动性的问题。从这个角度看，对于美股的择时，如果以三五年这样的长度，采用 QE 来锚定持股周期或许是一个容易上手、相对有效的选择。

如果再缩短一些，只看下半年，中美关系和美国大选的变化（影响汇率和未来执政政策）也会是重要的窗口。根据目前民调投票，拜登得票稍领先特朗普大约 5%-10%，但目前市场显然还没有将特朗普败选的可能性计入预期。往前看，8 月中上旬和 10 月中下旬会是美股比较关键的观察窗口。这里可能会有一些波动。

图 7：美联下半年重要事件集中在 8 月中旬前后、10 月中旬-11 月初



数据来源：Bloomberg，老虎证券整理

2.2 为什么我们更看好中国资产?

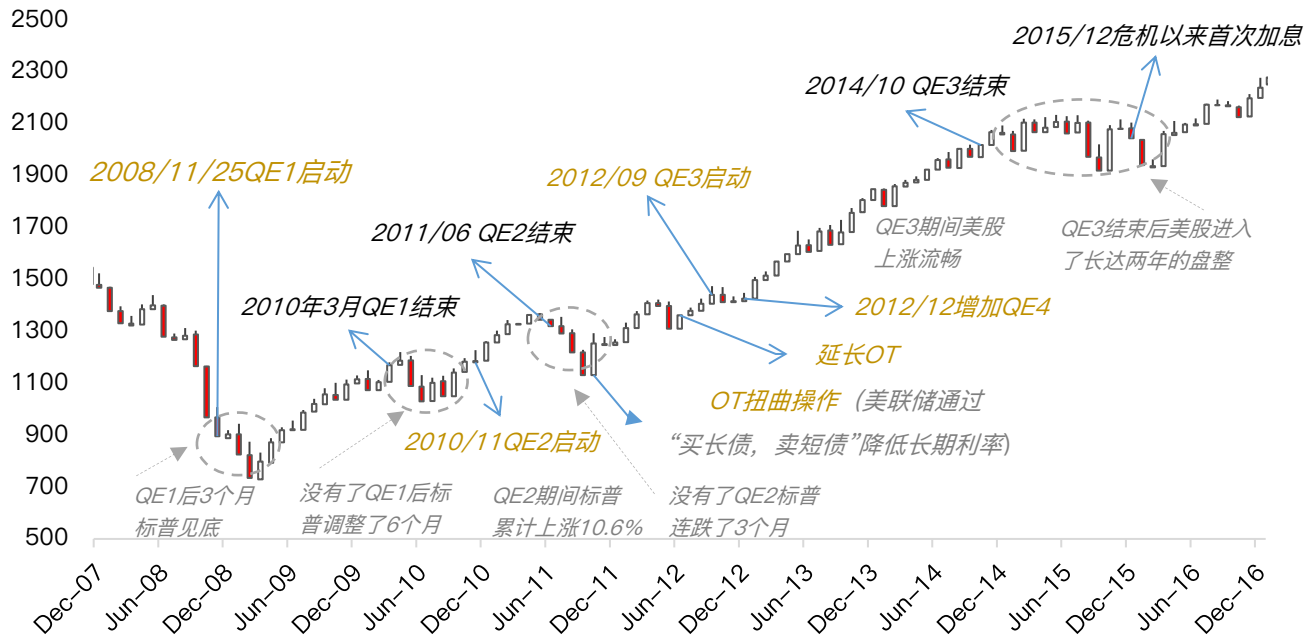
在看反弹空间和时间的问题前，我们先来梳理下中概股复苏的核心逻辑。除了中概股享有改革在内的多重利好外，我们更愿意把这轮上涨理解为“流动性引燃的价值重估”。如我们在二季度展望*《2Q20 中概股投资主题：把握业绩改善龙头》*中的论据：1）坐拥欧美 QE 带来的流动性改善大背景；2）美国高债务、低利率周期为了走出经济衰退压力，贯彻低利率策略到 2022 年，甚至更长时间，因此非美资产会比美元资产更容易受资金青睐，而疫情也加剧了复苏的不确定性；3）欧美经济偏弱的周期里，中概股稀缺性和成长性放大，部分公司本身在全球的竞争力也在提升。

2.3 这轮中概股行情大概会持续多久？空间还有多大?

基于上面的逻辑，对于中概股行情会持续多久的问题，又大致可以分解为：1）资产定价的核心因子——欧美流行性会持续多久？（毕竟在美国和香港上市）；2）美元结束下行周期需要多久？（这部分可以参考 80 年代后美国的 3 次去杠杆周期）；3）影响中概股自生生长的因素（主要受国内宏观，中概股公司自身经营策略影响）

1）从历史经验来看，QE 背景下美股的上涨普遍是漫长可持续的，期间波动虽然会受到 QE 节奏的影响，但股市的上涨通常会持续到 QE 末期才会真正结束。当然，对于下半年并不算很长的周期来讲，还会有围绕美国大选这样的不确定性因素。

图 8：2008 年 QE 后，美股虽然途中有波折，但标普涨幅在 14 年 QE 结束后才算真正意义上进入盘整

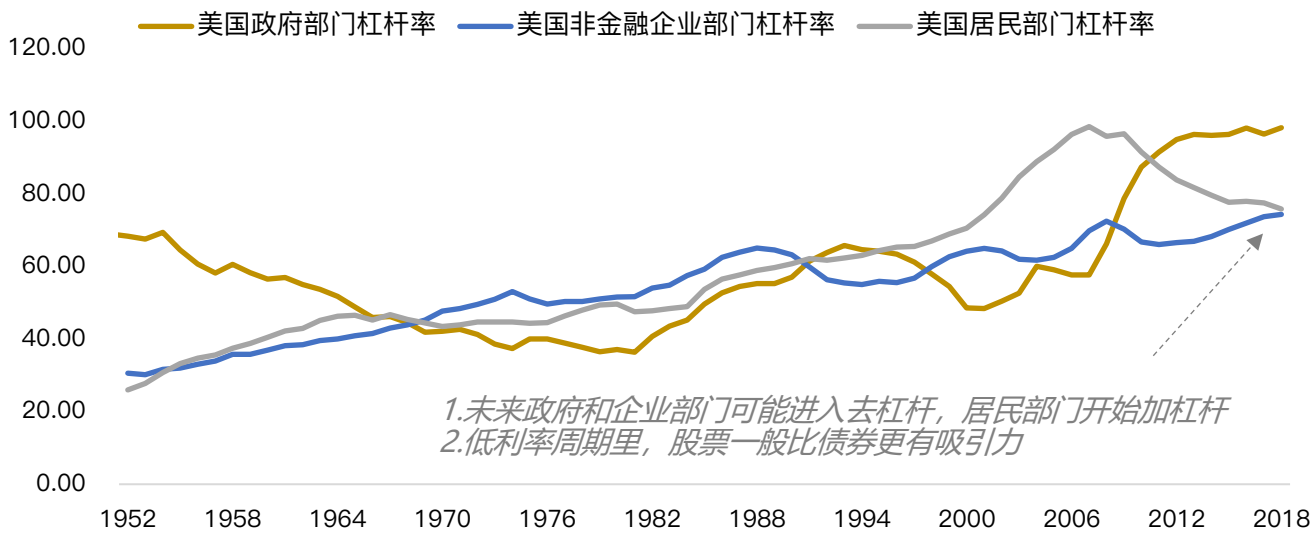


数据来源：Bloomberg，老虎证券整理

2）美元问题更多影响的是中概股 vs 美股的相对回报，从过去几年的经验看，中概股的超额回报基本可以持续到美元的下行末期（可以静态理解为汇率优势增厚业绩）。而美元的下行又受债务周期影响比较严重，美国当前政府债务、非金融企业债务杠杆和历史相比有过之而无不及。

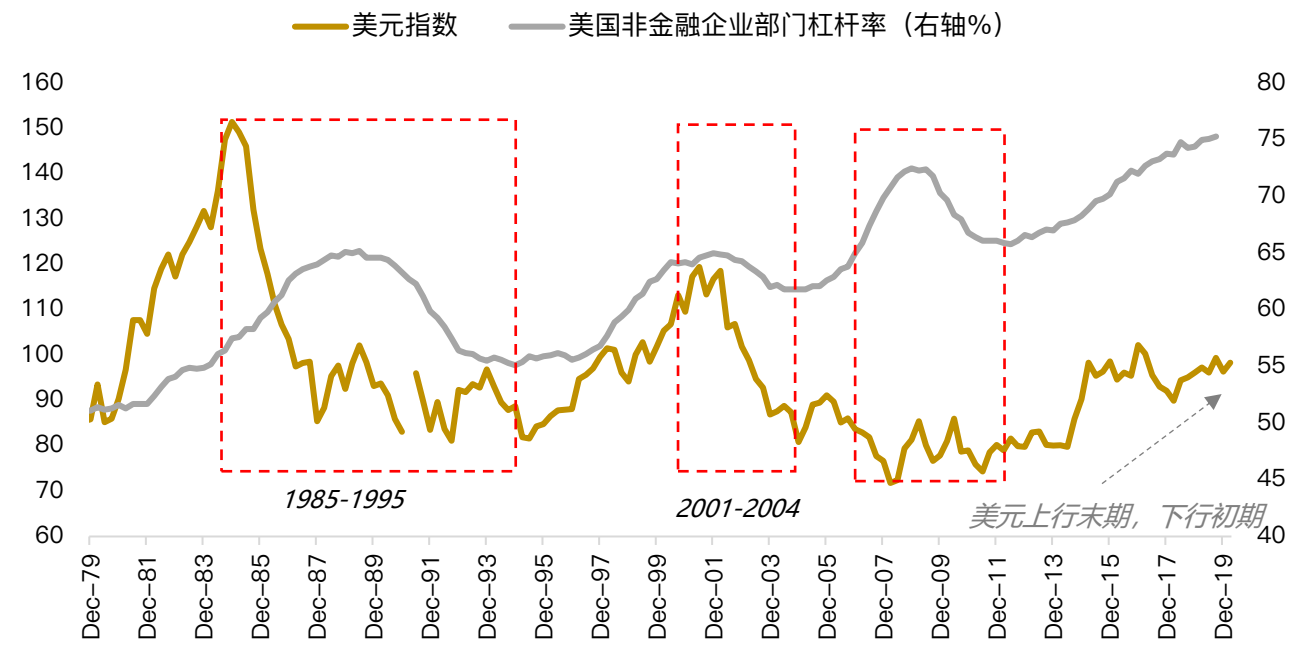
疫情后，美国企业部门或进入降杠杆阶段，而“后疫情+消化债务”这个漫长的过长可能会拉长美国低利率的时间（在美国消化债务的过程中美元指数长期处在下行通道，因此最终美元的下行时间可能会远大于两年）。这些都给中概股指数环境留出了更多的时间。

图 9：美国政府和非金融企业杠杆率处在历史高位阶段（按年 1952-2018）



数据来源：Wind，老虎证券整理，备注：数据截至 18 年末

图 10：历史上去杠杆之前，美元就进入下行周期，而消化债务的过程中美元指数长期处在下行通道



数据来源：Wind，老虎证券整理，备注：美非金融业杠杆率数据截至 19 年三季度

3）对于空间的问题，我们从中美市场主要指数环境的角度去考虑。

标普 500 指数目前月线形成的的大型扩张三角形在 3400-3500 后或许仍然会面临压力，从这个角度理解，过去两年美股的走势更像牛市后期的宽幅震荡，但上证指数在月线窗口实际

上处于长期牛市之中，相反，不仅下行的空间比较小，从结构上看，整个上证指数至少还有50%的空间可以向上来拓展。（图 12）

对于中美两国指数形态上的差异性，实际上我们从流动性上也能得到印证，因为中国去杠杆要早于美国 2-3 年，因此未来指数的价格行为也会有所不同。当然这里也有 18 年以后，中国金融市场对外、对外改革的深化（图 11），金融一定程度上承载了复苏的重任。

2.3 结论

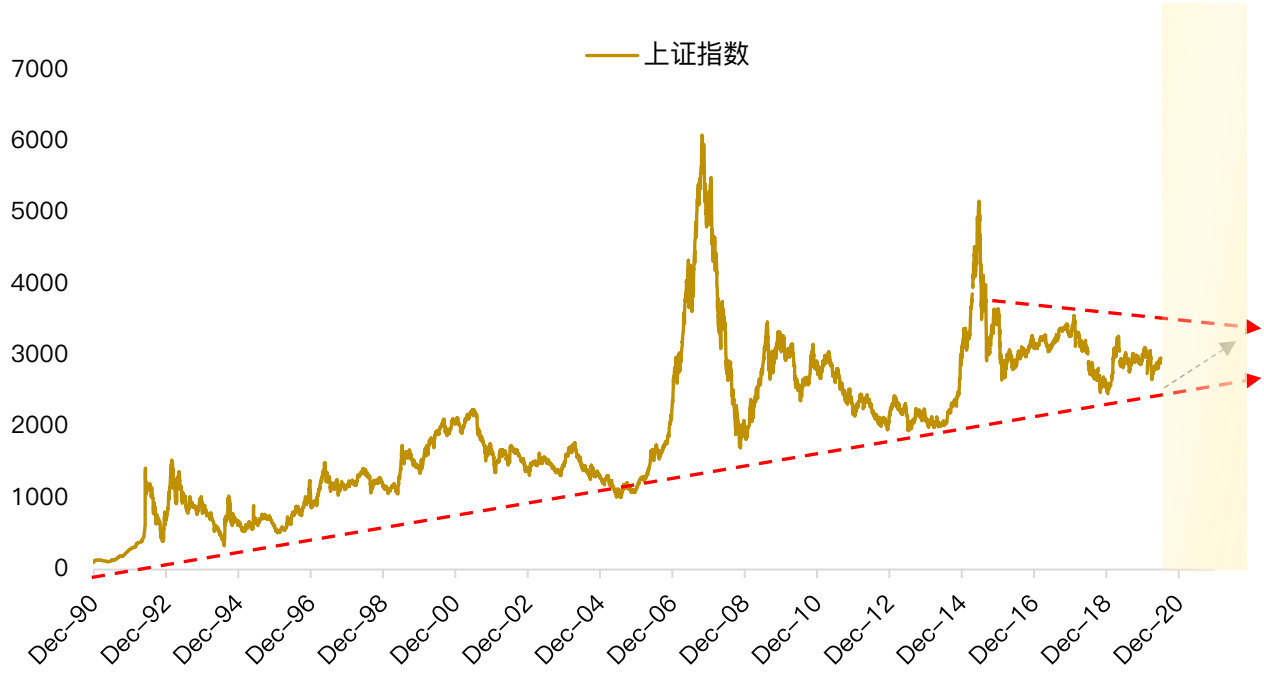
从相关性着手，我们可以得出以下几个结论：1）中概股 vs 标普的超额回报可以持续到美元的下行末期，而美元的下行受债务周期影响严重，这个时间可能会持续至少 2 年以上；2）KWEB 和上证指数具备较强相关性，整体中国市场处在 90 年代建立以来的上升趋势中，往前看，改革和政策支持，指数空间较大。

图 11：90 年代以来，A 股重要对外开放和对内改革（目前已进入深化期）



数据来源：Bloomberg，老虎证券整理

图 12：上证指数正处在 30 年来的上升通道底部区域



数据来源：Wind，老虎证券整理

图 13：上证指数正处在 30 年来的上升通道底部区域



数据来源：Wind，老虎证券整理

三、2H2020 美港股组合投资

对于下半年的组合策略，我们延续了 Q2 时期的选股框架，仍然将“确定性”作为组合配置的首要考量因素，并梳理了新入选公司与自身股价相关的核心指标。关注优先级分别为：中国核心资产(新经济企业)>美国上市的其他非美企业龙头>美国本土龙头企业。

对于中概股，除了二季度时的京东、腾讯、中通、美团、哔哩哔哩，我们新增了港交所、小米、泰邦生物；同样基于龙头股思路，构建了美股组合，组合中的大部分公司业务模式比较成熟的一线企业，本身受后疫情时代影响比较低，短期估值或许偏高一些，我们虽然期待美股在 8 月和 10 月有调整，但向下的空间未必会很大，未来部分盈利的修复也会支撑估值。

主题 1：中国核心资产，不确定性中隐藏的确定性

比如，过去我们说腾讯的确定性是游戏，这部分在 Q1 已凸显，美团的确定性是刚需的消费，京东业绩相较过去明显改善，如果用 PE 估值，股价在上升，但估值在下降，因为盈利在逐步改善；哔哩哔哩的确定性是稀缺。港交所的确定性是改革逐步的推进，小米拥抱的确定性是 5G 渗透率的提升，而泰邦具备有约束力的私有化。这部分预期并不会一次性计入。

图 15：中概业绩改善型龙头组合

组合		营收增速	盈利增速	Forward PE	股息率
彭博代码	公司	2020 预测	2020 预测	vs 过去两年均值	T12M
JD US Equity	京东	23.70%	1.98%	0.67%	-
ZTO US Equity	中通	16.00%	22.15%	26.00%	1.10%
700 HK Equity	腾讯	25.70%	25.50%	20.80%	0.23%
3690 HK Equity	美团	14.80%	3.00%	-	-
BILI US Equity	哔哩哔哩	60.80%	-17.70%	-	-
388 HK Equity	港交所	34.20%	57.90%	36.00%	1.92%
1810 HK Equity	小米	17.40%	4.90%	18.00%	-
CBPO US Equity	泰邦生物	14.10%	33.20%	-6.40%	*私有化概念*

数据来源：Bloomberg 一致预期，老虎证券整理

关注理由

| 一般基本面上的逻辑可能 1-2 年都没有太大变化，我们以每家公司的核心指标作参考，对组合中新纳入公司的投资逻辑补充如下。

港交所的收入以及二级市场股价表现都和其日均成交额有较强的相关性，如果我们以日均成交来锚定的话，港交所的中长期股价显然还有机会持续，因为无论是港股改革的实际进度还是海外资金流入都还算处在前期阶段。

小米的优势在于：1）从全球疫情影响看，中国智能手机购买复苏进程要快于欧美，从供应链恢复程度看，大致的顺序是：中国>欧洲>美国>印度等发展中国家。小米在中国和欧洲的份额是比较大的优势。

2）中国 5G 发展速度快于全球多数国家，这是和过去 4G 时期完全不同的。从价格看，目前国内 5G 手机价格已经进入 2000 元左右的价位段，小米 5 月下旬发布的 RedMiX10 5G 手机更是将门槛降到了 1599 元，从这个角度看，下半年国内 5G 手机渗透率大概率提升。

3）可穿戴设备过去几个季度的增长趋势。环顾全球，小米和苹果都是份额比较高的品牌。小米的物联网（IoT） 战略下，诸多品类已经取得不错的销量。

泰邦生物是今年继 58 同城、易车签收私有化协议之后，目前私有化进度最快的公司。距离 120 美元/ADS 的要约价有接近 20%的溢价。因为已经提交了 13E3 表格，这个阶段私有化有约束力。当然这次私有化也有财务上、时间上的不确定性。因为买方团中有瑞幸上市时的机构投资人，相应的泰邦生物的两次显著的下跌都分别在瑞幸暴雷和退市前后。不过再往前看，目前大部分的风险释放了，除非私有化因为财务问题一直搁浅下去。

投资主题 2：各行业能见度分化，继续关注 5G、云、游戏这类高景气行业

上半年权益类资产因为疫情、低利率策略、后债务周期衰退风险等原因，出现了剧烈的分化。如果用传统投资的思维看，投资的容错是非常低的，因为疫情冲击和债务杠杆的影响，未来 1-2 年，具备可投资性，能见度高的资产数量上大幅减少（虽然有波动性的机会），不过反过来也推升了大型科技股的稀缺性。最终市场出现了一边是传统企业能见度被无情削弱，一边科技企业越来越无法用传统的估值方法来解释的现象。

下半年，我们继续采取优选“确定性龙头”的组合配置思路，除了微软、苹果我们年初首推的公司外，我们精选了电商、SaaS、游戏行业的代表公司。某种程度上，这些公司上半年的表现也印证了我们在《2020 年美股科技、金融、消费行业展望》中的主要判断，包括：1）海外营收占比较多的跨国企业更有可能以高增速来享受到更多的估值溢价（事实上，美股中的非美龙头企业上半年溢价更多）； 2）智能手机，云计算细分领域将是今年科技行业关注重点。

图 16：美股龙头股组合

组合		股息率	评注
彭博代码	公司	T12M	关注理由
AAPL US Equity	苹果	0.86%	未来 2-3 年 10 亿苹果用户 5G 换机潮。
MSFT US Equity	微软	1.10%	B 端业务稳健增长。
AMZN US Equity	亚马逊	0.86%	后疫情时代，云需求释放，电商份额扩张。
SE US Equity	Sea	-	东南亚地区一家独大，渗透高、增长稳健，有汇率优势。
SHOP US Equity	Shopify	-	SaaS 服务商龙头，市场乐观预期未来可能比肩亚马逊。
ATVI US Equity	动视暴雪	0.53%	使命召唤带来强劲季度，防御、成长兼顾。
GILD US Equity	吉利德	3.44%	制药界的“苹果”，抗艾和创新药物有望支撑估值。
WMT US Equity	沃尔玛	1.97%	受益于后疫情时代线上、线下需求的释放。

数据来源：Bloomberg 一致预期，老虎证券整理

关注理由

美股上市的 SaaS 概念股还有非常多，而且美股目前还没有专门针对 SaaS 的 ETF，如何优中选优是比较棘手的一个问题，尤其是板块估值已经偏高。5 月份我们整理了一份关于 SaaS 概念的二季度业绩点评，从中精选出了相应的热门概念公司，这里推荐关注 Shopify，这家主要为中小电商提件软件服务的服务商。参考：《后疫情时代，哪些海外电商确定性更高？20200518》

1）Shopify 连接 B 端业务，有比较稳定的收入，某种程度上有一定的“ETF”属性”。2）往前看估值，Shopify 目前 47x 的 PS，如果按一般 SaaS 企业的估值分析框架已很难解释，作为平台型的公司，这里可能反应 Shopify 未来会成为比肩亚马逊的乐观预期。

Sea 是东南亚头部电商，在互联渗透率超过 60%的东南亚，属于一家独大型，19 年开始，几乎每个季度都在贡献惊人的涨幅。往前看，有三点预期可能并不会被一次性纳入：1）电商、游戏、电子支付属于后疫情时代受益的赛道；2）按年看，东南亚地区稳定的经济增长也有较高的能见度；3）因为营收都是非美货币，在未来的弱美元周期里，也会变向增厚业绩。参考：《Sea：高速增长的东南亚游戏、电商龙头 20200316》

沃尔玛也是美国第三大电商，随着线下经营逐渐回暖，沃尔玛线上、线下相结合的营收结构和品类优势会有更高的确定性。

动视暴雪，今年使命召唤系列在 PC 端和移动端的表现给暴雪带来了一个异常强劲的季度，我们比较看好在海外疫情持续期以及全球经济疲软期内，公司作为全球游戏开发商龙头，从防御性和成长性都是不错的选择。参考：《动视暴雪：疫情下玩家数激增，盈利潜力释放 20200511》

亚马逊，1）参考国内电商，与短期利润受到冲击相比，投资者可能更关注疫情对需求的影响；2）云需求的扩张和在线采购率的提升趋势可能会在疫情结束后持续一段时间；亚马逊高利润的云业务加速增长以及电商市场份额的扩张大概率可以带来长期运营收入的增长；3）即便出现疫情持续时间超预期的情况，也会放大亚马逊市场份额扩张的优势。参考《疫情让亚马逊更加强大 20200427》

吉利德无论是从股价还是业绩上看，吉利德显然已经走出过去全球丙肝药物市场萎缩时期带来的阵痛，我们比较看好今年吉利德在抗艾药物和创新药物驱动下的趋势性复苏。公司业务解读参考：《吉利德：后丙肝时代的“抗艾”、“抗癌”传奇 20200210》

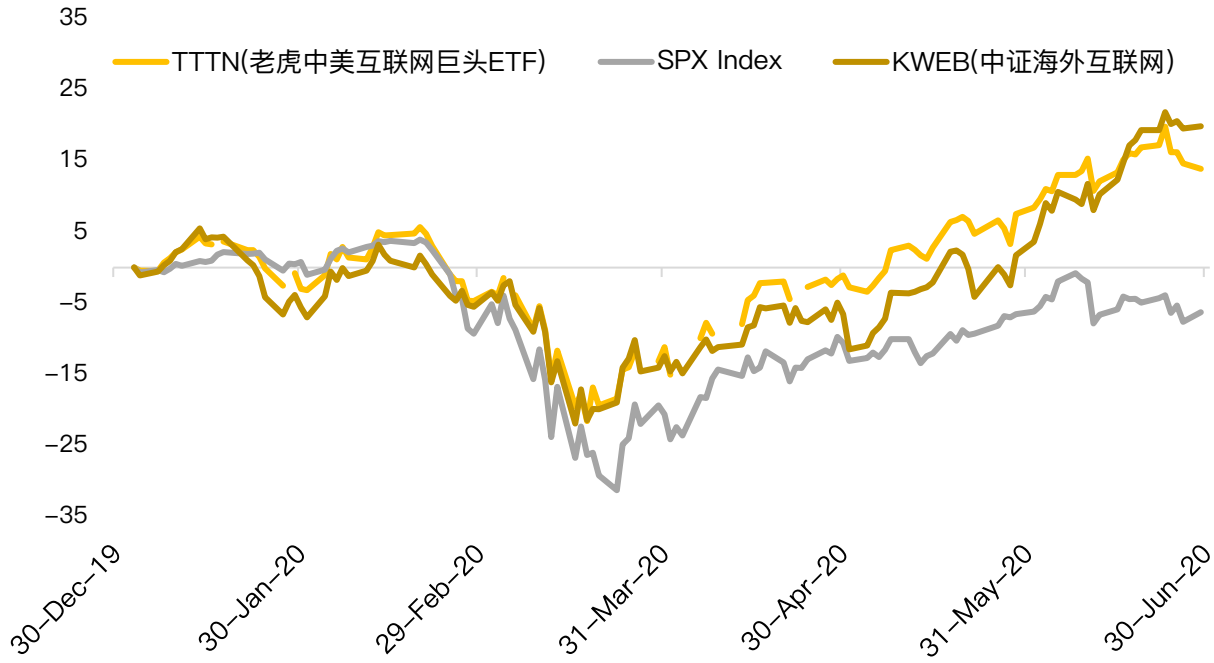
苹果，未来 2-3 年，苹果主要依赖于 5G 升级周期。和 4G 时期相比，苹果 5G 布局显得相对延后，比工信部发放 5G 牌照晚了有 15 个月，也慢于中国的手机品牌推出 5G 手机的速度。也许因为疫情，苹果下半年手机销售可能仍然会有延迟，但整个 5G 的升级周期，苹果 10 亿用户的换机潮是确定的，未知的是未来溢价的多与少。

投资主题 3：今年的市场或许更适合被动投资

对于美股高债务周期的一系列问题，实际上 18 年底就有不少机构提出，但美股直到今年 Q1 才算真正因为流动性跌下来，而且本身还有疫情的催化，说明精准择时在主流投资领域也是一件难度比较大的事情。相应的通过 ETF 实现被动指数化投资的方式，可以增加相对于单纯通过择股和择时而言，更多的容错空间。

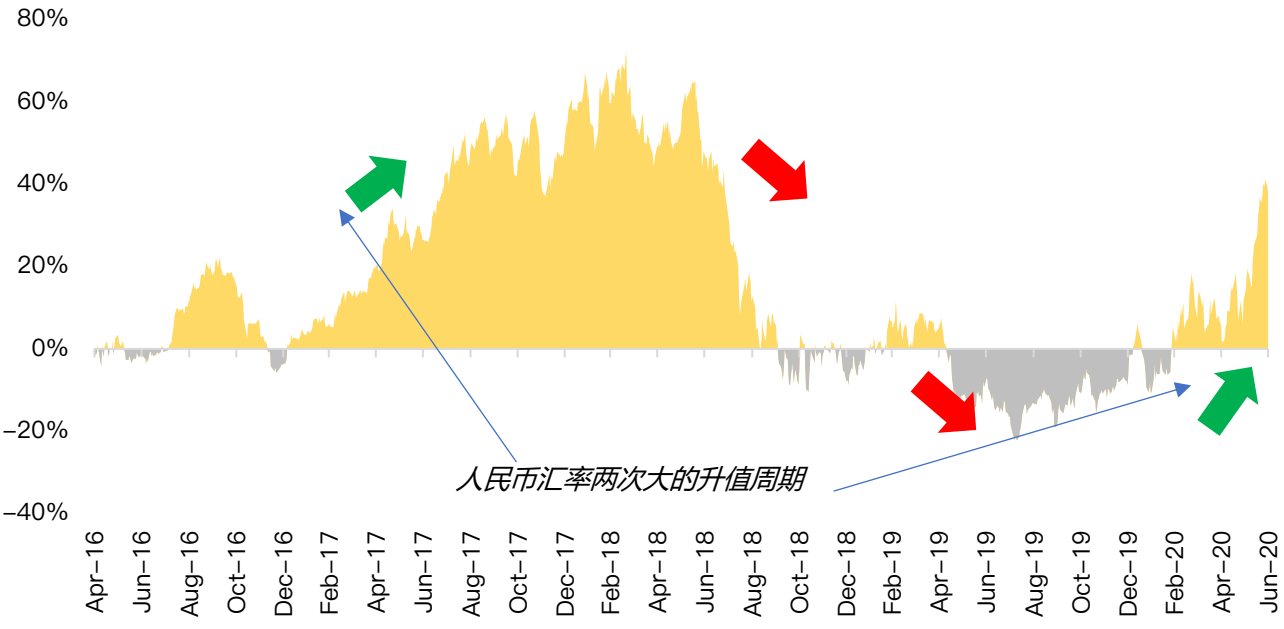
因为非美资产溢价的持续，我们建议关注挂钩中美核心资产的 ETF，例如中美老虎互联网指数 TTTN，中证海外中国互联网 KWEB。

图 17：今年以来 TTTN、KWEB vs 标普 500 指数表现



数据来源：Bloomberg，老虎证券

图 18：中证海外中国互联网 KWEB（ETF）vs 标普 500 相对回报



数据来源：Bloomberg，老虎证券整理

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。