2020 年 6 月 22 日(星期一)

招商证券（香港）有限公司
证券研究部

策略报告

绝地求生 III：在经济恢复中寻找机会

- **尽管局部爆发了零星疫情，但不影响中国继续恢复生产和消费的整体节奏**
- **关注线下消费和周期性标的**
- **预计恒指短期继续维持区间震荡**

郭圆涛, PhD
+852 3189 6121
jessieguo@cmschina.com.hk

钱鹭, CFA, CPA
+852 3189 6752
edithqian@cmschina.com.hk

张轩扬, PhD
+852 3189 6751
harringtonzhang@cmschina.com.hk

本报告旨在分析新冠肺炎疫情爆发指数达到低谷后至今，行业的表现和基本面的变化。我们尝试解释供求动态变化如何影响股票/行业并影响我们的观点。

主要结论：1）在中国恢复生产和消费的支撑下，MSCI 中国指数和沪深 300 指数是全球表现最好的指数，这符合我们的预期。我们重申预期这两个指数表现能继续跑赢其他股市的观点。2）恒生指数的表现在最近两个月尤为落后，与我们在 3 月份原先的乐观预期失之交臂。我们已于 4 月调整我们的观点，并重申预期恒生指数在短期内会处于区间震荡。经济复苏速度较预期缓慢以及政治风险仍不利于估值大幅提高。然而，中概股回流进行第二上市鼓舞了市场情绪。更好的表现只能在四季度出现。3）MSCI 中国指数今年以来表现最好的板块是医疗保健（+25.9%）和通信服务（+10.5%），表现最差的板块是能源（-27.9%）、保险（-18.9%）和房地产（-16.7%）。过去一个月，表现最好的板块是可选消费（+13.1%）和医疗保健（+7.9%），而表现最差的是原材料（-1.7%）。4）我们更为看好周期性行业，如建筑相关、水泥、一些资本货物标的，以及交运行业；可选消费（包括电商和线下消费）。我们的数据分析显示，自 4 月份以来，上述行业的供需状况有了明显改善。医疗保健可能会保持其增长势头。智能手机的需求复苏尚未完全企稳，尽管 6 月份有所改善。我们对技术硬件和电信行业持中性看法。对能源、银行、保险和多元化金融保持谨慎。

主要风险包括：1）第二波新冠疫情爆发；2）中国消费/需求恢复速度慢于预期；3）中美关系比预期更糟糕；4）香港政治动荡；5）黑天鹅事件。

行业	3月19日触底至今表现	行业偏好	行业首选
医疗保健	43.8%	😄	信达生物（1801 HK），百济神州（BGNE US）
电商	33.3%	😄	阿里巴巴（BABA US/9988 HK），京东（JD US）
媒体与娱乐	29.0%	😄	腾讯（700 HK），哔哩哔哩（BILI US）
日常消费	27.4%	😄	n.a.
交通运输	23.6%	😄	n.a.
原材料	14.4%	😄	海螺水泥（914 HK）
资本货物	11.1%	😄	中联重科（1157 HK），中国铁建（1186 HK）
汽车汽配	31.4%	😐	中升控股（881 HK），吉利汽车（175 HK）
公用事业	21.8%	😐	昆仑能源（135 HK），新奥能源（2688 HK）
房地产	18.4%	😐	n.a.
技术硬件	17.6%	😐	小米（1810 HK）
电信	10.2%	😐	中国电信（728 HK），中国铁塔（788 HK）
保险	14.0%	😐	中国人寿（2628 HK）
多元金融	5.1%	😐	n.a.
银行	6.2%	☹️	n.a.
能源	19.0%	☹️	n.a.
MSCI中国指数	**24.4%**		

资料来源：彭博、招商证券（香港）；注：MSCI 中国指数在 3 月 19 日触底

相关报告

1. 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)
2. 东边日出西边雨：关于中概股的思考 (2020/06/08)
3. 通往白宫之路 (2020/06/04)
4. 策略报告 - 香港再次成为中美争端的焦点 (2020/06/01)
5. 2020年两会：稳就业安民生；复苏经济 (2020/05/23)
6. 策略报告 - 线上路演反馈 (2020/05/21)
7. 绝地求生 II：对经济衰退和资本市场的思考 (2020/05/12)
8. 绝地求生：对新冠疫情带来的经济衰退的思考 (2020/04/28)

目录

MSCI 中国和沪深 300 指数年初至今表现良好 3

行业表现 4

医疗保健 7

电商 8

媒体与娱乐 9

消费 12

交通运输 15

原材料 16

资本货物 19

汽车汽配 20

公用事业 21

房地产 22

技术硬件 24

电信 26

保险 27

多元金融 28

银行 30

能源 32

招商证券首选推荐 33

MSCI 中国和沪深 300 指数年初至今表现良好

MSCI 中国指数年初至今上涨 1.1%。1 月 13 日至 3 月 19 日新冠疫情最严重的时期，该指数下跌 22.6%，自 3 月 19 日至今反弹 24.4%，是全球表现最好的股票市场之一（如图 1 所示）。MSCI 中国指数估值为 15.2 倍前瞻市盈率和 1.7 倍前瞻市净率，比过去三年中值水平 12.3 倍和 1.6 倍分别高出 23%和 11%。

沪深 300 指数年初至今下跌 1.9%。1 月 13 日至 3 月 23 日新冠疫情最严重的时期，该指数下跌 16.0%，自 3 月 23 日起至今反弹 13.8%，是全球表现最好的股票市场之一（如图 1 所示）。沪深 300 指数估值为 13.3 倍前瞻市盈率和 1.7 倍前瞻市净率，比过去三年中值水平 12.5 倍和 1.6 倍分别高出 6%和 2%。

恒生指数年初至今下跌 13.2%。1 月 17 日至 3 月 23 日新冠疫情最严重的时期，该指数下跌 25.3%，自 3 月 23 日起至今反弹 12.8%。恒生指数估值为 11.3 倍前瞻市盈率和 1.0 倍前瞻市净率，与过去三年中值水平的前瞻市盈率相若，比过去三年中值水平 1.2 倍前瞻市净率低 21%。

图表 1: 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
MSCI 中国	0.0%	2.2%	6.8%	18.0%	1.1%	2.7%	14.9%
沪深 300	-0.5%	0.9%	2.7%	8.3%	-1.9%	-0.6%	9.9%
韩国 KOSPI	-2.5%	-0.3%	11.1%	28.0%	-2.6%	-2.5%	2.4%
美国标普 500	-2.4%	-0.3%	8.7%	23.1%	-3.6%	-2.5%	7.7%
台湾 TWSE	-1.6%	1.9%	6.7%	22.2%	-3.9%	-4.6%	9.5%
马来西亚 KLCI	-3.1%	-0.8%	8.8%	21.5%	-3.9%	-3.2%	-6.8%
MSCI 亚太区除日本外	-1.9%	1.3%	9.6%	19.7%	-7.4%	-6.9%	1.4%
日本 Topix	-2.3%	-0.7%	9.2%	25.1%	-7.8%	-9.2%	3.1%
俄罗斯 MOEX	-1.6%	-3.2%	5.6%	23.2%	-10.0%	-9.1%	0.2%
MSCI 新兴市场	-1.8%	0.7%	10.4%	20.3%	-10.8%	-9.8%	-1.6%
欧洲 STOXX	-0.6%	-0.8%	11.5%	25.7%	-12.0%	-11.8%	-3.3%
泰国 SET	-3.0%	0.1%	7.5%	32.9%	-12.9%	-11.1%	-17.5%
香港恒生	-2.3%	0.6%	2.9%	5.2%	-13.2%	-12.1%	-10.1%
新加坡海峡时报	-4.7%	-1.1%	5.8%	8.8%	-17.2%	-16.6%	-16.8%
巴西 IBOV	0.9%	2.7%	23.2%	28.0%	-17.4%	-15.2%	-2.1%
印度 Sensex	-2.2%	-1.8%	7.8%	9.6%	-18.8%	-19.0%	-14.0%
菲律宾 PSEi	-2.4%	0.6%	13.4%	17.7%	-19.6%	-18.7%	-20.6%
印尼 JCI	1.4%	0.9%	10.7%	11.9%	-20.8%	-20.1%	-19.4%

资料来源 彭博 、招商证券（香港）; 数据截至 2020 年 6 月 17 日

图表 2：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	0.0%	2.2%	6.9%	18.2%	1.6%	3.2%	16.1%
台湾 TWSE	-1.5%	2.8%	7.7%	24.7%	-2.9%	-3.0%	16.5%
沪深 300	-0.9%	1.3%	2.9%	7.1%	-3.6%	-1.9%	7.4%
美国标普 500	-2.4%	-0.3%	8.7%	23.1%	-3.6%	-2.5%	7.7%
日本 Topix	-2.4%	0.7%	9.2%	25.2%	-6.4%	-7.3%	4.3%
韩国 KOSPI	-4.6%	-0.2%	12.6%	30.8%	-7.2%	-6.7%	0.0%
MSCI 亚太区除日本外	-1.9%	1.3%	9.6%	19.7%	-7.4%	-6.9%	1.4%
马来西亚 KLCI	-3.8%	-1.4%	10.5%	23.4%	-8.2%	-6.4%	-9.2%
MSCI 新兴市场	-1.8%	0.7%	10.4%	20.3%	-10.8%	-9.8%	-1.6%
欧洲 STOXX	-1.6%	-0.8%	15.9%	28.5%	-12.0%	-11.2%	-3.2%
香港恒生	-2.3%	0.6%	2.9%	5.4%	-12.7%	-11.7%	-9.1%
泰国 SET	-3.0%	1.5%	10.6%	37.2%	-16.2%	-13.6%	-16.9%
菲律宾 PSEi	-2.6%	0.2%	14.8%	21.0%	-18.4%	-17.9%	-17.1%
俄罗斯 MOEX	-3.1%	-4.8%	11.7%	33.3%	-20.0%	-18.6%	-7.7%
新加坡海峡时报	-5.3%	-0.9%	8.4%	11.6%	-20.1%	-18.9%	-18.1%
印尼 JCI	0.7%	0.1%	15.6%	18.6%	-22.6%	-21.4%	-18.8%
印度 Sensex	-2.8%	-2.9%	7.2%	6.5%	-24.1%	-24.5%	-21.2%
巴西 IBOV	-5.4%	-0.4%	37.1%	22.6%	-36.6%	-34.0%	-27.2%

资料来源 彭博 、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 6 月 17 日

行业表现

年初至今，在岸和离岸中国市场中，医疗保健板块均跑赢大市，而能源和保险板块则表现不佳。MSCI 中国指数今年以来表现最好的板块是医疗保健（+25.9%）和通信服务（+10.5%），表现最差的板块是能源（-27.9%）、保险（-18.9%）和房地产（-16.7%）。过去一个月，表现最好的板块是可选消费（+13.1%）和医疗保健（+7.9%），而表现最差的板块是原材料（-1.7%）。

沪深 300 指数今年以来表现最佳的板块是医疗保健（+35.8%）和日常消费（+17.6%），能源（-18.4%）和保险（-14.5%）表现不佳。在过去一个月里，医疗保健（+15.0%）和可选消费（+8.3%）表现跑赢大市，而电信（-1.4%）和多元金融（-0.5%）表现最差。

图表 3：MSCI 中国指数分行业绝对回报（根据年初至今回报排序）

	绝对表现						
	一周	两周	1 个月	3 个月	年初至今	6 个月	12 个月
医疗保健	4.3%	5.3%	7.9%	35.0%	25.9%	27.0%	55.9%
通信服务	1.0%	3.8%	7.0%	25.4%	10.5%	12.4%	19.9%
可选消费	1.1%	3.8%	13.1%	27.0%	10.4%	12.0%	42.8%
信息技术	1.6%	4.7%	3.8%	19.2%	8.6%	7.1%	42.3%
日常消费	-0.4%	0.8%	4.3%	22.2%	8.4%	9.9%	23.3%
工业	-1.1%	0.5%	1.6%	9.7%	-6.8%	-5.2%	-3.1%
公用事业	-2.4%	-2.9%	0.6%	11.7%	-10.5%	-11.1%	-8.3%
银行	-2.7%	-1.8%	1.2%	0.9%	-11.3%	-10.1%	-7.5%
原材料	-2.4%	-0.7%	-1.7%	6.8%	-11.5%	-5.8%	1.2%
多元金融	-1.9%	0.0%	1.4%	-0.6%	-15.5%	-13.0%	-7.4%
房地产	-2.3%	-0.4%	4.1%	5.7%	-16.7%	-13.6%	-4.2%
保险	-3.7%	0.0%	3.1%	4.0%	-18.9%	-19.3%	-12.5%
能源	-4.4%	-4.6%	3.1%	6.0%	-27.9%	-24.5%	-28.2%
MSCI 中国	**0.0%**	**2.2%**	**6.8%**	**18.0%**	**1.1%**	**2.7%**	**14.9%**

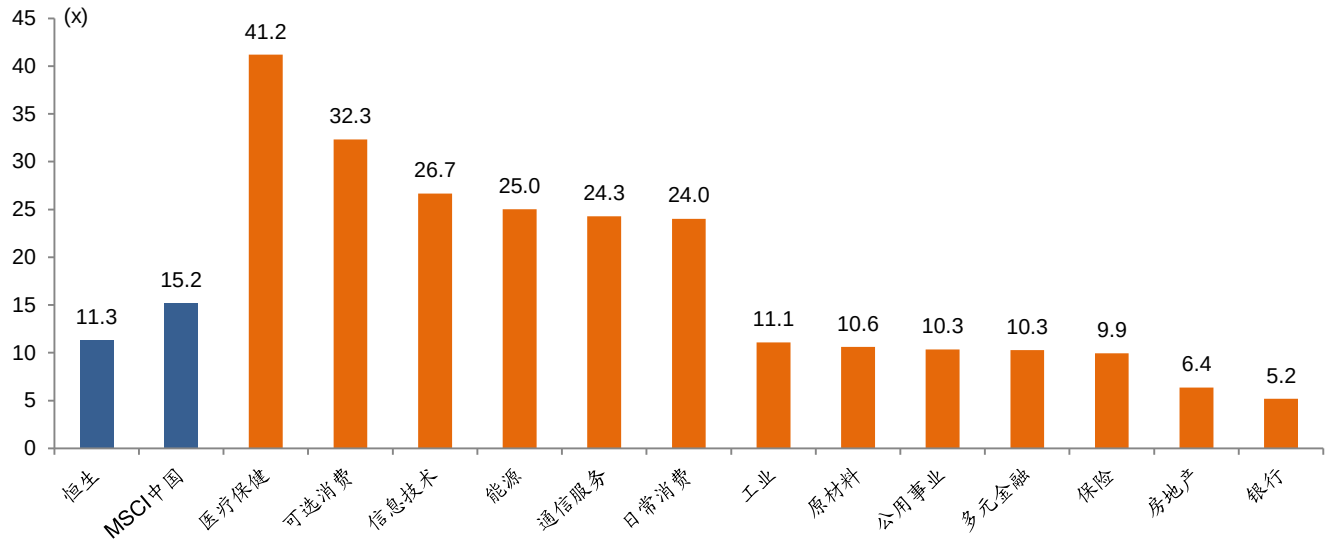
资料来源 彭博 、MSCI、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 6 月 17 日

图表 4：沪深 300 指数分行业绝对回报（根据年初至今回报排序）

	绝对表现						
	一周	两周	1 个月	3 个月	年初至今	6 个月	12 个月
医疗保健	6.7%	11.3%	15.0%	32.7%	35.8%	36.8%	60.7%
日常消费	-0.2%	1.7%	5.7%	25.1%	17.6%	19.6%	31.4%
信息技术	1.0%	2.1%	1.3%	5.6%	14.5%	11.6%	44.3%
可选消费	1.1%	2.7%	8.3%	12.1%	2.2%	4.3%	13.0%
工业	0.3%	1.1%	2.3%	5.0%	1.4%	2.7%	6.2%
电信	0.0%	-1.8%	-1.4%	-1.4%	-0.1%	-1.2%	-0.8%
原材料	0.8%	1.4%	4.2%	8.0%	-0.2%	4.7%	7.9%
公用事业	-0.1%	-1.0%	0.7%	1.1%	-8.1%	-9.1%	-8.0%
房地产	-0.5%	-1.5%	2.5%	0.3%	-10.3%	-8.1%	-4.2%
多元金融	-0.2%	0.1%	-0.5%	-3.1%	-10.9%	-7.1%	1.8%
银行	-1.6%	-2.1%	0.5%	0.3%	-13.3%	-13.3%	-6.4%
保险	-3.3%	-2.4%	1.0%	3.1%	-14.5%	-14.9%	-7.3%
能源	-0.9%	-0.8%	0.2%	-4.7%	-18.4%	-16.9%	-19.7%
沪深 300	**-0.5%**	**0.9%**	**2.7%**	**8.3%**	**-1.9%**	**-0.6%**	**9.9%**

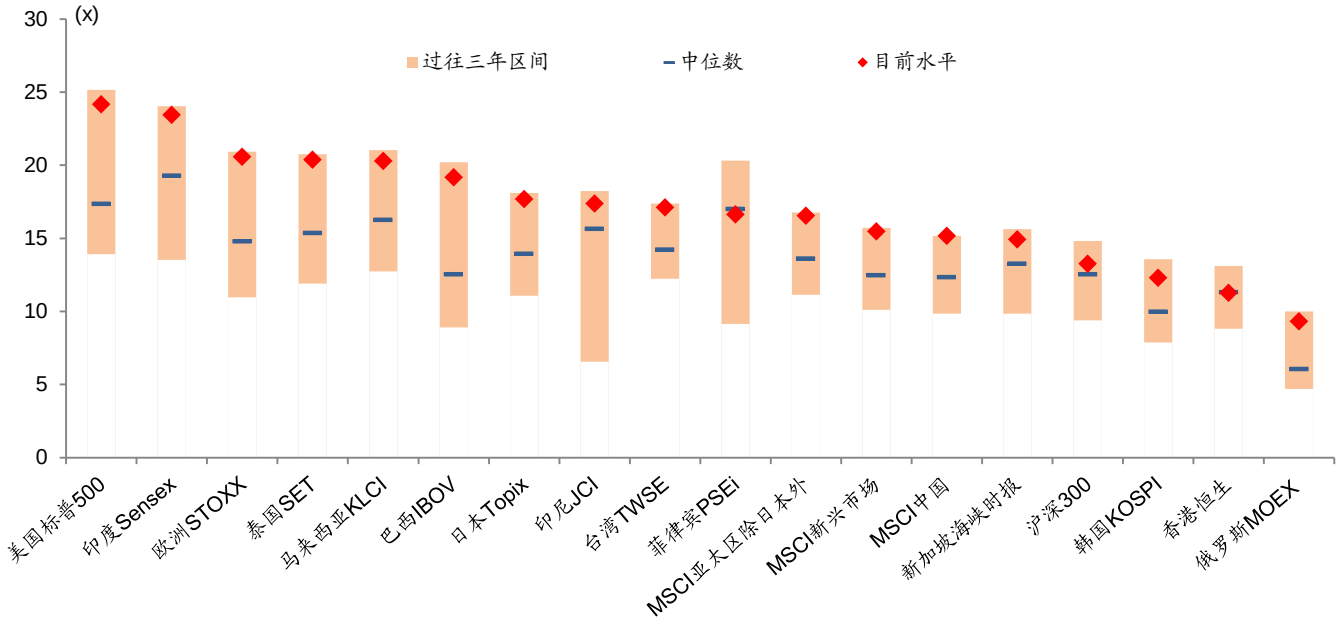
资料来源 彭博 、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 6 月 17 日

图表 5：MSCI 中国指数分行业前瞻市盈率（12 个月前瞻市盈率）



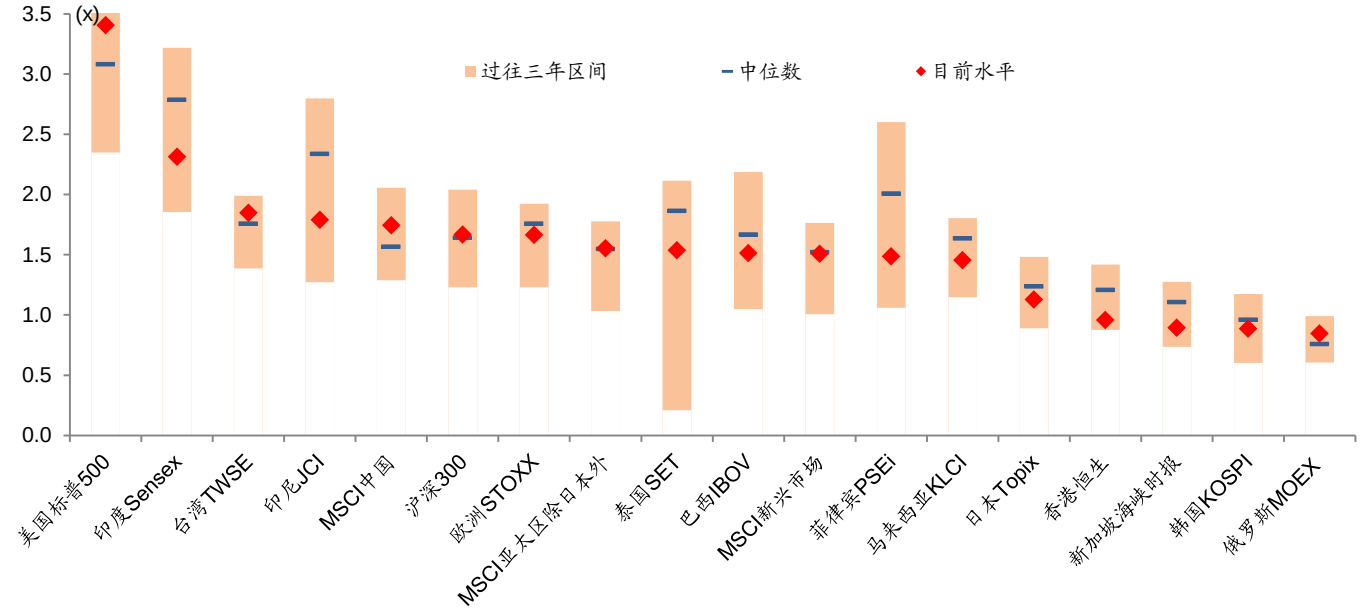
资料来源 彭博 、MSCI、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 6 月 17 日

图表 6：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 6 月 17 日

图表 7：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 6 月 17 日

医疗保健

MSCI 中国医疗保健指数年初至今跑赢 MSCI 中国指数约 25%，因为在新冠肺炎疫情期间医药股备受关注。尽管如此，我们注意到医疗保健板块股票表现各异。年初至今跑赢大市的子板块包括互联网医疗保健（上涨 116%）、医疗器械（上涨 101%）、生物科技（上涨 62%）和 CRO/CDMO（上涨 41%），而表现不佳的板块包括传统医药（上涨 25%）、医疗保健运营商/医院（下跌 1%）、中药（下跌 13%）和分销（下跌 18%）。

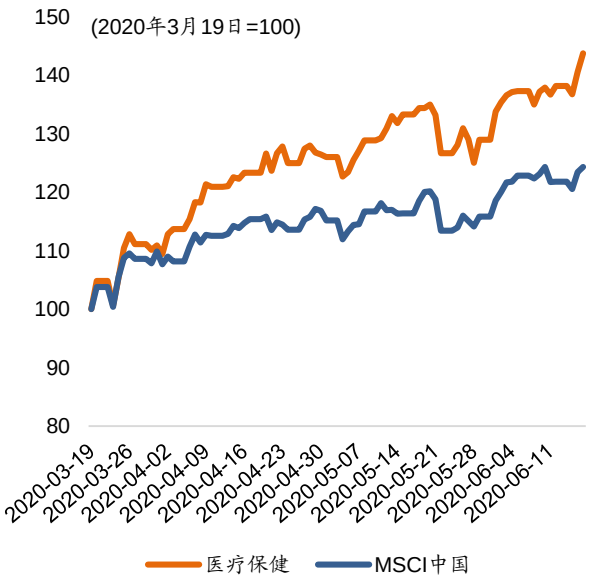
互联网医疗保健表现出色。该板块主要由阿里健康（241 HK，买入）和平安好医生（1833 HK，未评级）组成，强劲的表现受惠于在线医疗渗透前景拉动、疫情期间注册活跃用户激增、互联网医疗和处方外流政策利好推动。尽管如此，该板块仍存在不确定因素，因为仍然面临着变现方面的挑战。

表现紧随其次的板块是医疗器械，该板块长远来看催化剂是中国市场国产医疗耗材和器械替代进口产品的趋势。但我们了解到，在一季度疫情爆发期间，由于大多数医院的选择性手术暂停，许多医疗器械公司受到了沉重打击。根据我们的行业调查，大多数医院目前已经恢复到 70%-80%的正常水平，这将支持他们在 2020 年下半年以后的销售复苏。

受惠于各大药企，如康希诺（+221%）的疫苗和君实（+106%）的中和抗体，以及 PD-1 领域的知名药企信达（+82%）和康方生物（+89%）在新冠肺炎治疗方案方面的竞争，生物科技板块也表现强劲。

表现不佳的板块大多数是因疫情遭遇营运受阻以及政策逆风的影响（例如与采购数量相关的集采、非专利药品价格下降风险等）。我们预计这些板块仍将持续表现不佳。

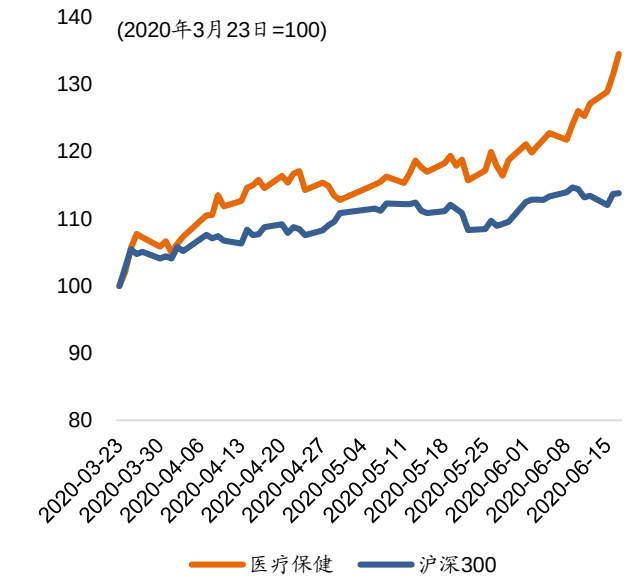
图表8：MSCI中国行业表现：医疗保健



资料来源：彭博 、MSCI、招商证券（香港）

注： MSCI 中国指数于 2020 年 3 月 19 日触底

图表9：沪深300行业表现：医疗保健



资料来源：万得、招商证券（香港）

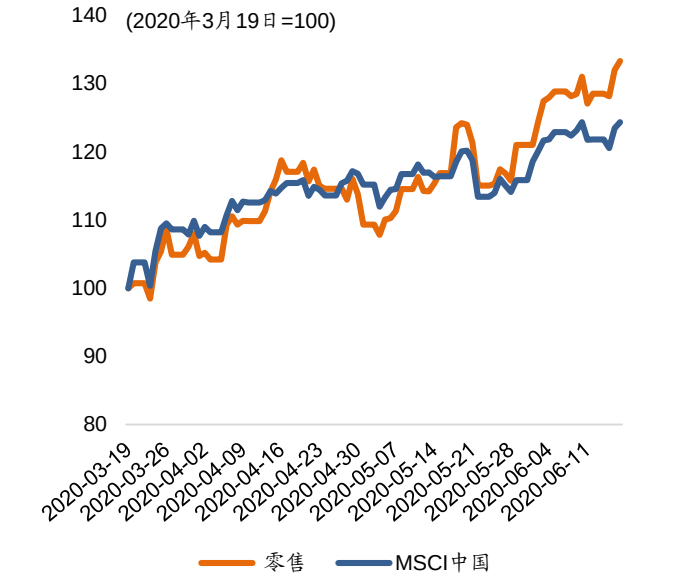
注：沪深 300 指数于 2020 年 3 月 23 日触底

电商

领先的电子商务公司，如阿里巴巴（BABA US，买入；9988 HK，买入）和京东（JD US，买入；9618 HK，未评级）年初至今表现跑赢 MSCI 中国指数。就行业基本面而言，中国电子商务行业在疫情期间遭受重创，2020 年第一季度同比仅增长 6%。疫情期间对生鲜产品、快销品和医疗用品等刚需商品的需求大幅增加，而对服装等非必需消费品的需求下降。对需求的总体影响是相当负面的，疫情将不会显著改善电商的线上渗透率。

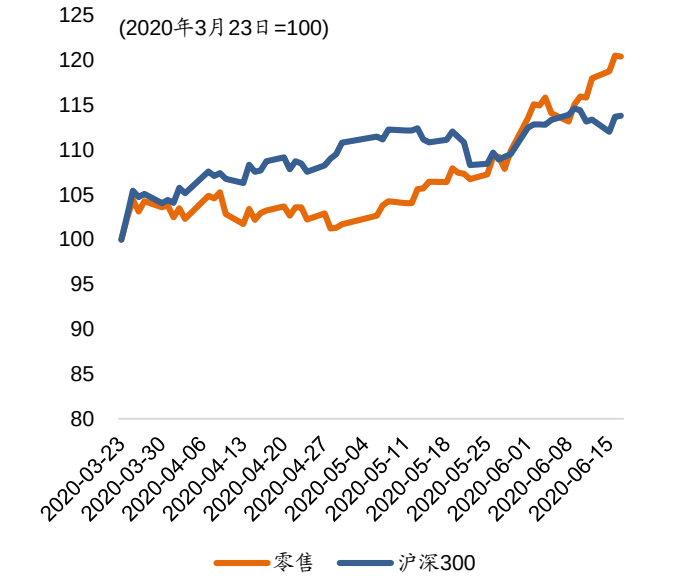
值得庆幸的是，自 4 月以来，电子商务领域在新冠肺炎疫情爆发后的复苏速度远快于预期。国家统计局数据显示，4 月线上零售额同比增长 16%，5 月同比增长 22%。今年 4 月和 5 月，线上零售占总销售额的比例分别为 26%和 25%，高于去年同期。我们预计，通过增加某些类别商品的线上渗透率，疫情将进一步促进长远市场规模增长。我们预计 2020 年二季度和 2020 年整体电商市场将以约 20%的增速复苏。

图表10：MSCI中国行业表现：零售



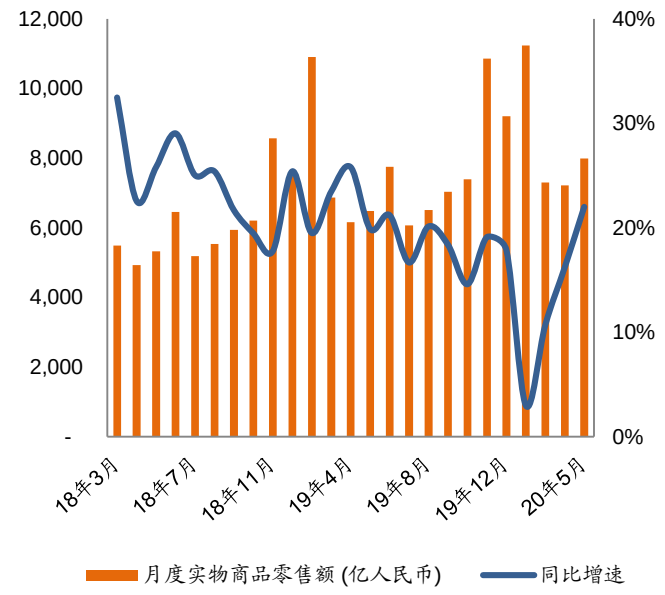
资料来源：彭博 、MSCI、招商证券（香港）

图表11：沪深300行业表现：零售



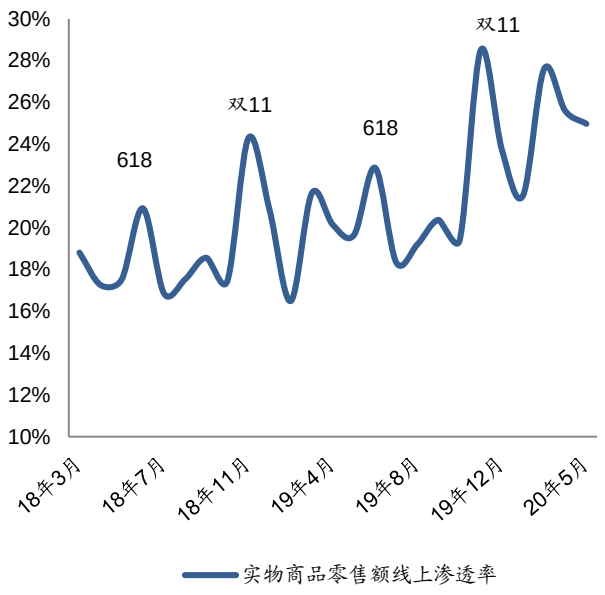
资料来源：万得、招商证券（香港）

图表12：每月线上零售额增长



资料来源：国家统计局、招商证券（香港）

图表13：电商线上渗透率



资料来源：国家统计局、招商证券（香港）

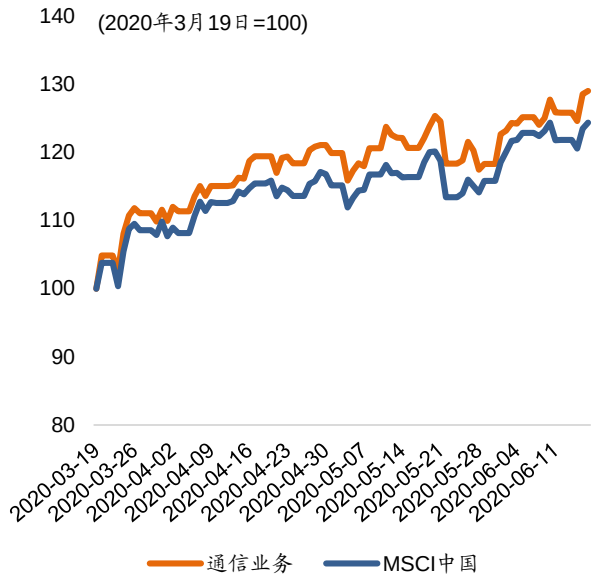
媒体与娱乐

通信服务行业表现优于 MSCI 中国指数；而在 5 月中旬之前，媒体与娱乐板块的表现一直逊于沪深 300 指数，最近才出现反弹。主要原因是两个指数的组成成分存在差异（沪深 300 指数更集中于旅游和休闲板块）。网民在新冠肺炎疫情期间，平均每天花费在移动互联网上的时间飙升至 7 小时左右。这很好解释了腾讯（700 HK，买入）股价在疫情期间的良好表现。随着人们在二季度逐渐复工，我们预计网民们平均每天的时间花费将会恢复正常。

手机游戏是新冠大流行期间受益最大的细分行业，2020 年一季度同比增长 46%。然而，我们认为随着人们在二季度复工，网民花在手机游戏上的时间应该会正常化，因此游戏短期爆炸式增长不会持续下去。此外，我们认为，中国经济的稳定增长以及消费从线下向线上的持续迁移，仍将推动网络游戏行业的长期增长。

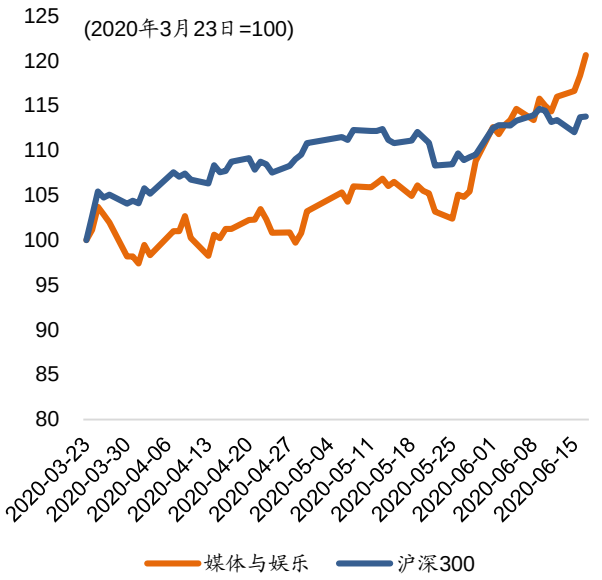
中国的线上泛娱乐板块如短视频、长视频、直播等也受到了线上娱乐需求的不断增长，以及各大平台在疫情大流行期间积极争取客户的正面影响。我们认为，在大流行期间形成的用户付费习惯，能够为泛娱乐市场的长期发展奠定坚实基础。

图表14：MSCI中国行业表现：通信服务



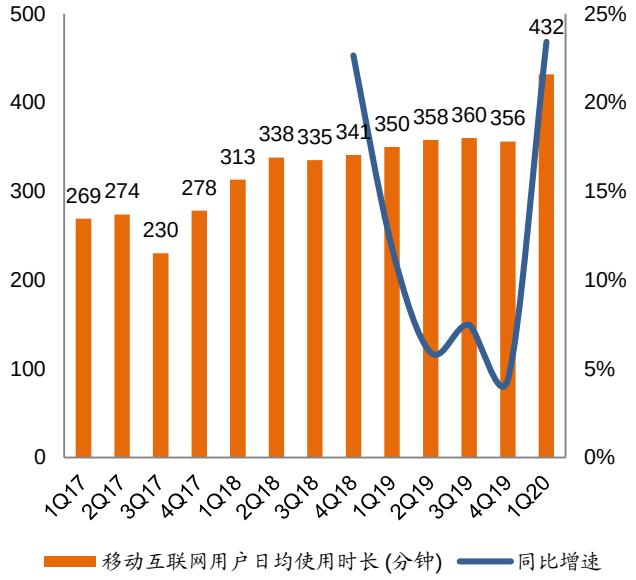
资料来源：彭博、MSCI、招商证券（香港）

图表15：沪深300行业表现：媒体与娱乐



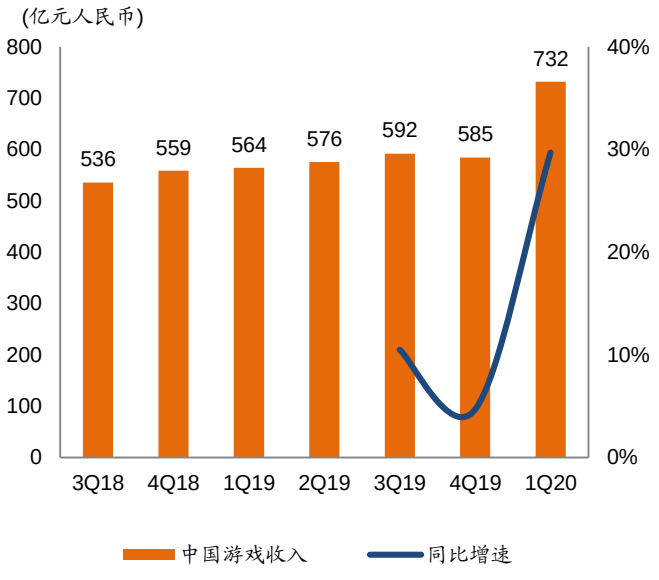
资料来源：万得、招商证券（香港）

图表16：网民平均每天花费在移动互联网上的时间



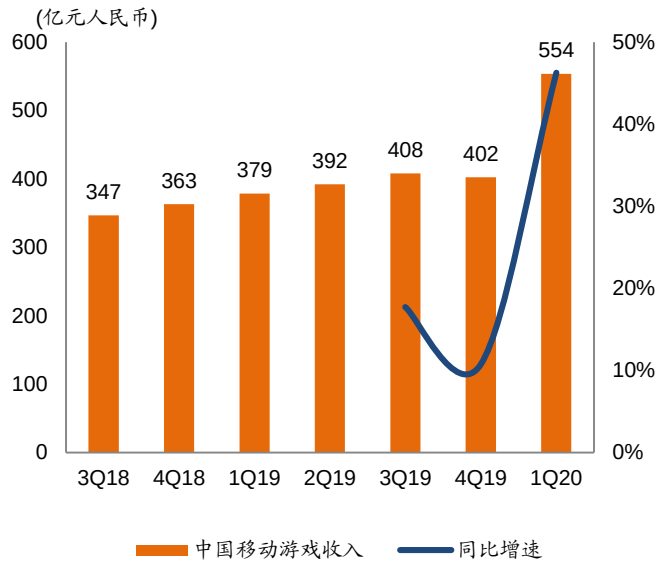
资料来源：QuestMobile、招商证券（香港）

图表17：中国线上游戏收入增长



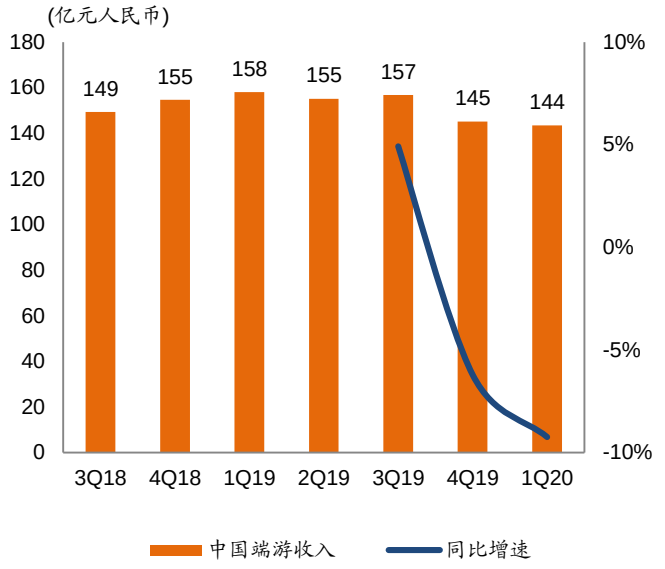
资料来源：GPC、IDC、招商证券（香港）

图表18：中国手游收入增长



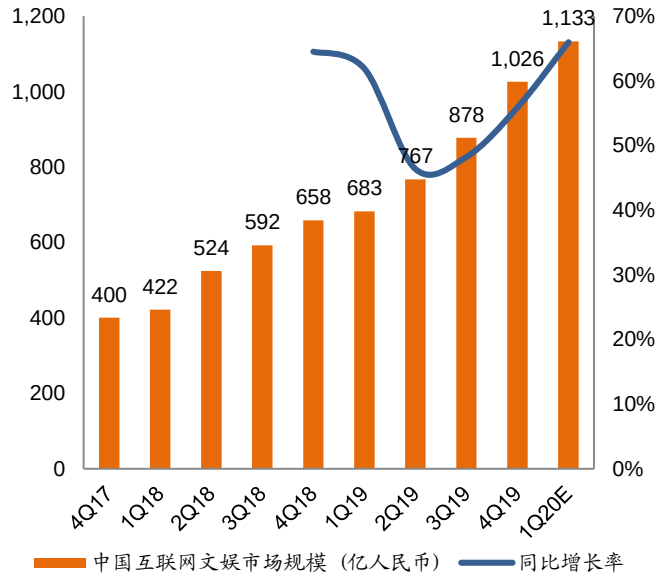
资料来源：GPC、IDC、招商证券（香港）

图表19：中国PC端游戏收入增长



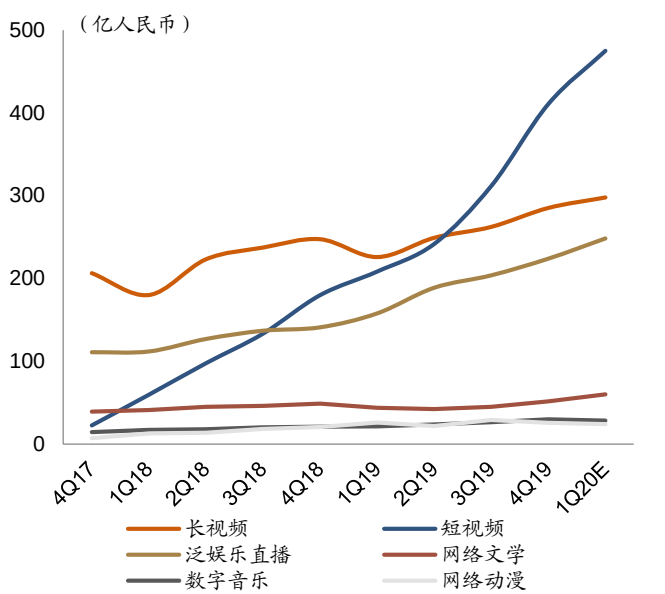
资料来源：GPC、IDC、招商证券（香港）

图表20：泛娱乐（不含线上游戏）市场规模



资料来源：iResearch、招商证券（香港）

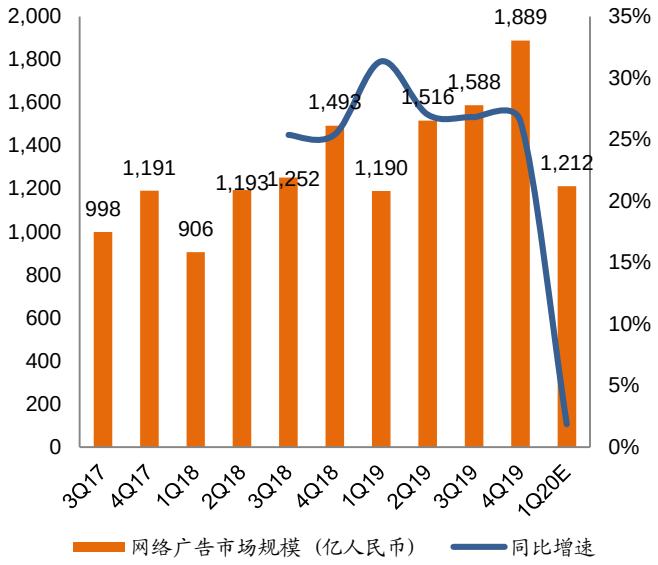
图表21：按类型划分的泛娱乐市场规模



资料来源：iResearch、招商证券（香港）

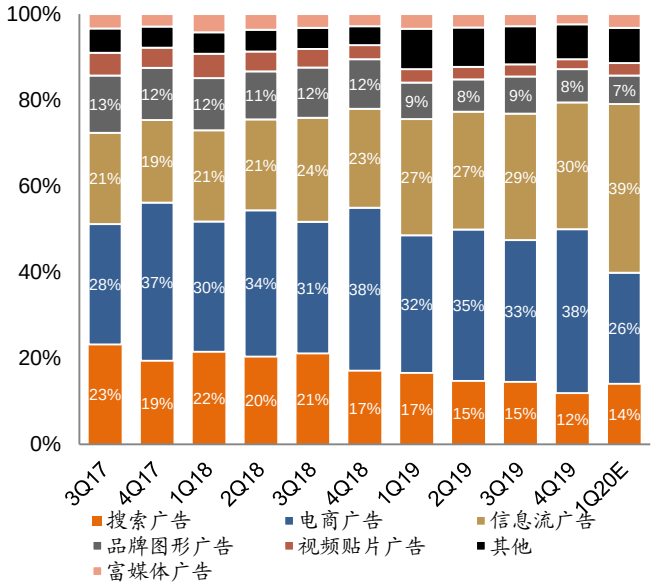
2020 年一季度，中国线上广告市场同比仅增长 2%，与前几个季度相比明显放缓。这主要是因为在疫情期间，由于缺乏消费需求，广告预算被推迟了。在不同的广告类别中，信息流广告在 20 年一季度增长最快，而其他所有类型的广告增长都在下降。总的来说，大流行刺激了消费从线下向线上的迁移，我们认为这在长期会增加线上广告预算。我们相信，整体线上广告行业将在 2020 年保持两位数增长，主要是由效果广告预算增加推动。

图表22：互联网广告市场规模



资料来源：iResearch、招商证券（香港）

图表23：按类型划分的互联网广告市场规模



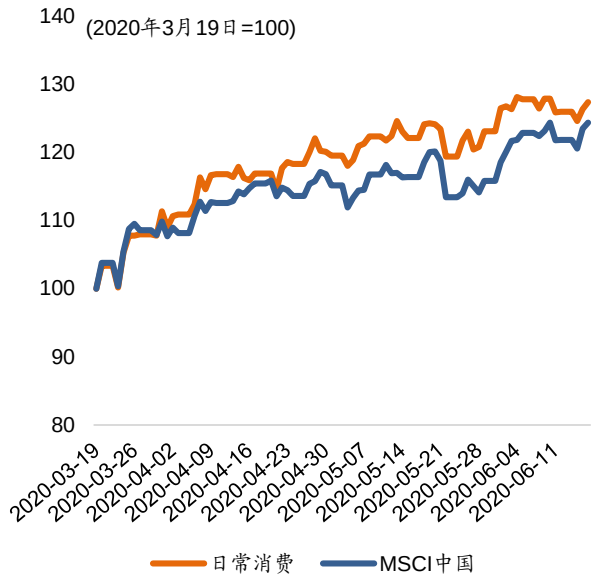
资料来源：iResearch、招商证券（香港）

消费

一季度中国零售额同比下跌 19.0%（2019 年全年：同比增长 8.0%）。餐饮业首当其冲，一季度销售额同比下跌 44.3%。耐用消费品，包括服装（一季度：-32.2%）、珠宝（-37.7%）、家电（-29.9%）和家具（-29.3%）的销售额在一季度也出现大幅下跌。

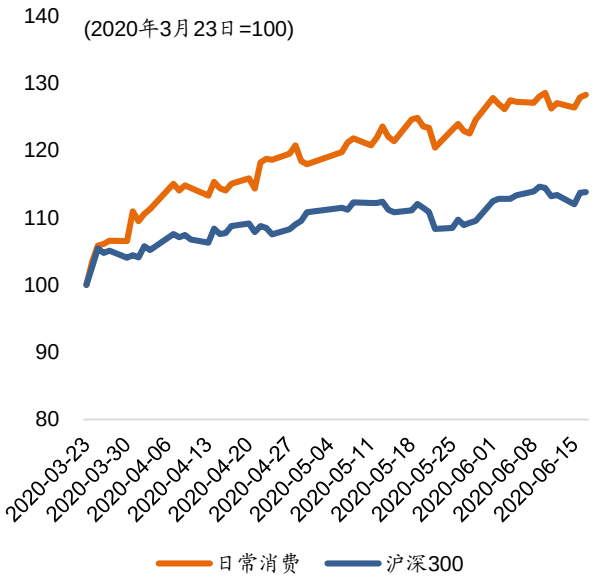
随着新冠肺炎疫情得到控制，4 月零售额增速开始回升，4 月和 5 月零售额同比降幅分别收窄至 7.5%和 2.8%。但 5 月的反弹低于预期。由于采取预防措施防止出现第二波疫情，餐饮需求（5 月：同比下跌 36.5%）仍远低于疫情前的水平。与此同时，5 月房地产相关类别的增长转为正值，包括家电（5 月：同比增长 4.3%）、家具（同比增长 3%）和建筑材料（同比增长 1.9%）。零售销售的复苏取决于新冠疫情何时结束、复工复产的情况以及何时解除隔离措施。

图表24：MSCI中国行业表现：日常消费



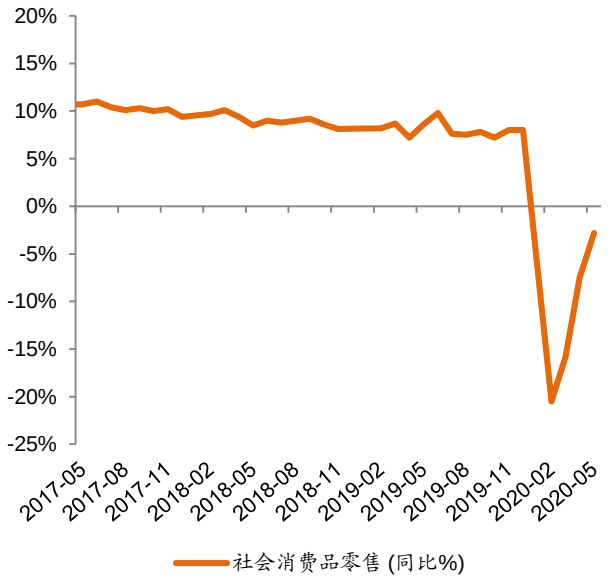
资料来源：彭博 、MSCI、招商证券（香港）

图表25：沪深300行业表现：日常消费



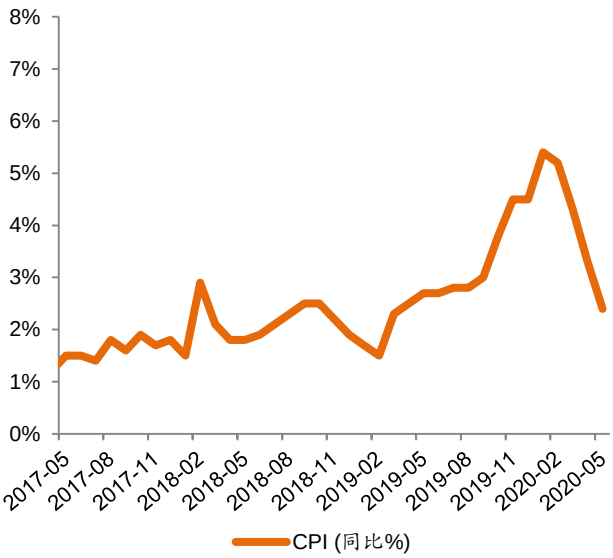
资料来源：万得、招商证券（香港）

图表26：中国零售销售额



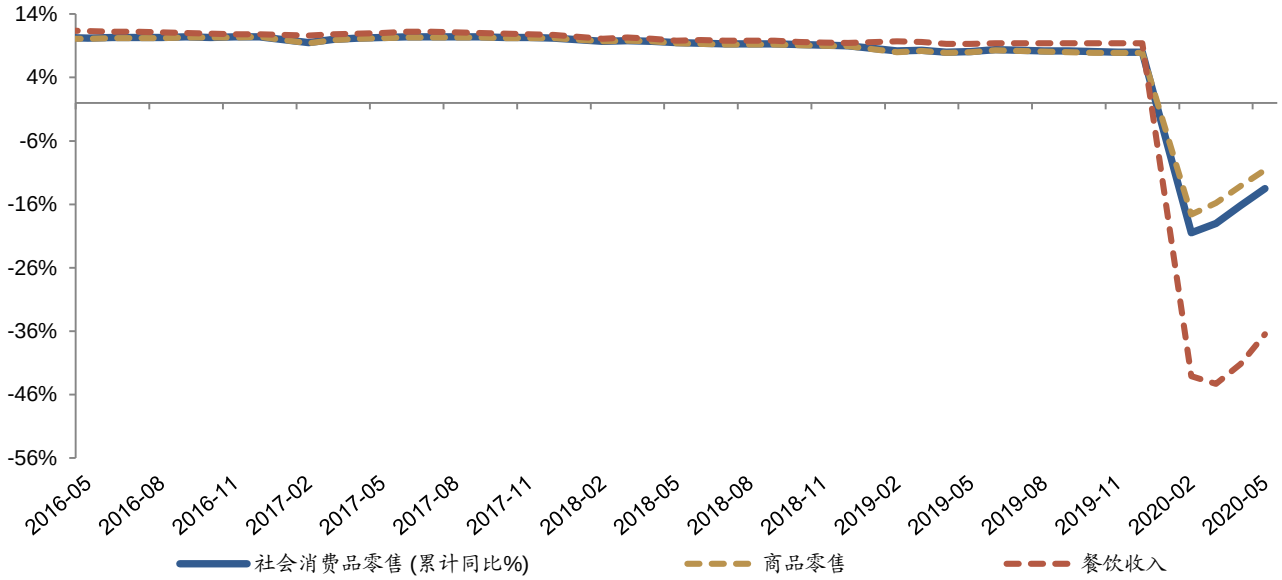
资料来源：万得、招商证券（香港）

图表27：CPI同比增长



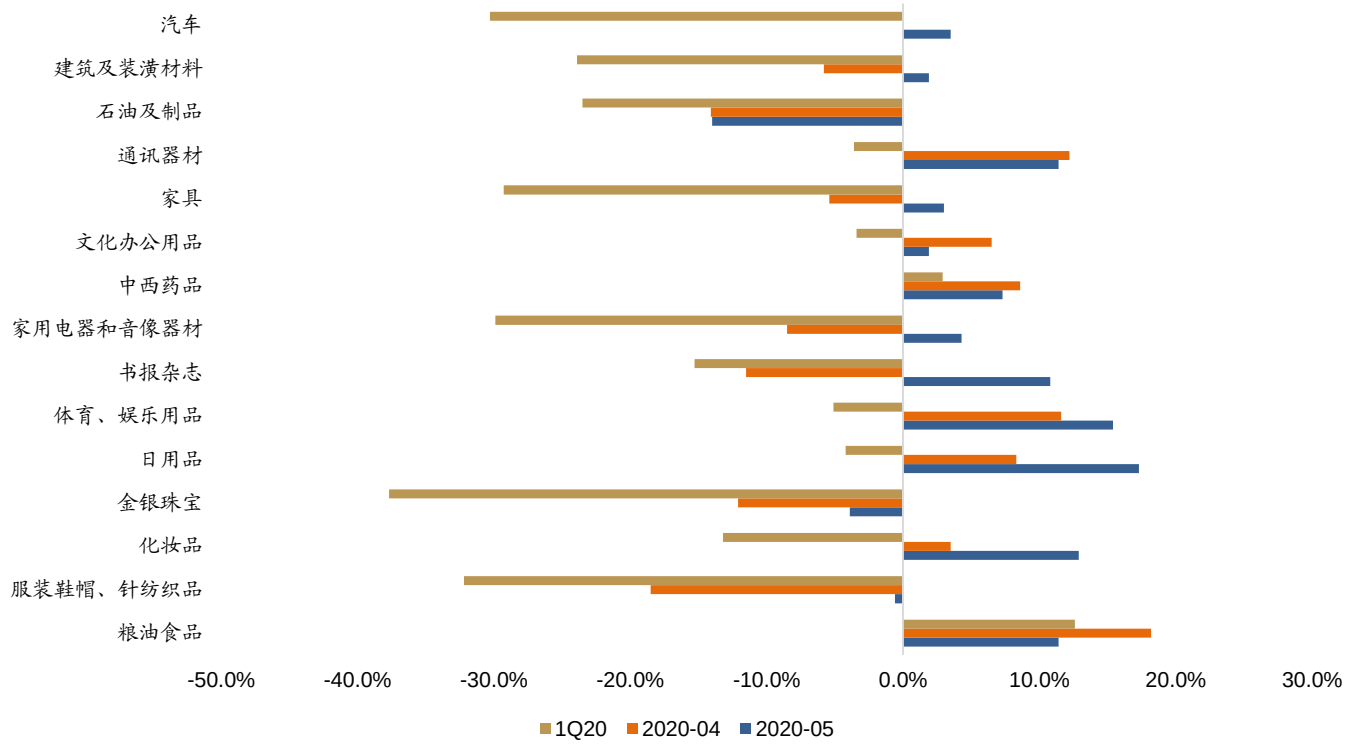
资料来源：万得、招商证券（香港）

图表 28：按商品和餐饮划分的零售额



资料来源：万得、招商证券（香港）

图表 29：按类别划分的零售额同比增长



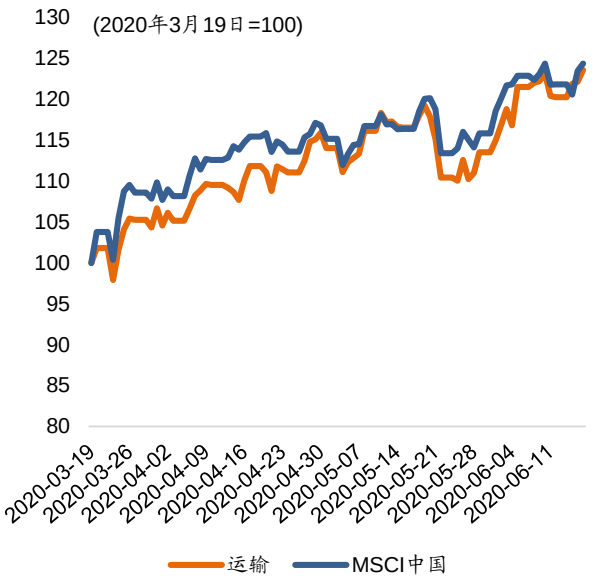
资料来源：万得、招商证券（香港）

交通运输

自中国解除封锁以来，每日乘客数量的恢复情况有所改善。3 月 1 日至 6 月 5 日，铁路、公路和航空的日客运量分别增长了 188%、31%和 73%。下图的月度客运量增长清晰地显示了复苏情况。值得注意的是，航空客运量自 4 月底以来一直在逐步恢复（4 月的日客运量增长 65%，5 月的日客运量增长 84%）。

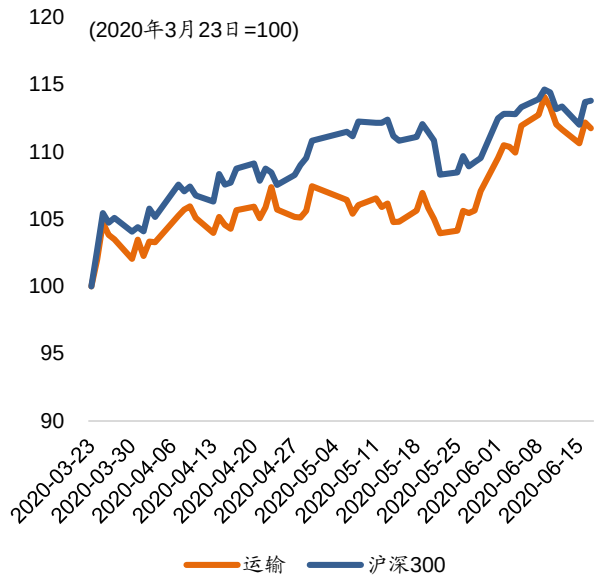
我们认为，交通运输行业最差的时期已经过去。尽管仍可能出现第二波的不利因素及全球航线受到严格控制，但我们相信基本面将继续改善，预计该行业将在近期和中期内得到合理的重估。此外，低油价可以抵消部分的负面影响。

图表30：MSCI中国行业表现：交运



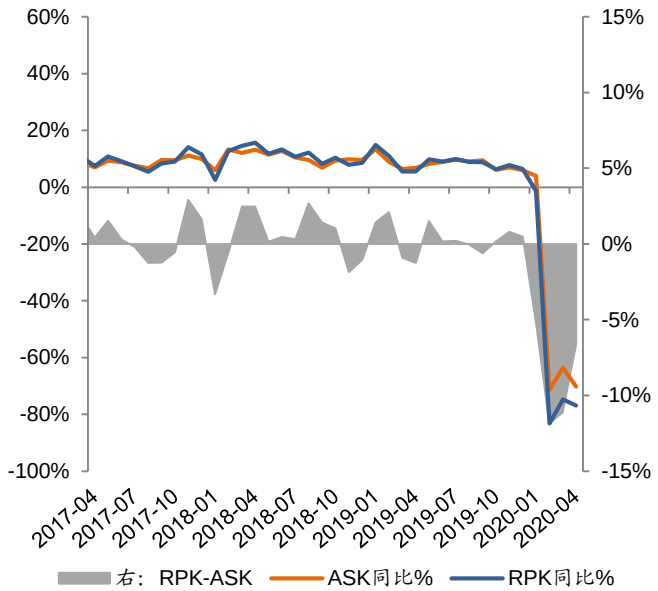
资料来源：彭博、MSCI、招商证券（香港）

图表31：沪深300行业表现：交运



资料来源：万得、招商证券（香港）

图表32：三大航空公司：可提供客公里/收入客公里同比和可提供客公里-收入客公里



资料来源：万得、招商证券（香港）

图表33：月度客运量增长

	铁路	公路	航空
6 月 5 日 vs 5 月 31 日	0.7%	4.2%	9.3%
5 月 31 日 vs 5 月 2 日*	12.2%	1.1%	83.5%
4 月 30 日 vs 4 月 1 日	72.0%	10.4%	64.5%
3 月 31 日 vs 3 月 1 日	59.5%	6.7%	-18.4%
2 月 29 日 vs 2 月 1 日	-18.2%	29.4%	-13.2%

资料来源：万得、招商证券（香港）

注:我们使用 5 月 2 日的数据而不是 5 月 1 日（黄金周假期）*

原材料

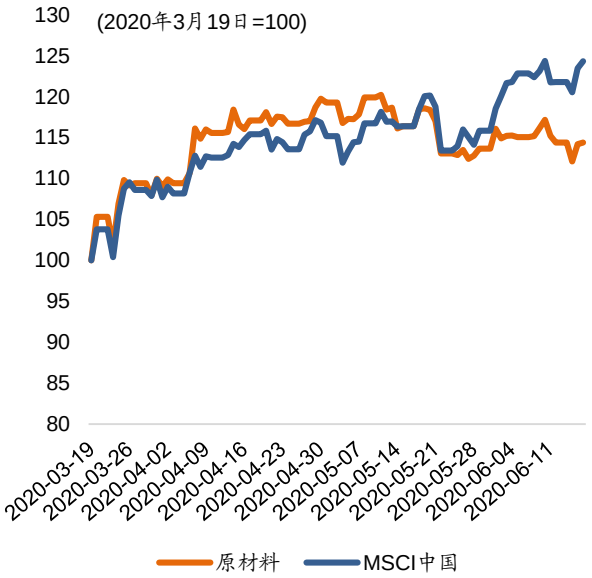
今年 3 月和 4 月，原材料行业表现强于 MSCI 中国指数，但自 5 月以来一直表现不佳。不过，自 3 月份以来，中国建材（3323 HK，中性）等主要水泥公司的表现一直跑赢整个行业。

钢铁行业方面，钢铁消费量自 3 月初开始反弹。3 月 8 日当周螺纹钢消费量达到 9,840 万吨的低点，此后在 6 月前三周反弹至 4.2 亿吨/周，高于过去三年同期水平。从历史上看，钢铁需求通常会在 6 月份开始下降。但与前几年相比，降幅相对不大。

但由于巴西的铁矿关闭，短期内铁矿石价格将继续上涨，这意味着钢铁企业的利润率不一定会上升。此外，钢铁库存水平明显高于往年同期。

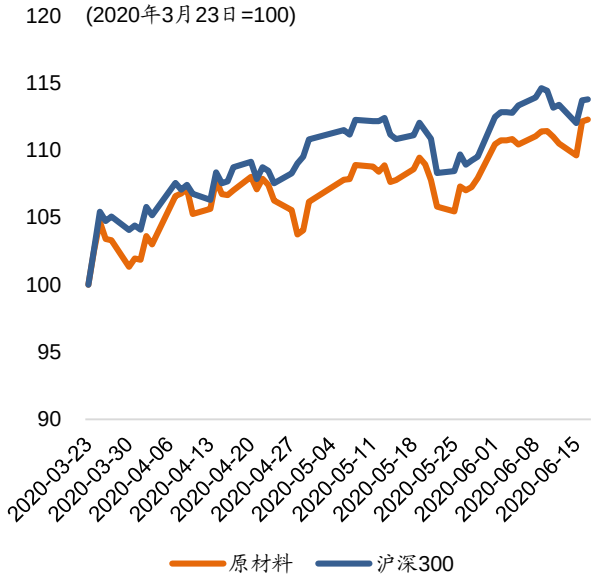
对于水泥来说，价格走势与往年有很大不同。水泥均价在 4 月份触底，累计跌幅达 10%，5 月份持平。未来，我们预计水泥价格将保持稳定。然而，由于固定资产投资项目的加速，水泥需求可能超出预期。

图表34：MSCI中国行业表现：原材料



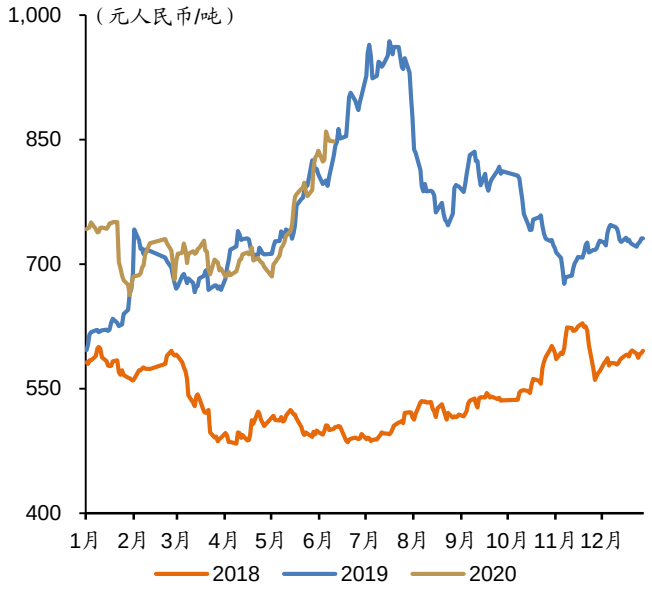
资料来源：彭博、MSCI、招商证券（香港）

图表35：沪深300行业表现：原材料



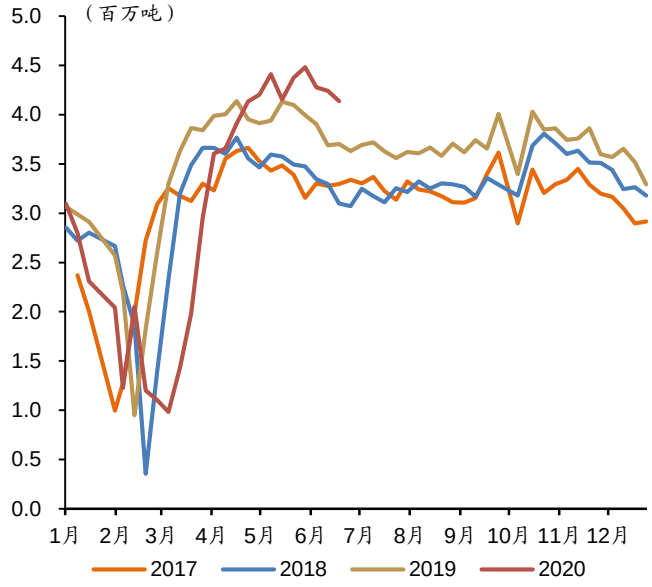
资料来源：万得、招商证券（香港）

图表36：进口铁矿石含税价



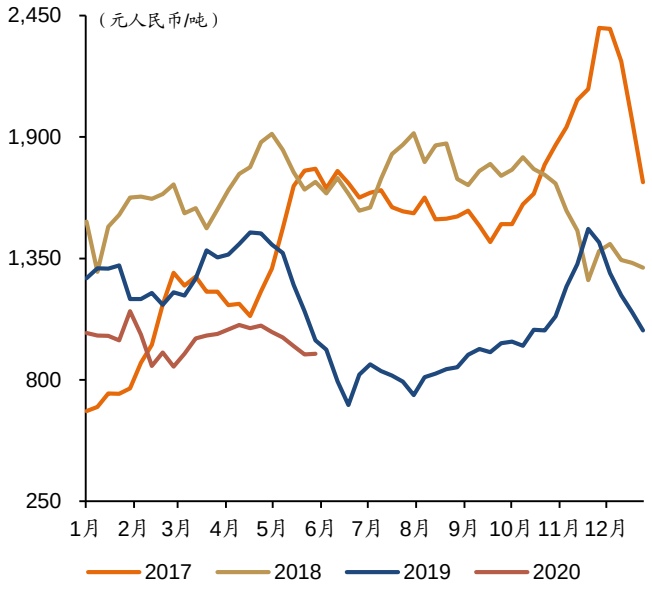
资料来源：万得、招商证券（香港）

图表37：螺纹钢表观消费量



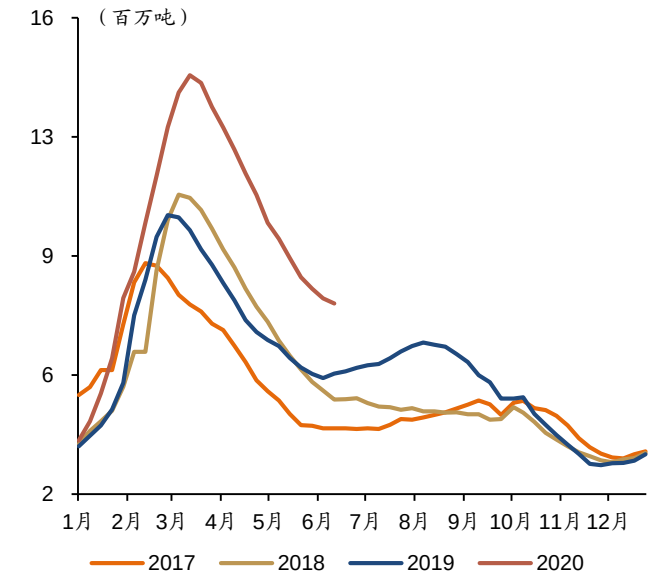
资料来源：万得、招商证券（香港）

图表38：螺纹钢估算盈利空间（售价-原燃材料成本）



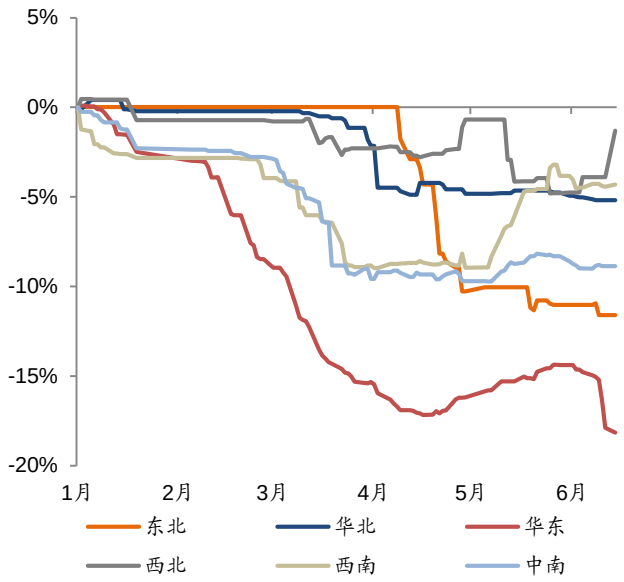
资料来源：万得、招商证券（香港）

图表39：螺纹钢社会库存



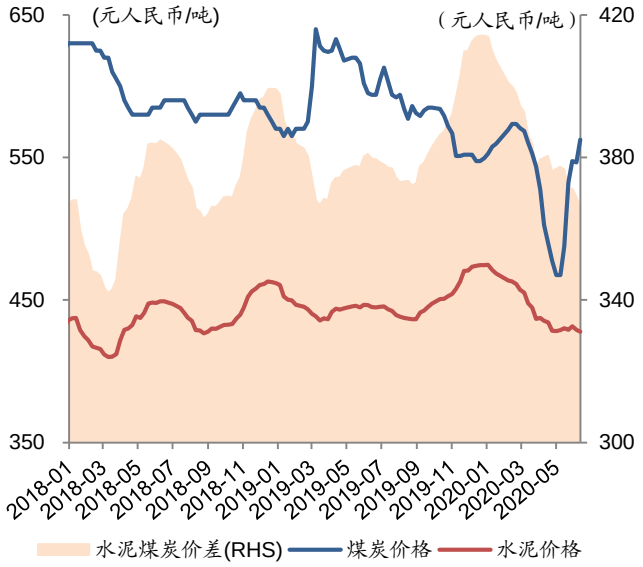
资料来源：万得、招商证券（香港）

图表40：水泥价格（年初至今表现）



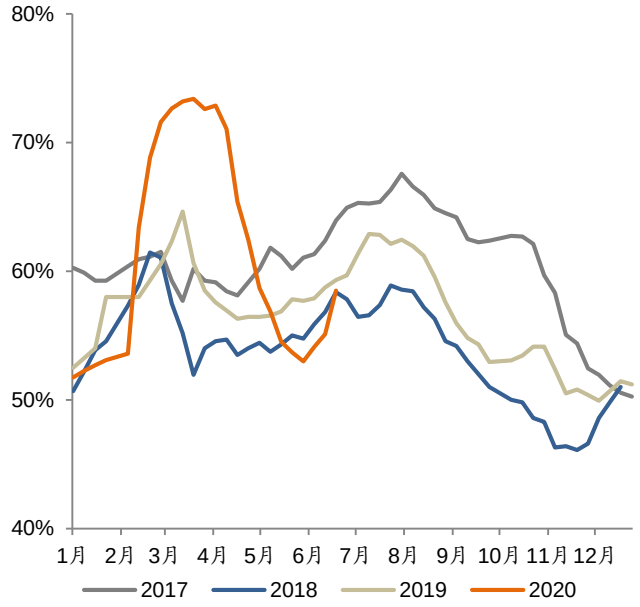
资料来源：万得、招商证券（香港）

图表41：水泥煤炭价差



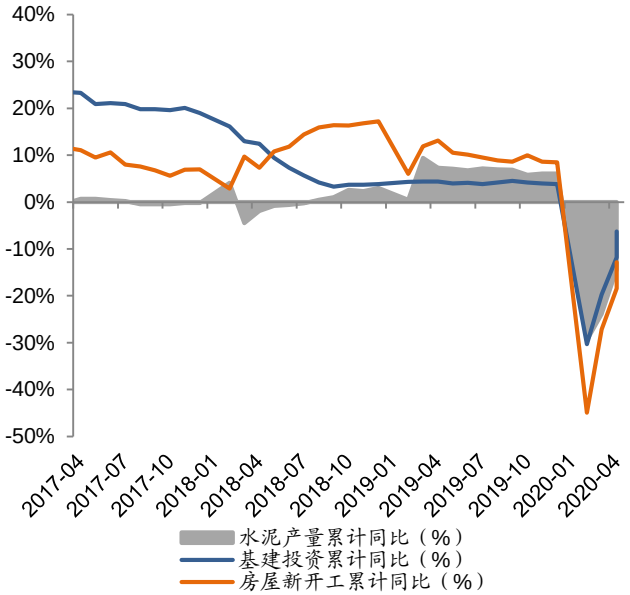
资料来源：万得、招商证券（香港）

图表42：全国水泥库容比



资料来源：万得、招商证券（香港）

图表43：水泥产量与基建投资、房屋新开工增速



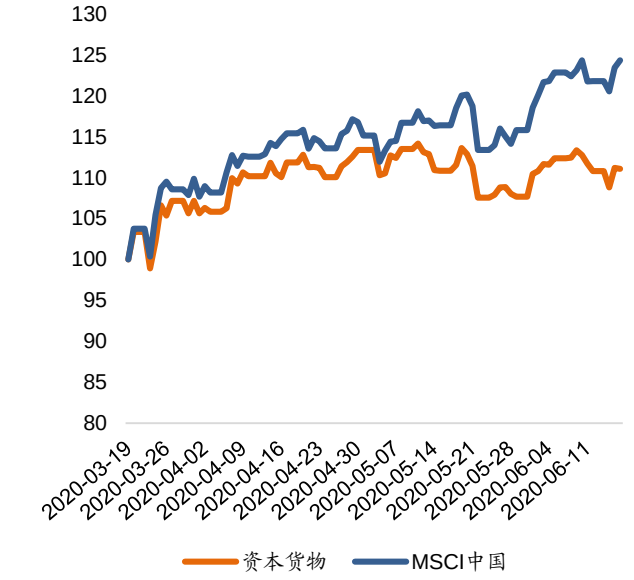
资料来源：万得、招商证券（香港）

资本货物

自 3 月底以来，资本货物的表现一直逊于 MSCI 中国指数和沪深 300 指数。主要类型的建筑机械在 4 月和 5 月录得强劲增长。5 月份挖掘机销量同比增加 68%，其中国内销量增长领先，同比增加 76%。这与一季度相比出现了明显反弹。在一季度，挖掘机/装载机/汽车起重机的同比增幅于 2 月和 3 月分别为-60%/-41%/-48%和 11%/-17%/-6%。

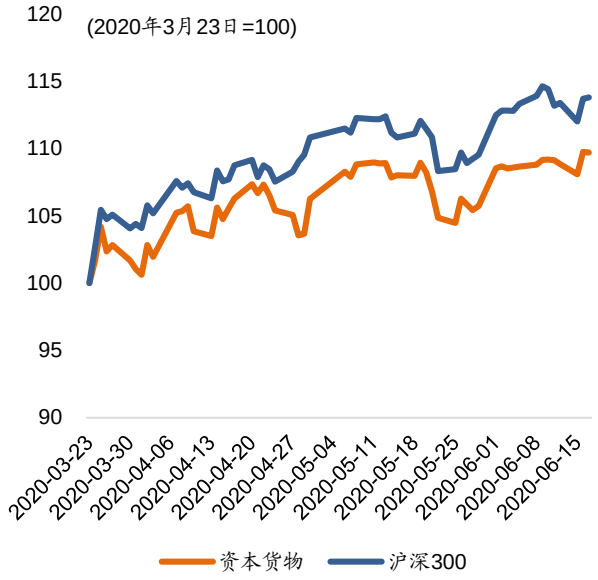
5 月销量飙升，是由建筑热潮带来的强劲需求支撑的。政府加快了重点基础设施建设。我们预计高增长趋势将在 2020 年三季度继续，因为 2020 年下半年将加速基建投资的增长。

图表44：MSCI中国行业表现：资本货物



资料来源：彭博、MSCI、招商证券（香港）

图表45：沪深300行业表现：资本货物



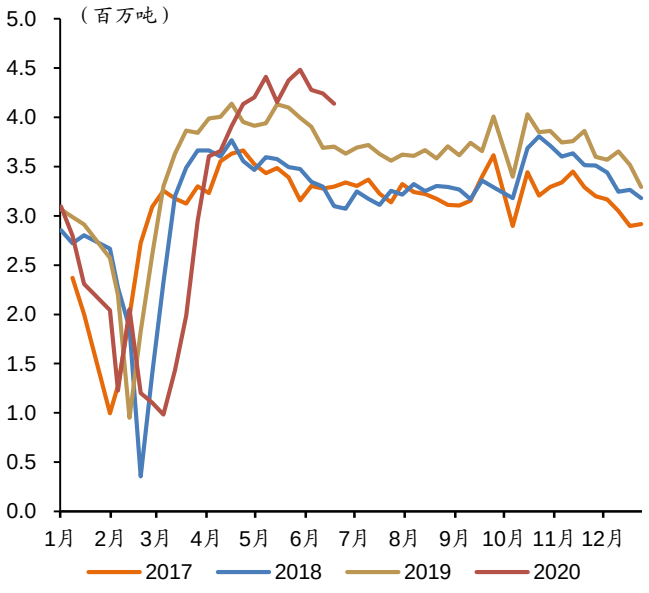
资料来源：万得、招商证券（香港）

图表46：工程机械销量(同比%)



资料来源：万得、招商证券（香港）

图表47：螺纹钢表观消费量

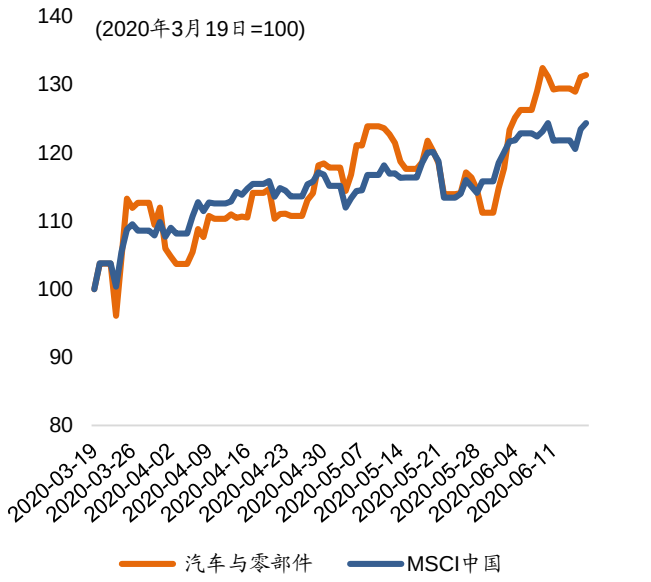


资料来源：万得、招商证券（香港）

汽车汽配

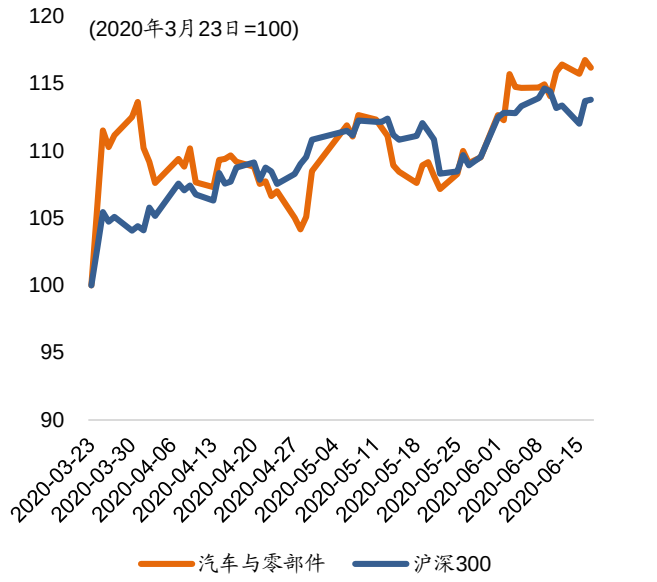
汽车板块年初至今表现不佳。2020 年一季度，中国汽车销量经历了史上最差的季度表现，销量同比下跌 42.4%（2019 年全年：同比下跌 8.2%）。4 月需求开始回升，销量同比增长 4.4%（环比增长 43.5%），结束了连续 21 个月的同比下降。5 月继续反弹（同比增长 14.5%，环比增长 5.9%）。今年前五个月的销售额同比仍下降了 22.6%。5 月的强劲增长主要是受惠于新冠疫情爆发后被压抑的需求释放和地方政府出台的优惠政策。我们预计中国汽车销量将在 2020 年下跌 10%-15%，下半年的表现将好于上半年。

图表48：MSCI中国行业表现：汽车



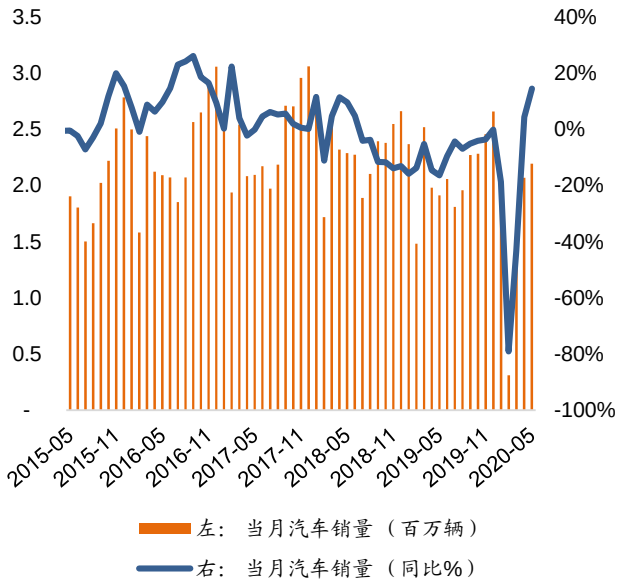
资料来源：彭博 、MSCI、招商证券（香港）

图表49：沪深300行业表现：汽车



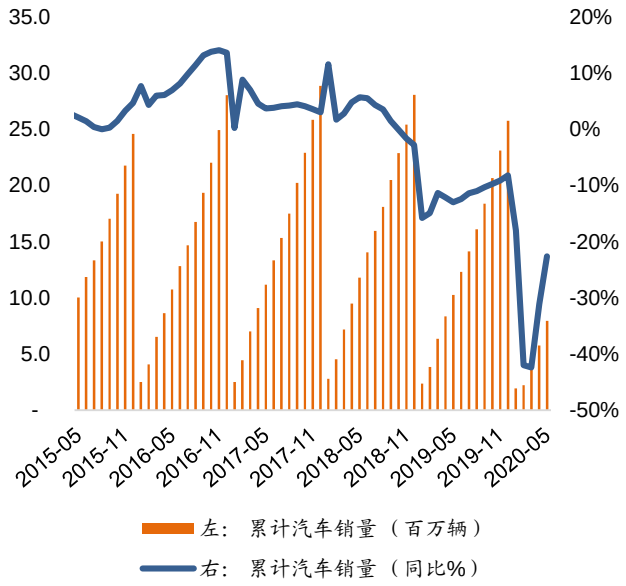
资料来源：万得、招商证券（香港）

图表50：中国汽车销量



资料来源：万得、招商证券（香港）

图表51：年初至今中国汽车销量



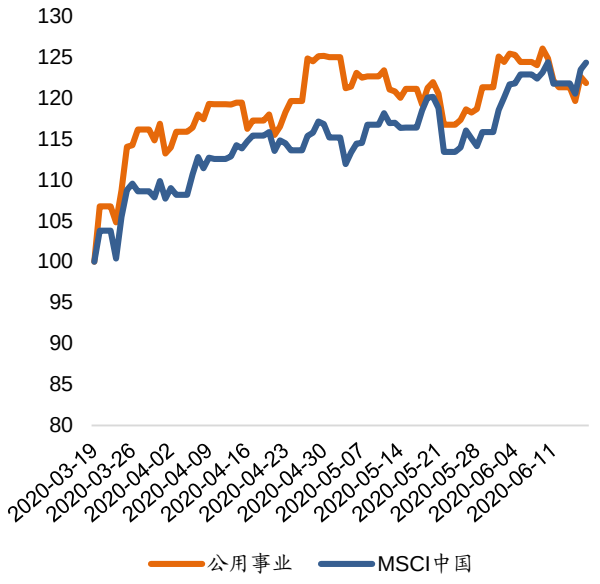
资料来源：万得、招商证券（香港）

公用事业

自 3 月 19 日 MSCI 中国指数触底以来，公用事业板块表现跑赢了 MSCI 中国指数，但自 3 月 23 日沪深 300 指数触底以来，公用事业板块表现则跑输沪深 300 指数。国家发改委的数据显示，4 月份中国天然气消费量同比增长 9%，较 3 月份有明显改善。因此，总体上 2020 年前 4 个月天然气消费同比小幅上升 3%。即便是受影响最严重的工业天然气需求，也从 3 月份的同比下降 25%，回升至 4 月份的同比下降 7%。

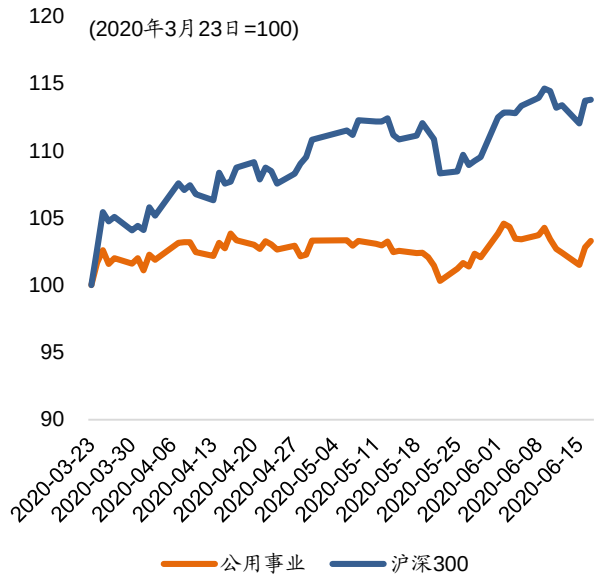
中国石油天然气管网公司（COGPNC）的更多细节已被披露。我们预计，COGPNC 的成立将使天然气行业受益，加快管道网络和其他相关基础设施的扩建，并通过开放供第三方使用的管道引入更多样化的天然气供应。

图表52：MSCI中国行业表现：公用事业



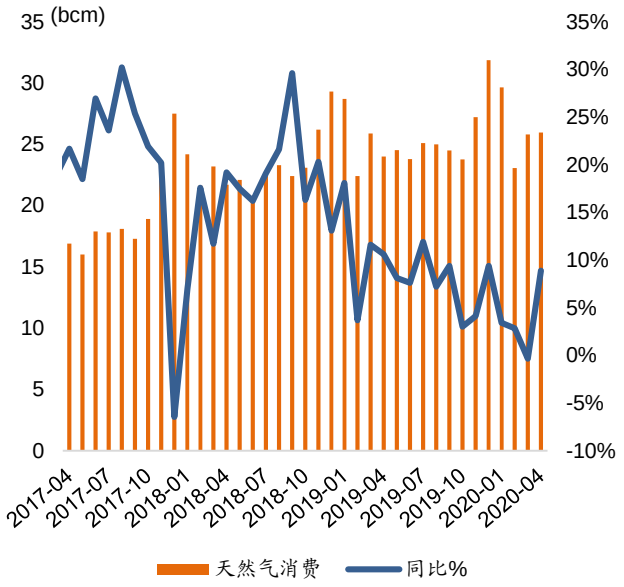
资料来源：彭博、MSCI、招商证券（香港）

图表53：沪深300行业表现：公用事业



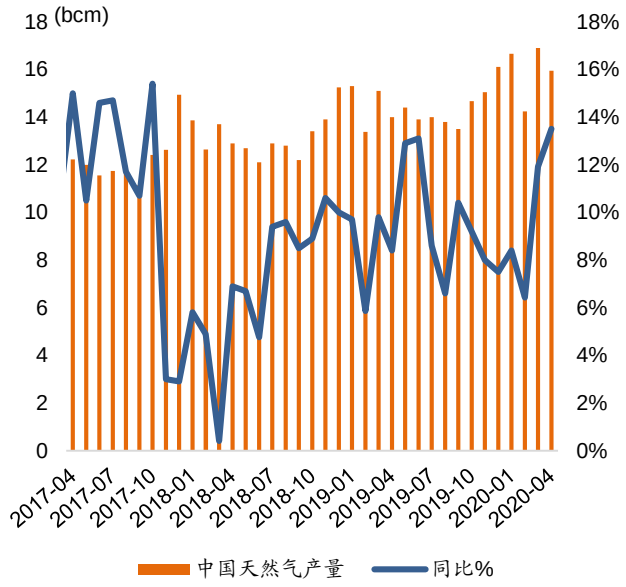
资料来源：万得、招商证券（香港）

图表54：中国每月天然气消耗量



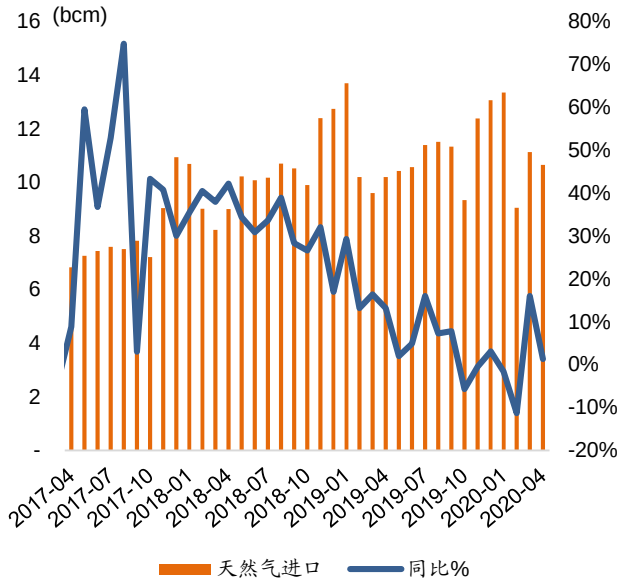
资料来源：国家发改委、招商证券（香港）

图表55：中国每月天然气产量



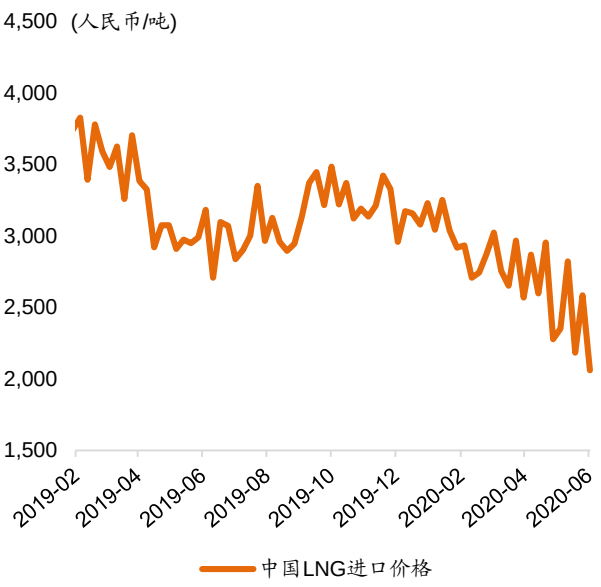
资料来源：国家发改委、招商证券（香港）

图表56：中国每月天然气进口量



资料来源：国家发改委、招商证券（香港）

图表57：中国LNG进口价格

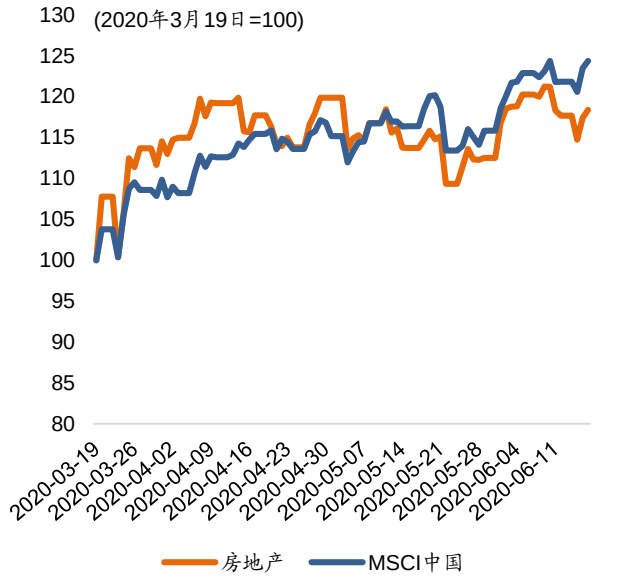


资料来源：SHPGX、招商证券（香港）

房地产

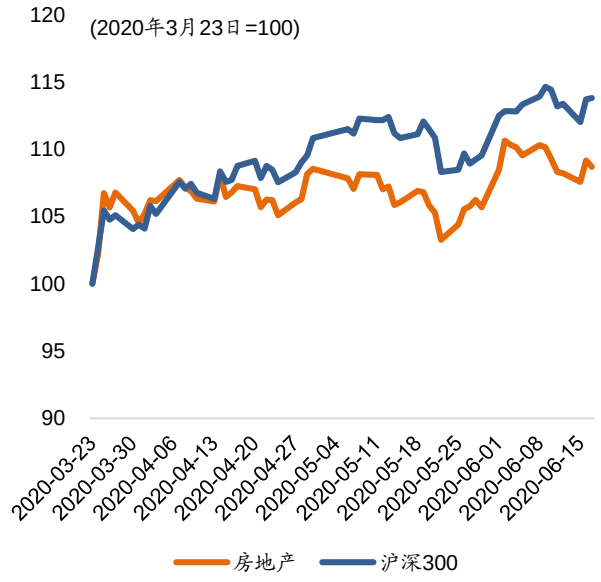
在 3 月底和 4 月份，房地产行业的表现强于 MSCI 中国指数，但自 5 月份以来表现不佳。自 4 月初以来，该行业的表现一直逊于沪深 300 指数。中国房地产市场正显示出复苏迹象，数据显示，全国各地的需求正在回升，房价也在不断上涨。5 月份房地产销售以金额计算同比增长 14%，以建筑面积计算同比增长 9.7%。对 70 个大中城市的月度调查显示，5 月份新房价格环比上涨 0.5%，为 2019 年 10 月以来的最高涨幅。这种反弹主要是由于被压抑的需求得到释放。我们认为，政府不会放松其长期以来对房地产市场的控制，这些控制旨在防止房价飙升导致房地产泡沫。

图表58：MSCI中国行业表现：房地产



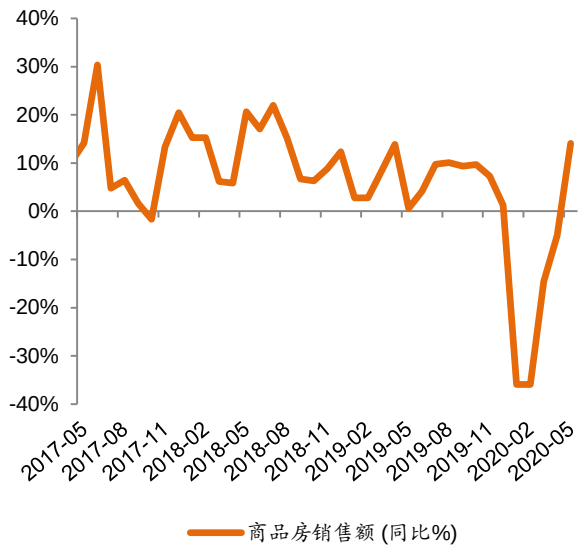
资料来源：彭博、MSCI、招商证券（香港）

图表59：沪深300行业表现：房地产



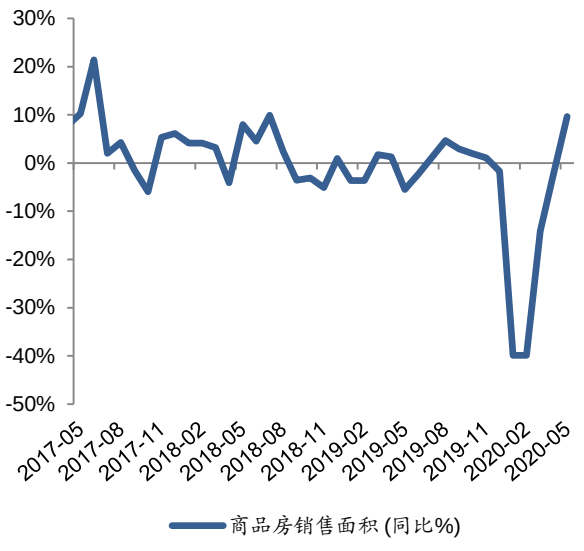
资料来源：万得、招商证券（香港）

图表60：房地产销售额增长



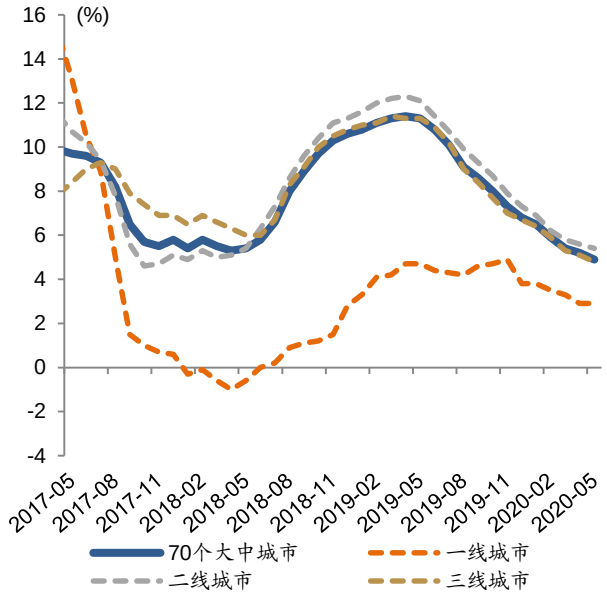
资料来源：万得、招商证券（香港）

图表61：房地产销售面积增长



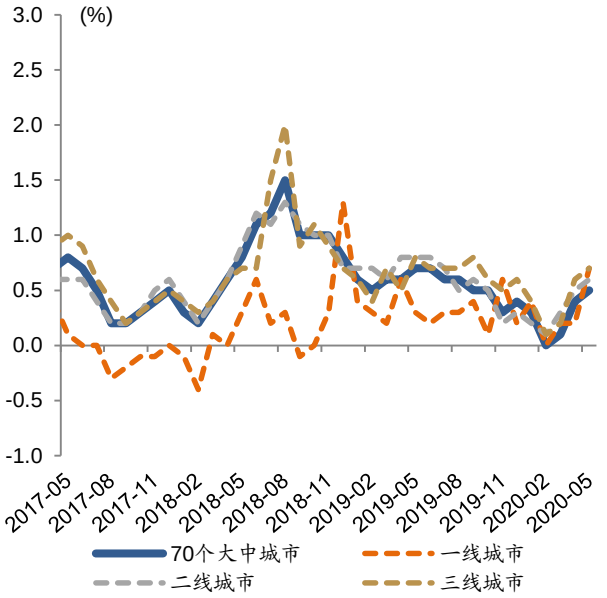
资料来源：万得、招商证券（香港）

图表62：70个城市新建住宅价格 （同比%）



资料来源：万得、招商证券（香港）

图表63：70个城市新建住宅价格（环比%）



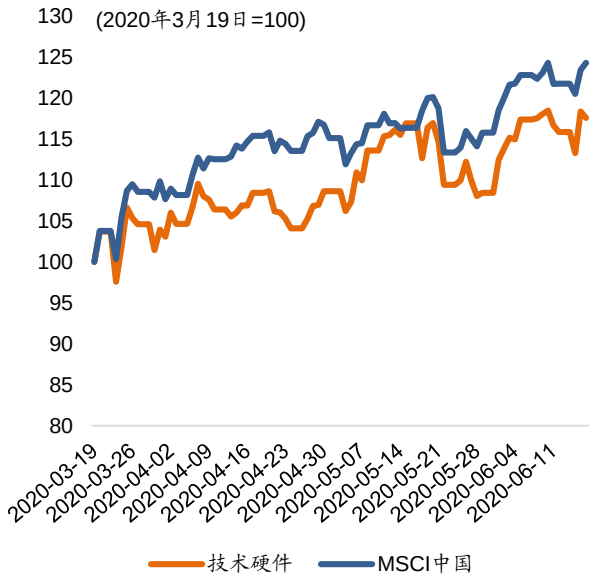
资料来源：万得、招商证券（香港）

技术硬件

在疫情爆发期间该板块表现不佳。2020 年一季度，全球智能手机出货量同比下跌 12%（环比下跌 25%）至 2.76 亿台，创下有史以来最差的同比降幅（IDC 数据）。中国智能手机在 4 月强劲复苏（补充库存、补偿性消费需求），但海外市场从 3 月底开始遭遇新冠肺炎的影响。我们预计二季度将出现 2%-5%的环比改善（尽管同比仍有 15%左右的跌幅）。

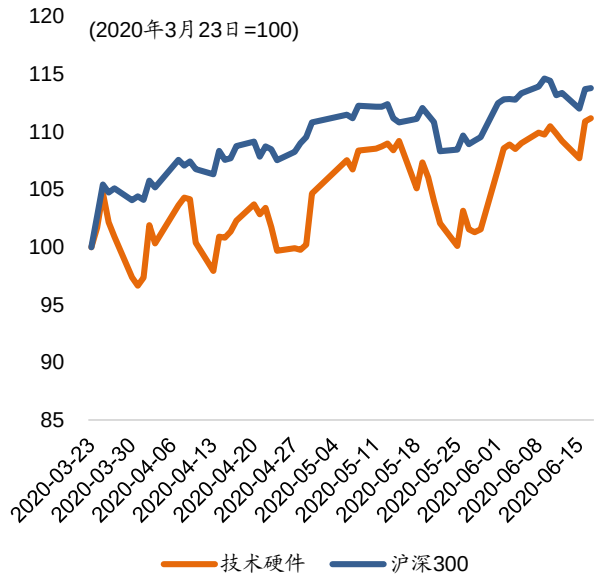
虽然我们对中国智能手机市场的中期前景较为乐观，但目前需求复苏仍未完全稳定，因为 5 月出货量再次下滑（中国信通院数据显示同比下降 10%）。但我们的调查结果显示，在促销（618 大促）和补库存的影响下，6 月的需求将有所复苏。

图表64：MSCI中国行业表现：技术硬件



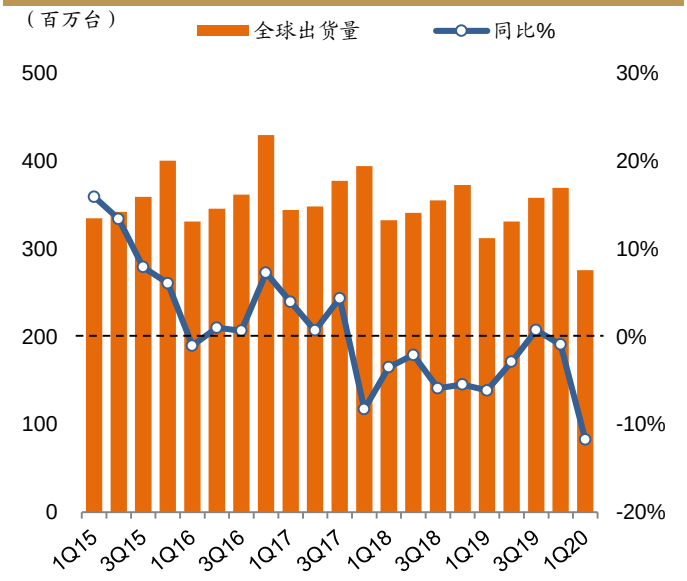
资料来源：彭博 、MSCI、招商证券（香港）

图表65：沪深300行业表现：技术硬件



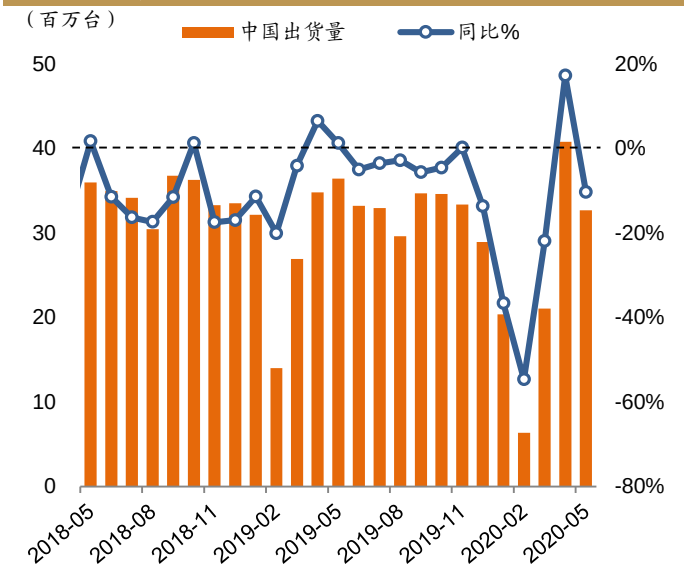
资料来源：万得、招商证券（香港）

图表66：全球智能手机出货量趋势



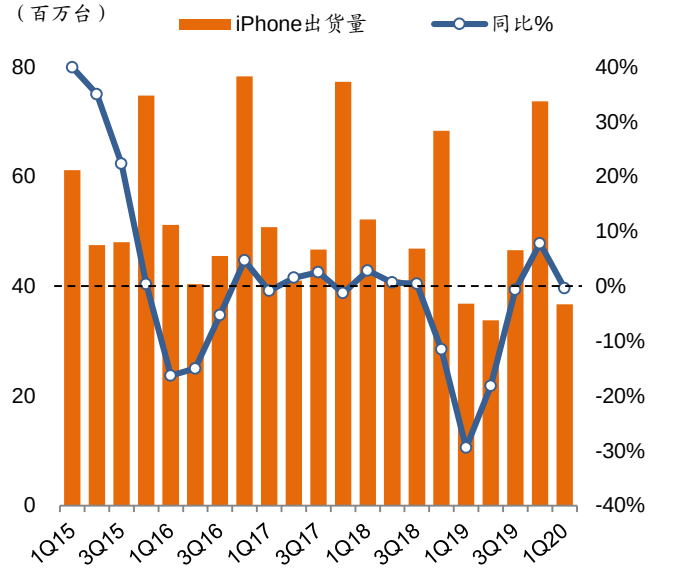
资料来源：IDC、招商证券（香港）

图表67：中国智能手机出货量趋势



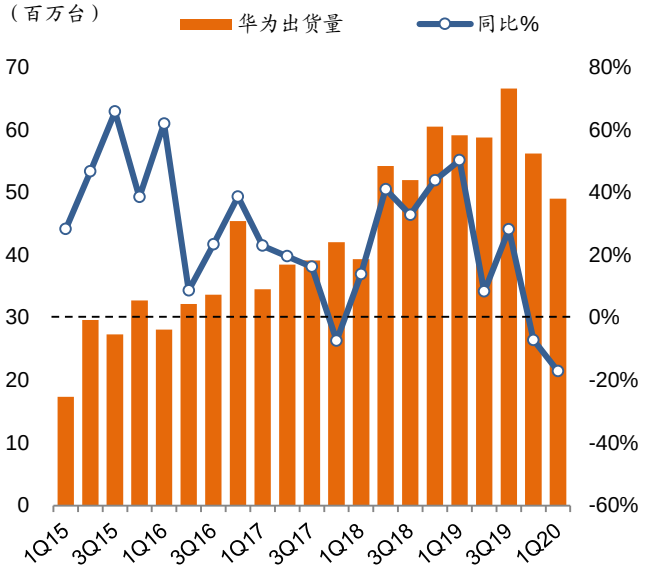
资料来源：中国信通院、招商证券（香港）

图表68：全球iPhone出货量趋势



资料来源：IDC、招商证券（香港）

图表69：全球华为智能手机出货量趋势



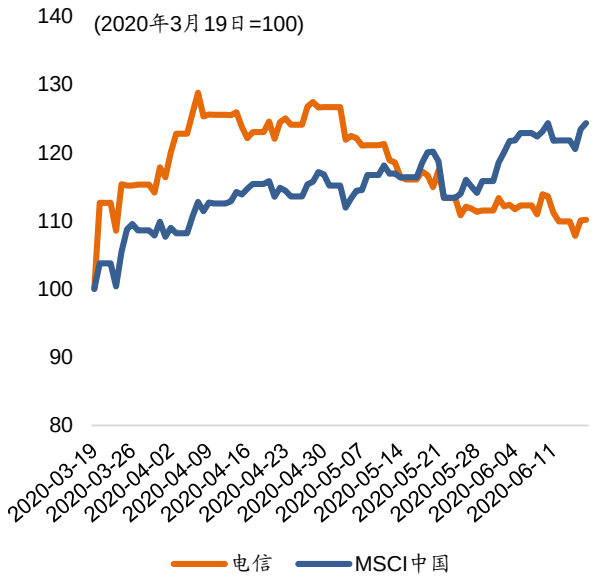
资料来源：IDC、招商证券（香港）

电信

今年 3 月和 4 月，电信板块跑赢 MSCI 中国指数，但自 5 月中旬以来，又落后于 MSCI 中国指数。然而，自 3 月 23 日的低点以来，电信板块的表现一直逊于沪深 300 指数。5G 发展仍然是中国关键的国家目标，有政府指导及政策支持促进 5G 发展。中国工信部要求三大电信运营商和中国铁塔在统筹新冠疫情防控的同时共同努力加快 5G 部署。两会政府工作报告也要求加强新型基础设施建设，发展新一代信息网络。我们认为今年提速降费压力较小，支持电信公司新增 5G 网络投资。随着中国 5G 布建加速，我们认为电信设备供应商和基础设施服务提供商将是主要受益者，其后为电信公司，它们已经经历了最初的“高资本支出，低新用户”阶段。

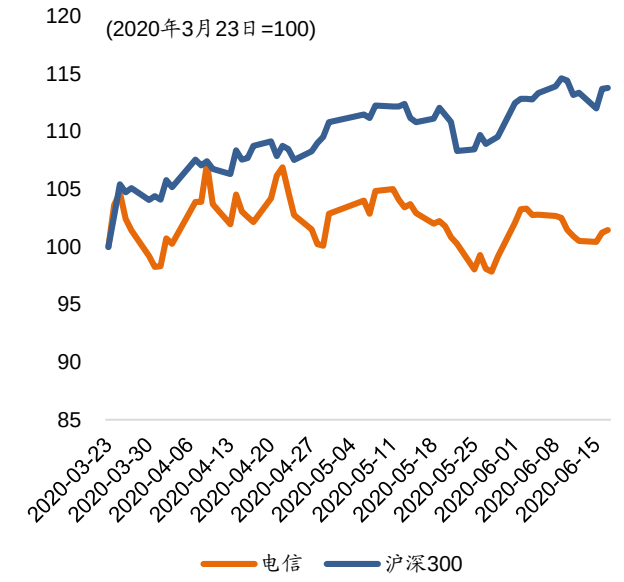
电信股今年迄今表现不佳，我们将其归因于：1）投资者风险偏好上升，以及 2）5G 网络主要在下半年推出。因新冠疫情爆发，中国的 5G 网络部署速度于 20 年上半年放缓。中国移动仅安装了 12.4 万个 5G 基站，而其 2020 年底的年度目标是安装 30 万个。中国电信已经安装了 7.2 万个 5G 基站（2019 年底为 4.8 万个），并将在 2020 年下半年加速，在年底达到 14 万个的目标。除了一线城市，我们认为 5G 网络覆盖还不够全面，不足以吸引大量活跃的 5G 用户。中国移动和中国电信公布的 5G 套餐用户数量录得快速增长（4 月分别已达 4,400 万和 2,200 万），而中国信通院数据显示，截至 5 月底中国 5G 智能手机出货量仅为 6,000 万部，意味着部份 5G 套餐用户没有使用 5G 手机来享受 5G 服务。我们预计在 2020 年底或 2021 年初 5G 用户和收入贡献将有更明显增长。

图表70：MSCI中国行业表现：电信



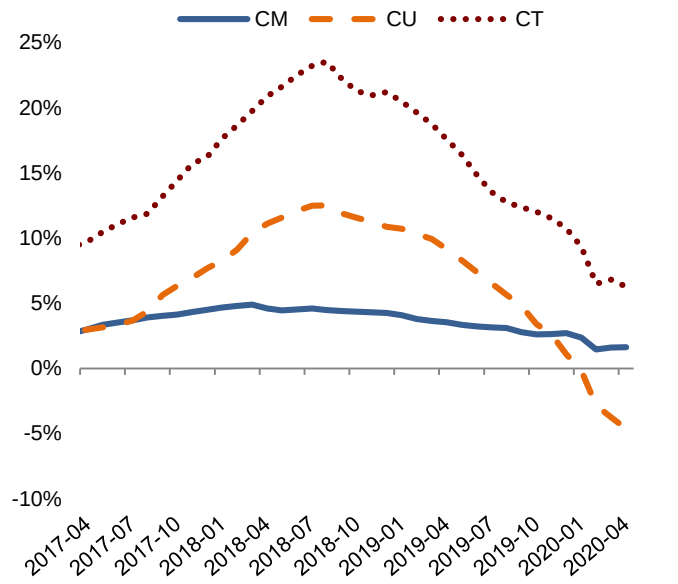
资料来源：彭博、MSCI、招商证券（香港）

图表71：沪深300行业表现：电信



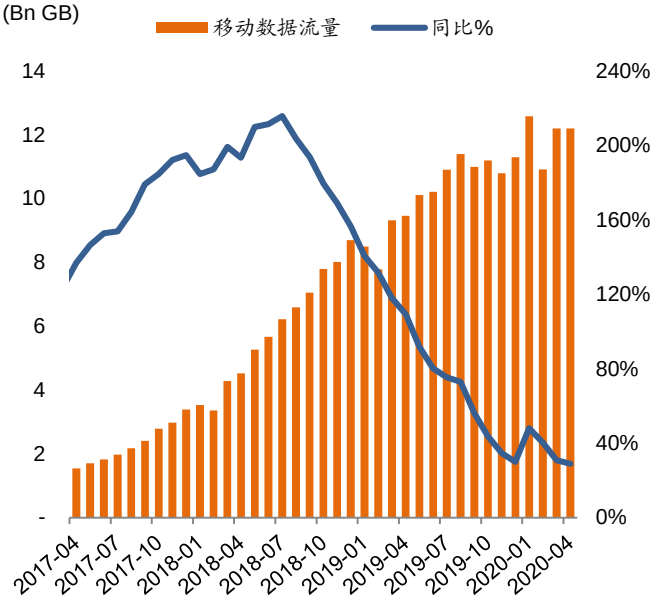
资料来源：万得、招商证券（香港）

图表72：手机用户增长（同比%）



资料来源：工信部、招商证券（香港）

图表73：移动数据流量（同比%）

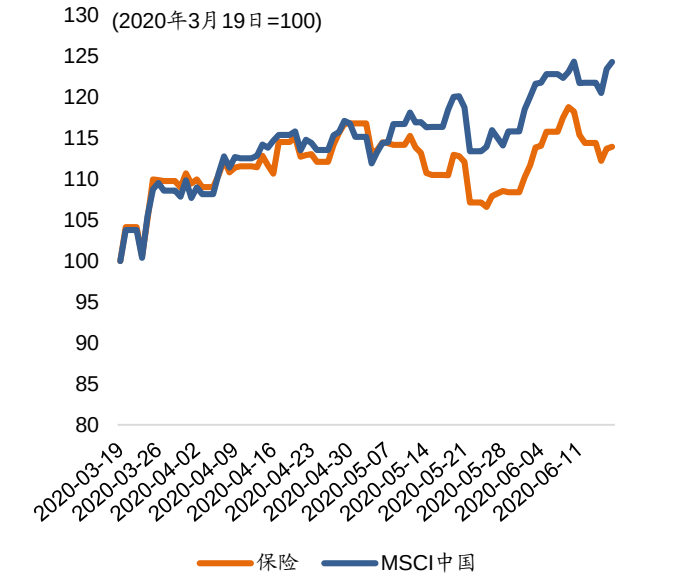


资料来源：工信部、招商证券（香港）

保险

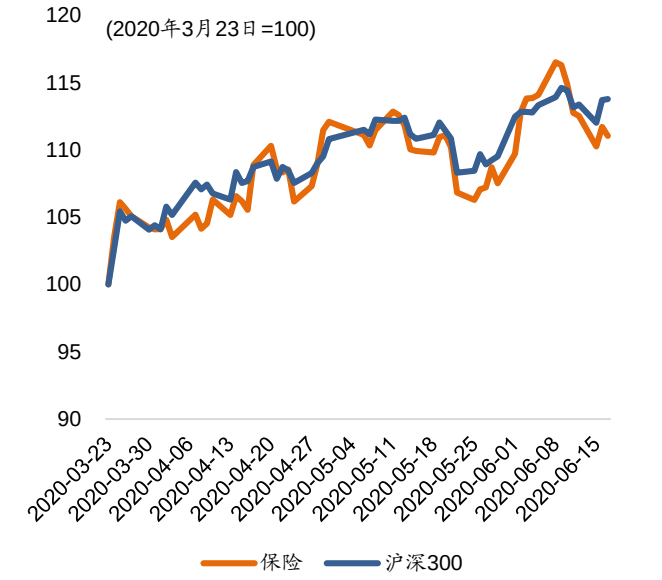
保险行业的表现略好于银行行业，但整体表现疲弱。自新冠疫情爆发以来，中国 10 年期国债收益率一直处于低位。由于 750 天移动平均值下跌，保险公司的会计利润可能受到影响。4 月和 5 月，社会融资总量的增长强劲反弹，意味着未来几个月中国政府债券收益率可能相对稳定，甚至出现反弹。因此，对政府债券收益率的担忧可能在 2020 年三季度有所缓解。

图表74：MSCI中国行业表现：保险



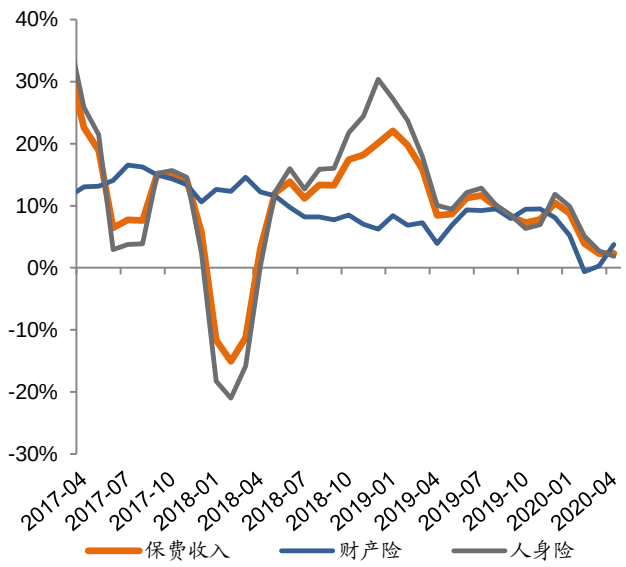
资料来源：彭博、MSCI、招商证券（香港）

图表75：沪深300行业表现：保险



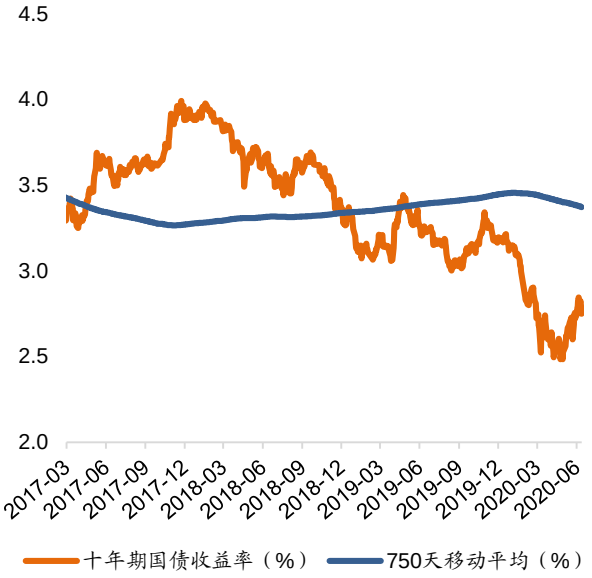
资料来源：万得、招商证券（香港）

图表76：保费收入（同比%，三个月移动平均值）



资料来源：万得、招商证券（香港）

图表77：10年期国债收益率的750天移动平均值

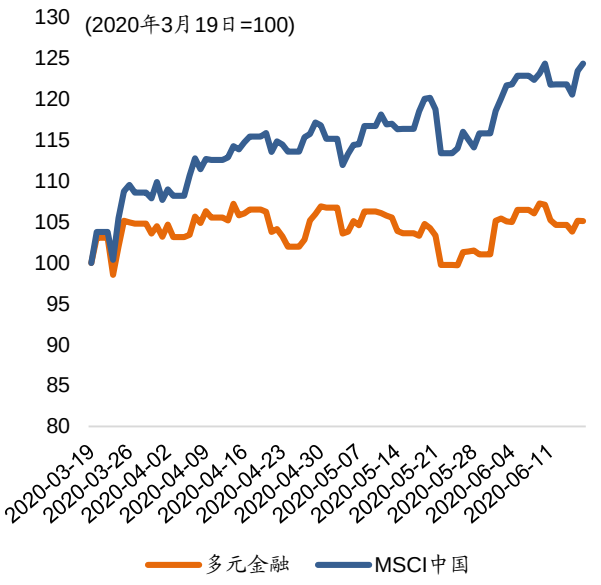


资料来源：万得、招商证券（香港）

多元金融

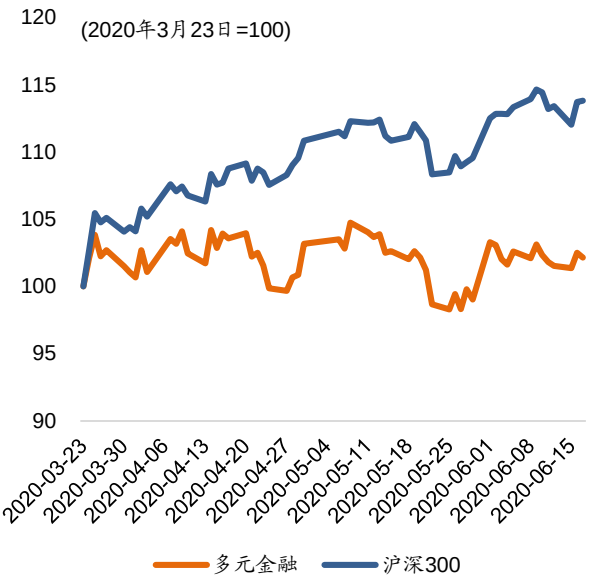
多元金融行业自 3 月份以来一直表现不佳。由于市场波动和不确定性，我们预计未来几个月不会出现实质性反弹。

图表78：MSCI中国行业表现：多元金融



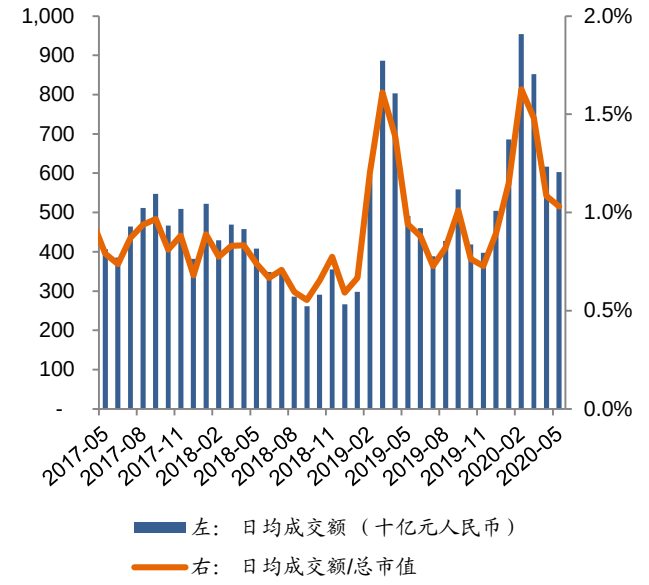
资料来源：彭博、MSCI、招商证券（香港）

图表79：沪深300行业表现：多元金融



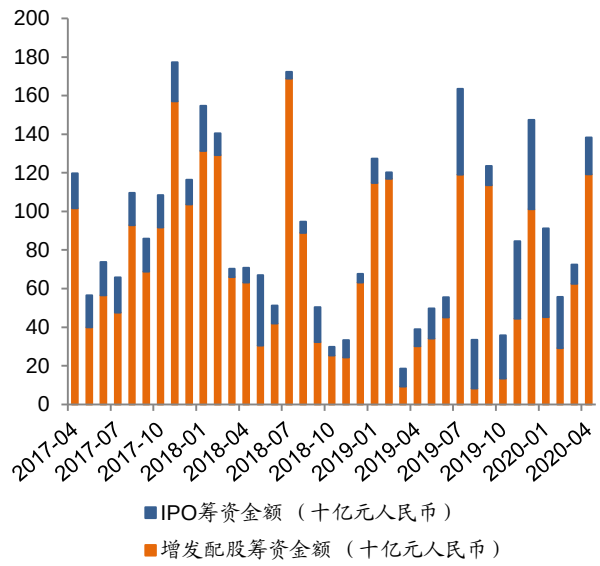
资料来源：万得、招商证券（香港）

图表80: A股市场成交额



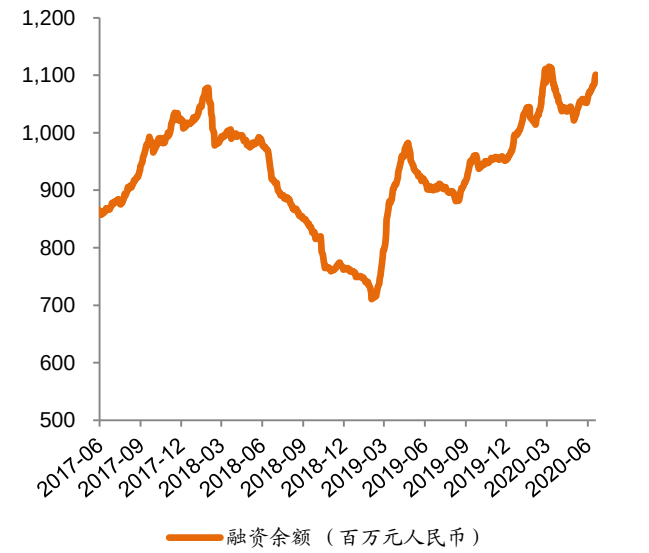
资料来源：万得、招商证券（香港）

图表81: A股市场筹资活动



资料来源：万得、招商证券（香港）

图表82: A股市场融资余额



资料来源：万得、招商证券（香港）

图表83: A股市场融券余额



资料来源：万得、招商证券（香港）

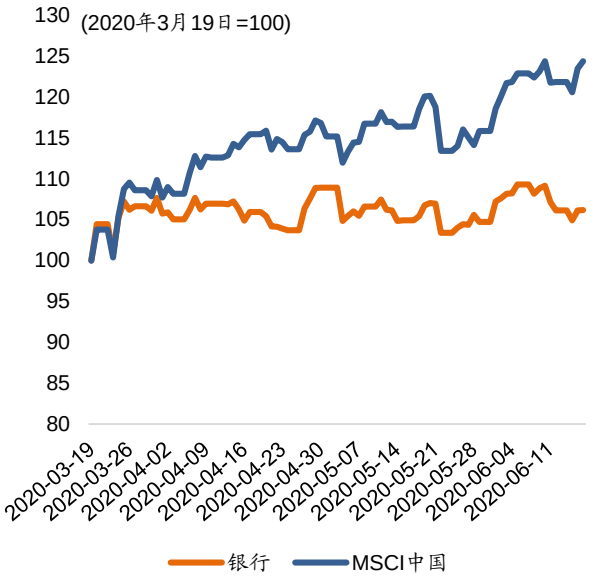
银行

在 MSCI 中国指数和沪深 300 指数中，银行行业一直表现不佳。2020 年至今，中国人民银行和中国银保监会推出了一系列逆周期措施。这些措施对银行业的影响主要在以下几个方面：1）随着中国人民银行不断下调利率和存款准备金率，3-4 月份银行间负债融资成本呈下降趋势；2）2 月和 4 月连续下调贷款市场报价利率（LPR）；3）3 月至 5 月人民币贷款余额增速强劲反弹，部分原因是预期利率下降，银行可能会选择提前发放贷款，以提高近期盈利能力。

贷款市场报价利率（LPR）的进一步下调可能会导致借贷利率持续下降，这对银行的净息差是负面的。我们的分析显示，贷款市场报价利率下调 5 个基点对主要银行净利润的最大影响估计在-1.4%左右。

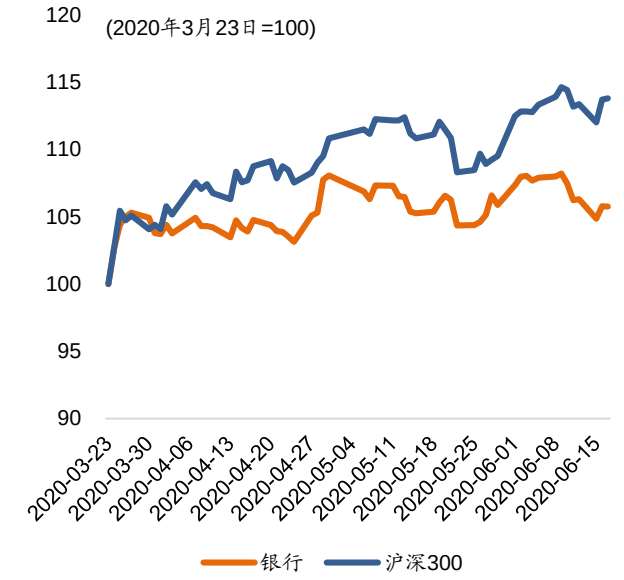
近日，2020 年政府工作报告表示，给予受新冠肺炎影响的中小企业灵活还款的暂时性政策将延长至明年 3 月底。这一政策仍将产生一些风险，可能会对 2021 年上半年银行贷款质量造成压力。

图表84：MSCI中国行业表现：银行



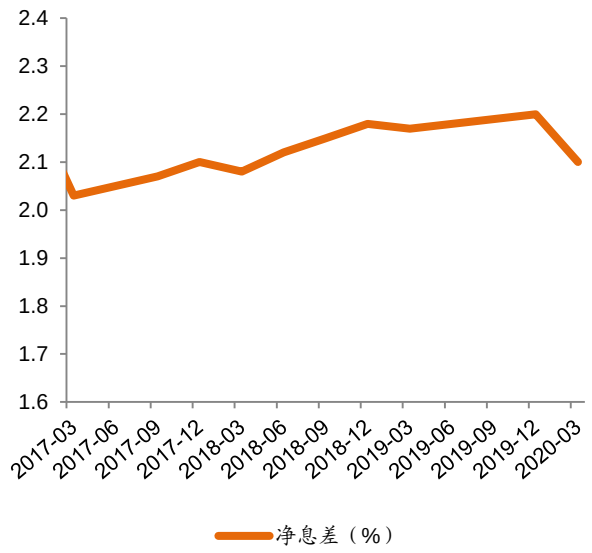
资料来源：彭博、MSCI、招商证券（香港）

图表85：沪深300行业表现：银行



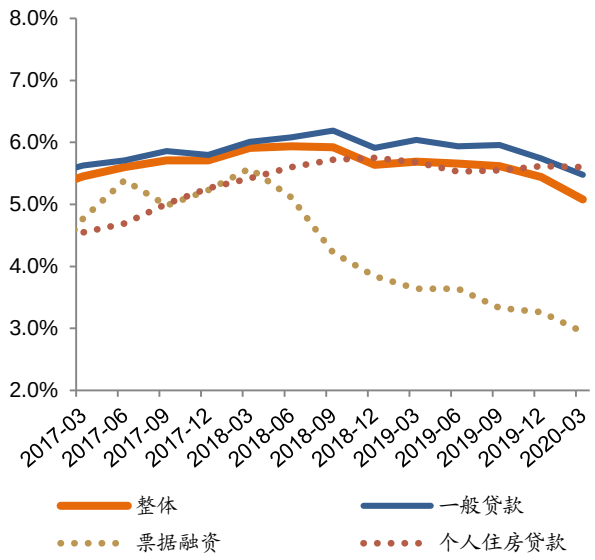
资料来源：万得、招商证券（香港）

图表86：中国商业银行：净息差



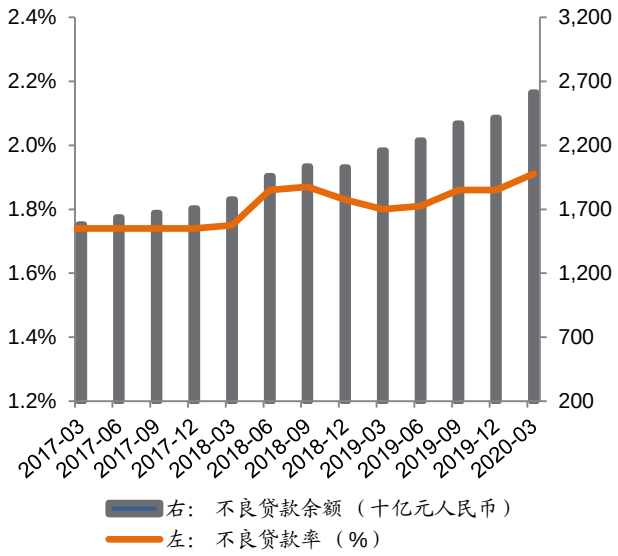
资料来源：万得、招商证券（香港）

图表87：中国商业银行：加权平均利率



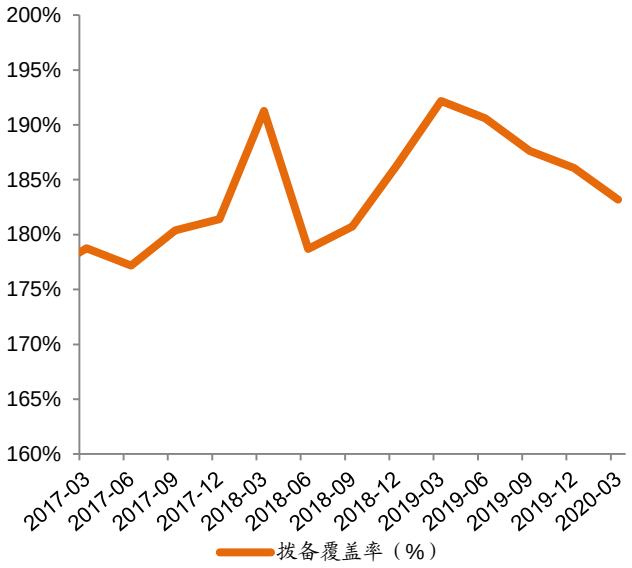
资料来源：万得、招商证券（香港）

图表88：中国商业银行：不良贷款



资料来源：万得、招商证券（香港）

图表89：不良贷款覆盖率

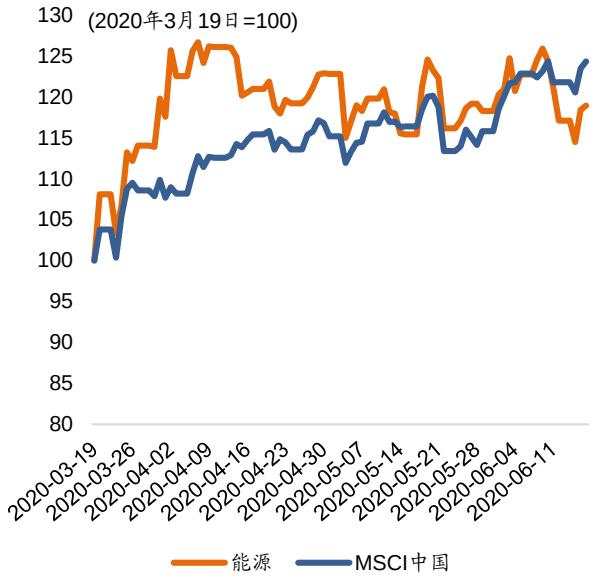


资料来源：万得、招商证券（香港）

能源

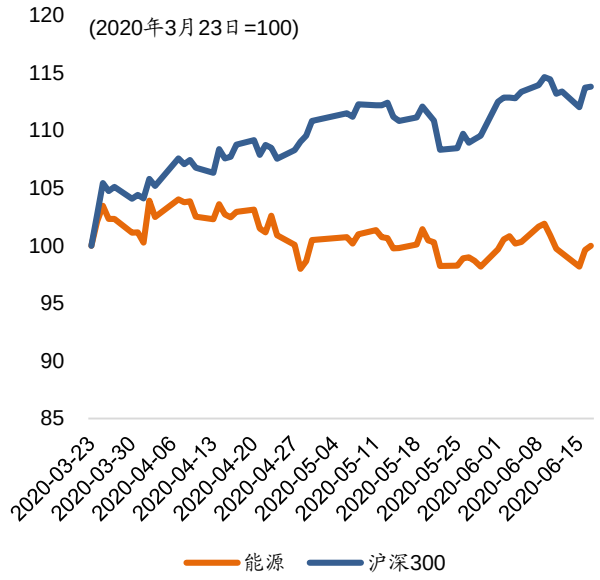
油价从历史低点反弹，布伦特原油价格较 4 月份的低点上涨近一倍。然而，由于担心“第二波疫情”将继续拖累石油需求，不确定性依然存在。其他担忧包括随着油价上涨美国页岩油过度重启产能，以及如果欧佩克+成员国开始取消减产，则石油产量将急剧增加。这是 MSCI 中国指数和沪深 300 指数年初迄今为止表现最差的板块。

图表90：MSCI中国行业表现：能源



资料来源：彭博、MSCI、招商证券（香港）

图表91：沪深300行业表现：能源



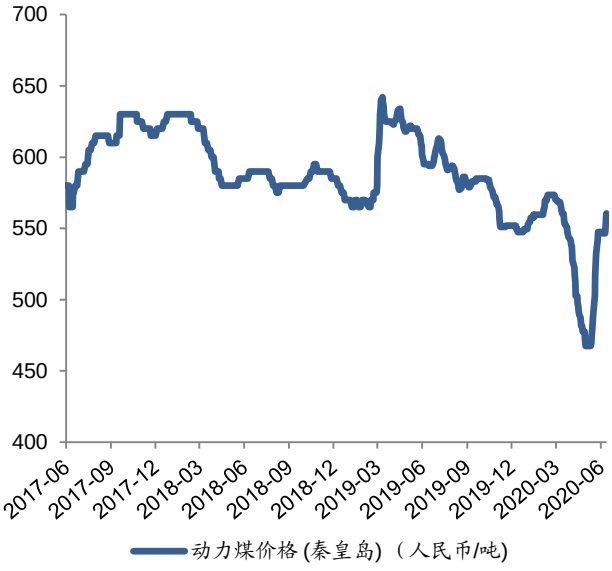
资料来源：万得、招商证券（香港）

图表92：原油价格



资料来源：彭博、招商证券（香港）

图表93：煤炭价格



资料来源：万得、招商证券（香港）

招商证券首选推荐

图表 94：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	564,582	450.6	495.0	33.7	27.5	27%	0.4%	9%	互联网
BILI US	哔哩哔哩	14,200	41.1	37.0	n.a.	n.a.	-32%	0.0%	-37%	互联网
BABA US	阿里巴巴	601,601	224.3	259.0	31.6	23.5	38%	0.0%	-43%	电商
JD US	京东	95,817	62.0	60.0	54.2	38.2	12%	0.0%	-46%	电商
2359 HK	药明康德	27,656	93.9	83.6	68.5	55.5	52%	0.3%	-7%	医药
BGNE US	百济神州	13,561	174.4	200.0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-72%	医药
1801 HK	信达生物	8,482	47.6	57.2	n.a.	n.a.	35%	n.a.	-25%	医药
1186 HK	中国铁建	15,856	6.8	11.8	3.7	3.5	n.a.	4.3%	46%	基建
3311 HK	中建国际	3,225	5.0	9.2	4.0	3.4	16%	6.5%	50%	基建
1157 HK	中联重科	6,981	6.3	8.2	8.1	6.3	19%	3.4%	33%	基建设备
631 HK	三一国际	1,502	3.7	5.5	10.1	6.7	14%	3.5%	-16%	机械设备
2688 HK	新奥能源	13,327	93.2	103.00	16.6	14.4	11%	2.2%	39%	公用事业
135 HK	昆仑能源	5,754	5.1	6.80	6.6	5.6	6%	5.3%	21%	公用事业
788 HK	中国铁塔	34,520	1.5	2.0	33.9	26.2	38%	1.6%	63%	电信
728 HK	中国电信	23,496	2.3	3.4	8.2	7.6	0%	5.4%	27%	电信
1810 HK	小米集团	39,328	12.5	15.0	23.1	17.5	3%	0.0%	-57%	技术硬件
TAL US	好未来	37,966	64.2	64.0	267.3	78.2	-99%	0.0%	-28%	教育
EDU US	新东方	20,743	130.9	151.0	42.5	32.8	19%	0.0%	-118%	教育
1765 HK	希望教育	2,226	2.6	2.7	29.4	21.3	11%	1.3%	22.1%	教育
914 HK	海螺水泥	39,718	53.8	68.5	7.3	7.7	n.a.	4.2%	-41.6%	原材料

资料来源：彭博、招商证券（香港）；数据截至 2020 年 6 月 17 日

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