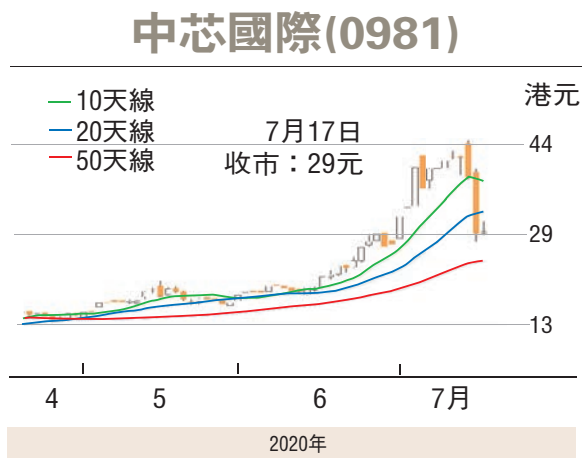


紅籌國企 高輪

張怡

中芯超買改善可趁低吸



備受矚目的中芯國際A股(688981.SS)於周四在科创板掛牌，A股首掛收報82.92元人民幣，較招股價高出2.02倍，而股價昨現回吐壓力，收跌7.07%。至於這邊廂中芯國際H股(0981)於周四則見急跌，收報28.75元，單日大跌25.23%，成交更高達225.67億元。中芯H股經過週四急跌後，股價昨日大部分時間均呈升勢，收報29元，小升0.87%，但因短期沽壓已見收斂，超買情況獲改善下，不妨考慮伺機收集博下一浪炒上。

美國最近加大對華為的制裁力度，試圖切斷其與全球晶片商的聯繫。為了減少對美國高科技芯片的依賴，國家近年已全力支持芯片加速研發，國產化勢在必行，加上科创板大開政策綠燈，中芯作為芯片龍頭前景值得看好。中芯是內地集成電路晶圓代工的龍頭企業，提供0.35微米到14納米不同技術節點的晶圓代工與技術服務。業績方面，今年首季營業額按年增長35.5%，至9.05億元(美元，下同)；純利按年大幅增加422.8%，至6,416.4萬元。毛利率25.8%，按年升7.6個百分點。中芯第二季指引預期季度收入環比增加3%至5%；毛利率介乎26%至28%；經營開支介乎2.4億至2.45億元。

隨着中芯成功登陸A股科创板，估值可望調高。事實上，有內地證券公司預計，中芯國際在內地科创板上市後，募資後每股淨資產可提升四成，故料現有估值下股價仍有上升空間。可趁中芯調整期部署低吸，中線上望目標仍看上市高位的44.8元(港元，下同)，惟失守50天線支持的26元則止蝕。

看好騰訊留意騰輪15405

騰訊控股(0700)於周四急跌5.53%後，股價昨日已見反彈，收報521元，升1.56%。若繼續看好該股後市反彈行情，可留意騰訊騰輪(15405)。15405昨收0.221元，其於今年12月24日最後買賣，行使價18.18元，兌換率為0.01，現時溢價22.89%，引伸波幅35.61%，實際槓桿7.45倍。

板塊透視

耀才證券研究部高級分析員 黃澤航

獲利回吐 難改A股向好格局

本周，內地市場高開低走，市況急轉直下，交投逐日降溫，期間，上證綜指自高位回落近250點至3,214.13，累計跌幅達5%，滬深兩市日均成交回落至1.51萬億元(人民幣，下同)，兩融餘額續升至1.38萬億元，北向資金周內淨流出191.17億元，而板塊方面，建築材料(水泥股)、農林牧漁(豬肉股)指數跑贏，漲幅在1%~3%，計算機(信創概念)、商業貿易(免稅概念)、電子(半導體)、非銀行金融(券商股)指數落後，跌幅超過8%。

6大因素促獲利盤湧現

首先，關於獲利盤出逃的導火索，坊間談論的主要有：(1)中國第二季度經濟樂觀，降低貨幣寬鬆預期，不利股市；(2)美聯儲資產負債表規模連降四周，暗示正在縮表，跨境資本或將撤出；(3)監管層採取系列措施，降溫非理性炒作；(4)中美關係進一步緊張，包括南海問題、華為問題等；(5)中芯國際(688981)科創板上市帶來資金分流效應；(6)北向交易型資金集中兌現。

歸納上述觀點發現，風險信號在於資金擠兌、監管趨嚴、國際形勢緊張。再結合市場近期大幅上漲主要依靠資金推動，由槓桿資金和跨境資本內外合力，對資金成本、監管風向和外圍風險較為敏感，當三大風險信號同步亮燈時，聰明資金迅速撤離，也誘發了被動贖回、止損等非理性操作，加劇恐慌和跌幅。

結構性行情仍可期待

不過，劇烈的沽壓也釋放了市場過熱的風險，為趨勢向好騰出空間，而上述風險信號的亮起並未帶動人民幣離岸匯率劇烈波動，意味著資金的撤離或只是暫時。

此外，剛公布的數據顯示，美聯儲資產負債規模表過去一周已有回升，美國疫情反覆趨向嚴重，短期縮表難以實現；中國央行過去5天淨投放5,300億元流動性，創短期新高，緩解寬鬆見頂憂慮；至於監管層降溫市場更多是引導而非打壓。

展望後市，筆者相對樂觀，在新常態下，中國經濟復甦信心愈加堅定，資本市場基礎性改革步伐加快，居民財富等中長線資金配置提升，特別在環球貨幣寬鬆周期中，有望吸引更多國際資本，在健康牛市的引導下，結構性行情仍可期待。(筆者並未持有上述提及股份)

投資者宜趁機吸納好股



葉尚志 第一上海首席策略師

7月17日，港股出現震動企穩反彈，恒指漲了接近120點，回企至25,000點關口水平，但大市成交量顯著縮減至不足1,300億元，是本月來的最少日成交量。目前，港股仍處於調整格局行情，尤其是在出現縮量的情況下，市場的觀望氣氛是有所轉濃的，從前兩周的亢奮熾熱狀態有所降溫下來。

走勢上，恒指目前的好淡分水線維持在25,500點，估計暫時未可擺脫調整局面，而盤面相信仍將有所擠壓，但對於回A題材、中資券商、互聯網龍頭、5G題材和內需消費，可以繼續優先關注吸納機會。

恒指反覆調整了有兩週後出現震動企穩，日內波幅收窄至僅有250點，加上市場明顯縮量，似乎市場仍在觀望、彈性未見增強，其中，在本土疫情再次爆發下，本地股的壓力來得比較明顯，太古A(0019)是跌幅最大的指數股，下跌1.8%並再度創出年內新低。恒指收盤報25,089點，上升118點或0.47%。國指收盤報10,204點，上升70點或0.68%。另外，港股主板成交金額縮減至1,295億多元，而沽空金額有174.4億元，沽空比例13.46%。至於升跌股數比例是1,108:706，日內漲幅超過13%的股票有47隻，而日內跌幅超過10%的股票有30隻。

內地及香港股市的聯動共震狀態愈來愈顯著，因此，A股的後續發展如何，是我們的關注重點之一，而總體上，雖然A股近日出現急衝後的回打，但是我們對A股維持正面看法，在內外資金的推動下，相信A股是具有後續延伸性。從過去半年的市況來觀察，外資參與A股的程度是明顯加強了，這個跟2015年和2007年、主要內部資金加槓桿的情況是有所不一樣的，情況可以增強資金流動性，也可以強化A股的韌性後延性。

A、在相對低點建立好倉位籌碼後，A股在踏入7月就開始動起來了。

外資來了，內部資金也見逐步活躍起來，兩融餘額在7月16日已增加累積至接近14,000億元人民幣的新高水平。隨着經濟調結構的穩步推進，IMF國基會在6月下旬發表的最新報告中，就預測在全球主要經濟體中，只有中國可以在2020年錄得GDP正增長，另一方面，A股資本市場的加快改革完善，科创板的成功推出、創業板的註冊制、交易制度的改良優化，相信都是促使內外資金繼續流向A股的正面因素。

免責聲明：此報告所載的內容、資料及材料只提供給閣下作參考之用，閣下不應依賴報告中的任何內容作出任何投資決定。第一上海證券有限公司/第一上海期貨有限公司/其關聯公司或其僱員將不會對因使用此報告的任何內容或材料而引致的損失而負上任何責任。

內外資金續流向A股

正如早前指出，MSCI在2019年5月至同年11月，分三次把A股納入指數增加至20%，而另一國際知名金融機構富時羅素，也差不多是跟MSCI同步，在2019年6月至2020年5月、逐步把納A的權重提升至25%。而值得注意的是，這些納A行動都是第一階段的，後續的仍在繼續商討研究推進。但事有湊巧，在MSCI和富時羅素都完成了首階段納

滬深股市 述評

過激行情消化 後續波動率料減

滬深三大股指昨日全天多次反轉，尾盤集體翻紅。截至收盤，滬指收報3,214點，漲幅0.13%，成交額4,865億元(人民幣，下同)；深證成指收報13,115點，漲幅0.91%，成交額6,296億元；創業板指收報2,662點，漲幅0.61%，成交額2,133億元。兩市個股漲跌參半，上漲家數1,931家，下跌1,909家，其中漲停75家，跌停52家，市場情緒有所好轉。申萬一級行業指數漲多跌少，休閒服務、國防軍工、建築材料、家用電器漲幅居前，房地產、非銀金融、商業貿易跌幅居前。北向資金昨日淨流入33.01億元，其中滬股通當日淨流入14.78億元，深股通當日淨流入18.23億元。

市場擔憂消化小半

不過經過昨天的走勢，這種擔憂至少消化了半，我們看到抱團品種雖然不繼續下跌的標的，但多為前期過度炒作、明顯出現泡沫而實際業績成色或技術地位有限的，但有實質業績支撐、確定性穩定經營、具有行業龍頭地位、可以靠時間累積收益消化估值的品種都迅速反包了，這種分化特徵後續將更加明顯，畢竟本週前兩天外資賣了，後兩天內資賣了，但賣了之後手上的錢還有新基金募集的錢還要有地方投出去的，沒有瑕疵的標的又經過洗禮自然仍然是眼球的關注方向。

而一看市場穩了，基民心定了，自然也就破除了原來潛在的負向連環擔憂，所以我們認為後續指數的波動率有望下行，此前的恐慌和擔憂已經消化了半了。下周的風險點在於，咕咕已久的大規模解禁將正式到來，其中科创板解禁市值高達2,000億元左右，整個A股解禁量約3,000億元，規模約為本周的3倍有餘。本周的調整亦是與人們對解禁的擔心有較大的關聯。

興證國際

證券分析

政策繼續支持創新藥 石藥前景看俏

國家藥監局近期公布《突破性治療藥物審評工作程序(試行)》等三個文件，對於突破性藥物審評、藥品附條件上市申請審評、藥品上市許可優先審評做出詳細規定。對於突破性藥物，藥審中心應當在接到申請後45日內將審核結果反饋申請人。為鼓勵以臨床價值為導向的藥物創新，加快具有突出臨床價值的臨床急需藥品上市，符合藥品附條件批准上市技術指導原則中規定的附條件批准的情形和條件的藥品，申請人可以在藥物臨床試驗期間，向國家藥審中心提出附條件批准申請。

內地原來對藥品審評時間等缺乏明確規定，我們預計隨着創新藥及突破性藥物優先審評規定的細化，審評時間將縮短，未來3年將是中國創新藥上市爆發期，我們將長期關注在腫瘤與心腦血管等領域擁有強大研發能力的創新藥生產商。

石藥目標價看18.28元

我們建議繼續關注早前推薦的石藥集團(1093)。如早前報告所述，我們預計公司二季度銷售情況將好轉，而且關於市場早前憂慮的醫保目錄談判導致恩必普降價的傳聞，目前並沒有更新，而且我們認為恩必普作為在大中型醫院廣為使用的臨床一線用藥，長線降價有助於推動產品的銷量。石藥集團擁有強大研發能力，公司抗腫瘤藥叻替佐米於6月獲批，而且我們預計重磅抗感染藥物兩性黴素將於2020-21年上市，而且鹽酸米托醯醯脂質體注射液與抗RANKL單克隆抗體(JMT103)也處於三期臨床階段，預計將於2022-23年上市。我們維持早前盈利預測，即2019-22E淨利潤CAGR為約19.1%。按照7月15日收市價計算，公司股價對應20.5倍2021E PER。我們認為估值有提升空間，重申「買入」評級與18.28港元目標價，對應23.1倍2021E PER。(摘錄)

工銀國際研究部 黃承傑、李啓浩

行業分析

中國光伏行業一重點關注矽料和電池生產環節龍頭

矽料供應格局更平衡我們認為在上游供應鏈的矽料領域基礎較穩固，因為：1.) 產能規模較大、高成本的海外生產商幾個月前決定暫停生產，令整體供應減少9%以上；2.) 矽料生產商前一輪產能擴張大致在2019年完成，因此2020年大致上是矽料生產商新建產能爬坡但沒有額外供應增加的一年；3.) 部分生產線在上半年行業處於下行周期時提早進行檢修，可望進一步減少供應。若全球疫情在未來幾個月逐漸受控，我們認為現時矽料價格每公升約6.7美元已接近今年低谷，基於矽料需求與矽料產量、成本的相互檢驗，預計在全球需求回暖下將大概率反覆上升至8-9美元。

電池盈利能力或觸底回升我們也看好電池領域，主要基於以下因素，現貨價有巨大的上升空間：1.) 2020年產能同比增幅較輕，限制了電池價格的下行風險；2.) 矽片生產商大規模擴張產能令矽片成本下降，也有望改善生產電池的盈利能力。我們認為成本優勢明顯、正在擴大市場的電池生產行業龍頭可以在行業觸底中佔盡優勢。

最近股價經歷一輪上升後估值仍

不昂貴雖然通威和大全新能源現價對應1年動態市盈率較歷史均值高1-1.3個標準差，但與2018年上半年行業前一輪上升周期時這兩家公司的估值溢價較歷史均值高2個或以上標準差比較，我們認為現時溢價合理，主要由於：1.) 大量二、三線生產商在2018年下半年行業下行周期被淘汰，現階段行業集中度較高，利好龍頭生產商；2.) 組件成本自2018年6月至今年下降50%及過去兩年的技術進步令新建光伏項目可以較容易實現平價上網和所需回報(8%以上)。

龍頭上游企業可望跑贏

具有成本和技術優勢的龍頭上游企業可望跑贏，買進通威和大全新能源總括而言，我們認為矽料和電池布局領先的上游企業更可能得益於短期內需求有望回暖的變局。我們首次覆蓋通威和大全新能源，考慮到兩者在矽料和電池領域的龍頭地位帶來成本和技術優勢，未來幾年盈利能力更具韌性和可持續性，我們給予「超越基準」評級。兩者現價分別對應21倍和14倍1年動態市盈率，與同業均價25倍比較也不昂貴。

美聯儲的政策工具選項

任籌帷幄

新冠肺炎疫情持續爆發，市場卻對疫苗的推出期望過高，而目前股市表現正是由這期望和寬鬆貨幣政策所支撐。最新資料的顯示病毒抗體在3個月後下降十分明顯，無論是從打疫苗得到或因為接觸過病毒而得到。預期疫情仍有可能在秋冬時爆發。經濟無疑會受到影響。

美聯儲可以選擇負利率，但作為全球儲備貨幣的美元要跌至負利率意味著存款流失，所以萬不得已，美聯儲並不希望也將利率壓至0之下。另一個選項就是加大QE(量化寬鬆措施)，但事實上在低息的環境下，美聯儲本身也承認，QE能發揮的作用比2008年為低。那就代表QE的副作用隨時大於好處。事實上，QE已引資源集中在四大銀行，富國，摩根，美銀和花旗。所以去年9月美聯儲不停通過回購市場干預操作向金融系統注入流動性。

美聯儲在二級市場購買商業債券，就保護了金融機構的系統性風險，但也會引發道德風險。但未能解決企業缺乏收入所帶來的流動性風險。解決企業的流動性主要任務落在財政政策身上。

另一個是孳息曲線操控(Yield Curve Control)假設美聯儲相信，要實現其通貨膨脹和就業目標，美聯儲至少必須在2025年底之前將利率保持在零。美聯儲可以通過宣布已做好準備來加強其承諾。購買2025年12月31日或之前到期的任何數量的國債及那些孳息率為0%的國債。購買任何數量合格債券的承諾是使美聯儲將利率控制在收益率曲線之外的機制。但孳息曲線操控有弱點，如果美聯儲的出價不吸引，沒有人會向美聯儲出售任何要購買的債券，那政策效用等於0，但如果出價十分吸引的話，那麼美聯儲最終可能會擁有整個美國國債市場。日本央行正在面對這種困局。

疫情若續爆發 美匯先升後回

秋冬如果疫情持續爆發，並拖延經濟復甦的步伐，美元有機會再次成為避險貨幣。事實上，在日圓，瑞朗和美元三個避險貨幣，美元的表現是最穩定的，表現為美匯指數在95-96有一定的支持，預期美匯有機會回升至97-98，後才再次回落。

央行政策不變 日圓續橫行

金匯動向 馮強

美元兌日圓本周三在106.65附近獲得較大支持，周四曾反彈至107.40水平，本周尾段大部分時間窄幅處於107.10至107.35水平之間。日本央行本周三會議保持政策不變，同日公布的7月版經濟與物價展望報告則預測今年實質GDP增長將介乎負5.7%至負4.5%之間，稍弱於4月版的負5%至負3%之間的預期。不過日本央行行長黑田東彥會議後的發言顯示，受新冠疫情影響的經濟已經見底，而日本經濟產業省本周三亦公布5月份零售數據按月掉頭回升1.9%，較4月份的9.9%跌幅改善，並且是3個月以來首次按月回升，預示日本第3季經濟將呈現好轉，減輕日圓下行壓力，美元兌日圓過去兩週均未能重上108水平。

日本央行在剛公布的經濟與物價展望報告中，預測明年的GDP增長水平為3%至4%之間，略高於4月時評估的2.8%至3.9%範圍，反映央行仍認為明年上半年經濟將有頗強表現。此外，經濟活動逐漸回升，日本央行亦預期明年扣除新鮮食品的核心通脹率將回復正增長，重上0.3%水平，高於今年的負0.5%水平，不排除日本央行在9月16日至17日連續兩天的會議將繼續維持政策不變。隨着日圓過去5周均處於橫行走勢，預料美元兌日圓將暫時上落於106.00至108.00水平之間。

關注歐盟領導人峰會結果

雖然金價過去1周保持橫行，若果本月18日的歐盟領導人峰會結果一旦不利美元指數表現，則預料現貨金價將反覆走高至1,830美元水平。