

中信证券研究部



杨灵修
首席海外策略师
S1010515110003



联系人：徐广鸿



联系人：周家禾



联系人：王一涵

核心观点

2021 年 6 月，港股市场经历了小幅回调，恒生指数/国企指数分别下跌 0.7%/2.0%，相较 A 股整体并未明显跑输，但近期回调压力凸显，6 月 28 日后经历了连续 8 日下跌。从板块间表现来看，6 月前期涨幅靠前的能源、医药等板块近期快速回调，反垄断叠加中概监管趋严进一步压制了港股互联网龙头，反观汽车与零部件、运动服饰等景气度持续向好，同时具备业绩支撑的细分赛道抗压能力凸显，仍保持一定的上涨势头。根据我们跟踪的托管口径计算，近期市场连续下跌过程中，南向资金的流出规模明显扩大，但外资并未进一步减持港股资产，市场连续下行期间（6 月 28 日至 7 月 7 日，下同）外资累计净卖出仅 20 亿港元（6 月单月净卖出 243 亿港元）。反观南向资金自 6 月 28 日以来累计净卖出 214 亿港元，在大幅抛售以腾讯、美团、小米为代表的港股科技龙头公司的同时反而进一步增配消费、医药等，其中消费板块中汽车与零部件、运动服饰等近期仍明显获得南向资金增持，吉利汽车、李宁、比亚迪股份为南向资金 6 月以来净买入较大的个股。

■ 2021 年 6 月以来，港股市场主要指数呈现出“倒 V”走势，恒生指数/国企指数单月分别下跌 0.7%/2.0%，期间更是经历了指数连续 8 日下跌。板块间呈现明显的结构分化，前期涨幅居前的能源、医药板块近期回吐压力凸显，自 6 月 28 日以来明显跑输工业、公用事业等传统经济板块。此外互联网龙头在过去一段时间股价进一步遭到压制，反垄断持续发酵叠加中概监管趋严引发了市场对于相关上市公司的担忧。在市场连续下行阶段，从资金端来看，外资和南向资金流出规模有所扩大，我们按港交所托管口径计算，自 2021 年 6 月 1 日至 7 月 7 日经过计算后的外资累计流出港股市场规模接近 241 亿港元（其中自 6 月 28 日以来的 7 个交易日累计净卖出 20 亿港元），反观香港本地资金，自 6 月以来净买入约 748 亿港元（其中自 6 月 28 日以来的 7 个交易日累计净买入 350 亿港元）。

■ 6 月以来南向资金大幅减持港股科网巨头，加码估值调整、前在收益率上行的优质“消费类公司”。6 月中下旬，南向资金已出现一定的流出迹象，过去两周（6 月 28 日-7 月 9 日）累计净卖出超过 214 亿港元。行业配置上，近期南向资金的投资行为主要体现以下几点特征：（1）近一年来首次连续净卖出港股计算机、电子元器件板块，且过去两周减持规模明显扩大，腾讯、美团、小米集团自 6 月 28 日以来减持幅度最大；（2）市场连续下跌期间（6 月 28 日-7 月 7 日）南向资金对于餐饮旅游板块的减持力度加大，期间累计净卖出超过 40 亿港元；（3）汽车、运动服饰以及医药板块自 6 月以来获大规模南向资金涌入且近期增持依旧保持稳定。从个股层面来看，吉利汽车、李宁、比亚迪股份、药明生物等近期获得南向资金增持。

■ 市场持续下跌过程中，外资并未进一步减持港股资产，反而香港本地资金大幅增持港股。从板块的角度来看，6 月以来外资减持香港本地地产和日常消费板块，同时增配可选消费和信息技术板块。而香港本地资金在 6 月大幅增持本地金融地产股。中资股方面，近期外资延续 6 月初的配置方向，相较 5 月明显增持估值调整后的科技股，外资在 6 月大幅减持可选消费板块，上半年累计净卖出达到 1145 亿港元，但自 6 月 28 日以来整体减持节奏有所放缓。反观香港本地资金近期大幅增持港股中国资产，在市场连续下行阶段维持 6 月对于中资可选消费、金融以及科技板块的增配。落地到个股层面，腾讯控股、美团、小米集团近期获外资增持规模较大。

- **内外资“定价权”的迁移。**2021 年 6 月末，外资在软件与服务（主要是腾讯控股）、零售业、房地产以及生物制药等行业依旧具备主导力，但内地投资者的影响不断抬升。南向资金在半导体、电信服务、能源、媒体以及银行五个板块的市值占比超过 20%。个股层面，截至 2021 年 6 月 30 日，南向资金在山东墨龙（67.1%）、保利物业（46.0%）、天津创业环保股份（44.0%）的持股比例最高。
- **风险因素：**中美关系恶化，海外疫情蔓延持续超预期，中国及全球宏观经济修复不及预期，国内流动性收紧，外资持续流出中国市场。

目录

港股市场 2021 年 6 月以来资金流情况	
2021 年 6 月以来港股资金流情况	
反垄断升温，互联网龙头首遭南向“抛弃”	1
南向资金再次出现流出迹象	1
港股市场 2021 年 6 月投资者结构变动	1
风险因素	1

插图目录

图 1：2021 年 6 月全球主要指数表现	
图 2：恒生指数权重分布	
图 3：恒生国企指数权重分布	
图 4：2021 年 6 月港股行业涨跌幅	
图 5：港股 VIX 指数和恒指近年来呈现一定的负相关	
图 6：2021 年 7 月初港股主要行业估值和历史分位点	
图 7：恒生科技指数 PE-Band	
图 8：恒生指数和国企指数 PE（TTM）	
图 9：2021 年 6 月港股市场资金流情况	
图 10：2021 年 6 月各类资金流向（中资股）	
图 11：2021 年 6 月各类资金流向（香港本地股）	
图 12：2021 年港股市场资金流情况	
图 13：2021 年以来各类资金流向（中资股）	
图 14：2021 年以来各类资金流向（香港本地股）	
图 15：市场连续下行阶段（6 月 28 日-7 月 7 日）外资净卖出行业分布（中资股）	
图 16：市场连续下行阶段（6 月 28 日-7 月 7 日）香港本地资金净卖出行业分布（中资股）	
图 17：市场连续下行阶段外资增持/减持较大的个股	1
图 18：市场连续下行阶段香港本地资金增持/减持较大的个股	1
图 19：南向资金春节后流入速度有所放缓	1
图 20：2021 年上半年南向资金累计净买入近 4500 亿港元	1
图 21：南向资金对港股计算机板块配置	1
图 22：2021 年 5 月和 6 月南向资金流情况	1
图 23：2021 年 6 月至今南向资金板块配置偏好变化	1
图 24：6 月 28 日-7 月 7 日南向资金净买入较大的个股	1
图 25：6 月 28 日-7 月 7 日南向资金净卖出较大的个股	1

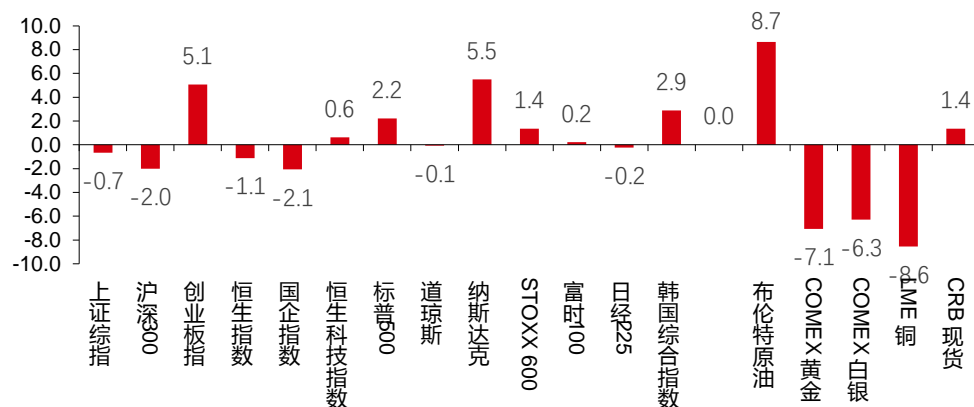
表格目录

表 1：中资股各类资金流向情况	1
表 2：香港本地股各类资金流向情况	1
表 3：过去一段时间外资对恒生综指个股的净买入 Top10	1
表 4：过去一段时间外资对恒生综指个股的净卖出 Top10	1
表 5：过去一段时间香港本地资金对恒生综指个股的净买入 Top10	1
表 6：过去一段时间香港本地资金对恒生综指个股的净卖出 Top10	1
表 7：2021 年 6 月南向资金净买入规模 Top15	1
表 8：2021 年 6 月南向资金净卖出规模 Top15	1
表 9：各类资金在行业的持仓占比	1
表 10：各类资金的仓位占比	1

■ 港股市场 2021 年 6 月以来资金流情况

2021 年 6 月，港股市场迎来小幅回调，主要旗舰指数恒生指数/国企指数分别下跌 -0.7%/-2.0%，在全球主要股指中位于中下游水平，但相较 A 股整体并无明显跑输。6 月中下旬，市场进入中报业绩披露期，逐渐由估值驱动转向盈利驱动行情，上游资源品、工业品、高端制造等龙头企业半年度业绩略超市场预期，带动一轮上涨行情，尤其是创业板指 6 月涨幅达到 5.1%，在全球主要股指中仅次于纳斯达克指数。

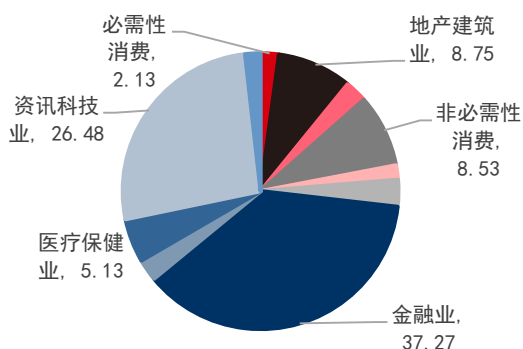
图 1：2021 年 6 月全球主要指数表现



资料来源：Wind，中信证券研究部，注：截至 2021 年 6 月 30 日

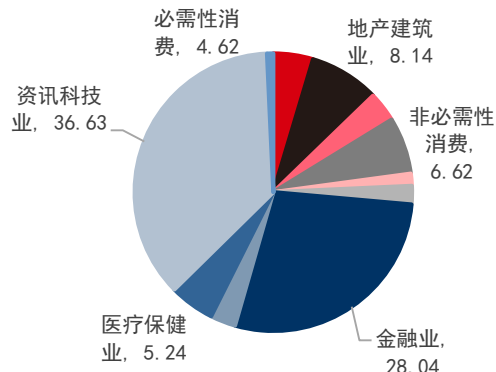
然而进入到 7 月，港股经历了连续 8 个交易日的下行，其中恒生指数/国企指数/恒生科技指数自 2021 年 6 月 28 日起累计下跌 6.6%/9.1%/9.8%。从指数层面来看，当前恒指和国企指数均主要由金融+科技构成，二者分别贡献了恒指和国企指数 63.7%/64.7%。近期政府加强跨境监管叠加互联网反垄断及数据安全监管政策的收紧使得投资者风险偏好降低，港股市场中红筹股及中资民营股多数股价表现不佳，互联网巨头腾讯、阿里、美团自 6 月 28 日以来分别下跌 10.0%/9.3%/15.4%，而这也直接导致指数的下跌。另一方面近期央行提出的“全面降准”计划也侧面反映了当前宏观经济增长低于预期，导致市场下跌。

图 2：恒生指数权重分布



资料来源：Wind，中信证券研究部，注：截至 2021 年 5 月 18 日恒生指数公布结果

图 3：恒生国企指数权重分布

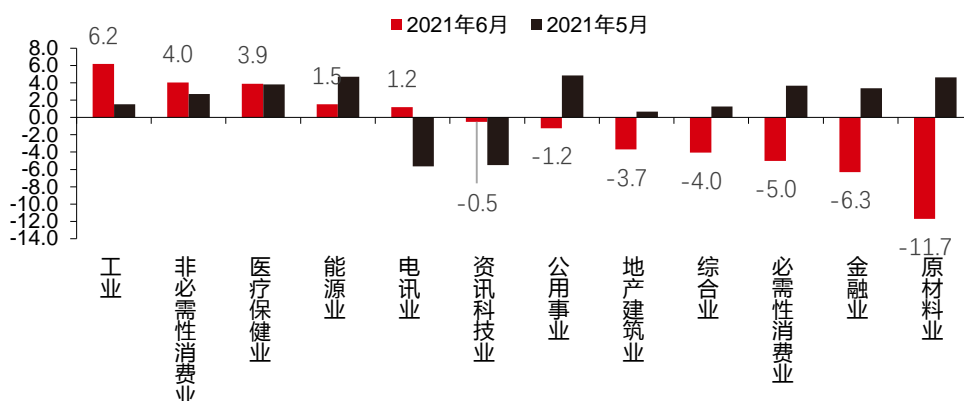


资料来源：Wind，中信证券研究部，注：截至 2021 年 5 月 18 日恒生指数公布结果

行业层面，6 月港股市场以可选消费、医疗保健为代表的成长板块跑赢金融地产等传统价值板块，但自 6 月 28 日以来前期资金避险情绪快速升温，累计较高涨幅的医药和能源板块出现了较大幅度的回吐。“新经济”方面，医疗保健板块呈现倒“V”字形走势，但难掩板块维持较高景气度，6 月单月上涨 3.9%，较 5 月环比+0.1pct，但近期估值迎来快速回调，过去 9 个交易日累计下跌 9%。而细分赛道中，生物制药板块领涨，基石药业-B、沛嘉医疗-B、康宁杰瑞制药-B、诺诚健华-B 等单月涨幅均超过 20%。港股消费类公司 6 月同样表现不俗，但结构分化依旧明显，可选消费类明显跑赢必选消费类公司，进一步来看，上半年芯片短缺事件对乘用车销量的负面影响边际改善，长城、吉利等传统整车企业 6 月销量略超市场预期，带动公司股价近期逆势上扬，并未受到明显冲击。此外，自新疆棉事件爆发以来，国内主要运动服饰公司月销量增长均显著优于国际品牌龙头耐克、阿迪等表现，其中李宁、安踏率先发布业绩预告，预计上半年盈利能力大幅改善，业绩实现超预期增长，线上销售的强劲表现推动内资南下增持板块龙头公司，包括李宁、安踏等港股公司股价亦有不俗表现（李宁、安踏、波司登 6 月分别上涨 30.6%/15.4%/29.1%，同时自 6 月 28 日至 7 月 9 日涨幅分别达到 11.0%/3.1%/2.5%）。

传统经济方面，6 月上旬港股油气板块延续高景气，推高能源公司期间股价上行，但近期经历了快速回调，自 6 月 28 日以来板块累计下跌超过 10%。全球主要原油价格持续上行是推动此轮能源板块表现强势的主要原因，布伦特原油 6 月单月上涨 8.2%收于 74.67 美元/桶（截至 2021 年 6 月 30 日），目前来看，全球经济仍处于疫后的复苏阶段，海外需求有望支撑全球原油价格继续高位运行。在油气板块的高景气下，美股、港股能源板块在 6 月普遍上涨，港股方面中石油单月上涨 22.9%，但近期股价回调压力凸显，公司股价下跌 8.6%。

图 4：2021 年 6 月港股行业涨跌幅（%）

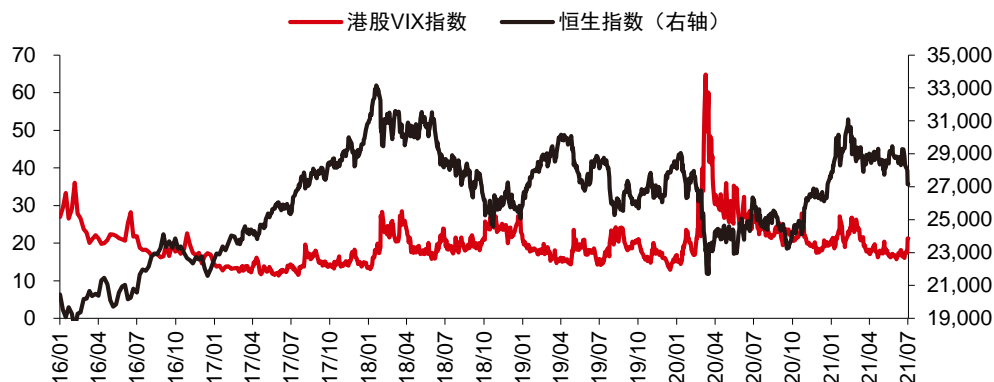


资料来源：Wind，中信证券研究部，注：截至 2021 年 6 月 30 日

反垄断事件下，阿里巴巴、美团等互联网平台公司仍面临一定的政策风险。我们在 2021 年 5 月 11 日外发的报告《南向资金监测和港股投资者行为月报（2021 年 5 月）——平静中的亮点：南下聚焦新经济》中梳理了 2020 年下半年以来对于互联网等科技公司“二选一”事件政策时间线，可以明显看到互联网公司股价伴随着政策的出台呈现出不同程度的波动，此外近期政府加强跨境监管叠加互联网反垄断及数据安全监管政策的收紧使得投资者风险偏好承压。一方面，近期网络安全审查办公室对“运满满”、“BOSS 直聘”等启动和实施网络安全审查，表明国家对个人信息安全问题重视度提升；7 月 7 日，市场监管总局宣布对互联网领域（包括阿里、腾讯在内）的 22 起违法实施经营者集中案件立案调查并做出行政处罚决定；反垄断及网安政策收紧进一步压制互联网龙头公司估值水平。另一方面，7 月 6 日中办、国办印发《关于依法从严打击证券违法活动的意见》，文件提出以对等原则深化跨境审计监管合作，修改国务院关于股份有限公司境外募集股份及上市的特别规定等。市场担忧未来所有红筹或 VIE 架构企业境外上市前或均需获得证监会批准，市场情绪再次承压。但随着反垄断监管的逐步落地，我们认为对于相关公司的估值压力有望逐渐消退。

投资者情绪方面，VIX 指数快速上行，资金避险情绪升温。近年来港股 VIX 指数和恒生指数的走势呈现明显的负相关性。VIX 指数上行意味着投资者避险情绪抬升，短期资金流出风险加剧，往往会引发市场的阶段性调整。6 月中下旬以来，港股 VIX 指数低位上行迹象开始显现，7 月 8 日港股市场大幅调整，VIX 指数快速飙升 18%至 21.22。

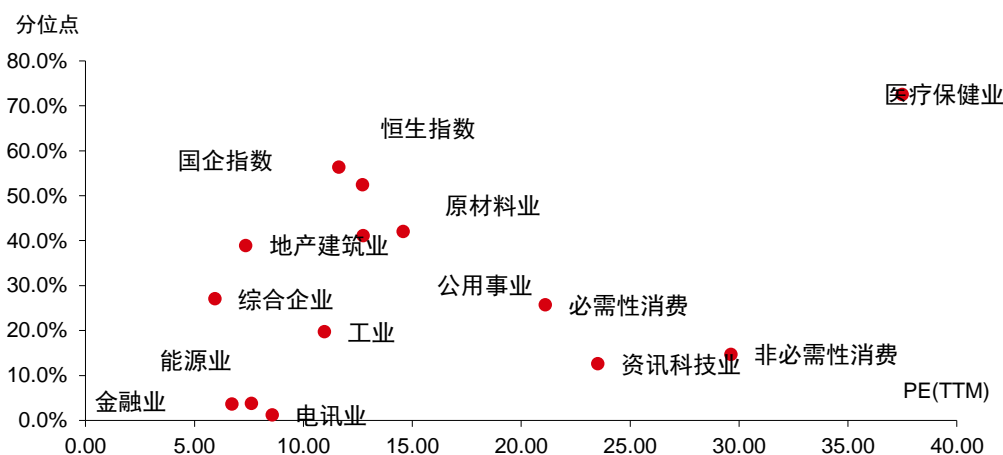
图 5：港股 VIX 指数和恒生指数近年来呈现一定的负相关



资料来源：Wind，中信证券研究部，注：截至 2021 年 7 月 8 日

从估值端来看，当前港股绝大多数板块的股指仍处于历史较低水平。新经济赛道中，仅医药板块市盈率在 40x 左右，同时位于 2015 年以来 60%分位点以上，其余板块包括可选消费、必选消费、资讯科技等新经济板块的估值均在 30x 以下。传统经济板块中，能源、电讯、金融、地产建筑以及综合业市盈率仍不到 10x，其中金融、能源以及电讯业当前的估值水平仅位于历史的 3.6%/3.8%/1.2%分位点。

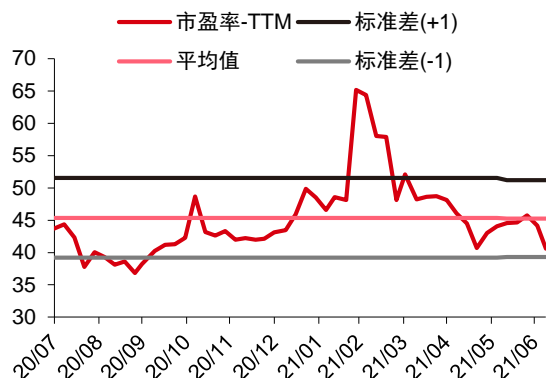
图 6：2021 年 7 月初港股主要行业估值和历史分位点



资料来源：Wind，中信证券研究部，注：截至 2021 年 7 月 9 日

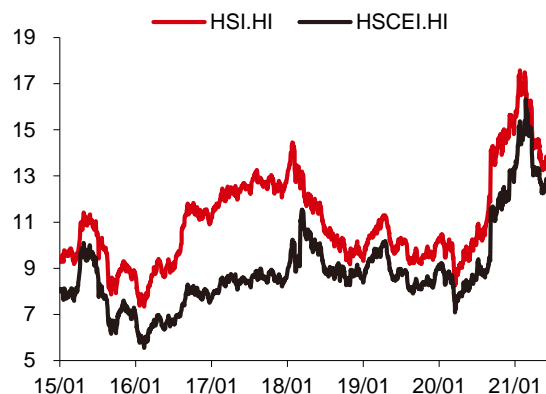
从港股三大旗舰指数的估值情况来看，反垄断监管持续发酵，港股资讯科技业在 6 月延续此前的下跌之势，其中恒生科技指数市盈率明显位于指数创立以来的均值以下水平。此外，恒生指数和恒生国企指数的市盈率截至 2021 年 7 月初达到 12.6x 和 11.5x，分别位于 2015 年以来 52%和 56%的分位点，横向来看，当前港股主要旗舰指数的静态估值明显低于 A 股和美股水平，具备更强的配置性价比。

图 7：恒生科技指数 PE-Band



资料来源：Wind，中信证券研究部，注：截至2021年7月8日

图 8：恒生指数和国企指数 PE（TTM）



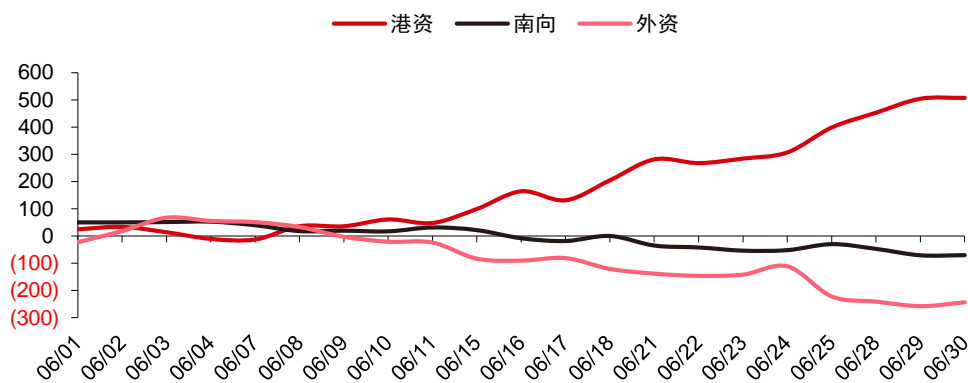
资料来源：Wind，中信证券研究部，注：截至2021年7月8日

2021年6月以来港股资金流情况

6月外资出现小幅净流出，香港本地资金大幅净买入。2021年6月经过计算后的外资单月流出恒生综指成份股规模接近243亿港元（其中流出中资股238亿港元，流出香港本地股5亿港元），反观香港本地资金在2021年6月净买入约508亿港元（其中流入中资股455亿港元，流出香港本地股53亿港元）。

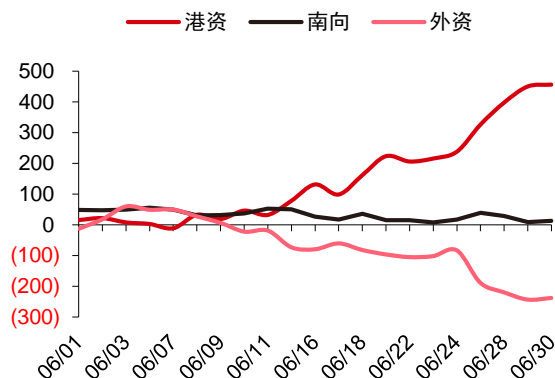
而在市场连续下行阶段（6月28日-7月7日），外资并未明显加大减持规模，期间累计净卖出仅20亿港元，相反香港本地资金加速“抄底”港股资产，7个交易日累计净买入仅350亿港元。

图 9：2021年6月港股市场资金流情况（亿港元）



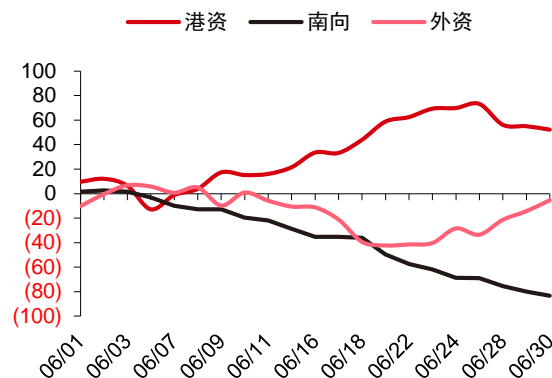
资料来源：Wind，中信证券研究部，注：截至2021年6月30日

图 10：2021 年 6 月各类资金流向（中资股）（亿港元）



资料来源：Wind，中信证券研究部，注：截至 2021 年 6 月 30 日

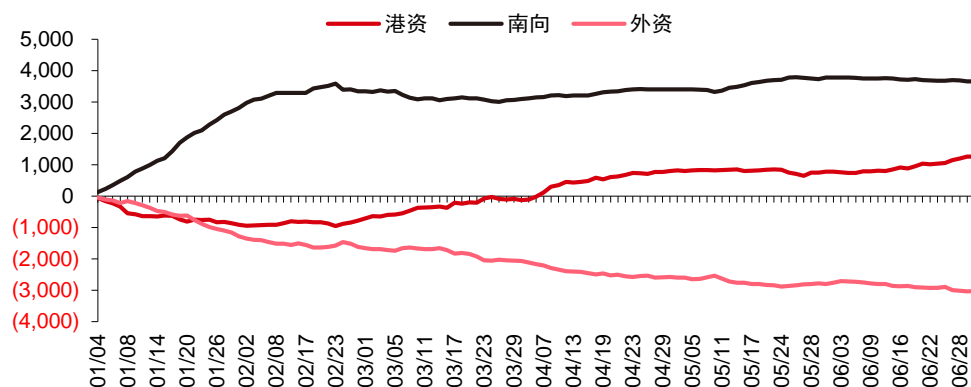
图 11：2021 年 6 月各类资金流向（香港本地股）（亿港元）



资料来源：Wind，中信证券研究部，注：截至 2021 年 6 月 30 日

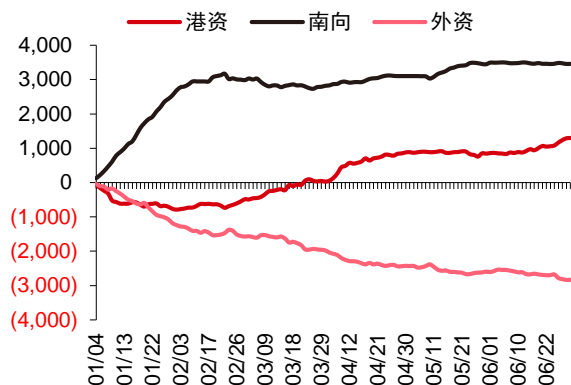
2021 年初至今，经过计算后的外资累计流出港股市场规模接近 3000 亿港元（其中流出中资股 2800 亿港元，香港本地股流出 200 亿港元），反观香港本地资金在 2021 年净买入约 1250 亿港元（净买入中资股 1300 亿港元，净卖出香港本地股 50 亿港元）。

图 12：2021 年港股市场资金流情况（亿港元）



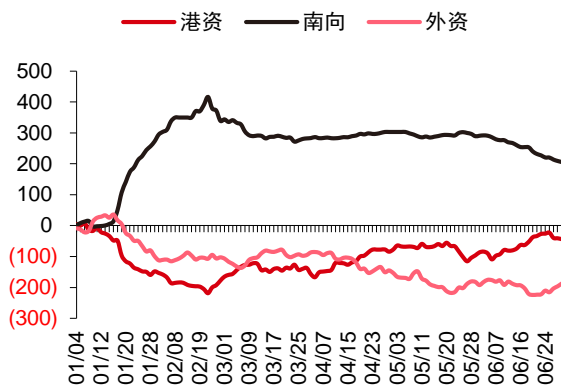
资料来源：Wind，中信证券研究部，注：截至 2021 年 6 月 30 日

图 13：2021 年以来各类资金流向（中资股）（亿港元）



资料来源：Wind，中信证券研究部，注：截至 2021 年 6 月 30 日

图 14：2021 年以来各类资金流向（香港本地股）（亿港元）



资料来源：Wind，中信证券研究部，注：截至 2021 年 6 月 30 日

为了追踪国际资金、香港本地资金以及南向中资等持股行为，我们通过拆分不同类型中介（券商）持股来大致反映不同类型资金的配置，目前香港市场存在几类中介机构：国际中介机构、香港本地中介机构以及港股通。从持股数量占比来看，上述三类资金在港交所披露的持股数量统计上合计占比超过 90%。同时在本篇报告中，我们选择恒生综指成份股作为样本池，恒生综指囊括了港股主板市场市值前 95% 的上市公司，其日均成交额同样占港股主板市场的 95% 以上。

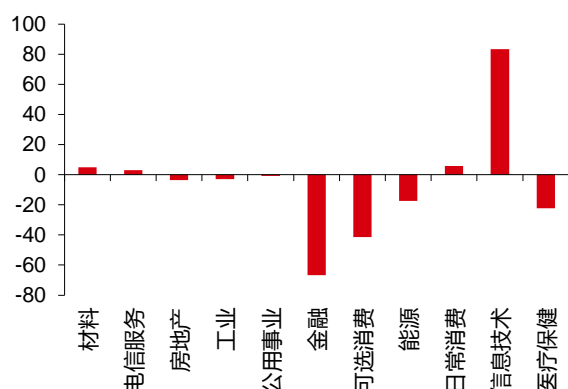
从板块来看，非中资股方面，6 月单月外资明显减持香港本地房地产和日常消费板块，分别净卖出 18.7 和 7.4 亿港元，较 5 月多卖出 12.9/8.0 亿港元，与此同时外资在 6 月增配香港本地可选消费和信息技术板块，分别净买入 12.7/8.7 亿港元，环比+17.3/+14.7 亿港元。2021 年上半年外资累计净卖出香港本地金融地产股分别为 132.5/38.8 亿港元。香港本地资金方面，在 6 月反而大幅增持香港本地金融地产股，单月分别净买入 19.9/31.4 亿港元，环比 5 月+40.8/46.6 亿港元，同时小幅减持公用事业板块。

中资股方面，6 月单月南向资金配置偏好明显发生较大变化，单月净卖出中资信息技术板块超过 230 亿港元，环比-489.1 亿港元，而年初至今南向资金对恒生综指信息技术板块的净买入达到 1548 亿港元。从外资的角度来看，6 月外资大幅减持中资可选消费板块，上半年累计净卖出达到 1145 亿港元，6 月单月净卖出 334 亿港元，此外，外资在 6 月小幅抛售中资医药、金融板块，单月净卖出 58.6/47.7 亿港元。相较 5 月，外资明显增持估值相对调整到位的中资信息技术板块，单月净买入 205.8 亿港元，环比 5 月+458.3 亿港元。香港本地资金方面，2021 年 6 月大幅增配中资可选消费、金融以及信息技术板块，从绝对量来看，单月净卖出分别达到 219.2/99.2/77.1 亿港元，同时小幅增持医药、材料、房地产以及能源板块。卖出方面，香港本地资金在 6 月小幅流出中资电信服务、工业以及公用事业板块。

近期在市场连续下行阶段，外资仍维持 6 月中下旬的配置方向，自 6 月 28 日至 7 月 7 日外资累计净买入港股信息技术板块 83 亿港元，同时进一步减持中资金融和可选消费板块，分别达到 66.7/41.5 亿港元。香港本地资金方面，近期明显大幅“抄底”优质港股“新经济”资产，相较 6 月中下旬增持规模扩大，主要流入中资可选消费、信息技术以及金融

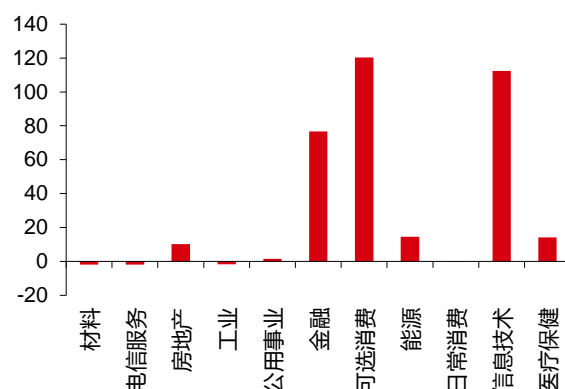
板块，分别达到 120.4/112.3/76.7 亿港元。

图 15：市场连续下行阶段（6 月 28 日-7 月 7 日）外资净卖出行业分布（中资股，亿港元）



资料来源：Wind，中信证券研究部，注：截至 2021 年 7 月 7 日

图 16：市场连续下行阶段（6 月 28 日-7 月 7 日）香港本地资金净卖出行业分布（中资股，亿港元）



资料来源：Wind，中信证券研究部，注：截至 2021 年 7 月 7 日

表 1：中资股各类资金流向情况（亿港元）

	南向			外资			港资		
	6 月单月	2021	6 月环比	6 月单月	2021	6 月环比	6 月单月	2021	6 月环比
材料	-23.9	-32.7	-8.1	9.9	19.9	-1.2	30.8	51.3	20.9
电信服务	1.4	734.2	8.9	-7.6	-230.5	10.5	-26.4	-626.9	-40.3
房地产	-21.2	17.1	10.2	6.6	21.0	-25.0	34.7	162.3	42.0
工业	3.5	52.3	9.9	-1.8	-35.7	-8.3	-13.3	-25.1	-9.3
公用事业	28.0	34.6	23.3	-6.0	-33.9	9.5	-13.4	31.1	-16.1
金融	-112.3	-141.1	-73.8	-47.7	-185.1	-91.0	99.2	316.1	149.1
可选消费	255.3	455.2	147.7	-333.9	-1145.0	-337.8	219.2	1452.4	223.3
能源	16.4	293.8	11.1	-11.6	-139.3	-22.4	16.0	-114.3	11.9
日常消费	-1.1	85.3	-7.3	7.4	-6.5	-12.0	-2.1	-33.4	-16.8
信息技术	-230.7	1548.5	-489.1	205.8	-796.5	458.3	77.1	-138.4	70.4
医疗保健	97.7	408.7	37.1	-58.6	-303.9	-49.9	33.4	226.6	55.7

资料来源：Wind，中信证券研究部，注：截至 2021 年 6 月 30 日

表 2：香港本地股各类资金流向情况（亿港元）

	南向			外资			港资		
	6 月单月	2021	6 月环比	6 月单月	2021	6 月环比	6 月单月	2021	6 月环比
材料	0.2	4.3	1.0	-1.3	-4.5	-2.3	-2.9	-0.8	-2.6
电信服务	-0.1	-0.1	-0.2	-0.3	-3.5	5.6	1.4	-6.4	2.4
房地产	-3.4	-5.0	-0.7	-18.7	-38.8	-12.9	31.4	57.7	46.6
工业	-1.0	0.3	1.5	-2.4	-9.3	-3.8	0.4	13.5	4.9
公用事业	-2.3	4.3	-2.4	1.5	3.1	-1.3	-7.5	-11.2	-18.0
金融	-43.7	120.5	-46.0	3.4	-132.5	16.3	19.9	-72.0	40.8
可选消费	-35.7	75.4	-34.6	12.7	4.9	17.3	5.2	-40.4	-5.9
日常消费	-3.4	-1.7	-0.1	-7.4	-12.8	-8.0	1.2	12.6	-1.2
信息技术	3.9	5.7	10.7	8.7	7.3	14.7	3.2	1.9	3.4

	南向				外资			港资	
医疗保健	2.0	2.7	1.1	-1.5	-2.0	-1.8	-0.1	1.1	0.3

资料来源：Wind，中信证券研究部，注：截至 2021 年 6 月 30 日

落地到个股层面，2021 年 6 月外资净买入前 5 的个股分别为腾讯控股、小米集团、京东集团、友邦保险以及中芯国际，整体来看外资加大对于科技和医药板块的配置，环比净买入较 2021 年 5 月大幅改善的个股分别是腾讯控股、友邦保险以及中芯国际。从卖出的角度来看，2021 年 6 月外资大幅卖出阿里巴巴、药明生物以及长城汽车。

香港本地资金方面，6 月净买入前 5 的个股分别是阿里巴巴、小米集团、建设银行、腾讯控股以及港交所。从卖出的角度来看，6 月香港本地资金净卖出规模最大的分别是吉利汽车、李宁和比亚迪股份。

表 3：过去一段时间外资对恒生综指个股的净买入 Top10（亿港元）

代码	股票简称	二级行业	6 月	5 月	2021	环比
00700.HK	腾讯控股	软件与服务	109.69	-223.64	-763.9	333.3
01810.HK	小米集团-W	技术硬件与设备	53.36	2.86	-18.7	50.5
09618.HK	京东集团-SW	零售业	31.06	24.62	165.9	6.4
01299.HK	友邦保险	保险	17.90	-20.50	-63.3	38.4
00981.HK	中芯国际	半导体与半导体生产设备	14.56	-1.68	-22.9	16.2
01109.HK	华润置地	房地产	12.41	3.85	5.9	8.6
01093.HK	石药集团	制药、生物科技与生命科学	10.88	13.97	22.5	-3.1
02899.HK	紫金矿业	材料	10.50	7.09	23.0	3.4
03888.HK	金山软件	软件与服务	10.20	-1.25	10.4	11.4
01918.HK	融创中国	房地产	9.50	7.96	24.5	1.5

资料来源：Wind，中信证券研究部，注：截至 2021 年 6 月 30 日

表 4：过去一段时间外资对恒生综指个股的净卖出 Top10（亿港元）

代码	股票简称	二级行业	6 月	5 月	2021	环比
09988.HK	阿里巴巴-SW	零售业	-268.63	-93.17	-1321.0	-175.5
02269.HK	药明生物	制药、生物科技与生命科学	-39.68	-18.68	-218.7	-21.0
02333.HK	长城汽车	汽车与汽车零部件	-24.24	3.17	0.5	-27.4
01398.HK	工商银行	银行	-20.88	-2.25	-6.0	-18.6
02331.HK	李宁	耐用消费品与服装	-20.62	-23.46	-70.6	2.8
00005.HK	汇丰控股	银行	-16.64	6.61	26.1	-23.3
00175.HK	吉利汽车	汽车与汽车零部件	-16.63	-10.58	7.3	-6.0
01211.HK	比亚迪股份	汽车与汽车零部件	-14.56	5.00	10.0	-19.6
00939.HK	建设银行	银行	-12.80	11.43	13.9	-24.2
00941.HK	中国移动	电信服务 II	-12.61	-7.71	-179.6	-4.9

资料来源：Wind，中信证券研究部，注：截至 2021 年 6 月 30 日

表 5：过去一段时间香港本地资金对恒生综指个股的净买入 Top10（亿港元）

代码	股票简称	二级行业	6 月	5 月	2021	环比
09988.HK	阿里巴巴-SW	零售业	300.0	69.6	1304.7	230.3
01810.HK	小米集团-W	技术硬件与设备	38.4	-39.6	12.8	78.0
00939.HK	建设银行	银行	36.8	-19.2	82.8	56.0
00700.HK	腾讯控股	软件与服务	32.6	36.0	-108.7	-3.4

代码	股票简称	二级行业	6月	5月	2021	环比
00388.HK	香港交易所	多元金融	30.5	-17.7	-27.3	48.2
02269.HK	药明生物	制药、生物科技与生命科学	27.2	5.5	143.7	21.7
01398.HK	工商银行	银行	22.6	-7.1	-26.7	29.7
02020.HK	安踏体育	耐用消费品与服装	21.4	-12.0	-28.6	33.3
00857.HK	中国石油股份	能源	21.0	5.4	42.8	15.6
02318.HK	中国平安	保险 II	18.0	-29.5	146.9	47.6

资料来源: Wind, 中信证券研究部, 注: 截至 2021 年 6 月 30 日

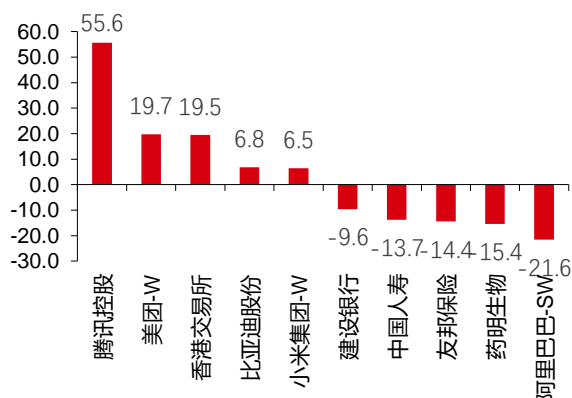
表 6: 过去一段时间香港本地资金对恒生综指个股的净卖出 Top10 (亿港元)

代码	股票简称	二级行业	6月	5月	2021	环比
00175.HK	吉利汽车	汽车与汽车零部件	-50.4	-3.6	-16.8	-46.8
02331.HK	李宁	耐用消费品与服装	-41.3	-9.2	-60.7	-32.1
01211.HK	比亚迪股份	汽车与汽车零部件	-20.4	-9.7	85.9	-10.7
01299.HK	友邦保险	保险 II	-17.1	5.6	12.1	-22.7
09999.HK	网易-S	软件与服务	-16.3	7.5	-7.7	-23.8
00968.HK	信义光能	半导体与半导体生产设备	-15.5	-5.0	21.9	-10.5
00941.HK	中国移动	电信服务 II	-15.0	10.0	-535.2	-24.9
02382.HK	舜宇光学科技	技术硬件与设备	-14.8	-16.8	-51.6	2.0
01919.HK	中远海控	运输	-12.7	-5.7	-24.2	-7.0
00669.HK	创科实业	耐用消费品与服装	-12.2	-1.7	-47.2	-10.5

资料来源: Wind, 中信证券研究部, 注: 截至 2021 年 6 月 30 日

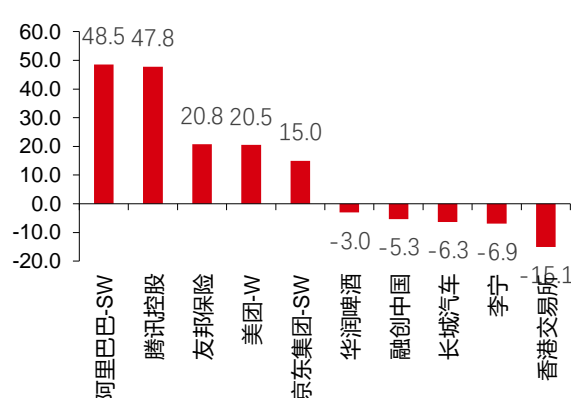
从近期的资金流动情况来看, 市场连续下行阶段 (6 月 28 日-7 月 7 日) 外资净买入较大的公司依旧是腾讯控股、港交所和小米集团, 同时近期明显增加对于美团和比亚迪股份的配。反观香港本地资金近期进一步增持阿里巴巴和腾讯控股, 但对于港交所、长城汽车的减持规模有所扩大。

图 17: 市场连续下行阶段外资增持/减持较大的个股 (亿港元)



资料来源: Wind, 中信证券研究部, 注: 截至 2021 年 7 月 7 日

图 18: 市场连续下行阶段香港本地资金增持/减持较大的个股 (亿港元)



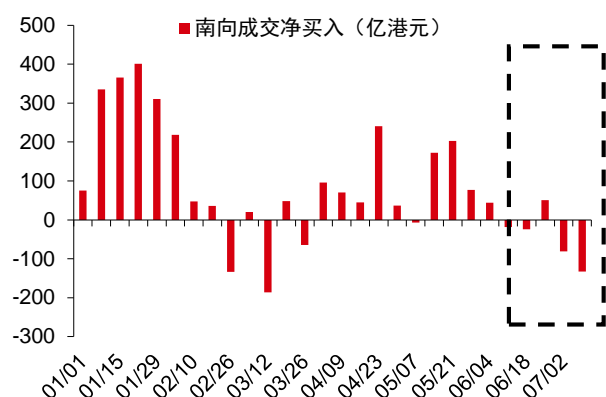
资料来源: Wind, 中信证券研究部, 注: 截至 2021 年 7 月 7 日

■ 反垄断升温，互联网龙头首遭南向“抛弃”

南向资金再次出现流出迹象

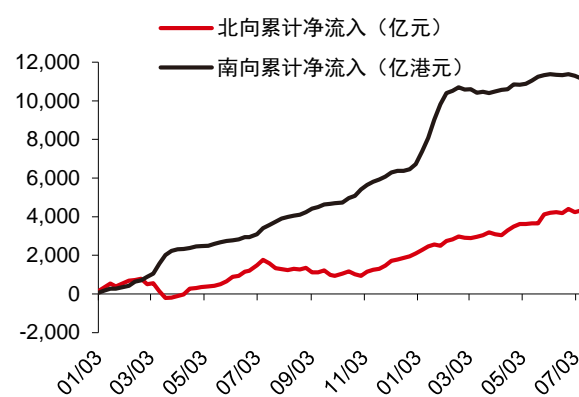
6月南向资金再次出现明显的出逃迹象，尽管单月净买入仍维持在50亿港元左右，但较4-5月流入规模大幅减少（4月、5月单月净买入分别达到433和435亿港元），从节奏来看，6月中旬（2021年6月5日-6月18日）南向资金累计流出港股市场42亿港元。截至2021年7月8日，恒生指数连续8个交易日下跌，而在这期间南向资金避险情绪升温，7月前6个交易日累计净卖出超过200亿港元。

图 19：南向资金春节后流入速度有所放缓



资料来源：Wind，中信证券研究部，注：截至2021年7月9日

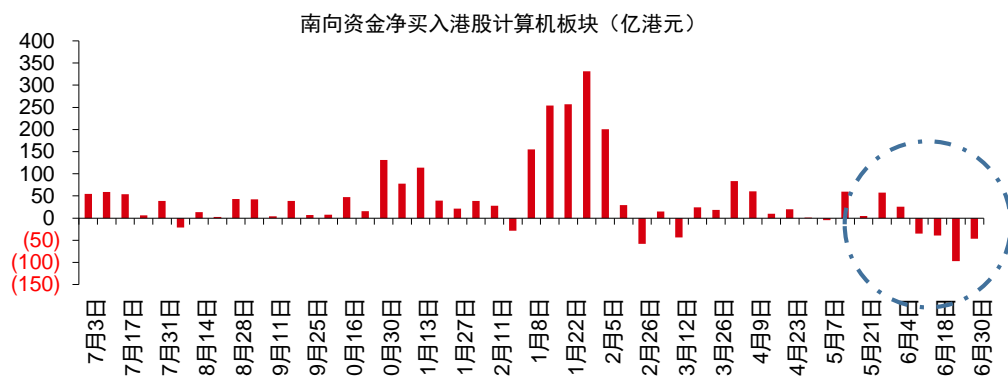
图 20：2021年上半年南向资金累计净买入近4500亿港元



资料来源：Wind，中信证券研究部，注：截至2021年7月9日

行业配置层面，南向资金过去一年首次连续净卖出港股计算机板块，6月单月净流出近200亿港元（5月单月净流入174亿港元）。2021年上半年前五个月，南向资金累计净买入计算机板块1530亿港元，远超2020年同期水平。尽管南向资金在今年3月春节后的调整时期同样出现短暂的流出现象，但与彼时内资南下仍加码以科技为主的“新经济”不同，近期反垄断事件的持续发酵在一定程度上引发了内地投资者对于相关互联网公司的担忧，板块配置偏好明显下行。此外，科技板块中电子元器件在6月同样遭到南向资金减持，单月净卖出34.2亿港元（5月净买入91.4亿港元）。

图 21：南向资金对港股计算机板块配置（亿港元）



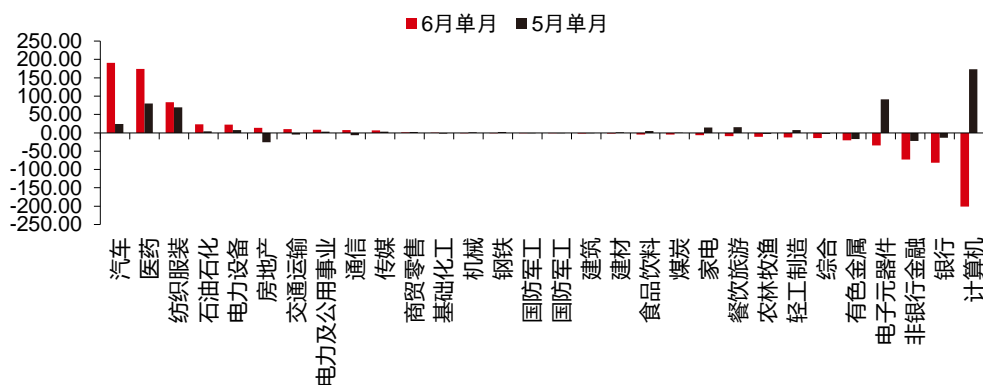
资料来源：Wind，中信证券研究部，注：截至 2021 年 6 月 30 日

除了对于计算机、电子元器件等科技板块的配置风格明显转向外，南向资金在 6 月大幅增加对于港股汽车板块的配置，单月净买入超过 190 亿港元，环比+166.6 亿港元。此外，“新经济”板块中南向资金在 6 月继续稳定增持港股医药、纺织服装等高景气赛道，单月分别净流入 174/83 亿港元，环比+94.3/14.0 亿港元，配置热情不减。

传统经济中，南向资金增持石油石化、房地产板块，单月净买入 23.2/13.8 亿港元，环比+19.0/39.2 亿港元，而我们判断增配石油石化与港股能源板块 6 月整体表现较好存在一定的关联性。反观对于金融板块的减持仍在持续，银行以及非银金融板块 6 月遭南向资金减持 81.2/73.1 亿港元。

相较而言，南向投资者在二季度对于传统经济板块的配置热度并不高，银行、房地产、有色金属以及非银金融板块在 5 月的流出规模分别达到 14/17/19/22 亿港元。

图 22：2021 年 5 月和 6 月南向资金流情况（亿港元）

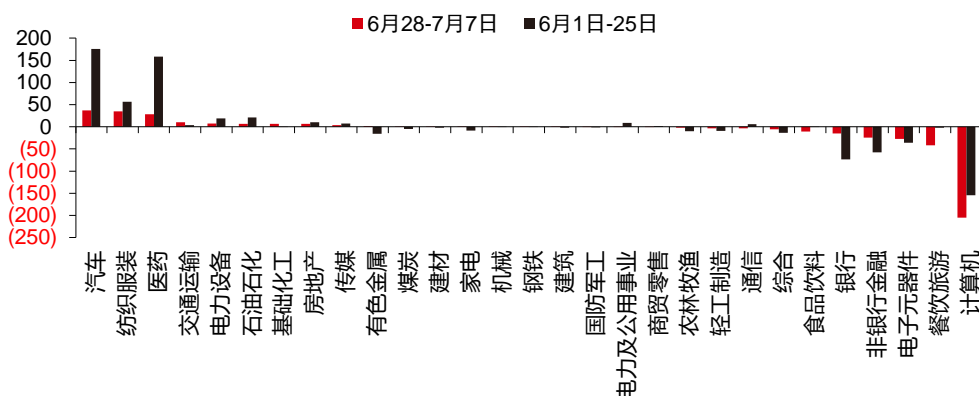


资料来源：Wind，中信证券研究部，注：截至 2021 年 6 月 30 日

那么当市场经历快速调整时，南向资金的配置偏好又呈现出如何变化？我们计算了 2021 年 6 月 28 日至 7 月 6 日 7 个交易日的南向资金净买入情况。可以明显看到，近期南向资金并没有因为市场的下行而改变。外资延续此前对于汽车与零部件、纺织服装以及医药三个板块的增持，7 个交易日累计净买入分别达到 37.1/35.1/28.3 亿港元，配置热

情不减。而从卖出的角度来看，过去一段时间南向资金扩大对于计算机板块的净流出，7个交易日累计净卖出超过200亿港元（2021年6月前18个交易日累计净卖出155亿港元）。但不同的是近期南向资金明显减持港股餐饮旅游板块，在7月8日市场暴跌前的7个交易日里，南向资金累计卖出该板块超过40亿港元（2021年6月前18个交易日南向仅卖出餐饮旅游板块1.8亿港元）。

图 23：2021 年 6 月至今南向资金板块配置偏好变化



资料来源：Wind，中信证券研究部，注：截至2021年7月7日

落地到个股层面，6月南向大幅增持汽车、纺服以及医药板块的龙头公司，吉利汽车以102亿港元的单月净买入量首次成为南向资金单月净买入Top1，环比+90亿港元，除此之外比亚迪股份、长城汽车在单月净流入量同样跻身前十。纺服方面，6月南向资金继续加码李宁，截至2021年6月末，南向资金对李宁的持股市值占比达到13.36%，年初至今累计提升7.36pcts。而医药板块中，药明生物、海吉亚医疗、微创医疗、以及药明康德等6月均获得南向资金10亿港元以上增持。

减持方面，6月科技、金融遭到南向抛售规模最大，其中腾讯控股单月净流出160.6亿港元，为2021年以来首次单月净卖出，此外科技板块中的小米集团、金山软件、联想集团分别净流出87.3/18.0/15.4亿港元，而传统经济板块中建设银行、工商银行、港交所以及友邦保险6月遭到南向资金减持规模较高。

表 7：2021 年 6 月南向资金净买入规模 Top15（亿港元）

公司代码	股票简称	行业	6月	5月	持仓占比 (%)	6月变化 (pcts)	2021年变化 (pcts)
00175.HK	吉利汽车	汽车	101.96	11.65	12.42	4.40	1.06
02331.HK	李宁	纺织服装	62.43	46.66	13.36	3.01	7.36
01211.HK	比亚迪股份	汽车	45.55	3.09	4.61	1.99	-0.85
02269.HK	药明生物	医药	43.05	51.92	9.21	0.72	2.81
02382.HK	舜宇光学科技	电子元器件	29.23	31.12	18.20	1.18	3.44
02333.HK	长城汽车	汽车	28.91	13.46	44.03	3.86	2.85
00883.HK	中国海洋石油	石油石化	25.29	0.63	12.91	0.64	10.16
03690.HK	美团-W	餐饮旅游	21.00	22.76	7.59	0.04	0.21
06078.HK	海吉亚医疗	医药	20.30	19.38	21.79	3.56	15.41
00853.HK	微创医疗	医药	18.49	3.47	14.82	1.50	2.07

公司代码	股票简称	行业	6 月	5 月	持仓占比 (%)	6 月变化 (pcts)	2021 年变化 (pcts)
01530.HK	三生制药	医药	18.02	4.10	15.83	6.69	7.49
01368.HK	特步国际	纺织服装	16.93	9.77	16.45	5.70	12.44
00968.HK	信义光能	电子元器件	16.22	2.27	6.00	1.19	0.66
02359.HK	药明康德	医药	15.70	-0.15	10.39	0.62	3.20
06865.HK	福莱特玻璃	电力设备	12.65	4.09	29.69	9.82	11.23

资料来源：Wind，中信证券研究部，注：截至 2021 年 6 月 30 日

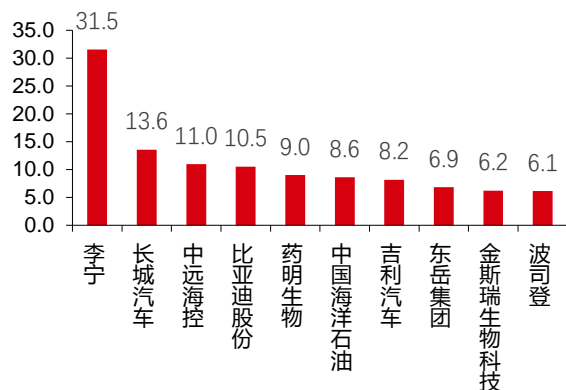
表 8：2021 年 6 月南向资金净卖出规模 Top15（亿港元）

公司代码	股票简称	行业	6 月	5 月	持仓占比 (%)	6 月变化 (pcts)	2021 年变化 (pcts)
00700.HK	腾讯控股	计算机	-160.63	198.08	6.62	-0.29	2.08
01810.HK	小米集团-W	电子元器件	-87.25	60.30	15.73	-1.43	2.55
00939.HK	建设银行	银行	-32.95	-8.73	11.27	-0.22	-0.03
01398.HK	工商银行	银行	-24.77	-7.47	29.01	-0.57	-0.36
01177.HK	中国生物制药	医药	-21.85	-14.62	3.50	-1.45	-2.67
00388.HK	香港交易所	非银行金融	-21.67	18.18	7.61	-0.36	1.65
00027.HK	银河娱乐	餐饮旅游	-18.92	2.66	2.76	-0.71	1.24
03888.HK	金山软件	计算机	-18.00	-6.34	22.27	-2.69	-3.01
01299.HK	友邦保险	非银行金融	-15.51	-6.41	0.83	-0.13	0.07
00992.HK	联想集团	计算机	-15.36	-4.25	3.25	-1.41	0.68
03988.HK	中国银行	银行	-12.63	-18.10	6.41	-0.54	-2.34
02318.HK	中国平安	非银行金融	-12.60	-5.83	1.10	-0.21	-1.28
02899.HK	紫金矿业	有色金属	-11.46	-18.37	21.12	-1.95	-7.54
06690.HK	海尔智家	家电	-10.38	4.89	13.17	-1.22	0.75
00288.HK	万洲国际	农林牧渔	-9.87	-3.80	5.01	-0.93	-2.08

资料来源：Wind，中信证券研究部，注：截至 2021 年 6 月 30 日

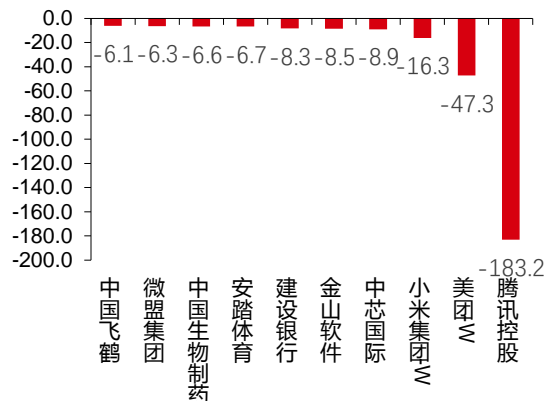
而近期市场相对低迷期间，南向资金对个股的配置并没有明显的变化，期间 7 个交易日累计净买入李宁、长城汽车、比亚迪股份 31.5/13.6/10.5 亿港元，不同的是，过去一段时间南向资金减少了对于吉利汽车、舜宇光学科技的配置。从卖出情况来看，在 6 月 28 日至 7 月 7 日间南向资金共卖出腾讯控股、美团、小米集团 183.2/47.3/16.3 亿港元，短期互联网公司在港股仍面临不小的南向资金抛售压力。

图 24：6 月 28 日-7 月 7 日南向资金净买入较大的个股



资料来源：Wind，中信证券研究部，注：截至 2021 年 7 月 7 日

图 25：6 月 28 日-7 月 7 日南向资金净卖出较大的个股



资料来源：Wind，中信证券研究部，注：截至 2021 年 7 月 7 日

■ 港股市场 2021 年 6 月投资者结构变动

港股市场中，外资仍是最大的变量。截至 2021 年 6 月末，外资在软件与服务（主要是腾讯控股）、零售业、房地产、保险以及生物制药这五个板块的仓位最高，值得一提的是，外资 2021 年以来对零售业的配置比例进一步抬升，并超越房地产板块成为第二大重仓板块，此外进一步加大对于生物制药板块的仓位分布。同时在消费者服务、制药、医疗保健、技术硬件设备、零售业等 10 个子板块中具有绝对的优势。

（1）截至 2021 年 6 月 30 日，外资在消费（食品饮料、零售、消费者服务、家庭与个人用品）、医药、科技（技术硬件与设备、媒体）以及房地产板块的持仓明显高于香港本地资金和南向资金，但自 2021 年以来，外资在电信服务、媒体、能源、食品饮料、消费者服务等多个细分板块的持仓占比下滑超过 3 个百分点，在部分细分板块的影响力明显下滑。

（2）2021 年以来，香港本地资金在保险、银行，食品饮料以及消费者服务等多个板块的持仓占比提升超过 1 个百分点。但同样也在电信服务、能源以及食品与主要用品零售等三个板块的持仓占比下滑超过 3%。截至 2021 年 6 月 30 日，香港本地资金在保险、公用事业、耐用消费品、商业和专业服务、运输等多个板块的持仓占比较高。

（3）2021 年以来，南向资金在银行板块的仓位下滑十分明显，累计下滑 3.7pcts，同样仓位降低的还有保险（2021 年以来下滑 1.5pcts）、食品饮料（2021 年以来下滑 1.2pcts）。而与此相对应的，2021 年以来中资南下在软件与服务（主要是腾讯）、电信服务、生物制药、耐用消费品与服装以及能源等板块的加仓幅度显著，过去五个月累计加仓分别达到 1.4/2.9/2.3/2.0/1.4pcts。

（4）从板块的市值分布来看，截至 2021 年 6 月 30 日，南向资金在半导体、电信服务、媒体、能源以及银行五个板块的市值占比超过 20%，同时在技术硬件与设备、耐用消费品与服装、汽车与零部件、医疗保健设备与服务四个板块的持股市值占比超过 15%。

表 9：各类资金在行业的持仓占比

	港股通			港资			外资		
	港股通持股 市值占比	2021 年 变动	2020Q4 以来变动	港资持股 市值占比	2021 年变动	2020Q4 以 来变动	外资持股 市值占比	2021 年变动	2020Q4 以 来变动
半导体与半导体生 产设备	23.7%	5.1%	-2.9%	39.7%	-2.9%	3.6%	36.6%	-2.2%	-0.8%
保险 II	3.2%	-0.7%	0.1%	52.2%	1.7%	0.5%	44.6%	-1.0%	-0.6%
材料 II	13.8%	0.4%	0.9%	41.8%	-2.9%	-1.9%	44.3%	2.5%	1.1%
电信服务 II	27.3%	23.0%	2.1%	37.2%	-17.3%	-4.4%	35.6%	-5.7%	2.4%
多元金融	14.7%	1.4%	1.3%	44.7%	-0.1%	-0.5%	40.6%	-1.3%	-0.8%
房地产 II	6.3%	0.1%	-0.1%	43.9%	0.9%	0.6%	49.8%	-1.0%	-0.5%
公用事业 II	4.6%	0.8%	-0.1%	51.9%	-1.1%	-0.9%	43.5%	0.3%	1.0%
技术硬件与设备	16.8%	1.6%	2.8%	35.9%	0.2%	-4.2%	47.3%	-1.9%	1.4%
家庭与个人用品	2.1%	0.0%	-0.1%	40.2%	-1.5%	0.4%	57.6%	1.5%	-0.3%
零售业	6.6%	-1.9%	1.7%	37.9%	0.8%	-1.0%	55.5%	1.1%	-0.8%
媒体 II	25.7%	4.0%	1.2%	31.9%	-0.4%	0.7%	42.4%	-3.5%	-1.8%
耐用消费品与服装	15.2%	3.7%	2.8%	43.5%	-1.3%	-4.0%	41.3%	-2.4%	1.2%
能源 II	22.7%	9.2%	3.5%	38.7%	-4.0%	-3.3%	38.7%	-5.2%	-0.2%
汽车与汽车零部件	17.4%	0.3%	2.5%	44.5%	0.1%	-2.7%	38.1%	-0.4%	0.2%
软件与服务	10.6%	2.5%	1.9%	46.8%	-1.3%	-1.4%	42.6%	-1.2%	-0.6%
商业和专业服务	12.7%	0.5%	-1.3%	51.4%	0.1%	0.8%	35.9%	-0.6%	0.5%
食品、饮料与烟草	13.5%	0.8%	2.6%	40.1%	2.2%	-0.8%	46.4%	-3.0%	-1.7%
食品与主要用品零 售 II	4.4%	0.3%	0.7%	47.8%	-9.1%	-0.8%	47.8%	8.8%	0.0%
消费者服务 II	6.3%	0.7%	0.1%	32.7%	3.4%	1.0%	61.0%	-4.1%	-1.1%
医疗保健设备与服务	17.6%	2.8%	0.1%	33.7%	0.0%	-5.1%	48.7%	-2.8%	5.0%
银行	22.7%	-1.1%	0.7%	44.1%	1.0%	-0.2%	33.2%	0.1%	-0.6%
运输	9.0%	0.8%	0.2%	46.0%	-2.1%	-1.4%	45.0%	1.3%	1.3%
制药、生物科技与生 命科学	12.8%	2.9%	-0.9%	35.3%	-1.2%	0.6%	51.9%	-1.7%	0.3%
资本货物	11.1%	0.7%	1.4%	44.6%	-2.6%	-0.5%	44.3%	1.9%	-0.9%

资料来源：Wind，中信证券研究部，注：截至 2021 年 6 月 30 日

表 10：各类资金的仓位占比

	港股通			港资			外资		
	港股通持股 市值占比	2021 年 变动	2020Q4 以来变动	港资持股 市值占比	2021 年变动	2020Q4 以 来变动	外资持股 市值占比	2021 年变动	2020Q4 以来变动
半导体与半导体生 产设备	2.1%	0.2%	0.1%	1.0%	-0.1%	0.2%	0.8%	0.0%	0.1%
保险 II	2.3%	-1.5%	-1.9%	10.4%	-1.5%	-0.8%	8.4%	-1.7%	-1.5%
材料 II	1.8%	-0.4%	-0.4%	1.5%	-0.2%	-0.2%	1.5%	0.0%	0.1%
电信服务 II	3.7%	2.9%	3.1%	1.4%	-1.0%	-2.0%	1.3%	-0.5%	-0.9%
多元金融	4.1%	-0.5%	-0.6%	3.4%	-0.2%	-0.1%	3.0%	-0.3%	-0.3%
房地产 II	5.0%	-0.7%	-2.7%	9.5%	0.2%	-0.8%	10.2%	-0.1%	-1.8%
公用事业 II	1.3%	0.0%	-0.3%	4.1%	-0.3%	-0.4%	3.3%	-0.2%	-0.1%
技术硬件与设备	6.4%	-0.7%	1.3%	3.8%	-0.2%	0.5%	4.7%	-0.5%	1.0%
家庭与个人用品	0.1%	0.0%	0.0%	0.3%	0.0%	-0.1%	0.4%	0.0%	-0.1%

	港股通			港资			外资		
零售业	5.9%	-0.2%	-0.1%	9.2%	2.9%	2.5%	12.7%	4.1%	3.4%
媒体 II	0.5%	0.1%	0.0%	0.2%	0.0%	0.0%	0.2%	0.0%	0.0%
耐用消费品与服装	6.6%	2.0%	3.1%	5.2%	0.9%	1.2%	4.7%	0.7%	1.3%
能源 II	3.4%	1.4%	1.4%	1.6%	0.1%	-0.3%	1.5%	0.0%	-0.2%
汽车与汽车零部件	4.0%	-0.7%	0.9%	2.8%	-0.1%	0.8%	2.3%	-0.1%	0.7%
软件与服务	16.3%	1.4%	2.9%	19.7%	-1.3%	-2.0%	17.0%	-1.1%	-1.7%
商业和专业服务	0.3%	-0.1%	-0.2%	0.3%	-0.1%	-0.1%	0.2%	-0.1%	-0.1%
食品、饮料与烟草	4.1%	-1.2%	-0.8%	3.3%	-0.4%	-0.3%	3.6%	-0.9%	-0.9%
食品与主要用品零售 II	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
消费者服务 II	1.8%	-0.5%	-1.0%	2.5%	-0.3%	-0.3%	4.4%	-1.6%	-1.9%
医疗保健设备与服务	3.1%	0.4%	0.1%	1.6%	0.2%	0.0%	2.3%	0.1%	0.4%
银行	17.1%	-3.7%	-5.8%	9.1%	0.2%	0.5%	6.5%	0.1%	0.1%
运输	1.0%	0.0%	0.0%	1.4%	0.1%	0.2%	1.3%	0.2%	0.3%
制药、生物科技与生命科学	6.7%	2.3%	1.4%	5.1%	1.2%	1.5%	7.1%	1.7%	2.0%
资本货物	2.4%	-0.2%	-0.2%	2.6%	-0.1%	-0.1%	2.5%	0.1%	0.1%

资料来源：Wind，中信证券研究部，注：截至 2021 年 6 月 30 日

■ 风险因素

中美关系恶化，海外疫情蔓延持续超预期，中国及全球宏观经济修复不及预期，国内流动性收紧，外资持续流出中国市场。

■ 相关研究

可转债周报 20210712—配置高景气度方向)
北向资金周度解析—【中信证券策略】北向资金周度解析（2021 年 07 月 05 日-07 月 09 日）)
A 股策略聚焦 20210711—政策调整催化市场，极致分化阶段修正)
A 股市场流动性热点跟踪—6 月外资流入复盘)
海外中资股点评—如何看待“降准信号”后港股大跌)
海外中资股专题—中国制造：从朱格拉周期到国产化)
可转债周报 20210705—与波动共舞)
【中信证券策略】—北向资金周度解析（2021 年 06 月 28 日-07 月 02 日）)
A 股策略聚焦 20210704—消化风险扰动，把握盈利驱动)
2021 年 6 月美国非农数据点评—6 月非农喜忧参半，Taper 最早或在下半年)
中信证券亮马组合半月报—结构性调整中继续布局成长制造)
全球市场跟踪月报-2021 年 7 月—6 月 FOMC 会议后，美国市场在交易什么样的预期？)
A 股市场流动性热点跟踪—另一个视角看近期市场成交热度)
海外中资股定期报告—谁将成为新科“港股通”成员？)
海外中资股定期报告—海外“全中国组合”-2021 年 7 月)
全球市场专题系列—财政的“裂痕”，美股之“殇”)
市场热点量化解析系列第 42 期—双创 50 指数：投资双创板块的便捷指数工具)
可转债周报 20210629—维持核心配置主线不变)
【中信证券策略】—北向资金周度解析（2021 年 06 月 21 日-06 月 25 日）)
A 股策略聚焦一步入行情转换阶段，紧抓高景气主线)
A 股市场流动性热点跟踪—杠杆局部升温)
可转债周报 20210621—积极应对市场波动的快速放大)
【中信证券策略】—北向资金周度解析（2021 年 06 月 15 日-06 月 18 日）)
A 股策略聚焦 20210620—博弈交易退潮，强化盈利驱动)
A 股市场流动性热点跟踪—紧平衡下的资金博弈)
中信证券亮马组合半月报—关注中报业绩预期高增品种的短期交易型机会)
北向资金周度解析—【中信证券策略】北向资金周度解析（2021 年 06 月 07 日-06 月 11 日）)
A 股策略聚焦—存量博弈主导市场，把握短期轮动机遇)
A 股市场流动性热点跟踪—逆袭时刻？)
南向资金监测和港股投资者行为月报（2021 年 6 月）)
中信证券 2021 年下半年投资图解—阔步新征程)
全球市场策略点评—加税，美股下半年最大的风险)
【中信证券策略】—北向资金周度解析（2021 年 05 月 31 日-06 月 04 日）)

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标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联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalamal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024/12/2020。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号 53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券和投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2021 版权所有。保留一切权利。