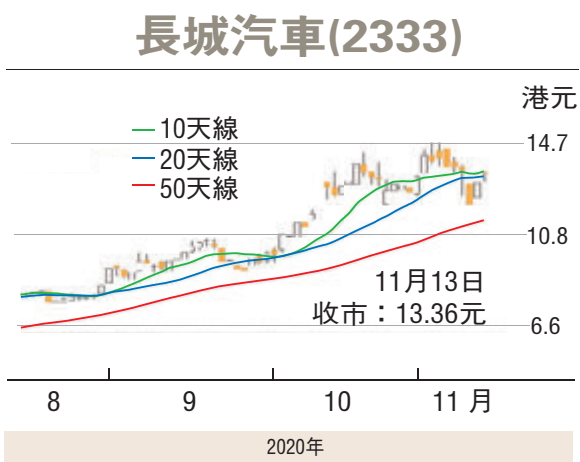


紅籌國企 高輪

張怡

# 銷量有望超標 長汽看漲



長城汽車(2333)在昨日反覆偏軟市況仍能保持不俗的升勢，收報13.36元，升0.4元或3.09%，為連續第二個交易日反彈，亦屬是日板塊中表現較突出的股份。長汽短期調整暫告一段落，配合行業進入銷售旺季，料股價後市仍有力擴大升勢，故續為板塊逢低建倉對象。

內地汽車工業協會日前公布的數據顯示，10月汽車產銷分別完成255.2萬輛和257.3萬輛，按月分別增長0.9%和0.1%，按年分別增長11.0%和12.5%。截至10月底止，汽車產銷已連續7個月呈現增長，其中銷量已連續六個月增速保持在10%以上。內地汽車市場繼續保持按年高速增长勢頭，長汽銷售表現自然可看高一線。

事實上，在銷售規模擴大下，長汽第三季毛利率已有所改善，季內純利按年升2.9%至14億元人民幣，撇除匯率因素，純利按年大增39%至19.5億元人民幣；總營收按年升約24%至262億元人民幣。集團還透露，將於明年推出逾10款車型，包括新車型及升級型號。根據最新公布的營運數據顯示，長汽10月份銷量13.56萬輛，按年增加17.86%，當中海外銷售10,804輛，新能源車銷量8,114輛。期內，產量錄13.12萬輛，按年增12.02%。今年首十個月，錄得銷量81.62萬輛，按年減少2.73%；產量80.28萬輛，按年減少4.88%。

中金發表研究報告指出，長汽10月銷量增速繼續大幅跑贏行業，疊加行業估值中樞上移等因素，上調H股目標價9%至18.5元，維持盈利預測及「優於大市」評級不變。中金又預計，長汽11月、12月銷量仍能環比走高，相信公司很大概率可超額完成全年銷量目標。趁股價彈力轉強跟進，料短期有力再試52周高位的14.84元，宜以失守近期低位支持的11.78元則止蝕。

## 看好騰訊留意購輪16083

受季績理想刺激，騰訊控股(0700)昨高收602元，升4.33%。若繼續看好該股後市表現，可留意騰訊瑞銀購輪(16083)。16083昨收0.168元，其於明年1月19日最後買賣，行使價為680元，兌換率為0.01，現時溢價15.75%，引伸波幅39.92%，實際槓桿9.92倍。

任籌 帷幄

## 美國選舉結果左右加元走勢



任曉平 光大新鴻基外匯策略師

美國選舉尚未有最終結果，總統特朗普已進入法律程序。但無論最終結果如何，明年1月20日將有新總統上任。12月14日選舉人將投票，誰得到270票，就誰當選下一屆總統，在明年1月20日前特朗普仍是美國現任總統。若果拜登上場，他將會禁止頁岩油開採的液壓裂法，這將影響美國頁岩油的生產，油價將會因為頁岩油供應下跌而上升，美國油業工人的失業人數上升。由於油價向上，這對加元帶來升值壓力，這也是加元在11月3日選舉後，帶來了一波上揚。

若果特朗普當選，他將繼續推動頁岩油，原油供應將會上升，美國並且得到能源安全的保障。雖然近年電動車使用有所上升，但軍事上使用電動車、飛機等仍未開始，所以原油仍是主要軍事能源所用。美元對加元的支持在1.2950，最大阻力在1.33。

## 英歐談判陷僵局不利英鎊

英國和歐盟的貿易協議也是受到美國的最終選舉結果左右大局。拜登奉行是奧巴馬政策的延續，全球化政策的延續。英國將對歐盟作出更多讓步來換取英美貿易協議，要知道歐盟是英國最主要貿易夥伴，第二就是美國了。若果是特朗普上台，當年2016至2017年時特朗普多次致函英國首相文翠珊在重要關頭要離開談判桌。所以英國讓步的可能性又會下降。事實上，現時英歐雙方的談判陷入僵局。所以若果美元走強，英鎊有機會下試1.27至1.28。

未來疫情走向也值得關注，歐洲多國的住院人數已經超過了3至4月時的高峰，歐洲已大規模封城，美國新增個案超過14萬，日本個案也有所上升。看來這個冬天並不簡單。經濟活動停滯將影響到通脹下跌。雖然開始有疫苗出現，但到真正開始分發注射可能要半年以上。特別是在運輸物流上的難度，種種原因預期美元都有反彈的可能。

金匯 動向

馮強

## 歐元區第三季經濟回升 歐元反覆向好

歐元本月初受制1.1920美元阻力走勢偏弱，周三在1.1745美元水平獲得支持，本周尾段反彈，一度向上逼近1.1835美元水平。歐盟統計局本周五公布歐元區第三季經濟按季上升12.6%，較第二季的負11.8%大幅好轉，同日公布的歐元區第三季就業人數按季攀升0.9%，好於第二季的負2.9%之外，更是過去3個季度以來首次回復正增長，數據帶動歐元反彈至1.1835美元附近。

## 經濟轉弱 美元反彈乏力

美國周四公布上周首次申請失業救濟人數為70.9萬人，小於前次的75.7萬人，但4周平均人數仍高企於75.5萬人，就業市場依然是復甦緩慢，同日美國公布10月份消費者物價指數以及扣除能源及食品的核心指數更雙雙按月增長停滯，而按年升幅均分別放緩至1.2%及1.6%，低於9月份的1.4%及1.7%水平。美國遲遲未能推出新一輪救助經濟計劃，加上新冠肺炎疫情持續創新高，經濟數據有逐漸轉弱傾向，不利美國第四季經濟表現，市場將關注美國下周二公布的10月份零售銷售表現。隨著本月初新冠疫苗的利好消息被市場消化，美元指數本週三受創93.20水平後掉頭回落至周五的92.76水平，凸顯着目前階段依然反彈乏力，有助歐元擴大升幅。預料歐元將反覆重上1.1900美元水平。現貨金價經過本月初大幅下跌，其後連日均大致處於1,860至1,890美元之間的活動範圍，波幅未有過於擴大。不過美元指數跌穿93水平，現貨金價本周有守穩1,950美元水平傾向，該因素有助金價再度上移，預料現貨金價將反覆走高至1,890美元水平。

板塊 透視

# 市場博弈激烈 周期股暫領先

耀才證券研究部高級分析員 黃澤航

本周，內地市場高開低走，資金博弈激烈，滬指高見3,387點後，逐日回調至3,300點上方，兩市日均成交8,736億元(人民幣，下同)，北向資金周內淨流入92.14億元，兩融餘額續升至1.55萬億元。盤面上，順周期股份獲資金追捧，按中信一級行業分類，石油石化、鋼鐵、建材等表現領先，周內升幅分別為3.99%、3.72%和3.58%；汽車、傳媒、商貿零售等表現落後，周內跌幅分別為3.60%、2.39%和1.70%。

## 科技股要注意估值風險

在傳統經濟股方面，受輝瑞新冠疫苗阻斷率表現超预期並將於年底投放消息刺激，實體經濟活動需求和大宗商品價格看漲，提振投資預期；此外，內地經濟持續改善，家電、汽車、工業等生產活動持續升溫，進一步消耗社會庫存，支持原料價格回升，利好鋼鐵、水泥、煤油、化工等行業毛利改善，刺激基本投資風向。不過，經濟短期能否復原，庫存去化可持續多久，經濟引擎動力有多

大，假若只是暫時性修復，地產、基建需求出現回落，那麼周期股估值修復後，又會面臨天花板。

談到科技股，離不開討論利率走向和風險偏好，疫苗利好讓經濟離復甦更進一步，加上預期拜登勝選，寬鬆貨幣政策退出或提前進入討論範圍。事實上，中美10年期期債息率近期抬升勢頭明顯，流動性回歸中等、信用預期收緊，對科技股估值是重大利空，稍有負面消息挑撥，高估領域股價風險釋放總有一遭。在風險偏好上，美國總統競選結果仍懸着、政權平穩過渡、財政刺激方案擱置等不確定因素打壓情緒。值得注意的是，內地信用債違約事件近期接二連三，觸發股價雙殺也突顯市場避險情緒升溫。

## 市場對新經濟需求樂觀

應該說，高估和泡沫並不能畫等號，雖然一部分疫情受惠股調整顯著，但新冠肺炎疫情帶來的經濟生活改變在不少領域是加速正面刺激的。更重要的是，中國內循環經濟和產業升級趨勢仍在加強，5G、物聯網、智能製造、新能源車等新需求樂觀，核心標的配置需求強烈。(筆者並未持有上述提及股份)

## 港股透視



葉尚志 第一上海首席策略師

11月13日，港股繼續回整第三日，恒指再跌10多點，26,000點關口失而復得，市場仍處於資金重新配置的過程中，但是大市成交量出現進一步回降，似乎換碼行動有先慢下來的跡象，估計總體市況有持續整固的傾向。騰訊(0700)在三季報後表現回好，股價重上600元水平，對近日來備受壓力的科網股帶來提振。然而，三大內地電訊營運商集體下挫，平均跌幅都超過有5%。

恒指連續回整第三日，在盤中曾一度下跌260點低見25,909點，但是在騰訊撐市下，日內跌幅得以有所收窄。恒指收盤報26,157點，下跌13點或0.04%。

國指收盤報10,545點，下跌34點或0.32%。另外，港主板成交金額進一步回降至1,514億多元，而沽空金額有198.4億元，沽空比例

13.1%。至於升跌股數比例是723:1044，日內漲幅超過10%的股票有30隻，而日內跌幅超過10%的股票有25隻。

## 操作上宜注意追高風險

在新冠肺炎疫情研發有突破發展消息發布下，市場對於經濟復甦的預期得以恢復提振，也把投資者的

目光、從新經濟科網股有所回轉至傳統經濟周期股方面。然而，隨著大市成交量出現顯著回降，從早前的高峰逾2,600億元回落至現時約1,500億元水平，似乎市場經歷了一輪亢奮的換碼熱潮後，開始有慢下來的跡象。對於港股後市表現可以維持正面態度，但相信短期市況未可擺脫整固格局，而在市場開展了新一輪大型重新配置行動中，相信估值情況將會是重點衡量標準，對於現時估值偏高的，無論是新經濟股也好，還是傳統經濟股也好，建議操作上都注意追高的風險。

## 科網股升勢由消息帶動

盤面上，科網股表現相對突出，騰訊在業績後重上600元關口，而外資券商將其目標價上調至700元以上，都是刺激推動的消息因素。另外，有望快將分拆京東健康上市的京東-SW(9618)，股價彈性也來得

滬深股市 述評

# 不利因素紛沓而至 市場在打擊中蟄伏

11月13日，A股低開後下挫，兩度調整又拉回。上證指數收報3,310.10點，跌0.86%，成交額3,015.28億元(人民幣，下同)，比上一交易日增加146.01億元；深證成指收報13,754.55點，跌0.27%，成交額4,256.35億元，比上一交易日增加44.69億元；創業板指收報2,706.81點，漲0.23%，成交額1,752.75億元。資金面上，北向資金淨流出49.39億元，其中滬股通淨流出36.35億元，深股通淨流出13.04億元。

航空航天、鈦白粉等板塊表現強勢，白酒板塊領跌。行業板塊方面，航空航天昨日領漲，板塊內中航重機漲停，北摩高科漲8.63%，中航飛機漲8.25%。而跌幅榜上，釀酒行業昨日跌跌停停，其中伊力特、迎駕貢酒、張裕A、迎駕貢酒、金徽酒等多支個股跌停，股價波動較大。概念板塊方面，鈦白粉概念連續三日大漲，板塊內多支個股漲停，攀鋼鈦漲停，金浦鈦業連續三日漲停，天原集團漲5.07%，安寧股份漲4.51%。鈦白粉的價格強勢反彈。一方面受原材料鈦精礦價格上漲推動生產成本上行的影響，另一方面，海外巨頭首疫情影響，產能下降，營收不佳，為中國鈦白粉企業搶佔國際市場份額提供了機會。連跌三日的氬氣概念終於迎來反彈，深冷股份大漲8.50%，杭氧股份漲3.20%。

指數弱勢調整，資源股活躍。昨日指數漲

跌不一，指數在支撐位跌後回升，但是市場動力仍然較弱，主板主要是受累於銀行保險和白酒，白酒板塊中的二線品種昨日一度出現加速上漲，不過邏輯不開和大環境中低價股和ST集體性活躍脫不開關係，今日即出現回調。周期類板塊今日繼續強勢，儘管大多是因為漲價的邏輯，但是板塊內細分的領域中期還是值得去關注和挖掘。

## 下周或迎技術性反彈

從最近的市場來看，需要警惕債券市場的連鎖反應，當前的貨幣政策的走向也有不太好的預期，在流動性收緊的預期下，那麼當前市場的估值也需要重新定價，我們也可以看到當前市場都是在順周期裏的低估值個股輪動，風格比較明顯，在當前日曆效應疊加年底機構求穩的邏輯下，我們認為需要控制倉位，在業績確定的低估值個股當中進行博弈。總體看，近期市場受到了不少打擊，包括A股在全球的相對吸引力減弱、信用債的風險蔓延和貨幣政策收緊預期等，如果周末沒有如同市場所擔心的出現不利政策的進一步動向，那下周有望迎來技術性反彈。

興證國際

證券 分析

凱基證券

# 騰訊季績對辦 監管風險遠低於同行

騰訊(0700)今年第三季度收入按年增長29%至1,254億元(人民幣，下同)，主要是由於網絡遊戲強勁的收入增長好於預期。此外，調整後淨利潤增長32%至322億元。收入和調整後的淨利潤均略高於預期。季度網絡遊戲收入按年增長45%至414.2億元，其中手機遊戲收入按年增長61%至391.7億元，而電腦遊戲扭轉近期的下滑趨勢，按年增長1%至116.31億元，這是由於現有需求強勁智能手機遊戲，尤其是《王者榮耀》。

展望未來，騰訊已於10月下半年推出一款新遊戲《天涯明月刀》，成為近月熱門手遊。此外，騰訊在未來6至12個月內將推出不少大型的手機遊戲。但是，由於一、Supercell合併對海外網絡遊戲收入增長正常化(在19年第四季度合併入資產負債表)和二、20年第三季度網絡遊戲的遞延收入增長放緩，整體網絡遊戲收入增長在20年第四季度可能會放緩。

騰訊第三季度業績令人滿意。此外，騰訊的主要業務網絡遊戲和社交平台，並不是內地最近公布的反壟斷指南的主要目標，再加上騰訊金融科技業務擴張相對審慎，騰訊遭受的監管風險遠低於同行。(摘錄)

行業 分析

## 「雙循環」：向內發力 向外突破

「以史為鏡，可以知興替。」歷史經驗的鏡鑒，不局限於表面的相似類比，還需深入到底層的邏輯規律。面對全球化的歷史性困局，2020年的中國與1913年前後的美國高度相似，由此中國「雙循環」也並非走向「閉關自守」，而是選擇通過向內發力，為高水平開放打開向外空間。

## 以史為鏡 探底層邏輯

以產業升級為先導，邁向價值鏈中上游。筆者認為，「產業升級」這一龐雜的概念，最終可以歸結為兩大核心問題：1) 生產什麼？2) 如何生產。從這兩個維度來看，1913年前後，美國產業體系完成了雙重質變：其一，優勢產品高附加值化。19世紀，美國在全球產業體系下的比較優勢長期停留於低附加值的原材料，但依託第二次工業革命的技術進步，1900至1913年美國

在全球工業製品領域(當時的高附加值領域)佔據了新優勢，其工業製品的出口逐步超出原材料出口及工業製品的進口，顯著提升了附加價值視角下的貿易盈餘，使美國躍升至全球價值鏈的頭部。

其二，生產方式現代化。為了最大化發揮技術進步的紅利，這一階段美國的生產業組織形式發生了軟、硬層面的同步進化。從硬層面方面看，「福特制」、「泰勒制」和流水線迅速普及，以大規模生產的方式擴大了美國在高附加值領域的產業優勢。激活消費升級，形成供需兩端的良性互動。產業升級為消費升級奠定了兩大基礎。得益於大規模生產，居民能夠以相對低廉的價格享受汽車等高附加值商品。「高薪低價」的剪刀差，從根本上夯實了居民的消

費能力，但收入不是決定居民消費的唯一因素，還需要適宜的消費場景和消費習慣作為「催化劑」，系統性地提升居民消費傾向。

## 反全球化困局仍待解

當前全球化浪潮所陷入的困局，看似是由特朗普政府政策轉向、新冠疫情衝擊等一系列「黑天鵝」引致的意外之變，實則是歷史因素層層累積後的必然之果。從全球來看，過去數十年，部分發達國家在獲取全球化紅利的同時，未能處理好內部的紅利分配問題，導致貧富差距和社會矛盾不斷擴大，推動內部民粹主義、外部保護主義的雙重漲潮，進而從全球化的領導者轉向「退群者」，全球化體系亟待新一輪重構。

針對上述形勢，「雙循環」新格局有望為高水平開放構建「外題內解」的解題路徑。展望未來，阻礙

中國開放的桎梏主要在外題：一是意願問題，既在逆全球化思潮氾濫之際，如何讓全球經濟願意更加深度地接納中國；二是方式問題，即在原有經貿體系破碎之時，如何讓全球經濟更有效地接納中國。

針對上述問題，「雙循環」通過向內發力，實現向外突破。一方面，以中國經濟的高質量發展，與全球體系締結新紐帶。另一方面，以自身產業升級加速區域一體化，以此構建融入全球化的新支點。中國「雙循環」新格局，雖然以「內循環」為主，但並不是「閉關自守」，而是由內而外地拓展高水平開放的新空間。基於「雙循環」產生的新紐帶和新支點，中國高質量發展、高水平對外開放、全球產業鏈升級、區域化和新一輪全球化有望形成相互促進的良性系統，成為全球經貿體系和治理格局走出歷史困局的關鍵引擎。

工銀國際首席經濟學家、董事總經理 程實