

紅籌國企 窩輪

張怡

投資限制鬆綁 國壽看漲

中國銀保監日發布通知，取消保險資金財務性股權投資的行業限制，通過「負面清單+正面引導」機制，提升保險資金服務實體經濟能力。險資投資限制進一步拆鬆綁，對內險股有正面的刺激作用。作為行業龍頭的中國人壽(2628)昨進一步反彈至18.5元報收，升0.54元或3%，為連續第三個交易日上升，並持穩於多條重要平均線之上，因該股估值在同業中不算貴，料後市反彈的空間仍有待延續。

國壽近日與中鐵建資本、恒通達與天津互通擬成立合夥企業，出資總額為280.1億元(人民幣，下同)，其中公司出資140億元。合夥企業將投資中國基礎設施項目，初始預期經營期限為35年。此外，集團旗下國壽資本投資日前發起設立規模為90.01億元的啓航夾層策略型基金，為市場上首支由境內機構發起設立的聚焦於持有型不動產的夾層策略認繳制股權投資基金。國壽多渠道加大投資，在提升險資的回報率之餘，也有望推動股價後市表現。

業績方面，國壽今年首季營業收入為6,915.71億元，按年增長10.8%；淨利潤為470.78億元，按年下跌18.4%。每股收益1.66元。今年首季，公司實現保費收入5,435.53億元，按年增長9.4%；新業務價值按年增長2.7%。野村指出，國壽首季新業務價值按年升2.7%，即第三季錄5%跌幅，但遠高同業錄雙位數跌幅的水平。該大行維持國壽「買入」評級，目標價23.52元(港元，下同)。

就估值而言，國壽往績市盈率8.08倍，市賬率1.16倍，在同業中並不算貴。趁股價反彈勢頭展開跟進，上望目標為52周高位的22.9元，惟失守近日低位17元支持則止蝕。

看好國壽可留意購輪16622

若繼續看好國壽後市攀高行情，可留意國壽國君購輪(16622)。16622昨收0.225元，其於明年5月20日最後買賣，行使價20.9元，行使比例為5，現時溢價19.05%，引伸波幅38.72%，實際槓桿6.18倍。

任籌帷幄

黃金調整將繼續



任曉平

光大新鴻基外匯策略師

8月份時美國銀行等金融機構預測金價可能很快觸及3,000美元，但截至11月18日當周，投資者從黃金基金撤出的資金規模達到創紀錄的40億美元。美國銀行已放棄其對金價將升至3,000美元的預估。

巴菲特旗下伯克希爾哈撒韋公司(巴郡公司)在第二季一度增持了金礦股，為黃金投資推向高峰，但巴郡公司向美國證券交易委員會(SEC)提交了13F表，披露截至三季度末的大股持股情況，巴菲特二季度破天荒建倉的黃金股竟遭砍倉四成。

筆者自2018年4季開始一直看好金價，特別是當金價突破1,400美元後，更建議追入。金價在2,000美元至2,100美元將見階段性頂部。並建議等待1,800美元之下才再考慮買入。

受疫情影響，金礦公司今年的產量下降15%至20%左右，但由於金價大幅度上升，所以盈利都有所上升。需求方面，央行們今年減少買入黃金，飾金需求因為金價大幅向上及封城關係而下跌30%至50%。但在美聯儲量寬的刺激下，投資者加大買入期金和黃金ETF，期金在7月份的持倉就沒有再上升，ETF的持倉量也在10月份時接近歷史高位。所以黃金回落是意料中事。

未來黃金價格要再次上升，需要通脹來臨。央行們礙於加息會影響經濟復甦的恐懼下未能大幅加息，預期通脹屆時會進一步上升，金價隨之上升。

通脹何時來臨？預期要明年第二季至第三季，當疫苗的成功得到肯定，並令消費回復信心後，通脹將會重臨，其中一個指標就是原油價格。另一個要關注的數據就是貨幣流通速度。由於美聯儲因為疫情關係，其資產負債表由4萬億上升至7萬億，但貨幣流通速度下跌。如果速度回升的話，通脹勢將重臨。

可候1725水平買入

黃金由2018年的1,160上升至今年高位的2,075。回調38.2%就是1,725，所以預期1,725附近是一個不錯的買入位。形態方面，金價在走一個杯子和柄形態(Cup-and-handle pattern)。過去黃金價格由1970年開始的上升1980年見頂，另一次就是2000年上升至2011年見頂。所以金價未來仍有很多的上升空間。

金匯動向

馮強

等候貿易談判結果 英鎊偏軟

英鎊兌美元本月初在1.3265美元附近獲得較大支持後，連日均未能擺脫位於1.3290至1.3400美元之間的活動範圍，本周尾段大部分時間窄幅處於1.3340至1.3380美元之間。英國與歐盟的貿易談判遲遲未有結果，而英國泰晤士報傳出蘇格蘭明年可能再次作出獨立公投，同時美國製藥商阿斯利康的新冠疫苗有效受到懷疑，該些因素明顯抑制英鎊在本周尾段的表现。

不排除英鎊掉頭回吐

另一方面，Markit本月初公布英國11月份綜合PMI初值回落至47.4水平6個月低點，主要受到服務業活動下降影響，不過數據卻顯示製造業PMI上升至3個月高點，加上英國上周五公布10月份零售銷售值按月上升1.4%，與上月相若，按年亦有4.8%升幅，高於9月份的3.4%升幅，數據反而支持英鎊本周早段的走勢。此外，英國財政大臣Rishi Sunak本周四認為破紀錄的高負債將難以快速回落至可維持的水平，反映英國有機會在疫情過後開始推出加稅措施。隨着英鎊本周持續未能向上衝破近3個月以來位於1.3400美元的主要阻力位，不排除英鎊將掉頭遭遇回吐壓力，預料英鎊將反覆走低至1.3200美元水平。

雖然現貨金價本月初從1,876美元水平急跌至周二的1,800美元水平，但其後跌勢迅速放緩，並連日徘徊1,800至1,820美元之間的活動範圍，本周尾段大部分時間處於1,803至1,813美元水平。美國感恩節假期間，美元指數跌幅有放緩傾向，繼續抑制金價的反彈幅度，不過美國聯儲局11月份會議記錄未有降低市場對聯儲局維持超寬鬆政策的預期，支持現貨金價繼續守穩1,800美元水平。預料現貨金價將暫時上落於1,800至1,830美元之間。

板塊透視

A股走順周期行情 規避「偽增長」科技股

耀才證券研究部高級分析員 黃澤航

本周，內地股市寬幅震盪，大小指數表現分化，截至周五，滬指收報3,408點，按周升1%，上證50收報3,498點，按周升2.54%，創業板指收報2,618點，按周跌1.80%，兩市日均成交2,210億元(人民幣，下同)，兩融餘額續升至1.57萬億元，北向資金周內淨流入168.51億元。風格上，傳統經濟股依然領先，按中信一級行業分類，煤炭、銀行、非銀行金融指數按周分別升4.69%、4.46%、3.65%，家電、建材、醫藥指數按周分別跌3.60%、3.17%、3.05%。筆者挑選若干焦點板塊進行回歸及分析。

近期資源股輪動上漲，其中煤炭股表現稍顯溫和，在估值相對優勢下，本周進一步追落後，股價大幅上揚。具體來看，在經濟復甦、入冬用煤旺季、進口供給偏緊支持下，5,500大卡動力煤價高位靠穩，煤礦企業盈利預期向好，龍頭中國神華(601088)憑藉強勁現金流和穩定派息優勢，自11月以來，股價累計升近16%，當前市盈率(TTM)為9.66倍，處於歷史偏高水平。受惠估值相對優勢，大金融股同樣也追落後。周五，銀行股全線大漲，宇宙行工商銀行(601398)股價續升近6%。

利率趨上行 保險可憧憬

三季度以來，內地宏觀經濟和讓利政策迎來拐點，中長期國債利率持續回升，央行剛披露的三季度貨幣政策報告顯示貸款利率回升6bp，一年期LPR互換利率近日再度走高，均暗示利率上行拐點趨勢確立。對銀行而言，經濟好轉意味着不良處置和撥備計提風險降低，營業成本減少，而利率上行有助提升資產端收益，利好業績表現，再加之估值存在安全邊際，吸引資金加速流入。

同樣地，中長期利率上行也利好保險股的業績表現，例如保險責任準備金計提折現減少疊稅前利潤、長端資產配置回報提升等，從增長性和估值安全來看，保險股仍有上望空間。而券商股，主要受指數高低、成交大小和情緒好壞影響，偏向於博奕風格，亦有望承接下來的補漲行情。

最後談談落寞的科技板塊，例如，計算機股、電子股、醫藥股等後市的看法。一方面，國內加息預期、年底流動性緊張、金融監管收

緊，不利科技股情緒炒作；另一方面，估值偏高、政策風險、機構結算、周期限股等，直接帶來資金流出，也終於打破三季度高低位切換不順的局面。

醫藥股估值前景轉悲觀

值得留意的是，此前高估的醫藥股正面臨較大的政策壓力，例如第四輪集採範圍擴大、新一輪醫保談判、高值耗材器械集採範圍擴大等，當中降價幅度顯著，高增長邏輯受到打壓，令不少股份估值和盈利中短期展望悲觀。綜合來看，目前A股仍以順周期主導風格，價值股估值已修復，性價比減弱，而不少優質增長股估值趨於合理，中期配置變得吸引，不過，仍需警惕和規避偽增長的科技股。

(筆者並未持有上述提及股份)



影子銀行風險收斂 內銀股彈升



葉尚志 第一上海首席策略師

11月27日，港股在期指結算日延續穩好的發展狀態，恒指再漲70多點，走出了一波六連漲，有繼續向上挑戰27,000點心理整數關的傾向。內地經濟數據表現持續向好，加上影子銀行風險收斂，消息刺激內銀股再次集體走高，四大國有銀行的漲幅都達到有2%以上。

至於在周四已動起來的內險股，有繼續獲得資金追捧的情況，其中，中國太平(0966)和中國太保(2601)，都站到了國指成份股的一周最大漲幅榜頭兩名。

恒指走了一波六連漲，在盤中曾一度上升190點高見27,009點，但是在收盤前有所回吐，科網股的高台整理壓力未散，但是內銀股和內險股的動力正在增強，國指已率先向上突破10,700點大關，創接近9個月來的收盤新高。恒指收盤報26,895點，上升75點或0.28%。國指收盤報10,790點，上升89點或0.83%。另外，港股主板成交金額有1,127億元，而沽空金額有166.5億元，沽空比例14.77%。至於升跌股數比例是1,021:757，日內漲幅超過11%的股票有49隻，而日內跌幅超過10%的股票有22隻。

滬深股市 述評

興證國際

銀行發力提振大市 滬指重回3400點

11月27日，A股震盪上揚，滬指重回3,400點。上證指數收報3,408.31點，漲1.14%，成交額3,260.70億元(人民幣，下同)；深證成指收報13,690.88點，漲0.67%，成交額3,996.52億元；創業板指收報2,618.99點，漲0.37%，成交額1,609.37億元；兩市個股跌多漲少，漲跌比為0.92:1，其中漲停39家；跌停14家。

申萬一級行業板塊多數上漲，銀行上漲2.25%，農林牧漁上漲1.87%，房地產上漲1.78%，通信下跌0.87%，有色金屬下跌0.44%，公用事業下跌0.33%。資金面上，北向資金淨流入24.77億元，其中滬股通淨流入17.26億元，深股通淨流入7.51億元。截至上個交易日，滬深兩市兩融餘額為15,736.97億元。

午後金融股持續拉升，主板略顯強勢。從盤面上看，最近金融板塊持續活躍，穩住了大盤指數，其實近期市場對於銀行地產的關注度是有明顯提升的，尤其是相對更具吸引力的港股標的，雖然今天銀行的強勢不乏對於周末信息的預期，但在Q4亂戰格局下，銀行確實有自身的邏輯，在上半壞賬計提充分且呵護小微企業的銀行可謂錄得最盈盈利

答卷，而隨着全球經濟的復甦，此前記為壞賬的資產質量存在好轉預期，而對於實體經濟的反哺也更多地轉為盈利。

資金憧憬周一上市

四季度發動周期行情，除了成長股滯漲，還有高股息策略受青睞的因素，也因此股價上漲使得周期板塊的吸引力下行而非上升，而金融地產也同樣存在高股息選股邏輯的特征，也因此近兩日平安、工行等大象起舞的現象似乎也可以說得通了。

現在市場有「周一漲」錨定效應，昨午的異動可能也有搶籌的意思，如果後續金融板塊不能夠保持持續性，又沒有新的強勢主線，那麼會對行情造成一定的壓力，因此就當前站上3,400點的表現，尚不足以作為市場強勢的表征。我們認為年底市場仍是亂戰格局，交易難度較大，相對保守的高股息標的存在比價優勢。

行業分析

「雙循環」：內地消費新動力 投資新重心

放眼中國經濟「雙循環」新格局，堅持擴大內需、加快培育完整內需體系是首要的戰略重點。作為內需的核心引擎，中國消費和投資有望在2021年進一步擺脫疫情拖累，收穫靚麗的復甦表現。

第一，消費引擎釋放新動力。2020年國內疫情基本平息之後，消費引擎的修復長期落後於投資引擎，並拖累需求側修復滯後於供給側。疫情對居民收入造成急速衝擊，經濟前景不明抬升預防性儲蓄，以及防疫措施擠壓消費場景，是導致這一階段消費乏力的三大主因。展望2021年，上述束縛有望同步打開，激活中國消費回暖的新動力。其一，居民收入持續修復。2020

年二季度以來，中國居民人均可支配收入較快修復，並在三季度實現累計實際同比增速轉正，正在引導居民人均消費支出的增速回穩，由此8月至今社會消費品零售總額的當月增速加速上行。其二，預防性儲蓄動機減弱。當前，2020年就業目標幾近完成，作為就業薄弱環節的農民工均收入重拾同比正增長。持續改善的就業形勢平抑了居民儲蓄意願，居民消費信心重回上升通道。其三，消費場景重煥活力。一方面，在平穩通過「十一黃金週」防疫大考之後，未來更多的線下消費場景及需求有望加速解封。另一方面，在海外疫情回潮的影響下，旅遊、醫療、教育等服務消費進口

證券分析

中泰國際

中教控股多重利好 提升目標價

得益於期內並表兩所新收購的學校，中教控股股(0839)FY20在校生人數增加至18萬人。按教育板塊分佈，高等教育和職業教育分別佔其在校生人數的61%和37%。FY20收入26.8億元人民幣，同比增長37.0%。期內毛利率59.8%，提升2.4個百分點，優於我們預期。報告淨利潤6.3億元人民幣，剔除非運營開支後，經調整淨利潤9.8億元人民幣，同比增加31.9%。

利潤更上一層樓

為持續推動內生增長，中教積極進行現有校園擴容計劃。旗下廣東白雲學院和松田學院正在建設新校區，第一期將分別於2021年及2024年投入使用。新校區全部竣工後將分別額外提升學校容量70%和186%，至5.6萬和5.0萬人。公司將繼續擴大在廣東省的市場份額。11月11日，教育部公示已批准21所獨立學院轉設名單，其中中教旗下的四川大學重慶南方翻譯學院和廣州大學松田學院即將完成轉設。完成後，兩所學校可逐年減少管

理費開支，直接增厚利潤。南方翻譯學院的管理費為學費收入的8%，松田學院為學費收入的18%。另外，2020年8月中教宣布收購海口經濟學院及其聯屬藝術學校(海口學校)，海口學校的舉辦人變更於9月完成，學校的利潤將體現在2021財年的報告中。管理層預期海口學校收入為7.0億元人民幣，佔集團總收入約25%。海口學校併入報表後將大幅度提升集團的營收和利潤。集團現金流強勁，截至8月底賬上現金35億元人民幣，預測集團將持續有收購項目落地。

提升目標價至22.20元

在反映了旗下學校的內生增長以及海口學校的並表後，我們預測FY21E學生人數約為24.4萬人；調整FY21E收入至38.6億元人民幣，同比上升44.3%。預測FY21E核心利潤13.3億元人民幣(剔除因轉設扣除的一次性補償費)。我們維持中教估值為25倍FY22E前瞻市盈率，上調目標價至22.20港元。當前股價分別對應20.3倍/16.7倍FY21E/FY22E市盈率。

工銀國際首席經濟學家、董事總經理 程實

製造業投資有望修復

從資金來源看，企業盈利所形成的內源性融資能力，通常是製造業

本版文章為作者之個人意見，不代表本報立場。