

紅籌國企 高輪 張怡

信行估值偏低 可續留意



內銀股昨日整體表現仍佳，尤以強勢股的招商銀行(3968)走高至50.6元收市，升0.6元或1.2%較突出。招行於周初創出53.25元的上市新高後，近日股價以反覆整理為主，該股可維持強勢，反映市場對板塊續樂觀。事實上，招行往績市盈率12.51倍，市賬率1.87倍，估值在同業中處於偏高水平。

同業的中信銀行(0998)昨以全日高位的3.44元收市，升3仙或0.88%，表現雖不算突出，但估值尚處於偏低水平，現價亦企於多條重要平均線之上，故預計其後市反彈的空間仍在。信行較早前公布9月止前三季度業績顯示，實現經營收入1,495.07億元(人民幣，下同)，按年增加5.1%。錄得淨利潤369.18億元，倒退9.4%，每股收益73分。

單計第三季度，信行實現經營收入473.07億元，下降3.6%。錄得淨利潤113.77億元，按年倒退8.6%，按季增長2.6%；每股收益21分。季內，淨息差2.04%，較二季度上升0.06個百分點。信行首三季業績符預期，大行對其看法也屬正面。花旗最近便予其「買入」評級，目標價由5.42元(港元，下同)，上調至5.57元，即較現價尚有約62%上升空間。

就估值而言，信行往績市盈率3.24倍，市賬率0.29倍，在同業中處偏低水平。若短期上破1個月高位阻力的3.59元，下一個目標將上移至4元關，惟失守近期低位支持的3.24元則止蝕。

看好滙豐留意購輪 19157

高盛料英倫央行最快下周五(11日)批准滙豐控股(0005)及渣打(2888)恢復派息。滙豐昨收報43.75元，升0.8%。若繼續看好該股後市表現，可留意滙豐購輪(19157)。19157昨收0.189元，其於明年4月21日最後買賣，行使價48.05元，兌換率為0.1，現時溢價14.15%，引伸波幅36.9%，實際槓桿7.71倍。

任籌 帷幄

疫情加大債務重組難度



任曉平 光大新鴻基外匯策略師

美國單日新增確診病例超過20萬，現有住院患者突破10萬，兩項資料雙雙達到疫情爆發以來新高。美國疾病控制和預防中心主任雷德菲爾德發出警告，目前美國90%的醫院都處在新冠肺炎疫情指標最嚴重的紅色區域。雖然現時死亡率較低，但如果醫療系統崩潰，會否引發死亡率提高？但無論如何，死亡人數正在上升。

假若死亡數字的驚嚇度上升，就算政府不封城，人們也會減少外出。經濟便有可能重新跌入衰退邊緣。幸好的是美國副總統彭斯12月1日宣布，將在12月的第3周開始分發新冠病毒疫苗，聯邦疾病防治中心(CDC)建議，第一批新冠疫苗應優先給2,100萬名醫護人員與300萬人的療養院長者等使用。預期明年的年中，有足夠的疫苗供全部美國人口接種。

美國供應管理協會(ISM)公布，11月非製造業活動指數，由10月的56.6降至55.9，是5月經濟開始復甦以來最低，亦是連續第2個月下跌，新訂單分項指數由近17年高位回落，由58.8跌至57.2，連續第2個月下跌。來年第一季，在過去來看，經濟增長首季都會較慢，其中一個原因是一月份美國的冬天較寒冷，預期今年也不例外。這也是流感高峰期，去年美國流感大爆發，預期今年疊加冠疫情。12月至1月將是考驗時期。

因為疫情影響，金融風險正在提升公司債水平創紀錄高位，包括3月以來被評級機構下調評級的近2萬億美元非金融債務。疫情及破產申請數量增加將令法院系統承壓，加大了債務重組的難度。

中小型銀行風險仍在

和日本及中國一樣，美國銀行業經過2008年後，大型銀行較能抵禦疫情衝擊較強，但中小型銀行風險仍在。這也是去年9月份開始，美聯儲一直需要支持Repo(回購協議)市場的原因。美聯儲資產負債表也由2019年9月的3.7萬億美元擴展至當前的7萬億美元以上。

美匯指數在疫情好轉後會有一波反彈，主要是國際貿易回升，油價回升也幫助美元回升。今時今刻美國也是石油出口國的一份子。預期美元在90附近近有支持。未來在90至94上落。

金匯 動向 馮強

觀望疫苗成效 英鎊走勢偏強

英鎊本周三守穩1.3285美元支持位後迅速反彈，重上1.33美元水平，周四曾向上觸及1.3500美元水平近1年以來高位，本周尾段大部分時間上落於1.3410至1.3495美元之間。歐盟與英國的貿易談判遲遲未有結果，現時距離12月底的談判限期不足3周，不過近日傳出美國參議員麥康奈爾與眾議院佩洛西已就新一輪疫情救助計劃接觸，市場焦點迅速落在美國將推出大規模刺激經濟措施的預期上，歐元連日站穩1.21美元水平，美元指數有失守90大關風險，加上歐元兌英鎊交叉盤本周二受制0.9085阻力後升幅放緩，該些因素反而有助減輕英鎊的回吐壓力，英鎊本周尾段連日試1.3500美元阻力。

市場氣氛續不利美元

另一方面，Markit本周二把英國11月份製造業PMI終值上調至55.6近3年高點，好於初值55.2的表現，而周四公布的英國11月份服務業PMI回落至47.6，遜於10月份的51.4，但英國同意使用輝瑞的新冠疫苗，並快將在本月內開始進行大規模接種，不排除有助控制英國疫情，抑制英鎊跌幅。隨着市場氣氛持續不利美元，若果美國11月份非農就業數據未能扭轉美元的疲弱表現，則英鎊將有機會延續自上月初開始的反覆上行走勢，預料英鎊將反覆走高至1.3600美元水平。

周四紐約2月期金收報1,841.10美元，較上日升10.90美元。現貨金價本周初觸及1,765美元附近5個月低位後連日回升，周五曾向上逼近1,845美元水平近兩周高位。美元指數走勢疲弱，加上輝瑞表示新冠疫苗產量將較早前預期減半，現貨金價本周尾段連日站穩1,800美元之上，走勢有進一步上移傾向，預料現貨金價將反覆重上1,860美元水平。

板塊 透視

A股攀上年高位 中小創企穩回升

12月首周，內地股市震盪向上，市場情緒升溫，滬指曾攀上年內新高3,465點，兩市日均成交8,540億元(人民幣，下同)，兩融餘額接近1.6萬億元，北向資金周內淨流入245.40億元。值得注意的是，中小創指數企穩回升，領先權重表現，截至上周五，滬指收報3,444點，按周升1.06%，創指收報2,730點，按周升4.27%，滬深300收報5,065點，按周升1.71%。

跨年股份配置正在進行

筆者看法偏向樂觀，未來1-2個季度，經濟展望、貨幣環境、政策環境較正面，加上近期A股經歷估值和風格再平衡，市場預期已切換至明年，跨年配置正在進行。

一方面，美國總統大選結果懸念近期落地，12月歐央行預期繼續放水，以及此前疫苗進展利好經濟復甦，刺激資金風險偏好再度提升。另一方面，內地近日發布的11月PMI數據再超预期，人民幣匯率進一步升值，吸引外資持續配置。

在政策環境上，11月30日，央行

超預期投放2,000億中期借款便利，對沖部分債市違約和金融機構年度結算的資金需求，讓市場流動性擔憂明顯緩解。再看監管態度，證監會主席易會滿近日發表署名文章，明確「十四五」時期提高直接融資比重的六大任務，當中提及「大力推動長期資金入市，充沛直接融資源頭活水」，有助提升市場信心。最後，中央經濟工作會議將在本月召開，市場在視窗期的運行環境偏暖。

再從盤面來看，大小指數本周共振上漲，周期成長、藍籌白馬有序輪動，有利吸引資金入場。在上篇專欄談到，當前A股以順周期主導風格，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。

資源及金融股正常調整

從復盤來看，本周資源股和金融股出現調整，並非基本面發展重大變化，而是短線資金獲利兌現的結果，順着短期補庫存和中期經濟復甦的思路，仍可關注當中機會；值得注意的是，醫藥板塊中具備消費屬性、創新屬性、龍頭屬性的白馬股在本週開始擺脫脫價政策或是靜態估值偏高的擔憂，跑贏板塊和大盤。類似情況也出現在電子板塊(手機設備等)、計算機板塊(雲計算等)、內需板塊(白酒、調味品)等，或暗示資金的戰略佈局方向仍聚焦在產業升級和消費升級上。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)

港股 透視

12月4日。港股未能完全確認打破整固的格局行情，但是總體穩好發展仍在延續，恒指再漲了接近100多點，有再次向上衝擊27,000點關口的傾向。從市況觀察，雖然近日有多家公司宣布配股集資的消息，但是對市場未見有帶來太大衝擊，可見港股現時的市底仍相對較強，尤其是在回整時可以有足夠的承接力。



葉尚志 第一上海首席策略師

中資金融股估值料提升

幅最大的指數股。恒指收盤報26,836點，上升107點或0.4%。國指收盤報10,625點，上升38點或0.36%。另外，港股本板成交金額有1,722億元，而沽空金額有211.2億元，沽空比例12.26%。至於升跌股數比例是852:905，日內漲幅超過12%的股票有40隻，而日內跌幅超過10%的股票有30隻。

港股仍處總體穩好狀態

現階段，港股仍處於總體穩好的發展狀態，一方面，是受到市場對於經濟復甦的預期信心所支持，另一方面，港股的走勢仍相對落後，恒指在年內仍錄得有接近5%的跌幅，估計在年底前有粉飾櫥窗追回落後幅度的機會。

總體上，我們對於港股後市維持正面看法，至於操作方面，對於預期未有過高、估值合理的價值股，建議

可以優先關注。而對於估值偏高的，無論是新的還是舊的經濟股，採取候低吸納部署，相信還是會來得比較恰當。

目前來看，中資金融股的後續空間值得繼續關注，正如我們早前指出，在內地金融市場復甦至可持續發展的正軌、在A股已逐步向上突破出現慢牛發展行情的背景下，中資金融股現時的估值是合理的，市場預期亦未出現過高，建議對於內銀股、內險股以及中資券商股，可以繼續優先關注配置的機會。

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。

事實上，對經濟復甦的預期信心，是目前支撐股市的最根本因素，而英國和俄羅斯即將在當地率先開展大規模疫苗接種，如果防疫成效顯著，相信可以進一步增強市場信心。恒指出現進一步彈升，並且以全日最高位26,835點來收盤，石油股和內房股表現受壓，其中，被美國列入制裁名單的中海油(0883)跌了有接

近4%，而被調低了預測的世茂集團(0813)更下跌逾10%。

中國平安有破百元趨勢

然而，中資金融股表現依然強勢，中國平安(2318)漲了2.62%至97.85元收盤，大有上衝100元大關的趨勢，而蒙牛乳業(2319)則已率先創出了新高，漲了6%並且是一周漲

滬深股市 述評

滬指周線三連陽 向上趨勢仍保持

A股昨日蓄勢整理，周股局部回暖，大消費活躍，金融低迷。三大指數早盤弱勢盤整，創業板一度翻紅後再度下探。銀行、證券板塊集體下挫，工業大板、白酒等板塊較為活躍，農藥股再度走強。

臨近午盤，指數小幅回暖。有色板塊逐步走高，半導體板塊較為強勢，釀酒板塊盤中回暖。三大指數悉數向上，滬指拉升翻紅。券商、軍工大幅拉升，飲料食品板塊延續強勢，賺錢效應回升。

題材概念股尾盤走弱

尾盤多隻銀行股高位跳水，題材概念股走弱。截至收盤，上證指數漲0.07%，報3,445點，深證成指漲0.4%，報14,027點，創業板指漲0.68%，報2,731點。兩市成交額縮減至7,500億元(人民幣，下同)左右。

北向資金全天氣淨買入約37億元，本周合計淨買入超245億元。本周上證指數漲逾1%，錄得周線三連陽；深證成指漲逾2%；創業板指漲逾4%，終結三周連跌。

近期滬指升出年內新高，市場熱點呈現有序輪動的特徵，周期以及成長板塊輪番領漲，市場中期震盪向上的趨勢基本得以保持。金融股仍可繼續跟蹤，但目前不是好的時機，可等待小幅整理後



興證國際

證券 分析

凱基證券

吉利可候20元附近收集

市場調查機構IDC估計，受惠國策大力支持、傳統汽車廠商投入資源等因素，中國新能源汽車市場將在未來5年迎來強勁成長，2020年至2025年的年均複合增長率將達到36.1%。IDC預計2020年中國新能源汽車銷量約為116萬輛。IDC估計，2021年至2022年得益於疫情後的反彈，以及財政補貼期限的延長，新能源汽車銷量將大幅增長。隨著補貼減少，2023年以後增長將回落至較平穩的水平。2025年新能源車銷量將達到542萬輛。產品結構方面，純電動汽車在新能源汽車市場佔據的份額將由2020年的80.3%提升至2025年的90.9%。

新能源汽车迎來強勁增長

IDC認為，中國新能源汽車市場未來5年強勁增長的驅動因素主要來自5個方面：國家政策大力支持、汽車廠商的佈局和投入、動力電池技術的不斷突破(動力電池價格持續下降，過去10年跌價近90%)、自動駕駛的協同發展，與消費者更加開放的態度。

敏實涉汽車供應鏈可積累

實際上，特斯拉在上海的工廠進一步加快中國電動汽車供應的發展。在政府的支持下，我們對電動汽車行業的前景感到樂觀。行業最近的股價調整為投資者提供了良好的買入機會。其中，吉利(0175)將在未來兩年內推出一系列新的電動汽車型號。鑑於其在傳統汽車領域的良好業績，加上合理的估值(16倍21財年預期市盈率)，建議在股價接近20港元時收集。此外，敏實(0425)也參與電動汽車供應鏈，可趁低積累。



行業 分析

後疫情時代 煤炭明年回歸理性

一改2019年逐漸向穩的勢頭，2020年動力煤市場經歷了較大的波動。新年伊始電力需求受到疫情影響大幅下降，而動力煤供給在保供政策下大體保持穩定，導致階段性供過於求，4月份動力煤價曾出現連續大幅下跌，一度步入發改委劃定的下方紅色區間，而三季度開始又得到大幅反彈，直至上方紅色區間。截至12月3日，秦港5500Kcal現貨價格低位於464元/噸，最高點為634元/噸，價格中樞同比降幅為35元/噸，較上半年同期的70元/噸降幅有明顯反彈。

這主要歸因於下半年經濟增速、火電用電量同比增長轉正，以及煤炭產量、進口量同比增長轉負。下半年以來，多個主煤礦產區生產持

續受到影響，陝西、山西皆有發生煤礦安全事，內蒙古則受到涉煤反腐敗檢查影響。1月至9月全國累計原煤產量27.8億噸，同比下降0.1%，產量遠低於上半年市場同比增長5%以上的預期。1月至10月份，全國共進口煤炭25,315.5萬噸，同比下降8.3%。

環保安監檢查已成常態

產能利用率方面，由於煤炭生產安全事故在2020年依然屢屢發生，同時考慮到「十四五」規劃中對環境生態保護的重視，我們認為嚴格的環保安監檢查已成為常態，未來將持續對產能釋放起到抑制作用，行業供給彈性將有所減弱。同時，進口煤依然是調節國內市場供應的重要手段。本年度下半年對進口煤尤其是澳煤的管控十分嚴格，此前市場一直期待的放鬆進口煤限制並沒有發生，幫助沿海煤炭市場快速

反彈並得以在高位徘徊。

未來隨着經濟刺激措施進一步發酵，用電需求將進一步恢復增長；但疫情對出口型企業以及部分內地地區生產生活依然存在不利影響，2021年能夠出現用電量和耗煤量出現大幅增加的概率不大，我們認為進入一月份之後，隨着新配額的發放和進口煤的通關，煤價將呈現穩中小幅下降態勢。考慮2020年度低基數，我們對2021年動力煤需求整體趨勢依然較樂觀。煤價再度大幅下跌可能性不大，大概率會在500元至580元/噸內運行。

本版文章

為作者之個人意見，不代表本報立場。

工銀國際研究部 盧莎麗