策略研究

投资研究月度观点：盈利复苏，慢牛启动

宏观策略

目前已有多家企业公布疫苗研发的利好消息，经济复苏预期进一步增强。同时美国总统特朗普启动对拜登的权力交接，市场最担心的美国政局不确定性开始消散，导致投资者的风险偏好进一步上升。港股也将受益股市风险情绪的持续提升，顺周期板块继续助力大盘上涨，而三季度业绩利好也将带动科技板块上涨。

流动性方面，随着海外疫情的恶化，为了应对重返衰退的潜在威胁，欧美央行保留了进一步宽松的可能性。欧洲央行或将在 12 月提供更多刺激措施，重点关注追加紧急购债规模和向银行提供更多低息贷款。美联储 11 月 FOMC 会议纪要显示可能通过加快购债速度或者购买更长期国债来增加流动性。这也预示着年末全球或有新一轮宽松，有利于港股的流动性环境。

港股盈利最差的时期已经过去，低基数及政策刺激可推升恒指2021年盈利大幅反弹。根据彭博一致预期，恒指 2021 年盈利增速达到 20%，国指盈利增速达到 15%，盈利基本回到疫情前水平。2021 年基本所有行业盈利都能维持正增长。目前市场的盈利预期逐步滚动至 2021 年，股价表现已开始反映明年的盈利反弹。从已有的港股三季报数据来看，盈利同比仍然下滑的公司占比为 37%，较半年报时的 62%已有大幅下降。

恒指目前接近 12 倍的预测估值，已达到过去几年的估值较高水平，但已部分考虑了明年的盈利高反弹，因此未见高估。我们认为短期内恒指估值进一步大幅超过 12 倍的空间不大，估值提升更多是通过阶段性的指数成分调整来实现。未来带动指数上涨的主要动力，将逐渐从估值修复转变到盈利复苏的兑现甚至超预期，从而形成慢牛格局。

图表：恒生指数走势表现



来源：彭博、中泰国际研究部*(数据截至 11 月 30 日)

金股组合

代码	公司	占比（可融资）
1208.HK	五矿资源	8.5%
1585.HK	雅迪控股	7.0%
2899.HK	紫金矿业	6.9%
0700.HK	腾讯控股	6.7%
2382.HK	舜宇光学科技	6.5%
2333.HK	长城汽车	6.5%
2020.HK	安踏体育	6.4%
1765.HK	希望教育	6.2%
1211.HK	比亚迪股份	5.7%
6186.HK	中国飞鹤	5.4%
2331.HK	李宁	5.2%
2269.HK	药明生物	4.8%
0291.HK	华润啤酒	3.7%
0520.HK	呷哺呷哺	3.7%

来源：万得、中泰国际研究部

分析师

中泰国际研究部
+852 2359 1800
ztresearch@ztsc.com.hk

正文目录

正文目录 **2**

图表目录 **3**

宏观经济回顾 **4**

海外宏观：复产复工加快，劳动力市场复苏放缓 4
国内宏观：基本面复苏态势延续 4

港股策略展望 **6**

全球主要大类资产表现 6
股指表现估值盈利分解 7
行业估值盈利分解 8
资金流向 9
南下资金 10
12 月策略展望：纪春华 11

行业观点汇总 **13**

教育：陈怡 13
环保、新能源、公用事业：周健锋 13
医药：施佳丽 14
中国房地产：刘洁琦 15
TMT：秦越 15
澳门博彩：颜招骏 17
券商：赵红梅 17

公司及行业评级定义 **19**

重要声明 **20**

图表目录

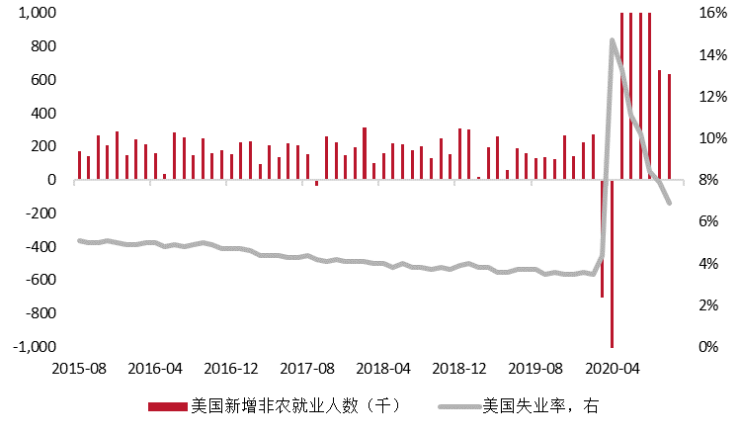
图表 1：美国非农就业人数及美国失业率 4
图表 2：美国 PCE 及核心 PCE 4
图表 3：工业增加值同比增速 5
图表 4：固定资产投资累计同比 5
图表 5：社消零售同比增速 5
图表 6：CPI 及 PPI 同比增速 5
图表 7：新增社融及新增人民币贷款 5
图表 8：M1 及 M2 同比增速 5
图表 9：主要大类资产本币计价表现 6
图表 10：主要大类资产美元计价表现 6
图表 11：主要指数估值盈利分解 7
图表 12：主要指数估值水平对比 7
图表 13：恒指及国指盈利预期变化 7
图表 14：中国股票行业估值盈利分解 8
图表 15：中国股票行业估值水平对比 8
图表 16：中国股票行业盈利增速对比 8
图表 17：港股一级行业资金流向 9
图表 18：港股二级行业资金流向 9
图表 19：南下资金流入情况 10
图表 20：南下资金成交额占比 10
图表 21：南下与北上资金净买入对比 10
图表 22：南下资金热门买入标的 11

宏观经济回顾

海外宏观：复产复工加快，劳动力市场复苏放缓

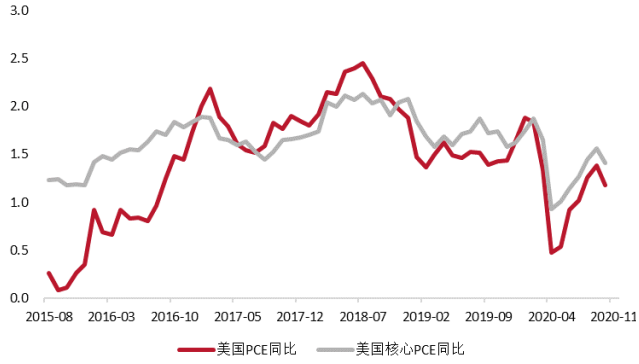
受益美国经济活动持续恢复，临时性失业减少。10 月美国新增非农就业人数 63.8 万人，好于市场预期，劳动参与率上升 0.3 个百分点至 61.7%，但新增就业人数已经连续 4 个月放缓。10 月失业率为 6.9%，较上月下滑 1.0 个百分点，连续第 6 个月下滑。美国 11 月制造业和服务业 PMI 均超预期反弹，复产复工进程加快，经济复苏态势延续。美国 11 月 Markit PMI 初值录得 57.9，高于 56.9；其中制造业 PMI 初值录得 56.7，高于预期 53 及前值 53.4，创近 74 个月以来的新高；服务业 PMI 录得 57.7，高于预期 53 及前值 56.9。

图表 1：美国非农就业人数及美国失业率



来源：万得、中泰国际研究部，截至 2020 年 11 月 30 日

图表 2：美国 PCE 及核心 PCE



来源：万得、中泰国际研究部，截至 2020 年 11 月 30 日

国内宏观：基本面复苏态势延续

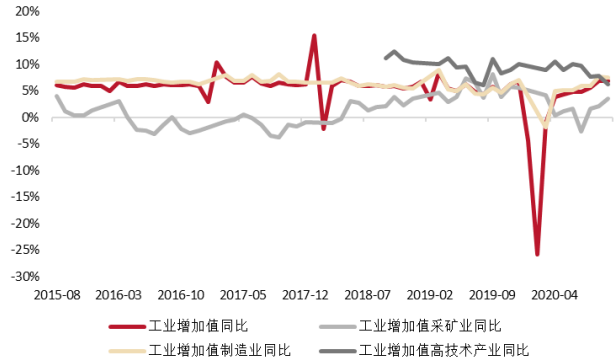
10 月公布的宏观数据显示中国经济持续复苏趋势不变。10 月规模以上工业增加值同比增 6.9%，好于预期，增速与 9 月份持平。其中私营企业、外资企业及股份制企业增速明显高于国有企业，显示目前经济复苏主要来源于复产复工有效推进之后内生需求，而政策刺激所带来的额外调控所产生需求相对较少，因此复苏可持续性较高。制造业增长 7.5%，增速为三大门类中最高，其中装备制造业复苏继续高于整体。新能源汽车、机器人、机械、计算机设备等高技术产业均实现较高增速。

10 月社会消费品零售总额同比增长 4.3%，增速比上月加快 1.0 个百分点。其中餐饮收入同比增长 0.8%，实现了年内首次转正。商品零售连续 4 个月保持增长，消费升级态势在本轮疫情期间加速显现。另外，线上零售增长 10.9%，增速在保持高水平的同时，进一步扩大与整体零售增速的差距，导致实物商品网上零售占比进一步上升至 24%。

10 月固定资产投资稳步回升，投资结构继续向高技术产业倾斜。1—10 月，全国固定资产投资同比增长 1.8%，增速比 1—9 月份提高 1.0 个百分点。高技术产业投资同比增长 9.7%，比 1-9 月份加快 0.6 个百分点。高技术产业投资在本轮复苏中，以明显高于基建投资及房地产投资的速度修复。而其中高技术制造业和高技术服务业投资都有较高增速。

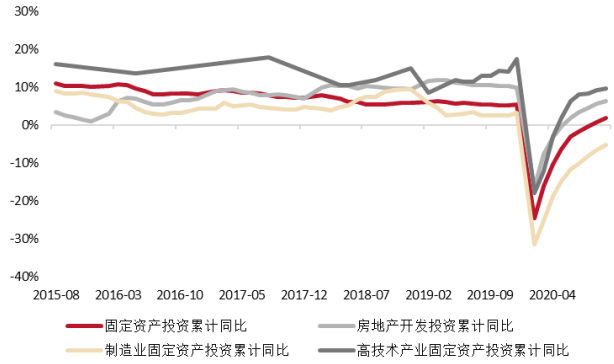
受去年高基数影响，10 月 CPI 同比回落至 0.5%。预计未来猪价预计继续下行，11 月 CPI 同比继续回落。10 月 PPI 同比下降 2.1%，维持温和修复趋势。10 月新增社融 1.42 万亿元，同比多增 5493 亿元。10 月人民币贷款增加约 6898 亿元，同比多增 285 亿元，低于市场预期，主要受季节性因素影响，实体经济融资需求依然较为旺盛。10 月 M1 同比上涨 9.1%，较 9 月提高 1 个百分点，体现了制造业复苏。M2 同比降至 10.5%，较 9 月回落 0.4 个百分点，主要受到财政支出增速放缓的拖累。

图表 3：工业增加值同比增速



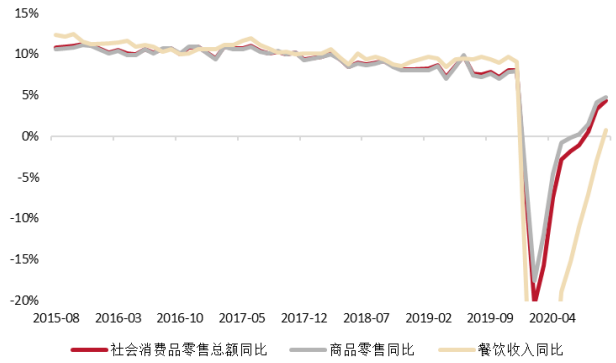
来源：万得、中泰国际研究部，截至 2020 年 11 月 30 日

图表 4：固定资产投资累计同比



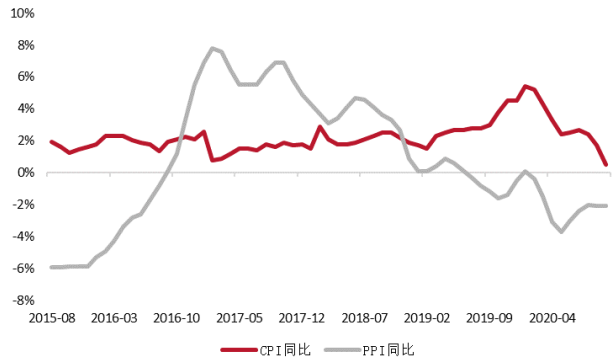
来源：万得、中泰国际研究部，截至 2020 年 11 月 30 日

图表 5：社消零售同比增速



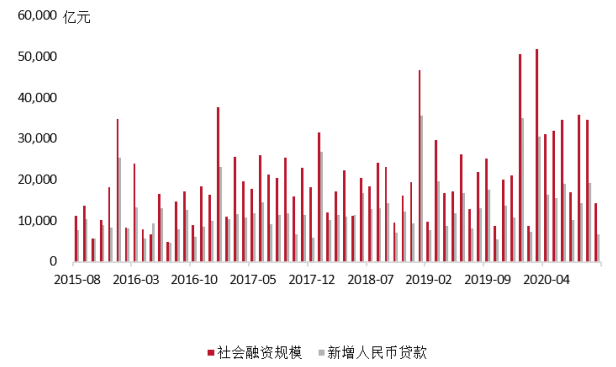
来源：万得、中泰国际研究部，截至 2020 年 11 月 30 日

图表 6：CPI 及 PPI 同比增速



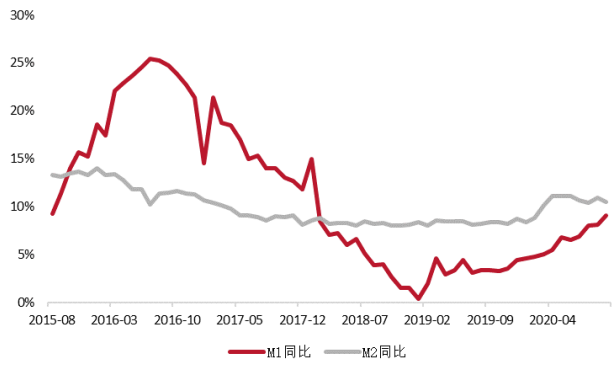
来源：万得、中泰国际研究部，截至 2020 年 11 月 30 日

图表 7：新增社融及新增人民币贷款



来源：万得、中泰国际研究部，截至 2020 年 11 月 30 日

图表 8：M1 及 M2 同比增速



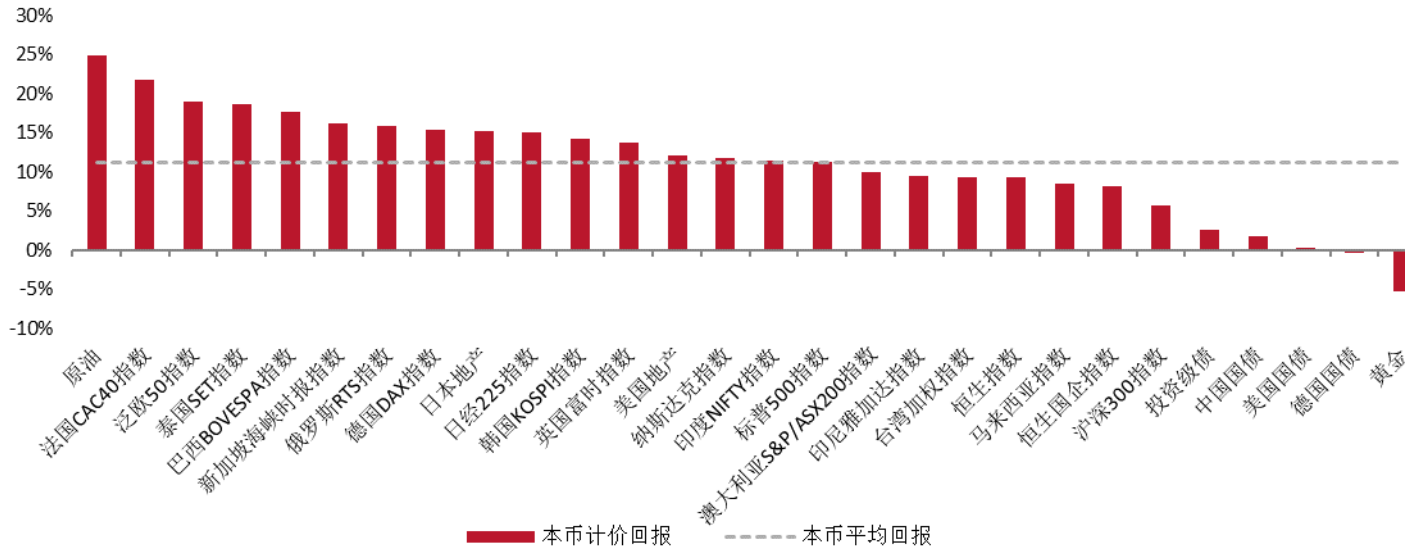
来源：万得、中泰国际研究部，截至 2020 年 11 月 30 日

港股策略展望

全球主要大类资产表现

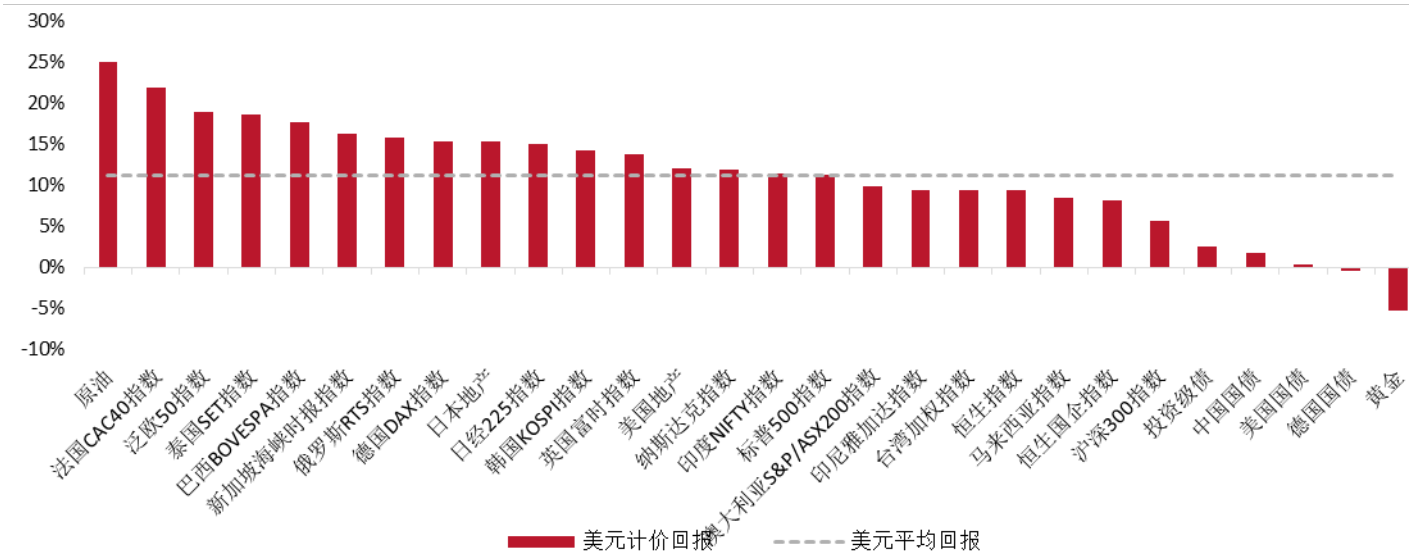
2020 年 11 月，大类资产走势呈现普涨。发达市场跑赢新兴市场。其中以法国、新加坡、日韩市场领涨全球股市，港股、美股市场亦实现较高涨幅，A 股表现相对较弱。疫苗落地预期推动以原油为代表的大宗商品普涨，黄金下跌。全球风险情绪提振，股市表现普遍优于债市。以美元计，恒生指数上涨 9.4%，恒生国企指数上涨 8.1%，沪深 300 指数上涨 5.6%。原油则大涨 25.0%，黄金下跌 5.2%。国债收益表现相对较为稳定，受益于中国经济数据表现较好，中国国债上涨 1.8%，好于美国国债及德国国债。

图表 9：主要大类资产本币计价表现



来源：万得，中泰国际研究部，截至 2020 年 11 月 30 日

图表 10：主要大类资产美元计价表现

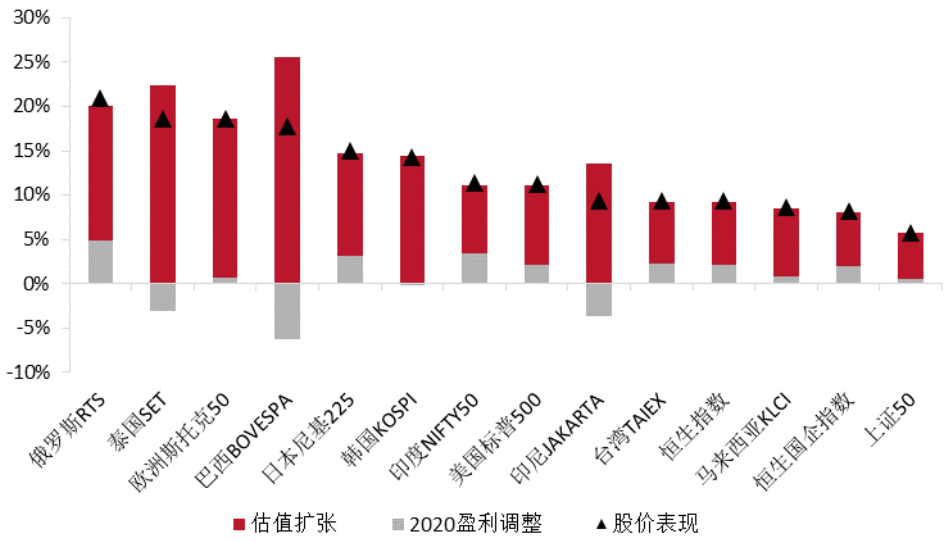


来源：万得，中泰国际研究部，截至 2020 年 11 月 30 日

股指表现及估值盈利分解

港股市场的反弹，继续受益估值扩张带动，同时盈利预期也出现小幅上调。11 月恒生指数估值扩张 7.1%，盈利预期上调 2.1%。国企指数估值扩张 6.1%，盈利预期也上调 1.9%。美股市场亦呈现了估值、盈利双双持续改善的情况。标普 500 指数估值扩张 9.0%，盈利预期则提高了 2.1%。

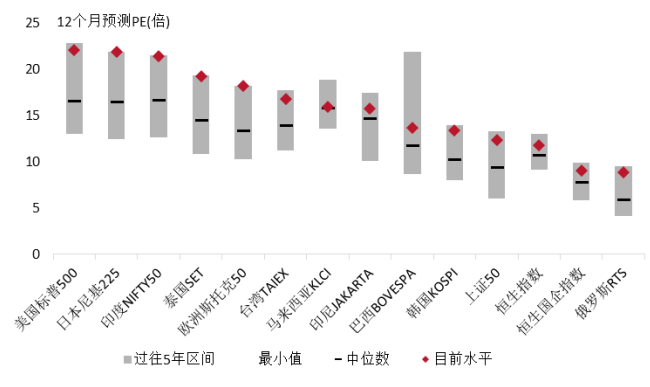
图表 11：主要指数估值盈利分解



来源：万得、中泰国际研究部，截至 2020 年 11 月 30 日

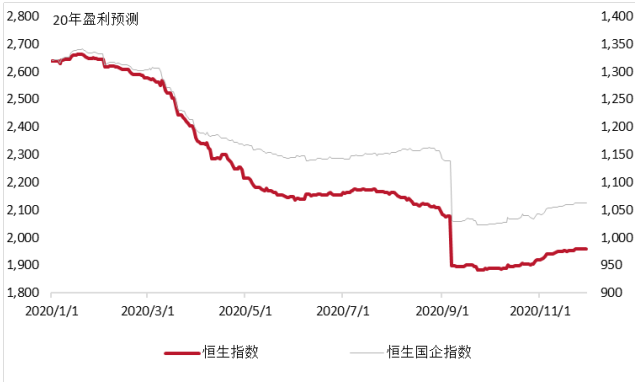
恒生指数目前估值在 11.7 倍，大幅反弹后已高于过去 5 年中位数水平。国企指数估值在 9.1 倍，亦高于中位数。在全球来看，香港市场估值仍然偏低，仅略好于俄罗斯。美股估值目前在 22.1 倍，有所反弹并继续维持在较高位置，大幅高于过去 5 年中值 16.6 倍。日本、韩国、欧洲、印度、泰国等市场估值也在偏高位置。从 PB 来看，恒指目前估值已经从历史底部反弹，但仍低于历史中位数。截至 11 月底，恒指及国指 2020 年预测盈利较年初下滑 26.0%及 19.8%，增速为分别为-20.2%及-13.8%，跌幅均较上月改善，显示盈利已经触底反弹。2021 年预测盈利增速为分别为 18.9%及 13.1%。

图表 12：主要指数估值水平对比



来源：万得、中泰国际研究部，截至 2020 年 11 月 30 日

图表 13：恒指及国指盈利预期变化

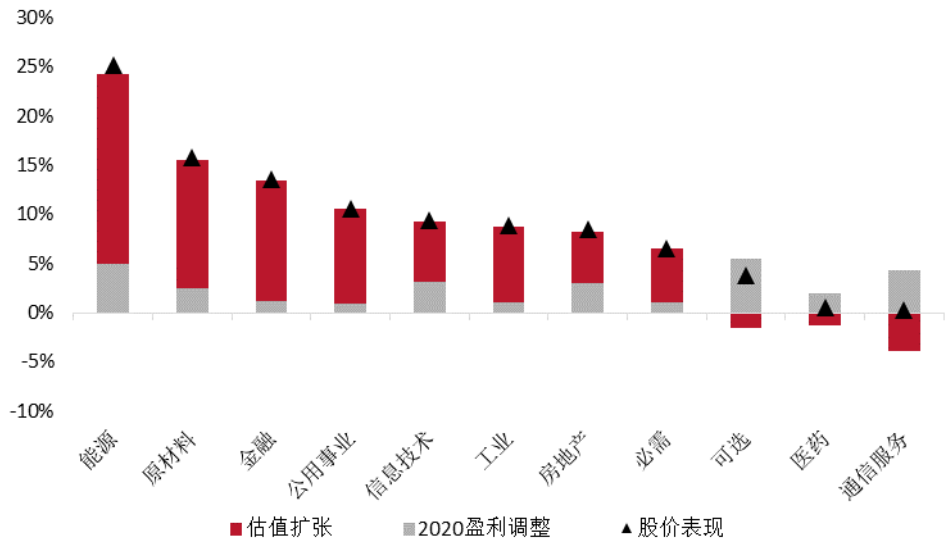


来源：万得、中泰国际研究部，截至 2020 年 11 月 30 日

行业估值盈利分解

中国股票分行业来看，11 月份 11 大一类行业全数上涨。其中典型周期类的能源及原材料业涨幅最大，分别达到 25.2%及 15.8%，主要受估值大幅扩张及盈利预期改善。金融、公用事业、信息技术、工业、房地产、必需消费也出现以估值扩张为主的反弹。而可选消费的上涨则主要由盈利推动。医疗保健业、通信服务业则出现了盈利预期改善，估值逆向收缩的情况，导致股价走平。

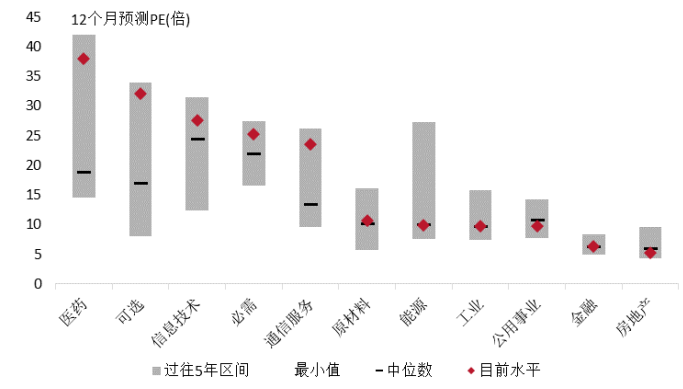
图表 14：中国股票行业估值盈利分解



来源：万得、中泰国际研究部，截至 2020 年 11 月 30 日

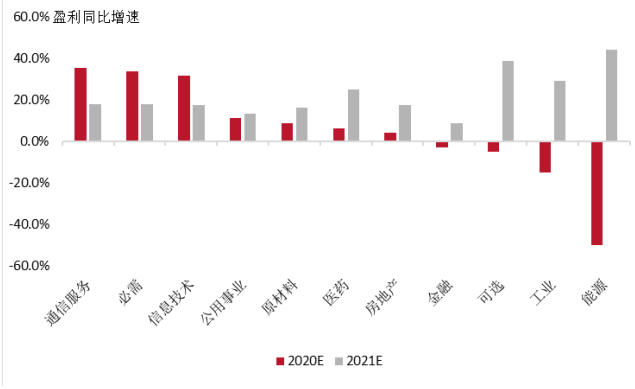
从行业估值来看，医疗保健、可选消费估值环比下降，但仍处在较高位置，且大幅高于历史中位数水平。信息技术及必需消费估值水平也相对较高，且进一步偏离中位数水平。通信服务业估值则从最高位回落。周期行业整体估值水平在本轮反弹后，均已接近或达到历史中位数水平。目前盈利增速较高的行业仍然是通信服务、必需消费及信息技术，2020 年预测盈利增速分别达到 35.5%，33.9%及 31.8%，增速进一步提高。能源、工业及可选消费预测盈利增速靠后，分别仅为-49.7%，-14.9%及-4.8%，跌幅普遍收窄。

图表 15：中国股票行业估值水平对比



来源：万得、中泰国际研究部，截至 2020 年 11 月 30 日

图表 16：中国股票行业盈利增速对比

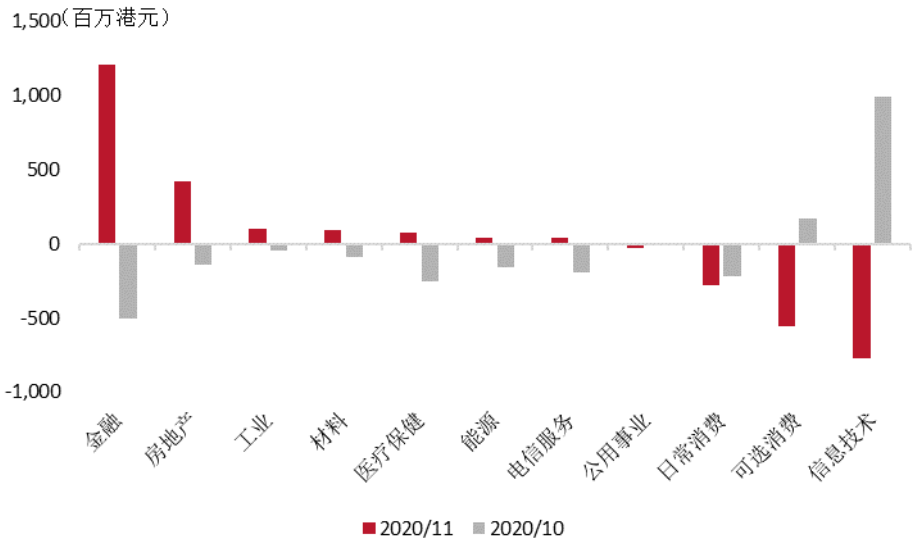


来源：万得、中泰国际研究部，截至 2020 年 11 月 30 日

资金流向

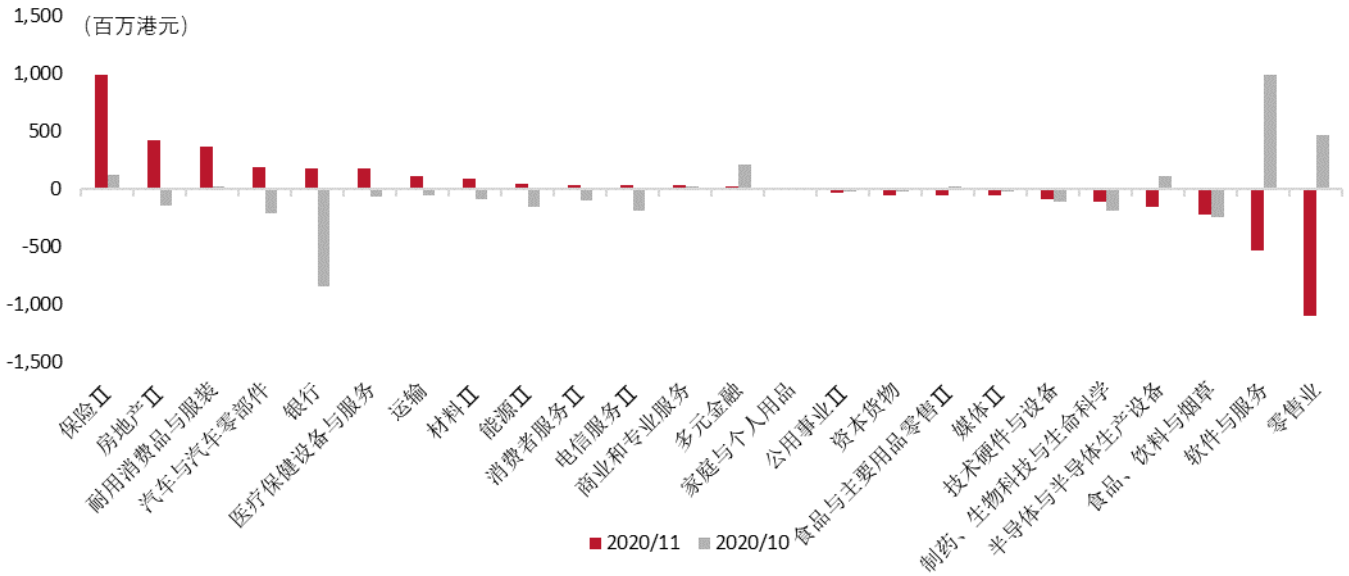
11 月，虽然恒指较底部呈现反弹，但更多是由风格及行业轮动驱动，整体资金流入并不多。在 11 个一级板块中，金融、房地产结束了上月净流出态势，本月呈现明显净流入。工业、材料、医疗保健、能源、电信服务也出现小幅净流入。而信息技术、可选消费则从净流入转为明显净流出。日常消费保持了净流出趋势。24 个二级板块中，13 个呈现净流入，其中保险、房地产、耐用消费品与服装、汽车与汽车零部件、银行、医疗保健设备与服务净流入幅度较为明显。11 个板块呈现净流出，其中制药、生物科技与生命科学、半导体与半导体生产设备、食品、饮料与烟草、软件与服务、零售业等净流出量较大。

图表 17：港股一级行业资金流向



来源：万得、中泰国际研究部，截至 2020 年 11 月 30 日

图表 18：港股二级行业资金流向

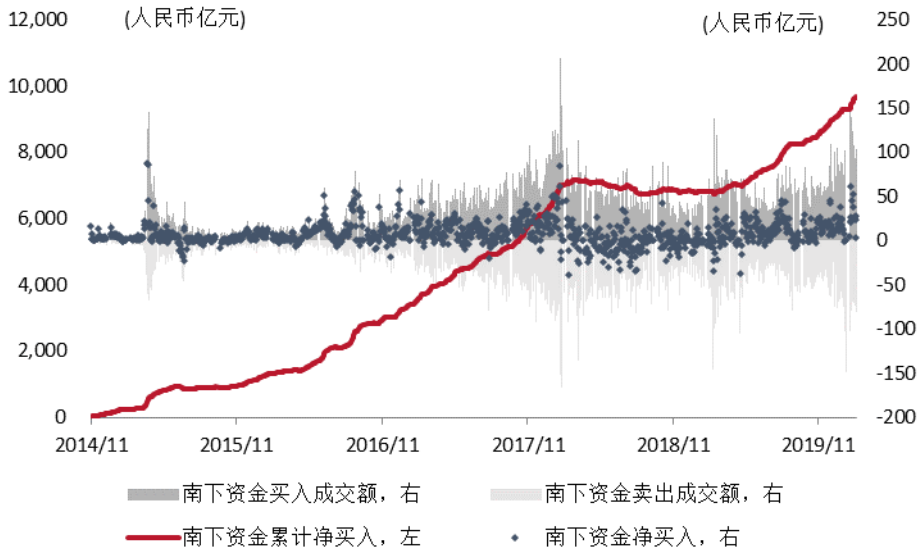


来源：万得，中泰国际研究部，截至 2020 年 11 月 30 日

南下资金

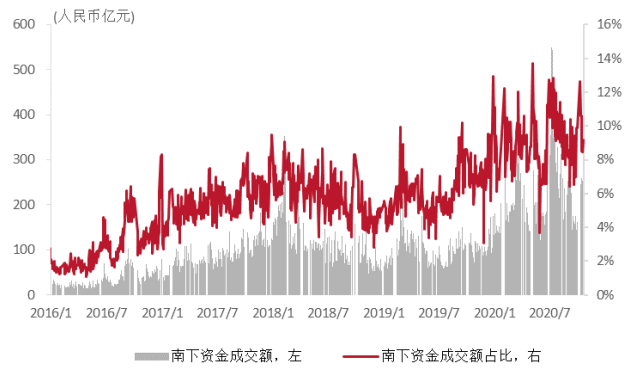
南下资金 11 月净流入 558.1 亿元，日均净买入 26.6 亿元，环比下滑 35.1%。2020 年累计净流入 5,417 亿元，日均 25.2 亿元，同比增长 170%。同期北上资金日均净买入 25.8 亿元，小幅弱于南下资金。11 月南下资金日均成交额 241.0 亿元，占比 9.6%，较上月小幅下降 0.2 个百分点。11 月南下资金净买入最多的标的依然为腾讯控股（0700.HK）。美团（3690.HK）、吉利汽车（0175.HK）、香港交易所（0388.HK）也获得较多净买入。华润啤酒（0291.HK）、舜宇光学科技（2382.HK）、中国移动（0941.HK）11 月热度提高较大。南下资金对中国人寿（2628.HK）、中国平安（2318 HK）等中资保险标的的热度有所减弱。另一方面，比亚迪股份（1211.HK）、中国生物制药（1177.HK）、药明生物（2269.HK）等则继续呈现净卖出。

图表 19：南下资金流入情况



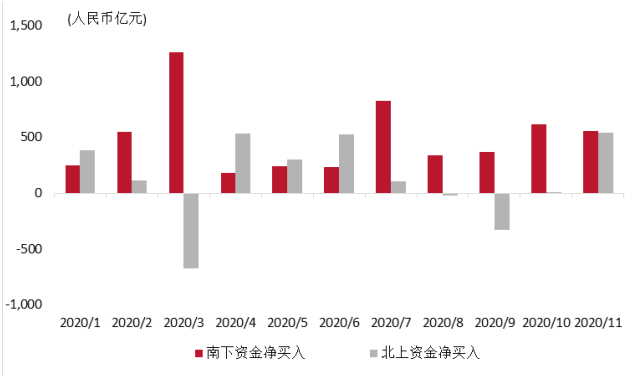
来源：万得、中泰国际研究部，截至 2020 年 11 月 30 日

图表 20：南下资金成交额占比



来源：万得、中泰国际研究部，截至 2020 年 11 月 30 日

图表 21：南下与北上资金净买入对比



来源：万得、中泰国际研究部，截至 2020 年 11 月 30 日

图表 22：南下资金热门买入标的

排序	代码	证券名称	成交净买入(亿)		
			2020 至今	10 月	11 月
净买入 Top30					
1	0700.HK	腾讯控股	1101.0	196.5	266.2
2	0939.HK	建设银行	710.7	39.1	22.2
3	3690.HK	美团点评-W	305.6	34.4	
4	1810.HK	小米集团-W	265.7	38.7	11.1
5	1398.HK	工商银行	226.4	18.4	28.0
6	0005.HK	汇丰控股	119.1	7.7	27.2
7	0388.HK	香港交易所	102.1	25.8	33.0
8	3690.HK	美团-W	90.4	54.3	36.2
9	6969.HK	思摩尔国际	86.3	7.4	4.5
10	6186.HK	中国飞鹤	69.7	0.7	
11	1833.HK	平安好医生	69.3	12.7	2.6
12	0175.HK	吉利汽车	60.3	21.5	48.9
13	3988.HK	中国银行	44.5		
14	2382.HK	舜宇光学科技	37.1	2.0	22.8
15	0291.HK	华润啤酒	36.7	0.1	22.2
16	1066.HK	威高股份	34.9	-0.2	0.8
17	2020.HK	安踏体育	31.1	3.8	4.2
18	1801.HK	信达生物	29.9	4.2	0.6
19	1288.HK	农业银行	29.8		
20	2628.HK	中国人寿	26.7	10.5	2.9
21	2601.HK	中国太保	24.8	3.3	3.0
22	2013.HK	微盟集团	23.1		
23	2318.HK	中国平安	20.5	14.3	3.6
24	1093.HK	石药集团	18.7		1.2
25	0268.HK	金蝶国际	18.0	3.6	-0.7
26	9633.HK	农夫山泉	16.9	2.5	4.8
27	3323.HK	中国建材	13.6		1.6
28	0853.HK	微创医疗	12.3	-0.9	-1.9
29	0941.HK	中国移动	11.4	2.3	26.7
30	1169.HK	海尔电器	10.4		

来源：万得、中泰国际研究部，截至 2020 年 11 月 30 日

12 月策略展望：纪春华

目前已有多家企业公布疫苗研发的利好消息，经济复苏预期进一步增强。同时美国总统特朗普启动对拜登的权力交接，市场最担心的美国政局不确定性开始消散，导致投资者的风险偏好进一步上升。港股也将受益股市风险情绪的持续提升，顺周期板块继续助力大盘上涨，而三季度业绩利好也将支撑科技板块的股价。

流动性方面，随着海外疫情的恶化，为了应对重返衰退的潜在威胁，欧美央行保留了进一步宽松的可能性。欧洲央行或将在 12 月提供更多刺激措施，重点关注追加紧急购债规模和向银行提供更多低息贷款。美联储 11 月 FOMC 会议纪要显示可能通过加快购债速度或者购买更长期国债来增加流动性。这也预示着年末全球或有新一轮宽松，有利于港股的流动性环境。

港股盈利最差的时期已经过去，低基数及政策刺激或可推升恒指 2021 年盈利大幅反弹。根据彭博一致预期，恒指 2021 年盈利增速达到 20%，国指盈利增速达到 15%，盈利基本回到疫情前水平。2021 年基本所有行业盈利都能维持正增长。目前市场的盈利预期逐步滚动至 2021 年，股价表现已开始反映明年的盈利反弹。从已有的港股三季报数据来看，盈利同比仍然下滑的公司占比为 37%，较半年报时的 62%已有大幅下降。

恒指目前接近 12 倍的预测估值，已达到过去几年的估值较高水平，但已部分考虑了明年的盈利高反弹，因此未见高估。我们认为短期内恒指估值进一步大幅超过 12 倍的空间不大，估值提升更多是通过阶段性的指数成分调整来实现。未来带动指数上涨的主要动力，将逐渐从估值修复转变到盈利复苏的兑现甚至超预期，从而形成慢牛格局。

行业观点汇总

教育：陈怡

（一）行业首选：

中教控股（839 HK；评级：买入；目标价 22.20 港元）

希望教育（1765 HK；评级：买入；目标价 3.10 港元）

新高教集团（2001 HK；评级：买入；目标价 7.10 港元）

（二）高教行业：

上一期的月度观点总汇里我们提出 11 月教育公司公布业绩，将短期的有助于提升教育板块市场氛围，成为股价催化剂。 11 月的业绩期显示高教公司持续保持高增长，由内生和外延共同推动。上市公司教育集团已经建立了品牌优势，加上投后管理能力已经与其他学校产生的协同效应，具有先发优势。从业绩来看，高教机构受惠于前 2 年积极收购和扩张校园的措施来提升集团人数规模和营收规模。

展望 2011 年，独立学院转设将是市场和行业的发展重点，部分独立学院转设后将打开收生空间，减低管理费开支，直接增厚利润。政策方面，《民促法实施条例》最终稿的落地将依旧是市场关心的重点。如果最终稿内的条款与市场现在预期一致的话，政策落地将有利于解除教育板块（高教和 K-12）的政策风险。预计政策落地后，板块有望迎来估值修复。

我们认为高教行业长期高增长、强现金流、良好防御性的特征不变。对整体行业维持正面看法，以现在公司估值和预期成长性来看，行业首推中教控股、希望教育和新高教集团。

环保、新能源、公用事业：周健锋

（一）行业首选

中国燃气(384 HK；增持；目标价 33.20 港元) – 2021 年财年中期业绩合乎预期

天伦燃气(1600 HK；买入；目标价 7.60 港元) - 上半年逆境稳守，下半年发力增长

信义能源(3868 HK；增持；目标价 4.45 港元) - 低风险增长的高派息光伏公用事业股

（二）公用事业中期业绩合乎预期，下半财年表现可望更好

年结皆为 3 月的中国燃气(384 HK；增持；目标价 33.20 港元)及中国水务(855 HK；买入；目标价 10.52 港元）日前公布合乎预期的中期业绩，走出新冠疫情的短暂影响，下半财年表现可望更好。个别分析如下。

中国燃气: 2021 年财年(年结：3 月 31 日)中期股东净利润同比上升 3.7%至 50.9 亿港元，主要因为(一)居民及工商业对天然气的需求在新冠疫情下依然增长，零售天然气销售量同比上升 10.5%；(二)公司有效控制成本，城市及乡镇“气代煤”天然气项目平均毛差分别同比上升 4.7%及 4.0%。随着新冠疫情在中国内地受控，我们预期天然气销售量在 2021 下半财年将加快增长，其中来自工商业的需求可望明显恢复。

中国水务: 2021 年财年(年结：3 月 31 日)中期实际股东净利润(扣除一次性收益)同比增长 30.1%，主要因为：(一)高毛利率的供水经营及接驳收入分别同比增长；(二)利息支出同比下跌。中国水务在新冠疫情下持续扩大产能，新增不同项目。随着新冠疫情在中国内地受控，我们相信工商业对供水的需求可望在 2021 年财年下半年起渐渐改善，有利毛利率上升。

（三）财政部印发《关于加快推进可再生能源发电补贴项目清单审核有关工作的通知》，有利新能源下游企业

财政部在 11 月 25 日印发《关于加快推进可再生能源发电补贴项目清单审核有关工作的通知》政策文件。简单来说，2006 年及以后年度按规定完成核准手续并且全容量并网的所有项目均可申请进入补贴清单。这可将过去没有申请的项目也包括在补贴清单中, 明显有利新能源发电行业(下游)投资情绪。可

选新天绿色能源（956 HK；增持；目标价 2.30 港元），关注协鑫新能源(451 HK；未评级）、龙源电力(916 HK；未评级)、北控清洁能源(1250 HK；未评级)。

（四）光伏玻璃股将短期整固，可转为多关注燃气股

今年第四季光伏发电抢装潮将结束，光伏上中游产品需求压力将会暂时放缓，光伏玻璃股将短期整固，投资人短期可多关注正处季节性旺季的燃气股。近期中国多地降温明显，北方新一轮雨雪即将开始，有利天然气需求。

医药：施佳丽

（一）行业首选：

药明康德（2359 HK;增持，目标价 135.6 港元）

药明生物（2269 HK;增持，目标价 85.55 港元）：

信达生物（1801 HK,目标价 69.4 港元）

中国中药（570 HK,未评级）

（二）CXO 行业龙头全面复苏，制药工业下半年将逐步回暖

高端耗材国家集采扩围与医保谈判的预期将影响医药行业短期投资情绪

国家医保局日前发布《关于开展高值医用耗材第二批集中采购数据快速采集与价格检测的通知》，第二批医用耗材清单主要包括：人工髋关节、人工膝关节、除颤器、封堵器、骨科材料、吻合器六大品类，国家医保局开始进行高值医用耗材第二批集中采购数据快速采集与价格监测。中国有 6,000 多万骨关节炎患者，我们看好优质国产骨关节生产商的长期前景，但是目前来看股价短期内将受政策压制。另外，如我们早前报告所述，我们认为制药板块短期将受医保谈判的影响。新进医保的品种谈判结果有望于年底前出台，而医保目录内原有品种的谈判时间可能还会略晚，预计政策明朗化前制药板块的投资情绪仍然会受影响。

预计制药板块业绩基本面将继续复苏

根据国家统计局数据，2020 年 1-10 月收入同比增长 2.5%至约 19,556 亿人民币，利润总额则同比增长 8.7%至 2,779.1 亿人民币，总体来看制药企业经营情况在复苏。我们认为利润总额增速高于收入则反映肿瘤、心脑血管等高端专科药的复苏快于普药。

从近期制药企业发布的业绩来看,港股主要制药企业三季度业绩在回暖,我们预计这种情况将持续。石药集团(1093 HK)三季度单季收入同比增长 18.7%至约 66.3 亿人民币，而股东净利润则同比增长 28.7%至约 12 亿人民币。中成药板块中,由于中药配方颗粒销售的回暖,神威药业(2877 HK)第三季度收入同比已经止跌,而据我们了解,中国中药(0570 HK)第三季度业绩也有改观，中药配方颗粒可以用于流感等的预防，而且也多次进入新冠诊疗指南,可以用于轻症治疗,目前疫情有反弹趋势，而且中药配方颗粒没有进入国家医保因此没有谈判降价的压力，我们建议关注。信达生物（1801 HK）的达伯舒与达攸同联合疗法在肝癌治疗方面临床数据达到主要研究终点。公司将尽快向国家药监局提交这种新疗法的上市申请，达伯舒已 经提交非小细胞肺癌适应症上市申请，如新适应症成功获批将有利于产品销售推广。除此以外，除达伯舒以外，2021 年起达攸同、 苏立信、达伯华均将进入放量期，销售收入将快速增长。除达伯舒以外，2021 年起达攸同、 苏立信、达伯华均将进入放量期，销售收入将快速增长。我们看好公司中期前景，维持“买入”评级与 69.4 港元目标价。

CXO 板块近期有过虑迹象，建议继续关注行业龙头

药明生物（2963 HK）、药明康德（2359 HK）、泰格医药（3347 HK）、康龙化成（3759 HK）等医药研发外包服务（CXO）行业龙头股价早前也随医药行业整体回调，我们认为这与公司基本面及政策面关系不大。国内自媒体日前爆料 CXO 企业有侵犯药品上市许可持有人（MAH）权益的问题，但是实际上 CXO 行业的头部企业药明康德与药明生物近年来中小型客户显著增加。 药明康德“长尾战略”非常成功，2020 年 1-3 季度新获得 900 多个客户，而来自“长尾”客户与中国客户的收入同比增长 28.4%至约 79.4 亿人民币,而药明生物的客户总数也持续迅速增加,表明这些企业在中小企中的市场认可度在

不断提升,我们认为市场有误解与过虑的迹象,早前下跌与公司基本面无关。

我们维持观点,药明康德的中国实验室业务与合同研发生产服务（CDMO）二季度起全面复苏,未来将引领公司业绩快速增长,我们重申”增持”评级与 135.6 港元目标价。

公司下半年获得大量新增订单，10 月底在手订单总额从 6 月底的约 94.64 亿美元增加到约 102.7 亿美元，与 2019 年年底相比更是已经翻倍，其中将于 3 年内完成的订单总额也从约 6 月底的 9.25 亿美元提升到 10 月底的 14.4 亿美元，这将支撑未来 3 年业绩的强劲增长。我们维持早前盈利预测,公司股份一拆三计划于 11 月 16 日起生效,我们因此相应将目标价从 256.6 港元调整至 85.55 港元,重申”增持”评级。

中国房地产：刘洁琦

（一）行业首选

住宅工业化的先驱-万科（2202 HK，尚未覆盖）

优质物管分拆带来丰厚回报的-建发国际（1908 HK；评级：买入；目标价 17.58 港元）

持续拓展服务边界的龙头碧桂园服务（6098 HK，尚未覆盖）

（二）行业观点：

土地、金融红利近尾声，行业进入精细化管理阶段。11 月 3 日，新华社发布《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》，给市场提供了更详细的关于十四五规划的前瞻信息。对房地产行业的政策基调中型偏紧，基本符合我们预期：1）首次提到“推动金融、房地产同实体经济均衡发展”；2）强调“坚持房子是用来住的，不是用来炒的”。近期，银保监会主席郭树清亦提出：“目前，我国房地产相关贷款占银行业贷款的 39%，还有大量债券、股本、信托等资金进入房地产行业。可以说，房地产是现阶段我国金融风险方面最大的‘灰犀牛’”。我们重申 9 月的观点，即房地产金融审慎管理将常态化，展望十四五，相信房地产行业的土地红利、金融红利阶段接近尾声，行业将进入管理红利的阶段，管理能力强（融资、拿地、整体管控）的房企有望跑赢行业，进一步提升市场份额。个股推荐推动住宅工业化的先驱-万科（2202 HK，尚未覆盖），住宅-商业双轮驱动模式日趋成熟的-宝龙地产（1238 HK；评级：买入；目标价 7.58 港元），优质物管分拆带来丰厚回报的-建发国际（1908 HK；评级：买入；目标价 17.58 港元）。

物管上市潮接近尾声。我们重申对物业管理行业基本面的正面看法：1）行业规模持续增长；2）集中度仍有较大提升空间。按在管面积，19 年前十物业管理企业的市场占有率约 9.2%,远低于前十开发商 23.8%的市占率；3）科技及规模效应将有助于运营效率持续提升；4）社区增值服务挖掘空间广阔。随着大型物管标的上市潮告一段落后，行业优质标的有望迎来估值修复。我们建议关注管理、外拓能力被验证的全国标的，以及高成长（20-22 CAGR > 50%）的优质区域物管企业。个股推荐持续拓展服务边界的龙头碧桂园服务（6098 HK，尚未覆盖），商管优秀企业宝龙商管（9909 HK；尚未覆盖）以及盈利增速领跑行业的时代邻里(9928 HK；评级：买入，目标价 14.36 港元)。

TMT：秦越

（一）行业首选

互联网龙头腾讯控股（700 HK）

领先的 IP 游戏运营商及发行商中手游（302 HK 尚未覆盖）

竞争力持续增强的小米集团（1810 HK）

光学龙头舜宇光学科技（2382 HK）

竞争力不断增强的光学企业丘钛科技（1478 HK）

互联网医疗龙头平安好医生（1833 HK）

（二）游戏行业继续向好

游戏行业在疫情的刺激下重启高速增长，增长并没有在复工复产后停滞，行业迎增长机遇，10 月中国移动游戏市场实际销售收入环比增长 16%至 185 亿元，超过 7-8 月暑期旺季。由于疫情导致复工延迟的原因，部分企业新游戏上线时间推迟，预期部分备受市场关注的新游戏会在四季度或明年一季度上线，将为游戏市场持续注入活力，如 9 月下旬上线新游戏《原神》《万国觉醒》持续发力，10 月新游戏《天涯明月刀》表现请示。港股游戏板块整体估值较低，我们认为主要原因包括（1）过往纯手游公司较少导致市场关注度较低；（2）18 年监管原因导致行业增速大幅下降；（3）游戏产品的未来表现较难判断，风险相对较高，在市场相对波动或较弱时不易受到青睐。我们认为近期板块调整导致部分公司估值十分吸引，值得关注。我们预期竞争及监管增强都会令行业集中度继续提升，首选龙头腾讯控股（700 HK），公司《王者荣耀》及《和平精英》仍然畅销，10 月上线的新品《天涯明月刀手游》表现亮眼，有机会成为爆款，此外公司游戏储备丰富，预期运营多年的爆款端游《地下城与勇士》的手游版将于短期内上线。此外，我们建议关注另一龙头网易（9999 HK 尚未覆盖）；预期游戏会继续向精品化发展，关注研发能力较强的公司，如祖龙娱乐（9990 HK 尚未覆盖），及游戏储备丰富的公司，如中手游（302 HK 尚未覆盖），公司预期下半年将有多款具爆款潜力的游戏上线。

（三）5G 建设加速，产业链企业业绩可期

5G 的建设与发展是具确定性的，截至今年 10 月全国已开通 5G 基站累计超过 70 万个，终端连接数超过 1.8 亿个，进程超预期。5G 第一份完整版标准 R16 在今年 7 月宣布冻结，对超低时延高可靠通信及海量机器通信进行了部署，意味着自动驾驶、工业互联网等应用将加快落地，推动 5G 网络建设的动力将从政策逐步转向应用需求及政策双轮驱动，有机会刺激运营商加快 5G 网络建设及投资计划。当前中国 5G 仍处在网络建设初期，主要为电信运营商加大网络建设投资，中国运营商资本开支已于去年开始增加，参考历史及 5G 建网进程，预期明年将继续大幅增加。因此，上游企业将受惠于运营商建网设备采购增加。5G 建网包括接入网、核心网及承载网，所需设备主要包括宏基站、小基站、光模块、光纤光缆等以及基站所需的基站天线、介质滤波器等。5G 基站覆盖能力较 4G 基站差，为满足应用需求，需要增加基站密度以及部署大量小基站，预期在同等覆盖情况下，5G 中频段宏基站数量将为 4G 的 1.5 倍左右，小基站数目将为宏基站的 10 倍以上。5G 宏基站数量的大幅增加将带动基站天线需求量相应大幅增长，另外也需要应用大规模天线阵列（“Massive MIMO”），对应的射频器件需求量将增加，5G 基站天线价格将较传统基站天线更高，基站天线厂商有望受惠 5G 基站天线量价齐升。建议关注垄断中国站址资源的中国铁塔（788 HK 尚未覆盖）、于 5G 无线网主设备集采中获取重要份额的中兴通讯（763 HK 尚未覆盖）、基站天线及小基站龙头京信通信（2342 HK 尚未覆盖）。

（四）全球智能手机销量回暖，手机产业链个股有机会反弹

全球疫情仍未进入尾声，增加了全球手机短期销售的不确定性，但 Canalys 近日数据显示，3Q20 全球智能手机出货量为 3.48 亿部，同比下降 1%，环比增长 22%，同比降幅缩窄，环比增幅扩大。其中，占比较大的中国市场 3Q20 智能手机销量约为 8300 万部,同比下降 15%，环比下降 8%，相信与苹果及华为旗舰机均于 4 季度（10 月）导致部分消费者于 3Q20 仍在观望有关。京东“双十一”开门数据显示，华为 Mate 40 系列 8 秒成交额即超亿元；开场 10 分钟 iPhone、小米手机、realme 手机成交额同比增长超 10 倍；荣耀、OPPO、vivo、一加、三星等手机品牌 1 分钟销量均突破万台；5G 手机 10 分钟成交额同比增长 10 倍，数据增强了我们对中国手机销量即将回暖的信心。市场竞争方面，此前美国增强对华为的限制，目前看已影响华为高端机型生产，3Q20 全球智能手机销量数据显示市场竞争格局发生变化，小米集团-W（1810 HK）重返全球智能手机出货量前三，反映公司产品具较强的市场竞争力，随着苹果、华为旗舰新机发售，预期 4Q20 市场竞争将较为激烈，但我们也看到上海、广州、深圳等地华为旗舰店 Mate 40 系列只有部分机型可以预定，相信与产量有限有关。总体来讲，我们认为之前影响手机产业链个股的不确定因素正在逐步明朗化，如果 11-12 月中国手机销量数据能反映市场回暖，相信手机产业链个股估值将会回升，建议积极关注。我们首选手机市占率大幅提升且为互联网及 IoT 业务蓄力的小米集团（1810 HK）、光学龙头舜宇光学科技（2382 HK）及竞争力不断增强的光学企业丘钛科技（1478 HK）。

（五）互联网医疗将迎密集政策利好，龙头公司值得关注

中国存在优质医疗资源供需关系极不平衡，三级医院负荷较重、地域分配不均，患者看病难、等待时间长等问题。互联网医疗有能力为医院承担部分常见病、慢性病患者诊疗需求，无地理位置限制，为

解决上述问题的重要途径，需求强烈。此前互联网医疗发展受到政策反复的限制，但当前互联网医疗发展已较早前更为完善，尤其是头部企业于新冠疫情期间经住了考验，疫情加快了线上医疗监管放宽的进程。预期利好政策将加速落地，包括（1）互联网医疗范围有望从常见病、慢性病复诊和家庭医生签约服务扩大至首诊，市场空间扩大；（2）将出台药品网络销售监督管理办法，网售处方药监管不确定性即将消除，预期网售药品将在处方外流及需求向线上转移的推动下保持高速增长；（3）年底前各地将陆续出台政策逐步扩大医保对常见病、慢性病“互联网+”医疗服务支付的范围，互联网医疗使用意愿将增强；（4）将探索“互联网+”医疗服务异地就医直接结算，真正发挥互联网医疗无地域限制优势。我们认为平安好医生（1833 HK）于在线问诊领域的龙头竞争优势明显，具高增长潜力及投资稀缺性，近期股价出现调整或为投资机遇。

澳门博彩：颜招骏

行业首选：

银河娱乐（27 HK；评级：买入；目标价 72.2 港元）

永利澳門（1128 HK；评级：买入；目标价 16.79 港元）

澳博控股（880 HK；评级：买入；目标价 11.3 港元）

（一）维持博彩板块最坏时间已过的看法，行业正进入缓慢的复苏阶段，但任何有关疫情或疫苗的消息也会使股价较为波动。预测 20 年博彩收入将同比下跌 79.4%，2021 年博彩收入为 2,045 亿澳门元，相当于恢复至 19 年的 69%左右。由于海外疫情较为反复，我们认为博彩收入于短期内仍然处于低流量的复苏，但疫苗即将量产将有利明年下半年的旅客及博彩收入增长。相信博彩收入最快于 21 年第四季恢复至正常水平，预测 2022 年博彩收入将达到 2,811 亿元，主要来自中场的增长动力。

（二）今年 1 月至 9 月的入境澳门旅客约 402 万人次，按年减少 86.7%。随着全国于 9 月 23 日起恢复办理内地居民赴澳门旅游签注，访澳旅客量有持续上升的趋势，截至 11 月中旬，11 月的每日平均旅客人次超过 20,600 人次，11 月 6 日更录得最高的 25,444 人次。根据澳门旅游局的临时数据，10 月酒店平均入住率已回升至 38.1%，11 月首星期的平均入住率介乎 33%至 45%之间。2020 年 11 月 12 日，国新办召开国务院联防联控机制新闻发布会，会上移民局副局长指出要严格控制不必要人员跨境活动，从严审批中国公民旅游等非必要事由的出入境证件申请，劝阻和限制内地居民旅游、探亲、访友等非必要、非急需出入境活动。根据我们理解，澳门特区属于中国的一部分，澳门亦与内地重新通关，相信移民局的政策主要针对海外地区，以防止海外疫情输入内地，因此在今年末圣诞节至明年都较为利好澳门。

（三）若 1) 未来核酸检测有效期由 7 日延长；2) 甚至重启电子签注；3) 香港与澳门恢复正常通关；4) 疫苗正式推出使用，都是有行业估值进一步提升。截至 11 月 20 日，银娱、澳博分别升 7.2%及 5.7%。金沙、美高梅、永利、新濠分别跌 7.5%-29.9%。金界控股跌 25.9%。银娱从低位反弹了 59.5%，澳博亦反弹了 53.8%，其他博彩股股只反弹了 25.6%-42.4%。若比较五家在港上的博企的资产负债表，银娱可在零收入下支撑 72 个月的营运，而永利、澳博、美高梅及金沙分别支撑 57.3、37.6、29.9 及 19.2 个月。今年以来，资本市场偏好银娱及澳博，主要由于较佳的资产负债表。

（四）总体上，我们认为行业发展态势跟预期保持一致，建议投资者把握股价每一次回调建仓，看好银河娱乐(27 HK)、澳博(880 HK)及永利澳門(1128 HK)。

券商：赵红梅

（一）行业首选：

推荐中信证券（6030.HK，增持，目标价 20.30 港元）、国泰君安国际（1788.hk.买入，目标价 1.45 港元）

关注中金证券（3908.HK，尚未覆盖）、国泰君安证券（2611.HK，尚未覆盖）

（二）11 月 A 股、港股市场均市场成交金额放大，两融规模扩大。资本市场改革持续推进，金融委的

定调要全面实行股票发行注册制，对券商板块构成利好刺激。证券行业的政策环境和生态体系继续改善，退市制度与 T+0 等政策利好将为行业带来盈利能力改善，因此我们持续看好券商板块未来表现。我们对证券行业持续看好。

（三）经纪业务方面，11 月 A 股日均成交金额为 8327 亿元，环比上升 11.7%，同比上升 106%。（2）投行业务方面，11 月 IPO 数量为 21 家，募集资金规模为 286.7 亿元，环比下降 27.36%；11 月再融资规模为 1365.5 亿元，环比上升 115.8%。（3）从两融余额看，11 月两融平均余额为 15570 亿元，环比上升 2.54%。

（四）我们认为，预计未来数年证券行业将逐渐实现“大而全”和精品特色券商两条路的发展局面。目前券商板块 H 股 PB 估值为 0.97 倍，具有较高安全边际。龙头券商估值在 1.13-1.5 倍，市场未体现出对龙头券商的估值溢价。建议关注在资本实力、风险定价、业务布局方面均有优势的龙头券商，推荐中信证券，国泰君安国际，建议关注中金证券、国泰君安证券。

公司及行业评级定义

公司评级定义：

以报告发布时引用的股票价格，与分析师给出的 12 个月目标价之间的潜在变动空间为基准：

买入：基于股价的潜在投资收益在 20% 以上

增持：基于股价的潜在投资收益介于 5% 至 20% 之间

中性：基于股价的潜在投资收益介于 -10% 至 5% 之间

卖出：基于股价的潜在投资损失大于 10%

行业投资评级：

以报告发布尔日后 12 个月内的行业基本面展望为基准：

推荐：行业基本面向好

中性：行业基本面稳定

谨慎：行业基本面向淡

重要声明

本报告由中泰国际证券有限公司（“中泰国际”）分发。本研究报告仅供我们的客户使用。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。中泰国际不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。本公司所提供的报告或资料未必适合所有投资者，任何报告或资料所提供的意见及推荐并无根据个别投资者各自的投资目的、状况及独特需要做出各种证券、金融工具或策略之推荐。投资者必须在有需要时咨询独立专业顾问的意见。

中泰国际可发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表中泰国际或附属机构的观点。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。 我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的建议或表达的意见不一致的投资决策。

权益披露：

（1）在过去 12 个月，中泰国际与本研究报告所述宝龙商管（9909 HK）有投资银行业务关系。

（2）分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。

（3）中泰国际证券或其集团公司可能持有本报告所评论之公司的任何类别的普通股证券 1% 或以上的财务权益。

版权所有 中泰国际证券有限公司

未经中泰国际证券有限公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得（i）以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或（ii）再次分发。

中泰国际研究部

香港中环德辅道中 189-195 号李宝椿大厦 6 楼

电话： (852) 3979 2886

传真： (852) 3979 2805