

萬國數據業務前景看俏



金碩良言

黃敏碩

王道資本及家族資產
管理執行董事

現時全球科技企業大舉押注人工智能(AI)，市場預期至2030年內地AI資本開支將達1,000億美元。面對AI基建急速擴張，數據中心營運商將受惠需求上漲，其中電力供應及營運能力，將成為其核心競爭力。市場看好萬國數據(9698)旗下數據計費面積加速增長，帶動營運面積計費率改善，惟受合約續簽與新項目攤薄效應影響，但仍值得關注。



■ 內地數據中心行業前景可期，萬國數據值得關注。

此外，今年DeepSeek推動開源模型，令企業部署成本大幅下降，使內地AI市場加速發展，市場預期內地今年有關AI資本開支介乎400億至500億美元。過往內地整體AI投資預期低於美國，主因AI企業數量、企業融資能力相對遜色，加上投資取態也不及美國同業進取。

不過，現時情況有所改變，早年內地不少科技巨擘自建數據項目，通常設有最低利用率要求，一旦步上正軌，對營運商而言便是「相當穩陣的長期租務合約」。

集團近年轉向與第三方供應商合作，透過數據中心營運商的批發業務服務大型客戶，客戶確定用量及規格後，營運商將尋覓合適地點，並向政府爭取電力，在規定時間內交付數據

中心，其後再負責營運，而這些項目通常設有最低利用率要求。

此外，電力是AI發展「重中之重」，數據中心營運商能否爭取充足電力供應及價格優勢，是贏得客戶訂單的關鍵。以往數據中心功耗僅幾十兆瓦，但現在AI數據中心功耗要求達到數百兆瓦，小型營運商未必滿足需求。

內地推動一體化算力網建設

內地「十五五」規劃提出推動全國一體化算力網建設，加上阿里巴巴(9988)等企業以業績印證內地算力供需仍有缺口，支持數據中心作為AI基建持續看好。

高盛早前估計單是騰訊(0700)、阿里巴巴、百度(9888)及字節跳動合

計資本開支，於2026年將增長17%至680億美元。預期未來多間內地超大型雲服務商資本開支仍會增加。

萬國數據今年第三季，收入按年增長10.2%至29億元人民幣，調整後EBITDA增長11.4%，達13億元人民幣。期內取得約30兆瓦新訂單，年初至今累計共獲230兆瓦新訂單，預期全年新訂單將近280兆瓦，且相信明年有望成為新增訂單表現更佳年份。

集團預計，明年新增訂單主要來自AI需求的大規模採購，每次投標規模可在100兆瓦以上。同時內地大型客戶採購情況，前景轉趨樂觀，加強對內地業務信心及加快新土地儲備布局，前景看俏。

(筆者為證監會持牌人士，本人及/或有聯繫者沒持有上述股份)

行業或迎升軌 江西銅業可吼



方興未艾

鄧聲興

香港股票分析師協會主席

近期貴金屬市場氣勢如虹，現貨白銀年內漲幅高達120%，表現遠超黃金，而現貨金價亦穩踞每盎司4,200美元以上高位。這史詩級行情背後，不僅反映全球地緣政治風險常態化下之避險需求，更預示在全球主要經濟體貨幣政策轉向、供應鏈重構強調「安全優先」的宏觀背景下，有色金屬市場或可迎來一個嶄新的超級上升周期。江西銅業股份(0358)作為行業龍頭，其業績表現與應對策略，在此關鍵時刻備受關注。

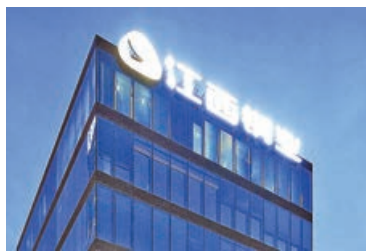
江西銅業第三季度財務數據顯示韌性，上季營業收入按年增長12.8%至1,391億元(人民幣，下同)，歸屬母公司淨利潤更錄35.2%增幅。尤為亮眼的是，扣除非經常性損益後淨利潤大幅增長94.7%，反映主營業務盈利能力的強勁復甦。然而，環比數據亦揭示

挑戰：上季度毛利潤環比減少11億元，主要受累全球銅精礦供應緊張導致之冶煉加工費下滑。當前現貨加工費已陷入深度負數區間，與長單加工費形成巨大「劈叉」，對冶煉環節利潤構成直接壓力。

面對行業變局，江銅展現其營運深度與靈活性。公司2025年陰極銅產量目標為237萬噸，首三季度估計已完成約180萬噸，末季度生產壓力相對舒緩。更重要的是，公司在原料使用上具備調配彈性，可於銅精礦與冷料之間進行靈活選擇，此舉有助緩解現貨加工費低迷帶來之衝擊，預計第四季度加工費壓力不會顯著加劇。

業績基礎穩固

此外，隨著三季度銅價反彈，江銅已撥回部分上半年計提之存貨跌價損失，若銅價維持高位，後續仍有進一步撥回空間，對淨利潤構成潛在支持。



■ 江銅有機會撥回存貨跌價損失。

綜上所述，貴金屬牛市與潛在的銅周期為江銅創造有利的價格環境，儘管冶煉端短期承壓，但公司憑藉其產能規模、原料調配能力及成本控制，業績基礎依然穩固。

投資者應關注銅價長期走勢及公司礦產資源自給率的提升，這將是決定其能否在周期上行中最大化盈利彈性的關鍵。

江銅昨收報33.8元(港元，下同)，跌0.78元或2.25%，成交金額7.41億元。

(筆者為證監會持牌人士，沒持有上述股份)

網易開啟新遊戲周期



選股有盈

蔣雄

盈立證券研究部總監

網易(9999)以遊戲業務為核心，今年第三季度主營業務中網絡遊戲佔比達82.5%，雲音樂、有道及創新業務分別佔6.8%、5.1%和5.6%。首三季，公司實現營業收入850.8億元人民幣，同比增8.3%；扣除非歸母企淨利潤則增31.5%，盈利能力持續提升。

遊戲業務表現強勁，前三季度營收同比增長12.4%，毛利率維持在69%的歷史高位。長青遊戲如《蛋仔派對》、《第五人格》、《夢幻西遊》、《逆水寒》等營運穩健；新作《燕雲十六聲》國服上線後表現良好，位居iOS免費榜前列，日均收入32.6萬美元。該遊戲海外服已於11月上線，Steam線上人數穩定，好評率較高。公司已開啟新一輪產品周期，未來增長動力明確。

市盈率低於行業平均

暴雪國服陸續回歸，《魔獸世界》懷舊服及《暗黑破壞神4》國服將陸續上線，預計帶來可觀代理收入。旗艦二次元專案《無限大》目前預約熱度高，預計2026年下半年公測，有望接棒成為新的增長引擎。從估值看，網易當前市盈率處於近10年21%分位，2026預測市盈率低於行業平均水平，具備一定性價比。

(筆者為證監會持牌人，本人及關聯人士沒持有上述股份)

亞洲債券成投資優選

隨著全球經濟變化，在美聯儲減息背景下，亞洲投資級別美元債券成為投資優選。由於利率下行直接影響債券市場，債券價格與收益率呈反向關係，當利率下行時，投資者傾向購買收益率更高的舊債。尤其是長期債券，受利率變化的影響更為明顯，有更大的價格上升潛力。

隨著整體通脹回歸到目標水平，亞洲各國央行有更多減息空間。區內多數國家實際利率呈上漲跡象。預期美聯儲減息促使亞洲央行進一步調降政策利率，有助紓緩經濟增長滯後風險。當利率差異縮小，或導致美元走軟，對亞洲貨幣形成正面影響。企業可能將所持美元轉換為本地貨幣，進一步增強亞洲貨幣穩定性。

資金流向風險資產

亞洲的投資級別美元債券一般以美國國債為基準，而亞洲企業風險相對較高，因此，發行者需提高票息吸引投資者。在美國減息背景下，資金流向回報較高的風險資產，從而促進亞洲債券的表現。由於亞洲企業選擇以本幣低成本融資，而非美元債券，亞洲美元債券的供應持續下降。當供應減少而需求穩定或增長時，債券價格自然受支撐。

此外，中國在改變政策方向後，內地經濟增長正逐步回穩，這會進一步提振亞洲區內對內地經濟的信心。