

華虹受惠內地供應鏈增長



金碩良言

黃敏碩

王道資本及家族資產
管理執行董事

地緣緊張局勢見降溫跡象，惟港股好淡拉鋸，恒生指數高開16點後，一度倒跌174點，其後逐步收復失地，曾彈162點，大盤主要在250天平均線(25,638點)爭持，全日波幅337點。最終收跌6點或0.03%，報25,599點。成交金額3,594.76億元，北水淨流出9.67億元。至於國企指數報8,576點，升26點或0.3%；恒生科指揚77點或1.59%，報4,946點。



■華虹產能維持高位運行。

股方面，中芯國際(0981)及華虹半導體(1347)早前分別公布業績，兩間企業皆視人工智能(AI)及國產替代需求為主要動力。中芯規模能與廣泛產品組合，與華虹在專業及分立器件領域優勢形成互補，顯示兩者將受惠內地本土供應鏈增長，及終端市場需求多元化。當中，華虹在PMIC、分立器件及MOSFET曝光較高。

華虹去年第四季業績扭虧為盈，期內銷售收入創歷史新高，按年及按季分別增長22.4%及3.9%，主要受惠付運晶圓數量，平均銷售價格上漲及降本增效所致。

面對全球半導體市場受到AI及其相關產品需求拉動，及國內消費類需求回暖背景下，今年第一季盈利同比

大增4.58倍至2,092.9萬元(美元，下同)。銷售收入6.61億元，升22.18%；毛利率13%，升3.8個百分點。其中MCU、獨立式閃存，以及BCD工藝產品增長最為顯著。

中線前景看俏

集團預期第二季銷售收入介乎6.9億元至7億元，毛利率14%至16%，相信旗下產能維持高位運行，料全年平均產能利用率突破106%，處於晶圓代工企業領先水平。旗下特色工藝平台亦表現強勁，具獨立式閃存和電源管理平台，有力支撐其業績增長與利潤率。

事實上，華虹早於去年推進擴大產能戰略規劃。其中，無錫第二條12

英寸產線(FAB9)首階段產能建設超預期完成，上海12英寸製造基地(FAB5)收購事項有序推進。

展望未來，集團將通過創新和快速迭代，持續高度聚焦於打造世界級特色工藝技術平台，深化與國內外戰略客戶合作。在本輪AI浪潮中，華虹主要在電源管理芯片領域受惠，業務依託其BCD(Bipolar-CMOS-DMOS)工藝平台與特色工藝技術，需求由AI伺服器、車載電子、機械人產業拉動，中線前景看俏。

華虹昨收報143.7元(港元，下同)，逆市急升13.6元或10.45%，成交金額115.96億元。

(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)

美債收益率穿5% 全球資本再定價

隨着美國30年期國債收益率一度升至5.18%、達2007年以來新高，或標志着全球金融市場正進入新階段。新任美聯儲主席沃什即將就任之際，市場對於美國貨幣政策未來方向的關注進一步升溫。「高利率維持更久」已逐漸從市場預期演變為全球資產定價的新現實。

從當前美國經濟環境來看，沃什上任後未必會迅速轉向寬鬆。更可能採取「數據驅動、偏鷹謹慎」的政策路徑，即維持高利率觀察通脹變化，並通過鷹派表態穩定市場預期，而非急於降息。不過，目前美國長端收益率已經明顯上升，金融條件已大幅收緊，因此美聯儲未必會真正重啟連續加息，更可能維持「口頭鷹派、利率不變」的組合。

更值得關注的是，美國製造業回流、能源轉型、AI投資以及全球供應鏈重構，正在推動長期資本需求上升；而勞動力供給恢復有限，則使服務業工資壓力長期存在。意味着美國自然利率中樞可能整體抬升，未來即便進入降息周期，利率未必回到疫情時期的超低水平。

事實上，不但是美國，近期英國、日本等多個發達經濟體長期國債也遭受持續拋售，長端收益率同步攀升。這反映出全球資本市場正在重新定價長期利率。

環球市場恐邁「三高」階段

這種變化傳遞出的核心信號，是未來全球市場可能長期面臨高利率、高波動、高融資成本的「三高」環境。筆者認為，高槓桿行業、高估值成長股以及依賴低成本融資擴張的企業，將面臨更大壓力。對於投資者而言，最大變化是無風險收益率重新具備吸引力。當美國長期國債收益率超過5%時，資金會重新在債券與股票之間進行配置，而不是像過去那樣持續追逐高風險資產。

美股首當其衝。過去幾年，美股上漲很大程度依賴科技成長股估值擴張，而高利率會壓縮遠期現金流估值，因此高估值成長板塊最容易受到衝擊。不過，AI產業仍在推動科技巨頭盈利增長，美股未必馬上進入全面熊市，更可能呈現指數

震盪、結構分化狀態，即具備真實盈利與現金流優勢的龍頭企業仍可能相對強勢，而高估值、弱盈利公司壓力則明顯增加。

就影響而言，港股對美元高利率更為敏感。由於港幣聯繫匯率制度存在，美聯儲維持高利率會直接壓制香港市場流動性，並提升美元資產吸引力。因此港股通常在美元高利率階段承受較大壓力，互聯網、地產及金融板塊敏感度尤其高。

與此同時，A股受到的影響則相對間接。中國目前仍處於偏寬鬆周期，與美國形成政策錯位，因此國內流動性環境相對穩定。短期來看，美國高利率會通過人民幣匯率、外資流動及風險偏好影響A股，但由於A股整體估值相對較低，加上穩增長政策持續推進，其系統性壓力通常弱於港股。

不過，一旦美股未來出現較大幅度調整，全球風險偏好下降仍會通過北向資金流動、匯率波動等渠道向港股與A股市場傳導。因此，未來全球市場的波動率可能明顯高於過去10年的平均水平。

巴里克轉型金銅礦巨頭



選股有盈

蔣雄
盈立證券研究部總監

巴里克黃金正式改名為巴里克礦業(B.US)，反映公司從傳統黃金開採商，轉型為黃金與銅並重的多元化礦業巨頭。隨着全球央行加速去美元化儲備配置，以及人工智能數據中心與電氣化基礎設施對銅需求的持續拉動，黃及銅已進入結構性牛市周期。公司亦計劃分拆北美高價值資產組建新公司獨立上市，旨在釋放其資產組合中被低估的協同效應與估值溢價。

目前公司在內華達金礦、Pueblo Viejo等一級資產上擁有約26年儲量壽命，料今年維持成本控制在每盎司1,735美元，確保在整個商品周期中穩定的盈利空間。公司去年已實現20億美元的淨現金頭寸，料今年自由現金流攀升至60億美元，對應自由現金流收益率達9%，在大型礦商中處於較高水平。

目標價62美元

核心增長引擎來自兩大銅金專案：尚比亞Lumwana超級礦坑擴建與巴基斯坦Reko Diq一期專案，後者預計在2028年財年實現首批產出，屆時銅收入貢獻將顯著提升整體利潤彈性。單以現有資產在每盎司4,500美元的長期金價假設下，公司預期2028年EBIT-DA達170億美元。

估值方面，基準情況下，目標價62美元，對應當前股價約50%的上行空間。

(筆者為證監會持牌人，本人及關聯人士沒持有上述股份)

多元資產基金成避風港

在「高油價、高通脹」宏觀新常态下，市場避險情緒急劇升溫，資金加速從高估值的權益類資產流出，湧向具備高防禦性與穩定收益的高評級固定收益資產。此外，美國最新公布的非農就業數據與零售銷售等經濟指標表現回穩，在「經濟數據強勁、通脹預期反彈」的宏觀背景，令美聯儲陷入難以在短期內放寬貨幣政策的困境。

在宏觀流動性預期由「趨向寬鬆」轉為「持續緊縮」的拐點上，環球股市普遍承壓，資金開始尋求更高防禦性的配置渠道。近期美國國債收益率全線飆升。對於機構投資者及穩健型零售資金而言，長債收益率衝破5%提供極具吸引力的配置窗口。

高評級債券抗跌力強

主權國家發行的國債及高評級投資級別(Investment Grade)公司債具備極強的抗跌力。資金流入高評級債券，有助於平衡整體資產組合的波動性。

由滙豐投資管理旗下的滙豐亞洲多元資產高入息基金屬於平衡型投資產品。截至3月底，基金組合主要資產分布為亞太高息股票(45.5%)、亞洲高收益債券(25.5%)和亞洲投資級債券(15.5%)，其債券的平均信貸質素維持在「BBB」。基金的美元類別年化派息率達5.04%。

