

合肥創投模式值得參考

投資全方位

一點靈犀

上週日，內地存儲行業明星「長鑫科技」更新招股書，預示着公司登錄科創板在即。這亦讓外界再次感嘆其背後大股東——合肥政府的精準投資與產業操盤能力。本文將會探討「合肥模式」屢獲成功的兩大奧秘。

李靈修

招股書顯示，長鑫科技前五大股東中，合肥系資本合計持股比例超過28%。其中，合肥集鑫持股8.37%，安徽省投持股7.91%，大基金二期（合肥政府參與出資）持股8.73%。

招股書更新後，A股合肥國資板塊集體暴漲。合肥城建（002208）在六個交易日內驚現五個漲停板。公司5月18日晚緊急公告稱，與長鑫科技無任何業務往來。雖然間接持有一定股份，但投資比例較小，對業績不產生重要影響。但投資者回覆「你不要多管閒事」，次日合肥城建再度漲停。

投資回報 以十倍計

2016年，長鑫科技前身「睿力集成電路」在合肥開區成立，彼時合肥市出資約75%、兆易創新（03986）出資25%聯合孵化。公司專注於動態隨機存取存儲芯片（DRAM）的自主研發量產，成立以來連續虧損，直至去年下半年才首次盈利。

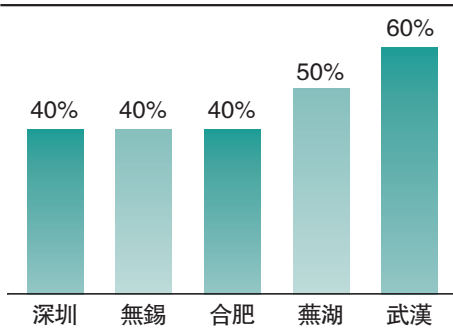
長鑫科技在公布IPO進展的同時，也更新了業



績報告，今年首季表現堪稱恐怖。期內實現營收508億元（人民幣，下同），同比增長719.13%；錄得淨利潤247.62億元，去年同期虧損15.59億元。公司預計，2026年上半年將實現營收1100億元至1200億元，同比增長612.53%至677.31%；實現歸母淨利潤500億元至570億元。從利潤結構來看，長鑫科技已接近行業三巨頭。

作為幕後最大推手，合肥政府再次被股民捧上神壇。過去二十年間，京東方、蔚來（09866）、安世半導體等一眾行業巨擘均是從此走向二級市場，每個項目都為當地政府帶來逾十倍的投資賬面回報，而在就業、稅收、產業集群等方面的效益更是不可估量。

部分地區國有創投基金容虧率一覽



◀長鑫科技前五大股東中，合肥系資本合計持股比例超過28%。

近年隨着中美博弈持續膠着，美元創投基金絕跡於中國市場，而民營資本也因退出渠道受限，不敢輕易出手。在此背景下，國資機構挑大樑，通過參與設立「引導資金」涉足產業投資。

無懼風險 勇於創新

然而，國資機構大多遵循「不可虧損」的紅線，創投負責人面臨大問責壓力，在做決策時「風險厭惡」傾向嚴重，這顯然不能滿足於新質生產力發展的迫切要求。要知道天下沒有免費的午餐，也不存在沒有風險的創新。在筆者看來，合肥政府之所以能夠取得不俗成績，關鍵在於兩點：「耐心」與「大膽」。

耐心方面，合肥政府避免追逐時下熱門賽道，而是出於「產業鏈補缺」邏輯挑選項目。而在公司發展過程中，合肥政府也有意降低短期利益預期，更加鼓勵技術層面的長期深耕。

以長鑫科技為例，公司近期的業績爆發，除了行業本身迎來超級周期之外，也與旗下產能釋放節奏有關。此前長鑫新橋、長鑫集電兩間工廠的產能利用率與營業收入常年維持在低位，這是因為其承擔着技術研發與流片迭代的職能，需要佔據部分產能並要付出讓渡利潤的代價，但這也幫助公司僅用十年時間，就從初代產業技術追趕至當前的成熟製程。如若合肥政府這個大股東缺乏耐心，是萬萬達不到現在的高度。

大膽方面，合肥國資機構擁有超越短期政績考核的容錯空間，包括設置40%的投資容虧率，對於流程合規的基金管理人安排免責條款等。此外，合肥在評估產業技術路徑時，亦大膽採用「賽馬機制」，敢於接受投資企業的直接競爭。

以京東方為例，合肥在引進京東方液晶顯示技術產線的同時，也投資了安徽鑫昊的等離子板項目。要知道兩條技術路線互相排斥、水火不容，國資必定要承擔一方失敗的後果，但合肥政府還是勇於下注。

筆者也希望香港特區政府能夠學習「合肥模式」經驗，在創投管理架構上勇於創新、無懼風險，不甘只是摘取「低垂果實」，而能夠做到超前部署，打造出本土硬科技明星企業。

心水股

中銀香港 (02388)

建設銀行 (00939)

貝殼控股 (02423)

港股上落市 吸納優質股好時機

沈金

頭牌手記

港股昨日隨外圍股市下挫而作出調整，恒指再次考驗25500點關，最低為25555，跌242點，收市報25651點，跌146點或0.57%。全日總成交2621億元，較上日少101億元。

晶片、算力、石油板塊表現較好。升幅較大的有兆易創新（03986）、五一視界（06651）、華虹半導體（01347）、中芯國際（00981），升幅由9%至17%。

昨市的特點有二。一是不少股份都經受回吐洗禮，好淡格鬥頗激烈。另一為交投漸縮減，因短期去留未明，減少注碼是投資者的共性。

本周已過了三個交易日，升降為梅花間竹，反映了好淡爭持互有攻守的格局。三天以來，每日低位都觸及25500防線，計周一低位25505點，周二25671點，昨日則是25555點，均守住該線未有破位。個股方面，不

斷有大戶「洗板」，升降急速和具「驚嚇」成分。我舉個例，中銀香港（02388）是大強勢股，昨日就被沽家輪番拋售，低見46.02元，收市彈上47.16元，反升0.4%，再創新高。不過高低價波動超過一元，而成交額近7億元，都是近期少見的搏擊場景。

內銀股首選建行

從上述觀察可以見到，淡友確在躍躍欲試想造淡，以昨日收市指數計，首見4月底的25776點為低，



雖然只低125點，但仍然值得好友警惕：有人想「刀口舔血」——在最後一刻改寫「劇本」。

有兩家大行發表研報，分別論及本地地產股和港交所（00388）。高盛預期今年樓價會有15%升幅，看好新地（00016）、恒地（00012）、信置（00083）、太古地產（01972）、恒隆地產（00101）等。摩通的研報推港交所為首選，昨日該股升0.3%，能逆市上揚，也算小見。

對於後市，本欄的看法是反覆上落，大方向仍然向上，即使有回吐而指數滑落，但不代表向上趨勢已完結，只不過給遲來投資者一個低吸優質股的機會而已。以我喜歡的內銀股來講，過去一直不肯跌，現在開始有人回吐，便是擇機吸納的時候。我喜歡收息，故首選仍是建設銀行（00939）。此股昨日跌了1.3%，周息率4.93厘，若回到有5厘以上股息率，就可以留意了。

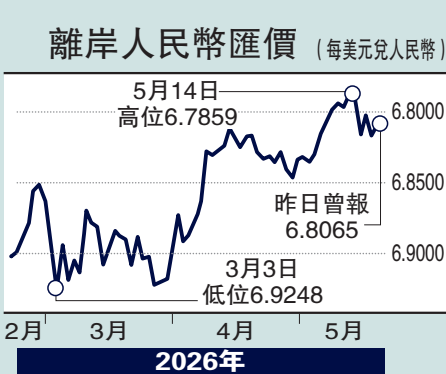
多重利好 人民幣短線上望6.73

郭啟倫

實德攻略

中國人民銀行在第一季度的貨幣政策報告中重申，需密切關注輸入型通脹的風險。人行指出，石油及大宗商品價格上漲，對近期中國價格指標的回升產生了一定影響，而有效需求的恢復及市場競爭秩序的改善，也推動了這一波回升。

中國今年將消費者通脹目標設定在2%，但在前四個月，消費者價格指數僅上升0.9%。雖然目前的通脹水平似乎尚未引發警戒，但人行對外部因素可能導致輸入型通脹迅速升溫的擔憂並非多餘。如果全球石油及大宗商品價格持續上漲，導致通脹失控，人行將不會手軟或拖延，而是會立即將貨幣政策由



寬鬆轉向緊縮。既然不能排除加息的可能性，人民幣應有上升空間。

有助減低購美商品成本

在中美元首會晤結束後，美國白宮表示，中國將從今年到2027年，每年至少購買價值170億美元的美國農產品，這還不包括中方在2025年10月已承諾購買的大豆規模。加上中國將採購200架波音飛機，以及輝達有可能向中國企業供應早前受限的H200晶片，中美貿易重新平衡的良好氛圍，使投資者對中國經濟前景優於預期的憧憬升溫，這也是支撐人民幣走強的重要理由。

從成本角度看，較強的人民幣匯率有助於中國的國營及私人企業進一步大量購買美國農產品、飛機及關鍵晶片等商品，可謂四兩撥千斤的策略。因此，只要市場人士認為人民幣走強有利於中美貿易往來，人民幣短期內應可呈現大漲小回的格局。

若市場對國家主席習近平在9月訪美之行能進一步推動中美經貿關係抱有更多期待，離岸人民幣短線有望回升至6.7300水平。

（作者為實德金融集團首席分析師）

股市牛氣依然 適度加碼買貨

張志高

華僑觀點

OCBC華僑銀行維持基準情境預測，認為在支持性貨幣與財政政策，和穩健的企業基本面支撐下，需求將保持穩定，宏觀經濟亦可持續擴張。上述預期支撐本行核心觀點，即在餘下時間，股市長期牛市格局整體將維持不變，投資者應繼續維持核心風險敞口配置，謀求中期投資組合回報。

A股多個板塊獲政策支持

雖然未來仍存在進一步衝突的可能，但中東局勢整體走向已逐漸遠離激烈對抗。油價上升加劇了美國消費

者對生活成本的憂慮，料白宮希望在美國中期選舉前尋求盡快結束衝突。

在戰術性資產配置方面，本行調整美國股票評級從「中性」上調至「增持」，主要由於預期白宮將會把重心轉向國內經濟，加上AI主題的強勁發展帶動美國盈利前景穩健，以及美國經濟受能源市場波動的影響相對有限。

同時，鑒於能源價格持續不穩，本行將歐洲股票評級從「中性」下調至「減持」，以反映歐洲經濟成長前景的脆弱性，而整體股票評級從「中性」調整為「適度增持」，同時略為下調現金水平。亞洲（日本除外）區

內，本行依舊看好中國內地、中國香港和新加坡股市。

本行繼續相對看好在岸A股市場，因其涵蓋更多受政策支持的行業，其中工業、IT及相關服務業合計佔A股總市值逾三分之二。MSCI中國指數估值保持大致穩定，維持在11.3倍市盈率，接近其歷史平均水平。

近期DeepSeek V4的推出提振了中國AI市場情緒，亦彰顯了中國在相關方面競爭優勢，並突顯出具備廣泛AI敞口的互聯網龍頭企業，在資本支出及AI基礎設施方面的結構性優勢。

（作者為OCBC華僑銀行（香港）財富管理部投資方案主管）

善用香港平台 拓展中亞商機

賀發焦點

香港貿易發展局日前舉行傳媒發布會，指出中亞作為「絲綢之路經濟帶」地理核心，正為香港及內地企業帶來雙向合作新機遇。香港不僅是本地企業進軍中亞的橋樑，更是內地企業利用香港國際金融、貿易及物流平台「出海」開拓中亞市場的重要跳板。

中亞五國2025年經濟穩健增長，哈薩克斯坦GDP達3027億美元，佔全區53%，人均GDP高達14855美元。烏茲別克斯坦人口最多（3820萬），2025年實質GDP增長預計達7.7%，展現強勁增長勢頭。

中國內地與中亞的貿易及投資持續擴大。2024年中國對哈薩克投資62億美元，對烏茲別克投資22億美元。2025年中國內地與哈薩克貿易額達488億美元，佔全區貿易46%。香港方面，2025年對中亞出口達3.134億美元，主要出口電訊設備、電腦及半導體，香港在中亞呈現淨出口地位。

2025年，哈薩克發展銀行及國家石油天然氣公司分別在香港發行20億人民幣及12.5億人民幣的點心債券，創下中亞政府機構首次在港發行人民幣債券的先河。此外，中資礦業企業佳鑫國際資源（03858）更實現香港聯合交易所與哈薩克斯坦阿斯塔納國際交易所全球首次雙重上市，充分展示香港作為

內地企業「走出去」的理想平台。

烏茲別克斯坦方面，政府推出烏茲別克2030策略，目標到2030年GDP達1600億美元、人均收入4000美元。簡報指出，烏茲別克在輕工業、物流及數字化領域具備合作潛力，包括發展現代倉庫、IT園區及數據中心，內地企業可借助香港的全球網絡及專業服務加速布局。

可為中亞企業連結內地網絡

香港與中亞合作的共同機遇包括四大範疇：物流（融入國際運輸走廊）、商品貿易、黃金貿易（中亞黃金儲備豐富，可結合香港世界級的黃金交易、清算及儲存生態），以及金融服務（滿足大型工業升級及基建融資需求）。香港可為中亞企業提供供應鏈管理、國際貿易合規、融資及上市服務、ESG諮詢、檢測認證，以及人工智能、金融科技等數碼解決方案，同時連結大灣區及東南亞客戶網絡。同時，內地企業亦可充分利用香港平台「出海」，借助香港的國際金融中心地位及專業服務，高效開拓中亞市場。

憑藉香港的獨特定位及中亞經濟增長勢頭，香港正成為連接內地企業「走出去」與中亞商機的最佳橋樑，助力企業把握「一帶一路」新機遇。

（香港貿易發展局）

業務加速復原 貝殼目標67.91元

高飛

股壇魔術師

一站式新居住服務平台貝殼控股（02423）日前公布第一季業績，經營效率顯著提升，總交易額7117億元（人民幣，下同），淨收入為189億元，淨利潤按年大增46.7%至12.55億元；經調整淨利潤為16.1億元，增長15.7%，遠勝市場預期。期內，毛利率按年提升3.4個百分點至24.1%，創下過去七個季度新高，值得留意。

第一季度，公司圍繞資源配置效率、成本結構和單位經濟模型改善所推進的一系列舉措，使盈利能力得到

顯著提升。受惠市場需求提升，貝殼平台二手房交易單量按年提升12%，3月單月交易量更按年增長21%，創下歷史新高。

積極轉型 加大回購力度

3月份，貝殼啟動戰略變革，明確公司將從交易平台向社區居住服務平台深度轉型。擁抱消費者需求轉變和AI對行業底層邏輯重構的雙重機遇，助力經紀人從「信息中介」轉型為「信任型專家服務者」，從「交易撮合平台」進化為「居住決策支持平台」。整合經紀、租賃和整裝業務，

將居住服務從傳統單次交易，走向家庭全生命周期的服務模式。

另外，在穩健的現金儲備下，貝殼持續加大股東回報。第一季度共斥資約1.95億美元用於股票回購，按年增長約40%。

華泰證券表示，展望26到28年，上調貝殼收入預測7.6/9.5/11.5%，主因經紀業務加速復原；同步調高經調整淨利12.1/14.6/19.2%至70.49/82.6/91.3億元，主因貝殼人均效能及新業務改善顯著。分別給予貝殼美股、港股目標價26.2美元和67.91港元，維持其「買入」評等。