

投資全方位

金針集

近期外圍金融市場風高浪急，美國人工智能(AI)科技股急挫，而美歐日國債則持續遭拋售，反映全球避險情緒高漲，紛紛從風險資產中出逃，惟中國國債成為避風港，是少數仍然有資金淨流入的金融資產。

大衛

近期環球投資市場呈現劇烈波動，在多項利淡消息影響下，股匯債市場出現不同程度去槓桿、走資情況。一是美國AI科技股急插水，費城半導體指數錄得自2008年以來最長連續跌浪，即使有AI芯片股王英偉達持股，算力租賃企業CoreWeave股價亦持續下瀉，滙豐報告預期CoreWeave現水平股價仍有逾30%跌幅。美國AI科技股將進一步潰散，面臨深度調整同時，韓國數據中心企業Elice上市首日破發，大跌32%，反映市場憂慮美國AI泡沫爆破，紛紛沽貨套現。

美科技股走弱 法債務風險堪憂

二是法國政經不穩，爆發主權債務危機的風險不容低估。法國示威騷亂事件，進一步打擊市場信心。事實上，由於法國公共債務總額達到3.596萬億歐元，相當於國內生產總值(GDP)的119%，財政赤字佔GDP亦達5.4%，法國10年期國債息升

外圍風高浪急 中國國債成避風港



破5厘重要心理關口，處於24年最高水平。市場關注評級機構會否下調法國信用評級，隨時燃起更猛烈的歐元區國債拋售潮。

三是美國11月3日中期選舉結果，有可能加劇美國股市、債市跌勢。特朗普民意支持率低企，中期選舉不容樂觀。美銀證券報告預期，若然共和黨失去參眾兩院控制權，美股可能急跌逾10%，而共和黨能夠保住參議院，只是失去眾議院控制權的話，美股料升逾5%。一旦共和黨爆冷在參眾兩院全

勝，美股將大升逾10%。不過，摩根大通行政總裁戴蒙(Jamie Dimon)表示，已為美股大冧40%等極端情況做好準備，似乎對中期選舉結果及美歐日國債息抽升所引發市場劇震，感到憂慮與不安。

事實上，除了美國費城半導體指數之外，美國KBW納斯達克銀行股指數已連跌六周，9月初至今累跌了11%，為2008年以來最長跌市，反映美股跌勢逐步擴大至不同類型股份，美國發債融資利率成本為20多年來最高，預期企業及個人信貸違約率



人民幣匯率 (每美元兌人民幣)

人民幣近期持續升值，有助中國國債吸引海外資金。

將會大增。即使摩根大通、美國銀行、花旗銀行及富國銀行在第三季信貸撥備同比輕微下跌3%至76億美元，但預期未來數季將逐步增加，拖累美國銀行股表現，金融炸彈遲早爆發。

人民幣資產受捧 匯率四年高

面對風高浪急的外圍市場，國際資金選擇減倉套現，例如今年上半年狂升一倍的韓國股市，韓股指數年內升幅已大幅收窄至約30%，成為外國投資者的沽貨對象，年內資金淨流出1400多億美元。反之，中國國債成為少數仍錄得資金淨流入的金融資產。

今年9月環球主權債市場受累美歐日加息而急挫，惟中國國債仍有1418億元人民幣淨買盤吸納，境外投資者連續第5個月增持中國國債，持倉上升至近2.04萬億元人民幣，連同在岸人民幣債券，截至今年9月底止，境外投資者持有在岸人民幣債券總規模為3.19萬億元人民幣。由於中國經濟穩健，通脹保持溫和，推動中國國債價格上升，加上年內人民幣兌美元升值逾4%，見4年高位，買入中國國債，賺價又賺息，為回報十分吸引的金融資產。

環球金融及經濟不穩定性及不確定性增加，中國國債扮演著重要的資金避風港角色，同時有助加快人民幣國際化進程。

蒙牛乳業 (02319)

騰訊控股 (00700)

中國電信 (00728)

心水股

港股築底穩固 有利下月回升

沈金頭牌手記

港股昨日延續反彈的勢頭，進一步克服淡友的阻力，在力守恒指23000點關得以不失之後，即展開第二輪衝刺，儘管力度平平，交投亦較疏落，但因淡友之「彈藥」無多，故好友得以再勝一仗，恒指全日最高見23259點，收市報23211點，升118點或0.51%，總成交1758億元，較上周五少740億元。

昨日的低點為23009，似乎大好友早就訂下防守規則，要堅守23000關，所以到了低位即發動攻勢。內銀股毫無疑問是「擎天一柱」，平均升幅1%至2%；受國際油價高踞不下的影響，石油股踏出堅實一步，「三桶油」全部上升，中石油(00857)急漲5.7%，少有的佳作，中海油

(00883)也不弱，收23.94元，升3.5%，即使平時較呆滯的中石化(00386)昨日也追上大隊，錄得4%的升幅。

科網平台股穩好，也是維穩的重要方面軍。騰訊(00700)、阿里巴巴(09988)、小米(01810)等，均有寸進，而錄得較大升幅的是美團(03690)，收74.05元，升3.3%。

拖累指數的板塊仍然是AI概念股。長飛光纖(06869)、MINIMAX(00100)為熱門股中跌得最重的兩隻股份，分別跌8.8%及7.2%。聯想(00992)走勢差劣，再跌近4%，創一個月新低。

利率高企 金礦股受壓

通脹升溫，利率高企，對金價繼續有壓力。紫金礦業(02899)創3個

月低位，跌5.8%，受壓的另一個因素是季度業績低於預期，大行第一時間調低其目標價。對大宗商品的前景，基金較為看好銅價，不過江西銅業(00358)昨日也一樣向下走，收市跌2.4%；反之，煤炭價看俏，中國神華(01088)升2.8%，有內地證券商研報推薦該股，指其具備高分紅高股息優勢，有估值提升空間。

經過兩日反彈，恒指可謂「初見喘定」，不過從昨日成交萎縮的情況看，入市資金依然審慎，股價一高就未必有承接，加上還有周四(29日)的期指結算關，大家都不敢太過急進，這也好，可以將底打得更牢固，「圓底」比「尖底」穩，故現水平不馬上彈升，而是一步一個印摸着石頭過河，乃穩穩陣陣的策略，可減少無謂的風浪，有利11月股市回升。

受惠低估值與AI生態優勢 騰訊值博

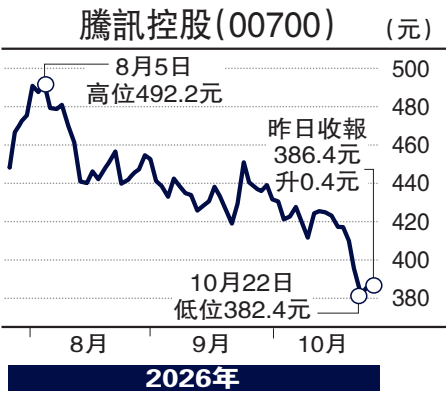
徐歡股海篩選

近期科技股沽壓升溫，市場對人工智能(AI)的投資回報轉趨審慎。龐大資本開支何時轉化為盈利，成為科企估值的考驗。在環球科技股調整的同時，港股互聯網板塊在短期亦難免繼續受壓。

不過，筆者認為，騰訊控股(00700)經調整後，中長線值博率已見提升。截至上周五(23日)，股價收報386元，按數據商估算，往績及預測市盈率分別約13.1倍及11.3倍。預測盈利仍可能調整，但10餘倍估值，已反映市場相當審慎的預期。

布局企業市場 有助增加收入

企業市場亦值得關注。騰訊已推出WorkBuddy企業工作台，並透過騰訊雲提供模型調用、智能體開發及運行服務。旗下TokenHub同時支援自家及第三方模型，反映其正圍繞企業應用需要，建立較完整的服務體系。



騰訊控股(00700) (元)

筆者看好這項布局的原因，是企業採用AI後，往往亦需要計算、儲存及管理工具。若相關產品能提高客戶黏性及持續付費意願，騰訊便有機會擴大企業服務收入。

另一方面，混元模型已接入元寶、ima、CodeBuddy及WorkBuddy等產品，涵蓋個人助手、知識管理、編程及辦公場景。若不同產品的實際使用，有助改善模型及服務體驗，再吸引更多用戶，騰訊的AI生態便有望逐步建立競爭優勢。

至於廣告和遊戲，則可能較早反映AI的經濟效益。更精準的廣告匹配、素材生成及投放工具，有望改善商戶回報；遊戲業務亦可透過AI輔助部分內容製作及研發工作。

風險亦不能忽略。騰訊第二季資本開支按年增加176%，自由現金流為負138億元人民幣。公司指剔除算力採購預付款後為正，但預付款始終是真實支出。若投入持續攀升，回報卻未跟上，低估值亦可能維持一段時間。

筆者對騰訊持審慎正面看法：核心盈利提供支撐，AI生態增添增長空間，目前估值則令參與成本更具吸引力。在筆者看來，10餘倍的盈利估值，已反映市場對增長前景持相當審慎的態度。若騰訊能維持盈利增長，投資者便有機會同時受惠於每股盈利提升及估值修復。有耐性且能承受波動的投資者，可考慮分注部署。

(作者為獨立股評人)

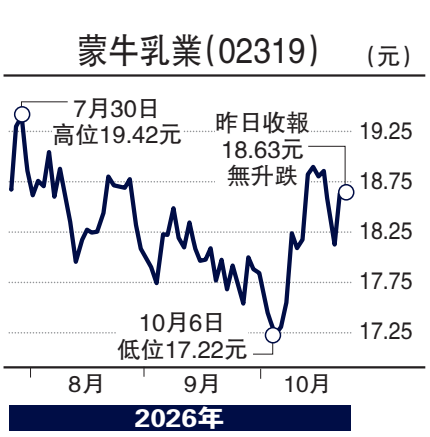
連敬涵經紀愛股

乳製品屬剛性消費品，行業經歷價格戰及庫存調整後，2026年進入修復周期，中小廠商持續被淘汰，競爭格局改善。蒙牛乳業(02319)作為內地第二大乳企，資產包袱已大致消化，營運效率提升，是港股消費板塊具修復潛力的標的。

新產品提升毛利

2026年中期業績理想，營收447.95億元(人民幣，下同)，同比增7.8%；股東應佔利潤23.71億元，增15.9%，毛利率維持40.8%，盈利增速優於收入，反映費用管控得宜。液態奶基本盤平穩，鮮奶、奶酪、奶粉等高附加值業務增速均逾30%，帶動業務結構升級。

蛋白水為今年重點增量賽道，隨着運動風氣盛行，高蛋白補給需求上升。蒙牛透過旗下運動營養品牌邁勝(M-ACTION)推出專業蛋白水，每瓶含10g高純度乳清蛋白，搭配BCAA及膠原蛋白肽，屬認證運動營養食品。



蒙牛乳業(02319) (元)

有別對手主打大眾輕補給，品牌先主攻健身房、戶外賽事等垂直場景建立專業形象，再拓展商超及電商渠道，完善高毛利產品組合；連同特侖蘇高端奶、妙可藍多原制奶酪等新品，持續拉高盈利水平。

集團整合漸見成效，奶粉業務扭虧、奶酪滲透率提升，前期併購資產開始貢獻利潤。公司渠道與冷鏈配套成熟，海外業務有序拓展，加上中糧集團支持，分紅及回購穩定，吸引長線資金。

蒙牛基本盤穩固，新賽道打開增長空間，估值有修復空間。股價調整後重新走強，跑贏大市。可於18.5港元買入，目標20港元，跌破17.5港元止蝕。

(作者為香港股票分析師協會理事，並無持有上述股份)

打入運動飲料市場 蒙牛上望20元

中電信收入基本穩定 目標6.3元

大行報告

中金發表報告指，中國電信(00728)第三季收入、淨利潤符合該行預期。今年首三季營業收入按年跌3.6%至3801億元(人民幣，下同)；淨利潤按年跌14.8%至262億元，剔除增值稅影響後可比口徑按年保持良好增長。第三季可比淨利潤按年良好增長，第三季營業收入按年跌3%至1211億元；淨利潤按年跌14.7%至66.2億元。

該行指出，可比口徑主營收入按年基本穩定，智能收入成為未來驅動力。首三季主營收入3593億元，剔除

增值稅影響後按年保持基本穩定。其中通信收入3131億元，第三季移動用戶淨增284萬戶、有線寬帶用戶淨增21萬戶；智能收入462億元，Token日調用量高速增長，隨着AI應用普及拓展用戶規模，智能業務有望成為收入增長驅動力。該行維持中電信「跑贏行業」評級及目標價6.3港元。

開支減少 部分抵銷收入下滑

瑞銀研究報告亦指出，中電信今年第三季收入及除息、稅、折舊及攤銷前溢利(EBITDA)跌幅較第二季按年跌5.5%及7.7%收窄，純利跌幅則

大致企穩。該行又指出，第三季網絡營運開支及銷售、一般及行政開支分別按年跌11%及10%，部分抵銷收入下滑；剔除折舊及攤銷後的營運開支按年跌2.5%。

管理層對今年展望維持不變，繼續預料2026年收入、EBITDA及純利在剔除增值稅影響後保持穩定增長，全年派息比率與2025年相若(75%)，資本開支強度持續下降。該行微調2026至2028年純利預測0%至2%，並將目標價由5.6港元輕微上調至5.7港元，維持「買入」評級。