

港股透視

成交縮減 資金擁抱最好標的



葉尚志 第一上海首席策略師

4月1日。港股繼續表現反覆整理，在成交量流動性縮減的情況下，短期市況對外圍以及消息的敏感度都下降了，可能要待至下周三港股通恢復重開後，港股才可以表現出比較明確的方向。恒指上升40多點，繼續在22,000點水平浮沉，而大市成交量進一步縮降至不足1,000億元，但總體仍能守於21,200點支撐以上。

正如我們指出，階段性穩好格局是可以保存下來的，如果後續消息面仍能夠配合的話，估計港股仍有反彈修復的空間機會，而主要阻力區維持在22,500至23,500點之間。值得注意的是，港匯是進一步的轉弱了，最新報1美元兌7.8344港元，資金外流的壓力似乎

仍未能散去。但可喜的是，港元拆息如一個月和三個月HIBOR，未有跟隨港匯轉弱而上升，反而出現掉頭回落，顯示資金外流壓力未致於失控。恒指出現先跌後修復，在盤中曾一度下跌439點低見21,558點，其後跟隨A股逐步修復回升。指數股

表現分化，而多隻內房股因為延發業績而停牌，消息在市場預期之內，但對氣氛有一定影響。恒指收盤報22,040點，上升43點或0.19%。國指收盤報7,537點，上升11點或0.15%。

另外，港股本板成交量進一步縮降至945億多元，而沽空金額有195億元，沽空比例20.6%。至於升跌股數比例是868：753，日內漲幅超過10%的股票有49隻，而日內跌幅超過10%的股票有41隻。

盤面總體處於擠壓狀態

在目前短期流動性相對緊張的情況下，盤面總體會處於擠壓狀態。而在擠壓的過程中，資金將會找尋最好的、或者相對較好的品種股票擠壓流過去。因此，目前是一個挺好的觀察時點，哪一類品種股

票能夠獲得資金擠壓流入，因而出現突出表現的，就可能是市場認為是最好的、相對較好的。

從市況觀察，正如我們指出，在關注名單中的龍源電力(0916)，可以作為上述的例子說明。

在大盤近期表現反覆但仍穩的背景，龍源電力走了一波五連漲的獨立行情，在周五再漲3.81%，有向上升突破過去8個月來的箱體整固區間傾向，可以繼續關注跟進。

免責聲明：此報告所載的內容、資料及材料只提供給閣下作參考之用，閣下不應依賴報告中的任何內容作出任何投資決定。第一上海證券有限公司/第一上海期貨有限公司/其關聯公司或其僱員將不會對因使用此報告的任何內容或材料而引致的損失而負上任何責任。

股市領航

瑞安房地產財務狀況續保穩健



潘鐵珊 香港股票分析師協會副主席

瑞安房地產(0272)公布截至去年12月31日止的全年業績，營業額跟2020年同期比較大幅上升2.8倍至175.6億元(人民幣，下同)；股權持有人應佔期間溢利則因內地疫情穩定，在住宅銷售及租金收入的強勁增長帶動下，同比轉虧為盈，錄得16.4億港元。而2021年年度的累計合約物業銷售額達到136.4億元，比2020年同期上升8.4倍，表現理想。

集團目前在內地主要城市有13個開發當中的項目，以及2個管理項目。具有規模及優質的土地儲備是地產發展商其中一項重要資產。截至去年12月31日，集團的土地儲備達940萬平方米，足以應付未來的發展。擁有旗艦項目「上海新天地」，而最近集團亦與上海永業企業合作，於上海市黃浦區進行房地產開發項目，以進一步擴大上海新天地的版圖，為未來發展奠定了穩固基礎。

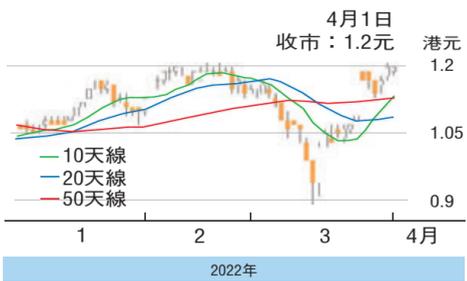
商業物業組合租金收入增長理想

集團作為上海最大型的私營商業物業業主和管理者之一，目前在上海管理的辦公樓和商業物業總建築面積達172萬平方米。其中，商業

物業組合租金收入增長理想，於去年上半年的租金收入總額按年增加29%，至29.2億元，其中73%的租金收入均來自上海物業組合。旗艦項目上海太平橋的表現值得留意，錄得租金同比增長達44%。

集團財務狀況繼續保持穩健，淨資產負債率進一步降至30%的穩健水平，比2020年底的45%進步不

瑞安房地產(0272)



少。可考慮於現價買入，上望1.3元，跌穿1.07元止蝕。(本人沒有持有相關股份，本人客戶持有相關股份)

行業分析

工銀國際首席經濟學家、董事總經理 程實

穩預期助香港資本市場回歸理性

自新冠疫情爆發造成「新供給衝擊」以來，全球宏觀形勢跌宕起伏，人們一次次親身經歷了各種史詩級的市場波動。例如，2020年3月12日，美股三大指數收盤時跌幅都近10%，高於2008年金融危機期間的最大單日跌幅，並在一周內發生兩次熔断，而在此之前美股歷史上也僅發生過一次熔断。不僅如此，熔断浪潮也順勢傳導至全球股票市場，當日有至少11個國家(巴西、韓國等)的股市發生熔断。

「創新高(低)」這樣的字眼在近三年的媒體報道中屢屢出現，雖然每一個「創紀錄」現象的出現會有一個最直接的導火索，例如，當前的地緣動盪導致能源、糧食、金屬等大宗商品價格起伏波動，但每個現象背後的潛在邏輯無一不是不確定性對於人們恐慌情緒的一次次強化，而恐慌情緒的強化則會反映於市場交易當中，當前香港市場表現也正印證了這點。

深層不確定來自增長擔憂

根據模型結果，負面情緒的影響力提升了9個百分點，至24%。同時，在低迷的市場環境中，人們負面情緒的敏感性也在增加，進而表現得更加悲觀，形成負向反饋，導致脆弱性的恐慌情況在市場中瀰漫，一個細小的事件都可以將其點燃，從而引發市場劇烈震動。聚焦港股市場，雖然新冠疫情、地緣風險、

大國博弈等都是不確定性的來源，但最深層的不確定性是來自於對於增長的擔憂。因此，改善負面情緒的持續蔓延，最核心的邏輯就是穩定對於未來增長的預期。

儘管港元12個月遠期匯率反映了香港較好的未來預期，其(逆序)與恒生指數的表現也存在較為一致的上漲趨勢，但在2月中下旬之後，作為反映未來預期的資本市場似乎與之發生了背離。而這種背離情況的發生，可能是因為人們的情緒狀態影響了對於信息的反應能力，當情緒與信息的基調不一致時，則會做出延遲反應(Pantziis and Ucar, 2019)。當前，市場充斥着負面且脆弱的情緒，即使有積極正面的信息被釋放，投資者也不能及時充分地對此作出反應，從而導致市場表現與未來預期之間的短暫背離。

此外，基於模型結果可以發現，目前階段香港資本市場受未來預期的影響低於疫情發生之前。市場不再給予未來和以權相同的權重，在這樣的情境下，即使再強勁的預期也只能部分反映於市場當中。因此，穩定預期、增強對於未來的信心，平衡短期擾動與長期價值，將是資本市場表現回歸理性的必經之路。

滬深股市述評

興證國際

A股4月開門紅 次季機會料勝首季

A股昨日低開高走，市場情緒明顯回暖，個股漲跌參半，賺錢效應一般。上證指數收盤報3,283點，漲0.94%；創業板指數2,667點，漲0.28%；深證成指報12,228點，漲0.91%；兩市成交超0.93萬億元(人民幣，下同)，上日為1萬億元。北向資金合計淨買入44.21億元。進入到二季度，市場迎來開門紅，但經濟增長壓力加大以及海外情緒緊張下，市場仍有反覆，不追高的前提下，耐心等待市場再次回落后再予以新的低吸。周四歐美股市走低，昨日A股低開震盪是在預期之內，但盤中拉升以及全線的上行，還是超出較大的預期的。昨日正式進入二季度，也是四月份的第一個交易日，市場迎來了「開門紅」，相對來說，當日市場表現時強時弱，畢竟藍籌股的拉升帶動下，指數的走勢還是不錯的。

適合逢低進行戰略配置

對於二季度來說，我們認為市場總體的機會要大於一季。一方面，一季度經濟增長壓力較大下，二季度政策發力的將集中顯現，對市場形成支撐和提振；另一方面，美聯儲加息落地以及俄烏衝突影響減弱下，海外情緒干擾在放緩。此外，市場連續下挫後階段風險釋放，部分板塊已經跌至歷史估值低位，具備一定的跌出來的價值。所以，二季度開始，市場仍適合逢低進行戰略性配置。

不過，儘管二季度總體機會在回升，但並不是一蹴而就的。在近期連續的超跌反彈之下，我們還要留意指數可能的衝高回落，尤其是清明節後市場再次回撤的可能。首先，剛剛公布的經濟先行指標看，經濟增長壓力較大，這對市場帶來總體承壓，或抑制市場的反彈高度；其次，疫情蔓延下，需求不振以及消費疲軟，企業業績依舊承壓，尤其是一些成長板塊業績不能匹配估值的，也有較大的承壓。

此外，海外影響並未削弱，尤其是美聯儲加息縮表下，全球貨幣收緊的趨勢比較明顯，內地繼續大幅寬鬆的概率或將減弱。建議投資者逢高進行適當的減持，耐心等待新的可能的回調後，再做進一步的策略調整。

證券投資

中泰國際

中國玻璃潛在資產重組亮點仍在

中國玻璃(3300)公布遜預期的2021年全年業績。雖然股東淨利潤由2020年的虧損8,471萬元(人民幣，下同)轉為盈利7.4億元，但是分別相對市場及我們預測的8.4億元及7.8億元，仍然低出11.9%及5.1%，主要由於浮法玻璃供不應求下半年漸緩解，加上市場憂慮房地產行業下行風險影響浮法玻璃需求，全年玻璃平均售價同比漲幅僅為48.8%，遠低於我們預計的80%升幅。

公司去年新增浮法玻璃產能1,700噸/天，增長率為33%，2021年底總產能達到7,400噸/天。玻璃銷量同比上升7.6%。

新增產能可望今年全面顯現

由於福建龍岩及哈薩克項目的合共1,200噸/天產能於2021年下半年才加上，所帶來的相關銷售量於2022年才可全面顯現。我們預計2022-23年公司玻璃銷量分部同比上升31.1%

及6.3%。

全國浮法玻璃市場均價一度於去年9月上漲至3,150元高位水平，其後下跌至12月的2,200元水平及目前的2,300元水平。中央多次強調「房住不炒」原則，這意味剛性需求購房依然會存在，從而鞏固房地產行業對浮法玻璃的中長期需要。我們預計公司玻璃平均售價今年同比下跌8%，但明年可同比回升3%。

基於母公司中國建材集團旗下的凱

盛集團過去對洛陽玻璃(1108)進行資產重組的成功案例，我們依然期望長遠未來，母公司透過資產注入/重組打造公司成為旗下的浮法玻璃業務旗艦。

綜合上述因素，我們分別降低2022年至2023年股東淨利潤預測18.9%及12.4%，並相應將目標價由5.15元(港元，下同)下調至3.26元，這對應109%上升空間及5.9倍2022年市盈率，相當於港股玻璃同業的16.8倍平均估值的65%折讓，已充分反映行業及企業運營風險，重申「買入」評級。

心水股

股份	昨收報(元)	目標價(元)
瑞安房地產(0272)	1.20	1.30
建設銀行(0939)	5.93	-
龍源電力(0916)	18.52	20.25

板塊透視

耀才證券研究部分析員 鄧均樂

恒指未能向上突破 內銀績佳有支持

本周(3月28日至4月1日)，香港股市普遍先升後回，早期俄國同意大幅減少在烏附近的軍事活動，支持外圍市況反彈，加上重磅內銀股業績良好，亦支持大市估值。

不過後來發現俄烏衝突未停，加上中美在貿易以及審計方面均出現爭辯，大市最高見22,391點，亦即與3月23日22,423點的高位相若水平便止步，意味現時最大的兩個不確定性：俄烏衝突及中美的關係如若未有實質進展，股市亦很難再進一步回升。

以技術走勢來看，恒指未能擺脫自3月17日起造成的橫行區間，將維持於21,100點至22,400點水平上下，需要小心該小雙頂型態會否造成額外的回吐。

內地經濟數據走勢亦成為了拖累股市走勢的另一個因素，中國3月官方製造業PMI跌至49.5，較上月跌0.7，為5個月來首次跌穿50的榮枯線，表現亦較市場預期的49.8更差。

其中，較主要的生產及新訂單指數均跌穿50水平，而後者更出現分項中最大的環比降幅，下降1.9個百分點，反映疫情升溫影響製造業生產進度以及產品需求。

而環比有所上升的分項指數有主要原材料購進價格、出廠價格以及產成品庫存，由於大宗商品價格因供應鏈短缺而維持高企，而疫情亦同時影響物流運輸以及消費景氣，導致存貨出現囤積，主要對中下游企業購成壓力，對上游資源類企業有利(包括石油、煤炭及天然氣開發相關股份)。

非製造業指數方面，商務活動指數為48.4%，低於上月3.2個百分點，跌幅較製造業更多。分行業來看，鐵路運輸、航空運輸、住宿、餐飲等接觸性聚集性行業受疫情影響較大，業務活動明顯減少；而建築業、通信及廣播服務、貨幣金融服務、保險業等行業商務活動指數則位於55至60以上較高景氣區間。

建行有條件重返6.2元水平

有見經濟數據參差，多間大行例如中信亦預期央行於4月份將會再度下調MLF利率來刺激貸款需求，不妨留意一下屆時的中標利率。

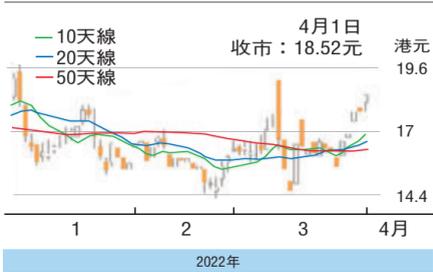
事實上，內銀的營商環境有改善，亦支持他們成為寬鬆政策的傳導工具。建行(0939)去年純利按年升12.3%，符合市場預期。其中信用減值損失1,679.49億元人民幣，而前九個月的信用減值損失為1,420億元人民幣，可見第四季的減值明顯縮減。

不良貸款率下降至1.42%，亦意味公司資產質素改善，雖然市場擔心部分房地產企業仍然有債務壓力，不過房地產佔公司整體貸款不足4%，仍有足夠防守性。於現時股息率仍有8厘的情況下，股價有條件先重返6.2元水平。

紅籌國企 高輪

張怡

龍源電力(0916)



業績理想 龍源續擴升勢

龍源電力(0916)為內地首批發展風力發電業務的公司之一，集團收入大部分來自銷售風電場及火電廠所發的電力，而有關電力銷售主要依賴淨售電量及上網電價。旗下客戶為風電場及火電廠連網的各地地方電網公司。

集團日前公布2021年度業績，收入371.95億元(人民幣，下同)，按年增加29.7%。錄得純利61.59億元，增長30.3%，每股盈利76.63分。末期息派14.7分，上年同期則派11.76分，增加25%。根據集團早期的盈喜報告指出，去年業績良好主要因為風電裝機規模增加、風速上升及設備治理、技術改進等原因，發電量、發電收入及發電利潤增加。

為了減低融資成本，集團2022年以來，已先後4次發行超短期融資券，分別是25億元、25億元、20億元及15億元，票面利率介乎2%至2.34%。龍源透過股權和債務等低成本融資，因債務成本每降低20個基點，每股盈利可提高2.2%，預計2021年至2025年的每股盈利複合年均增長率達18.9%，對提升盈利表現也大有裨益。

龍源業績理想，美銀證券最近發表報告，將其今明兩年盈利預測分別調升3.4%及6.3%，目標價由25.4元(港元，下同)上調至27.2元，重申其「買入」評級。此外，人行牽頭金融機構支持龍源及可再生能源開發商，通過發行綠色債券降低債務融資成本，預期集團債務成本在去年下降30個基點後，可能會進一步下降。

該股昨收18.52元，其往績市盈率26.42倍，市賬率2.42倍，作為行業龍頭，較高估值應可接受。趁股價走勢轉強跟進，上望目標為52周高位的20.25元，惟失守10天線支持的17.15元則止蝕。

看好建行留意購輪20716

建設銀行(0939)連升6日後，股價昨日逆市走勢仍穩，收報5.93元，升0.68%。若繼續看好該股整固後的攀高行情，可留意建行摩通購輪(20716)。20716昨收0.096元，其於今年7月6日最後買賣，行使價6.51元，兌換率為1，現時溢價11.4%，引伸波幅32.78%，實際槓桿12.29倍。