

港股 透視

困擾未除 港股掉頭回打



葉尚志 第一上海首席策略師

4月11日。港股震盪整理了幾天後，終於出現回打。恒指跌664點，21,200點的支撐位正在受到考驗。正如我們在上周指出，在港股反彈修復了四周、恒指從18,200點水平回升修正至22,500點水平後，由於困擾市場的不明朗因素包括俄烏衝突、美國加息、通脹高企以及經濟轉弱等未能盡除之下，操作上建議要開始提高警惕，不宜過分激進看多，並且可以逐步調升風控管理。

了3月PPI和CPI分別按年上升了8.3%和1.5%，低於前期數字但高於市場預期，通脹壓力似乎仍未能散去。而美國3月CPI也即將於周二晚上公布，市場預期將進一步上升至8.4%的年增幅，宜多加注視數據出來後的市場反應。

手機及汽車股沽壓沉重

恒指出現低開低走，並且以接近全日最低位21,133點來收盤，盤面彈性不大，指數股普遍受壓，其中，手機相關股和汽車股的跌勢居前，舜宇光學(2382)跌了8.58%，比亞迪股份(1211)跌了7.38%，都站在恒指成份股最大跌幅榜的前五。相信前者是受到手機需求下降的影響，後者則是在息率上升下對高估值成長股的打壓。

恒指收盤報21,208點，下跌664點或3.03%。國指收盤報7,208點，下

跌282點或3.76%。

空頭超標有跡象趁機發難

另外，港股本板成交量有1,222億多元，而沽空金額有247億元，沽空比例上升至20.21%的超標水平，空頭有趁機發難的跡象。至於升跌股數比例是318:1,345，日內漲幅超過10%的股票有26隻，而日內跌幅超過11%的股票有49隻。而港股通連續第二日錄得淨流入但金額不多，在周一錄得有不足1億元的淨流入量。

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。

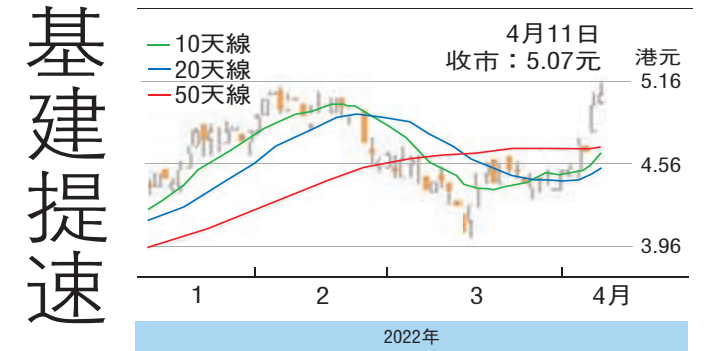
心水股

Table with 3 columns: 股份, 昨收報(元), 目標價(元). Rows include 山東國信(1697), 中國中鐵(0390), 中國外運(0598).

股市 縱橫

韋君

中國中鐵(0390)



內地疫情嚴峻，經濟下行壓力進一步加大，中央正部署適時運用貨幣政策工具，更加有效支持實體經濟發展。財政部數據顯示，首2個月全國發行新增專項債券達9,775億元(人民幣，下同)，完成財政部提前下達1.46萬億元新增專項債額度逾60%。資金密集到位，拉動各省市基建項目加快。基建股中國中鐵(0390)新訂單額大幅增加，將帶動盈利穩定增長，值得跟進。

中國中鐵今年首季新訂單錄得6,060億元，按年大幅增加84%，創出首季新訂單額歷史新高，佔中鐵2020年新訂單目標的20.7%，對比過往首季對全年新訂單貢獻只是介乎12%至14%。期內，基礎設施建設新訂單按年勁升94%，主要受市政項目推動；鐵路業務保持穩定，按年增長8%；高速公路新訂單則按年大幅增加148%。

內地業務佔逾九成，毛利率9.6%。去年收入1.07萬億元，按年增長10.1%；純利276億元，按年升9.6%。期內，新簽合同額約2.93萬億元，按年增幅加快至7.3%。管理層強調，今年首季新簽合同可實現強勁的按年增長，並計劃於未來3年將平均項目的淨毛利率每年提高50個點子。

集團近年布局礦產資源，目前已生產和銷售的礦產品包括銅、鋅、鉛、鋁、鎳等品種的精礦、陰極銅和氫氧化鋁。其中，主營的多種礦產價格去年均處於歷史高位震盪區間，旗下負責資源業務的全資子公司中鐵資源去年盈利錄得34億元，按年勁升51%，對中鐵利潤貢獻約12%。期內，整體礦產資源收入增加54%，至63億元；毛利率大增16.8個百分點，至54.6%。在環球通脹高漲下，此分部盈利增幅仍有上升空間。

新訂單增長遠高於預期

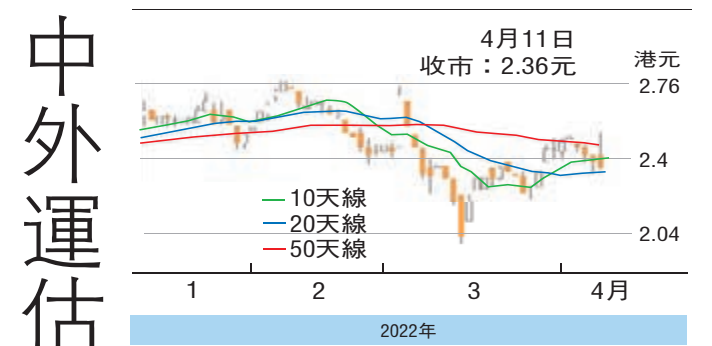
中國中鐵新訂單增長遠高於市場預期，在宏觀經濟疲弱的情況下，中國當局對基建的措施，以及其表現令人滿意，相信第二新訂單增長亦會強於預期。目前中國中鐵估值不高，近期宣布A股回購計劃，表明管理層對長期增長潛力充滿信心；而在政策支持下，中國中鐵的估值可望上調。

瑞信發表研究報告指出，中國中鐵去年收入及純利增長符合預期，目標價由5.84元(港元，下同)上調至5.91元，評級維持「跑贏大市」。股價昨天收報5.06元，升1.6%，以現價計，預測市盈率不足4倍，估值吸引。近日已重越各條主要平均線，上望5.9元，宜以跌穿50天線4.57元則止蝕。

紅籌國企 高輪

張怡

中國外運(0598)



港股昨日跌勢加劇，拖累中資股也告紛紛掉頭回落。在昨日淡市之中，估值偏低而息率較吸引的中國外運(0598)也隨大市回調，最後以2.36元收報，跌3仙或1.26%，其表現已明顯跑贏大市。由於中外運日前派發的成績表符合預期，現時估值仍然偏低，在股價逆市相對抗跌下，可考慮伺機跟進。

中外運日前公布去年全年業績表，截至去年12月31日止，年度盈利約37億元(人民幣，下同)，同比增長35%，每股盈利0.5元，派末期股息每股18分。2020年度及2019年度則均派末期息12分。期內，營業收入約1,243億元，增長47%，扣除非經常性損益淨利潤33.89億元，升44%，主要是得益於空運通道、海運代理及合同物流業務增長，以及來自合聯營公司的投資收益大幅增加。加權平均淨資產收益率增加2.34個百分點至11.69%；應收賬款周轉天數同比加快9天至36天。

關連交易方面，集團全資附屬中外運物流投資與洪大物華訂立股權轉讓協議，向對方購買中外運物流南京的45%股權，代價為1.89億元。公司原已通過外運物流間接持有中外運物流南京的45%股權。交易完成後，公司將間接持有南京公司的90%股權。而洪大物華的普通合夥人為公司最終控股股東招商局的聯繫人。中外運物流南京主要業務包括普通貨運、危險化學品倉儲經營、貨物倉儲、包裝、裝卸、搬運等。

中外運現時市盈率為3.84倍，市賬率0.48倍，估值在同業中仍然偏低。該股近幾年即使只派末期息，惟現時股息率仍達9.38厘，可見其股息回報頗有吸引力。現水平部署吸納，上望目標為近月來阻力位2.82元(港元，下同)，惟失守2.2元支持則止蝕。

看好中移動留意購輪23021

中移動(0941)昨隨大市回調，收報54.6元，跌1.53%，論表現在權重藍籌股中已屬不俗。若繼續看好該股後市表現，可留意中移摩通購輪(23021)。23021昨收0.148元，其於今年11月24日最後買賣，行使價61.61元，兌換率為0.1，現時溢價15.55%，引伸波幅29.44%，實際槓桿8.34倍。

本版文章為作者之個人意見，不代表本報立場。

股市 領航

香港智遠

積極轉型添動力 山東國信後市可期

監管部門日前下發《調整信託業務分類的通知(徵求意見稿)》，新的分類標準將信託業務分為資產管理信託、資產服務信託、公益/慈善信託三類。可見，信託行業轉型變革方向正逐漸明確，後續發展料將更趨穩健，加之內地降準預期升溫，或將利好相關板塊估值提升。港信託第一股山東國信(1697)正積極推進業務轉型，導致業績階段性承壓，2021年營收17.79億元(人民幣，下同)，錄得淨利潤4.69億元。

公司順應信託行業「資管新規」和「兩壓一降」大背景，在實現壓降的同時發力主動管理型業務，按照「新三類」標準，公司業務均有新布局，已轉向高質量發展階段。於2021年末，公司管理的信託資產規模收縮至約1,564.5億元，其中，主動管理型信託資產規模約為781.2億元，佔全部信託資產規模比例約達到49.9%，同比提升了約

13.8個百分點。2021年，公司管理的主動管理型信託產生的收入約為6.9億元，佔全部信託業務收入中的手續費及佣金收入比例高達約82.7%，同比提升了約4.7個百分點。

多隻淨值化產品陸續落地

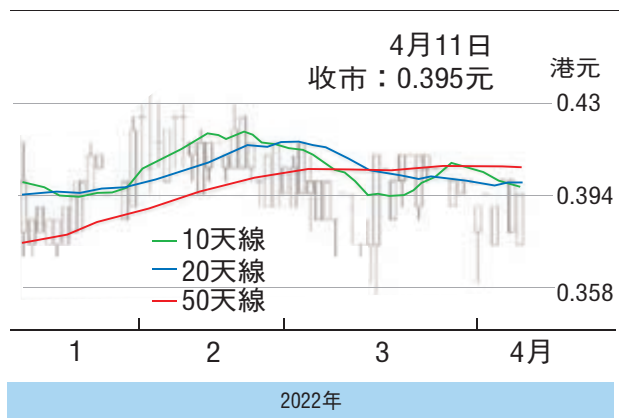
具體來看，公司的主動管理型信託又可以進一步細分為融資類信託與投資類信託。於2021年末，公司投資類信託業務規模同比增长約41.7%至約281.4億元，佔全部信託資產規模比例達到約18%，同比上升了約10個百分點，呈現出較強的進取性。同時，公司把握行業非標轉標機遇，初步搭建完成主動管理標品全產品線，已有多隻淨值化產品陸續落地，未來亦有望打開更大發展空間。

產品結構上，公司重點推進家族信託和財富管理業務，大力培育發展新動能。公司家族信託業務具先發優勢，已形成「定製化+標準

化」的發展模式，於2021年底已累計設立家族信託近1,100單，存續規模近220億元，繼續居於行業前列。財富管理業務方面，公司不斷加強自主營銷體系建設，2021年自主營銷規模約161.7億元，同比大增約45.7%，表現顯著優於行業，利於未來充分享受內地財富管理市場紅利。

同時，公司加快金融科技建設步伐，通過制定標品AM4.0全資產管理平台重構升級方案並推進落地，完成APP2.0版本升級上線、實施家族信託2.0系統重構升級方案等舉

山東國信(1697)



措，持續為業務轉型提供有力支持，賦能長遠發展。

走勢上，山東國信已於歷史低位附近震盪多時，市賬率僅約0.14倍，相較同類股份處於偏低水平，估值呈現一定吸引力，不妨考慮中長線布局機會，靜待轉型陣痛期過後厚積薄發。

投資 觀察

市場憂慮內地面臨滯脹風險



曾永堅 橡盛資本投資總監

內地新冠疫情升級，繼深圳與上海後，廣州昨天封城抗疫，市場擔心中國經濟第二季增長形勢。此外，內地昨天發布的全國居民消費價格(CPI)同比漲幅高於市場預期，並且升至最近三個月高水平，引發市場憂慮內地經濟面臨有增無減的滯脹風險。中美十年期國債利差呈現近12年來首次倒掛，觸發外資持續流出，連同最新的通脹數據表現，昨天對A股市場構成多重壓力。

外資連續4天呈淨流出

滬深股市周一開盤走低，當中，上證綜合指數盤中跌幅不斷擴大，午後跌勢加劇，終盤下跌2.61%，於3,167點作收。深成指終盤收於11,520點，下跌3.67%，創業板指更跌破2,462點，創2020年7月以來最低水平，終盤挫4.2%。各板塊普遍弱勢，房地產股下跌；煤炭、水泥、有色金屬股皆走低。滬深兩市成交則增加4%至9,637億元(人民幣，下同)；而外資昨天通過

股通淨流出57.62億元，連續四個交易日呈現淨流出。

內地3月居民消費價格指數(CPI)同比上漲1.5%，創三個月高點兼高於市場預期；至於工業生產者出廠價格指數(PPI)則同比上漲8.3%，亦高於市場預期，但指數卻連續五個月升幅收窄，升幅創11個月最低水平。俄烏衝突推升能源價格、畜肉類價格進入築底階段，以及去年的低基數和翹尾因素影響等，屬CPI同比上行的主要推動力。

當前俄烏衝突發展存在較大不確定性，對全球通脹的推升影響可能於未來一段較長時間內延續，而中國對能源、黑色金屬、木材、化工原料等進口依賴較大。故此，市場主流看法認為俄烏衝突將於未來一至兩個季度持續推升PPI，造成實質性的輸入通脹影響。4月PPI翹尾因素較3月提升0.2個百分點，PPI可能重新掉頭上行，並出現較大幅度的上漲。

(筆者為證監會持牌人士，未持有上述股份權益)

滬深股市 述評

興證國際

政策有利 對後市不必過度悲觀

A股昨日低開低走、放量普跌。截至收盤，上證指數下挫2.61%，深證成指收跌3.67%，創業板指收跌4.2%。兩市共成交9,634億元(人民幣，下同)。個股跌多漲少，行業板塊多數下跌，北向資金淨流出57.61億元。市場在前次下探3,023點的金穩會政策底後，市場預期逐步趨穩，包括內部穩增長、外部地緣政治談判進展，同時北向資金持續流出也趨於穩定。但相對前兩周的市場，國內外情形近期又有了部分新的變化，並經累積後形成市場大幅調整的原因，這些變化包括美聯儲收緊、內地房地產放鬆、俄烏近況以及內地疫情等等。

外圍來看，地緣政治再度充滿不確定性、美聯儲收緊政策加速。當前地緣局勢從談判取得積極進展，又轉向了俄烏談判停滯且因新情況變得再度複雜化，而美聯儲上周披露的議息會議紀要顯示，5月份將極大概率加息50個基點，甚至提前縮表達每月950億美元的規模。

內地方面，超預期因素增加經濟下行壓力。上週的國常會明確指出，因為一些超預期因素，如俄烏衝突、內地疫情等，內地經濟下行壓力進一步加大，當前政策要及時發力、靠前發力，我們看到部分二三線城市的房地產政策陸續放鬆，限購限售限貸等政策取消以及降低首套二套房貸款利率等，地方基建項目也加快上馬，但政策效果仍需要一個過程顯現，可以觀察的是賣地、賣房數據的改善。

關注低位低估值傳統股

如果當前站在政策有利的一邊，對市場就不必過度悲觀。在適當控制倉位的基礎上，聚焦價值風格，可挖掘相關投資主線，如以穩增長條線、後疫情主線等，可以關注低位低估值低機構配置和高紅利潛質的一批傳統行業，包括煤炭、銀行、龍頭地產、石油石化及建築裝飾等，穩增長鏈如傳統基建、建築建材、建築裝飾、環保、以及後疫情時代交運、旅遊、酒店等行業的修復機會。

安捷證券

證券 分析

君實生物新冠相關產品持續推進

君實生物(1877)2021年全年(FY21A)收入小幅超預期。FY21A公司實現營業收入40.3億元(人民幣，下同)，同比增長152.4%，超出預期13.2%，主要由於技術許可及特許權收入的大幅增長；研發費用20.7億元，同比增長16.4%，符合預期；歸母淨虧損7.2億元，虧幅同比縮小56.9%，超出預期100.5%。FY21A銀行結餘及現金35億元。

特瑞普利單抗收入不及預期

FY21A收入組成包括：1) 特瑞普

利單抗收入4.1億元，同比減少58.9%，特瑞普利單抗收入不及預期的原因包括，終端定價降幅超60%，及商業化團隊的頻繁更迭導致團隊執行力下降，未能實現以價換量；2) 技術許可及特許權收入33.4億元，其中禮來貢獻技術許可收入12.5億元及特許權收入11.1億元，Coherus貢獻首付款9.8億元。

核心產品近期進展及未來主要里程碑事件：1) PD-1單抗：i) 中國方面，3L NPC及2L UC獲批上市並獲納入2021 NRDL；ii) NPC獲批上

市；ii) ESCC及i) NSCLC預計2022年獲批上市；ii) 海外方面，針對NPC適應症的PDUFA目標審評日期為2022年4月。

2) 新冠相關產品：i) 埃特司韋單抗：FDA再次擴大雙抗體療法的EUA範圍，新增用於特定高風險兒科人群的輕中度COVID-19治療及暴露後預防；ii) VV116(RdRp抑制劑)：啟動了III期臨床研究，已在上海市公共衛生臨床中心完成首例患者入組及給藥；

iii) VV993(3CL蛋白酶抑制劑)：臨床前工作基本完成，預計2-3月內遞交臨床申請。

3) 其他產品：商業化產品增至3款，阿達木單抗於2022年3月在中國內地獲批上市；3款產品處於臨床III期階段，包括PARP抑制劑、PCSK9單抗及貝伐珠單抗；2款產品處於臨床II期階段，包括BTLA單抗及IL-17A。

維持「買入」評級，上調目標價至66.62港元。考慮特瑞普利單抗FY21A內地銷售乏力，我們下調君實生物2022年/2023年/2024年收入預測至26.9億元/36.6億元/49.5億元，對應增速為-33.1%/+36%/+35%。