



季結到來 資金調配或引發分化



葉尚志
第一上海首席策略師

3月28日，港股在期指結算日繼續震盪整理，仍處於我們近日指出的短期休整階段，畢竟從2月開始展開的一波持續急速升勢，已累積了相當漲幅。隨著業績公布高峰期逐步過去，第一季季結即將到來，資金有機會進行重新調配，此情況增加盤面出現分化的可能性。總體上，市場對港股後市維持正面看法，繼近日摩根士丹利再唱好內地與香港股市之後，滙豐環球研究也發出了最新的報告，將恒生指數今年底的目標由23,870點調高8.2%至25,830點，並且維持增持評級不變。

恒指連升兩日後回跌了150多點，以23,400點水平來收盤，大市成交額錄得2,296億元，保持在2月以來估值重估行情的基準2,000億元以上，在流動性保持良好的情況下，這說明了資金仍在繼續積極尋找機會。

仍存短期變盤可能性

港股表現反覆回落，恒指在盤中曾一度下跌325點低見23,254點，但是守於前一級微型浪底23,198點（3月13日的盤中低位）並出現反

彈收窄跌幅，市場繼續有公司宣布配股的消息，蔚來（9866）以折讓價9.5%配股集資40億元，相信對市場氣氛構成影響。走勢上，23,198點依然是恒指目前的短期圖表支持位所在，只要穩守其上，一浪高於一浪的總體發展模式便有可能不改變，但短期變盤可能性仍在，恒指宜盡快回企至24,000點以上來發出回好信號。

指數股繼續分化表現，其中，翰森製藥（3692）漲6.54%是漲幅最大的恒指成份

股，而石藥集團（1093）和中生製藥（1177），也分別漲2.84%和2.19%。另一方面，中芯國際（0981）公布去年全年營收有80億美元創新高，但純利下跌45.4%至4.9億美元，受消息影響，中芯國際股價下跌4.66%至48元收市，走勢上，43元可以是中期圖表支持位所在。

北水持續淨流入

恒指收報23,427點，下跌152點或0.64%。國指收報8,607點，下跌71點或0.82%。恒生科指收報5,506點，下跌83點或1.47%。另外，港股主板成交2,296億多元，沽空金額358.5億元，沽空比率15.61%，而升跌股數比例是704：1,029。港股通連續第六日出現淨流入，在周五錄得逾82億元的淨流入額度。

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

業務轉型呈積極進展 光大環境可吼



潘鐵珊
香港股票分析師協會副主席

光大環境（0257）於2024年錄得收入約302.58億元，較2023年下降6%；毛利約115.36億元，較2023年下降16%；除利息、稅項、折舊及攤銷前盈利約100.75億元，較2023年下降21%；集團權益持有人應佔盈利約33.77億元，較2023年下降24%。收入結構進一步優化，運營服務收益佔比提升至64%，並同比增長1%，顯示出集團業務模式正向更為穩健的運營服务型轉型。

去年垃圾處理量增長7%

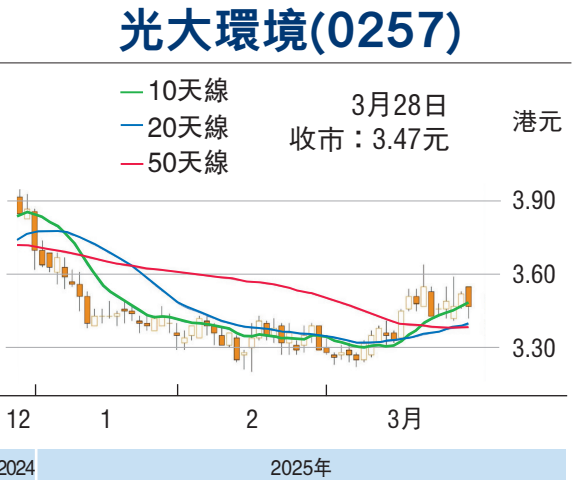
從業務板塊來看，環保能源板塊的垃圾處理量和上網電量均有所增加，分別達到5,201萬噸和1,704萬兆瓦時，同比增加7%及8%；環保水務板塊的污水處理量也有所增長，達

到17.63億立方米。環保綠色板塊在生物質綜合利用及危廢處置方面雖有增長，但受市場波動影響，整體盈利出現虧損。

在市場拓展方面，光大環境於2024年投資落實新項目12個，新簽署各類輕資產業務合同，合同總額約18.35億元人民幣，並在垃圾發電、污水處理、光伏發電等傳統業務領域投資多個項目，新承接環衛一體化、工業廢水處理、設備供貨等輕資產服務，進一步完善產業鏈布局。

在經營質效提升方面，環保能源深入實施垃圾增量舉措，實現垃圾倉增效，平均入廠噸垃圾發電效率首次突破400千瓦時；環保水務開展「五小創新」，加快數智化轉型，並有5個污水處理廠獲批上調水價；環保綠色深挖燃料本地資源化，探索業務轉型發展。

整體而言，光大環境在2024年雖面臨行業內新增項目數量減少等挑戰，導致部分財務指標下滑，但集團在業務拓展、經營質效提



升、財務管控等方面仍取得了積極進展，並在環保能源、環保水務等核心業務領域保持了穩定的增長勢頭，展現出較強的市場適應能力和發展韌性。筆者認為，可考慮於現價買入，上望3.95元，跌破3.30元則止蝕。

（本人沒有持有相關股份，本人客戶持有相關股份）

證券 分析

電商經營提效助減虧 藍月亮股東回報加大

藍月亮（6993）公布2024年業績，收入實現85.6億元，同比增16.8%，歸母淨虧損7.5億元，符合此前業績預告及我們預期。分半年度看，公司於2024年上半年及半年收入分別同比增41%/6.3%，歸母淨虧損分別為6.64億/0.86億元，2024年下半年環比大幅減虧，主因至尊濃縮洗衣液直播電商渠道經營提效。

公司2024年毛利率實現60.6%，降1.4個百分點，我們認為主因原材料價格波動等影響。費用端，2024年銷售費用率為59%，同比增14.7個百分點，公司加大高佣金電商平台投入，隨電商經營提效及濃縮洗衣液品類教育推進，我們預計公司投放效率持續提升；2024年管理費用率降2.3個百分點至12.9%。

線上渠道表現有望趨改善

關注新品推廣成長及投放效率提升進展，股東回報力度加大。產品端，公司於洗衣品類專注至尊濃縮洗衣液創新研發，2024年8月升級至全效潔淨產品，公司亦推動內衣專用、運動專用等產品打造，實現產品組合多元化，泡沫沐浴露等個護新品亦有望成功打造；營銷端，公司以直播電商同步實現消費者教育及銷售轉化，我們認為隨運營積累及投放效率提升，公司線上渠道盈利能力有望趨於改善。

此外，公司2024年中期及末期合計派發現金股利0.1元/股，派息總額同比增67%，股東回報力度加大。維持跑贏行業評級及目標價3.4元不變。



（摘錄）

行業 分析

美聯儲本月按兵不動 最快或6月降息

北京時間3月20日凌晨，美聯儲議息會議宣布保持基準利率不變在4.25%-4.50%，並將進一步放緩縮表步伐，每月計劃縮減的美國國債規模上限由此前的250億美元降低至50億美元。聯儲主席鮑威爾表示儘管近期不確定性抬升，勞動力市場供需仍趨於平衡，通脹率保持向2%的長期目標靠攏。從勞動力市場來看，供需狀況總體平衡。

美國通脹預期抬升

然而，近期調查顯示市場通脹預期出現抬升。密西根大學消費者調查顯示，未來一年美國通脹預期從上一個月的4.3%上升至4.9%，長期通脹預期升至3.9%。其次，儘管鮑威爾強調美國經濟運行平穩，從最新資料來看，美國經濟下行趨勢已逐漸明朗。美聯儲在最新公布

的經濟預測摘要中，將2025年美國經濟增速預期從2024年12月的2.1%下調至1.7%，反映出經濟增長動能減弱。亞特蘭大聯儲近期大幅下調對美國2025年第一季度GDP增長的預測，調整幅度高達510個基點，從此前的增長2.33%調整為萎縮2.825%，主要原因有三：一是貿易逆差的急劇擴大；二是消費者支出的顯著下滑；三是裁員數量的大幅增長。近期美元指數的顯著回落也顯示市場對於「美國特例」和美元穩定性的信心衰減，全球資本流動正在流向確定性更高的地區和市場。

貿易政策存不確定性

最後，通脹預期抬升需要美聯儲堅定貨幣政策立場。當前，政策利率逐漸接近中性水平，市場供需水平處於微妙的平衡，通脹預期和市

滬深股市 述評

避險情緒抬頭 A股縮量回調

3月28日，市場縮量調整，核心指數皆收跌。截至收市，上證指數收報3,351點，跌0.67%；深證成指收報10,607點，跌0.57%；創業板指收報2,128點，跌0.79%。兩市共成交金額1.14萬億元（人民幣，下同），比上一交易日減少717億元。個股跌多漲少，漲跌比例為0.22：1，上漲942家，下跌4,352家；其中漲停35家，跌停37家。截至周四，滬深兩市兩融餘額1.9萬億元。

申萬31一級行業僅傳媒板塊上漲，其餘30行業均收跌；基礎化工、石油石化及綜合板塊領跌。傳媒板塊漲0.45%，板塊內果麥文化漲20%，百納千成漲11.90%，讀客文化漲10.90%；基礎化工板塊跌2.48%，板塊內江天化學跌15.68%，怡達股份跌15.35%，安諾其跌12.01%；石油石化板塊跌1.71%，貝肯能源跌6.58%，渤海化學跌6.3%；綜合板塊跌1.6%，上海三毛跌9.99%，粵桂股份跌7.64%。

A股三大指數下跌報收，滬深兩市逾4,300股下跌。周五個股普跌，市場交投仍在低位徘徊。美國特朗普政府關稅政策引發的貿易戰陰雲加劇了市場避險情緒，隔夜歐美股市集體收跌。受此影響，A股震盪走低，成交持續縮量，逼近1萬億元水位。市場延續高低切的輪動格局，盤面無明顯主線。科技題材集體啞火。板塊表現上看，大金融板塊護盤，AI應用概念及醫藥股逆勢走強，創新藥概念延續強勢領漲。伴隨國際金價屢創新高，及高盛上調金價預測至3,300美元/盎司，黃金股持續走高。

宜規避短期熱點退潮風險

近期市場情緒降溫，成交額維持在低位，臨近季末銀根收緊，場內資金存量博弈為主，導致熱點分化輪動。近期市場處於「業績驗證」窗口期，策略上建議控制好倉位，把握結構性機會，優先選擇政策支持明確、業績確定性強、現金流穩定的龍頭企業；規避高槓桿、高估值推動的短期熱點退潮風險。

工銀國際首席經濟學家、董事總經理 程實

場情緒主導供需反覆交錯。鮑威爾此前提到，關稅對物價的影響屬於外生性的一次性衝擊，從理論上說並不應該因此改變貨幣政策走向。然而，經濟政策的不確定性可能擾亂通脹預期，打破此前市場供需的微妙平衡。儘管當前個人消費需求放緩，通脹水平有所回落，市場對未來物價水平的預期卻在攀升。這意味着貿易政策的不確定性正在成為主導通脹預期的核心變數。面對貿易政策的不確定性，美聯儲在短期內可能難以採取降息措施。

點陣圖顯示，到2025年底的目標利率區間中值仍保持此前12月的3.875%，表明經濟走向不確定下聯儲官員多持謹慎、密切關注態度。我們認為，短期內美聯儲仍需在貿易政策不確定性較高的環境下維持政策連貫性，以穩定市場預期。未來政策調整的核心觸發點或將更多地集中在勞動力市場。預計2025年美聯儲最早在6月進一步降息，全年降息2次，共計50個基點。



股份	昨收報(元)	目標價(元)
光大環境(0257)	3.47	3.95
中國水務(0855)	6.50	7.00
華潤萬象生活(1209)	35.10	38.92

股市 縱橫

韋君

政策層面利好 中國水務續強勢

港股昨回調0.6%，恒指退守23,400水平，個別發展成特色。中國水務（0855）得力於全國兩會後有利民企政策出台，北水買盤積極，股價表現持續強勢。

中國水務為民企，在內地與地方政府合資經營供水業務，為三大水務上市公司之一。昨日市值105.79億元（以昨收市價計）。主席兼大股東段傳良持股28.86%，歐力士株式會社持股19.75%，長城人壽持股5.02%。

全國兩會後，支持民企的政策陸續出台，繼中國財政部推出6萬億元人民幣地方置換債後，國務院在3月21日公布，修訂後的《保障中小企業款項支付條例》將自2025年6月1日起施行。上述兩項舉措對投資公共業務的民企，有利改善應收賬存在延期影響資金流轉問題，有利上市企業盈利增長前景。

另一方面，集團在今年1月完成發行本金總額10億元人民幣2030年到期有擔保藍色債券，年利率3.45%。所得淨額擬用於償還若干離岸債務。

上述發債有利配合去年12月成立的瀋陽錦北水務有限公司，註冊資本1.15億元人民幣，經營範圍含直飲水設備銷售、非常規水源利用技術研發、水資源管理、市政設施管理、環境保護監測、智能水務系統開發等。

集團今年以來股價持續上升，市場憧憬內地供水價格上調。內地媒體報道，部分地區供水調價申請已通過聽證會，包括貴州、湖北、河南三個項目，另外超過20個城市也已啟動調價程序。

資料顯示，中國水務的城市供水項目分布於中國多個省市及地區，包括湖南省、湖北省、河南省、河北省、貴州省、海南省、江蘇省、江西省、廣東省（包括深圳市）、重慶市、山東省、山西省及黑龍江省。

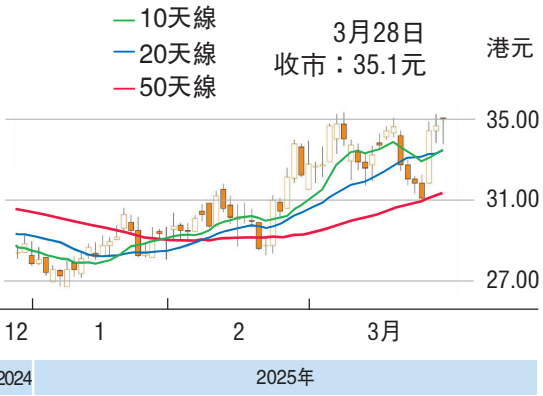
投資者可續持有

中國水務昨收報6.50元，升9仙或1.4%，成交3,500萬元。現價預測市盈率7.3倍，息率4.3厘，市淨率0.83倍，估值不貴。長城人壽今年2月增持中國水務逾5%，晉升為第三大股東。技術走勢維持強勢，在北水等基金買盤支撐下，料上試7元高位，投資者可續持有。

紅籌國企 高輪

張怡

華潤萬象生活(1209)



多隻績優中資股近期表現頗為突出，當中華潤萬象生活（1209）是其中之一。該公司剛公布的去年成績表現理想及派發特別息，為市場帶來驚喜，刺激股價周三急升10.75%，周四仍見硬淨再漲0.73%，股價昨一度高見35.15元，逼近3月10日高位阻力的35.4元，收市報35.1元，升0.35元或1%。

由於該股貼近過去一段時間的橫行區頂部阻力，配合大行紛紛加入唱好行列，預計都有利其後市破位擴升勢。

業績方面，截至去年12月底止，華潤萬象收益170.43億元（人民幣，下同），按年升15.4%，純利36.29億元，按年升23.9%；每股盈利159分。每股派息共1.257元，包括末期息0.643元及特別息0.614元，派末期息0.643元較上年同期派末期息0.481元，按年增長33.7%。全年派息率提升5個百分點至60%。期內，集團商業航道收入為62.74億元，按年增長21.4%；物業航道收入107.15億元，按年增長11.6%，生態園業務收入5,400萬元。另外，去年毛利潤為56.09億元，按年增長19.5%；毛利率由2023年的31.8%增長至32.9%。

截至去年底，華潤萬象提供商業營運服務的已開業購物中心數量為118個，已開業寫字樓數量為27個，此外，已開業購物中心分租項目4個。集團提供物業管理服務的在建建築面積為4.13億平方米（不包括購物中心項目）。

花旗發表的研究報告指出，華潤萬象經營性現金流及淨現金水平良好，派息比率預期將逐步提高，特別股息亦可能成為常態，憧憬2025年盈利可增長15%，加上其商業優勢，將為估值提供支持，維持「買入」評級，目標價從33.9元（港元，下同）上調至40元。

若華潤萬象突破35.4元阻力，料短期有望挑戰52周高位的38.92元，惟升守50天線支持的31.9元則止蝕。

看好比亞迪留意購輪13787

比亞迪股份（1211）於周四漲2.26%後，股價昨日略為回順，收報406.8元。若看好該股攀高行情，可留意比亞迪花旗購輪（13787）。13787昨收報0.212元，其於2025年6月16日最後買賣，行使價444.2元，現時溢價14.4%，引伸波幅47%，實際槓桿7.25倍。

本版文章為作者之個人意見，不代表本報立場。