

股市縱橫

韋君

經濟前景較確定 A股港股吸引力大

美國日前所宣布「對等關稅」的稅率超乎預期地高，當日美股三大指數應聲大瀉4%至5.9%，反映出市場對有關措施或明顯損害全球經濟的擔憂，周五亞洲時段美股道指期貨跌勢仍未止。昨日內地及香港清明節假期休市，亞洲股市雖普跌逾2%，惟跌幅在受控範圍之內，亞股表現相對抗跌。

展望未來，筆者預期美股上述崩跌將引發部分資金回流亞洲市場，已做好經濟結構調整的內地A股及港股市場，對游資有相當吸引力，與實體經濟關連性高的內需消費及公用事業板塊估值有望獲支持。

盈利改善 光大環境受捧

個股方面，光大環境(0257)周四在恒指急挫1.5%、失守23,000關下，仍逆市上升2%，成交亦大增，而且北水假期前增持積極，走勢轉強。光大環境為老牌紅籌股，周四收市市值219.3億元。央企中國光大集團股份持股43.08%。Pacific Asset Management Co., Ltd持股5.94%。

截至2024年底，集團旗下環保能源及綠色環保板塊合共落實垃圾發電項目193個，設計日處理生活垃圾15.99萬噸(含委託運營規

模)。去年處理生活垃圾、危險與固體廢物和農林廢棄物約6,400萬噸，提供綠色電力近277億千瓦時，相當於節約標煤逾1,100萬噸，替代二氧化碳排放逾1,300萬噸。處理污水和垃圾發電廠滲濾液約17.77億立方米，減少化學需氧量排放逾85萬噸。

光大環境日前公布2024年12月底止年度業績，營業額302.58億元，按年跌5.7%。純利33.77億元，按年跌23.8%；每股盈利54.98仙，派末期息9仙(上年同期8仙)，連同中期息14仙，全年派息23仙，按年增4.5%。

業績報告表示，去年共投資落實新項目12個，總投資約17.64億元人民幣；新簽署各類輕資產業務合同，合同總額約18.35億元人民幣。

雖然光大環境盈利倒退，部分大行最新報告均予正面評價及買入評級，如花旗指其盈利質

量有所改善，派息比率按年升11.3個百分點至41.8%，令人驚喜，目標價4.30元。建銀國際對該集團2025至2027財年的盈利預測上調10%至11%，目標價由3.9元升至4.1元。

滙豐環球表示光大環境盈利倒退待該行預期，自由現金流首次轉正，且足以覆蓋股息，一旦減值等一次性項目消退，今年的每股股息有望上升，目標價4.10元。

北水及基金建倉積極

光大環境周四收報3.57元，升7仙或2%，成交達6,390萬元。該股今年首季內逆市急跌19%，北水等資金換馬預先反映其業績放緩影響，績後數據顯示盈利恢復增長及派息上升，近日北水及基金建倉積極，帶動股價低位反彈。現價市盈率6.49倍，息率6.4厘，市淨率0.45倍，估值吸引。

集團已連續三年盈利倒退(由賺68億降至33億元)，股價由6.50元下滑至去年3月的2.60元。在中央推出逾6萬億元支持地方置換債及集團自由現金流轉正下，集團在2025年度有條件開啟盈利增長周期，投資者可收集，中線上望4.50元。

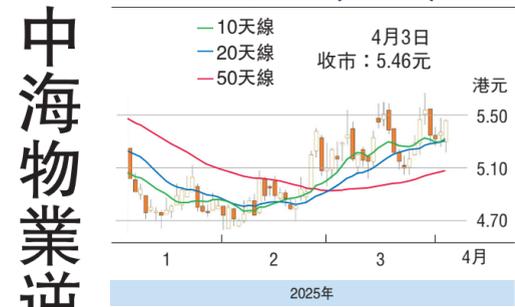
心水股

股份	昨收報(元)	目標價(元)
光大環境(0257)	3.57	4.50
新華保險(1336)	30.65	35.00
中海物業(2669)	5.46	6.00

紅籌國企 高輪

張怡

中海物業(2669)



中海物業逆市抗跌可吼

美國落實對全球多國實施對等關稅，觸發環球股市周四大跌市，美股三大指數的道指、納指及標普便分別大瀉3.98%、5.97%及4.84%，觀乎周五外圍市場仍然未見回穩，可以預期下周港股假後復市難免續受壓。不過，美國開打貿易戰已醞釀多時，港股相信已有充分準備，現階段不妨考慮趁調整市分段建倉。

中海物業(2669)在港股周四跌市中現先跌後倒升，並以近高位的5.46元報收，升9仙或1.68%，續企於多條重要平均線之上。由於集團較早前公布的去年業績符預期，股價逆市彈力不俗，反映貨源漸入強者之手，在板塊炒味仍濃下，料該股升勢仍有力延續。

業績方面，截至去年12月底止全年，中海物業收益140.24億元(人民幣，下同)，按年升7.5%。純利15.11億元，按年升12.5%；每股盈利46分。派末期息9.5港仙，上年同期派8.5港仙。截至去年底，集團所管理建築面積按年增加7.4%至4.31億平方米，全年新簽約額約為44.41億元，當中與獨立第三方簽訂的合約額近28.5億元。

管理層表示，2025年經濟大環境比較艱難，整體行業形勢逐漸趨於見底但還不穩固，需要進一步地築底夯實。同時，存量項目管理權在換手，利潤率持續走低，城市服務業務也持續地收縮和聚焦。面臨該形勢，公司今年將把工作重點放在練內功、提升服務及防範風險，實現高質量發展。

中銀國際的研究報告表示，考慮到第三方擴張競爭加劇，以及對減值的假設更為保守，該行對其2025至2026年的核心每股盈利分別下調9.6%至10.1%，並將目標價由原先9.36元(港幣，下同)下調9.6%至8.47元，仍有55%的上升空間。維持對該股的「買入」評級。

就估值而言，中海物業業績市盈率11.16倍，市賬率3.3倍，在同業中並不貴，何況其央企背景應享較高估值。趁股價逆市有勢跟進，若短期突破近期阻力位的5.67元，下一個目標為6元關，惟失守50天線支持的5.19元則止蝕。

看好阿里購輪留意13843

阿里巴巴(9988)周四沽壓沉重，收報123.5元，跌5%，為跌幅較大的權重藍籌股。若看好該股後市反彈行情，可留意阿里摩通購輪(13843)。13843周四收報0.139元，其於今年9月17日最後買賣，行使價128.1元，現時溢價15%，引伸波幅48.34%，實際槓桿4.56倍。

證券分析

中泰國際

石藥業績有望緩步回升

石藥集團(1093)於2024年盈利略遜預期。公司2024年收入同比减少7.8%至290.0億元(人民幣，下同)，股東淨利潤同比减少26.3%至43.3億元。收入符合預期，但四季度銷售費用率較三季度環比上升3.4個百分點。

分板塊看，成藥、原料產品、功能食品及其它產品的收入分別降7.4%、1.6%、22.2%。主營業務成藥板塊中，腫瘤、抗感染、心血管、呼吸系統藥物的銷售收入分別降28.3%、3.5%、14.8%、23.1%，但神經系統與消化代謝藥物收入分別增加6.1%與18.1%，神經系統藥物收入超預期。

腫瘤與神經系統藥物將引領成藥業務收入緩步回升。公司主營業務成藥板塊中，腫瘤藥與神經系統藥物佔2024年收入近六成。該板塊2024年收入下降的主因是津復力與多美素集採降價導致腫瘤藥收入大降，但由於集採是2024年3月開始，因此影響已大致反映，這兩款產品收入下半年有望同比止跌，而且2024年新增獲批的伊立替康與恩那蘇拜單抗等產品處於銷量爬坡期，預計腫瘤藥業務收入2025年將止跌回升。

此外，神經系統藥物的2024年銷售收入好於預期，公司表示核心產品腦卒中心藥物恩必普在OTC與互聯網渠道增長顯著，明復樂的腦卒中適應症於2025年起新增進入國家醫保目錄。明復樂進入國家醫保目錄，我們認為此舉有望推動銷量增長，預計神經系統藥物收入將穩健增加。

綜合以上情況，我們預計成藥板塊收入2025年起將緩步回升，預計2024-27預測收入CAGR(複合年均成長率)為9.7%。長遠看管線內產品將注入新亮點公司有八款產品已提交上市申請，其中伊立替康脂質體與兩性微囊B脂質體已申請在美國上市，另有超20種產品進入II/III期關鍵臨床，包括市場重點關注的雙抗產品KN026與減重藥物TG103Fc-GLP1及司美格魯肽，上市審批與研發如有進展將獲市場關注。目標價上調至6.30港元，給予「增持」評級。

風險提示：(一)藥品降價幅度可能超預期；(二)新藥臨床試驗及審批進度可能慢於預期；(三)新藥上市後推廣效果可能差於預期。

本版文章為作者的個人意見，不代表本報立場。

股市領航

新華保險產品創新及服務升級成亮點



潘鐵珊
香港股票分析師協會
副主席

新華保險(1336)的投資表現成為業績增長的核心驅動力。2024年，集團投資規模突破1.6萬億元(人民幣，下同)，同比增长21%，綜合投資收益率高達8.5%，同比大幅提升5.9個百分點。(編按：新華保險2024年歸屬於母公司股東淨利潤為262.29億元，按年增201.1%)

這一優異的投資表現主要得益於權益類資產配置的優化，股票和基金投資佔比分別增至11.1%和7.7%，同時通過設立500億元的鴻鵠志遠基金，聚焦二級市場優質資產，相關合營企業投資全年實現淨利潤9.17億元。

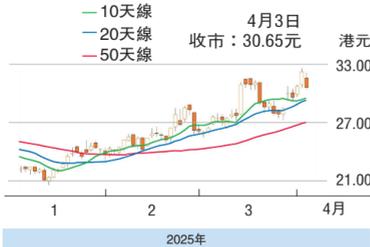
此外，集團在港股投資佔比的提升以及多次舉牌上市公司，也為投資收益的增長提供了強勁動力。

業務結構持續優化

在負債端，新華保險的業務結構持續優化。2024年，集團實現原保險保費收入1,705.11億元，同比增长2.8%，續期保費佔比高達75%，業務穩定性進一步增強。新業務價值(NBV)同比大增106.8%，達到62.53億元，新業務價值率提升至14.6%，較上年提高7.9個百分點。這表明集團在產品設計和市場需求的匹配上取得了顯著成效，特別是長期險首年期交保費同比增长15.6%，十年期及以上期交保費同比增长19%，進一步鞏固了業務的長期價值。

產品創新和服務升級也是新華保險2024年的一大亮點。集團推動分紅險轉型，計劃2025年加大分紅險銷售，以降低利差損風險，同時構建了涵蓋「醫康養稅法商教樂文」十大服務生態，為3,120萬個人客戶提供全方位保障。當然，新華保險在取得亮眼成績的同時也面臨一些挑戰。例如，保費增速

新華保險(1336)



相對較低，代理人規模的持續收縮，以及利率下行對固定收益資產的壓力。但整體而言，公司在投資端的強勁表現、負債端的結構優化以及渠道和產品的創新改革，均使其在保險行業的競爭中佔據有利地位。筆者認為，可考慮於30元(港幣，下同)買入，上望35元，跌穿27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

美國財政赤字的隱憂與明患

「居安畏其危，處滿懼其盈。」近年來美國財政赤字的持續擴大與國債規模的不斷攀升引發了全球對其債務可持續性的廣泛擔憂。從理論與國際經驗的角度來看，主權債務可持續性的關鍵在於把握債務與經濟增長的平衡，保證財政政策的穩健以及合理評估市場的承受能力。當前，美國債務問題的邊際風險正在抬升。考慮到美元和美債在全球金融市場的重要地位，預計當美國債務佔GDP比率接近或超過110%左右時，債務對經濟增長的負面影響將顯著顯現。

首先，主權債務可持續性主要取決於三個方面：一是債務與經濟增長的動態平衡，二是財政政策的長期可持續性，三是市場對債務負擔的承受能力。許多研究表明，公共債務水平與經濟增長之間存在非線性關係：當一國公共債務水平超過某一閾值時，經濟增長將受到顯著抑制，國際收支平衡的風險上升，長期治理能力受到挑戰。當債務水平超過一定閾值，債務水平佔GDP百分比上升將對經濟增長產生負面影響。高債務水平不僅會限制財政政策的靈活性，還可能降低市場對政府信用的信任度，增加主權債務危機的風險。

恐上演變為系統性風險

其次，美國債務增長正處於失速的邊緣。自2008年全球金融危機以來，美國

債務規模呈指數級增長，超過同期經濟增速。截至2024年12月，美國聯邦政府公共債務已達到28.9萬億美元(不包括政府內部債務)，佔GDP的比例接近100%，高於歷史平均水平。美國債務問題已成為影響其財政可持續性和金融市場穩定的關鍵隱患，美國債務的邊際風險正在抬升：一方面是美聯儲作為政府債務的重大持有者之一帶來的市場波動。總體來看，美國債務增長的失速正使其從單一財政挑戰演變為系統性風險，三大風險點相互強化：美聯儲高利率以及縮表政策抬高債務融資成本，利息支出擠壓政策空間導致經濟進一步依賴債務擴張。

此外，關於債務高企對美國經濟的邊際影響。現實經濟中，債務和經濟增長之間的關係並非靜態，而是受到貨幣政策、通脹預期以及市場風險偏好等因素的影響。從實際運行機制來看，持續的債務擴張對經濟增長的不利影響主要通過四個關鍵路徑：一是政府借款對私人投資的擠出效應。二是政府信用風險溢價推升長期利率。三是為彌補財政赤字和償還債務導致的稅務提高。四是通脹預期的抬升。



投資觀察

第一上海證券

金山軟件遊戲業務增速回穩

金山軟件(3888)於2024年第四季利潤超預期：該季度公司實現營業收入27.93億元(人民幣，下同)，同比增长20.88%。歸母淨利潤達4.60億元，同比增长124%，環比增長11.3%；經營利潤率提升至39.6%，主要受益於遊戲業務超預期表現及費用優化。

遊戲業務實現營收12.91億元，同比上升26.05%，佔總營收46.24%，同比高增核心源自：1) 經典IP《劍網3無界》實現DAU環比提升；2) 競技產品《塵白禁區》借助版本更新拓寬流水，驗證細分賽道持續運營能力。環比波動主因頭部產品商業化活動周期性調整，符合行業季節性規律。新遊儲備方面，端遊(客戶端遊戲)《解限機》及劍俠IP旗幟手遊(手機遊戲)《劍俠情緣·零》鎖定2025年上半年全球多端發行，自研3A級戰術射擊遊戲《獸獵突襲》計劃4月登陸Steam/Epic構築PC生態壁壘。

維持買入評級

考慮到遊戲業務穩健發展，以及AI辦公產品的加速落地，商業化進展還有待觀察，給予目標價44港元，給予持有評級。(摘錄)

中銀國際股票衍生品董事 朱紅

市場憂慮美國對等關稅政策或引致經濟下行，避險資金流入金市，黃金價格再創下歷史新高。山東黃金(1787)逆市向好，升至18.5元附近整固。如看好東金，可留意東金認購證(15120)，行使價22.58元，今年11月到期，實際槓桿4倍。SPDR金ETF(2840)再創新高，曾高見2,279元。如看好S金，可留意S金認購證(29617)，行使價2,289元，今年10月到期，實際槓桿9倍。

本資料由香港證券及期貨事務監察委員會持牌人中銀國際亞洲有限公司(「本公司」)發出，其內容僅供參考，惟不保證該等資料絕對正確，亦不對由於任何資料不準確或遺漏所引起之損失負責。本資料並不構成對任何投資買賣的要約，招攬或邀請，建議或推薦。

輪證透視

資金流入小米好倉 看好可吼購證15534

美國總統特朗普公布對等關稅幅度超出市場預期，券商分析指後續不確定性仍高，並關注其貿易夥伴會否採取相應復政策。恒指開市受外圍拖累跌500點失守23,000點關口，其後在50天線見支持，跌幅收窄在22,850點附近淡爭持。

如看好恒指，可留意恒指認購證(14869)，行使價26,733點，今年8月到期，實際槓桿13倍。或可留意恒指牛證(55062)，收回價22,303點，2027年9月到期，實際槓桿39倍。如看淡恒指，可留意恒指認沽證(14866)，行使價21,500點，今年9月到期，實際槓桿6

倍。或可留意恒指熊證(61802)，收回價23,488點，2027年12月到期，實際槓桿30倍。

小米集團(1810)股價自高位回吐逾25%，其好倉則連日錄得資金流入，周三單日錄得逾3,700萬元資金淨流入。小米表現反覆，早段跌至43.45元後反彈，倒升至46元附近整固。如看好小米，可留意小米認購證(15534)，行使價55.88元，2026年9月到期，實際槓桿3倍。如看淡小米，可留意小米認沽證(13386)，行使價32元，今年10月到期，實際槓桿5倍。