

股市縱橫

韋君

資金回流港股態勢趨持續

港股昨天復活節長假期休市，周四美股假期前則在關稅不確定性下連續三天下跌，道指及納指分別跌1.33%和0.13%，道指收報39,142點；納指收報16,286點。港股長假期前則單日上升1.6%，顯示投資基金對近期港股回穩走勢保持信心。本周港股四個交易日，恒指累計升481點或2.3%，收報21,395點，內需、汽車、金融股都上升。

在宏觀層面上，中國深化經濟合作，活躍亞洲資金市場，提高資金回流吸引力。央視新聞報道，在亞洲實現整體振興的新起點上，中國與越南、馬來西亞、柬埔寨的雙邊命運共同體建設走深走實，正是中國與地區國家攜手推進現代化、共建周邊命運共同體建設的生動體現。

資金對A股熱度不減

從資金層面分析，自4月初美國發起關稅戰引起的嚴重不確定性，已引致美股、美債崩跌以及美元大幅下滑，部分資金回流相對穩定的亞洲市場，內地經濟的確定性及大力提振消費等增量政策，A股抗跌力尤突出，連帶港股在大幅震盪後迅速回穩，成為資金避風

港。資料顯示，截至本周四止的過去5個交易日，單是滬股通及深股通北上投入A股的成交額已達7,614億元（人民幣，下同）；過去20個交易日的相當成交額達3.55萬億元，反映外資基金面對中美關稅戰陰霾的環境下，對估值吸引的A股市場參與度不減。

北水持續流入港股

至於北水投入港股市場，更成為港股市場反覆向好的主要「活水」，截至本周四止的近5個交易日，淨流入348.8億元；近20個交易日淨流入達2,077.6億元。

據交銀國際報告顯示，上周互聯互通淨買入最多的十大成交額股份：騰訊(0700)達99.8

億元，阿里巴巴(9988)達92.3億元，小米(1810)達66億元，美團(3690)達41.2億元，中海油(0883)達31.8億元，中芯國際(0981)達25億元，中移動(0941)達21.9億元，泡泡瑪特(9992)達16.3億元，建行(0939)達14.5億元，快手(1024)達12.1億元。

次季度內房板塊可看好

值得一提的是，上述最多淨買入之一的建行在長假期升幅為內銀前列，已預示資金看好內地房市穩定回升態勢，以及看好中央提振內需板塊中的房地產市場交投。

根據新華社報道，李強總理本周表示，收購存量商品房用作保障性住房，是促進房地產市場止跌回穩、保障和改善民生的重要抓手。要落實好各項相關政策，在收購主體、價格和用途方面給予城市政府更大自主權，並及時研究推出新的支持措施。

可以預見，內房板塊在第二季度將成為部分資金追落後的對象之一，有助提振A股、港股交投活躍度。

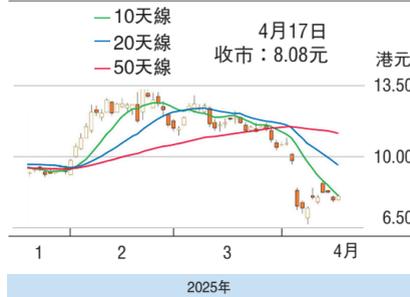
心水股

股份	周四收報(元)	目標價(元)
中芯國際(0981)	46.00	53.00
聯想集團(0992)	8.08	8.84
海爾智家(6690)	21.65	31.60

紅籌國企 高輪

張怡

聯想集團(0992)



持續AI轉型

聯想增長潛力看好

憂慮關稅戰影響出口表現，聯想集團(0992)於上周三造出6.57元的逾兩年低位，其後的反彈回升至8.84元又告遇阻，該股周四長假期前收報8.08元，升0.19元或2.41%，現價續受制於多條重要平均線之下。由於集團三大核心業務持續AI轉型，加上PC換機周期已至，料盈利前景仍可樂觀，故不妨加以留意。

市場調查機構IDC報告指，今年第一季全球個人電腦(PC)出貨量按年增4.9%，至6,320萬部。上季聯想出貨量為1,520萬部，市場佔有率增1.3個百分點至24.1%，穩居全球第一。展望今年個人電腦市場將面對不少問題，包括美國關稅政策存在不確定性、通脹壓力及經濟衰退等，前景充滿挑戰。

業績方面，截至去年12月底止第三財季，聯想營業額187.96億元(美元，下同)，按年升19.6%，為三年來最高的季度銷售額；同時也是集團歷來第二高的銷售額。純利約6.93億元，按年升105.5%；每股盈利5.66仙。毛利率跌0.8個百分點至15.7%。

期內，集團非香港財務報告準則純利表現強勁，達4.3億元，按年上升20%。該淨溢利並不包括一次性項目，其中含2.82億元一次性所得稅抵免。分部收入方面，公司第三財季智能設備業務集團收入按年升11.5%至137.84億元。基礎設施方案業務集團收入升59.2%至39.38億元。方案服務業務集團收入升11.7%至22.57億元。

聯想預測市盈率10.64倍，市賬率2.54倍，估值處合理水平，而股息率近5厘也具吸引。趁股價已作較明顯調整收集，上望目標為近期阻力位的8.84元(港元，下同)，惟失守年內低位支持的6.57元則止蝕。

看好聯想留意購輪15840

若看好聯想後市反彈行情，可留意聯想中銀購輪(15840)。15840周四收報0.243元，其於2026年3月23日最後買賣，行使價9.8元，現時溢價36.32%，引伸波幅63.23%，實際槓桿3.1倍。

證券分析

中泰國際

海外增速放緩

海爾智家不確定性增

2024年海爾智家(6690)公司實現收入2,859.8億元(人民幣，下同)。毛利率27.8%。國內/國外毛利率分別為29.8%/25.4%，同比提升0.3/0.3百分點。全年淨利潤187.4億元，同比增加12.9%，淨利潤率6.6%。全年業績略低於預期，主要由於年內收購開利公司(Carrier)所產生的重組費用以及匯率波動所造成第四季度淨利潤低於預期。公司並宣布全年每股派息0.965元，派息率從45%提升至48%。公司計劃逐漸提升派息率至超過50%。

美國消費疲弱影響大於關稅

在美國，海爾智家通過GE、Monogram、Cafe和Haier等品牌覆蓋各高中低端市場。2024年北美洲銷售收入約795.3億元，佔海外收入55%或總收入27.8%。公司在美國本地的工廠可滿足當地約50%的需求，另外30%產能由墨西哥工廠提供，剩餘約20%產能由中國工廠提供。公司將通過產品結構優化、轉移部分東南亞產能至美國工廠、與上游供應商協商定價等方法等措措施抵消部分額外關稅的衝擊。另一方面，如果實施大規模加徵關稅預計將重新引發美國通脹上升，以及進一步削弱消費增長。我們認為美國消費低迷對海爾收入增速的影響將大於關稅的影響。

「以舊換新」政策支撐增長

2024年第四季度內地「以舊換新」政策效果顯現，海爾發揮高端產品與品牌優勢，四季度國內收入同比增長超過10%，其中卡薩帝收入同比增長超過30%。政策將持續在2025年發揮作用，促進國內銷售增長。公司還將持續推進數字化轉型，構建數字化產銷協同體系，推進場景化體驗，提升毛利率。2024年，智慧家居場景解決方案三翼鳥成套銷售佔比達57%，卡薩帝佔比35%。公司將持續通過模式創新、內容營銷轉型和多品牌多品類協同等舉措，實現全鏈路經營效率提升，進一步提升客戶零售轉換率。

受到關稅和海外消費不確定因素的影響，我們分別下調公司2025年/2026年年度淨利潤4.6%/3.9%，至205.2億元/226.3億元。我們並下調估值市盈率至13倍2025年預測市盈率，新目標價為31.60港元。維持「買入」評級。(摘錄)

本版文章為作者之個人意見，不代表本報立場。

股市領航

業務前景看俏 中芯國際候低吸納



潘鐵珊
香港股票分析師協會
副主席

中芯國際(0981)在2024年的財務表現可圈可點，儘管面臨諸多挑戰，但整體仍展現出強勁的增長勢頭。根據最新財報，按中國企業會計準則，集團於2024年實現營收577.96億元(人民幣，下同)，同比增長27.7%，創歷史新高。這一增長主要得益於積體電路晶圓製造代工業務的顯著提升，該業務佔公司總收入的92.1%，其營收達約532.46億元，同比增長30.3%。

在業務板塊方面，消費電子板塊表現尤為亮眼，實現收入203.38億元，同比增長99.51%，成為增長的主要驅動力之一。智能手機板塊也實現了149.53億元的收入，同比增長36.92%。此外，12英寸晶圓收入佔比提

升至77%，成為集團增長的核心引擎。

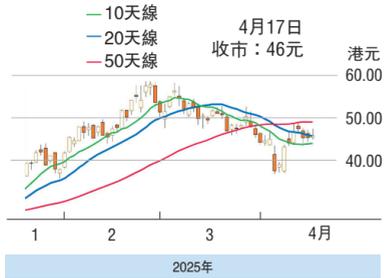
然而，儘管營收創新高，中芯國際的淨利潤卻有所下降，歸母淨利潤為36.99億元，同比下降23.3%。這主要是由於營業成本的增加，2024年營業成本同比增長33.1%，達到470.51億元，超過了營收的增長幅度。

在產能擴張方面，中芯國際取得了顯著進展。集團月產能由2024年第三季度的88.425萬片增加至第四季度的94.7625萬片，產能利用率保持在85.5%的高位。此外，集團在研發和資本支出方面也表現出色，依國際財務報告準則，2024年第四季度資本開支達到16.6億美元，研發開支為2.17億美元，持續加大在先進製程、封裝測試等領域的投入。

有望在競爭中保持領先地位

展望未來，中芯國際在產能擴張和研發投入方面的持續努力，有望為其未來的增長奠定堅實基礎。儘管當前面臨盈利壓力下

中芯國際(0981)



挑戰，但隨著技術的不斷進步和市場需求的回暖，集團有望在未來的競爭中保持領先地位。筆者認為，可考慮於45元(港元，下同)買入，上望53元，跌穿42元止蝕。

(本人沒有持有相關股份，本人客戶持有相關股份)

投資觀察

富達國際基金經理 Jochen Breuer

聚焦優質股息策略 駕馭市場波動

美國關稅政策存變數及潛在貿易戰的陰霾下，市場充斥不確定性，投資者正面對如何管控風險，同時爭取吸引總回報的挑戰。

無論是出口主導市場或美國此類消費主導市場，其經濟增長均會受加徵關稅影響。這可能會影響全球需求，因此未來數月密切注視關稅對美國，以至其他經濟體產生的連鎖反應尤其重要。然而，投資契機往往伴隨波動市況浮現，關稅影響因行業及個別企業而異，正如並非所有被徵收關稅國家的企業來自美國的收入都會受影響。例如美國境外企業在美國賺取的服務收入，目前不在徵收關稅的範圍內。在市況瞬息萬變的動盪時期，獲取長期投資回報和擁抱收益的三大關鍵在於，發掘具盈利韌性、可持續派發股息、合理估值的企業。

在過往任何市場周期均持續派息及增加股息的企業，於波動市況的股價波幅及跌幅往往較小。股價展現韌性，反映企業具備持續增加派息的財務實力，且商業

模式具穩定性，因而可於市況下行時提供緩衝。如MSCI所有國家世界指數中的「股息貴族」，即過去十年每年持續增加派息的股票，其過去十年的表現不僅跑贏該指數，波幅也較低。

聚焦具盈利韌性的優質股之餘，更重要的是同時嚴守估值紀律，避免支付過高溢價及降低投資組合的潛在下行風險。

美股美元齊跌 需關注影響

波動市況經常伴隨投資機會，投資者應留意目前快速變化的市場環境及仍未浮現的下一波影響。例如，美元在至少15年來第一次未能達到避險作用，在股市下跌10%的情況下美元匯價齊跌。當前的波動市，以及加徵關稅的影響將於未來數周至數月逐步浮現，突顯主動投資及慎選股票的重要性。(摘錄)

滬深股市 述評

興證國際

全球避險情緒高漲 A股窄幅震盪

4月18日，滬深兩市保持窄幅震盪。截至收盤，上證指數收報3,276點，跌0.11%，深證成指收報9,781點，漲0.23%，創業板指收報1,913點，漲0.27%，兩市共成交金額約9,500億元(人民幣，下同)，比上一交易日減少約800億元；兩市個股跌多漲少，漲跌比為0.83:1，其中漲停67家；跌停20家。截至周四，滬深兩市兩融餘額為18,102.66億元。

成交持續縮量 宜控倉觀望

A股三大指數全天窄幅震盪、目前行情量不足萬億，基本是情緒地量，盤中四大行再創新高，6G概念爆發，部分化工品領漲，乳業及反關稅概念等跌幅居前，表明行情持續性較差。

消息面上，國務院總理李強在主持學習時指出，在一些關鍵的時間窗口，推動各方面政策早出、快出手；要把握政策力度，必要時敢於打破常規，打好「組合拳」。有關言論增加市場對月底政策出台的預期。

外圍方面，歐洲央行一年內第七次降息，符合預期；美國暫時因關稅博弈和高通脹預期，美聯儲主席鮑爾頂住來自特朗普的壓力維持傾向不降息態度，短期全球風險偏好較難改善，後續仍取決於關稅談判進展和聯儲降息態度。A股策略上仍強調適當控制倉位，對快速輪動的消費內需和科技自主可控等方向逢低布局。

工銀國際首席經濟學家、董事總經理 程實

應存在較大分化。首先，模型參數數量並不能無約束地擴張，同時DeepSeek的發展也表明，在提升模型性能方面，參數數量的增加並非唯一途徑。通過引入創新的架構和訓練方法，DeepSeek實現了高效的計算和卓越的性能。其次，對於普通企業和個人開發者而言，算力需求的增長受到諸多限制。一是資料治理的範式困境。AI模型的訓練依賴於大量高品質資料，而資料獲取的成本和合規風險在許多行業都極為嚴峻。二是技術躍遷的生態壁壘。並非所有企業都具備深度學習的專業能力，許多中小企業難以建立高效的AI開發流程，即便算力成本下降，也無法有效利用這些資源。三是創新週期的效益拐點。AI模型的參數規模達到一定閾值後，算力投入的邊際收益遞減。

因此，在未來的算力革命中，技術創新的重心可能不再是單純擴展計算能力，而是提升算力利用效率。需求彈性也將從「野蠻擴張」步入「理性收斂」的新階段，算力市場的發展邏輯或將發生深刻變革。

行業分析

算力需求邏輯的深刻變革

「初景革緒風，新陽改故陰。」DeepSeek的出現，不僅為AI的發展提供了更多技術路徑的選擇，也為行業應用的多樣化奠定了基礎，使人工智能走出了「規模至上」、過去單一路徑的局限，進而拓展了邁向更廣闊空間的可能性。

首先，算力增長的內在邏輯在於模型邊界的階梯式突破與應用場景的不斷演進。在人工智能發展的浪潮中，底層模型的邊界正逐漸顯現。儘管近幾年大模型的規模持續擴張，無論是文本生成、圖像理解，還是跨模態能力的拓展，底層模型的發展始終存在物理和理論上的邊界。這些邊界不僅源於算力和資料的限制，更涉及認知能力、泛化性、安全性等多方面的挑戰。

算力增長 需依靠場景應用演進

算力的增長並非簡單的線性積累，而是階梯

式突破邊界，並推動其在現實場景中的應用落地。每一階段算力的提升，都會伴隨著底層模型能力的躍升，同時也意味著上一階段模型的邊界被突破，催生出更廣泛的應用場景。大規模算力的投入使得長文本生成、邏輯推理、多輪對話成為可能。然而，算力需求的持續增長，並不能僅依賴於底層模型參數規模的無序擴張，而需要建立在應用場景的開發之上。一方面，應用場景演進的軟性需求在於同質性場景的挖掘。這些場景不僅有較高的算力需求，同時也能夠大規模複用已有的模型能力，從而提高算力投資的回報率。

效能提升 對算力需求未必下降

算力市場的現實困境在於需求彈性的非對稱性。從實際市場表現來看，算力需求的價格彈性呈現出顯著的非對稱性，不同市場主體的反