

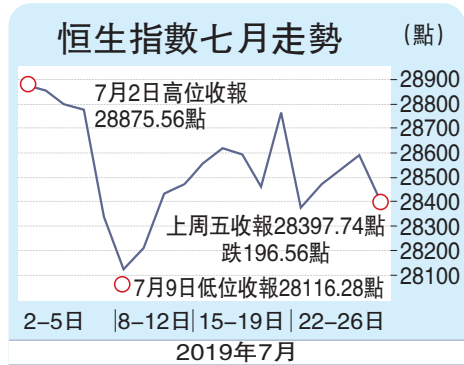


投資全方位



頭牌手記

洪金



# 貿談 議息 亂局

上周股市三升二跌，恒指收報二八三九七，較前周跌三六八點，總成交三千三百一十一億元，平均每日六百六十二億元，仍處低水平。

升降韻律方面，五周為：升升跌升跌，三升二跌，仍屬強勢。十周方面為：跌跌升升升升升跌升跌，六升四跌，強勢保持。

七月迄今，恒指最高為七月四日的二九〇〇七，較二九〇〇〇高七點，不過往後就無法再見二九〇〇〇了。這個月的低點為七月十五日的二八〇七一，較二八〇〇〇僅高出七十一點。其餘日子，均在二八一〇〇至二八九〇〇之間上上落落，向上向下方向未明，也沒有任何突破啟示。

影響大市的三項因素仍是：中美貿易磋商、美國聯儲局議息、香港的社會亂局。

中美貿易戰稍為緩和，雙方將於本周二及周三在上海面對面磋商，這比只進行電話會議進了一步，但因分歧未有縮小，對其他事項雙方亦有出手處理，所以總的精神是：會議繼續，分歧持



▲困擾港股大市三項因素仍是：中美貿易磋商、美國聯儲局議息、香港的社會亂局

續，短期內解決幾乎是不可能的事。其長期性、複雜性已為世人所見。

其中，美國聯邦快遞似乎扮演一個不光彩的角色，將逾百份寄給華為的包裹，諸多拖延，有的竟寄往美國。中國為維護主權和企業利益，正對這家公司進行調查，若查證確實為美國政府行事，則我方必會採取嚴懲措施，絕不

手軟。

減息方面，香港肯定做不到，而美國減四分一厘，是最正路的預期。

最後是香港的社會亂局，的確越來越令人擔心，零售、旅遊、出口均受其害。在暴力、欺凌、衝突、打砸搶事件不斷發生之際，誰願意來香港呢？不確定性繼續存在，夫復何言哉！



集股淘子石

證券界普遍預期下半年光伏設備行業景氣出現復甦，而市場所謂的「復甦」，只是相對於上半年。因為今年光伏併網裝機大開慢車：首5個月只有7.6吉瓦新增裝機，估算6月份有5吉瓦投產，合計上半年也僅12、13吉瓦新增裝機。若要全年達標，下半年至少有30吉瓦新增裝機。故此，市場相信下半年光伏設備產業再現榮景。這類推論屬於「似是而非」，因為今年整個行業盈利水平或與去年不會相差太大，兼且光伏設備股估值並不低殘，不可能因為下半年出貨量大增而於上半年，投資價值就會增加。

相對於設備股，光伏發電股值博率較高，一方面光伏發電股估值便宜，盈

## 熊貓綠能EBITDA穩增 價殘值博

利遠景穩定。儘管如此，發電股股價極度落後，光伏發電股協鑫新能源（00451）、熊貓綠能（00686）股價年初至今上升6.1%、下跌42.3%；設備股信義光能（00968）股價則大漲60%。發電股被投資者拋棄，原因包括財務費用過高，侵蝕經營利潤；其次是倚賴政府補貼，日後存在取消補貼的風險，且應收帳期長，拉低公司的資金回報，資金需要也很大，是致命傷。

以下多角度分解熊貓綠能的經營狀況。先從業績著手，熊貓綠能由2014年至2017年度業績分別為賺3.66億、3.61億、3.67億及1.53億元（人民幣，下同），盈利沒有趨勢線可言，更甚的是，2018年業績由盈轉虧，虧損4.51億元。原本這類公司根本就不值一看，可是有三個原因讓筆者花時間研究熊貓

綠能。第一是，公司大股東為招商局集團，並不是蠱惑公司。第二是，公司發電量遞增，由2017年首季發電量44.45萬兆瓦時，到2019年第二季已增至90.93萬兆瓦時。第三是，2015年至2018年間，EBITDA（未計稅、息、折舊、攤銷前利潤）分別為4.8億、8.41億、11.98億及17.72億元。EBITDA趨勢線是向上。

雖然熊貓綠能倚重政府補貼，但勝在估值足夠低，每股資產淨值0.556元，折合0.632港元，按上周五收市價0.265港元計，市帳率只有0.47倍，安全邊際較高。（下期待續）



## 美減息預防大於全啓寬鬆周期

國泰君安研究部分析員 徐惠芳



商品動向

美國公布耐用品訂單超預期，首次申請失業率下降，每月初請失業人數下降至20.6萬人，6月美國核心資本財貨訂單增加1.9%。強勁數據表示，美聯儲減息的幅度不大，只是預防性措施，不是全面寬鬆周期的開始。

國基會（IMF）再次調低對2019年和2020年世界經濟增長的預期，料2019年全球經濟增長3.2%，新興市場和發展中經濟體今年預期增長4.1%。美國財長姆努欽表示，美元穩定是重要的，不會在短期內主張美元走軟，長期而言，強勁的美元是重要的。預計在本周三美聯儲利率會議前，美元將保持強勢。

路透調查顯示，近95%的受訪經濟學家預期，美聯儲將在7月底會議上減息25個基點；只有兩名經濟學家預期，美聯儲是次將減息50個基點；兩名經濟學家預期，美聯儲將按兵不動；近40%的受訪經濟學家預期，美

聯儲最早在9月可能再減息一次。日本7月東京核心消費者物價指數年率為0.9%，前值0.9%，預估為0.8%；日本7月東京消費者物價指數年率為0.9%，前值1.1%，預估為1.0%。美元兌日圓反彈至108.60水平，趨勢往上，下方支持108.10、107.50。

德國7月IFO商業景氣指數為95.7，為2013年4月以來最低，預估為97.0；德國7月IFO商業預期指數92.2，預估為94.0；德國7月IFO商業現況指數為99.4，預估為100.4。德國IFO表示，德國經濟正面臨困境，製造業的商業環境指標正直線下降；預期下半年德國經濟將小幅增長；英國無秩序脫歐的風險有所上升；不認為歐洲央行7月會放鬆政策。

歐元兌美元V形反彈，歐洲央行利率會議釋放鴿派信號，令歐元兌美元跌至2017年5月以來的低點1.1102，隨後行長德拉吉表示，一些歐洲央行的回報率可能正在下降，沒有討論潛在減息幅度，沒理由對目前經濟狀況感到沮喪，認為經濟衰退的可能性非常低。樂觀措辭刺激歐元兌美元匯價反彈至兩日高點1.1175。歐洲央行暫時按兵不動，觀望美聯儲政策。



股戰場

整個7月份波幅僅900點左右，日均成交跌至600、700億元，股王騰訊（00700）動靜，不經不覺已殺上月內高位376元，幾乎已完全追回貿易戰失地，其半年業績自是市場焦點，港股8月份不乏機會單邊爆上。坊間看好後市的多數會建議追入重磅藍籌，惟筆者認為現下要留意落後板塊，特別是「水務股」，踏入今年以來都與大市背道而馳，當中雲南水務（06839）亦要累跌6%。與雲南水務同場較技的滇池水務（03768），卻有逾2%升幅。從落後板塊中選擇表現突出一員，是筆者不經易外傳的選股法則。

滇池水務截至2018年12月31日止總資產約74.42億元（人民幣，下同），淨資產約39億元，在職員工1000餘



人，是雲南省污水處理規模最大的企業，具有良好的區域性龍頭企業品牌優勢。

滇水於2017年4月6日上市，過去四個財年（2015至18年）的盈利分別為2.37億元、2.74億元、3.13億元與3.48億元，大抵保持增長狀態，然而股價表現卻背道而馳。滇水招股定價為3.91港元，上市第一口報價為3.9元，

而截至上周五（26日）收報2.31元，即上市以來已累跌40%。盈利增長與股價下跌令滇水的市盈率只有5.85倍，比起同在香港上市的「水務處理股」平均12倍的市盈率低了一半不止，比「中國廢水處理股」的行業平均市盈率6.1倍亦略低，但派息比率卻高達50%，每股收益率超過8%。

股價走勢由2018年7月高位2.57元；同年11月底的2元；今年4月15日高位2.67元，已形成一個長達9個月時間的圓底收集。考慮到獲利回吐，滇水正向另一個圓底發展，大概是2.15元至2.3元左右，屆時便形成一底高於一底的狀態。即目前價位已可能是底部，最差的情況亦不過是2.15元再抽上。目前當欠一份即將發布的半年業績，假如數據配合，浮上水面回升至招股定價水平不是難事。

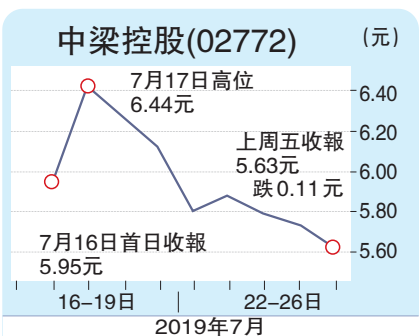


帷幄之妙

中梁控股（02772）正式登陸港股主板上市，發行價5.55港元，淨集資約27.7億港元。據易居克而瑞房地產研究院，千億房企中梁為內房20強之一。集團總部在上海，布局全國，最新未交付合約銷售近1400億元（人民幣，下同），加上手上土地儲備多達3995萬平方米，及四成派息比率，屬攻守兼備的內房新力量。

計算一下集團持有土地儲備的價值。按截至2019年底3月底，集團土地儲備分布，長三角及珠三角地

區土地儲備約1877萬平方米，其餘則約2009萬平方米，分別以每平方米1.1萬元作為長三角及珠三角地區平均售價，其餘則以7000元作估算，總計若所



有土地儲備能換化為現金則值3471億元。將這筆金額加上集團手上現金及等值物230億元，減去集團2018年年底1484.48億元流動負債及128.7億元非流動負債，集團總計內在價值可達接近2100億元。相比上市時約200億元之市值，明顯存在巨大折讓。

再從股息率角度看，集團擬對2019年利潤的40%派息。集團2018年純利19.3億元，假設2019年確認合約銷售推升純利按年增長兩成，再按四成派息計算，2019年每股股息可達約0.3港元，按5.55港元上市價計算，股息率約5.4厘，具備一定防守力。

## 中梁控股攻守兼備 股息高



拔萃觀點

恒生指數上周累跌367.66點或1.28%，收報28397.74點。國企指數一周下跌56.24點或0.52%，收於10853.17點。

港股上周逐漸轉向觀望，主要是在等待周三美聯儲議息會議的利率決策。上周五晚間公布的美國第二季度的GDP數據優於預期，至此上周公布的美國第二季度的經濟數據表現都優於預期。疊加歐洲央行鴿派的程度不如預期，目前市場預期本次美聯儲降息50基點的概率下降，普遍預計降息幅度為25基點。

拔萃資本認為，在接下來的三個交易日，美聯儲議息會議利率決議公布之前，市場仍會維持一個謹慎的狀態，港股大概率仍會繼續維持震盪。同時，需要警惕由於目前各項經濟數據表現優異，美聯儲放棄降息的風險。由於之前降息的預期已經反映在股價之中，因此降息一旦符合預期，預計並不會對股價再次帶來過多的影響，反而若最終未降息，可能會對資產價格帶來一定打擊。中長期來講，也

## 美議息惹關注 恒指觀望

拔萃資本集團助理副總裁兼分析師 張 照

需要密切關注英國脫歐的動向，以出現硬脫歐的黑天鵝事件。

債市方面，截至上周五收市，2年期、10年期美債收益率分別位於1.85%、2.07%。上周因正臨暑期，以及市場觀望下周美聯儲利率會議，交投較為清淡且保守。中資美元投資級債部分，在上周初因中美貿易正面信息，整體表現向好，市場偏好城投債和國企債，然而在上周末逐漸見到獲利了結。上周新債供給依然較少，中國長城資產新發行受到追捧，其中24年新債（GRWALL 3% 07/31/24）錄得5倍的認購，上市交易後價格些微下跌，顯示市場操作仍趨保守。

高收益債方面，周初市場情緒清淡，合景泰富新債（KWGPRO 7.4 03/05/24）發行後價格下跌。周間因新城發出公告證實項目出售正在進行，預計此波交易總額將不超過150億元人民幣，新城債券價格反彈，也帶動市場情緒使得房地產標桿曲線下行。消費板塊民企債券本周持續走弱。（筆者為證監會持牌人士。以上僅代表個人觀點。）