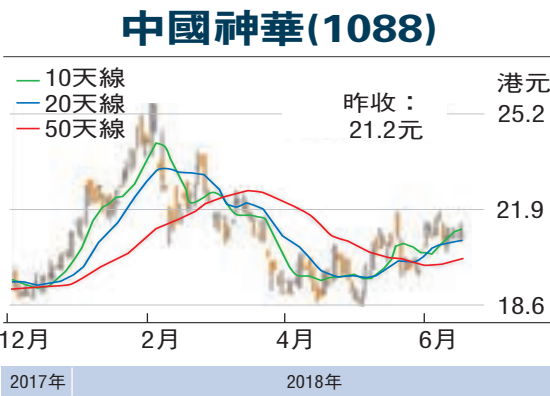


紅籌國企 窩輪

張怡

神華走勢佳有力擴升勢



內地A股及港股昨日均未擺脫跌市，當中上證綜指退至3,021點，跌22點或0.73%。至於恒指也現反覆走疲行情，收報30,309點，跌130點或0.43%，主板成交增至1,132億元。大市續尋底，觀乎中資股仍以個別發展為主。

神華（1088）在近日的跌市中，是其中一隻抗跌力較強股份，其昨收報21.2元，升0.05元或0.24%，現價企於多條重要平均線之上。集團較早前公佈今年第一季度業績，實現營業收入629.79億元(人民幣，下同)，按年增加3.1%。錄得純利122.03億元，倒退5.7%，每股盈利61.4分。

營運表現平穩符預期

另外，集團日前公佈今年5月營運數據顯示，商品煤產量為2,470萬噸，按年升2.5%。煤炭銷售量為3,500萬噸，按年升3.9%。截至今年5月底止，累計商品煤產量為1.21億噸，按年下跌4.6%；煤炭銷售量則為1.86億噸，按年升2.2%。神華營運表現趨於平穩，估值又處於合理水平，加上股價技術走勢向好，故不失為後市逢低建倉對象。

摩根大通於最近發表的研究報告指出，年初至今內地原煤產量增長大致符合預期，但由於發電量增長強勁，需求增長更快。更重要的是，幾乎所有的發電量增長均受到今年火電上漲的支撐。因此，主要獨立發電商年初至今每日煤炭消費量平均上漲約10%。該行上調今年第三季及第四季動力煤價預測11%及17%，預期全年平均煤價較去年高約6%，即每噸675元人民幣。

該行指出，儘管神華上半年自產煤產量下跌，但相信下半年會回穩，料神華亦可受益於煤價下半年升勢。因此將神華評級由「減持」升至「中性」，目標價由19元升至22元(港元，下同)。

值得一提的是，根據股權變動資料顯示，摩根大通早於5月31日以每股場內最高價20.65元，場內平均價20.454元增持神華503.52萬股或0.15%，涉及資金約為1.02億元，令到最新持股量增至6%。摩通「言行一致」，是對神華仍然看好的表現。

就估值而言，神華往績市盈率7.34倍，市賬率1.15倍，在同業中並不貴。此外，神華息率逾5厘，論回報也具吸引。現水平順勢上車，若升穿1個月高位阻力的22.15元，中線目標將看52周高位的25.75元，惟失守近月低位支持的19.6元則止蝕。

港股仍弱 看淡揀沽輪24864

港股昨續受壓，現時恒指企於多條重要平均線之下。若續看淡後市表現，可留意恒指摩通沽輪(24864)。24864昨收0.107元，其於今年11月23日最後買賣，行使價為28,000，現時溢價10.44%，引伸波幅20%。此沽輪雖仍為價外輪，但因尚有較長的期限可供買賣，現時數據又屬合理，交投也較暢旺，故不失為淡市可取的吸納之選。

板塊 透視

需求轉淡降供給 水泥價可持穩

今年春夏以來，內地南北方進入建築施工的旺季，水泥產業迎來第一個銷售旺季（4、5月），加之產能受限，水泥價格表現有驚喜。據國家統計局數據，截至6月10日，全國42.5等級散裝水泥市場價格再創歷史新高，達到438.2元/噸，較去年同期上浮30%。筆者嘗試從供需兩端進行分析。

一方面，供給收縮力度增大為旺季銷售價格回升帶來彈性。今年第一季度全國各地錯峰限產期較去年再有延長，部分地區停產期踏入4月份。據統計局數據，前5個月全國累計水泥產量7.99億噸，同比下降0.8%，降幅較前三個月縮窄3.7個百分點，4、5月份建築活動需求旺盛亦刺激復工產量迅速回升。

另一方面，房地產投資和基建投資仍以近10%增速拉動水泥行業需求，目前前者表現更優。根據統計局數據，今年前五個月房地產投資增速為

10.2%，增速較前4個月小幅回落，高於去年同期1.4個百分點；而前五個月全國基礎設施投資（包括公路、鐵路、水利建設）同比增長9.4%，增速較前4個月回落3個百分點，低於去年同期11.5個百分點。

水泥企業錯峰生產應對淡季

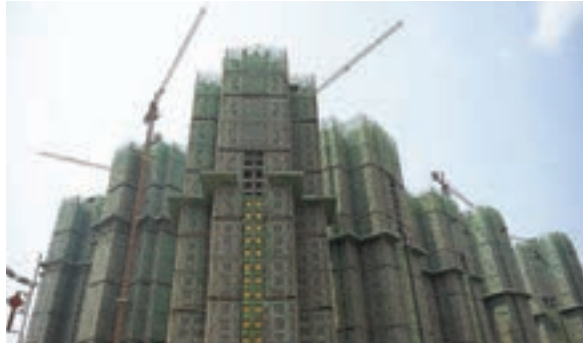
再從微觀層面看需求，華南地區水泥銷售表現較為搶眼，區內兩廣地區（廣東、廣西）目前平均水泥價格已創下歷史新高，相信與今年該地區雨季延遲到5月下旬到來有關。回顧發現，區域龍頭華潤水泥（1313）4-5月的日出貨量維持在25-26萬噸的高位；庫容比維持在30%。此外，有研究亦顯示地區水泥需求與當地經濟和人口淨流入相關，華南地區水泥需求較好，相信與其經濟增速快和人口淨流入明顯有關。

隨着雨季到來，水泥行業即將進

入需求淡季，內地多數地區水泥價格出現小幅回落，與此同時，各地水泥企業陸續發佈夏秋錯峰生產計劃。海螺水泥（0914）公司總經理吳斌認為，一般淡季市場需求會下降10%-15%，不過，山東、河南、江蘇落實20-30天的錯峰生產，基本可以減產10%-15%的量，加之庫存低位，限產力度加強有助於未來水泥價格維持穩定。

產能集中度高 利行業龍頭

筆者認為，當前，水泥行業進入「低需求，低供給」階段，2018年需求預計不差，產能出清情況良



■今年春夏以來，內地進入建築施工的旺季，水泥產業迎來第一個銷售旺季。

好，中期格局持續改善。據《水泥行業去產能行動計劃》，2018-2020年，前10家大企業集團的全國熟料產能集中度達到70%以上，水泥產能集中度達到60%，未來行業集中度有望進一步提升，行業龍頭盈利預計將穩步提升。

（筆者為證監會持牌人士，無持有上述股份權益）

港股 透視



葉尚志

第一上海首席策略師

港股大盤昨持續弱勢連跌第三日，恒指昨跌130點。美元再現急速彈升，市場憂慮新興市場的走資壓力有加劇機會，加上A股上綜指創20個月新低，都是影響港股表現的消息因素。目前，在半年結關口仍未過去之前，估計市場氣氛仍將相對偏弱，而中興通訊（0763）在復牌後持續下挫、市場近日對一些中資股發出沽空報告，都對市場人氣構成打擊。走勢上，估計港股短期表現仍有反覆波動的機會，注意恒指前兩個回整低點29,964／29,792的支持力。

恒指走了一波三連跌，在盤中曾一度下跌181點低見30,259，貿易戰陰霾重現，市場傳出特朗普已批准向總值500億美元的中國產品徵稅，消息加劇了市場的憂慮情緒，是令到內地與本港股市繼續受壓的主因之一。恒指收盤報30,309點，下跌

130點或0.43%。國指收盤報11,870點，下跌80點或0.67%。另外，港股主板成交金額進一步增加至1,132億多元，當時指數調整成份股是刺激換碼資金增多的原因，而沽空金額有125.8億元，沽空比例11.11%。至於升跌股數比例是626：1039，日內漲

滬深 述評

興證國際

滬指周線4連陰考驗三千關

市場昨日延續調整態勢，滬指創20個月新低，逼近3,000點整數關口。在股權質押和去槓桿背景下，跌停個股達到80隻，僅地產、煤炭等少數權重板塊逆市收紅，市場資金無心戀戰，人氣持續低迷。截止收盤，滬指報3,021.90點，跌0.73%；深成指跌1.4%，報9,943.13；創業板指跌1.89%，報1,641.66點。兩市合計成交3,561億元人民幣，煤炭、百度概念、銀行居板塊漲幅榜前列，石油、啤酒、海南、知識產權保護概念居板塊跌幅榜前列。

煤炭及彩票概念股逆勢上漲

盤面上看，隨着迎峰度夏用煤高峰的到來，煤炭價格出現新一輪上漲，概念股領漲兩市。世界盃開幕刺激彩票概念大漲。通信、計算機、軍工、黃金、啤酒等板塊跌幅較大；房地產去庫存加速，地產股活躍；粵港澳自貿區概念股尾盤異動拉升；銀行、保險股抗跌。

股權質押去槓桿 閃崩個股增

整體來看，周五市場延續調整，三大指數均創近期新低。目前市場連續縮量後，在股權質押和去槓桿背景下，閃崩個股家數開始增多，投資者需警惕股權質押率、公司負債率較高的民企公司閃崩風險。另外由於美國即將公佈是否對中國出口美國價值500億美元的高科技產品徵收關稅，造成市場對於貿易摩擦的擔憂情緒升溫。短期來看，投資者需繼續等待市場消化獨角獸抽身影響以及6月各類利空事件靴子落地。注意觀察低估值、業績穩健的超跌周期股能否帶領滬指在3,000點附近止跌企穩。

行業 分析

內地早前公佈光伏行業新政策，旨在限制光伏裝機，主要通過：1) 不安排2018年普通光伏電站建設指標；2) 2018年分散式項目實施10吉瓦的建設上限；3) 新投運光伏電站和分散式項目每度電價格及各類項目補貼分別降低0.05元人民幣。雖然制約性政策來得猛且急，但屬預期之內，因為之前高層官員曾表示會以新方式控制光伏行業增長以避免可再生能源發展基金缺口進一步擴大，現時基金缺口約為1,200億元

人民幣。事實上，只要不涉及可再生能源發展基金補貼，我們認為政府現時仍支援光伏項目的建設。

據我們了解，過去兩個月政府與行業龍頭之間曾進行閉門談判，新政策出台反映行業未能獲得政府讓步。因此我們認為政策撤回的機會不大。不過由於市場強烈反對2018年分散式專案實施10吉瓦建設上限，我們認為政府大概率放寬對在建但未並網住宅分散式項目的限制。

證券 分析

成功上A股 綠色動力看高一線

經過近年努力，綠色動力環保(1330)最近終於成功回歸A股市場。公司按每股人民幣3.29元發行了1.16億A股(股票代碼：601330.SS)，募集資金淨額達到3.46億元人民幣。相關A股於6月11日在上交所上市後，公司總股本上升至11.1%。我們認為A股上市不但可以降低公司負債率，更將提升市場對公司的認知度，加強吸引內地投資人。

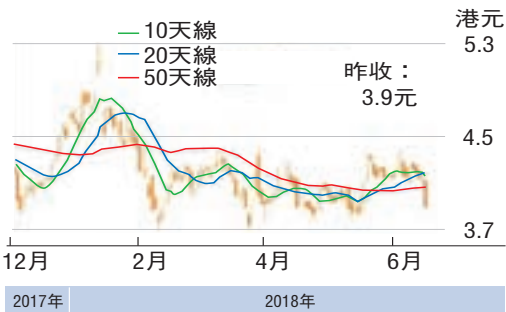
根據A股上市公告書，公司預期2018年上半年股東淨利潤同比上升0%-10%至人民幣1.48億-1.63億，分別代表我們全年預測的人民幣2.52億之58.9%-64.8%。因常州項目大修和去年底投產項目試營運時間尚短，今年第一季股東淨利潤則下跌1.2%至人民幣5,716萬。

今年淨負債率料降

考慮到第一季業績和3,628萬元人民幣的A股上市一次性行政支出，我們下調2018年盈利預測15.1%至2.14億元人民幣。然而，因預料A股上市可以降低負債

中泰國際

綠色動力環保(1330)



率，相對上減少財務支出，我們分別上調2019年至2020年盈利預測3.8%和0.5%。

淨負債率將由2017年的114.7%下降至2018年的87.0%、2019年的112.7%和2020年的114.6%。因應總股本在A股上市後而增加，我們分別將2018年至2020年每股盈利預測下調20.1%、6.6%和9.6%。

上調H股目標價至5.2元

調整財務模型後，我們按貼現現金流分析(DCF)將H股目標價由5.10港元提升至5.20港元，這對應22.1倍2018年市盈率及25.3%上升空間。維持「買入」評級。

風險提示：(一)項目開發延誤、(二)應收賬款風險、(三)並網電價下跌。

工銀國際研究部 李啓浩、黃承傑

前景不明朗 光伏板塊將持續震盪

產能持續過剩 元件價料降

由於2019/2020年建設規模仍不明朗，未來光伏發電運營商將更難取得新項目，為達到每年的裝機目標，我們認為有補貼收取的光伏項目將成為運營商的收購目標。另一方面，受新政策影響較大的上游生產商將更急於出售下游項目以彌補現金流下降。

我們認為下半年將有更多併購認定補貼光伏專案的交易。另外，由

於庫存增加及產能過剩持續，元件價格將會下降，預期未來2-3年光伏發電運營商的資本開支將因此而下降。

行業加快整合 利龍頭企業

整體上，雖然光伏產品價格持續下行將加快行業整合並淘汰部分小型生產商，但應有利行業龍頭擴大市場份額，主要由於其規模效益所帶來的成本優勢，同時他們也擁有更多節省成本的技術。