滬深港通 每周精選

滬股通錦囊 宋清輝

創投基金稅率之辯

日前召開的中國國務院會議提出確保創投基金稅負總體不增，保持地方已實施的創投基金稅收支持政策穩定。此舉，意味着政府在想辦法為創投行業「減負」。此前，創投行業因為稅率問題而哀嚎已經到了「至暗時刻」。我認為，這些言論有些言過其實，有機構稱「創投基金稅負暴增七成」，多少也有些標題黨之嫌疑。

「暴增」的具體原因，是來自於內地國稅總局稽查局近期對各地2018年股權轉讓的檢查工作中要求，認為各地方政府過去普遍實行的對有限合夥制基金徵20%所得稅的政策違反了規定，因此應當糾正。也就是說，創投基金自然人合夥人未來將按照個體工商戶的標準徵收累進稅，按最高稅率35%繳稅。

35%稅率算不上什麼

在此次創投行業集體「抱怨」前，外界看到的往往是創投行業自稱的風光，譬如優質的、無懈可擊的風控，譬如時不時就能夠投入高質量、多倍回報的項目，令外界以為創投圈的生活極為滋潤。而如今創投行業大吐苦水、稱投資是個「九敗一成」（十次投資九次失敗、一次成功）的高風險行業，令人感到唏噓。

我認為，這種徵收方式的確不合理，但問題在於各地方政府將這種徵稅方式「扛」了下來，通過地方的優惠方式為創投機構減壓，目的為了讓這些創投機構為轄內的中小企業提供融資支持。從宏觀經濟發展角度看，內地近年來不斷鼓勵各類資金進入創新型中小企業，發揮出民間資金的作用，以此促進經濟的發展，所以地方政府在這方面也是花了大工夫。

對創投行業而言，若是認為稅率「暴增」就天塌了，只能說明創投的業務沒有做到位。雖然這種說法有些不負責任，但若創投機構的能力真的很強大、能夠將資金全部用在刀刃上，並通過合理合法手段提高項目的成功率，實現退出獲得數十倍甚至是更高的回報，相信35%的稅率對創投機構算不上什麼。

利好提振創投概念股

在創投行業吃過確保創投基金稅負總體不增「定心丸」之後，明顯刺激了上周五（9月7日）的A股創投概念股走強、上揚飄紅。據清暉智庫統計，創投概念股指數上周五整體上漲0.02%，有超過20隻個股上漲。本周，投資者亦可繼續關注相關創投概念股，捕獲機會。

作者為著名經濟學家，著有《強國提速：一本書讀懂中國經濟熱點》。 本欄逢周一刊出

行業汰弱留強 理文造紙當旺

張賽娥
南華金融副主席

受到內房和科技股負面消息頻現拖累，上周港股下跌明顯，恒指全周跌915點或3.28%，收報26,973點；國指跌316點或2.91%，收報10,560點；上證指數跌22.95點或0.84%，收報2,702點。本周將公佈內地8月居民消費價格指數、生產者物價指數和工業生產指數；美國8月核心消費價格指數、核心零售銷售、進出口價格指數和9月消費者信心指數等。

股份推介：理文造紙(2314)上半年收入按年上升43.1%至163.7億元，純利也增加35.9%至29.8億元。不過，由於內地對進口廢紙進行管制，造紙成本有所提升，上半年公司毛利率下降1.7個百分點至25.2%。

商務部公佈經調整的《對美國輸華商品加徵關稅商品清單二》中表示，從8月23日起，對廢紙在內的固體廢物美國輸華商品加徵25%關稅，此前美廢進口實施零關稅，美廢價格提升在下半年或仍會持續，公司毛利率在成本高企的情況下或受到影響，但由於理文造紙為內地紙業龍頭，收紙渠道廣泛，料影響較小。此外，廢紙價格上升疊加環保限產、淘汰落後產能等因素，會加速中小型紙企退出，對理文造紙利好。同時，央行近日公佈「逆周期因子」，人民幣匯率在下半年或會相對穩定，對理文造紙進口海外木漿和廢紙較為利好。

衛生紙表現持續良好

理文造紙衛生紙方面表現持續良好，2018年上半年衛生紙分部收入達23.3億元，同比去年上升110.6%，佔總收入比重14.2%，同比上升4.5個百分點，成為公司業務強勁增長點。此外，理文造紙海外擴產持續進行，越南新增的一台造紙機將於2019年底投產，可貢獻每年約50萬噸產能，屆時包裝紙總年產將達650萬噸。

市場預測集團2018年全年盈利為55.2億元，按年增長9.4%；2018年每股盈利約1.21元，按年增長8.9%；2019年每股盈利約1.13元，按年降7.3%。以2年預測市盈率減1標準差即7.7倍和2019年市場預測每股盈利推算目標價為8.7元，較現價有約18.8%潛在升幅，建議買入。

(筆者為證監會持牌人士，無持有上述股份權益)

招商局業績受惠港口業務

黎偉成
資深財經評論員

恒生指數在9月7日收盤報26,973，再跌1.35點，陰陽燭日線圖呈陽燭陀螺，即日市各主要技術指標仍差。大市短中線前景更難俏看，因特朗普在部署對華輸美2,000億美元貨品加徵關稅之餘，更擬另增2,670億美元，即作貿易全面宣戰，中國肯定作出必要的反擊，料香港以至紐約等股市回調添重壓。更重要者，即使大市由年初高位33,484反覆回落至今，累計達6,815點，跌幅實實在在不輕，卻仍處於岌岌可危之境，因現價處於8月9日28,607和8月29日28,416雙頂的8月16日頸線26,871，如再失此關，可量度的短中期目標會是25,135。短線而言，恒指一旦再失26,684至26,632支持區，往下便是26,470至26,403，甚至26,353、26,395和26,147；而阻力位為27,196、27,268和27,323、27,522。

股份推介：招商局港口(0144)股東應佔溢利於2018年上半年達54.48億元同比增長73.1%，上年同期賺31.48億元的增幅為86.3%，乃受惠於核心的港口業務所挺：(I)收入55.6億元同比增長37.28%，乃受惠於(i)其他地區的港口收入17.48億元同比增長1.33倍，比2017年上半年所增的29.8%多增逾103個百分點，而(ii)中國大陸、香港及台灣「大中華區」的收入38.12億元所增15.3%，相對於上年同期的1.1%升幅亦多增14.2個百分點，可見經營表現相對理想甚至可稱有全面改善。

經營表現全面改善

(II)港口碼頭的裝卸情況，亦可見招商局港口在海外的業務發展甚為迅速，因(i)集裝箱TEU吞吐量總共達到5,381萬個標準箱，同比增長7.3%，主要為海外港口的吞吐量1,009萬個TEU同比上升18.2%所拉動，中國大陸4,000萬個TEU的升幅5.6%比上年同期少增4.3個百分點，而港台則持平於372萬個TEU。(ii)散雜貨吞吐量2.47億噸同比增長0.7%，上年的升幅為14.6%。

(筆者為證監會持牌人士，無持有上述股份權益)

大灣區概念足 龍光可吼

鄧聲興
香港股票分析師協會主席

恒指上周持續走弱，失守27,000點關口。環球市況未明朗，中美關稅清單事件的發展持續困擾大市，投資情緒仍然疲弱，今年低位26,800點水平將成為關鍵支持位，將左右港股後市走勢。

市場期待大灣區公佈規劃細節，受惠國策支持，大灣區將打造成為世界級經濟區域，特別是金融、創新科技及製造業等行業發展機遇龐大。不少外企陸續進駐區內，以及大型科網巨頭在區內設立更多分支據點，創造大量高收入職位，同時亦帶旺當地樓價。隨着區內交通發展更便利，九個城市的長遠地產發展可看高一線，當中積極在大灣區內佈局的內房股亦宜先作部署。中央有意打造粵港澳大灣區城市群規劃，將帶動該區房地產發展。大灣區常住人口逾6,700萬，對房屋需求殷切。

區內擁有豐富土地儲備

股份推介：龍光地產(3380)在深圳房地產市場具龍頭地位，加上在大灣區區內有豐富的土地儲備，預計能夠繼續受惠於大灣區概念。另外，越秀地產(123)及中國奧園(3883)在大灣區土儲佔比亦超過五成，若投資者傾向在大灣區內佈局的全國性大型發展商，可留意合景泰富(1813)及雅居樂（3383）。

截至6月底，龍光地產土儲總貨值為6,412億元(人民幣，下同)，其中粵港澳大灣區土儲佔比為81%。集團中期業績不俗， 截至今年6月底，集團收益同比升逾22%至151.5億元，當中物業銷售收益增長8%，至逾120億元，佔收益總額逾86%，實現合同銷售額按年升83.7%至354.71億元，已完成全年銷售目標的54%，期內核心溢利29.38億元，按年升15.1%，核心溢利率達19.4%，毛利率和淨利率分別高達37%和25%。該股股價現隨市況回落，在低位見支持，受惠於大灣區概念，投資者可先宜作部署。 **(筆者為證監會持牌人士，未持有上述股份權益)**

股市縱橫 韋君

嘉華大超值 短中線可取

在外圍跌市、貿易戰升級下，港股今天仍難避免下跌，弱勢績優股將出現「賤物鬥窮人」的局面，尤其港地產股為甚。市盈率只有3倍的嘉華國際(0173)明天中期除息，現價息率4.8厘，今天股價再跌，不失為低吸機會。

嘉華國際早前公佈，截至6月30日止中期營業額6.23億元，下跌87.3%；盈利5.777億元，下跌73.28%，每股盈利0.1888元，中期息每股6仙。至6月底，現金為61.83億元。該公司財務總監林鋈鎏在業績記者會上表示，因應會計準則改變，令項目須交樓才可入賬，導致8月15日止在手尚未入賬的已簽約應佔銷售合共約200億元，包括啟德嘉匯銷售92億元，預計未來24個月入賬。

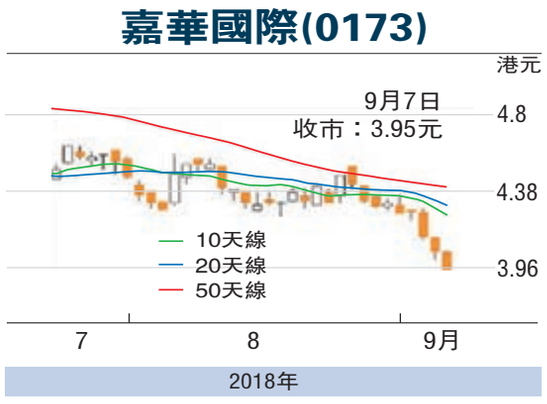
據了解，啟德嘉匯今年底可入伙，已銷售的92億元將可入賬下半年業績，單在嘉匯，可為嘉華帶來盈利逾40億元，已超過嘉華2017年全年盈利39億元，連同內地樓盤及租金收益，2018年盈利將是超高增長之年。

嘉華在6月開售的大埔白石角樓盤嘉熙將成為今年第四個售樓逾百億元目標之年，嘉熙提供1,122個單位，在首兩批單位銷情十分理想，售出506個單位，套現44億元，為這個樓盤投資幾近收回成本。嘉熙每呎樓面地價為4,567元，以首批呎價1.6萬元計，連建築成本，每呎可賺近倍。尚餘600個單位料在下半年內續推售，以這個樓盤可建樓面66.34萬呎計，可帶來盈利近50億元，為2020年度鎖定可觀盈利。

明除息 預測PE不足3倍

今年中期業績未反映嘉華在樓市的極可觀盈利，為此，管理層在中期業績刻意提高20%的中期股息6仙，明天(11日)將除息，故今天遇上跌市而股價續低迷，實為提吸機會。上周港地產股在加息逼近下股價普遍受壓，嘉華更跌穿4元關口，收報3.95元，跌0.10元或2.4%，成交2,490萬元，創52周新低。現價市盈率(PE)只有3.08倍，預測市盈率則低於3倍，息率4.8厘，市賬率只有0.34倍，屬地產股中的大超值股，以8月初股價仍企4.60元計，月餘已累跌14%，市場已基本消化將加息的影響，不妨趁低吸納，短中線均值博，財息兼收。

嘉華國際(0173)



紅籌國企推介 張怡

白雲山沽壓收斂可留意

受到新興市場貨幣持續疲弱影響，加上特朗普或有機會再次2,000億美元商品的關稅徵收，都直接影響環球金融市場。在市場氣氛低迷下，恒指上周曾再度下試一年低位26,669點，最後以26,973點完場，全周累跌915點或3.28%，主板日均成交稍增至923億元。至於國指全周則跌316點或2.91%，收報10,559點。港股走疲，觀乎有表現的中資板塊或個股也告明顯減少，當中電訊股表現較突出，尤其是中電信(0728)全周逆市升7.59%，而中移動(0941)亦升2.51%。

白雲山(0857)上周隨大市調整，最後以28.2元報收，全周跌0.7元或2.42%，而周五所造出的27.6元，更為逾1個月以來的低位，在短期沽壓有所收斂下，不過加以留意。白雲山1日前公佈中期成績表，按中國企業會計準則，截至今年6月30日止6個月，淨利潤26.19億元（人民幣，下同），按年增長1.26，每股盈利1.611元，不派中期息。期內，營業收入148.4億元，按年上升33.51%。白雲山在業績通告表示，業績增長倍增，主要是因為主營業務實現平穩較快發展。

此外，因應醫藥行業面臨的挑戰與機遇，今年下半年將重點落實多項工作，包括繼續加強品牌建設；實施多元化品類戰略，加大大健康新品和王老吉現泡涼茶的推廣力度；加快現代醫藥物流延伸服務開拓發展；加快新業務新業態的拓展，推進科技、技術、管理創新等。

另一方面，業績期內，白雲山以現金方式收購旗下大商業板塊領軍企業廣州醫藥有限公司30%股權，實現80%控股。根據企業會計準則，廣州醫藥公司納入廣藥白雲山合併報表範圍，從而擴大廣藥白雲山整體規模，並為下一步板塊資源整合奠定了基礎。

可考慮於現水平收集，上望目標為1個月高位阻力的33.9元(港元，下同)，惟失守近期低位支持的27.6元則止蝕。

看好中移動可留意購輪27402

中移動上周跑贏大市，若繼續看好其後市表現，可留意中移海通購輪(27402)。27402上周五收報0.32元，其於明年1月22日最後買賣，行使價77.82元，兌換率為0.1，現時溢價7.1%，引伸波幅22%，實際槓桿10.5倍。

白雲山(0874)

輪商推介 法興證券上市產品銷售部

強勢股部署反彈 留意平保牛58657

恒指上周顯著下跌，周四及周五於8月中低位約26,800點附近反覆，反映此水平有資金承接，短線或有機會展開反彈，惟需留意中期反覆下跌弱勢未變，部署反彈只宜短線。

恒指牛熊證資金流方面，截至上周四的過去5個交易日，恒指牛證合共錄得約2.68億元資金淨流入，熊證則錄得約2.67億元資金淨流出。

街貨分佈方面，至上周四，恒指牛證在收回價26,200點至26,700點之間，累計相當約2,830張期指合約。恒指熊證街貨則見下移倉位的情況，收回價27,900點至28,300點之間，相當約2,370張期指合約。

個股方面，上周表現偏強的個股平保則見資金套現離場，平保相關認購證及牛證分別錄得約3,520萬元及1,010萬元資金淨流出，同時間，相關認沽證及熊證分別錄得約2,030萬元及3,450萬元資金淨流入。

技術上，平保股價近期沿着10天線在74元至78元之間反覆整固，如能在74元附近覓得支持，並逐步築底，後市料續維持優於大市表現。如看好平保可留意牛證58657，收回價69.7元，明年1月尾到期，槓桿約11.8倍。

本文由法國興業證券（香港）有限公司（「法興」）提供。結構性產品並無抵押品。如發行人或擔保人無力償債或違約，投資者可能無法收回部分或全部應收款項。以上資料僅供參考，並不構成建議或推薦。結構性產品價格可升可跌，投資者或會損失全部投資。過往表現並不預示未來表現。法興為本文所提及結構性產品的流通量提供者。在若干情況下，法興可能為唯一在交易所為結構性產品提供買賣報價的一方。投資前請充分理解產品風險、諮詢專業顧問並詳細閱讀上市文件內有關結構性產品的全部詳情。請於法興網頁hk.warrants.com參閱上市文件。

證券分析 第一上海

三江化工產能穩步擴張

中國三江化工（2198)2018年上半年實現收入約47.42億元(人民幣，下同)，同比增加13%，主要得益於乙二醇銷量18%的增長；毛利5.58億元，同比增長約57.3%；母公司擁有人應佔溢利2.44億元，同比增加34.5%，每股盈利23.80分，每股中期股息10.0港仙。

今年上半年公司環氧乙烷、乙二醇和聚丙烯營收佔比分別為31%、26%和22%。收入分別同比增長3.6%、24.8%和7.5%。受惠於原油價格持續走強，上半年公司產品的平均售價增加超過10%，其中乙二醇和環氧乙烷單價穩中有進，分別同比提升5.8%和6.4%，聚丙烯價格增長明顯，增幅達17.6%。8月31日當日環氧乙烷、乙二醇和聚丙烯價格分別為10,700元/噸、8,150元/噸和9,948元/噸。未來伴隨石油下游生產鏈利潤的逐步回升，下游需求回暖，價格有望繼續維持。

與此同時，公司也在穩步擴大產能，第二期30萬噸聚丙烯生產線已於今年4月投產，年產能達到60萬噸，將進一步改善下半年聚丙烯板塊的毛利率，預計將貢獻收入約15億。EO/EG聯產裝置將於四季度完成技改，產能將提升20%至45萬噸，EO/EG收入將進一步提升。

甲醇價格料續高位運行

上半年受伊朗新建甲醇產能釋放緩慢的影響，甲醇價格未能按預期下降，上半年甲醇價格高位運行，公司上游裝置MTO虧損較多。雖然未來內地甲醇暫無更多需求且煤價回調，但受伊朗政治不穩定因素的影響，600萬噸甲醇新產能投放存在不確定性，預計下半年甲醇價格將大概率維持在高位，MTO盈利空間受到限制。目前公司甲醇年用量為180萬噸，未來兩至三年隨着未來伊朗新產能持續釋放，甲醇價格每下降100元，對公司淨利影響達約1.4個億，未來原材料成本下行空間較大，業績將得到改善。

雖然短期內原材料成本壓力較大，但未來下行空間較大，同時伴隨產品端收入穩步增長，我們預計公司2018年－2020年歸母淨利潤分別可達5.27、6.11及7.14億元，當前股價僅相當於18年5倍PE。我們以7倍PE作為估值中樞，調整目標價至3.57港元，較現價2.44港元有約46%的上升空間，維持買入評級。