

紅籌國企 高輪

張怡

青島啤酒(0168)



青啤逆市強有力擴升勢

市場憧憬美國聯儲局將進一步減息的預期升溫，美股三大指數隔晚顯著造好，惟對昨日A股及港股並未帶來太大的刺激。上證綜指退至2,775報收，跌20點或0.71%。至於這邊廂的港股則先升後回，甫開市高開158點後迅即轉升為跌，並以全日低位完場，跌181點或0.7%，收報25,939點，主板成交縮減至685億多元。港股彈唔起，觀乎中資股仍以個別發展為主。

事實上，中資電訊股於淡市下的表現仍佳，尤其是中移動(0941)即使中期業績遜預期，但管理層承諾維持穩定派息，有關因素刺激股價曾走高至65.95元，最後則回順至64.9元報收，仍升1.85元或2.93%，仍為升幅最大的藍籌股。此外，聯通(0762)和中電信(0728)也分別升1.12%和1.78%。此外，部分5G概念股逆市表現仍佳，當中中芯國際(0981)和比亞迪電子(0285)便分別升2.89%和3.91%。

中資消費股的青島啤酒(0168)昨日淡市下的表現亦佳，尾市曾搶高至47.3元，收報47元，仍升1.6元或3.52%，為連續第三日上升，也令多條重要平均線得以失而復得。青啤較早前公佈今年首季業績，營業收入79.51億元(人民幣，下同)，按年上升11.4%；純利升21%至8.08億元，而扣除非經常性損益的歸屬於上市公司股東的淨利潤，按年上升26.7%至7.18億元。期內，集團累計實現啤酒銷售，按年上升6.6%，其中：主品牌「青島啤酒」的銷量為117.5萬千升，增加8.5%，反映成效逐步顯現。

推行更多改革助提升銷售

據悉，青啤計劃將推行更多改革，例如架構重組和前線激勵計劃，帶動增加銷量持續增加。截至去年12月底，集團的工廠設計產能1,408萬千升，實際產能987萬千升。集團有意未來五年關閉10間廠房，主要是位於錄得業務虧損的地區，令整體毛利提升。

摩根士丹利較早前發表的報告指出，對青啤執行能力改善看法正面，認為自2018年下半年以來，公司有明顯策略推動產品組合升級，以帶動華南及華東地區銷售轉勢。大摩提升了青啤2019至2021年盈利預測介乎4%至9%，以反映主要品牌銷量增長強勁及利潤改善，目標價由35元升至50元，評級維持「與大市同步」。在青啤技走勢漸改善下，料後市有力再試52周高位的53.2元(港元，下同)，惟失守100天線的45.18元則止蝕。

看好中移動吼購輪21775

中移動昨逆市向好，若繼續看好其後市表現，可留意中移瑞信購輪(21775)。21775昨收0.101元，其於今年12月11日最後買價，行使價70.05元，兌換率為0.1，現時溢價9.49%，引伸波幅21%，實際槓桿14.9倍。

AH股 差價表

8月9日收市價

人民幣兌換率 0.89939(16:00pm)

Table with 5 columns: Name, H Share (A股) Code, H Share Price (港幣), A Share Price (人民幣), and H/A Ratio (%). Lists various companies like 洛陽玻璃股份, 浙江世寶, etc.

板塊 透視

中美摩擦升溫 逆向佈局窗口打開

北京時間8月6日，時隔25年，美國財政部再次將中國列入「匯率操縱國」，指責中方示意人民幣匯價「破7」。就此，中國央行當天回應稱，人民幣匯率是由市場供求決定的，不存在「匯率操縱」問題。

對一國而言，「匯率操縱」可以通過央行改變貨幣在外匯市場上的供應量，進而干預匯率，亦可通過限制外資進出，或限制貿易活動來改變貨幣的需求，促使本國貨幣貶值，增強出口價格優勢，影響貿易公平。

中方沒「匯率操縱」動機

從定性角度來看，中方並無存在「匯率操縱」動機。近兩年來，中國央行多次運用匯率逆週期調節，

並於在岸和離岸市場採取多重舉措，穩定匯率雙向平穩運行，避免無序貶值。其間，中方積極推進國內資本市場對外開放，採取措施擴大進口，藉助「一帶一路」推動人民幣國際化。

面對美方主動挑起貿易爭端，中方先禮後兵，對美貿易順差進一步擴大。

日前，美方再次極限施壓，擬加徵餘下關稅，迫使人民幣匯率「破7」，而中方再以300億元人民幣央票穩定匯價予以回應。

從定量角度來看，由於不同國家發展需求不同，匯率機制各異，「匯率操縱」在國際上並沒有一個可量化通用的定義。

美國財政部在2018年《美國主要

貿易夥伴宏觀經濟和外匯政策報告》中為「匯率操縱」給出三條可量化的判斷標準，包括(1)對美國貿易順差超過200億美元；(2)經常賬戶順差佔GDP比重至少3%；(3)單邊匯率干預金額佔GDP比重至少2%，且持續時間超過6個月。

如果同時滿足上述三條就會被列入「匯率操縱國」，滿足其中兩條或者只滿足一條但對美順差較大將被列入「觀察名單」。參考上述標準，中國只滿足標準一，未觸發符合「匯率操縱國」全部條件。

美國商務部數據顯示，2018年中國對美貨物貿易順差是4,192億美元，超過200億美元界定。據外管局數據，2018年中國經常賬戶順差是490.92億美元，佔GDP比例約為

0.4%，低於3%。據央行數據，今年7月份外匯儲備是31,036.97億美元，較2018年9月回升166.72億美元，粗略估算佔比低於2%。

美「貼標籤」圖阻人幣國際化

結論是，美方自由裁量，有意為之，給中國「貼標籤」意在合理化貿易戰和衝擊人民幣國際化進程。

那麼影響呢？美方「貼標籤」做法為中美經貿摩擦升溫甚至向其他領域蔓延鋪排預期，匯價「破7」拖累滬指重心下移，但中國經濟韌性強，人民幣供需合理，核心資產長期價值凸顯，匯價適度貶值有利於風險釋放，逆向佈局窗口開啟。

(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

8月9日。港股出現高開後回整的走勢，恒指下跌有180多點、又再回整至26,000點關口以下，而大市成交量進一步縮減至不足700億元，經過近日的一輪好淡對戰後，資金入市態度再次趨向觀望謹慎。目前，港股仍處於階段性平穩期，屬於弱平衡的格局狀態。

恒指現時的主要上落範圍，仍見於25,400至26,700點之間。中移動(0941)出現放量上升，業績公佈後資金有趁低吸納，而港交所(0388)、騰訊(0700)，以及中國平安(2318)，其業績亦即將公佈發表，是市場焦點所在。

恒指終止兩連升，出現高開後回

趁波動市進行換馬操作

數比例是616:1,009，日內漲幅超過10%的股票有42隻，而日內跌幅超過10%的股票有31隻。

可逐步吸納績優股

目前，港股仍處於反覆震盪的弱平衡狀態格局，估計盤面的整體擠壓仍未散去。而在總體弱勢未能改善扭轉過來之前，操作上建議要保持謹慎做好風控，但另一方面，也可以逐步吸納績優股以及趁機進行換馬操作。而對於醫藥股、內需消費股、內險股、5G題材股、手機相關股，以及半導體股等等，尤其是相關板塊裡的龍頭如中生製藥(1177)、蒙牛乳業(2319)、中興通訊(0763)、舜宇光學(2382)，以及中芯國際(0981)等等，建議可以繼續關注跟進。

5G概念股不宜看淡

美國管理及預算辦公室頒佈臨時規定，禁止聯邦機構從華為和中興等五家中國公司購買電訊設備，消息對相關股構成打擊。其中，中興通訊股價急挫7.79%至20.1元收盤，但正如我們指出，5G題材股目前仍是處於中美爭拗的風口位上，受消息影響股價的波動性會變得比較大，然而，5G的穩步推進以及自主研發的加大力度，依然是未來大趨勢，相信相關股份在波動的同時、總體方向仍將以正面發展為主流，因此，在股價出現波動時，建議可以關注趁低吸納的機會。

(筆者為證監會持牌人士，無持有上述股份權益)

滬深股市 述評

滬深兩市昨日高開後橫盤震盪，隨後三大指數跳水翻綠，持續弱勢震盪。午後，三大股指繼續弱勢震盪，國產軟件板塊盤中異動拉升，券商板塊持續回落。

臨近盤尾，兩市持續走弱，創指跌逾1%，豬肉股集體跳水，盤面上幾乎未有板塊表現強勢。總體上，個股持續走低，市場風險偏好較低，賺錢效應較差，觀望情緒濃厚。截止收盤，滬指報2,775點，跌0.71%；深成指報8,795點，跌1.39%；創指報1,508點，跌1%。

兩市成交3,807億元(人民幣，下同)，較上日略有放量。北向資金合計淨流入近14億元，本周淨流出55.49億元。本周，A股三大股指均跌逾3%，連續兩周下挫。

黃金概念逆市走強

盤面上看，PCB板塊逆市走強。受華為開發者大會召開提振，華為概念活躍。金融科技午後崛起。受避險資金青睞，黃金概念逆市走強。5G概念重挫。豬肉概念尾盤下挫。科创板股票亦跌多漲少。

整體看，由近期市場表現

興證國際

可以看出，美國的極端施壓對A股市場的影響正在趨於弱化，資本市場的韌性增強，目前A股市場估值處於合理區域，整體來看向下空間有限，對於核心資產和優質科技股而言，當前的黃金坑是長線佈局好時機。

宜採快進快出原則

不過短期來看，無量上行，難以有效助攻，短線修復之後，市場難免遭遇震盪。

技術上，股指目前處在短線賣出信號中，且運行在中短期均線下方，已經構成對指數的反壓作用，空頭氣氛較濃，2,800點上方壓力較重，能否止跌企穩仍需觀察。

總的來說，市場暫時還沒有「止跌過程」的走勢，操作上謹慎佈局，合理管控倉位，採取快進快出原則為宜。

證券 分析

時代中國力增土儲 實現規模突圍

時代中國(1233)19年上半年股東應佔核心淨利潤同比增43.8%至17億(人民幣，下同)，高於市場預期。增長的主要原因有：1)收入同比增52.2%至159.4億，城市更新業務收入由去年同期的0增至6.4億；2)毛利率由去年同期的28.2%上升至32.5%，其中城市更新業務毛利率高達84.9%。應佔核心淨利潤率由去年同期的11.3%下降至10.7%，主要因素有：1)所得稅開支同比增長84.1%；2)銷售成本、綜合開銷及行政管理費用佔收入的比重由去年同期的7.6%略微上升至7.9%；3)非控股權益顯著增加。

公司維持了健康穩健的財務負債表，截至19年中：淨負債率由18年底的62.6%上升至70.8%，現金對短債比在2.57x；公司於19年3月獲標普提升信貸評級至「BB-」，19年5月獲聯合信用及中誠信提升信用評級至「AAA」。

銷售穩步推進 舊改加速轉化

公司19年上半年合約銷售同比增長20%至312.3億，銷售面積同比增36.9%至206.4萬平方米，均價15,130.8元/平方米；上半年推貨600億，去化率超50%；下半年貨值700億，另有部分19年新項項目可開始銷售，管理層對實現全年750億的銷售目標有信心。

19年上半年公司新增21幅地塊，總建築面積517.1萬平方米，總土地成本187.6億，平均地價3,628元/平方米(佔同期銷售均價的24%)；其中3幅土地為公司舊改儲備轉化，總建面140.8萬平方米；加上公司完成一級開發後獲利退出的廣州金融城舊廠項目，上半年舊改轉化建築面積達150.7萬平方米，相對18年全年的81.0萬平方米顯著提升。近期廣東省三舊改造政策環境不斷改善，我們認為公司可以保持目前積極的舊改轉化節奏，有望在19-21年轉化超1,000萬平方米(建築面積)的舊改項目。

調整交付節奏以及城市更新業務的毛利率假設，我們分別提升19年-21年應佔核心淨利潤預測5.5%、0.5%、1.5%；考慮4月份配股的攤薄因素，19年-21年每股盈利的變動分別為+3.1%、-2.5%、-1.5%。公司目前的股價對應4.2倍的19年市盈率，7.2%的19年股息率。公司進一步證明了其操盤大灣區舊改的能力；我們相信以大灣區舊改為抓手，公司可以積極擴充土儲，實現規模突圍。我們重申17港元的目標價，對應5.6倍的19年市盈率，目標價對應現價有26.9%的潛在升幅。

風險提示：(一)房地產政策大幅收緊；(二)人民幣匯率波動。

工銀國際研究部 周琴 譚敏鈺

行業 分析

銀行越大越安全？

在「寬貨幣」+「寬信用」環境下，銀行資產負債表擴張速度穩中有升，結構不斷優化。金融供給側改革的重心就是緩解融資難融資貴，更好支援實體經濟發展，並且着力調整信貸結構和鼓勵民營企業和中小企業貸款。因此，鑒於市場流動性充足，資金充裕，隨著政策推進，我們認為信貸增速將持續下去。

貸款增速緩 惟結構優化

然而由於經濟不確定帶來的需求衰退，貸款增速繼3月放量增長後，在四月份逐漸減緩回歸正常水

準。我們認為這種態勢在下半年仍將持續，貸款增速會逐步回歸正常水準。儘管增速減慢，但貸款結構將不斷優化。

以下因素將支撐19年下半年新增社融增速持續回暖，包括：1)貸款增速19年下半年將會逐步回歸正常水準；2)非標投資壓力會逐漸得到緩解；3)受政策導向影響，發債規模不斷上升；4)科创板有望驅動股權融資規模。

從信貸結構而言，企業貸款佔比將會逐漸上升。大行會主動增加大型專案的企業貸款。

根據財政部2019年6月通知，專

項債券可作為符合條件的重大項目資金；鼓勵和引導銀行機構以專項貸款等方式支援符合標準的專項債券項目建設。基建項目增速預期將會加快，為銀行貸款業務擴張提供了新機遇。

銀行淨息差分化或持續

此外，銀行會繼續通過聚焦零售貸款業務來提升收益率，降低資本消耗和分散風險。房貸和信用卡貸款將會帶動零售業務增速。同時，銀行會繼續聚焦債券投資；在「寬貨幣」環境下，銀行間融資活動變得更活躍，我們預料同業資產配置

將逐漸上升。

然而，大小銀行淨息差分化或將持續。生息資產收益率逐漸下滑。「利率並軌」引發貸款利率下調擔憂。流動性充裕，融資成本壓力有所緩解，股份制銀行和小行尤為得益。淨息差持續收窄，銀行不得不尋求更富多樣化的收入來源。

總體而言，資產品質保持穩定。不良貸款確認趨嚴，銀行積極通過壞賬核銷應對不確定性增加。銀行提高撥備覆蓋率，為風險緩衝提供足夠空間。最後，在不確定中尋找確定性，我們認為銀行業越大越安全。