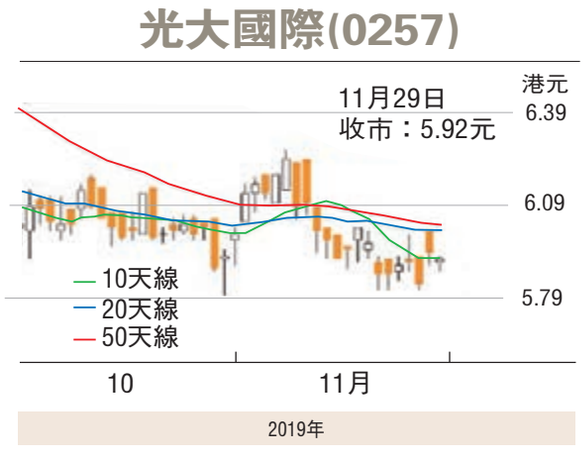
紅籌國企 窩輪 張怡

光大國際逆市抗跌可吼



美國總統特朗普簽署「香港法案」後，市場憂慮中美貿易談判存在變數，拖累港股昨再現逾五百點的大跌市。受市況轉弱影響，中資股也成為減磅對象，但觀乎部分板塊龍頭股的抗跌力漸現，當中光大國際（0257）是其中之一。光國近期處於年內偏低水平爭持，觀乎其周三在退至5.82元的近52周低位附近即見承接，繼周四反彈1.71%後，昨隨大市略為回落，收報5.92元，跌2仙或0.34%，反映其短期沽壓漸見收斂，故不妨考慮續部署作中線收集。

光國主要涉及三大環保領域，包括環保能源項目建造及運營、環保水務項目建造及運營、綠色環保項目建造及運營均處行業龍頭位置。集團近期的動向顯示，光國於10月初斥資16.19億元人民幣，簽署五個垃圾發電項目，當中包括河北獻縣、山東諸城、山東夏津、湖南益陽、安徽馬鞍山垃圾發電二期，全部特許經營期30年。

此外，集團又於上月中旬中標雄安新區唯一的垃圾綜合處理設施——雄安新區垃圾綜合處理設施一期工程項目。項目將由光國與中國雄安集團生態建設投資、中國建築第二工程局三方共同投資組建項目公司，負責項目的投資、建設與運營，總投資估算27.4億元人民幣，特許經營期30年(含建設期)。

光國指出，作為固體廢物綜合處理項目，雄安項目以「減量化、資源化、無害化」為原則，擬接納雄安新區全域全口徑的固體廢物，將涵蓋垃圾焚燒處理、餐廚/廚餘垃圾處理、糞便處理、污泥處理、醫療廢物處理及相關配套基礎設施建設。其中，生活垃圾焚燒處理規模2,250噸/日、餐廚/廚餘垃圾處理規模300噸/日、糞便處理規模300噸/日、污泥乾化處理規模150噸/日、醫療廢物處理規模10噸/日。雄安項目亦將同時建設垃圾車停車場、室內滑雪場等配套設施。

擁足夠財政資源拓展業務另一方面，集團日前又宣佈，簽署多個環保項目，包括甘肅武威靜脈產業園PPP項目、廣東博羅垃圾發電廠擴容建設項目及餐廚垃圾協同處理項目、山東壽光垃圾發電項目二期以及濰坊垃圾發電項目三期，涉及總投資約19.93億元人民幣，新增垃圾處理規模每日3,050噸。儘管集團業務拓展步伐加快，而據管理層早前透露，下半年資本開支料約125億元，但因持有手頭現金達128億元，並有185億元銀行授信可見，所以在資金方面並無壓力。

就估值而言，光國預測市盈率約6.5倍，市賬率1.08倍，相比不少同業仍屬偏低。此外，該股股息率逾4厘，論回報也屬不俗。趁股價尋底期部署跟進，博反彈目標為1個月高位阻力的6.27元，惟失守近期低位支持的5.8元則止蝕。

騰訊博反彈 留意購輪11582

騰控控股(0700)昨退至331.8元報收，跌6.2元或1.83%。若繼續看好該股後市表現，可留意騰訊摩通購輪(11582)。11582昨收0.086元，其於明年3月25日最後買賣，行使價365.2元，兑換率為0.01，現時溢價12.66%，引伸波幅26.3%，實際槓桿11.3倍。

AH股 差價表 11月29日收市價

人民幣兑換率0.8979 (16:00pm)

名稱	H股(A股)代號	H股價(港元)	A股價(人民幣)	H比A折讓(%)
洛陽玻璃股份	1108(600876)	2.05	12.14	84.84
浙江世寶	1057(002703)	0.87	4.39	82.21
山東墨龍	0568(002490)	0.91	3.6	77.30
京城機電股份	0187(600860)	1.37	5.06	75.69
第一拖拉機股份	0038(601038)	1.63	5.9	75.19
東北電氣	0042(000585)	0.56	1.83	72.52
中遠海發	2866(601866)	0.88	2.5	68.39
中石化油服	1033(600871)	0.78	2.19	68.02
南京熊貓電子	0553(600775)	3.48	9.59	67.42
中船防務	0317(600685)	5.76	14.72	64.87
天津創業環保	1065(600874)	2.83	6.96	63.49
重慶鋼鐵股份	1053(601005)	0.84	1.85	59.23
東方電氣	1072(600875)	4.2	8.89	57.58
大連港	2880(601880)	0.96	2	56.90
上海電氣	2727(601727)	2.41	4.68	53.76
山東新華製藥	0719(000756)	3.76	6.91	51.14
上海石油化工	0338(600688)	2.17	3.91	50.17
中遠海能	1138(600026)	3.23	5.75	49.56
海通證券	6837(600837)	7.82	13.74	48.90
大唐發電	0991(601991)	1.45	2.42	46.20
四川成渝高速	0107(601107)	2.32	3.87	46.17
中國人壽	2628(601628)	19.78	32.81	45.87
中國中冶	1618(601618)	1.63	2.68	45.39
中遠海控	1919(601919)	2.89	4.73	45.14
中海油田服務	2883(601808)	10.54	16.68	43.26
中煤能源	1898(601898)	3.1	4.88	42.96
江西銅業股份	0358(600362)	9.03	14.09	42.46
中國石油股份	0857(601857)	3.61	5.59	42.02
鄭煤機	0564(601717)	4	6.18	41.88
華能國際電力	0902(600011)	3.88	5.99	41.84
長城汽車	2333(601633)	6.05	9.32	41.71
金隅集團	2009(601992)	2.16	3.27	40.69
晨鳴紙業	1812(000488)	3.18	4.73	39.63
中國交通建設	1800(601800)	6.09	9	39.24
新華保險	1336(601336)	30.15	44.52	39.19
中興通訊	0763(000063)	20.85	30.71	39.04
中信証券	6030(600030)	14.54	21.41	39.02
東江環保	0895(002672)	6.4	9.2	37.54
中集集團	2039(000039)	6.76	9.64	37.04
廣汽集團	2238(601238)	8.36	11.81	36.44
海信家電	0921(000921)	7.26	10.23	36.28
白雲山	0874(600332)	23.6	33.24	36.25
中信銀行	0998(601998)	4.28	6	35.95
中國鋁業	2600(601600)	2.4	3.28	34.30
兗州煤業股份	1171(600188)	6.92	9.39	33.83
中國中車	1766(601766)	5.15	6.97	33.66
中國南方航空	1055(600029)	4.89	6.61	33.58
金風科技	2208(002202)	8.71	11.59	32.52
洛陽鉬業	3993(603993)	2.68	3.56	32.41
華電國際電力	1071(600027)	2.85	3.71	31.03
中國東方航空	0670(600115)	3.97	5.12	30.38
安徽皖通高速	0995(600012)	4.5	5.73	29.49
上海醫藥	2607(601607)	14.04	17.79	29.14
北京北辰實業	0588(601588)	2.42	3.04	28.52
中國太保	2601(601601)	27.7	34.25	27.38
中國中鐵	0390(601390)	4.58	5.65	27.22
紫金礦業	2899(601899)	2.93	3.56	26.10
廣深鐵路股份	0525(601333)	2.44	2.96	25.99
中國鐵建	1186(601186)	8.08	9.67	24.98
中國國航	0753(601111)	7.12	8.45	24.34
比亞迪股份	1211(002594)	37.15	43.39	23.12
中國銀行	3988(601988)	3.14	3.63	22.33
復星醫藥	2196(600196)	22	25.15	21.46
農業銀行	1288(601288)	3.17	3.62	21.37
建設銀行	0939(601939)	6.23	7.1	21.21
中國石油化工	0386(600028)	4.39	4.99	21.01
中國神華	1088(601088)	15.16	17.21	20.91
民生銀行	1988(600016)	5.45	6.17	20.69
中聯重科	1157(000157)	5.54	5.95	16.40
交通銀行	3328(601328)	5.14	5.51	16.24
鞍鋼股份	0347(000898)	2.97	3.15	15.34
青島啤酒股份	0168(600600)	48.4	50.69	14.27
工商銀行	1398(601398)	5.58	5.79	13.47
深圳高速公路	0548(600548)	10.44	10.8	13.20
江蘇寧滬高速	0177(600377)	10.44	10.75	12.80
濰柴動力	2338(000338)	13.38	13.19	8.92
招商銀行	3968(600036)	37	36.03	7.79
中國平安	2318(601318)	88.7	83.62	4.76
馬鞍山鋼鐵股份	0323(600808)	2.97	2.75	3.03
海螺水泥	0914(600585)	50.05	45.8	1.88

板塊透視 耀才證券研究部高級分析員 黃澤航

市場供不應求 CIS芯片價漲

三季度以來，消費電子迎來需求復甦，帶動半導體行業回暖，當中，圖像傳感器CIS芯片價格上揚明顯，引起市場關注。

CIS（CMOS Image Sensor，即CMOS圖像傳感器）是攝像頭模組的核心器件，被廣泛用於智能手機和車用鏡頭中，其作用是將光信號轉換成電信號，光線通過攝像頭後在CIS芯片上成像。據Trend Force數據，攝像頭模組的成本構成中，CIS芯片佔比達52%，價值量高。

今年來漲幅高達40%

據媒體報道，以2M/5M/VGA為主的低像素的中國製CIS芯片正嚴重缺貨，佔據該市場的兩大中國廠分別是格科微和思比科，前者官方已承認缺貨問題。

此外，中高像素產能也較為緊張，全球高端CIS三大廠索尼、三星和豪威的48M CIS芯片的供應情況呈現緊俏，甚至SONY 64M的CIS 品也出現供不應求的情況。目前，CIS芯片產業上下遊價格仍預期上行，年初至今漲幅高達20%-40%。

下文，筆者嘗試分析CIS芯片價格水漲船高的原因。

首先，韓日芯片之爭拖累內資廠產能擴張，影響CIS芯片供應不暢。

據悉，內地CIS廠商多採用Fabless模式，晶圓代工交由韓國三星廠。今年下半年開始，三星陷入韓日貿易紛爭，向日本進口半導體材料的時程被迫拉長，令到上游晶圓產能緊俏，加工費亦有上漲，與三星合作緊密的格科微在中低階CIS芯片的供應受到牽制。據悉，格科微短期內已兩次對外官宣上調產品價格累積近40%，以緩解盈利壓力。

其次，智能手機鏡頭升級和車用鏡頭等新應用不斷浮現，有望帶動CIS芯片市場規模預期不斷上調。

主要需求來自手機鏡頭

國金證券研報顯示，2018年CIS整體市場空間約155億美元，預計到2024年，將增長到240億美元，年複合增速達7.5%。

據悉，CIS主要需求來自於智能手機鏡頭市場，數據顯示，2018年出貨量佔比全球80%。筆者認為，單個手機鏡頭數目提升和像素升級，可支持CIS芯片出貨量穩增。

今年，華為新機積極採用高像素三攝鏡頭，並推出首款四鏡頭手機，不少品牌迅速跟進，三攝和四攝鏡頭手機出貨佔比不斷提升。

IDC數據顯示，後置三鏡頭滲透率已從2018年末3%升至2019年中13%，四攝像頭滲透率目前已達1.9%。值得留意的是，不少二三線廠為了追趕主流，跟上了數量，但礙於成本和技術，放棄了像素追求，這也導致了底階CIS芯片需求驟增。未來，三鏡頭滲透率將繼續普及，高階手機從三鏡頭向四和五鏡頭發展，像素進一步提升，有望帶動中高階CIS需求。

據Yole預計，2023年高端旗艦手機單機攝像頭用量有望增加到8-9個，整體手機平均攝像頭用量將從2018年的2.6個增加到2021年底近3.6個。

(筆者為證監會持牌人士，無持有上述股份權益)

港股透視

關注優質股低吸機會

葉尚志
第一上海首席策略師

11月29日，港股出現回壓下跌，仍處於中短期反覆震盪運行格局當中，恒指下跌了有接近550點，跌回到過去三周波動範圍26,200至27,400點區間的下限，要提防市場波動性風險有再次加劇的機會。阿里巴巴–SW(9988)連漲三日後出現回吐，醫藥板塊壓力亦見加劇，其中，石藥(1093)跌了接近10%，都是對市場氣氛構成打擊的消息因素。

恒指低開低走出現明顯回壓走勢，在盤中曾一度下跌586點低見26,308點，但是在低位彈性不大，要提防26,200點關口的防守力，而近期撐市主力的內銀股，也出現了集體回跌，對盤面的承接力會構成影響。恒指收盤報26,346點，下跌547點或2.03%。國指收盤報10,302點，下跌260點或2.46%。

恒指支持位看26200

另外，港股主板成交金額增加至894億多元，而沽空金額有142.5億元，沽空比例15.93%。至於升跌股數比例是522：1,166，日內漲幅超過10%的股票有31隻，而日內跌幅超過10%的股票有35隻。

正如我們近期指出，在不明朗因素仍多的困擾下，港股是未有充分條件去打破中短期反覆震盪的格局。以恒指過去三周的震盪範圍26,200至27,400點來看，區間下限26,200點會是重要的圖表支持位，不宜有失，否則壓力將有進一步加劇機會，市場波動性風險亦有增加向傾向，而26,800點可以看作為目前的好淡分水線。

大市資金過分集中

另一方面，現時資金有過分集中在幾個股票身上，包括阿里巴巴-SW(9988)有73億元、騰訊(0700)有46億元，以及美團-W(3690)有30億元，就三隻股票加起來就已經佔去總體成交量有17%，還有其中有兩隻不是指數藍籌股來。因此，雖然大市成交量是增加了，但是資金流動性並不是處於一種很平衡的狀態，對盤面的擠壓會構成壓力。

目前，對於市場有機會進一步下打，要做好心理準備、做好風控，然而，對於一些優質股，也可以關注低吸配置機會的到來。

總結一下，關注目標可以包括三大互聯網龍頭的阿里巴巴、騰訊以及美團，直接受惠於阿里回歸帶動成交量的港交所(0388)，具行業復甦題材的吉利汽車(0175)，受益於5G穩步推進的中興通訊(0763)、中芯國際(0981)以及舜宇光學(2382)，派高息兼有增長空間潛力的深圳國際(0152)以及深高速(0548)，強勢回整但基本面未有重大改變的李寧(2331)以及碧桂園服務(6098)。

(筆者為證監會持牌人士，無持有上述股份權益)

滬深股市 觀察 興證國際

A股下周反彈情況需待周末信息面

滬深兩市昨日探低回升，量能略有放大。最終上證指數收於2,872，下跌0.61%，成交1,403億元（人民幣，下同）；深證成指收於9,582，下跌0.42%，成交2,011億元；創業板指下跌0.53%，科創板上漲1.62%。

從盤面上看，個股漲跌家數比約為1：1，其中非ST漲停28家，跌停6家；行業板塊方面，申萬一級行業指數漲少跌多，其中電氣設備、汽車和計算機板塊領漲，不過漲幅較小，而食品飲料、醫藥生物和建築材料板塊跌幅居前；概念板塊中，連板、電子元件和燃料電池等主題活躍。

周四收評提示了跌幅加大的可能，並且提示出現破位態勢時可以適當參與博弈短期收益，這一預判得到了行情的印證，雖然最終指數未能收回水面上方，但個股層面的跌幅尚可，只要不是集中在今年不斷處於聚光燈下的核心資產其實回撤在逐步收斂，而對於今年持續抱團的品種，我們從跌幅榜看，醫藥板塊無疑是重災區。

除了政策面的因素外，今年累計漲幅過大在機構調倉中受累也是重要因素，而茅台在昨天的行情中也未能倖免，我們近期始終在提示投資者遠離結賬行情中可能被砸盤的品種，相信對大家有一定幫助。預計昨天的反彈格局在下周一仍能延續，但能走多遠目前沒有太多樂觀的因素可預期，暫時以超短期投機定性同時需要關注周末信息面的變化。

大金融板塊可作底倉

不少機構今年把考核節點挪到了11月，相信度過本周的尾部風險時點，後續整體環境會略有趨暖，不過外圍依舊是最大的不確定性，而港股相對於A股的性價比也會分流掉部分資金。短期券商、錯殺科技股和周期板塊性價比再度提升，而向低位調倉過程中長期滯漲的個別消費股和房地產後周期品種的機構關注度明顯上升，大金融仍可作為底倉。

證券 分析 中泰國際

中教控股整合學校正待收成時

中教控股（0839）截至8月底在校總人數超過17萬人。2019年公司收入同比增長50.9%，為人民幣19.6億元；受到新學校毛利率較低的影響，期內整體毛利率57.4%，同比下滑3.2個百分點；期內利息開支從人民幣3,000萬大幅增加至人民幣1.04億元（其中包括4,000萬非現金項目的遞延利息）；報告淨利潤人民幣5.9億元，同比增長16.2%。剔除利潤表上的非現金項目人民幣1.5億元（包括匯兑虧損、以股份為基礎付款、遞延推算利息、可換股債券公允值收益等），公司期內核心淨利潤為人民幣7.5億元，同比增加17.4%。

購澳學校邁向國際化

2019年9月中教公佈收購位於澳洲的國王學院，總代價1.34億澳元。這是中教邁向國際化教育集團的第一步。學校共有2,400多名學生，99%為國際學生，學校可提供本科和碩士學位。國王學院2019財年（6月年結）收入澳元3,800萬，EBITDA為澳元1,400萬，毛利率高達60%。管理層特別看好澳洲留學市場的發展，公司將着力於提升學校中國留學生的數量。國王學院現有1%為中國留學生，大幅低於澳洲學校平均中國留學生占比的38%。中教期待推進國王學院與其國內學校的合作項目，以發揮中教在兩地學校間的協同效應。我們依舊看好公司的收購整合能力，管理層預期2020年將有2-3個新項目落地。

目標價調整至13.13元

在10月中教以完成對於澳洲國王學院的收購交易。至此，中教控股已完成所有學校的收購交易並且將學院利潤併入報表。公司前兩年大規模收購，現正發揮出眾的運營管理能力，例如提升學額數量，降低運營開支，降低財務利息，改善教師設施及提升學費等，將逐步體現新學校對集團盈利增厚的影響。由於公司並表速度比預期快，我們上調FY20E收入預測26%至人民幣28.4億元；同時下調FY20E-FY21E運營利潤率以反映新學校運營利潤率較低的影響。我們預測公司FY20淨利潤同比增加38.2%至人民幣8.4億元。我們維持給予公司28倍FY20E市盈率的預測，目標價輕微調整至13.13港元，增持評級。

行業 分析 工銀國際研究部 李啓浩、黃承杰、鄧朗言

發改委新規利電企 惟補貼延發未解決

發改委發佈諮詢文件規定電網企業收購可再生能源電量。雖然這不是政府首次作出相關規定，但文件提出處罰機制，如造成未能全額保障性收購可再生能源發電企業電量導致的經濟損失，電網企業應當承擔賠償責任。我們認為政策目的是提高風電容量因數，從而降低平準化度電成本，長遠實現平價上網。雖然文件對可再生能源發電企業是好消息，但我們認為市場關注的補貼延遲發放問題仍未得到解決。可以預期可再生能源發展基金缺口將進一步擴大，現時欠缺有效解決方案。

發改委發佈《電網企業全額保障性收購可再生能源電量監管辦法(修訂)(徵求意見稿)》文件規定電網企業收購的可再生能源電量(包括風電、光伏和生物質)至少達到國家能源局制定的「保障性收購利用小時數」水準。國家能源局未設定「保障性收購利用小時數」的地區，電網企業亦應優先收購可再生能源電量。同時要求電網企業每月向國家能源局通報可再生能源電量收購、限電等資料及可能的解決方案。

新要素—處罰機制

事實上這不是政府首次要求電網企業優先消納可再生能源電量—2005年《可再生能源法》和2016年「可再生能源保障性收購利用小時數」也有相關規定。我們認為今次諮詢檔的新要素是處罰機制—若電網企業拒絕與可再生能源發電企業簽署購電協議同時未能滿足可再生能源保障性收購利用小時數，或不合理拒絕並網的，如造成未能全額保障性收購可再生能源發電企業電量導致的經濟損失，電網企業應當承擔賠償責任。政策目的是提高風電容量因數，從而降低平準化度電成本。2021年起，新批陸上風電項目不設補貼。我們認為大部分平價上網項目將會在東部和南部地區出現—根據我們的渠道調查，約六成省份可在2021年實現平價上網。我們預期在扶持政策及更高效風機推動下，風電容量因數(利用小時)是未來幾年降低風電平準化度電成本的主要動力。