

行業：

TMT、半導體、消費、醫療（李浩然）

汽車 & 航空（章晶）

TMT & 半導體（陶然）

公用事業、商品、海運、銀行（李曉然）

TMT、半導體、消費、醫療（李浩然）

本月本人發表了兩篇研報：碧瑤綠色 (1397.HK) & 滔搏國際 (06110.HK)。

碧瑤於 2024 年上半年展現出穩健的財務表現，核心數據顯示其在主要業務板塊中保持了良好的增長動能。收入同比增長 16.6%至 12.91 億元，主要得益於清潔服務收入的顯著增加。清潔業務作為公司核心業務，貢獻了總收入的 80.2%，同比增長 20.1%至 10.35 億港元，反映出公司在政府合約簽訂及新項目開拓方面的成功。此外，廢物處理及回收業務亦錄得收益增長 7.4%至 1.47 億元，毛利率更顯著提升 4.2 個百分點至 12.9%，主要受到「塑膠回收先導計劃」進入收成期及相關政府合約擴展的推動。

毛利方面，公司實現約 9707 萬元，同比增長 12.4%。然而，受勞動力成本上升影響，清潔業務的毛利率略微下降 0.8 個百分點至 6.4%。儘管如此，廢物處理與回收及蟲害管理板塊的毛利率提升有效緩解了整體壓力，顯示業務結構的多元化有助於分散風險。

成本控制方面，公司在行政支出方面持續保持穩健，期內行政開支占總收入比例下降至 4.8%。此外，公司財務狀況穩健，流動比率由 2023 年末的 1.2 倍提升至 1.3 倍，顯示其流動資金充裕，且銀行借貸較去年同期大幅減少 47.5%。截至 2024 年 6 月底，公司現金及銀行結餘達 7630 萬元，較 2023 年末增長 84.3%，進一步強化了其抗風險能力。

從財務角度來看，公司現存未到期合約總額達 45.99 億元，其中約 13.02 億元將於 2024 年底前確認，為短期收益提供較高的可見度。此外，未來兩年內確認的合約金額約為 32.97 億元，顯示出公司穩定的收入基礎。

汽車 & 航空 (章晶)

於本月本人發佈了上海机场(600009.CH)，和潍柴动力(2338.HK)的更新報告。

上海機場 2024 年前三季度實現營業收入 91.9 億元（人民幣，下同），同比增長 16%；實現歸母淨利潤 12 億元，同比增長 142%。營收增長主要因 1) 公司的航空性業務收入受益於經營數據的持續修復而增加，2) 但升幅因非航空性收入受免稅扣點率下調影響而被部分抵消，3) 去年一季度疫情過峰造成的低基數效應。與疫情前相比，公司的收入恢復到 2019 年同期的 112%，歸母淨利潤仍有較大差距，僅回到疫情前的 30%。

前三季度，公司的航空客貨運市場快速恢復，持續呈現強勁增長態勢。

受益於國際航線市場的快速修復，浦東機場的飛機起降架次/旅客吞吐量/貨郵吞吐量，同比分別+27.1%/+48.8%/+11%，三者分別恢復至疫情前 2019 年同期的 103%/99.6%/105%。其中，國內航線的恢復程度更高，分別達至 2019 年同期的 117.7%/119.8%/101.7%，同比分別+9.4%/+22.5%/+25.6%；國際航線增速更快，其飛機起降架次/旅客吞吐量/貨郵吞吐量同比分別+85.6%/+150%/+10.2%，恢復至 2019 年同期的 88.6%/81.6%/106.7%。虹橋機場在去年高基數上保持快速增長，飛機起降架次/旅客吞吐量/貨郵吞吐量同比分別+3.2%/+14.5%/+22.3%。前三季度，兩機場合計旅客吞吐量 9343 萬人次，國際航線旅客占比 22.3%，於浦東機場和虹橋機場的占比分別為 34.7%和 6.5%。

2024 年第三季度，公司相關免稅合同收入僅錄得 2.67 億元，同比-49.62%，免稅合同收入下滑主要系 2023 年底與中免的免稅協議修訂，新協議根據機場免稅業務經營現狀，對月保底銷售提成計算方式、銷售額提成比例進行了調整，原合同提成比例為 42.5%，新協議各品類銷售額提成比例下調至 18%-36%。另外，第一季度和第二季度，免稅收入分別為 3.47 億元和 3.01 億元，呈現逐季下滑趨勢，主要受消費環境低迷影響。

2024 年冬春新航季中，浦東機場的國內客運航班量將持平，而國際、港澳臺客運航班將繼續增長，同比約+5.2%，並計劃通航洲際客運航點 35 個，計劃加密前往洛杉磯，倫敦，悉尼、墨爾本、布裡斯班埃及開羅等地的航線。我們預計國際客流將繼續增長，並通過帶動航空性收入和非航空性收入的增長使得業績再次穩步提升。從中長期看，坐擁長三角腹地經濟優勢，疊加未來浦東機場四期擴建項目擴容，公司有望從國際客流的增長中再獲免稅議價權，估值有望終迎修復。不過，短期仍需等待和觀察消費力的築底回升情況。

我們預計 2024-2026 年公司歸母淨利潤分別為 17.8/24.4/29.12 億元，EPS 分別為 0.72/0.98/1.17 元，每股 EBITDA 分別為 2.36/2.71/2.96 元。相應調整目標價至人民幣 37.85 元（原為 64.5 元），分別對應 16/14/12.8 倍的 P/每股 EBITDA 倍數，維持“增持”評級。

根據潍柴動力的三季報：2024 年 1-9 月，公司收入同比+1.0%至 1619.5 億元（人民幣，下同），歸母淨利潤 84.0 億元，同比+29.2%；基本每股收益 0.97 元，去年同期 0.75 元。分季度看，三個季度收入分別為 563.8/561.1/494.6 億元，分別同比+5.5%/+6.5%/-8.8%，歸母淨利潤錄得 26.0/33.0/25.0 億元，分別同比+40.1%/+61.7%/-4.0%。前兩季歸母淨利潤表現亮眼主要因天然氣重卡高景氣帶動公

司天然氣發動機銷量大漲所致，第三季業績有所回落，主要也是由於高盈利的天然氣發動機銷量受天然氣重卡行業波動影響，以及各地以舊換新政策的具體細則出臺前消費者的觀望行為。2024 年前三季度，國內重卡銷量 68.3 萬輛，同比-3.3%，其中第三季度銷量為 17.8 萬輛，同比-18.2%。公司相對應期間的收入增速（+1.0%，-8.8%）和淨利增速（29.2%，-4.0%）都優於行業表現，主要受益於除重卡產業鏈之外，公司在非道路發動機尤其是大缸徑發動機的佈局，平滑了重卡行業的週期波動。前三季度，公司的毛利率、淨利率分別為 21.9%、6.4%，分別同比+1.6ppts、+1.4ppts，呈穩步提升趨勢，主要有賴於子公司陝西重汽和凱傲的盈利狀況改善，以及供應鏈優化及各環節降本增效出現成效。

政策層面，2025 年初出臺的以舊換新政策在 2024 年版的基礎上繼續擴圍加碼，將老舊營運貨車報廢更新補貼範圍擴大至國四及以下排放標準營運貨車，在報廢補貼疊加新購補貼下，購新能源重卡最高可獲得補 14 萬，國六重卡最高補 11 萬。我們預計政策助力下，潛在更換新車需求，有望拉動重卡銷量反彈，公司作為重卡發動機龍頭將直接受益。中期來看，積極的財政貨幣政策刺激和行業下一階段排放標準升級將對重卡行業銷量有積極作用。

另一方面，隨著大數據中心對備用電源發動機的需求猛增，大缸徑發動機迎來高速發展階段。公司的大缸徑發動機業務初具規模，2024 年 10 月，經過某知名互聯網公司現場驗收測試，濰柴 2000kW 高壓發電機組 242 小時連續運行零故障測試取得成功，未來有望成為公司第二增長極。預計公司 2024/2025 年的每股收益將達到至 1.29/1.54 元（原為 1.08/1.39 元），並引入 2026 年預計值 1.73 元。我們調整目標價至 17.97 港元，對應 2024/2025/2026 年 13.1/11.0/9.8 倍市盈率和 1.7/1.6/1.4 倍市淨率，買入評級。

TMT & 半導體（陶然）

於本月本人與李曉然聯合發佈了一篇研報：中國銀行 (3988.HK)。

2024 年前三季度，公司實現營業收入 4791 億元（人民幣，下同），同比增加 1.74%；稅後利潤為 1875 億元，同比增长 0.53%；實現歸母淨利潤 1758 億元，同比增加 0.52%；基本每股收益為 0.55 元。

2024 年前三季度公司淨利息收入為 3360 億元，同比減少 4.81%，主要由於淨息差較上半年小幅收至 1.41%，因美元進入降息週期減少了外幣對淨息差貢獻。未來存量按揭利率和 LPR 下調等因素將繼續對境內資產收益率施加壓力，但美聯儲降息放緩可能改善海外資產收益率壓力。公司非利息收入為 1431 億元，同比增加 21.32%，顯示非利息業務增長強勁，其中手續費及傭金收支淨額為 607 億元，同比下降 3.93%，對比 2024H1 降幅收窄，主要受資本市場波動影響；其他非利息收入（主要包括淨交易收益、金融資產轉讓淨收益及其他營業收入）合計為 824 億元，同比增加 50.43%，主要由於投資收益同比增長 114.2%。公司營業費用為 1727 億元，同比增加 10.13%。公司資產減值損失為 858 億元，同比下降 5.78%，其中信用減值損失為 857 億元，同比下降 5.86%。

近 12 個月公司股息率為 6.84%，具有高分紅特徵。公司保持領先的全球化優勢，基本面整體表現較為穩定，考慮到非息收入增長略好於此前預期，我們看好公司的中長期成長。但是，考慮到人民幣貶值風險對港股影響較大，以及公司主要客戶為實體經濟企業，業績可能會受到美國關稅影響。因此，我們預計公司 24-26 年歸母淨利潤為 2368/2408/2494 億元，預測 EPS 分別為 0.75/0.77/0.80 元，當前股價對應 PB 分別為 0.44/0.41/0.38x。整體而言，我們給予公司 2024 年 0.5 倍 PB，對應每股目標價 4.43 港元，給予“增持”評級。

公用事業、商品、海運、銀行（李曉然）

於本月本人發佈了新奧能源(2688.HK)，和中國銀行(3998.HK)的首發報告。

新奧能源是中國最大的清潔能源分銷商之一，主要業務為在中國投資、建設、經營及管理燃氣管道基礎設施，銷售與分銷管道燃氣、液化天然氣及其他多品類清潔能源產品，為客戶提供低碳整體解決方案相關的數智服務並圍繞客戶需求開發多元化智家業務。截至 2024 年 6 月 30 日，公司運營 260 個城市燃氣專案，覆蓋人口 1.4 億。

公司對各業務做出全年指引，天然氣零售氣量增長 5%，新增工商開口氣量為 1200-1400 萬方/日，天然氣零售業務毛利增長 10%+；泛能銷售量增長 20%-30%，毛利增長 20%-30%；智家業務毛利增長 20%-30%。12 月 25 日，國家發展改革委發佈 2024 年 11 月份全國天然氣運行快報。據快報統計，2024 年 11 月，全國天然氣表觀消費量 348.6 億立方米，同比下降 0.5%。1—11 月，全國天然氣表觀消費量 3885.7 億立方米，同比增長 8.9%，中國石油經濟技術研究院預計，未來中國天然氣需求將繼續保持增長，2035 年中國天然氣需求將為 6100 億立方米。2023 年，國家發改委出臺《關於建立健全天然氣上下游價格聯動機制的指導意見》。在其指導下，各地依據當地天然氣產業發展和經濟狀況，不斷出臺完善當地天然氣上下游價格聯動機制，紛紛開啟或加快價格聯動改革，公司積極順應改革趨勢，推動居民調價，截至 2024 年 7 月底累計實現居民氣量調價比例達到 59%，隨著燃氣價格逐步理順，公司業績也將逐步提升。自 2024 年以來，商務部牽頭實施消費品以舊換新，各地區也因地制宜推出細化實施方案，取得了良好的效果，極大地促進了消費需求，公司不斷夯實基礎產品與服務，完善自有品牌格瑞泰運營體系，推進家庭客戶服務流程標準化；並圍繞安全、廚房、社區等場景，進行產品智慧化升級，隨著以舊換新政策進一步落地，公司智慧家居業務收入有望繼續增長。

我們預測集團的營業收入在 2024-2026 年分別為 1180.86 億元、1271.38 億元和 1369.83 億元。EPS 為 6.16/6.44/6.91 元，對應市盈率(P/E) 8.3x/8.0x/7.4x。目前已經進入冬季天然氣需求旺季，或彌補公司夏季銷量下降帶來的影響，給予公司 2024 年 9 倍 P/E，目標價為港幣 58.81，給予“增持”評級。（現價截至 1 月 6 日）。

Fig 1.本月推薦公司股票一覽

日期	代碼	公司	分析師	投資建議	建議時股價	目標價	預期回報率	該月收盤價	該月回報率	上一月收盤價	該月股票漲跌幅
20250108	600009	CH 上海機場	ZJ	增持	33.10	37.85	14.35%	33.16	0.18%	34.15	-2.90%
20250127	2338	HK 潍柴動力	ZJ	買入	13.16	17.97	36.55%	13.50	2.58%	11.88	13.64%
20250109	3988	HK 中國銀行	MT&ML	增持	3.79	4.43	16.89%	4.02	6.07%	3.82	5.24%
20250110	2688	HK 新奧能源	ML	增持	54.50	58.81	7.91%	52.55	-3.58%	55.85	-5.91%
20241106	1397	HK 碧瑤綠色	EL	買入	0.63	0.98	55.56%	0.68	7.94%	0.64	6.25%
20241113	6110	HK 滔搏國際	EL	增持	2.94	3.36	14.29%	2.87	-2.38%	2.98	-3.69%

A 股公司價格以人民幣計算 美股價格以美元計算
Source: Phillip Securities Research

PHILLIP RESEARCH STOCK SELECTION SYSTEMS

Total Return	Recommendation	Rating	Remarks
>+20%	Buy	1	>20% upside from the current price
+5% to +20%	Accumulate	2	+5% to +20% upside from the current price
-5% to +5%	Neutral	3	Trade within $\pm 5\%$ from the current price
-5% to -20%	Reduce	4	-5% to -20% downside from the current price
<-20%	Sell	5	>20% downside from the current price

We do not base our recommendations entirely on the above quantitative return bands. We consider qualitative factors like (but not limited to) a stock's risk reward profile, market sentiment, recent rate of share price appreciation, presence or absence of stock price catalysts, and speculative undertones surrounding the stock, before making our final recommendation

GENERAL DISCLAIMER

This publication is prepared by Phillip Securities (Hong Kong) Ltd ("Phillip Securities"). By receiving or reading this publication, you agree to be bound by the terms and limitations set out below.

This publication shall not be reproduced in whole or in part, distributed or published by you for any purpose. Phillip Securities shall not be liable for any direct or consequential loss arising from any use of material contained in this publication.

The information contained in this publication has been obtained from public sources which Phillip Securities has no reason to believe are unreliable and any analysis, forecasts, projections, expectations and opinions (collectively the "Research") contained in this publication are based on such information and are expressions of belief only. Phillip Securities has not verified this information and no representation or warranty, express or implied, is made that such information or Research is accurate, complete or verified or should be relied upon as such. Any such information or Research contained in this publication is subject to change, and Phillip Securities shall not have any responsibility to maintain the information or Research made available or to supply any corrections, updates or releases in connection therewith. In no event will Phillip Securities be liable for any special, indirect, incidental or consequential damages which may be incurred from the use of the information or Research made available, even if it has been advised of the possibility of such damages.

Any opinions, forecasts, assumptions, estimates, valuations and prices contained in this material are as of the date indicated and are subject to change at any time without prior notice.

This material is intended for general circulation only and does not take into account the specific investment objectives, financial situation or particular needs of any particular person. The products mentioned in this material may not be suitable for all investors and a person receiving or reading this material should seek advice from a financial adviser regarding the suitability of such products, taking into account the specific investment objectives, financial situation or particular needs of that person, before making a commitment to invest in any of such products.

This publication should not be relied upon as authoritative without further being subject to the recipient's own independent verification and exercise of judgment. The fact that this publication has been made available constitutes neither a recommendation to enter into a particular transaction nor a representation that any product described in this material is suitable or appropriate for the recipient. Recipients should be aware that many of the products which may be described in this publication involve significant risks and may not be suitable for all investors, and that any decision to enter into transactions involving such products should not be made unless all such risks are understood and an independent determination has been made that such transactions would be appropriate. Any discussion of the risks contained herein with respect to any product should not be considered to be a disclosure of all risks or a complete discussion of such risks.

Nothing in this report shall be construed to be an offer or solicitation for the purchase or sale of a security. Any decision to purchase securities mentioned in this research should take into account existing public information, including any registered prospectus in respect of such security.

Disclosure of Interest

Analyst Disclosure: Neither the analyst(s) preparing this report nor his associate has any financial interest in or serves as an officer of the listed corporation covered in this report.

Firm's Disclosure: Phillip Securities does not have any investment banking relationship with the listed corporation covered in this report nor any financial interest of 1% or more of the market capitalization in the listed corporation. In addition, no executive staff of Phillip Securities serves as an officer of the listed corporation.

Availability

The information, tools and material presented herein are not directed, intended for distribution to or use by, any person or entity in any jurisdiction or country where such distribution, publication, availability or use would be contrary to the applicable law or regulation or which would subject Phillip Securities to any registration or licensing or other requirement, or penalty for contravention of such requirements within such jurisdiction.

Information contained herein is based on sources that Phillip Securities (Hong Kong) Limited ("PSHK") believed to be accurate. PSHK does not bear responsibility for any loss occasioned by reliance placed upon the contents hereof. PSHK (or its affiliates or employees) may have positions in relevant investment products. For details of different product's risks, please visit the Risk Disclosures Statement on <http://www.phillip.com.hk>.

© 2025 Phillip Securities (Hong Kong) Limited

Contact Information (Regional Member Companies)

SINGAPORE

Phillip Securities Pte Ltd
Raffles City Tower
250, North Bridge Road #06-00
Singapore 179101
Tel : (65) 6533 6001
Fax : (65) 6535 6631
Website: www.poems.com.sg

HONG KONG

Phillip Securities (HK) Ltd
Exchange Participant of the Stock Exchange of Hong Kong
11/F United Centre 95 Queensway
Hong Kong
Tel (852) 22776600
Fax (852) 28685307
Websites: www.phillip.com.hk

INDONESIA

PT Phillip Securities Indonesia
ANZ Tower Level 23B,
Jl Jend Sudirman Kav 33A
Jakarta 10220 – Indonesia
Tel (62-21) 57900800
Fax (62-21) 57900809
Website: www.phillip.co.id

THAILAND

Phillip Securities (Thailand) Public Co. Ltd
15th Floor, Vorawat Building,
849 Silom Road, Silom, Bangrak,
Bangkok 10500 Thailand
Tel (66-2) 6351700 / 22680999
Fax (66-2) 22680921
Website www.phillip.co.th

UNITED KINGDOM

King & Shaxson Capital Limited
6th Floor, Candlewick House,
120 Cannon Street,
London, EC4N 6AS
Tel (44-20) 7426 5950
Fax (44-20) 7626 1757
Website: www.kingandshaxson.com

MALAYSIA

Phillip Capital Management Sdn Bhd
B-3-6 Block B Level 3 Megan Avenue II,
Number 12, Jalan Yap Kwan Seng, 50450
Kuala Lumpur
Tel (603) 21628841
Fax (603) 21665099
Website: www.poems.com.my

JAPAN

PhillipCapital Japan K.K.
Nagata-cho Bldg.,
8F, 2-4-3 Nagata-cho,
Chiyoda-ku, Tokyo 100-0014
Tel (81-3) 35953631
Fax (81-3) 35953630
Website: www.phillip.co.jp

CHINA

Phillip Financial Advisory (Shanghai) Co. Ltd
No 436 Heng Feng Road,
Green Tech Tower Unit 604,
Postal code 200070
Tel (86-21) 51699400
Fax (86-21) 60911155
Website: www.phillip.com.cn

FRANCE

King & Shaxson Capital Limited
3rd Floor, 35 Rue de la Bienfaisance 75008
Paris France
Tel (33-1) 45633100
Fax (33-1) 45636017
Website: www.kingandshaxson.com

UNITED STATES

Phillip Futures Inc
141 W Jackson Blvd Ste 3050
The Chicago Board of Trade Building
Chicago, IL 60604 USA
Tel +1.312.356.9000
Fax +1.312.356.9005

AUSTRALIA

PhillipCapital Australia

Level 10, 330 Collins Street

Melbourne VIC 3000

Tel (+61) 3 8633 9803

Fax (+61) 3 8633 9899

Website: www.phillipcapital.com.au