

江銅估值合理 中線前景看俏



金碩良言

黃敏碩

王道資本及家族資產
管理執行董事

近期金銀銅價格持續上漲，其中金價與銀價創下歷史新高，有望錄得自1979年以來，46年最大年度升幅，三者已分別累升約70%、135%及37%。聖誕節期間LME期銅價格照樣飆升，倫敦期銅再漲每噸升5.84美元。



■銅價明年將繼續向上，有利江西銅業。 資料圖片

展 望2026年，筆者預期金價受仍能在全球央行購金、美元美債信用下降等因素支持續尋頂，銀價則受惠貴金屬避險資產及屬工業原料，加上在太陽能電池和電子產品中應用受惠。銅價方面則受惠於供需趨緊、全球能源轉型、數據中心建設及電動車需求拉動，將明年底目標調升至每噸13,000美元。

由於內地嚴格限制新的銅冶煉產能，加上礦產供應限制，將利好銅價及主要銅生產商，股份上首選江西銅業(0358)。集團旗下銅業務佔比逾八成，對銅價及銅相關需求的敏感度較高。另集團除產銅外，也有產金、銀和硫酸，今年首三季淨利潤錄得逾

60.2億元(人民幣，下同)，升近21%。單計第三季淨利潤為18.49億元，多賺35.2%。

另AI數據中心成為新引擎，現時每座超大規模AI數據中心需消耗5萬噸銅，為傳統數據中心的三至五倍。面對AI數據中心銅需求，將在未來10年顯著加速，會成為全球銅消費的核心驅動力。集團早前宣布透過全資子公司江銅香港，投資以每股28便士的價格，向索爾黃金提出收購全部已發行股本，交易作價8.67億英鎊，折合91.03億港元。

今年3月入股索爾黃金

據報今年3月江銅早已斥資1.3

億人民幣入股索爾黃金，後者旗下核心資產是位於厄瓜多爾的Cascabel項目，為全球其中最重要的未開發斑岩銅礦，礦產儲備豐厚。此前括必和必拓、紐蒙特都有意收購此礦床項目。而集團為完成收購，過去數月內也不斷接受索爾黃金有關方面的提價。市場雖預期集團2026年銅冶煉業務毛利將按年下降，但相信銅價、黃金及硫酸價格上升，將推動集團2026年整體毛利上升，現價估值合理，中線前景看俏。

(筆者為證監會持牌人士，本人及/或有聯繫者沒有於以上發行人或新上市申請人擁有財務權益)

美元信心降 投資組合必選黃金

基於量寬規模，美日都較歐英有影響力。事實上，即使放諸金融海嘯後的真實情況，都是美國帶頭出事，然後想方設法，最終把煩惱拋到別國去，歐陸與英倫，當時承受着「歐豬五國」(即葡萄牙、意大利、愛爾蘭、希臘及西班牙)的債務危機，當然是輕鬆不得。

其後到了量寬後期，全球新冠疫情後，又輪到他們擔心，先是跟美國一樣減息，及至有通脹預期難以受控，又跟美國一樣加息，直到2024年，歐英貨幣政策步伐，才明顯不同於美國，美聯儲當年減息相當節制，相比之下，歐英都為本身增長着想，盡量減得都減。

若不計2025年特朗普關稅戰遏低美元資產的影響，歐元和英鎊以息差角度，怎可能跑贏美元？當然，放諸2026年，其增長仍欠動力，但美國有望大減息，則當然進一步刺激歐元和英鎊，有望再跑贏美元。

由全球各地央行貨幣政策的

格局，不難看出，作為環球宏觀多元資產的基金經理，自然順着這個由上而下，不難看出各個資產類別的脈絡，勝算如何，多少心裏有數。

近年本地投資者對於資產配置，有着更深刻的反思，不想把目光局限於港股港樓，更多分散投資，不單是人所共知，由科技股領漲多年的美股，亦有新興的加密貨幣如比特幣等，而目前看來不可或缺的，自然是黃金，甚至白銀等貴金屬。

作為實物資產，黃金白銀一直為人熟悉，既有傳統的珠寶用途，以至其他個別工業用途，但最重要的，是兩者曾經在相當長時間的歷史中，擔任過貨幣的角色，以至於即使金本位制已不復在，仍有相當投資者重視。

尋常日子，大家可能不發覺其重要性，畢竟有別於其他所謂傳統投資，例如股債等，有某程度的穩定收益，債息不用多講，就算股票亦可望有升有息，但黃金白銀等，卻無息可收，反而有

一定儲藏的費用，某程度上，可能令人卻步。

逆全球化 分散風險此其時

不過金本位制後，觀實際數據可見，這些實物的保值能力，正好跟美元美債的大幅貶值，成一鏡像對比，就算近幾年，隨着美國政經形勢有變，在國際舞台上，原有地位亦式微，投資者對美元資產信心大降，取而代之的，當然無人可以絕對控制供求的黃金，成為新一年投資組合必備元素。

傳統上，很多人單憑挑選一兩隻心水愛股，又或者只集中於某一熟悉市場，便可以以有不錯表現，但隨着當前政經形勢中，逆全球化的傾向，跟過去四十多年多數時間有利全球化，南轅北轍，分散風險此其時，貪懶不得。

(權益披露：本人為證監會持牌人士，本人或本人之聯繫人或本人所管理基金並無持有文中所述個股。)

潤啤高端策略進展順利



選股有盈

蔣雄

盈立證券研究部總監

華潤啤酒(0291)2025年上半年業績呈現「啤酒企穩、白酒承壓」的分化格局。啤酒業務銷量同比提升2.2%，營收達240.75億元，同比增長6.7%；白酒業務則受行業消費疲軟影響，收入同比下滑33.5%至7.83億元。由於白酒佔整體營收比重僅約3%，其對整體業績的拖累相對有限。

公司持續推進啤酒高端化戰略，2025年上半年啤酒噸價提升至3,570元人民幣，同比增長0.45%。其中普高及以上產品銷量增長超過10%，喜力銷量增幅突破兩成，老雪同比增長超70%，紅爵更是實現翻倍增長。此外，公司積極拓展德式小麥啤酒、茶啤、果啤等特色品類，布局差異化產品線，高端化進程穩步推進。

成本端亦呈現積極態勢。主要原材料大麥與包材玻璃價格持續下行，2025年9月進口大麥均價維持在300美元/噸以下，玻璃期貨價格亦處於低位。在高端化推進與成本下降的共同作用下，公司毛利率連續三年提升，2025年上半年達48.9%，淨利率亦升至24%，盈利能力持續增強。惟白酒板塊仍處於行業調整期。

業績具備一定韌性

展望未來，華潤啤酒高端戰略成效逐步顯現，行業競爭格局優化，疊加成本紅利，業績具備一定韌性。根據Wind一致預期，公司2025-2027年淨利潤預計同比增長23.04%、2.95%與7%。

(筆者為證監會持牌人，本人及本人有聯繫者並無擁有上述股份發行人之財務權益。)

保險為資產配置重要基石

中國高淨值人群的資產配置愈來愈注重在防禦與增長之間取得雙重平衡。「把雞蛋放在不同籃子裏」已是老生常談，對於高淨值人士而言，更重要的反而是選擇「哪一個籃子」。香港作為亞洲保險樞紐，擁有相對成熟及完善的監管環境，包括集中且專業的監管架構、嚴格的持牌人管理以及健全的市場保護機制。例如要求保險公司維持充足的償付能力，以此增強市場抗風險能力。

除此之外，眾多大型跨國保險公司均在港設有業務，提供各類壽險及財富管理產品，因此吸引了大量非香港居民投保，尤其是重視境外資產配置及環球醫療網絡的高淨值人士。白皮書報告數據亦顯示，高淨值人群的資金分配有60%用於購買保險，因其不但滿足財富世代傳承需求，還可進行有效的風險管理，進一步表明保險作為資產配置基石的重要性。

資產安全築起「防火牆」

風險管理是資產配置的核心，而保險正是其中不可或缺的工具之一。首先，當遇到重大疾病或意外身故時，可利用危疾保險將個人或家庭面臨的潛在財務風險轉嫁給保險公司，為資產安全築起一道「防火牆」。其次，高端醫療保障為高淨值人士實現「就醫自由」，提供不受地域或金額限制的頂級醫療服務。再次，相較於直接持有股票或房產，指數型萬用壽險提供更穩定的投資回報。最後，利用保險達成稅務優化，保障財富傳承的完整性。

光大證券 國際
EVERGLIGHT SECURITIES INTERNATIONAL

百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理