

# 中國煤炭行業分析

全球觀察

劉志成 中銀國際研究有限公司



●中國多方面增加煤炭產量，以應付市場需求，抑制價格。資料圖片

自9月中旬秦皇島5,500大卡現貨突破1,200元人民幣/噸以來，發電公司削減發電量以控制損失及應對煤炭供應短缺，一些省份施行限電措施。在10月8日的國務院常務會議上，國務院總理李克強要求有關部委確保即將到來的冬季煤炭和電力供應充足，避免對經濟和民生造成不利影響。隨後，政府明確地加強了對煤炭市場的干預。主要措施包括：

### 政府多方向管制煤供應

1、增加煤炭產量。政府批准內蒙古總產能為1.4億噸/年露天礦的土地使用申請，以及批准15個總產能為4,350萬噸/年、在試運行後停產的煤礦延長一年試生產期以恢復生產。同時，國家發改委鼓勵煤礦申請增加核定產能。因此，中國原煤產量從7月的1,010萬噸/天增加到11月初的1,190萬噸/天，這是近年最高水平。重點電廠的煤炭庫存於11月20日達到1.43

億噸，足以供應23天消耗。

2、增加煤炭進口。在6月放寬浙江、江蘇和福建等省份的煤炭進口管制，以及恢復通過黑龍江省黑河港口從俄羅斯進口煤炭。因此，中國動力煤進口量從5月的1,760萬噸增加到9月的2,850萬噸。

3、保障對發電供熱企業供應。發改委安排電廠和供熱企業簽署覆蓋第四季的補充性長期煤炭供應合同。又將發電廠在旺季煤炭庫存要求從之前的20多天降至9月下旬以來的7天至12天。

4、打擊投機炒作。多次提高鄭州商品交易所動力煤期貨合約的保證金要求，如動力煤期貨2112及2201合約的交易保證金標準在不到四個月的時間內從15%增加到50%。另一方面，發改委牽頭清理重點生產省份(山西、陝西和內蒙古)的非法煤炭囤積地。

5、國企帶頭行動。國有企業率先簽訂新的長期供應合同，以低於現行現貨的價

格出售煤炭。由於中國前十大煤炭生產商都是國有企業，2020年佔中國煤炭產量的55%，其他生產商將不得不效仿。

6、引導媒體基調。幾乎每天，我們都能看到發改委發布的國內煤炭產量增加和煤炭庫存增加的消息。同時通過引導媒體，消除投機者或其他利益相關方發布的虛假新聞。

### 未來需求或令人失望

需求端可能沒有市場預期的那麼強勁。自2021年9月以來，中國官方製造業PMI已降至擴張區間以下。事實上，由於集裝箱短缺、港口勞動力短缺和港口擁擠，海運運費飆升，內地一些公司已停止接受新訂單。

另一方面，發改委8月發布《2021年上半年各地區能耗雙控目標完成情況晴雨表》，青海、寧夏、廣西、廣東、福建、新疆、雲南、陝西和江蘇等省能耗強度不

降反升。為確保完成全年能耗雙控目標，廣西和雲南採取嚴厲措施，9月開始限制水泥和鋼鐵等某些高耗能行業的產量。廣東省也在一些地區實行限電。如果更多省份實行全面減產，能源需求和煤炭需求將降低。

### 上調動力煤焦煤價格

隨著旺季到來，預計今年剩餘時間內地動力煤價格的下跌將放緩。因此，我們將山西優混煤(5,500大卡)的2021年平均現貨價格預測從770元人民幣(下同)/噸上調至1,029元/噸，將2022年平均價格預測從600元/噸上調至800元/噸。此外，山西柳林主焦煤原煤現貨價格已從11月初最高2,300元/噸跌至1,800元/噸。但鑒於當前價格較高，我們將2021年柳林主焦煤原煤的平均現貨價格預測從964元/噸上調至2021年的1,414元/噸，將2022年均價預測從895元/噸上調至1,042元/噸。(節錄)

# 油回吐金轉強走勢持續

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

百家觀點

兩周前，我們在這裏指出，油價有短期受壓的傾向，而這一情況，甚至不是一兩天，而是由當時直到年底前，可能一直出現的獲利回吐。如今看來，這現象正在發生，也剛好印證之前的預測正確。

有趣的是，作為實物資產，油價當時有眾多樂觀因素支持，兩周前，甚至上述預測出告後，短期內仍見動力向上，尤其是美國的能源供應緊張，以及油組無意增產等，都是基本面的重大因素。然而，從價值率角度看，當絕大多數利多因素出現後，假如無意維持如此的氣勢，升勢緩和下來，似乎只是時間問題，而如果有更多基本面因素抵消，則高位受壓便並非不可能了。尤其大家考慮到全球新冠肺炎疫情並非絕對受控，復甦的最佳處境只是回到疫情前水平，但目前看來這並不切合現實。反而是目前需求復甦而供應未到位引起物價上升，已經有可能影響經濟復甦，則對於油價的需求，反而有可能短期造成壓力。

### 物價升影響經濟復甦

另一邊廂，兩周多前，我們亦在這裏指出，隨着金價突破1,800美元大關，今年內有望繼續向上，甚至有機會挑戰高位。這現象不是偶然，而是有着基本因素的主導。首先，過去幾季，市場的主題是通脹，而由投資者

對於通脹的擔憂，衍生出來是憧憬央行的加息，收緊貨幣政策，最終影響資金面，對於一單資產價格的估值，一定有相當程度的影響，而這個影響，明顯在過去幾季出現了。顯然，隨着利率趨升，關於今次的物價向上的性質是暫時性或持續性，爭論大可繼續，但在貼現率的提升之下，普遍資產估值趨跌，卻是立竿見影。

同樣有趣的是，由於黃金作為實物，一直以來被投資者認為有抗通脹的功能，當過去幾季多種資產價格受壓，包括股債商品等，但金價卻相對穩定，甚至在美聯儲近期的議息結果出告後，有着明顯的向上動力。事實上，儘管美聯儲目前只是減買債而不加息，資金面來說，對於金價沒有明顯不利，反而有好處，因為不會因為本身無息可收而給比下去。

### 有通脹 卻無加息

另一邊廂，金價卻受惠於投資者的傳統觀念，加上其相對落後於近年不少估值更進取的資產，包括新經濟股份或加密貨幣等，由目前到年底，作



●金價受惠於投資者的傳統觀念，有一定的支持力度。中通社

為第四季的部署，投資者實在有誘因去追落後。

基本上，可以有利金價的因素，目前都不缺乏。有通脹，卻無加息；有傳統抗通脹信念，在央行而言卻無出自貨幣政策增長的持續通脹的危險；再加上有相對防守性的偏低估值作為追落後的目標等等。正因如此，相信市場上將陸續有投資者對其改觀，當中有機構投資者或分析師，也當然有

眾多個人投資者。如此力量之下，再試高位並非沒有可能，只是時間上，大家可能要多一點耐性，讓金價的向上動力展現，突破阻力。中線部署而言，守穩現水平，再往上推進，應是合理之舉。

(權益披露：本人涂國彬為證監會持牌人士，本人及/或本人之聯繫人並無持有所述股份；本人所管理基金持有美股及港股。)

# 歐洲疫情惡化 聚焦經濟數據

姚浩然 時富資產管理董事總經理

歐洲新冠肺炎疫情再度惡化，上周五(19日)奧地利宣布由周一(22日)起將實施全國封城，最多持續20日，並將於明年2月起強制人們接種疫苗。多個歐洲國家如奧地利、荷蘭、意大利等爆發示威衝突，抗議政府收緊防疫措施，投資者憂慮環球經濟復甦較預期為慢。雖然如此，輝瑞藥廠成功研製出抗新冠肺炎藥品，有效防止病人患上重症，有效降低高危險病人住院及死亡達89%，故由疫情引發的死亡率將大幅下降，明年仍有望迎來環球經濟重啟，屆時或有助紓緩供應鏈短缺問題，通脹亦有機會回落。

### 美國消費者信心下跌

此前，美國密西根大學公布10月密歇根大學消費者信心指數為66.8，大幅低於市場預計72.4，較9月的71.7回落。筆者認為美國消費者信心指數下跌，有可能是消費者擔心未來出現滯脹，對經濟前景欠缺信心，因而降低消費意慾。

不過，今次美國10月密西根大學公布的信心指數遜於市場預期，卻沒有對美股帶來調整壓力，市場普遍認為通脹高企，正如聯儲局主席鮑威爾所講，僅短暫性問題。筆者認為投資者應密切留意該數據會否惡化，如果未來一兩個月數據持續向下，並跌穿60，則有機會反映未來經濟轉弱，企業盈利增幅放緩的風險上升，屆時對股票市場帶來回調壓力。

美國踏入感恩節假期周，周四(25日)美股休市一天，傳統上美股在感恩節前後的表現較佳。回顧美國三大指數上個周分別表現，主要因為歐洲疫情惡化，影響傳統經濟股份的表現，金融、能源等股份拖累道指連跌三日。另外，代表中小型的羅素2000指數也從高位回落近4%，納指則有望繼續創新高。近期，市場不少分析指出市寬收窄，指數僅由幾間佔比較重的成份股推升，因而歸納出大市將調整的領先指標。惟筆者認為，市寬偏低並不能成為大市估值的單一指標，事實上今年試過有不同月份是市寬偏低而指數卻繼續創新高。由於聯儲局將減少買債，市場資金的增幅將逐步減慢，預料投資者將更加選擇，並集中資源在優質股份如大型科技股，因此市寬偏低而指數繼續創新高將成為新常态。展望本周，市場聚焦美國總統拜登提名的聯儲局主席人選，以及多個經濟數據公布，包括第三季國內生產總值(GDP)終值、採購經理指數(PMI)及個人開支價格指數(PCE)等。

(證監會持牌人，編號AEI004，一、四、九牌照)



●奧地利因新冠肺炎疫情惡化而宣布實施全國封城。路透社

# 教育科技提升學習與體驗

陳思源 數碼港首席公眾使命官

### 數碼港率初創展示新技術

11月29日至12月3日在數碼港園區舉行的STEAM教育科技周，將會向校長和老師講解多個STEAM(科學、科技、工程、藝術與數學)教學議題，包括人工智能(AI)與機器學習、機械人與無人機編程、物聯網應用、遊戲化學習教學工具、綠色科技、以及藝術科技與AR/VR/XR。初創除介紹相關科技的最新發展，亦會展示適合不同教學場景和需要的教育科技方案。政府資訊科技總監辦公室的代表，亦會講解「中學IT創新實驗室」的計劃詳情。有興趣的中小學教育工作者，可以登入 [https://bit.ly/STEAM\\_Week](https://bit.ly/STEAM_Week) 報名及了解詳情。

而在12月8日至10日，數碼港將於

灣仔會展舉行的「學與教博覽2021」設立展館，率領17間初創展示包括自主學習平台、AI評估學生學習進度、校內特殊學習需要學生資料管理系統等，不同類型的教育方案，應用範圍涵蓋學校管理、教學及學生自主學習。

科技已融入生活各個環節，數碼港社群內有超過600間從事智慧生活科技方案社群企業，當中逾兩成為教育科技公司，他們的方案涵蓋網上學習解決方案、互動式教學程式、遊戲化及沉浸式學習、教學管理系統及教學工具等，配合教育界不同需要，減輕老師壓力之餘，亦能讓同學更有效學習，同時為社會培養更多科技人才，推動社會及經濟發展。

經過新冠肺炎疫情洗禮，無論是學生還是教師，都已經適應網上教學，亦更加接受新科技融入教學。隨着大家重返校園，如何進一步善用科技，提高學習效率，帶給學生更愉快的學習體驗，同時培養學生自主學習的能力，成為一個進階的課題。有研究報告預計，到2026年，全球將有超過七成的正規教育課程依賴教育科技方案。

### 政府斥資鼓勵中學推動

另一方面，因應社會數碼轉型，對具備科學與科技知識的人才需求殷切，家長和老師亦希望提升學生相關技能。香港特區政府亦積極推動STEM(科學、科技、工程及數學)

教育，例如推行「中學IT創新實驗室」計劃，每間中學可獲最多100萬元，用作提升數碼教育水平，採納相關數碼科技方案與設備，及舉辦相關活動等。

雖然學校已經具備採納教育科技，以及發展STEM教育的資源，但校長和老師教務繁重，要花時間了解市場上不同的教育科技方案和相關教材，可能都相當吃力。數碼港作為本港的數碼科技旗艦，亦肩負起推動教育界數碼轉型的使命。數碼港將於未來兩星期，透過與教育局及創新及科技局等合辦STEAM教育科技周，以及參與「學與教博覽2021」，協助校長及老師認識數碼港社群內教育科技初創公司的創新方案。

# 香港房地產信託基金值得下注嗎？

張宏業 特許測計師、中國房地產估價師

房地產投資信託基金主要投資房地產，以派發股息向投資者提供回報。有別於地產股，香港房託基金有下列特點，包括主要投資(不少於75%)於可產生定期租金收入的項目，每年須將不少於其經審計年度除稅後淨收入90%的金額作為股息分派予單位投資者；遵守最高不超過計劃資產總值50%的借款上限及委任一名獨立受託人監察房託基金的運作。明顯地，地產股是一家獨立公司，但是房地產信託基金則以「信託」方式成立及操作。

### 香港房託基金 領展最大

選擇房託基金時，有着不同方法，首先

當然是總市值。現時香港上市的房託基金共約11隻及1隻房託基金ETF(三星高息房託)。直至上周四(11月18日)，基金市值大致可分三個等級：特大型有領展房產基金(股票編號0823)，市值約1,500億元。普通型(市值100億至250億元)有冠君產業信託(2778)，市值246億；置富產業信託(0778)，市值164億；越秀房產信託基金(0405)，市值111億。市值100億以下，包括匯賢產業信託(87001)，市值84億；陽光房地產基金(0435)，市值76億；富豪產業信託(1881)，市值47億；泓富產業信託(0808)，市值47億；春泉產業信託

(1426)，市值40億；招商局商業房託(1503)，市值30億；順豐房託(2191)，市值29億。另外，三星房託市值約2.5億元。

### 收益率可勝公用股工業股

因為房託每年都要把九成收入分派單位投資者，餘下現金流不多。如果需要收購新項目時，大額市值的房託基金則較為靈活。不過，大部分新進投資都是通過變賣手中資產或發行新股集資進行。較大型市值房託公司是容易分散投資到不同種類物業，例如領展信託剛剛買下香港兩個收租倉庫及停車場大廈和澳洲悉尼三個零售物

業50%權益，有別手中內地和香港的商場與停車場組合。

截至11月18日，香港房託基金公司的收益率及收益TTM大致介乎4%至10%間。如以收益率由低至高排列如下：領展4.06%(4.32%)、陽光5.46%(5.66%)、置富5.70%(5.99%)、泓富5.89%(5.90%)、冠君6.07%(6.01%)、匯賢6.32%(9.69%)、越秀6.89%(7.30%)、春泉7.38%(7.86%)、招商局8.93%(9.51%)及富豪9.38%(8.34%)，而三星及順豐剛上市一年內未有派股息。如果再以十隻有收益率股票取其權重平均收益率，則十隻基金公司平均收益率約5%，比不少公用股和工業股優勝。

香港房託基金公司主要投資內地和香港兩地收益性物業，只是投資內地物業則有五隻，計有越秀(綜合體、寫字樓、購物中心)、匯賢(綜合體、酒店)、春泉(寫字

樓)、招商局(綜合體、寫字樓)及順豐(工業物流)。在過去幾年的新冠肺炎疫情下，中國商業活動受到較少影響，中國物業價值平穩，租金收入穩定。再者中國商業回報率較香港優勝，使得收益率較豐厚。

綜合來說，房託基金公司提供較高收益率，但是股價較穩定，是「高收益回報，低溢股價回報」的投資工具。其他地產股則主要依賴出售一手物業賺取收益收入，受到一手市場和經濟起跌的直接衝擊，形成她們的股價波動幅度較大。今天仍然低息年代，房地產信託基金的4%至10%回報率實屬吸引，大家不妨分散投資，下注一些房託股票單位！(節錄)

題為編者所擬。本版文章，為作者之個人意見，不代表本報立場。