

港股趨反覆 短期穩定狀態仍在



葉尚志 第一上海首席策略師

港股透視

11月29日，港股在19,000點整數關找到支持後趨向反覆，短期回穩狀態得以保持，而在11月過去進入12月之後，相信市場焦點將會逐步聚焦在中央經濟工作會議以及政治局會議上，估計投資者對於政策面的期待憧憬將會有所提升，可以繼續多加注視。

恒指漲50多點，以19,400點水平來收盤，繼續守穩於近期低位19,054點以上，但正如我們指出，恒指宜盡快升穿19,800點來進一步確立穩好走勢。大市成交量亦見回升至逾1,300億元，恢復到年內日均的水平，但資金回流的積極性仍有待觀察。

事實上，市場氣氛已逐步從10月國慶前後的亢奮、回復到11月的觀望偏謹慎，人氣是相對的有所轉弱了但未致於走壞走差。以我們觀察的現時人氣股代表，如憧憬國產替代的中芯國際(0981)和反映A股流動性的中信證券(6030)，在經歷了10月初的一波亢奮猛漲後，目前正處於橫盤整固的狀態，走勢上未有明顯走差，情況可以顯示市場人氣仍在，但有待激發。

港股出現先衝高後回順，在盤中曾一度上升291點高見19,658點，但午後受到業績焦點股美團-W(3690)由升轉跌的拖累影響，大盤升幅出現回順收窄。

美團整體業務較預期好

指數股表現分化，其中，美團午後曾一度急跌4%，收盤時下跌2.03%是跌幅第二大的恒指成份股。收盤後，美團公布第三季收入同比增长22.4%有935.77億元人民幣，而新業務分部的虧損收窄至10億元人民幣，整體業務表現是比預期要好。

旅遊相關消費股獲追捧

另一方面，中國出入境管理局決定深圳12月起恢復赴港旅遊「一簽多行」政策，而珠海市明年起則實施赴澳門旅遊「一周一行」政策，消息帶動相關旅遊消費股做好，銀河娛樂(0027)和金沙中國(1928)，都漲了4%以上。

港股通第12日現淨流入

恒指收盤報19,424點，上升57點或0.29%。國指收盤報6,947點，上升22點或0.32%。恒生科指收盤報4,354點，上升46點或1.06%。另外，港股本板成交量回升至1,335億多元，沽空金額有199.4億元，沽空比率14.94%，而升跌股數比例是1,067:572。

港股通第十二日出現淨流入，在周五錄得接近33億元的淨流入額度。

免責聲明：此報告所載的內容、資料及材料只提供給閣下作參考之用，閣下不應依賴報告中的任何內容作出任何投資決定。第一上海證券有限公司/第一上海期貨有限公司/其關聯公司或其僱員將不會對因使用此報告的任何內容或材料而引致的損失而負上任何責任。

板塊透視

耀才證券研究部總監 植耀輝

A股短期表現左右港股市況

原以為本周港股將繼續維持悶市，不過周三(27/11)及昨日(29/11)A股及港股均有所異動，有消息指內地下月或會再推出更多刺激經濟措施有關。究竟何時出現現階段仍有待觀察。話雖如此，為應對候任美國總統特朗普之潛在挑戰，相信中央亦會制定一系列措施，只是何時推出暫亦難以預計。

至於恒指亦一如以往般，除非A股能有好表現，否則亦難擺脫現時上落市格局。不經不覺已踏入12月，恒指及科指年內仍累升13.9%及15.6%，上綜指及深成指則分別累升11.8%及11.4%。只要12月能維持此表現，則A股及港股有望扭轉近年連跌趨勢。而臨近年尾亦是時候為下年作一些部署，下周起筆者將會陸續分享對來年市況以至組合持股之看法。

Costco發展處有利位置

美股方面，本周因感恩節假期關係交投較淡靜，投資者關注點則集中於各零售企業之銷售表現。當中特別想談談已持股好一段日子之Costco，皆因其股價年初至今不斷創新高之餘累積升幅亦達到46%，除了上調會員年費外，亦與其打擊非會員之行動有關。有大行便指自Costco安裝會員掃描器以作身份認證後，其會員數量增長達到雙位數，當中來自北美非付費客戶之轉化便額外增加400萬會員。而入會後消費者亦肯定不會放過任何「慳錢」機會，變相亦增加Costco銷售。

而且增加銷售之策略亦令人有點難以抗拒。其中一個例子就是以超優惠價4.99美元銷售一隻烤雞。Costco透過自設廠房生產及管理以好好控制成本。不過即使如此，要完全達收支平衡亦不大可能，集團亦曾透露每年可能會帶來3,000美元至4,000萬美元之虧損；不過在前往烤雞之熟食區路上，會先經過其他商品，例如桶裝酒類、佐酒/餐前小食以至電子產品(如焗爐)等，顧客很多時亦會不自覺將相關商品放在購物車內。此種「蝕頭賺尾」之銷售策略可說是Costco之強項，尤其是當擁有成千上萬種不同類型之產品，加上結合大數據分析，客戶去一轉Costco很難不會滿載而歸矣。

當然，此股現時估值已絕不便宜，筆者年內其實亦數度打算沽出獲利，不過其會員制模式以及上文提到之利好因素又確實令其發展處於有利位置，除非基本因素有變，否則筆者暫亦不急於減持。

(筆者持有Costco股份)

行業分析

工銀國際首席經濟學家、董事總經理 程實

全球經濟「暖開機」開啟資產配置新篇章

「青山遮不住，畢竟東流去。」經濟的發展，猶如在風浪中尋求平衡，既有突破桎梏的豪邁，也有隨之而來的超載與失衡。從疫情衝擊導致供應鏈失序，到通脹高企與持續的高利率環境，全球經濟數年的累積失衡迎來了「暖開機」的臨界點。如同電腦系統在高負荷狀態下依靠暖開機恢復運作，全球經濟亦在混亂之後，通過一系列短促而有力的政策調整，力求回到良性迴圈的發展軌道。

「暖開機」不僅意味著重啟，更代表了一次系統性的復原過程——在經歷「超載」的混亂與停滯之後，從供需錯配、資源短缺、通脹升溫與地緣緊張的困局中復甦，重塑穩健運行的根基，實現對自身秩序的重構與再平衡。這種暖開機並非恢復原狀，而是借助供給結構性調整、科技創新以及政策引導，推動系統從失衡中重獲動力。

新一年將一步步重構自身架構

展望2025年，全球經濟在暖開機的恢復中，將一步步重構自身架構，通過政策經驗的再校準，化解短期挑戰與長期瓶頸的阻礙。全球資產配置的邏輯也將從2024年「預期定價」的迷霧中逐漸清晰，過渡到2025年「政策落地」的效果評估。

回首過去，全球經濟系統超載的動因主要有四：一是百年一遇的公共衛生危機「病毒來襲」；二是全球供應鏈「硬體崩潰」；三是各文明「軟體衝突」，大國博弈加劇地緣緊張局勢；四是經濟超負荷運轉，基礎科學天花板效應對生產力發展形成瓶頸。展望2025年，全球經濟按下「暖開機」鍵，這並非簡單的重新開始，而是在過去經驗基礎上的優化，更是一次系統性的復原過程——在經歷超載的混亂與停滯之後，從複雜困局中努力重塑穩健運行的根基，實現對自身秩序的一次重構與再平衡。

明年全球經濟將呈三大新特徵

根據IMF最新預測，全球經濟2024年和2025年增速預期值均為3.2%，發達經濟體兩年均保持在1.8%，而發展中經濟體兩年均保持在4.2%。然而，相同的數字蘊含不同的期許，與2024年不同，2025年全球經濟將呈現三大新特徵：一是通脹環境的改善帶來政策重心的轉向。二是大選落後的政治局勢重疊。三是科技賦能帶來的全要素生產力的提高和生產效率的提升。

在全球經濟「暖開機」的背景中，2024年與2025年的市場表現呈現出截然不同的特點。2024年是「預期定價」之年，市場主要圍繞對政策變化的預期進行調整，無論是通脹路徑的預期、全球央行貨幣政策的轉向，還是大選後的環境變化，投資者的行為更多地反映了對未來政策和經濟環境的預期。股市、債市和外匯市場都在尋找線索，試圖提前消化政策可能帶來的影響。而2025年則是反映「政策落地」實質性效果的階段，市場的側重點從預期回歸現實，著重於調整評估政策落地執行的實質性效果。與政策預期不同，政策落地將實質性重設國際金融市場運行的基準環境，利率、匯率、風險偏好和估值中樞等關鍵變數將因此產生深刻的聯動反應，並影響全球資本流動和資產價格的定價機制。在這一階段，貨幣政策的調整節奏、財政刺激的實際力度，以及各國經濟體在新政策框架下的表現成為市場的核心關注點。這種從「預期」到「結果」的轉換，也將主導資產配置的邏輯。

本版文章為作者的個人意見，不代表本報立場。

潤電拓可再生能源成效顯著



潘鐵珊 香港股票分析師協會 副主席

華潤電力(0836)在擴大裝機規模和推動可再生能源發展方面取得了顯著成效。截至2024年6月底，潤電的運營裝機容量達到80,314兆瓦，運營權益裝機容量為62,758兆瓦，較2023年底增加了2,994兆瓦，其中新增風電和光伏運營權益裝機容量2,065兆瓦，顯示了集團在可再生能源領域的快速發展。

在財務業績方面，潤電2024年上半年的營業額為511.20億元，雖然較2023年同期微降0.7%，但股東應佔淨利潤卻實現了顯著增長，達到93.63億元，較2023年同期增加了26.23億元，同比增加38.9%。這一增長在一定程度

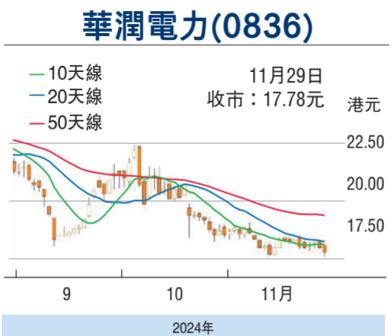
程度上得益於集團附屬電廠發電量的上升，2024年上半年附屬電廠發電量為98,240吉瓦時，較2023年同期上升了6.2%。

成本控制取得積極進展

此外，潤電在成本控制方面也取得了積極進展。2024年上半年，附屬燃煤電廠的平均單位燃料成本為每兆瓦時人民幣276.5元，較2023年同期下降了10.7%；平均標準單價為每噸934.6元，較2023年同期下降了10.6%。這表明集團在燃料成本管理上取得了顯著成效，有助於提升整體盈利能力。

配股助優化資產負債結構

在資本市場運作方面，潤電通過配股及認購股份公告，擬募資約72億元，其中華潤集團全資子公司認購了33億元，這不僅優化了集團的資產負債結構，也體現了大股東



對集團發展的高度認可與支持。可考慮於17.60元買入，上望19.50元，跌穿16.20元止蝕。

(本人沒有持有相關股份，本人客戶持有相關股份)

紅籌國企 高輪

青啤調整期可部署收集

內需消費股青島啤酒(0168)於10月初曾創出67元的52周高位，但隨着獲利沽壓湧現，加上集團首三季業績未為市場帶來驚喜，都導致其反彈勢頭遲遲未能形成。該股昨曾見49.4元，收報48.7元，收窄至升0.5元或1.04%，現價續受制於多條重要平均線之下。由於市場對中央稍後續推刺激消費政策樂觀態度，故該股調整期仍不妨考慮伺機部署建倉。

業績方面，截至今年9月止首三季，按中國會計準則，青啤實現營業收入289.59億元(人民幣，下同)，按年下降6.5%。歸屬股東淨利潤49.9億元，增長1.7%，每股收益3.667元。單計第三季，營業收入88.91億元，下降5.3%。歸屬股東淨利潤13.48億元，倒退9%。

富瑞發表報告指出，青啤第三季銷售額同淨利較該行預測分別低3%和14%，主要是由於開支比率高於預期所致。但該行相信公司在第三季增加了市場佔有率。該行指，在業績公布後，調低對青啤2024至2026年淨利預測各1%/2%/3%，因銷售額預測各下降1%。至於第四季，由於是淡季，該行預期銷售額增長持平，為29.6億元，虧損為4.24億元。

目標價由70元(港元，下同)降至68元，維持「買入」評級。

儘管市場對啤酒板塊仍抱審慎態度，但隨着明年內地消費可望持續改善，尤其是國家支持政策穩步推出，料將有利相關股份的估值修復。事實上，青啤往績市盈率14.08倍，市賬率2.2倍，在同業中並不算貴。趁股價調整期部署收集，博反彈目標為月初以來阻力位的57.45元，惟失守近日低位支持46.55元則止蝕。

看好銀娛留意購輪26955

國家出入境管理局宣布，珠海市戶籍居民明年一月一日起，可申請辦理赴澳門「一周一行」；而橫琴粵澳深度合作區居民，就可以「一簽多行」到澳門。受到消息刺激，銀河娛樂(0027)走高至34.55元報收，升4.07%。若看好該股後市表現，可留意銀河滙豐購輪(26955)。26955昨收0.305元，其於2025年6月19日最後買賣，行使價40.05元，兌換率為0.1，現時溢價24.75%，引伸波幅47.96%，實際槓桿4.66倍。

投淇所好

恒指過往十二月份表現平穩

特朗普在月初當選新任的美國總統後，市場擔心其美國優先政策，導致美元急升，其他國家貨幣全線受累。A股及港股受影響，港股11月表現偏軟，全月下跌894點，收報19,423點。展望本年最後一個月，過去歷史有什麼參考呢？

由2014年至2023年十年，恒指12月份平均上升1.1%，變動不大，升跌的次數是五升五跌。當中表現最好的是2019年升7%，其次是2022年升6.4%；而最表現差的是2016年跌3.5%及2018年跌2.5%。

內地或繼續刺激經濟措施

由以上數據可知，12月份港股表現尚算平

滬深股市 述評

日線反彈 周線月線完美收官

滬深寬基指數昨日全面收漲，成長風格佔優。截至收盤，上證指數收報3,326.46點，漲0.93%，深證成指收報10,611.72點，漲1.72%，創業板指收報2,224.00點，漲2.50%，兩市成交金額共1.75萬億元，比上一交易日增加2,200億元；兩市個股漲多跌少，漲跌比為4.78:1，其中漲停144家，較上一交易日減少34家；跌停11家，較上一交易日增加3家。

商貿零售、計算機及紡服領漲，銀行、公用事業、石油石化漲幅落後。概念主題方面，炒股軟件、人形機器人、ChatGPT等指數領漲，央企銀行、航運、谷子經濟等指數領跌。

滬指日線完美反彈收官，關注3,360點壓力位。大盤全天放量推升，突破3,313點的10日均線壓力，短期關注20日均線3,360點一線壓力。大的方面，短期內地各種政策預期和小作文吹風，外圍美國宣調關稅後，加息或展開報復以及美國大概率在12月再次降息，美元衝高後階段見頂回落，市場迎難得反彈共振窗口，後續能否持續反彈取決於增量政策面進展，可跟蹤20天線技術壓力突破情況。

重點關注人形機器人板塊

人氣領漲板塊中，人形機器人再受特斯拉新一代靈巧手視頻公布催化，且內地華為等巨頭正式入局人形機器人，明年相關產品陸續量產，產業邏輯向上，整個板塊機構、游資共識相對容易達成，形成領漲主力，可重點關注；數字金融政策頻出，金融科技等創業板成份股創出新高，成為創指做多情緒主力，謹慎追高。日線完美反彈，周線、月線支撐下的形成上漲K線組合，圖形上本輪上漲格局持續。

英皇證券

穩，加上今年11月已出現調整，在美股強勢加上憧憬內地會繼續有刺激措施出台，今年12月大跌機會不大。此外，12月上旬的中央經濟工作會議期間，市場會關注有否新的刺激政策出，宜多加留意能否刺激股市。

(以上專欄內容乃筆者個人專業意見，誠供讀者參考；謹提醒讀者金融市場波動難料，務必小心風險)

www.MW801.com