

# 政策發力疊加低估值 港股謹慎樂觀



**葉尚志**  
第一上海首席策略師

## 透視 港股

12月31日，港股在除夕日只有半天交易，恒指以20,059點收盤為2024年收官作結，而總結全年表現，恒指累漲3,012點或17.7%，國指累漲1,521點或26.4%，科指累漲703點或18.7%。在持續下跌4年之後，港股終於迎來升幅不俗的一年，相信主要是受益於政策加大力度以及低估值的兩大因素所支持，估計情況於2025年仍可望延續，對於後市可以保持謹慎樂觀的態度。

事實上，在2020年至2023年的4年跌市期間，正好是內地經濟進入調結構深水區的不破不立周期階段，雖然調結構的路仍未走完，但是在經歷了一波時間不短的深度整頓行情之後，在有壓有保的情況下，內地政策在2024年開始發力，並且在2025年將會實施更積極的財政政策以及適度寬鬆的貨幣政策，市場將可以迎來由政策推動所帶來的回順紅利周期階段。

在2024年政策出現明顯轉向、並且在逐步加大支持力度的情況下，港股全年是以先低後高

來運行發展的，恒指年內的最低點出現在年初的14,794點，而年內最高點23,241點則是在10月出現。而值得注意的是，恒指在過去一年出現了一浪高於一浪的反覆上推走勢，也就是在這一波政策市的行情裏，每一次的回調低點以及相對底部，都是在逐步的獲得抬升。

### 市場信心仍在重建強化

現階段，市場信心仍在重建強化的過程中，因此，在市場仍在觀察政策成效之前，政策目前對市場帶來的更多是兜底托底效力，而這個

就可以解釋港股現時走出的底部是逐步上移格局發展。

走勢上，恒指目前最近的一個回調低點底部在19,054點(11月26日的盤中低點)，可以看作恒指中短期走勢的重要圖表支持位。

### 流動性有效轉活後市

另一方面，雖然市場仍在觀察政策成效，但是港股獲得資金的關注度已出現了激發提升，而這個可以從港股成交量顯增中來印證。

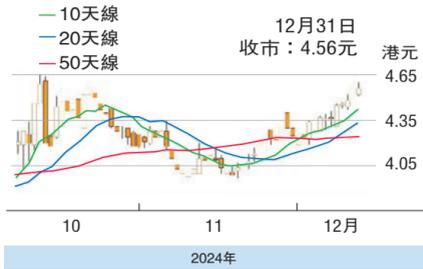
總結2024年，港股的日均成交量錄得接近1,320億元，比對2023年增加了25%，也是有紀錄以來的第二最大。在流動性出現有效轉活的情況下，將有利港股的低估值獲得回歸修復，如果以11倍的預期市盈率來算，恒指目標可見24,000點。

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。

## 股市縱橫

韋君

### 中通服(0552)



## 數據產業宏圖

## 中通服可攀高

國家發改委等部門周一公布促進數據產業高質量發展指導意見，要求到2029年數據產業規模年均複合增長率超過15%，其中推進「一數一源」，加強公共數據治理，加大共享開放力度，鼓勵開展公共數據授權營運。中國通信服務(0552)在公共通信基建等業務將迎來黃金發展機遇。中國電信(0728)持股48.99%；中國移動(0941)持股8.78%。

集團主要提供包括設計、建設及項目監理在內的電信基建服務、業務流程外判服務及應用、內容及其他服務。內地五大電信運營商均為其客戶。

### 「推動基礎設施互聯互通」

發改委指導意見，包括推動數據基礎設施互聯互通；打造全國一體化算力體系；加強制度標準建設。可以預期，五大電信運營商在配合企業推動數據服務相關工程，將為中通服帶來持續增長動力。

集團管理層去年8月表示，人工智能及5G-A都是公司未來發展的重中之重，未來研發資源好大部分都會投入到這兩方面。發改委剛出爐的「數據產業2029」指導意見，集團上述部署正好趕上數據產業快車道。

事實上，去年9月工信部已印發《關於推進移動物聯網「萬物智聯」發展的通知》。《通知》立足移動物聯網產業發展節奏、各行業領域移動物聯網應用現狀，明確了移動物聯網發展目標。到2027年，基於4G(含LTE-Cat1，即速率類別1的4G網絡)和5G(含NB-IoT，窄帶物聯網；RedCap，輕量化)高低搭配、泛在智聯、安全可靠的移動物聯網綜合生態體系進一步完善。5G NB-IoT網絡實現重點場景深度覆蓋。5G RedCap實現全國縣級以上城市規模覆蓋，並向重點鄉鎮、農村延伸覆蓋。移動物聯網終端連接數力爭突破36億，其中4G/5G物聯網終端連接數佔比達到95%。

中通服2024年上半年股東應佔盈利21.25億元(人民幣，下同)，按年增長4.4%，瑞銀預測全年盈利37.8億元，按年增5.46%。該股去年股價步步上升，並創出逾3年高位，得益於內地5G通信基建及移動互聯網快速發展。

中通服周二收4.56元(港元，下同)，成交1,730萬元。現價預測市盈率7.8倍，息率5.2厘，市賬率0.67倍，估值不貴。股價企於多條平均線之上，離52周高位4.65元不遠，今年中通服業務及估值將會更上一層樓，可伺機收集，上望5.20元水平。

# 製冷劑庫存續降 東岳前景看俏



**黃敏碩**  
王道資本及家族資產管理執行董事

內地氟化工行業為國家戰略新興產業重要部分，主要涵蓋含氟製冷劑、含氟高分子材料及含氟精細化學品，具有高性能及高附加值等特性，可廣泛應用於軍工、化工、家電、軌道交通、航空航太、電子資訊、新能源等領域。隨着科技進步，氟化工應用範圍向更深更廣領域拓展，為行業中發展最快，對促進製造業結構調整和產品升級，起着重要作用。

近年氟化工產品，以其獨特的性能，擴充其市場應用空間。目前PTFE、PVDF、FEP是含氟高分子材料主要產品，佔據全球含氟高分子材料市場應用量九成份額。

按「十四五」規劃提出，將重點完善氟化工產業體系，鼓勵企業高端化發展，提高環保製

冷劑，實現由氟化工大國，轉變為氟化工強國，在國產替代背景催化下，帶動行業迎來良好高質化轉型機遇。

東岳集團(0189)主要從事製冷劑高分子材料，涵蓋有機硅、製冷劑、二氯甲烷及燒鹼，專注於氟硅產業鏈的發展，目前形成全產業鏈生態，通過內部提供R22生產TFE，再利用TFE生產有關高分子材料產品，可分別用作塗層材料、進一步加工成高質化精細化學品，及用作生產多種精細化學品。集團利用一體化產業鏈的布局，將每個環節的資源循環利用以增值增利，並進一步在現有產業鏈加大一體化經營的市場優勢。

### 良好產銷獲配額勝同業

內地對三代製冷劑開始制定配額，並於行業內各公司嚴格執行配額制度。該政策改變使前述製冷劑的供給受到限制，惟需求卻保持良好，產品價格持續提升。集團憑藉往年良好的

產銷紀錄，獲得的配額排在行業前列。

同時集團重視自主研發，於2024年上半年加快推動重點研發項目建設，合共26個研發項目，項目建設已基本完成，下半年陸續試生產。該26個項目產品，主要為高端應用材料，應用方向包括電子、半導體、汽車、能源、醫藥等重要領域，有良好的應用前景，待其市場推廣後，將為集團業績帶來新增長點。

近期製冷劑價格維持強勢，據R32價格上漲至每噸43,000元，單日上漲近5%，2023年底冷煤生產銷售未受配額影響，因此部分經銷商、空調廠商在2023年底時積累庫存，令2024年初冷煤庫存較高，但去年受家電以舊換新補貼刺激，空調、冰箱等全年銷售超預期，製冷劑庫存持續下降，目前市場庫存處於較低水平，有利集團中線前景發展看俏。

(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)

## 投資觀察

## 人行推動更多資金流向實體經濟



**曾永堅**  
橡盛資本投資總監

步入2025年，全球金融市場面臨多項不明朗因素，主要包括美國新任總統特朗普正式上任後對環球貿易將帶來多少影響、美聯儲局的減息步伐對環球資金流向構成的影響、內地的樓市回穩進展，以至對內需的影響等，而較明確的因素就是內地的貨幣政策取向。

根據《人民日報》近期引述中國人民銀行行長的講話，其表示當前內地銀行業平均存款準備金率約6.6%，跟其他大型經濟體的央行相比，仍有一定(下調)空間，他強調人行將加大貨幣政策調控的強度，提高貨幣政策調控精準性，有效落實存量政策，加力推動增量政策落地見效。

上述的報道文章亦引述中央財經委員會辦公室(中央財辦)相關負責人的看法：未來會實施適度寬鬆的貨幣政策，發揮好貨幣政策工具總量和結構雙重功能，推動資金更快更多流向實體經濟。事實上，人行於2024年2月

和9月已分別降準0.5個百分點，累計釋放中長期流動性約2萬億元人民幣，分別於7月和9月，先後下調七天期逆回購操作利率0.1厘和0.2厘。

### 減息助減輕社會利息負擔

綜合來說，這篇文章提及貸款市場報價利率(LPR)改革，和存款利率市場化調整機制效能有效發揮，推動貸款利率穩中有降，去年11月份新發放企業貸款加權平均利率為3.45厘，新發放個人住房貸款利率為3.08厘，均按月下降，並處於歷史低水平，有助降低融資成本，減少社會利息負擔。

值得留意的是，儘管當前行等相機金融決策單位有意進一步寬鬆貨幣政策以刺激經濟，但中美息差再擴大至逾24年最大的形勢成為約束人行未來進一步降息降準空間的關鍵。

基於在中美不同的貨幣政策預期的推動下，令中美兩國債收益率繼續背道而馳，繼而對人民幣兌美元匯價持續施壓。(筆者為證監會持牌人士，未持有上述股份權益)

## 滬深股市述評

## 興證國際

## 滬指全年震盪回升累漲近13%

滬深指數昨日回調，兩市普跌。截至收盤，上證指數收報3,352點，跌1.63%；深證成指收報10,415點，跌2.4%；創業板指收報2,142點，跌2.93%。兩市共成交金額1.35萬億元(人民幣，下同)，比上一交易日增加700億元。兩市個股跌多漲少，漲跌比為0.13:1，上漲703家，下跌4,615家；其中漲停59家，跌停31家。

2024年最後一個交易日，三大指數集體震盪走弱，滬指失守3,400點關口；兩市成交較前日小幅放量。盤面上看，申萬一級行業普跌，小盤股表現依然偏弱拖累市場情緒，市場熱點繼續快速輪動。假日臨近疊加中央、地方層面消費刺激不斷，近期調整的大消費板塊集體反彈，白酒、冰雪產業、培育鑽石等方向活躍；同時，燃氣、煤炭等紅利股方向依然表現得較優韌性；而此前大漲的算力股等科技方向則普遍回調。

### 建議逢低布局績優股

儘管A股昨天沒能以紅盤收市，但2024年市場總體在震盪中持續回彈，滬指全年收漲近13%，成交也在四季度恢復到高水位；同時，展望2025年，高層對經濟和市場的支持性政策仍在不斷落地當中。習近平主席在年末政協講話再次強調，2025年是「十四五」規劃收官之年，要實施更加積極有為的宏觀政策推動經濟持續回升向好；中央財辦副主任韓文秀也在核心刊物發文強調要適時降準降息，用好公開市場操作等工具。

證監會擴大了互換便利參與機構的範圍。市場中期震盪向上的基礎沒有改變。策略上，短期注意迴避績差小盤，建議繼續聚焦績優的有穩定增長的紅利及高景氣真成長方向，把握輪動節奏，逢低布局。

## 紅籌國企 窩輪

## 內需前景看好 蒙牛可跟進

港股昨日除夕日半日市，內需消費股的蒙牛乳業(2319)昨日表現良好，曾高見17.96元，收報17.56元，仍升0.52元或3.05%，現價已重企於多條重要平均線之上。

由於市場看好內地今年全力推動內部消費，預計蒙牛的業績有望改善，所以該股反彈的空間仍可看好。

業績方面，截至2024年6月止，蒙牛上半年收入446.71億元(人民幣，下同)，按年下降12.6%；純利24.46億元，按年倒退19%，主要

受原奶周期供過於求、原料粉庫存減值，以及應佔聯營由盈轉虧影響。期內，蒙牛毛利179.85億元，下跌8.4%；因原奶價格下降，毛利率上升1.9個百分點，至40.3%；EBITDA減少7.5%，至47.91億元；受惠毛利率提升及積極提質增效，EBITDA利潤率上升0.6個百分點。高盛發表的研究報告重申予蒙牛「買入」評級，目標價19.9元(港元，下同)。

另外，根據港交所資料顯示，蒙牛周一(12月30日)在聯交所回購6萬股，每股作價介乎

17.08元(港元，下同)至17.18元，涉資102.9萬元。自普通決議案(6月12日)通過至今，公司累計購回1,732.2萬股，佔股本約0.44%。趁股價走勢趨穩跟進，上望目標為20元關，惟失守17元支持則止蝕。

### 看好中移動留意購輪28174

中移動(0941)昨收報76.6元，升0.59%。若看好中移動後市攀高行情，可留意中移中銀購輪(28174)。28174昨收0.127元，其於2025年12月19日最後買賣，行使價108元，兌換率為0.1，現時溢價42.65%，引伸波幅31.69%，實際槓桿7.72倍。

## 金匯出擊

## 英皇金融集團 黃楚淇

## 審視新一一年美日利率政策 日圓現反彈

美元本周維持在兩年高位附近，投資者繼續消化美聯儲今年減息次數將減少的可能性。美元指數去年上漲約6.6%，12月20日曾觸及108.54的兩年最高。受美國公債收益率上升和美國利率將在更長時間內維持偏高水平預期支撐，美元指數在12月上漲了2.1%。美聯儲決策者本月將對2025年降息的預測從100個基點下調至50個基點，主席鮑威爾表示，借貸成本進一步下調，目前取決於降低通脹方面的進一步進展。

另外，本周一公布的數據顯示，2024年12月份芝加哥採購經理人指數為36.9，低於上月的40.2，同時亦低於預期的42.8。自2009年經濟大衰退結束以來，芝加哥採購經理人指數僅有七次跌進三字頭，其中三次是在疫情最嚴重時期。另外，全美不動產協會(NAR)周一表示，基於已簽署合同的成屋待完成銷售指數11月上升2.2%，至79.0，為2023年2月以來的最高水平，10月為77.3。

### 日央行1月加息可能性仍存在

美元兌日圓從五個月高位回跌，周二曾跌至156關口，而上周四曾觸及158.08。近幾個月日圓因日本和美國之間的巨大利率差而大受打擊。去年，美元兌日圓上漲約11%，為連續第四年上漲。隨著美聯儲放寬政策，以及日本央行預計將加息，預料日圓弱勢或會在今年有所減緩。日本央行上周五公布的12月會議意見摘要顯示，一些決策者認為即將加息的條件已經成熟，其中一位決策者預測「不久的將來」就會加息，這使得1月加息的可能性依然存在。此外，如果日圓繼續走軟，交易員還在關注日本官員可能採取的任何干預措施。日本財務大臣加藤勝信上周五重申了對日圓下落的擔憂，並再次警告要對匯率過度波動採取行動。

美元兌日圓走勢，匯價近期在高位區間窄幅橫盤，暫為居於158水平下方屢次上探亦未可突破；而技術圖表亦見RSI及隨機指數正在橫行於超買區域，估計美元兌日圓有可能即將出現回跌。以月內的累計漲幅計算，23.6%及38.2%的回調水平會看至155.75及154.35，擴展至50%及61.8%的調整幅度則為153.25及152.15水平。至於阻力位仍會先留意158關口，同時亦要慎防若此區終見出現明確上破，則又會伸展新一浪上漲走勢，後續將會看至160水平，進而將參考7月高位的161.99。