

港股 透視

大市續探底 技術超跌開始浮現



葉尚志 第一上海首席策略師

1月10日，港股繼續探底走勢，恒指走了一波五連跌再跌170多點，前一級浪底19,054點（2024年11月26日的盤中低點）正受到考驗。市場總體的謹慎觀望氣氛依然未散，資金未敢貿然撈底，相信是令到港股近日乏力反彈的原因。盤面上，互聯網平台和消費類股持續受壓，加上內房股和內險股也在伸延跌勢，都對港股盤面構成進一步打擊。

然而，受惠於金價重上2,700美元，黃金相關股表現相對突出，紫金礦業（2899）漲3.13%是漲幅最大的恒指成份股，而開採業務進入復甦階段的中國黃金國際（2099），也漲了4.76%創五個半月新高。

港股承接力有望逐步增強

走勢上，港股短期技術性超跌狀態已開始浮現，恒指的9天RSI指標已下跌至30以下，估計市底承接力有望可以逐步增強。在市場觀察政策成效的期間，投資者對政策的預期更多可以給到港股帶來兜底托底的作用效力。因此，港股在進入「9.24」政策市行情之後，期間出現來回上下拉扯是可以預見的，

股市領航

而在衝高後又再出現探底、打底的走勢發展，相信會是其中的一個運行模式，而恒指在9月23日的收盤價18,247點，可以看作是本輪政策市的起點，也可以終極政策大底來看。

港股出現伸延跌勢，恒指以接近全日最低位19,036點來收盤，仍有進一步下探的傾向，而目前的好淡分水線可以從19,600點下移至19,400點，宜盡快返回其上，不然的話，要注意短期弱勢盤面仍有深化加劇的機會。

債務憂慮重燃拖累內房股

指數成份股方面，融創中國（1918）被信達（香港）資產管理提出清盤呈請，重燃市

場對內房股債務問題的憂慮，內房股全面受壓，中國海外（0688）跌1.64%，龍湖集團（0960）跌1.69%，華潤置地（1109）跌1.37%，都創出近期新低。另外，內險股跌勢亦見有所加劇，中國平安（2318）和中國人壽（2628）都跌逾4%，市場傳出內地人身險產品預定利率上限將有所下調，市場擔心情況將削弱產品吸引力繼而影響險企的銷售業績。

恒指收盤報19,064點，下跌176點或0.92%。國指收盤報6,898點，下跌80點或1.16%。恒生科指收盤報4,261點，下跌50點或1.18%。另外，港股主板成交額回升至1,446億多元，沽空金額209.6億元，沽空比率14.49%，而升跌股數比例是448：1,147。港股通第十六日出現淨流入，在周五錄得有逾46億元的淨流入額。

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。

心水股

| 股份 | 昨收報(元) | 目標價(元) |
|--------------|--------|--------|
| 昆侖能源(0135) | 7.51 | 8.60 |
| 津上機床中國(1651) | 11.56 | - |
| 交通銀行(3328) | 6.14 | 6.47 |
| 中信証券(6030) | 19.20 | 22.00 |

板塊透視

耀才證券研究部總監 植耀輝

零部件股尋寶 津上機床中國值得持有

雖然踏入2025年不足一個月，但金融市場已受多個消息刺激/拖累而變得波動：美國候任總統特朗普未上任已四處「點火」，投資者亦繼續關注內地經濟及A股行情，港股則一直處於「推打」狀態，就連「股王」騰訊（0700）亦成為新一輪被狙擊對象，其股價亦顯著受壓。今次騰訊捲入「軍企名單」事件對其業務影響有限，但對港股投資信心之衝擊不可不少。即使恒指19,000點暫能守穩，但要重見「2」字頭（兩萬點）暫時恐非易事矣。

上周已分享了部分2025年推介股，今日繼續談談餘下兩隻心水股份。津上機床中國（1651）（以下簡稱津上）主要業務為顧名思義就是於內地從事銷售及製造TSUGAMI品牌之數控高精密機床。受惠內地製造業包括汽車及一般機械加工行業資本開支增加，帶動機床需求增加，加上集團優化經營，截至去年9月底止營業額及股東應佔溢利分別上升32.4%及53.7%，當中毛利率上升4.4個百分點至32.1%創新高，反映津上在內地競爭激烈的機床行業中仍能保持不俗競爭力。

集團對於行業展望亦較正面，雖然「新能汽車行業或存在產能過剩，但供應鏈當中的激烈競爭帶來資源的整合，造成了局部的設備需求……望保持一定的數控機床需求」；另預期工業自動化、人形機器人以及醫療行業等行業將會有利機床需求。以現價計津上估值不高，未來派息政策（不低於4成派息比率）亦相當穩定，唯一須留意是成交相當疏落，因此只適合中長線持有。

敏實14元可分段吸納

另一隻股份則是汽車零部件生產商敏實（0425）。筆者本身並不看好車股，因存在競爭激烈以及產能過剩等擔憂。不過零部件供應則仍擁有較大發揮空間。至於敏實業務發展方面，雖然電池盒仍處高增長，惟股價去年表現跑輸大市，跌近4.2%，原因在於在加大產能之同時負債亦隨之上升，導致利息開支大增之餘，2023年年度更停止派息，自此股價亦無太大起色；不過自去年中期業績發布後股價終見反彈，主要是集團調低資本開支，並以正自由現金流為目標；另預期全年將恢復派息，以及計劃回購不多於10%股份。基於電池盒業務發展仍迅速（超過三成），整體毛利率仍有望改善等因素，可待股價回調至14元附近開始分段吸納。

（筆者持有津上機床股份）

昆侖能源協同效應顯著增強



潘鐵珊 香港股票分析師協會 副主席

昆侖能源（0135）於2024年上半年的經營業績繼續保持穩健增長。根據最新披露的財務報告，公司實現天然氣總銷售量264.38億立方米，同比增長10.5%，進一步鞏固了其在終端市場的領先地位。公司實現收入929.22億元（人民幣，下同），同比增长6.7%；實現歸母淨利潤33.1億元，每股基本盈利38.17分，展現出較強的盈利能力。

天然氣銷售業務表現突出

昆侖能源在天然氣銷售業務方面表現尤為突出，用戶總量已突破1,600萬戶，天然氣零售量達到163億立方米，同比增長10.3%。分銷與貿易銷氣量達到101.36億立方米，同比增长11%。特別是工商業用戶銷氣量達到

132.64億立方米，同比增長16.8%，成為公司業績增長的重要引擎。

在LNG產業鏈上，昆侖能源的協同效應顯著增強。上半年，公司LNG接收站處理總量為77.704億立方米，同比增长5.9%；汽化量、裝車量分別為73.978億立方米、37.26億立方米，分別同比增长4.3%、53.5%。LNG加工廠加工量超預期增長，達到17.729億立方米，同比增长61.7%；工廠平均負荷率58.4%，同比增加19.5個百分點。

昆侖能源的LPG業務也煥發了新機。上半年，公司實現LPG銷量292.53萬噸，與去年同期相比保持平穩，超過2024年全年指引的一半（全年550萬噸）。LPG業務的強化管理促盈利顯著提升，為公司整體業績的增長貢獻了重要力量。

綜上所述，昆侖能源在2024年展現出了強勁的增長勢頭，無論是在天然氣銷售量、LNG產業鏈協同效應，還是LPG業務的盈利能力上，均實現了顯著的提升，這些成績不

昆侖能源(0135)



僅體現了公司在能源行業的競爭力，也為股東和市場帶來了信心。筆者認為，可考慮於8元（港元，下同）買入，上望8.60，跌穿7.80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

具龍頭優勢 中信証券候低吸

中信証券（6030）較早前公布，按中國會計準則，去年第三季淨利潤62.29億元（人民幣，下同），按年升21.94%。營業收入159.58億元，按年升11.54%。當中，資產公允價值變動收益增加1.3倍，主要由於證券市場波動令金融工具公允價值有變。受惠大宗商品貿易銷售收入，其他業務收入增加68.68%。但利息淨收入減少71.96%，因為融資融券利息收入減少，但賣出回購利息支出增加。業績優於不少同業。

政策方面，為加大上市公司分紅激勵力度，推動增強投資者回報，中國證券登記結算公司較早發通知，稱自2025年起，對滬深市場A股分紅派息手續費實施減半收取的優惠措施，即按照派發現金總額的0.5%收取分紅派息手續費，手續費金額超過150萬元人民幣以上的部分予以免收。新政相信對作為板塊龍頭股的中信証券應屬利好。

講開又講，中國證券業協會（簡稱中證協）日前發布了三則2024年證券公司質量評價結果，分別指向投行業務、債券業務以及財務顧問業務。評價結果顯示，投行業務質量評價共有11家券商獲評A類；債券業務執業質量評價有17家券商獲

得A類；財務顧問業務執業質量評價則僅有6家券商獲得A類。至於同時在三項業務質量評價中均收穫A類評級的券商僅有三家，當中便包括中信証券。

就股價表現而言，中信証券昨日調整至19.16元的去年10月中以來低位獲承接，股價昨收報19.2元，跌0.32元或1.64%，現水平的沽壓有待消化。此外，該股在續市盈率13.45倍，市賬率1.02倍，在同業中也不算貴。宜候回試19元附近收集，上望目標為50天線的22元，惟失守18.5元支持則止蝕。

看好中芯留意購輪28947

中芯國際（0981）昨走高至32.25元報收，升2.86%。若看好該股表現，可留意中芯國君購輪（28947）。28947昨收0.083元，其於2025年6月23日最後買賣，行使價40.55元，現時溢價38.18%，引伸波幅77.71%，實際槓桿3.39倍。

行業分析

「加速度時代」中國經濟新篇章

「紅旗開向日，白馬驟迎風。」2025年，中國經濟進入「加速度」階段，國家「有形之手」與市場「無形之手」相互作用，共同推動經濟向高質量、可持續方向邁進。這一切的核心在於「知行合一」。展望未來，在全球經濟複雜的「暖開機」背景下，政策與實踐的緊密結合，將助力中國經濟實現新突破，展現強勁發展活力與無限潛力。

政策料三大方面發力

其一，從財政到貨幣，穩增長政策規模與節奏的搭配。展望2025年，財政與貨幣政策將繼續協調發力，為經濟「加速度」奠定基礎。一方面，財政政策預計繼續擴大支出規模，特別是在民生和新興產業領域的投入，以增強經

濟韌性。高技術製造業和數字經濟仍是政策重點，預計2025年高技術產業投資增速將保持在10%左右，為長期可持續增長奠定基礎。基建投資將聚焦新基建領域，為短期增長與長期數位化轉型提供動能。此外，貨幣政策將在2025年繼續保持靈活適度，央行或進一步下調政策利率，並針對中小企業的貸款優惠政策，以提振市場信心與企業活力，支援經濟增長與穩就業目標的實現。

其二，從信心到前景，預期管理與市場信任的構建。展望2025年，透明的資訊披露、順暢的市場溝通有望進一步強化預期管理，在經濟承壓背景下保持市場穩定、提振信心。預計2025年消費領域的政策支持力度將進一步加大，以提振消費信心，推動居民消費成為經濟

滬深股市 述評

A股情緒再次轉弱 短期適當控倉

1月10日，寬基指數均收跌。截至收盤，上證指數收報3,168點，跌1.33%，深證成指收報9,795點，跌1.80%，創業板指收報1,975點，跌1.76%，兩市共成交金額1.16萬億元（人民幣，下同），比上一交易日增加約300億元；兩市個股跌多漲少，漲跌比為0.11:1，其中漲停44家，較上一交易日減少53家；跌停52家。截至上個交易日，滬深兩市兩融餘額為18,270.84億元，較前一交易日減少2.41億元。

一級行業悉數收跌，有色、銀行及機械設備相對抗跌。申萬一級行業板塊均下跌，有色金屬下跌0.40%；銀行下跌0.70%；機械設備下跌1.04%。商貿零售下跌4.22%；通信下跌3.50%。概念主題方面，GPU、PEEK材料兩指數收紅領漲，拼多多合作商、冰雪經濟、光通信、高速鋼等指數指數領跌。

伺機低吸科技增長股

消息面上，央行在對機構的債市投資上喊話、檢查、罰款之後，決定暫停國債二級市場買入操作，顯示市場利率的走低堅決和央行在匯率、利率上的兩難，短期央行流動性投放或需轉為其它方式；盤後，財政部表示2025年的2萬億元置換債券已啟動相關發行工作，發行特別國債補充大行的核心一級資本也在抓紧推動落實，但增量政策缺乏和面臨美國新總統上台衝擊，短期市場弱勢格局或難改變。策略上注意控制倉位、優化倉位，等待科技增長方向的AI硬件、應用、機器人等調整後的低吸機會。

工銀國際首席經濟學家、董事總經理 程實

增長的核心驅動力。宏觀政策或通過擴大社保覆蓋、提高低收入群體補貼力度等措施，提升居民可支配收入，從而刺激消費需求。在企業層面，政府將繼續通過減稅降費、提供優惠貸款等措施提振企業投資意願。

其三，從中央到地方，財權優化與稅收改革的合力。展望2025年，中央財政將進一步發力，支撐國家戰略。中央財政支出佔比或將逐步提高，增強了中央在重大項目和關鍵領域的資金投入能力，特別是在跨區域基礎設施、國家戰略性科技項目及社會保障方面，通過中央統籌實現全國均衡發展。隨着中央財政支出比重的提升，地方政府對轉移支付的依賴將下降，促使其更重視自有財政收入的拓展和支出效率提升。2025年，減稅降費力度將進一步加大，尤其是在創新型企業和綠色產業方面，政府將提供更多稅收優惠，以推動經濟結構優化和可持續發展。

股市縱橫

派息相對高估值吸引 交行可吼

港股昨跌0.9%，恒指退守19,000水守，內銀板塊偏軟，交通銀行（3328）跌0.8%，由於該股下周四中期息除淨，北水持續低吸。

交行為六大國有商業銀行之一。今年適逢在港上市20周年，A+H股市市值逾8,000億元。主要股東為中國財政部持股23.88%（H股13.01%），全國社保基金持股12.21%（H股25.91%），滙豐控股（0005）持股19.03%（H股40.37%）。交行並持有交銀國際控股（3329）73.14%股權。

交行香港分行為去年發行美元債券較活躍銀行之一，最新的一宗為去年12月5日宣布，成功向美國以外的投資者，發行一筆總額3億美元三年期高級無抵押債券。此次發行債券為RegS格式，採用浮動利率，以美元計價，息票率為SOFR+57點子。

另一方面，在中央政策組合拳支持上市公司回購股份，提升了內銀金融貸款額度。去年12月初，交行上海分行接受東方航空（0670）申請4.5億元回購A股專項資金。

交行去年9月底止首三季業績，淨營業收入1,964.11億元人民幣（下同），按年下降1.37%；純利686.9億元，按年下降0.69%；每股盈利0.84元。

單計第三季，該行淨營業收入638.61億元，按年增加3.29%；純利234.03億元，按年升1.19%；基本每股收益0.28元。客戶存款餘額87,270.29億元，較上年末增加2.06%。不良貸款率1.32%，較上年末下降0.01個百分點。

下周中期息除淨

六大行2024年度首度派發中期息以改善投資者回報需求及活躍市場，在過去兩個月的買賣交投來看，特別是港股通相關的投資理財產品組合的需求，帶動了北水持貨比例持續上升。交行是最後一家中期息尚未除淨，下周四（16日）為除淨日，以收取中期息0.1967港元計，現價息率3.20厘，2月14日派發。相對於已除淨的五大行，交行反而在大市自二萬點回落到萬九點的較低水平，收息更吸引。

值得一提的是，按中期派息比率計，交行為32.53，高於建行（0939）的29.88%、工行（1398）的30.5%、農行（1288）的31.45%。交行昨收報6.14元（港元，下同），跌5仙或0.8%，成交1.11億元。該股過去兩個月自6.47元回落，累跌14%。現價市盈率4.85倍，預測4.91厘；息率6.7厘；市淨率0.45倍，估值吸引，可收集，上望6.47元。