

# 股市策略

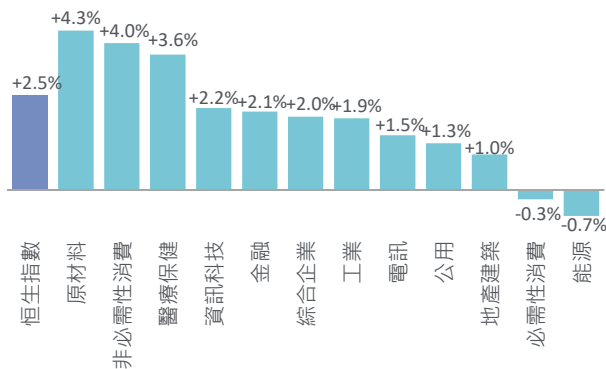
2025年12月1日

大新銀行經濟研究及投資策略部

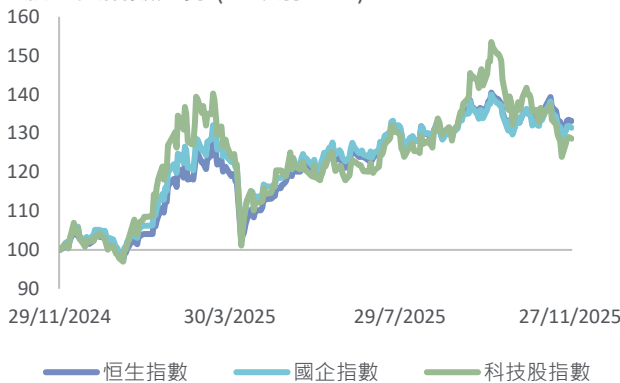
## 美國減息預期回升 港股反彈

|      | 恒生指數      | 國企指數     | 科技指數     | 人民幣兌美元  |
|------|-----------|----------|----------|---------|
| 上周收報 | 25,858.89 | 9,130.18 | 5,599.11 | 0.141   |
| 上周變動 | ● +2.5%   | ● +2.4%  | ● +3.8%  | ● +0.4% |
| 年初以來 | ● +28.9%  | ● +25.2% | ● +25.3% | ● +3.2% |

恒生綜合行業指數上周表現



港股主要指數走勢 (一年前=100)



### 本周焦點板塊——原材料 (頁2)

#### 市場回顧

- 聯儲局12月減息預期回升，市場氣氛改善，恒生指數上周反彈2.5%，收報25,858點，11月累計微跌0.2%，連跌兩個月
- 金礦及紙業股上漲，支持原材料股升4.3%，跑贏大市。中國擬拓展多元興趣消費，加上美股晶片股反彈帶動科技股造好，支持非必需消費股升近4%；資訊科技股亦升2.2%。石油相關股偏軟，拖累能源股下跌0.7%，跑輸大市
- 本港大型火災事故，個別本港上市的內地地財險股或面臨創紀錄巨額賠償
- 龍頭科技股雲業務第三季增長超預期，但巨額支出導致公司整體利潤銳減，同時發布新 AI 模型及搭載 AI 模型的智能眼鏡
- 彭博報道，內地龍頭地產發展商據悉嘗試獲得短期貸款以幫助償還下月到期的人民幣債券，但至少被兩家中資銀行拒絕，導致該公司的債券本周暴跌；本地大型地產商將推遲34億美元永續債券的票息支付

#### 中線策略

- 內地經濟轉弱，加上外圍股市波動牽動避險情緒，恒指短線若跌穿8月低位24,400點，或會下試23,500點（預測市盈率十年平均）
- 聯儲局有望再減息，內地南向資金持續流入，加上企業業績略勝上季，對港股仍屬正面因素。若避險情緒緩和，恒指突破10月高位，明年上半年有望挑戰28,200點水平

### 港股三大指數上周表現最佳及最差成份股

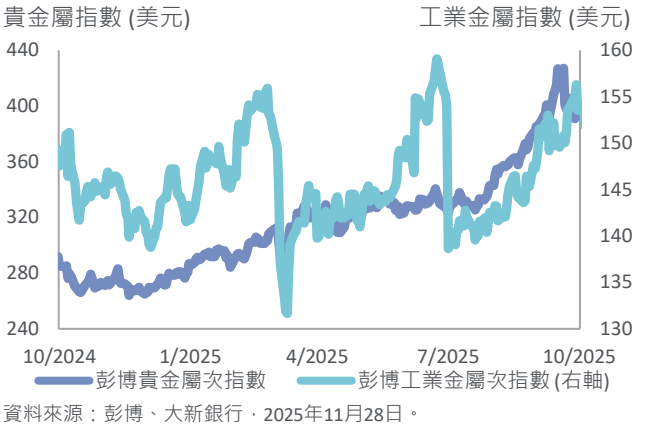
| 恒生指數成份股 |         |          |        |        | 國企指數成份股 |          |        | 科技指數成份股 |         |          |        |       |
|---------|---------|----------|--------|--------|---------|----------|--------|---------|---------|----------|--------|-------|
|         |         | 收市       | 變動     |        | 收市      | 變動       |        | 收市      | 變動      |          | 變動     |       |
| 表現最佳    | 1928 HK | 金沙中國     | 21.20  | +11.2% | 9992 HK | 泡泡瑪特     | 224.80 | +12.8%  | 9660 HK | 地平線 - W  | 7.88   | +8.8% |
|         | 1810 HK | 小米集團 - W | 41.02  | +7.7%  | 1810 HK | 小米集團 - W | 41.02  | +7.7%   | 1810 HK | 小米集團 - W | 41.02  | +7.7% |
|         | 3690 HK | 美團 - W   | 102.50 | +7.3%  | 3690 HK | 美團 - W   | 102.50 | +7.3%   | 9626 HK | 嗶哩嗶哩 - W | 206.40 | +7.4% |
|         | 2057 HK | 中通快遞 - W | 159.5  | +7.2%  | 2057 HK | 中通快遞 - W | 159.50 | +7.2%   | 3690 HK | 美團 - W   | 102.50 | +7.3% |
|         | 1093 HK | 石藥集團     | 7.91   | +7.2%  | 1093 HK | 石藥集團     | 7.91   | +7.2%   | 9868 HK | 小鵬汽車 - W | 83.90  | +6.9% |
| 表現最差    | 1929 HK | 周大福      | 13.65  | -9.0%  | 9633 HK | 農夫山泉     | 48.82  | -2.9%   | 6618 HK | 京東健康     | 61.10  | -1.7% |
|         | 288 HK  | 萬洲國際     | 8.14   | -3.1%  | 688 HK  | 中國海外發展   | 13.29  | -2.7%   | 9961 HK | 攜程集團 - S | 535.00 | -0.5% |
|         | 9633 HK | 農夫山泉     | 48.82  | -2.9%  | 762 HK  | 中國聯通     | 9.00   | -2.3%   | 241 HK  | 阿里健康     | 5.57   | 0%    |
|         | 688 HK  | 中國海外發展   | 13.3   | -2.7%  | 6618 HK | 京東健康     | 61.10  | -1.7%   | 241 HK  | 金山軟件     | 28.64  | 0%    |
|         | 868 HK  | 信義玻璃     | 8.57   | -2.4%  | 883 HK  | 中國海洋石油   | 21.18  | -1.7%   | 241 HK  | 中芯國際     | 68.80  | 0%    |

資料來源：彭博、大新銀行，截至上周最後交易日。

焦點板塊——原材料

- 金礦、有色金屬及紙業股上漲，原材料股升4.3%，跑贏大市
- 有報道指，內地多家紙廠採取「漲價+停機」雙策略，刺激紙業股上漲
- 上海期貨交易所數據顯示，白銀庫存跌至2015年以來的最低水平，加上市場對聯儲局減息預期再度升溫，帶動貴金屬及工業金屬價格有所回升（圖一）
- 我們維持原材料股的中性觀點。聯儲局有進一步減息，支持貴金屬及工業金屬價格在高位整固。貴金屬早前的升浪或已反映了聯儲局減息的預期，短期再進一步上升的空間或有限

圖一：貴金屬及工業金屬價格續在高位整固



恒生綜合原材料行業指數上周最活躍成份股

| 股票名稱   | 代號      | 股價<br>(港元) | 表現     |        |        |         |         | 估值   |           | 盈利能力     |              |
|--------|---------|------------|--------|--------|--------|---------|---------|------|-----------|----------|--------------|
|        |         |            | 一周     | 一個月    | 三個月    | 六個月     | 年初至今    | 股息率  | 預期<br>市盈率 | 股本<br>回報 | 市場預期<br>盈利增長 |
| 紫金礦業   | 2899 HK | 30.70      | +2.3%  | -1.2%  | +25.4% | +72.9%  | +122.8% | 1.8% | 11.5x     | 30.0%    | +53.4%       |
| 贛鋒鋁業   | 1772 HK | 48.98      | -3.8%  | +3.8%  | +62.8% | +159.7% | +145.5% | 0.3% | 47.1x     | -3.3%    | N.A.         |
| 中國宏橋   | 1378 HK | 30.86      | +4.5%  | +11.6% | +22.5% | +115.8% | +181.2% | 3.3% | 9.9x      | 24.3%    | -3.5%        |
| 紫金黃金國際 | 2259 HK | 139.20     | +4.8%  | +13.9% | N.A.   | N.A.    | N.A.    | N.A. | 20.1x     | N.A.     | +28.6%       |
| 中國黃金國際 | 2099 HK | 148.60     | +10.0% | +20.0% | +47.6% | +142.8% | +266.6% | 0.4% | 13.8x     | 20.9%    | +33.9%       |
| 洛陽鉬業   | 3993 HK | 16.16      | +5.3%  | -2.9%  | +39.6% | +164.6% | +220.1% | 1.7% | 13.6x     | 27.7%    | +21.2%       |
| 中國鋁業   | 2600 HK | 10.49      | -1.0%  | +14.1% | +56.4% | +134.0% | +144.9% | 2.6% | 10.1x     | 20.3%    | +2.4%        |
| 中國有色礦業 | 1258 HK | 14.95      | +12.5% | +6.6%  | +56.4% | +166.9% | +198.5% | 2.3% | 17.4x     | 20.1%    | -2.1%        |
| 江西銅業股份 | 358 HK  | 30.68      | +4.9%  | -5.2%  | +48.0% | +132.1% | +163.0% | 3.9% | 12.0x     | 10.2%    | -13.2%       |
| 招金礦業   | 1818 HK | 29.06      | +2.0%  | +3.3%  | +25.9% | +46.3%  | +165.8% | 0.2% | 20.5x     | 11.9%    | +49.0%       |

資料來源：彭博、大新銀行，截至上周最後交易日。過往表現為上周最後交易日收市價與其前一周、一個月、三個月、六個月及去年末的收市價作比較計算。「預測市盈率」及「市場預期盈利增長」是將股價除以由彭博追蹤及匯集之賣方分析師未來十二個月盈利預測共識所得。

整體行業觀點

| 行業     | 觀點 | 短評                                                                                                      |
|--------|----|---------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 金融     | ▶  | 內地股市成交暢旺，或有利券商股及內險股表現。內銀股或受制於信貸需求持續疲弱，但淨息差收窄的幅度有所改善。部分本地銀行盈利前景或受商業房地產相關貸款減值及聯儲局減息所影響                    |
| 非必需性消費 | ▲  | 內需消費仍然乏力，消費品以舊換新補貼效果消退，家電和影音設備與汽車銷售下跌。電商、電動車、外賣等行業內捲競爭情況嚴重。龍頭互聯網平台股受惠人工智能相關業務發展                         |
| 資訊科技   | ▶  | 科技股短線受累於市場對環球人工智能估值高企的擔憂。不過，龍頭晶片及網絡平台股業績表現超預期，而且整體行業中長線或受惠人工智能模型及半導體技術的突破，加上國策主張科技自立自強，相關產業或續受到未來政策重點支持 |
| 醫療保健   | ▼  | 部分藥廠取得關稅豁免，美國對藥物加徵關稅的影響亦逐步被消化。醫藥股中長線有望受惠內地加快審批新藥品及疫苗，以及原研與創新藥對外授權及銷售表現強勁                                |
| 地產建築   | ▲  | 整體內地房地產弱勢進一步加深，融資仍有困難，經營前景仍然疲弱。據悉內地正考慮新一輪樓市支持政策，選項包括購房貸款貼息等                                             |
| 電訊     | ▼  | 電訊板塊股息率普遍較高，而且波動性較低，經營前景料較穩定，短線或受惠大市波動增加                                                                |
| 能源     | ▶  | 能源板塊股息率普遍較高，或較具防守性。歐美加大對俄羅斯石油的制裁，短線或惠及國際油價及石油股。內地反內捲行動促進煤炭供需平衡，加上內地氣溫急降，或有助內地煤價回穩                       |
| 工業     | ▶  | 製造業活動收縮，投資增長顯著放緩，工業利潤轉弱，而且生產物價持續通縮，出口轉弱，或限制工業股表現。監管部門推反內捲行動，成效仍有待觀察                                     |
| 公用     | ▶  | 市況趨於波動，或為公用股帶來支持。太陽能產業反內捲行動，或有助紓緩太陽能行業經營壓力                                                              |
| 必需性消費  | ▶  | 內地餐飲、日用品銷售增速加快，消費物價略有回升，或有助必需性消費股盈利前景回穩                                                                 |
| 原材料    | ▶  | 貴金屬及工業金屬價格短線波動，或影響原材料股表現                                                                                |
| 綜合企業   | ▶  | 股息率偏高有助綜合企業股表現。本地大型綜合企業短線受惠分拆業務上市                                                                       |

資料來源：彭博、大新銀行，截至上周最後交易日。「↑」指相關行業投資觀點獲上調，「↓」為下調。

行業觀點闡釋

本文件「行業觀點」列出之行業，與恒生綜合行業指數相對應。「觀點」代表我們對相關行業相對恒生綜合指數未來三至六個月的潛在走勢的看法，主要參考影響不同行業的基本因素（包括相關宏觀條件、政策取向、企業盈利前景等）以及估值（包括歷史和預測市盈率或市賬率等指標）。

- 「看好」、「▼」代表相關行業未來三至六個月跑贏恒生綜合指數的機會大於跑輸。
- 「中性」、「▶」代表相關行業未來三至六個月跑贏或跑輸恒生綜合指數的機會大致相若。
- 「看淡」、「▲」代表相關行業未來三至六個月跑輸恒生綜合指數的機會大於跑贏。

其他股市資訊

未來七日恒生指數成份股業績公布

| 日期    | 代號 | 名稱 |
|-------|----|----|
| ( 無 ) |    |    |

未來七日新股上市

| 代號      | 名稱     | 發售價範圍             | 每手股數 | 每手入場費      | 行業       | 上市日期       |
|---------|--------|-------------------|------|------------|----------|------------|
| 2539 HK | 樂摩科技   | \$27.00 - \$40.00 | 100股 | \$4,040.35 | 酒店、餐飲及休閒 | 2025年12月3日 |
| 2693 HK | 金岩高嶺新材 | \$7.30            | 500股 | \$3,686.82 | 一般金屬及礦石  | 2025年12月3日 |
| 2408 HK | 遇見小麵   | \$5.64 - \$7.04   | 500股 | \$3,555.51 | 酒店、餐飲及休閒 | 2025年12月5日 |
| 2658 HK | 天域半導體  | \$58.00           | 50股  | \$2,929.24 | 半導體      | 2025年12月5日 |

資料來源：ETNET 經濟通、大新銀行，截至上周最後交易日。每手入場費包括1%經紀佣金、0.0027%證監會交易徵費、0.00565%聯交所交易費及0.00015%會計及財務匯報局交易徵費。

本周重要財經事項

| 日期     | 經濟體系 | 事件                        | 結果   | 預期   | 前值    |
|--------|------|---------------------------|------|------|-------|
| 11月30日 | 中國內地 | 11月官方製造業採購經理指數            | 49.2 | 49.4 | 49.0  |
| 12月1日  | 澳洲   | 11月墨爾本研究中心通脹按月變化          | 0.3% | -    | 0.3%  |
| 12月1日  | 中國內地 | 11月 RatingDog 中國製造業採購經理指數 | 49.9 | 50.5 | 50.6  |
| 12月1日  | 香港   | 10月零售銷售按年變化               | -    | 4.7% | 5.9%  |
| 12月1日  | 加拿大  | 11月製造業採購經理指數              | -    | -    | 49.6  |
| 12月1日  | 美國   | 11月 ISM 製造業指數             | -    | 49.0 | 48.7  |
| 12月2日  | 歐元區  | 11月消費物價指數按年變化初值           | -    | 2.1% | 2.1%  |
| 12月3日  | 香港   | 11月香港採購經理指數               | -    | -    | 51.2  |
| 12月3日  | 澳洲   | 第三季經濟按季變化                 | -    | 0.7% | 0.6%  |
| 12月3日  | 中國內地 | 11月 RatingDog 服務業採購經理指數   | -    | 52.1 | 52.6  |
| 12月3日  | 美國   | 11月 ADP 私營企業就業人數按月變化      | -    | 1.0萬 | 4.2萬  |
| 12月3日  | 美國   | 11月 ISM 服務業指數             | -    | 52.0 | 52.4  |
| 12月5日  | 美國   | 11月非農職位按月變化               | -    | 3.0萬 | 11.9萬 |
| 12月5日  | 加拿大  | 11月失業率                    | -    | 7.0% | 6.9%  |
| 12月5日  | 美國   | 12月密歇根大學消費信心指數初值          | -    | 52.0 | 51.0  |

資料來源：彭博、大新銀行，截至2025年12月1日。

大新銀行經濟研究及投資策略部

黃世康  
高級市場策略師

莫靄欣  
高級市場策略師

除非情況另有所指，否則本文件只提供一般參考性資訊，本文件並沒有考慮投資者的個別需要及狀況。此外，雖然本文件內容所載資料取自獲相信為可靠的資料，但大新銀行有限公司（「本行」）並未就有關資料進行獨立核對。本行不能擔保本文件之任何資料、推測或意見或任何此等推測或意見之基礎的公正性、準確性、完整性或精確性，亦在沒有欺詐、疏忽及故意失實的情況下不會承擔任何法律責任。本行有權修改本文件的內容資料而毋須另作通知。任何人因使用或依賴本文件所提供的資料而引致的任何損失，本行概不負責。除非情況另有所指，本文件並不構成對任何人就申請或購買任何投資產品或其他投資，及與產品或投資有關之任何期權、期貨或衍生工具或任何交易作出招攬、邀請或建議，亦不構成對未來單位價格變動的任何預測。本文件所提及之投資項目未必適合所有投資者。投資者必須根據其各自的投資目的及經驗、財務狀況、風險承受能力及其他需要作出投資決定。如有需要，投資者請尋求獨立專業意見。

投資涉及風險。有關未來之陳述有可能不會實現，及投資者請了解有關產品或其他投資如果有任何收益，均有機會變動。投資之價值及任何收入均可升可跌，甚至可能會變成毫無價值。過往表現並不代表將來之表現。投資可能出現虧損。外幣匯率可能有損本文件中所提及的產品（如有）、或其他投資之價值、價格或收入。投資者在投資前應考慮稅項對該投資之影響，及應根據個別情況向獨立稅項專家尋求稅務意見。本文件並不是指出本文件內提及之產品（如有）、或投資項目可能涉及的所有風險。投資者作出任何投資決定前，敬請細閱及明白該等投資的所有銷售文件，包括但不限於其所列載的風險披露聲明及風險警告。

除非作者表明有關觀點來自本行，否則有關意見僅代表該作者之個人觀點。

本行及其聯繫公司可隨時就本文件中提及的產品（如有）或投資進行買賣、從交易獲利、收取經紀佣金及費用、持有或充當市場莊家或顧問、經紀或銀行家。

本文件由本行於香港刊發，只供收件人閱覽。本文件及其全部或部份內容不得翻印或作進一部刊發。

本文件並未經香港證券及期貨事務監察委員會或任何其他香港的監管機構審核。