



# 市場避險情緒仍在升溫



葉尚志 第一上海首席策略師

港股昨日出現先低開後修復的行情走勢，但是短期震盪該仍未過去。恒指走了一波兩連跌，再跌了有接近140點，雖然仍能險守29,000點關口來收盤，但是在盤中曾一度低見28,500點水平，要注意盤面已有進一步弱化的跡象，後市有繼續以向下發展為主流。

股債齊跌的情況，已引起資金流向美元避險，美元指數已回升至92的三個多月來最高。在情況未能有所清晰之前，相信高估值的成長股，尤其是前期漲幅巨大的，仍將面對下調壓力。另一方面，港匯亦見明顯轉弱了，最新報1美元兌7.7638港元，是一年來的最弱水平，要提防也會對港股盤面構成影響。恒指昨先跌後修復，在盤中曾一度下

中進一步增加至2,404億元，而沽空金額有335.8億元，沽空比例13.97%。至於升跌股數比例是717:1286，日內漲幅超過11%的股票有45隻，而日內跌幅超過10%的股票有45隻。  
**未宜過於激進撈底**  
目前，港股未能擺脫調整格局發展，估計後市仍將以向下發展為主流。以恒指來看，反彈阻力區維持在29,500至29,800點，要升穿此阻力區後才可扭轉弱勢，否則的話，估計將繼續向下朝着28,000點來進發。現階段，由於市場氣氛已轉為謹慎，一方面，促使了盤內資金出現積極尋找避險港的舉措，而這種輪流避險的行為，可以給到市場一定的維穩作用，盤面不至於全面向淡，但這種狀態還是來得比較脆弱的。

另一方面，市場謹慎的氛圍，也會影響壓制了股份的彈性，尤其是前期漲幅巨大的高估值成長股，雖然他們的股價在過去三周已從高位回落了挺多，但是目前仍難以寄望有大幅反彈回升的出現。操作上，建議還是要維持謹慎警惕性，未宜過於激進撈底。而美國2月消費物價指數CPI將於周三(10日)公布，美聯儲會議也將會在17和18日舉行，相信都是會影響到美國債息率走勢的重要消息，宜多加注視。

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)
粵海投資(0270)	13.40	15.50
中石化油服(1033)	0.81	0.96
九龍倉置業(1997)	43.65	47.00

## 板塊透視

耀才證券研究部分析員 鄧均樂

# 兩會政策未有太大驚喜 資金未敢大舉進場

本周(3月1日至5日)，環球資本市場繼續受制於美國債息率走勢而大幅波動，美國10年期國債息率於1.4厘以上走勢，亞洲五時間更高見1.579厘，引發市場震盪。雖然聯儲局主席鮑威爾重申中局方改變政策前會保持耐性，目前未取得太大進展進行加息，但言論未有提及聯儲局即將開啟「扭曲操作」的訊號，導致長債息率重新向上，令市場仍然存在隱憂。恒指雖然於本週最後一個交易日創下自2月份來的低位28,513點，但於盤中曾經成功做出單日轉向，導致全個星期輕微收升118點或0.4%，暫時守住10周線，北水近期亦處於觀望狀態，本周淨流入20億元，但總算是扭轉了上週淨流出127億元的情況。

回顧上文提到，市場對經濟走向仍然樂觀，所以近期市場調整為資金於新舊經濟股中交替輪動的現象，加上利率上行有利金融股走勢，本周藍籌升幅十大之股份有一半均為銀行股，其餘主要為股息率較高的石油股及電信股。而較高估值的科技股及新經濟股均繼續受壓，其中恒生科技指數續挫3.6%，投資者需留意除非出現技術性買入訊號，否則不宜過分進取於弱勢板塊中博反彈，以免得不償失。  
新舊經濟股表現分化，令市場聚焦兩會行情，希望找出受惠政策的板塊以跑贏大市。國務院總理李克強提到中國預期今年GDP增速在6%以上，較個別問卷調查的8%-9%為保守，同時於其他經濟目標上，亦未有令市場驚喜，其中包括地方政府專項債3.65萬億元(人民幣，下同)，較上年3.75萬億元；赤字率約3.2%左右，較上年3.6%以上準則則低；同時不再發行特別國債安排，上年則有一萬億元抗疫特別國債。

投資板塊當中，房地產發展中新增了穩地價及房價等目標，堅持住房不炒，加上銀保監會主席郭樹清曾表示房地產領域核心問題仍是泡沫較大，均令市場難以從中找到投資的商機。消費類方面有較多題材，包括穩定增加汽車及家電等大宗消費的目標，同時支持互聯網規劃發展，均提振該等板塊龍頭於最後一個交易日由跌轉升。

### 待新經濟股買入訊號

但需要留意，市場資金其實於去年底已提前炒作可能受惠兩會政策的板塊，包括軍工、汽車及新能源等，令其估值也與新經濟股一樣處於高位水平，導致政策出爐後可以炒作的水位並不多，投資者更要留神資金借好消息出貨套利，展望未來時間，倉位分布仍然為首要注意事項，可以持有較低估值之板塊例如金融股，並繼續耐心等待新經濟股調整完成後的買入訊號。

## 行業分析

工銀國際研究部 程實、王宇哲

結構性特徵明顯，需求決定通脹走向。2021年以來，以大宗商品價格上漲為最主要表現的 global 通脹預期交易急劇升溫。截至2月26日，年內RJ/CRB商品價格指數升逾16%，成本推動型通脹預期也互相強化，主要發達經濟體長期利率明顯抬升，比如美國十年期國債利率在不到兩個月的時間內飆升超過60個基點，TIPS隱含的通脹預期也穩定在2%上方並小幅上行。但對於大宗商品是否進入「超級周期」的議論掩蓋了當前全球通脹的非常態特徵：  
其一，與過去十多年來全球製造業通脹主導的通脹疲弱迴異，新冠疫情對非稱的衝擊力度和持續性極大程度上抑制了服務業需求，主要經濟體復甦路徑的時序差異又帶來了製造業的結構性「產出缺口」。其二，以備受關注的能源和工業金屬等商品價格為例，當前市場似乎高估了一次性供給(如嚴寒天氣等)衝擊的長期影響或過度需求刺激(如美國財政再加碼)對持續拉升整體通脹的有效性，而低估了未來能源結構變化、潛在產能釋放等重新平衡長期供求的內生力量。其三，疫苗陸續接種後疫情的初步緩解跡象成為了通脹預期上行的另一推動力，但我們認為2021年總需求的復甦力度仍具有狀態依存式特徵，擺脫疫情和央行收水進度的微妙賽跑決定着總需求的整體力度，也將是全年整體通脹走勢最主要的影響因素。

# 大宗商品急升 不尋常通脹年代

市場仍謹慎樂觀，宜警惕一次性調整。通脹預期的大幅抬升，對於長期通脹的潛在影響不容忽視，但短期而言，預期的穩定性對於市場更為重要。作為最早有效管控新冠疫情、開啟經濟復甦的主要經濟體，中國當前CPI處在相對低位但在經濟出現過熱跡象之前，人民銀行已經用類似前瞻指引的方式給出了轉彎的方向。近期，《2020年第四季度貨幣政策執行報告》及央行主管的《金融時報》文章都強調，操作數量不宜再被視作央行政策取向的指示方向，而更應該關注政策利率目標。貨幣政策司司長孫國峰也指出，2021年第一季度可能出現「高基數基礎上的金融數據同比增速回落與低基數基礎上的經濟數據同比增速走高的背離」。

### 內地政策收緊趨勢未改

我們認為，中國貨幣政策收緊的趨勢不會因為短期CPI的下滑發生改變，而將更關注於由PPI快速拉升所帶來的從上游向下游傳導的潛在通脹。換言之，全年中國貨幣政策相繼換擇重新寬鬆的概率並不大。基於此，我們對真實復甦驅動下的市場的整體走勢仍保有謹慎樂觀。但隨著收緊貨幣政策的「兩點」愈加逼近，貨幣當局預警的「雷聲」將重新校正市場預期，或導致一次性調整壓力。以史為鑑，上世紀七十年代機構股團團圍，美股以「漂亮50」為代表的相關標的在估值大幅高出市場平均的背景下泡沫終被刺破。在復甦仍有波折、真實通脹壓力漸起、流動性終將收緊的宏觀環境下，宜提前尋找避險之選。

本版文章為作者之個人意見，不代表本報立場。

## 股市領航

# 延伸業務拓展加快 粵海投資增長可期



潘鐵珊 香港股票分析師協會副主席

粵海投資(0270)涵蓋水資源、物業投資及發展等不同項目。截至去年9月30日止的首三季業績，集團錄得營業收入為160.9億元(人民幣，下同)，比2019年同期升41.9%；而歸屬於集團所有者的溢利為38.9億元，同比下降6.2%。集團有多個亮點以支撐持續增長。  
除水資源及發電以外，集團在物業投資方面的勢頭亦不容忽視。其中廣東粵海天河城的物業投資業務為具防守性的核心投資物業，天河城廣場包括一個購物中心、一座辦公大樓及一間酒

店。廣東天河城由於位處黃金地段，購物中心甚受歡迎，租務收入亦理想，天河城購物中心期內取得近99.9%的平均出租率，故此部分的防守性強。此外，集團亦透過附屬公司持有番禺萬博中央商務區土地的部分權益，而該商務區預期將成為廣州新一代的商業區，該項目發展的商務公寓及寫字樓已經竣工，亦已開始錄得銷售物業收入。集團在深羅羅湖，以珠寶為主題的多元商業綜合體粵海城項目於去年六月竣工，相信會為後續帶來盈利貢獻。

### 股份具防守性

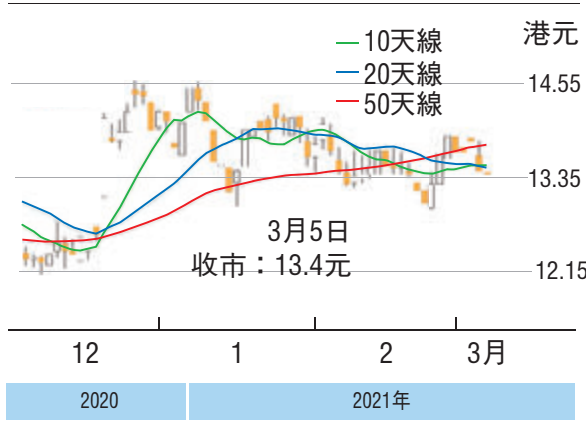
來自東深供水項目的盈利貢獻仍然為集團盈利的重要部分。值得注意的是，除傳統的水資源項目外，集團積極探索水環境综合整治等產業鏈延伸業務，並加快項目拓展步

伐。兩個分別位於廣東省揭陽市及南沙區的新水資源項目成功簽約，總設計供水能力為每日995,000噸。預計總投資金額約為24.6億元，將有助集團進一步鞏固業務。而在建中的供水廠的供水能力合共每日200.4萬噸，在建中的污水處理廠的污水處理能力合共每日27萬噸，相信新收購或投產的水資源項目將帶來增長。

### 可考慮現價買入

面對市場上各種不穩定因素，集團股份具防守性，加上來自東深供水項

### 粵海投資(0270)



目的盈利貢獻、廣州珠江路物業及東莞公私合營項目等均為集團帶來穩健增長，相信未來一段時間仍具吸引力。可考慮於現價買入，上望15.50港元，跌穿12港元止蝕。  
(筆者沒有持有相關股份，筆者客戶持有相關股份)

## 紅籌國企

油組會議未有宣布增產，刺激油價連升2天，昨日亞洲時段仍保持升勢。紐約4月期油周四收市升2.55美元，報每桶63.83美元，是2019年4月以來的收市高位，升4.2%。倫敦布蘭特5月期油收市升約4.2%，報每桶66.74美元，升2.67美元。油價向好勢頭未變，勢將刺激油服需求回升，有望帶動中石化油服(1033)盈利在低基數下反彈，其股價上升空間值得看高一線。  
業績方面，中石化油服早前曾發盈警，按照中國企業會計準則，預期截至去年12月31日止年度歸屬於上市公司股東的淨利潤約8,000萬元(人民幣，下同)，按年減少91.2%。集團指出，這是由於去年全球突發新冠肺炎疫情，國際油價出現歷史性暴跌，全年布蘭特原油現貨平均價格為每桶41.96美元，按年下降34.7%。如今油價已明顯擺脫頹勢，中石化油服今年業績無疑也可憧憬。

集團1月底公布中標山東管網南幹線天然氣管道工程項目，金額為34.66億元人民幣，相當於公司中國會計準則下約佔2019年營業收入近5%。此外，集團全资子公司中國石化集團國際石油工程與科威特石油公司早前簽署了10

## 張怡

部修井機合同，合同額為3.6億美元，合同期為5年+1年。合同額約折合人民幣23.23億元，約佔2019年營業收入的3.32%。  
股價方面，在周四逾600點的跌市中，中石化油服仍能反覆向好，曾走高至0.82元，最後回順至0.77元報收，仍升2仙或2.67%，觀乎油組會後，油價保持升勢，該股昨日續見走強，收報0.81元，升4仙或5.2%，在股價強勢已成下，料其後市有力再試52周高位的0.96元，宜以失守0.7元作為止蝕位。

### 看好騰訊留意購輪 11206

騰訊控股(0700)於周四跌4.56%後，股價昨進一步退至679元報收，跌1.59%。若看好該股短期反彈行情，可留意騰訊中銀購輪(11206)。  
11206昨收0.094元，其於今年8月18日最後買賣，行使價756.05元，現時溢價18.27%，引伸波幅41.47%，實際槓桿5.82倍。

## 滬深股市述評

A股昨日低開高走收假陽線，中小創指及科創50小幅上漲，成交量略減。上證指數收報約3,502點，跌0.04%，成交額4,088.50億元(人民幣，下同)；深證成指收報14,412點，跌0.03%，成交額4,675.95億元；創業板指收報約2,872點，漲0.70%，成交額1,663.28億元；兩市個股漲多跌少，漲跌比為2.47:1，其中漲停103家；跌停14家。

## 低位承接盤出現 白酒等核心資產企穩

行業板塊多數上漲，傳媒漲1.35%，商業貿易上漲1.12%，計算機上漲1.12%，鋼鐵下跌4.69%，有色金屬下跌3.01%，國防軍工下跌1.76%。資金面上，北向資金淨流入5.26億元，其中滬股通淨流入13.23億元，深股通淨流出7.97億元。最新兩融餘額為16,750.34億元。  
抱團股快速回落後階段企穩，滬指尋求3,450點附近支撐。市場周和消費兩種風格分化，抱團股在短期大幅調整後，合意估

## 興證國際

值區間附近低承接盤增多，盤中企穩反彈品種增多，尤其是高價白酒龍頭對情緒帶動明顯，這對於正靠近半年線的寬基指數走勢是有積極意義的。  
**建議合理控制倉位**  
隔夜美聯儲主席對近期長期國債走升僅表達了關注，並未如期釋放相關明確的政策措施來打壓市場利率，進而加進了市場流動性趨緊預期，並帶動外盤銅、鋁等大宗商品的下跌，這也是今日開盤有色、化工、煤炭等高位下跌的誘因，這也對市場人氣形成打壓。指數的漲跌起伏、板塊的表現異常，顯示場內資金面不穩，風格跳躍，博弈型交易策略居多。策略上，基於交易難度上升，還是建議合理控制倉位，可逐步關注回調到估值處合理區間且增長確定的核心資產，對漲價概念、短期漲幅大的品種可逢高兌現。兩會窗口期，一些政策主題的脈衝機會仍定位於快速快出、博弈性質。

## 證券分析

# 九置業績勝預期 惟股價上升空間有限

九龍倉置業(1997)20財年基本盈利按年下降24%至74.77億元，這主要是由於租金收入(尤其是購物中心收入)的急劇下降所致。但是，業績仍然略優於預期。末期每股股息為0.69元，全年每股股息為1.47元，佔香港投資物業及酒店淨利潤的65%。  
集團的租金收入按年下跌17%，至118億元，而營業溢利則按年下跌22%，至97億元。其中，高度依賴遊客購物的海港城收入按年下

25%至86.7億元，而營業利潤按年下跌29%至67.3億元。實際上，由於遊客的急劇下降，儘管出租率保持在90%，海港城購物中心的收入按年下降28%。  
時代廣場的租金收入按年下降18%，而營業利潤按年下降24%。其中，購物中心的出租率保持在93%，收入下降22%，營業利潤按年下降30%。相對而言，針對本地消費的荷里活廣場表現相對較好。出租率保持在95%，而收入則按年

下降13%。  
另一方面，2020年海港城和時代廣場的寫字樓組合收入分別僅下降2%和6%。但是，2020年底，出租率下降到85-86%。可能會進一步增加2021年相關租金收入的下行壓力。  
**租金收入有望反彈**  
展望未來，得益於疫苗的推出，預計香港經濟將在2021年下半年回升，而中國遊客亦將逐漸再次到訪

### 租金收入有望反彈

香港。九龍倉置業的經營環境將得到改善。但是，越來越多的中國人在內地市場購買奢侈品，可能會影響香港的相關業務。實際上，一些原來支付較高租金的奢侈品客戶，已經從九龍倉置業的購物中心(如時代廣場)遷出。  
總體而言，得益於經營環境的改善，九龍倉置業租金收入將在2021年反彈，而淨利潤也將在2021年增長9%。但是，九龍倉置業市盈率估值為16.6倍，股息率為3.8%，以及奢侈品品牌租戶比例降低的影響，九龍倉置業的估值只屬合理。目標價為47元，股價上漲空間有限。

## 凱基證券

香港。九龍倉置業的經營環境將得到改善。但是，越來越多的中國人在內地市場購買奢侈品，可能會影響香港的相關業務。實際上，一些原來支付較高租金的奢侈品客戶，已經從九龍倉置業的購物中心(如時代廣場)遷出。  
總體而言，得益於經營環境的改善，九龍倉置業租金收入將在2021年反彈，而淨利潤也將在2021年增長9%。但是，九龍倉置業市盈率估值為16.6倍，股息率為3.8%，以及奢侈品品牌租戶比例降低的影響，九龍倉置業的估值只屬合理。目標價為47元，股價上漲空間有限。