

證券分析

國浩資本

訂貨成催化劑 安踏具上升潛力

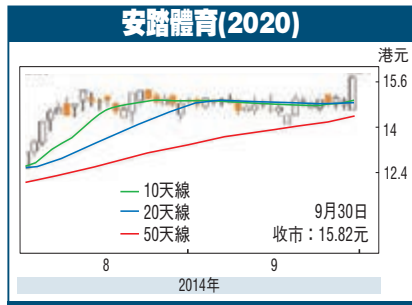
安踏(2020)在晉江舉行2015年第2季訂貨會。本年至今，公司股價表現對訂貨會公布的結果十分敏感。由每次訂貨會結果公布前一個月起計，截至公布後當日，公司股價平均升6%，以及優於同期恒指5%。若這個模式是有效的，則將於10月底公布的訂貨會結果，將是短線的股價催化劑。除了這個模式之外，安踏作為行業領導者，將最快走出困難時期。

面反映公司業務創造現金能力高及負債低的特點。除了豐厚派息，本行對公司競爭力的改善印象深刻。公司於2012年收購了造鞋設施，這項決策於2014年上半年得到回報。首先，自營產能的增加改善了供應彈性，故此管理層能因應分銷商的要求快速補充暢銷貨品。故此，上半年營業額的升幅較預售會訂單升幅更高。另外，毛利率亦因自營產能增加而有所提升，上半年毛利率上升4個百分點至45.1%。經營開支上抵消了生產力改善的部分成果。銷售成本增加45%，令經營利潤率僅上升2.0個百分點至23.9%，較毛利率擴張幅度低。考慮到內地經營環境的通脹壓力，本行認為這升幅可以接受。

庫存低於同業 迎行業回暖

安踏2014年上半年的庫存周轉日及應收賬周轉日分別為59日及38日，遠低於同業平均水平。安踏嚴格控制應收賬額，有效控制分銷商的庫存水平。管理層的穩健作風最終減輕了分銷商在行業供應過剩時的壓力。換言之，安踏的分銷商受到庫存減值的影響也較少，在財政方面較同業更具彈性去迎接行業回暖的格局。當行業回暖勢頭漸趨明朗，本行相信安踏在這個趨勢中繼續領軍。

展望將來，2014年下半年的訂貨金額增長達高單位數，本行預料營業額增長將會加快。本行公司2014年及2015



年的營業額分別增長達13%及14%。考慮到產品組合改善，毛利率於2014年及2015年分別會擴張大約4個百分點及1個百分點，預計公司2014年及2015年分別盈利按年升21%及18%。基於現時的市場數據，安踏現價相當於撤除現金2015年市盈率13.5倍(公司持有現金每股2.2港元)，較歷史平均水平折讓6%。考到公司業務復甦，本行建議買入安踏，6個月目標價為17.0港元(昨天收市15.82港元)，相當於撤除現金2015年市盈率15.8倍。

大唐新能源估值吸引

內地股市昨日在國慶長假期前仍能維持反覆向上的勢頭，上證綜指收報2,363點，升0.26%；而這邊廂的港股則備受「佔中」的利淡因素拖累而再挫近300點，惟觀乎中資股仍以個別發展，當中又以新能源和醫療等板塊的股份表現較佳。中資個別方面，中國電子(0085)續現破頂行情，收報2.58元，再進賬12.17%。新能源股再度受捧，當中華電福新(0816)以近高位的4.55元報收，升4.6%，昨日低位的4.24元，已可視為逾月來橫行區底部支持，此水位不破，料仍具反彈空間。

大唐新能源(1798)於8月中攀高至1.31元遇阻，近期股價呈反覆走底的格局，而本週過去兩個交易日，在退至1.01元水平均獲承接，昨收1.02元，因短期調整似已有放緩跡象，在股價已現超賣，以及市場對新能源股仍然情有獨鍾下，該股現水平已不妨考慮部署趁低收集。大唐新能源股價受壓，料與較早前公布的中期業績未如理想有很大的關係。

集團較早前公布，截至今年6月止上半年，營業收入25.75億(人民幣，下同)，按年下降6.8%。錄得虧損1,440萬元，相對去年同期純利2.31億元；每股虧損0.2分。不派中期息。大唐新能源早前已曾發盈警表示，業績轉虧主要是由於大部分地區上半年風資源差於去年同期，導致總發電量下降。大唐新能源是於2010年12月17日來港上市，當時的上市價為2.33元(港元，下同)，換言之，現價較上市價已回落了56%。

此外，大唐新能源每股資產淨值為1.277元人民幣(約1.64港元)，即其市賬率(PB)約0.62倍，估值也有被低估之嫌。趁股價沽壓收斂上車，博反彈目標為之前高位阻力的1.31元，惟失守52周低位支持的0.98元則止蝕。

中銀購輪29956數據較合理

中銀香港(2388)昨平收24.75元，為表現較佳的藍籌股之一，若繼續看好該股後市表現，可留意中銀大和購輪(29956)。29956昨收0.209元，其於明年5月4日到期，換股價為23.8元，兌換率為0.1，現時溢價4.61%，引伸波幅21%，實際槓桿7.4倍。此證已為價內輪，有較長的年期可供買賣，現時數據又屬合理，加上交投較暢旺，故為可取的吸納之選。

Investment strategy section for 大唐新能源 (1798), including a table with columns for name, H share code, H share price, A share price, and H share premium. Target price is 1.31元, stop loss is 0.98元.

美股借「佔中」造淡僅短暫

美歐經濟數據仍左右環球資金流向，美股早前曾憂慮提早加息而大跌，不過道指17,000關很快便收復失地，第二季GDP終值增長4.6%與及消費支出、信心預期，均顯示經濟增長動力持續，引發債市資金流向股市，推動美股續攀高態勢。歐洲市場方面，德國8月實質零售銷售按月升2.5%，好過上月跌1.1%，亦好過市場預期升0.5%。此外，歐盟統計局公布，歐元區9月通脹率下至2009年10月以來最低水平，由8月的0.4%放緩至0.3%，進一步遠離歐洲央行的目標。統計局並公布歐元區9月失業率11.5%，與預期及前值一樣。上述數據顯示歐元區通縮風險加劇，而失業率仍接近紀錄高位，表明歐央行今年6月以來所實施的刺激舉措，在提振通脹和經濟方面並未產生明顯效果。市場預期歐洲央行勢擴大寬量(QE)，引發歐元跌穿1.26，歐主要股市上升，美元指數升破86大關。歐美最新數據續支持風險資金在股市尋求高回報。回說港股，「佔中」引發的政治市續成拋壓藉口，對沖基金明顯地操作重磅股達到持續跌市目的，期指拋壓大，以10月期指來說，港股收市後，進一步插至22,820收市，大跌395點，較恒指低水113點，成交7.42萬張合約。

「佔中」已佔據多個地區交通要道，何去何從成為投資者關注課題，昨日特首梁振英已表示，「佔中」會比較長時間持續下去，影響經濟及生活。他說，佔中已影響緊急救援服務，要求「佔中」發起人履行承諾，馬上叫停行動。特首已道出「佔中」將長時間延續，而「佔中」的極端反對派訴求是要特首落台、人大常委會撤回政改決定，均為「奪權」而戰，不可能實現的要求，香港經濟、民生會因此自殘，損害大多數港人利益，最終會注定失敗收場。

參考泰國的經驗，除非港金系統受衝擊，造成股市大跌的時間不會太長，其後泰股更大幅反彈創高位。在中央堅決支持特區政府依法施政，以及150萬人曾簽名反對「佔中」的形勢下，不會一面倒出現亂局，只會局部癱瘓部分行業，但整體經濟不會有太大衝擊。

昨日提及的中銀香港(2388)，早段曾跌穿24元，低見23.85元，不過因跌過籠，其後獲大盤抽升上24.75元平收，成為昨日市抗跌強的主力藍籌。此外騰訊(0700)亦由113.4元低位反彈上115.5元報收，僅跌0.10元，成交達28.9億，顯示有大型補倉及實力客入市。

中銀騰訊低位反彈力強

數碼收發站

大市透視

9月30日。港股大盤持續跌勢，恒指走了一波四連跌，進一步失守了23,000的整數心理關，仍處尋底行情當中。在資金出現外流影響下，加上香港內部存有不安定因素，是令到港大盤盤面陷於雙重打擊的局面。在壓擊力量大、買盤承接力不足的形勢下，估計港股未能擺脫易跌難升的格局。事實上，在每一波尋底跌浪，市場最終都是要通過拋售，來把潛在沽壓釋放後，股市才有找到階段性底部的機會，而目前，我們仍在等待這個時機的到來。

資金加快流出延續跌勢 在過去幾天，港匯的弱勢是明顯加劇了，曾一度跌至1美元兌7.7700港元，是年內的最低水平。資金外流的情況已見明顯，這個跟7月、8月時資金流進的情況，已完全不一樣了，也是我們在過去兩周的最大關注點。而資金的快速掉頭流出，對港股盤面構成了重大衝擊，是令到港股出現持續性下挫的原因。恒指再現跳空下挫，在盤中曾一度低見22,855，再創三個月多來的新低。盤面仍處整

港股領航

原料價回落 恒安毛利率改善

恒安國際(1044)主要於中國製造、分銷及出售個人衛生用品、護膚及零食產品等，為內地最大的婦女衛生巾和嬰兒紙尿褲生產企業。現時集團的銷售和分銷網絡覆蓋全國14個省市，並擁有逾40家獨立法人公司。旗下商標包括安爾樂、心相印、安樂、安而康等，共生產與銷售逾100款品種的婦女衛生巾、嬰兒紙尿褲和成人紙尿褲，以及紙品系列。於今年上半年，集團的收入按年增加16.2%至120.98億元，當中紙巾產品收入按年上升11.3%至56.38億元，而衛生巾產品收入亦較去年同期增長25.4%至35.86億元，分別佔整體收入的46.6%及29.6%。受到人民幣兌其他主要貨幣貶值影響，公司於期內錄得約1.77億元的匯兌虧損，拖累其純利按年減少約4.5%至17.75億元。受累於原材料及造紙木漿價格上升，加上集團加大於促銷及品牌宣傳專

體弱勢，有接近1,000隻股份錄得跌幅，顯示資金介入的積極性仍弱。恒指收盤報22,933，下跌296點，主板成交量有847億多，保持在相對高水平，而沽空金額有96.1億元，沽空比例有11.34%。

滬港通題材打回原形

技術上，恒指已跌穿了250日線23,172，失守了牛熊線。另外，恒指也跌穿了7月份資金流進引發的升浪起點23,200，顯示滬港通題材已打回原形。從走勢來看，港股淡勢已出現了深化，在未有可預見的利好消息出現之前，相信港股更多會以下跌、以跌幅來換取成功尋底的機會，而這個往往會有跌過頭的情況出現。策略上，建議可以等候拋售的到來，才來進行撈底的操作。(筆者為證監會持牌人)

投資觀察

內地經濟面臨下行風險

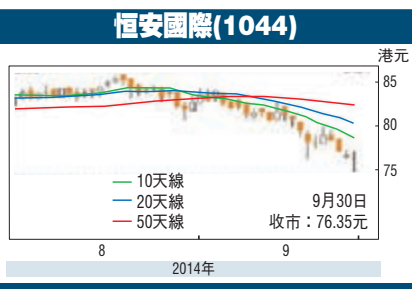
「佔中」活動令香港罕有地受不明朗政治因素所困擾，基於市場未能掌握香港特區政府已擬定較明確的方向來控制「佔中」活動以防止其規模進一步擴大，並化解社會紛爭，故此，投資人普遍抱有較強烈的避險意識，成為港股暫缺乏承接力的主要原因之一。此外，中國經濟短期前景憂慮重燃，持續成為導致港股進一步下跌的另一主因。

匯豐發布其與Markit Economics編制的9月中國製造業採購經理指數(PMI)終值為50.2，低於初值的50.5，而相對8月沒變動，亦略較市場預估值遜色，數據表明中國實體經濟持續面臨下行壓力。儘管中國中小型製造業活動依然擴張，但速度緩慢，而數據亦反映政策面帶來的正面效益正遞減，內生動力正處於弱化的趨勢中。

事實上，分項指數中的產出及新訂單指數終值分別下修0.5及0.8個百分點，而唯一給予市場正面訊息的是，9月新出口訂單指數終值上修0.6個百分點至54.5，創2010年3月以來的最高水平，主要受出口市場需求增加所推動，為支撐整體指數企於50以上水平的主要一個環節。

實體經濟續受產能過剩困擾

較令市場感不安的分項指數分別為：投入、產出與就業指數，首先，投入與產出指數終值於9月雙雙皆跌至最近5個月最低水平，兩者兼且持續第二個月處於50以下，數據反映內地實體經濟繼續受產能過剩的問題所困擾。另一方面，就業指數終值已連續11個月處於50以下，顯示中小型製造業的需求較疲弱依然引起市場的關注。儘管上述數據反映中國經濟依然面臨下行壓力所拖累，但市場普遍已意識到中央政府不會於短期內推行較大規模的強刺激政策，故預估恒生指數短期內將依然面臨再下測22,800點的壓力。(筆者為證監會持牌人)



變得更為激烈，集團減慢其擴張步伐，並將自有紙巾品牌拓展到海外市場，以擴大客源。同時，恒安亦於下半年拓展母嬰店及網上銷售渠道，把握信息消費的大趨勢。滬港通即將開通，料一眾內地知名品牌將受到內地投資者的追捧，加上中國城鎮化持續，城鎮居民收入上升及放寬「一孩政策」等利好因素帶動，股價表現可看高一線。本欄逢周三刊出(筆者為證監會持牌人)

Advertisement for 恒安國際 (1044) featuring a photo of 黃敏碩, CEO and Chairman of the Board, and text describing the company's products and market presence.