

國策利好 比亞迪添動力

紅籌國企 高輪

張怡

內地股市昨在中秋假期前出現調整走勢，上證綜指失守3,100關，收報3,092點，跌1.6%。至於這邊廂的港股則先整固後回升，表現明顯跑贏A股。A+H股方面，天津創業環保A股(600874)漲近1成至停牌，而其H股(1065)亦向好，收報4.61元，升3.6%；此外，洛陽玻璃A股(600876.SS)也漲停，而其H股(1108)亦走高至5.15元報收，升5.75%。

有國策支持的新能源股仍為市場焦點。受惠於內地加快電動車充電設施建設，比亞迪(1211)昨曾高見39.25元，收報39.05元，仍升1.65元，升幅為4.41%，而全周計則升4.7%，為表現本周表現最好的國指成份股。消息方面，比亞迪在最新披露的《投資者關係活動記錄表》中表示，未來，集團將陸續推出更多新能源汽車車型，包括今年新上市的插電式SUV車型唐，小型插電式SUV車型宋、元等，隨着車型的豐富和新電池產能的投放，預計旗下新能源汽車銷量將迎來高速增长。

在工信部近日發佈的第五批《免徵車輛購置稅的新能源汽車車型目錄》中，比亞迪F3DM等在內的6款車型也出現在名單中。業績方面，比亞迪上半年新能源車銷量大增約2.6倍，而該公司也早就預計，前9個月純利可上升3.9至4.3倍，表現均優於行業平均水平。大行也普遍看好該股前景，如野村早前報告便認為，該股目標價可達64元，即現價仍有約64%的上升空間。在股價上升勢頭已形成下，下一個目標將上移至45元，惟失守10天線支持的36.35元則止蝕。

工行購輪11010勝在鐵鈎

工商銀行(1398)昨收4.53元，升0.89%，成交居港股成交金額榜第三位。若繼續看好工行後市反彈行情，可留意工行中銀購輪(11010)。11010昨收0.38元，其於明年5月4日到期，換股價為5元，兌換率為1，現時溢價18.76%，引伸波幅39.1%，實際槓桿5.2倍。此證仍為價外輪，但因有較長的期限可供買賣，現時數據尚算合理，加上交投在同類股證中最暢旺的一隻，故為可取的吸納之選。

上海股市盤面述評

【大盤】：A股早市低開後反覆向下，跌幅一度超過2.3%。午後環保股一度活躍，尾市銀行股發力揚升，截至收市，上證綜指仍跌1.6%，報3,092.35點；深證成指跌3.26%報9,904.76點。兩市全天下成交額5,611億元人民幣，上日為5,498億元人民幣。全周計，上證綜指下跌0.18%，深證成指則上升0.55%，中小板指收市跌3.33%，全周計升1.4%。創業板指收市跌4.06%，全周計升1.9%。

【板塊方面】：板塊中，銀行板塊收升，升幅為1.23%。計算機板塊下挫5.7%。傳媒、電子、機械設備均跌約4%。國防軍工、通信、鋼鐵、紡織服裝、化工、家用電器板塊均錄得3%以上跌幅。概念股方面，PM2.5、環保指數小升；安防監控、移動支付、體育、核能核電、網絡安全均重挫7%左右。

【投資策略】：在去槓桿後，資金量也成為後市上行的最大阻力，離場資金和消失的槓桿盤很難在短期內回流市場。後期即便展開反彈行情，在沒有增量資金情況下，股指反彈高度有限。技術上，上證整周繼續處在3000至3250點之間爭持，但陰陽周線圖上以接近全周低位收市，10周線跌破50周線，後市不宜失守3,000點大關，更不宜跌破2,850點，必須盡快上破3,250點，才能扭轉弱勢。

【AH股 差價表】 9月25日收市價 *停牌 人民幣兌換率0.82267 (16:00pm)

Table with 5 columns: 名稱, H股(A股)代號, H股價(港元), A股價(人民幣), H比A折讓(%)

板塊 拆局

女性內衣行業分散 都市麗人ROE高

雖然近期港股市況不穩，交投偏淡，但周內仍有三隻新股招股，分別是IMAX CHINA(1970)、維珍妮(2199)及天潔環境(1527)。若以集資額計，應以IMAX的18.507億元最高，惟公司在招股書中披露：「不會從全球發售中售股股東出售待售股份或因超額配售權獲得而收取任何所得款項。」這意味著IMAX的龐大集資金額中，大部分都是控股股東售股，而且資金不會投放在上市公司的身上。若不計有關集資額，則IMAX CHINA的集資淨額實際為4.731億元，而維珍妮(2199)及天潔環境(1527)的集資淨額則分別為16.092億元及4.175億元。

換言之，在近期的招股活動中，以維珍妮的集資淨額計最高。據招股書介紹，維珍妮是全球領先的貼身內衣公

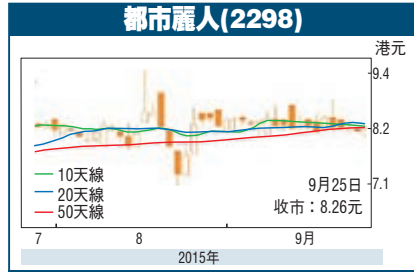
司，透過創新設計製造商 (innovative design manufacturer) 業務模式，為全球領先的品牌創新、設計與製造一系列的貼身內衣和功能性運動類產品。維珍妮在2014年的胸圍產量，更是「行內全球首屈一指」，但市場份額只約1.0%；全球胸圍製造業前四位之參與者僅佔3.5%市場份額，可見行業甚為分散，仍有不少發展空間。

事實上，在已上市公司中，不乏經營類似業務之公司，包括黛麗斯國際(0333)、安莉芳控股(1388)、都市麗人(2298)及超盈國際控股(2111)。以股東回報率 (ROE) 去計，以都市麗人的29.1%最高，其次為超盈國際的21.1%、之後是安莉芳及黛麗斯的11.8%及6.1%。以邊際利潤 (Profit Margin) 去計，則以內衣物料供應商

超盈國際最高，達13.3%；其他依次為都市麗人(10.6%)、安莉芳(7.89%)及黛麗斯(2.9%)，她們都有銷售內衣產品。至於正在招股的維珍妮，其邊際利潤為8.1%，未算特別吸引。

維珍妮存貨周轉日數低

從現金周轉期 (Cash Conversion Cycle) 角度看，黛麗斯國際、安莉芳控股、都市麗人及超盈國際控股的現金周轉期分別為91日、496日、65日及153日；維珍妮則為65日，表現與都市麗人相若。維珍妮的現金周轉期較快，原因之一是其存貨周轉日數(平均存貨/銷售成本×365日)較低，只為64日，較同業為低，反映集團產品的銷售不俗，存貨問題不大。同業黛麗斯國際、安莉芳控股、都市麗人及超盈



國際的存貨周轉日數分別為70.4日、561日、78日及94日，表現甚為參差。

綜合而言，女性內衣板塊中以都市麗人的質素較佳，原因是其ROE及邊際利潤較高，但代價是其估值亦高，市賬率 (PB) 達5.8倍，市盈率 (PE) 亦達27.5倍，絕非便宜。至於招股中的維珍妮，以招股價上限6.38元計算，其PB為3.47倍，雖然低於都市麗人，但卻較其他同業為高，亦非便宜。然而，在同期三隻新股之中，維珍妮已是較值得留意的一隻。(筆者為證監會持牌人，沒持有報告內所推介證券任何權益)

重組威力 華創脫胎換骨

美股道指持續疲弱，道指退至16,201報收，跌0.48%。亞太股市昨以互有升跌回應，其中日經225點反彈1.76%，為表現較佳的市場。A股則現調整走勢，上證綜指收報3,092點，跌1.6%。期指結算前夕，港股昨低開25點後反覆上落，早市曾穿兩萬一關，午後跟隨歐股造好，最多升222點，高見21,318點。恒指收市升90點或0.43%，收報21,186，成交額回落至690億元。港股臨近長假期前表現優於A股，惟仍暫未擺脫上市市格局。 ■司馬敬

恒指昨曾低見20,957點，跌穿周三支持位的21,058點，惟穿底後即獲撈底買盤承接，大市更轉跌為升，但可能是臨近假期，加上下周二假後復市又逢期指結算，在本月淡倉仍然主導下，致令反彈動力受到抑制。就技術走勢而言，恒指近期連番受制於10天及20天線之下，股指又未拋離重要心理支持關的21,000點，在大市向好態勢未形成前，料炒股唔炒市仍為市場特色。

儘管市場觀望氣氛濃厚，而面對目下極低息環境，資金要尋找高回報，回流股市應為主要途徑。事實上，現時港上市公司的「股價」仍然值錢，就以剛宣佈易手的新源控股(1048)為例，便因大股東出售控權，昨復牌後走高至3.61元報收，勁升1.06倍。據悉，新源控股主席余永強及行政總裁周建華，是以總代價3.52億元(即每股3.755元，較停牌前溢價1.1倍)，向獨立第三方Zhu Jun出售9,372萬股持股。完成後，Zhu Jun等一致行動人將持有公司股本54.87%，按例須以同價提全購，但會維持現有業務及上市地位。

在昨日淡市下，個別有消息支持的股份也見抬頭，其中恒大健康(0708)見異動，曾冲高至1.19元，收報1.05元，收窄至升0.09元或9.38%，成交逾倍增至2,780元。恒大健康剛與布萊根和婦女醫院 (Brigham and Women's Hospital) 簽署備忘錄，以成為戰略合作夥伴，由後者提供醫療健康領域的戰略性指導及管理建議，亦將在醫療管理、培訓、醫院設計及臨床項目等領域給予前者建議。上述醫院為哈佛醫學院下屬一家非盈利性質的教學醫院，並為聯盟

醫療體系創始成員之一。前稱新傳媒的恒大健康月前易手，上月下旬創出1.61元紀錄高位後，即使其後出現較明顯的回調，但該股曾一拆十，故昨收市價相等於舊價的10.5元，反映引入恒大效應餘威仍在也。

大和的研究報告指出，若兩大啤酒巨頭的收購交易達成，或將對華創產生重大影響。大和猜測，華創將有兩個選擇：要麼收購SABMiller在華潤雪花中持有的49%股權，要麼與安海斯-布希合作，後者擁有中國啤酒市場約16%的份額。大和認為，安海斯-布希與SABMiller的合併交易(如果能達成)對提振華創創收的作用將超過市場預期，因為華創也應能夠以較低的價格收購華潤雪花的少數股權。華創較早前透過重組，由母公司購入非啤酒業務，股價由不足4元反覆攀升，表現可算是脫胎換骨，重組威力之大也不言而喻。

藍籌成份股之一的華潤創業(0291)，昨曾現破頂行情，高見14.52元，再創52周高位，收報14.32元，仍升0.4元或2.87%。華創的特別股息12.3元，已於日前除淨。根據集團的時間表，將於10月底支付上述特別分派，而於10月中，公司將舉行特別股東大會，就是否更名「華潤啤酒」投票。早前有報道指出，全球最大啤酒商百威英博，有意收購對手SABMiller。若兩者合併，將生產全球三分之一啤酒市場，市值估計達到約2,750億美元。SABMiller為全球第二大啤酒商，旗下共有200多個啤酒品牌，同時亦和華創共同擁有「雪花」品牌。

數碼收發站

港股透視

港股先跌後倒升 未脫盤整弱勢

9月25日，港股本盤未能擺脫盤整弱勢，市場對於經濟基本面的憂慮未散，是制約了股市反彈空間的原因。雖然美聯儲目前未有宣佈加息，但是美國利率趨升的預期仍在，情況對新興市場的影響最大。而內地經濟亦存在下行壓力，能否回穩也是全球的焦點。因此，以現時的資金流向來看，對港股是不利的，要密切注視會否有新一輪資金外逃的出現。操作上，建議要保持謹慎，但對於一些超跌優質股和消息題材股，可以增加關注度。另外，也要注意港股本盤穩定性是否恢復過來。

須升穿21577水平始回穩 恒指在周五出現先跌後反彈，在盤中一度下破21,000關口，曾一度下跌138點低見20,958，但是在

關注新興市場能否穩住

事實上，對於全球實體經濟前景表現，市場仍持有謹慎悲觀的看法態度。以今年第二季GDP表現來看，美國按季年率增長了3.7%，歐元區按季年率增長了1.2%，日本按季收縮了1.6%，內地按季增長了7%。美國經濟表現是相對穩一些，但是其他主要經濟體，在未有增長動力新亮點出現之前，相信GDP將難以扭轉放緩下降的趨勢。尤其是新興市場方面，在主要經濟體下行的情況下，弱勢新興市場所面對的擠壓將會更大，外需疲弱、資金外流，是要面對的最大挑戰。新興市場貨幣EMCI指數，在近期就創出了新低。而新興市場的情況能否穩住，是全球市場的焦點，也是全球股市是否仍有條件空間去觀察未來經濟走向、去等待國家央行推出政策的關鍵。(筆者為證監會持牌人)

證券分析

創科佳績支持享高估值

創科實業(0669)的股價在最近三個月跑贏恒生指數34%。創科實業的表現在最近幾個月波動的情況下依然強勁，公司現在的股價只較其於九月初創下的52周高位低1%。本行認為公司股價出色的表現可歸功於：1) 投資者視公司為可以受惠於正在穩定地改善的美國房屋數據的投資機會；2) 投資者因創科實業的管理層往績甚佳而在市場充滿不確定性時將資金投入在像公司般較為優質的股票及3) 美國是公司業務的主要市場，是美元強勢和人民幣貶值的受害者。有鑒於公司的電動工具業務和地板護理業務的產品組合強勁(尤其是公司創新的無線產品)，本行認為公司將繼續錄得較行業水平為高的銷售增長及贏取市場份額。

在銷售增長10.0% (以本地貨幣計算升14.4%) 的帶動下，創科實業的中期盈利按年升16.5%至1.59億美元。毛利率延續着之前的升勢，連續第7個上半年度錄得升幅並因為公司優秀的產品組合和生產效率的改善而按年升0.6個百分點至35.6%。公司的淨利率因公司為了宣傳及推廣新產品(尤其是公司將於2015年下半年推出的地板護理產品)所增加的開支而只升0.5個百分點至7.3%，較本行預期的8.1%為低。公司的電子工具業務非常出色，其中銷售額按年升17% (佔公司總銷售額的

受惠美房地產市場改善

79%)，主要受惠於擁有較高毛利率的Milwaukee品牌產品繼續贏得更多的市場份額並錄得按年24%的銷售增長。與此同時，公司地板護理業務的表現，則因為公司逐步退出低利潤率的OEM業務，及在歐洲的業務受到期內歐盟能源標籤指引的影響，所帶來額外的工程成本而稍微令人失望(銷售按年跌9.7%，佔公司總銷售額21%)。然而，本行相信這只是一次性的事件。我們相信地板護理業務的銷售在下半年隨着無線吸塵機的新產品推出而有所反彈。

由於美國房地產市場改善的趨勢，在強勁的新屋動工許可數據下應可繼續維持，本行繼續看好創科實業的前景。我們亦相信公司投放在產品創新的力度(從公司在最近幾年的技術突破和日漸擴大的產品系列可見) 將在未來幾年繼續幫助公司去實現較同業為高的銷售增長。本行維持2015年的銷售增長及毛利率假設不變為9.5%及36.0%，主要是受產品組合持續優化推動，而經營利潤率預期將會大致持平於8%。按此估算2015年每股盈利將按年升23%至0.20美元。與此同時，本行亦預計創科實業將因為地板護理業

國造資本

創科實業(0669)



務的重組和人民幣貶值及商品價格下跌的效果，將會變得更為明顯，而在2016年錄得18%的盈利增長至4.3億美元(每股盈利為0.236美元)，此盈利預測乃基於14%的銷售增長預期、36.5%的毛利率及8.5%的營業利潤率的假設作推算。公司現價只相當於16.2倍2016年市盈率，因應公司強勁的往績和優秀的產品創新來看估值並不昂貴。本行因而重申對創科實業的買入建議，而6個月目標價則根據19倍2016年市盈率推算而修訂至34.9元。公司主要的下行風險為較預期為低的美國經濟復甦和其地板護理重組失敗，市場共識目標價為32.84元。