

港股透視



葉尚志  
第一上海首席策略師

港股跟隨外圍股市下挫，短期跌勢出現擴大伸延，恒指跌1,000多點，進一步跌穿29,000點關口。正如我們早前指出，美國債息率持續上升及北水流入節奏改變，都是影響港股盤面表現的消息因素。然而，在經濟復甦和資金充裕兩大主題未有出現改變之前，對於港股現時的下跌，可以升後回吐的走勢來看待，估計短期後市仍將處於尋底行情，但28,000點會是技術支持位。

恒指昨出現跳空下挫，並且以全日最低位28,980點來收盤，短期尋底跌勢仍在，反彈阻力區由30,200至30,500點、下移至29,500點水平，而28,000點是技術支持位。恒指收盤報28,980點，下跌1,094點或3.63%。國指收盤報11,247點，下跌470點或4.01%。

另外，港股主板成交金額又再增加至3,202億多元，MSCI調整指數成份股是令到成交量增加的原因之一，而沽空金額有368.1億元，沽空比例11.5%。至於升跌股數比例是453：1,677，日內漲幅超過10%的股票有45隻，而日內跌幅超過11%的股票有49隻。

美債息急升 壓迫美股

目前，美國債息率的持續上升，以及北水流入的節奏出現改變，依然是影響港股盤面表現的消息因素。美聯儲主席鮑威爾在國會聽證會上的放鴿言論，似乎未能好好地安撫市場，美國10年國債收益率升穿1.4厘的臨界點後，進一步加速並曾一度急衝至1.6厘水平，情況加劇了對美股以及全球股市的震盪壓力。在拜登政府新一輪財政救援方案快將通過的前提下，市場正在注視最終獲批方案規模會有多大，而這個將直接影響到美國政府未來的發債規模。發債規模愈大，在供需的影響下，美國債息率將會有進一步上升的機會，市場現時估計美國10年國債收益率有朝着2厘關口來進發。

另一方面，北水在春節假期後的

流入節奏出現了調整改變，一改在1月份高峰時的蜂擁流入狀態，並且在近日錄得有淨流出的情況。

北水流向變 加劇跌勢

港股通在周五又再錄得有逾70億元的淨流出，是春節後重開以來的第二次。在缺乏北水的支持承接下，加上現時市況正處於回吐調整的過程中，相信情況將會加劇了港股的短期跌勢。

然而，在潛在沽壓獲得釋放後，將有利港股加速尋底。

**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) |
|-------------|--------|--------|
| 特步國際(1368)  | 3.70   | 4.15   |
| 融創中國(1918)  | 33.20  | 47.00  |
| *朝雲集團(6601) | —      | —      |
| *IPO        |        |        |

板塊透視

耀才證券研究部分析員 鄧均樂

本周(2月22-26日)環球資本市場劇烈震盪，債市及股市均出現下行勢頭，其中納斯達克指數於周四錄得4個月以來最大單日百分比跌幅。恒指本周累計下挫1,664點或5.4%，完全回吐過去兩周合計之升幅，其中一天單日大跌逾900點時更有破紀錄的3,530億(港元，下同)成交配合，加上最後周線圖表出現看似黃昏之星的利淡訊號，令人不禁懷疑股市此輪升浪是否就此結束。

投資者風險胃納減少

美國債息走勢成為近期主要頭版標題，10年期國債孳息率急漲至一年高位，高見1.614厘水平，反映市場對通脹預期升溫。於各國持續採取經濟刺激措施及低利率的環境下，經濟活動出現急速反彈，涵蓋石油等能源，銅、鐵等礦產，玉米、食糖等食品、共23項大宗商品物價的指數Bloomberg Commodity Spot Index已創下8年新高。大宗商品物價處於相對高位，令投資者開始憂慮美聯儲或許需要以加息來應對此等情況，資金成本上升對風險資產估值不利。

香港政府近日將股票印花稅由0.1%提高至0.13%，市場相信此舉主要目標為增加稅收，以補貼近兩年突發性的財政赤字，消息打擊投資情緒，其中對個人投資者及公募基金等交易頻率較高的投資者影響將會較大。港股歷來共經歷6次交易費的調整，當中均下調了印花稅率，只有一次有提高交易徵費，所以政府是次舉措令投資市場意外並失望。

南下資金自新春假期復市後，並沒有延續過往大量淨流入的趨勢，除了復市後首天出現142億元的淨流入外，餘下的交易日均淨流入均不足100億元。本周三更出現近200億元的淨流出，為整個2月份首次，北水並沒有於股市震盪下「撈貨」，則加深了個別板塊尤其新經濟股的調整幅度。

須靜心等待買入訊號

彭博利率期貨顯示，雖然市場預期加息的時間的確有所提前，但最快要亦等到2023年中才會加息四分一厘，加上多名聯儲局官員包括主席鮑威爾均認為美國或需時3年才能實現2%通脹目標，並不擔心息息升勢，均放出了低息環境將持續至2023年的訊號。最後，數據指出中港股市於多年來出現多次印花稅調整，其中發現指數表現與稅率的調整方向並沒有完全正向關係，意味最終走勢還是基於市場本身的基本因素。

港股近期受利淡消息影響借勢調整，投資者高位獲利沽出，當中估值較高之科網股以及醫藥股跌幅居前，但並不等於市場對投資市場完全悲觀。藍籌股中，估值較低之股份例如地產、公用及金融板塊均於本周錄得升幅，反映市場對經濟走向仍然樂觀，目前市況調整為資金於新舊經濟股中交替輪動的現象，投資者需要注意的是板塊於倉位的佔比，不宜過度單一，並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

全球石油市場於2020年4月份經歷創紀錄的過剩情況後，在6月重新實現了平衡，並在2020年下半年緩慢削減庫存。就需求方面而言，新冠疫情持續爆發和公路運輸的電氣化將影響短期和長期的石油需求。在供應方面，伊朗可能重返石油供應市場將使當前的歐佩克+削減協議面臨風險。煉油和化工產品生產商將受益於國內消費的快速恢復和相對較低原料價格。

由於在去年8月實施歐佩克+第二階段減產計劃後供應增加，並自5月以來美國原油產量觸底回升，預計全球石油供應將從2020年6月的低點8,860萬桶/天適度增加到12月的9,480萬桶/天，但仍低於同期的石油需求量。工銀國際認為，鑒於油價回升以及自2021年1月起實施第三階段減產協議，歐佩克+產量可能進一步放寬，未來的供應將承受向上壓力。美國能源署目前預計2021年全球平均石油供應將增至9,840萬桶/天，較2020年暴跌620萬桶/天後增長400萬桶/天。

庫存水平仍然較高

隨著歐佩克和非歐佩克成員國減產的努力，全球石油市場在2020年6月重新平衡，當月全球石油庫存小幅下降了180萬桶/天，而5月份則增加了390萬桶/天。預計2020年下半年全球石油庫存平均下降速度為310萬桶/天，僅為上半年庫存增速的一半左右，這意味著去庫存過程需要較長時間。由於石油供應可能進一步增加，預計2021年全球石油庫存平均將以40萬桶/天的較低速度下降，這意味著即使到2021年底，庫存水平也不會回到2019年的水平。

如果由新總統領導的美國政府決定重返伊朗核協定，伊朗可能會獲得制裁豁免，這意味着它可以將其石油出口迅速提高到制裁前水平，帶來近200萬桶/天的額外石油供應。工銀國際認為，這將對當前脆弱的石油市場造成沉重打擊，除非歐佩克+其他成員國可以進一步削減產量以抵消來自伊朗的激增供應。鑒於目前歐佩克+仍在為目前減產執行率達標而努力，進一步減產正變得越來越困難。

化工產品毛利在經歷2019年下半年暴跌後逐步回升，主要由於國內消費快速回升和原料價格相對較低。到2020年10月，乙烯和丙烯的毛利水平已經比去年年底的水平翻了一番。同時由於新產能的增加，PX毛利在2020年大幅下滑，但在2020年11月也出現了溫和復甦。煉油和化工產品生產商將受益於國內消費的快速恢復和相對較低原料價格。由於石油價格暴跌，三大石油巨頭的股價上年以來暴跌20%-35%，目前平均估值僅為2021年市淨率0.5倍，低於歷史平均水平一個標準差。

本版文章為作者之個人意見，不代表本報立場。

零售銷售改善 特步可吸納



潘鐵珊  
香港股票分析師協會副主席

特步國際(1368)截至去年6月30日的中期業績當中，錄得收入達36.8億元(人民幣，下同)，比較2019年同期上升9.6%；而由於疫情造成的衝擊，集團持有人應佔溢利同比降46.5%至約2.5億元。而最新截至去年12月31日止的3個月，包括線上線下渠道的零售銷售較2019年同期有高單位數的增長，而零售存貨周轉亦同比減至五個月以下，顯示集團持續地有所改善。

於去年，集團進一步豐富自身的

品牌組合，涵蓋四個國際品牌；其中美國品牌的索康尼在開店上雖然因疫情而推遲了，但去年六月已在上海開設了第一家店。而集團將為索康尼及邁樂開設更多門店，以擴張並豐富產品線。此外，集團在香港的K-11購物藝術館及屯門市廣場開設兩家K-Swiss店舖。

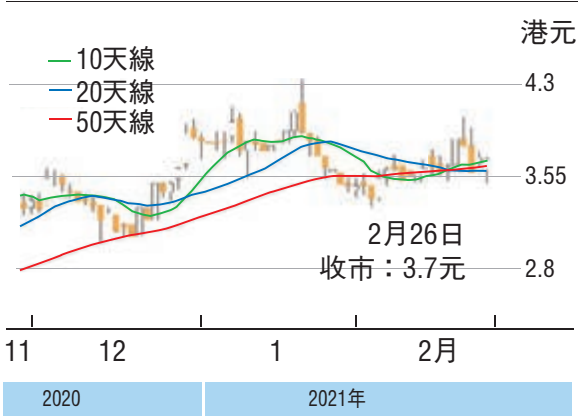
供應鏈完成整合優化

而另一方面，疫情亦為集團帶來機遇。集團在此段期間整合了主品牌及四個新品牌的供應鏈，在材料採購、供應商、生產設施及物流等方面有更詳細的計劃，以及積極改善產品創新及優化零售網絡。加上集團採取較高線城市及購物中心開設店舖的策略，相信能提高店舖運營效率，以及提升自身品牌形象。

疫情的出現亦加速了國內體育用

品市場的整合，因集團財務狀況理想，加上業務根基穩固，相信能在市場整合中突出領先優勢。而國策亦支持建立完整的體育產業鏈，以及運動用品的發展、製造，如鼓勵組織大眾體育活動及體育賽事以刺激消費等。基於集團是以體育及娛樂雙軌制的營銷戰略，如通過贊助馬拉松賽事及明星代言等去提升品牌形象。故預計未來幾年專業運動行業的價值將繼續增加，集

特步國際(1368)



團亦能因而受惠增長。筆者認為，可考慮於現價買入，上望4.15港元，跌穿3.25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 高輪

張怡

融創業績理想有利反彈

內地多市政府今年將推行住用地「集中供地」，料此舉措有助土地溢價率下降，修復項目利潤率，消息刺激一眾內房股於周四齊齊發力，觀乎不少相關股份昨日也因大跌市而紛紛受壓。融創中國(1918)繼周四急彈12.44%後，股價昨回調至33.2元報收，跌0.7元或2.1%，論抗跌力尚佳，配合早前發盈喜，以及上月銷售表現亦屬不俗，料都有利股價後市反覆走高，是續可跟進的建倉對象。

融創中國預期去年純利上升超過35%，主要源於期內物業銷售交付的面積按年增加，以及股權投資產生的金融資產公允價值變動收益所致。「三條紅線」方面，該公司強調其資本結構持續改善，截至去年底淨負債率低於100%，非受限現金短債比大於1，剔除預收款項後的資產負債率低於80%。

值得一提的是，融創早前發行了二筆美元債，合計規模達11億美元，其中3.25年期規模為6億美元，利率5.95%、5年期規模為5億美元，利率6.5%。據統計，此為融創中國歷史美元債最大的單次發行規模，發行利率也創下融創歷來境外發債最低紀錄。市場對融創發債反應正面，反映其近年來均衡、穩

健的發展正在獲得國際資本市場越來越多的認可和支持。

除了有盈喜消息外，集團早前公布的銷售數據也屬理想，今年1月合同銷售金額按年增長89%至351.7億元人民幣，合同銷售面積約223.6萬平方米，均價約平方米15,730元人民幣。就估值而言，融創往績市盈率4.99倍，市賬率1.59倍，在同業中處於中游水平。可候股價彈力轉強部署收集，中線上望目標為52周高位的47元，宜以失守30元支持則作為止蝕位。

看好平保留意購輪 18478

中國平安(2318)於周四升2.63%後，股價昨日大跌市下亦難逃被拋售，收報95.3元，跌2.36%。若看好平保後市表現，可留意平保瑞銀購輪(18478)。18478昨收0.178元，其於今年5月25日最後買賣，行使價為103.88元，兌換率為0.1，現時溢價10.87%，引伸波幅27.2%，實際槓桿12.52倍。

滬深股市 述評

興證國際

A股續跌 市場未過分悲觀

A股昨日大幅低開後震盪，量能進步萎縮。上證指數收報3,509點，跌2.12%，成交額4,244.86億元(人民幣，下同)；深證成指收報14,507點，跌2.17%，成交額4,823億元；創業板指收報2,914點，跌2.12%，成交額1,638.84億元；兩市個股跌多漲少。北向資金淨流出56.33億元。

指數大幅低開反彈後再度回落，市場還未有止跌跡象。隔夜美股全線調整，十年期美債收益率走勢驚人，市場對於「全球資產鏈」(編按：指美債收益率)鬆動的擔憂不容小覷，而周四A股方面雖然開局如期企穩，但抱團品種多為開盤即高點的走勢，同樣的估值在錯發生變動的情況下估值合理性的反身性會向另一個方向變動，市場昨日走勢仍然按照這一邏輯演繹。

不過從市場漲跌家數來看，並沒有指數層面那麼悲觀，大跌的許多是前期

漲得太多和估值不便宜的股票，而同時不斷有低位和前期受冷落的品種開始頻頻走好。

等市場企穩再作操作

從基金場內流動的份額變動情況看，基民情緒並未進一步悲觀，雖然上週份額有減少趨勢，但這周開始市場調整加速，而基民不之信仰加倉動作，當前市場所處的位置可上可下。

從歷史的發展我們可以知道，在一段運行趨勢中歷史是有確定性方向的，而在臨界值則對外部环境極其敏感而可能存在不能承受之輕的情況，目前基民層面似乎未到引發贖回踩踏的階段，如果十年期國債利率上行的趨勢繼續則投資者對於市場向下的方向選擇並未充分考慮，我們認為，對於穩健的投資者可以等市場企穩進行操作，畢竟一輪下跌下來，行情的恢復還需要時間。

中泰國際

合增長率增長較為緩慢，股東淨利潤率分別為12.6%、13.1%、13.4%及14.0%。

立白系分拆上市「試水」

按全球公開發售後的13億股本計算，公司市值為104-123億港元。估值方面，20年市盈率約為41.8-49.3倍，考慮公司屬中國高增速的消費公司，是立白拆分旗下公司赴資本市場的「試水」，同比港地的中國消費公司相比，估值處合理範圍。此次穩價人是摩根士丹利，2020年至今保薦14個項目，首日表現10漲1平3跌。我們認為公司深化發展線上業務並持續改善產品組合，且開始布局高增長的寵物護理領域，給予其70分，評級為「申購」。

新股分析

估值合理 朝雲集團IPO可吼

朝雲集團(6601)是一家中國領先的家居及個人護理公司，旗下品牌包括殺蟲驅蚊的「超威」及「貝貝健」、空氣護理的「西蘭」、家居清潔消毒的「威王」、個人護理的「潤之素」、寵物清潔護理的「倔強的尾巴」及「德是」。

根據灼識諮詢的資料，以零售額計，公司在2015至2019年連續5年在中國家居護理行業內企業中位列第三，並在中國家居護理行業的所有公司中排名第四，於2019年的市場佔有率為6.3%。細分賽道方面，公司在殺蟲驅蚊市場連續5年位居第一；2019年在中國兒童適用殺蟲驅蚊市場位居第一。公司針對

消費者的生活需求，推出了130種新產品，促進行業產品升級迭代。

公司2018年脫胎於家化巨頭立白集團的一個事業部，董事長陳丹霞是立白創始人之一陳凱臣之女，IPO之前立白集團創始人陳凱旋及陳凱臣兄弟及其配偶合計持股99%，目前公司銷售、採購渠道仍依託立白集團，公司在家居護理行業中擁有三大品類，二十八個細分品類及四個品牌。

財務及估值分析：2017-2019年及2020年前9個月(年結：12月31日)公司收入分別為13.46億元、13.50億元、13.83億元及14.61億元，其中90%以上的收入均來自家居護理

產品銷售，2019年，殺蟲驅蚊產品(超威)銷售占總收入的60%以上，家居清潔產品(威王)佔24%，殺蟲驅蚊產品增長乏力，2019年增速滑坡；家居護理產品營收增長9.48%。公司成功擴大線上銷售比例。

若按銷售網絡劃分，線上銷售渠道的收入佔比由2017年的0%增至2020年前九個月的16.3%。五大客戶的銷售分別佔同期總收入的21.0%、25.5%、25.2%及25.3%。毛利率近年有所提升，分別為35.9%、37.2%、43.4%及42.9%，主因是線上銷售及高利潤率產品銷售皆增加。公司的收入及淨利潤複