

經濟觀察家

白馬龍頭股本質 價值與成長兼具



▲股市中真正經典的龍頭股，一定是從競爭性行業中脫穎而出，保持多年高增長，從而佔據行業龍頭地位

不能用簡單的價值與成長來區分當前的A股市場。實際上價值與成長並不矛盾，是一枚硬幣的兩面，不能人為割裂。這也是當前行情的本質：白馬龍頭主導，價值與成長兼具。從這個意義上看，白馬龍頭並不會局限在某一板塊。不論是主板也好，創業板也罷，只要具備合理的估值和穩健的成長性的行業主導企業，就是龍頭。

西南證券高級策略分析師 朱斌



斌眼觀市

作為價值股，其若沒有成長性，也會遭遇殺估值。而作為成長股，其估值若高高在上，一直遠高於盈利增速，那即使市值再小，也很難稱得上成長。因此，真正的龍頭公司一定是價值與成長兼具的。

龍頭企業享有溢價

在經濟 L 形的大背景下，增量經濟向存量經濟轉化，行業的演進主要通過行業集中度的提升實現。在這樣的情況下，行業領軍企業的增速將快於行業增速，龍頭公司反而是行業中具備成長性的企業，並由此而享有龍頭溢價。如在網絡零售方面，2016年中國網絡零售額增長率在26%左右，其中的龍頭企業增速則更快：阿里巴巴集團的營收增長率為56%，幾乎是行業增速的兩倍以上；而京東增速也達到40%以上。在智能手機產業方面，2016年全年，全球智能手機市場共出貨14.7億台，增速僅為2.3%，但其中的領軍企業依然增速不凡：蘋果手機出貨量在5%左右，為行業增速的兩倍，而國產龍頭手機增速更加爆棚，華為手機出貨量增長38%，VIVO與OPPO手機的出貨量都在100%以上，迅速侵蝕其他廠商的市場份額。

同樣的現象也出現在A股行業當中，以當前白馬龍頭增長較為穩健的家電行業及安防行業為例，龍頭公司的增速基本都快於行業增速，顯示出了良好的成長性。如在家電行業，龍頭公司美的、格力的增速都要高於行業增速，即便在前兩年的行業下行期，龍頭公司的下行幅度也遠小於行業水平。在安防行業也是如此，龍頭海康威視、大華股份、海能達等增速也都顯著快於行業增速。

成長與價值並不矛盾的另一方面，在於所謂的「成長股」並不是一直高估值的。實際上，即使是在美股市場，也只有極少數發展非常迅速已經佔據某個新興行業龍頭地位的「獨角獸」公司，才會被市場給予高估值，如亞馬遜、特斯拉等，絕大多數小公司是沒有這個待遇的。但與成熟市場相反，A股當前絕大多數小公司的估值是被高估的。這就給人們造成了一種錯覺，似乎「小股票就

是成長股，成長股就要被高估」。

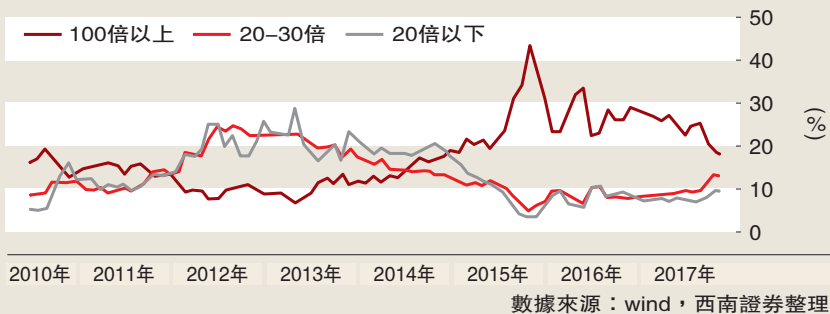
成長股並非高估值

實際上，在歷史上A股的底部時期，由於資金面收緊，小市值公司的估值並不貴。即使是「成長股」，其在價格上也是有價值作為安全邊際給予支撐的。從市值角度回顧，市場底部的2012至2013年期間，A股中100至500億元（人民幣，下同）之間市值的公司僅有10%左右，而30億元以下市值的公司佔比高達六成。從估值角度來看，同樣是2012至2013年時期，A股市盈率在30倍以下公司佔比也在六成左右，而100倍以上的公司佔比僅有5%。從這個角度而言，並沒有絕對的成長與價值之分，所謂的「成長股」之所以貴，並不是因為其

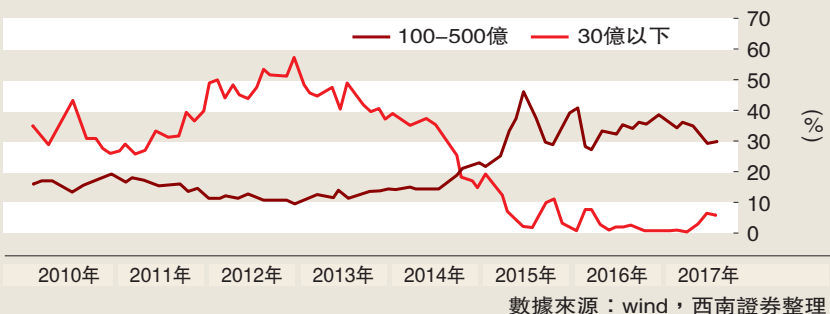
有多高的增速，而在於其泡沫是否去除乾淨。在去泡沫徹底的時期，即便是「成長股」，估值也是相當便宜的。

需要指出的是，真正經典的龍頭股，一定是從競爭性行業中脫穎而出，保持多年高增長，從而佔據行業龍頭地位。換言之，龍頭的地位一定是基於競爭優勢而不是基於管制優勢。這樣的龍頭企業，大概率是民營企業，如果是國企，也一定是改制充分的國企。因此，當前輿論所熱捧的中國「漂亮50」，實際上並不能作為此輪「白馬龍頭行情」的代表。因為上證50以金融及國企為主，局限性很強，其指數並不能真正反映白馬龍頭的走勢和投資價值。而那些在激烈的競爭環境中脫穎而出的企業龍頭，則基本都是估值與成長的有機結合體。

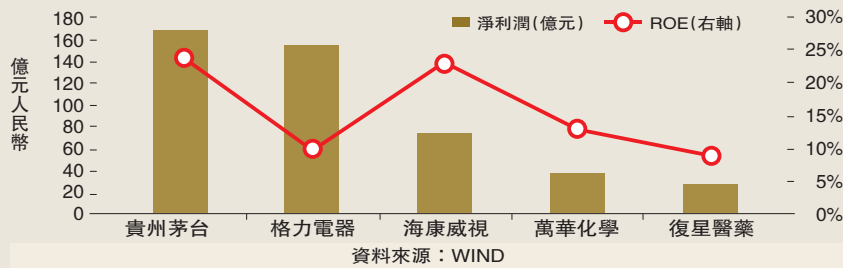
A股估值分布變化(市盈率)



A股市值分布變化 (單位:億元人民幣)



中國版漂亮50具較強盈利能力



納入MSCI是A股里程碑

富途證券市場副總裁 盧偉傑



偉傑解盤

6月21日，備受矚目的A股闖關MSCI指數的結果揭曉，A股被正式納入該指數。明晟公司宣布將納入中國A股222隻個股，基於5%的納入因子，這些A股約佔MSCI新興市場指數的0.73%的權重。

MSCI計劃來年公布實施這個初始納入計劃，以緩衝滬股通和深股通每日的額度限制。第一步預定在2018年5月半年度指數評審時實施，第二步在2018年8月季度指數評審時實施，如果在此預定的納入日期之前，目前的限制額度被取消或者大幅提高，MSCI不排除改為一次性實施的方式。

A股申請進入MSCI之路，可謂艱苦，從2003年MSCI開市進入對A股納入新興市場指數標的的審議，到今天宣布納入指數，前後經歷了四次。2014年到2017年總共衝擊了四次，之前的三次失敗雖然各有原因，但總的來說，原因無外乎兩點：第一，資本是否能自由進出，包括資本進出的額度限制；第二，市場治理結構是否相對完善，包括一些停牌以及收益所有權界定的問題。

短期影響十分有限

不管如何，筆者覺得，這次A股被納入MSCI的意義不亞於中國加入世界貿易組織。因為MSCI指數，擁有約7500名機構客戶，多為世界級的養老基金、對沖基金、資管公司、投行。在北美和亞洲，有超過90%的機構性國際資本用MSCI指數作為標的。全球統計，以MSCI指數作為標的的資產規模超過10萬億美元。從長期來看，必然對A股市場的投資風格，市場理念，長期的穩定性有重大幫助；從歷史看，不論是台灣還是韓國，在加入MSCI以後，市場都出現了一輪上漲；中長期看，加入MSCI指數，引入海外投資者，對於提升A股市場機構投資者佔比，改善投資者結構，推動全球資金對中國資產進行配置，推動人民

幣國際化等等，都有非常深遠的意義。

同時，筆者認為這是一個循序漸進的過程，對A股的短期影響非常之小。A股日成交額達到700億美元，總市值有8萬億美元，而按照現在初期的規模，基於5%納入因子，222隻個股，總規模在90億美元左右，約有600多億人民幣在今後一年內流入，這對A股短期市場的影響微乎其微。中期來看，未來五年或有超過2000億美元的資金流入A股，此種測算是基於目前追蹤MSCI新興市場指數，全球指數的資產規模分別是1.7萬億和2.8萬億美元，如果全額納入A股，權重分別達到8.7%和1.1%，差不多就是2000億左右的水平。

我們可以預期的是，這次納入，是一次非常有長期戰略意義的事件和時點。我覺得會非常類似香港實施滬港通和深港通一樣，開始時，不知不覺，越到後面感受到的力量越強。我相信，若干年後，我們回首今日，一定會發現，這是一個歷史性的時刻。



▲A股入摩後一年內約有600多億元人民幣資金流入。圖為上海證交所

回歸二十年 樓價多番上落

美聯物業住宅部行政總裁 布少明



主樓布陣

政府換屆在即，迎來香港回歸祖國二十周年。樓市泡沫成形，承托力再逢考驗，對後市有何啟示？筆者入行近三十年，見證回歸後四屆政府，樓價升跌除取決經濟、供求及息口等基本因素，亦受房策、內地因素及市場情緒影響，現時買家心態及市場氣氛都跟97年相似，然而基本因素不盡相同，除非息口及經濟變化甚大，否則無97年「插水式」下跌的爆破危機。

97年回歸後，首屆政府積極增加房屋供應，推出「八萬五」建屋計劃，目標十年內全港七成家可自置居所，大方向正確。惟遇金融風暴，香港經濟不景，供應效應滯後，樓市未及轉身。至2003年受沙士蹂躪，樓市一沉百踩，樓價由97年高位大跌七成至2003年低位，其間負資產一度超過10萬宗。其後為救市，當局推多項刺激樓市措施，包括首次置業貸款、取消打擊炒樓花措施、孫九招救市等，至2003年中方現轉機，樓價逐步回升，但期內樓價跌近五成，平均每月二手住宅宗數跌逾五成，呈現「價量齊跌」局面。

至第二、三屆政府開始減供應及繼續停建居屋，並以勾地政策取代定期賣地，市場預期未來樓市持續出現供應短缺。適逢2009年美國開始QE量寬，放水大時代，超低息揭幕，物業成熟錢「逃生門」，樓市炒風熾，期內樓價及成交宗數均現上升，分別升近九成及約五成。當局見樓價升勢未止，為防出現樓市泡沫，主動推出壓抑樓市措施，包括SSD以及屢度收緊按揭，冀令樓市回復健康狀態，惟求過於供，在樓價向上推波助瀾下，未

能有效為樓市降溫。

至於現屆政府自2012年上任迄今，力主「遏炒風」及「增供應」兩大房策方向，未來三至四年私人住宅一手市場供應多達9.6萬伙的歷史新高，未來五年提供約9.45萬伙公屋及居屋，平均每年1.89萬伙，顯示本屆政府在增加新供應方面不遺餘力。當局推出「3D辣招」，並連環收緊按揭，炒風幾近絕跡，二手住宅成交低迷，二手樓價急升，量價走勢嚴重背馳，與前三屆政府任期間樓價與成交升跌同步呈天淵之別，反映措施「壓量不壓價」。二手市場「供求俱傷」，極低成交下，加大樓價波動性，追價入市情緒蔓延，二手破頂個案此起彼落。

住宅市值上漲一倍

總結回歸二十年期間，樓價呈現「十上十落」格局。據美聯「樓價走勢圖」，1997年樓價高位，二手平均實用呎價約7767港元水平。遇亞洲金融風暴輾轉進入調整期，至2003年經歷沙士肆虐跌至約2309港元低位。及後樓市復甦，今年5月份最新呎價達約1.1509萬港元，遠超97年高位。廿年間樓價反覆向上，目前較1997年高位累升近五成，惟若以「年均複合增長率」（CAGR）計算，每年樓價升幅僅約1.98%。

樓價上漲同時造就財富效應，從全港私人住宅總存量及平均每宗二手成交金額作計算基礎，1996年底全港私樓總存量約91.124萬個，97年6月份平均每宗二手成交金額約450.2萬港元，即私人住宅總市值約為4.1022萬億港元。二十年後，以2016年底私樓總存量115.8765萬個、今年5月份平均每宗二手成交金額約671.9萬港元計算，市值約7.7852萬億港元。每宗二手樓成交價在二十年間上漲近五成。