▲分析提醒投資者謹慎參與投資新型肺炎概念股　中新社

理性看肺炎「概念股」

隨着新型冠狀病毒感染的肺炎病例報告數增多，疫情的動態牽動着所有人的心，股票市場也對此做出了反應，一些概念股近日波動明顯。我們認為，投資者對漲幅較大的概念股需要保持理性，謹慎參與。本文通過統計分析2003年「非典」期間相關概念股的表現後發現，即使在「非典」那麼嚴重的疫情下，相關概念股的實際利好都非常有限，市場情緒引起的股價波動往往過度，普通投資者往往高估了短期事件對於宏觀經濟及相關行業的影響，參與概念股投資的收益很小而承受的風險卻較大。

察股觀經
李迅雷
中泰證券首席經濟學家

新型冠狀病毒感染的肺炎正處在爆發階段，從非典疫情的歷史經驗看，可以分為四個階段：生成期、爆發期、衰退期和消亡期，前後大約持續半年多時間。其中對人們出遊、餐飲等影響最大的高峰期在2003年的3至6月份，之後開始步入衰退期。

服務業影響不容小視

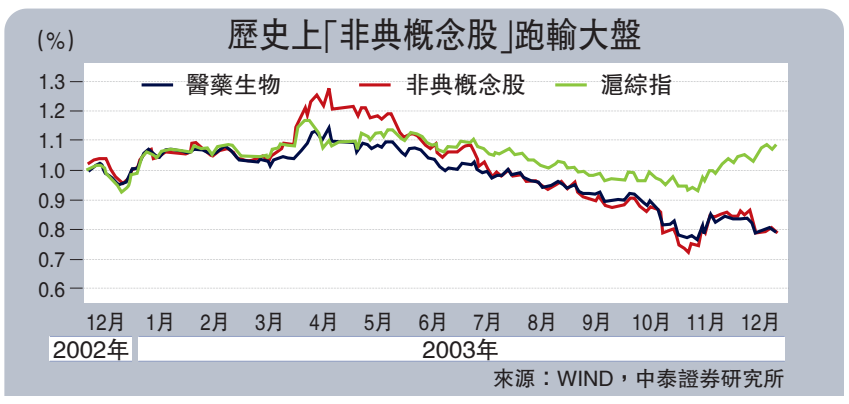
這次新型肺炎病毒與非典病毒有相似性，對溫度比較敏感，隨着六月份國內氣溫上升，估計病毒傳播會進入衰退期。但由於當前恰逢春運旅遊高峰，對旅遊、餐飲、零售、交通運輸、酒店等會帶來明顯的負面影響。例如，2003年中國交通運輸中，旅客周轉量增速為負2.3%，國內旅遊人數達8.7億人次，下降0.9%；旅遊總收入3442億元人民幣，下降11.2%。

儘管零售、餐飲等增速仍維持在10%左右，但相比2002年，還是有明顯的回落。不過，到了2004年，受非典影響比較明顯的行業均出現了恢復性增長，也就是說，影響最多就一年了。

當然，2020年中國經濟本身就面臨增速下行壓力，又遇到新型冠狀病毒的侵襲，對中國服務業的影響比較明顯。而中國服務的比重已經比2003年提升了20多個百分點，因此，影響不容小視。不過，由於中國財政、貨幣政策的應變能力較強，估計會適度增加財政赤字率，加大貨幣寬鬆力度。

把歷史拉長看，新型肺炎如同非典一樣，都會慢慢消退，對於經濟的長期趨勢不會構成重大影響。而且，這次新型冠狀病毒的危害性似乎要低於2003年的非典，在經歷了那次非典之後，中國當前防控病毒能力、對新型肺炎的重視程度、國民防範意識等，都要勝過2003年。例如，昨日凌晨，武漢作出「封城」部署，從時間上看，要比當年應對非典時採取的舉措要早且力度更大。此外，2003年媒體傳播不如當今，媒體傳播方式的快捷和宏大，對於防範疫情擴大也是一種非常有效的手段。

因此，我們認為這輪新型肺炎爆發對經濟帶來的負面影響不容低估，而且現在還很難說會不會惡化，但從概率的角度看，危害度相對還是有限，如世界衛生組織已經推遲了把武漢事件界定為「國際關注的突發公共衛生事件」的時間。從最壞的評估看，疫情對中國經濟帶來的負面影響至多也就一整年了。



來源：WIND，中泰證券研究所

通過互聯網檢索，選取了「非典」期間關注度較高的16隻概念股，從它們在非典期間（2002年12月16日到2003年6月底）的最大漲幅來看，大多數的最大漲幅都明顯超過滬綜指和醫藥生物指數同期的最大漲幅，可見當時疫情引起的股價反應是很明顯的。但如果再往後看半年，發現非典概念股的超額漲幅基本都全跌回去了。從2002年12月16日到2003年底期間，非典概念股的平均漲跌幅相對滬綜指和醫藥生物指數都沒有超額漲幅，而且明顯跑輸滬綜指。

非典「概念股」跑輸滬指

用16隻非典概念股構成等權指數，其走勢僅在2003年3月到4月期間（疫情快速擴散期）短暫的大幅超越滬綜指和醫藥生物指數，隨後便明顯回落，回吐之前的漲幅。可見，疫情對股價的影響是基於情緒的短暫且過度的反應。

統計相關概念股2002、2003、2004年的淨利潤增速，受「非典」影響的2003年淨利潤增速跟前後一年比並沒有明顯的增高。當時板藍根和醋被「賣斷貨」的恐慌現在還記憶猶新，但直接受益的公司——白雲山、三九藥業（曾用名）、恆順醋業2003年的淨利潤增速並沒有驚艷。可見，單個產品短期的「賣斷貨」對公司全年的業績影響可能並沒有想像的那麼大。

「賣斷貨」貢獻被高估

直觀來看，疫情對相關醫藥公司業績的影響是顯而易見的，如何評估其影響度，進而判斷股價上升空間的大小呢？前提是要認識到這種事件性的影響可能是短暫的、一次性的，因此不能用靜態的估值方法來看待。

比如，很多普通投資者都會用靜態PE（市值／盈利）來評估股票的估值高低，假如他認為這次事件可能引起相關概念公司盈利翻一倍，那麼保持PE不變的情況下，股價也應該漲一倍。甚至有些投資者可能會從PEG（PE／盈利增速）的角度去看待，即公司業績翻一倍那意味着增速是100%，從PEG來看股價漲幅就應該遠不止一倍。其實靜態估值的指標只有在當前的盈利水平對未來具有代表性的時候才有意義，而事件引起的盈利突增，對未來盈利水平沒有借鑒意義，因此靜態估值指標也就失去了意義。

那麼如何定量的評估事件性衝擊對公司價值的影響呢？採用現金流貼現的模型能比較好的幫助我們理解。比如，假如這次疫情事件使得某醫藥公司受益，今年盈利能增加一倍，但影響是一次性的，即只影響今年業績，對明年以及之後不造成影響。為了簡化，假設公司每年的盈利就是現金流，那麼沒有受益疫情前，公司的價值等於未來盈利的貼現值：受益前公司價值=

$$\frac{E1}{1+r}+\frac{E2}{(1+r)^2}+\cdots+\frac{En}{(1+r)^n}+\cdots$$

假如受益疫情，公司當年盈利從E1變為2×E1，則受益後公司價值=

$$\frac{2\times E1}{1+r}+\frac{E2}{(1+r)^2}+\cdots+\frac{En}{(1+r)^n}+\cdots$$

受益後增加的價值為：

$$\frac{E1}{1+r}$$

可以近似的認為是E1（r為貼現率），也就是公司一年的盈利，那對應股價的漲幅大概是多少呢？假如公司受影響之前的PE是20倍，即P/E1=20，P=20×E1，也就是說市值P增加一個E1，對應漲幅只有5%。如果公司的PE更高，則市值對應的漲幅就更小。

可見，如果是事件性的、一次性的利好，即使對當期業績影響很大（盈利翻倍），對股價的理論影響也很小！相反，如果對長期盈利趨勢有影響，則對股價的影響會非常重要，比如在歐美市場某一公司技術研發取得突破時，即使對近期業績影響不那麼大，但股價的反應一點都不吝嗇。

可見，無論是從2003年「非典」概念股的前車之鑒還是事件對上市公司理論價值的影響來看，投資者對新型肺炎概念股都需要保持理性，謹慎參與。

區塊鏈就像廿五年前的互聯網

鏈能講堂
付 饒
香港國際新經濟研究院
高級研究員

馬克吐溫曾經說過：「歷史不會重演，但它會押韻。」

一百年前的倫敦，汽車剛剛興起。英國政府有一個新的法律叫做《紅旗法》，如果你現在有汽車的話，你必須要有人走在你的車前邊，拿着紅色的旗子，這樣就不會嚇到其他的馬。這就是《紅旗法》，這樣的監管傷害了英國汽車的發展，英國汽車行業沒有得到真正的騰飛。我覺得政府也要非常謹慎和小心，既要保護投資者、消費者和民眾，同時要讓技術繁榮發展，推動創新型經濟。

1995年，電腦安全專家、天文學家克利夫·斯托爾（Clifford Stoll）在《新聞周刊》上發表專欄文章稱，「網絡是一個充滿未刪選數據的荒地。事實是，在線數據無法替代報紙，網絡也不會改變政府的辦公方式」，他寫道：「虛擬社區、電子視訊會議以及在線購物和電子商務等都是無稽之談」。

當今天我們回首他的評論時已經可以一笑置之，因為現實情況是互聯網不僅改變了商業，也改變了我們生活方式。但在當時，這種說法還是有一定事實依據的，儘管今天的互聯網速度非常快，但在早期階段，它面臨着擴展性和成本的問題。

在1996年8月7日，AOL的互聯網服務因在19個小時內面臨大量用戶使用卻無法支持而失敗。互聯網行業早期時，開設一個初創企業面臨高昂的成本與費用，這同區塊鏈行業早期的情況類似。彼時，上網需要一個調製解調器（所謂的「貓」）以及電話線來撥號上網。

1995年，出現了對互聯網發展重要作用的阿帕奇服務器（Apache HTTP Server）以及Java之父、PHP之父。語法類似於C/C++語言的Java語言，讓那些寫C/C++的程序員很容易上手，不同的是Java虛擬機（Java Virtual Machine）不但可以運行在不同的操作系統上，還可以自動回收垃圾（內存空間），大大降低了程序員的編程難度。

同時期，開拓者還開發了能更快編寫動態頁面的PHP語言，為後來重新編寫新版PHP編譯器打下了基礎。同時，帶有DSL技術的寬帶最終出現，擴展了互聯網的速度，到2014年，互聯網的速度相比1999年快了200倍，費用則便宜了90%。

簡言之，從1991年第一個網站出現到之後短短3至4年時間裏，互聯網軟件進行了快速更迭，客戶端、服務器軟件、操作系統、新型計算機語言、寬帶技術快速發展，一批偉大的互聯網公司誕生的時機已經成熟。

今天的區塊鏈是1995年的互聯網嗎？2008年中本聰成功地發明了比特幣，他像「加密貨幣的喬布斯」，沒有一項技術是他發明的，但他加密也懂，編程也懂，經濟學也懂，把這三項技術融為一體，到2008年發表了比特幣白皮書。在區塊鏈領域，我們仍然在發明構築行業的基礎設施以及允許我們分配計算資源、保護隱私、管理身份、提高擴展性的工具。突破性DApp（去中心化應用）尚未出現，而它會在接下來幾年中出現。這引發了一個基本判斷：區塊鏈仍然處於行業早期。

不過2018年上半年，泡沫過早到來，是因為：（1）儘管事實上絕大多數產品和技術並未發布，token的早期流動性依然頗吸引人；

未來將實現協同工作

（2）互聯網與社交媒體讓整個世界連接更緊密了，這以前所未有的方式加速了加密市場炒作的消息傳播，並促成全球泡沫的形成。當然我們看到了2018年泡沫的破裂，加密寒冬的到來。直到2019年末以數字貨幣為代表的區塊鏈行業才回到了2017年下半年的水平。

目前加密貨幣的接受度最接近1995年互聯網的情況，在其後25年的今天，地球上過半的人口都接入了互聯網。基於這些觀察，有機構預測，2025年之前，全球GDP總量的10%將用於區塊鏈技術，2035年整個世界都將通過區塊鏈技術實現協同工作。

港樓市節後料價量齊彈

樓市智庫
陳永傑
中原亞太區副主席兼住宅部總裁

去年本港樓市與前年皆先升後軟，最後仍然有2.94%升幅。今年1月份樓價持續調整尋底，但小陽春經已成形，因為呈現量升價跌現象。預期新春之後，2月初樓價會從低位反彈，變成價量齊升。

過去兩年，香港樓市走勢十分相似，都是先升後軟格局，今年會否翻版暫時難以估計。為何筆者預期樓市在新春之後有比較好表現，根據中原成交數據顯示，過去兩年樓市都在農曆新年之後交投步入暢旺，到年尾交投又轉趨淡靜。

去年中打後樓市轉弱，與前年一樣，到年終時代表二手樓價的中原城市領先指數均有溫和升幅，同是先升後回走勢。承接去年尾弱勢，今年初樓價仍然偏軟，但已經不再是價量齊跌，而是價跌量升，反映有買家趁低吸納。

筆者預計樓價在下調3%至5%之後，有望在新春假期之後觸底回升，恰似去年新春之後樓價在上半年上漲逾10%並不稀奇。

過去兩年本港樓市都出現小陽春促進市況上揚，今年連續第三年有小陽春出現帶動樓市向好並非不可能。

無疑去年本港發生社會事件及貿易戰持續，但截至去年11月，本港認可機構的存款總額達到13.79萬億元，比較10月份增加0.4%。社會事件引發的資金外流未對本港造成重大影響。

從上述數字可知本港資金雄厚，社會事件及貿易戰導致這兩年來投資者猶豫未決，不敢放膽投資於本港樓市、股市等投資市場。由於中美已經簽訂首階段貿易協議，儘管還有第二階段的貿易談判，但在中美貿易已是奠定一定基礎，在貿易方面有某程度的保障。加上近期投資信心漸漸穩固，投資者守候了兩年，出手物色投資目標的機會正在增加。

息口低促資金入市

此外，全球息口依然低企，有些國家繼續進行量化寬鬆，持有資金有貶值的危險。為了避免資金購買力下降，投資者在本港樓市、股市出擊入市可能性是存在的，而且港樓、港股相對於美國、德國及英國等股市是比較落後。

但在股市投資也存在揀股的頭痛問題，相對地買樓投資比較簡單，只要市況向上，樓市逆市而跌是比較少發生，縱使有亦跌幅很輕微，不似得股市中的股票同時出現大升大跌。