

低估值 Vs 高估值

市場資金明顯由高估值的擁擠(Over-Crowded)板塊(大部分為二三綫股)流向低估值的低持倉(Under-Owned)指數成分股，造成恒指升，但個股跌的現象，剛好是年初的映照。

過去1個月在美國及香港上市的中資科網股，從高位平均調整20%至30%。一時間，市場充斥着泡沫爆破的氣氛，同期舊經濟股如內銀股及內房股等由低位反彈10%至20%，一洗頹態，大有「鹹魚翻生」之勢。

市場資金明顯由高估值的擁擠(Over-Crowded)板塊(大部分為二三綫股)流向低估值的低持倉(Under-Owned)指數成分股，造成恒指升，但個股跌的現象，剛好是年初的映照。

科網股調整當然有許多催化劑，筆者相信，美國預期提早加息是其一，內地突然加強監管電子金融是其二，估值高及過分集中持有太多基金是其三。因市場恐懼加息，引發納斯達克指數急促調整，最後造成骨牌式下跌效應。市場反映資金進行「板塊轉移」及「回歸中間值」的典型換馬活動，大市最近上升，代表資金沒有明顯流走迹象。

內銀核心問題未解決

根據過往兩三年經驗，由於種種宏觀原因，中資金融股每年平均都有一次至兩次反彈，但每次升勢都不過兩三個月，今次的催化劑明顯來自批准增發優先股措施所帶動。筆者的看法是，此舉只能治標不能治本。

內銀股的估值確很便宜，平均預測市盈率只有5倍至6倍，市帳率不到1倍，息率有5厘至7厘，但想深一層，這堆數字代表着甚麼前景？第一，大部分內銀股都有需要及有可能通過增發優先股或供股集資，來提高核心資本充足率，換句話說，小股東很大機會需要掏腰包把收到的股息，甚至更多資金回撥上市公司，要不就

接受被攤薄的命運。

第二，估值低迷，但內銀IPO仍然源源不絕，過去1年有四家內銀在港上市，內銀股供應有增無減，進一步壓制板塊估值。估值低，仍堅持要上市，顯示內地銀行資本充足率不足問題嚴重。第三，銀行利率市場自由化是大勢所趨，將來存款利息必定逐步開放，淨息差必定收窄，銀行收益必定受壓。

第四，中央政府將電子金融開放給科網公司，必定帶來更多競爭，衝擊傳統既得利益者。第五，內地的壞帳呆帳及影子銀行問題非一時三刻能解決。假如壞帳撥備稍為嚴謹，淨息差收入下降，理財產品收益減少，內銀股的盈利理應倒退，真實市盈率可能是雙位數，所以其估值並非表面看來那樣便宜。

創新增長維持高估值

相反科網股市盈率動輒高達20倍至100倍，是否代表沒有投資價值？和1999年至2000年的熱潮不一樣，現在的龍頭科網股擁有多年盈利紀錄，規模巨大，現金流強勁且沒有負債。很多高增長的個別公司市盈增長率(PEG，市盈率除以盈利增長率)都低於合理水平的1倍。

於美國上市的一批科網公司將會在5月底前宣布今年首季業績，保持高速增長者肯定能維持較高估值。長綫而言，假設公司可持續創新及增長，高估值便不是問題，尤其是擁有用戶群的平台公司。最佳例子是美國的亞馬遜(Amazon)，其過去10年平均市盈率都保持在60倍至70倍以上，最近股價回落，預測市盈率仍然高達169倍。能夠仿效亞馬遜成功之道者，就是可長綫投資的對象。FM

祝振駒

翹騰投資管理董事總經理，特許財務分析師。曾經在星展，法興，瑞銀及軟庫金匯等投行研究部擔任分析師及主管達14年之久，專長於中小型股研究。後轉往凱思博投資管理擔任對沖基金經理，2010年創立翹騰。筆者博客：blog.sina.com.cn/raymondj2011

