



祝振駒

翹騰投資管理董事總經理，特許財務分析師。
曾經在外資及本地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。
後轉職擔任對沖基金經理，2010年創立翹騰。
筆者博客：blog.sina.com.cn/raymondj2011

Columns
美術：林美賢

恒指估值新常態

傳統智慧指，當恒指上升至20倍市盈率(PE)便屬超買並出現泡沫，當跌至8倍便屬超賣應該反彈。但2008年金融海嘯之後，恒指的估值一直貶值，所以合理的市盈率區間已和昔日大不同。恒指估值的變化主要來自三方面：一、地產股盈利被物業重估收益誇大；二、巨型股如滙豐控股(00005)及中國移動(00941)增長不再；三、內銀股成恒指最大板塊，但自2011年後估值長期低迷，拖低恒指市盈率。

地產股盈利被高估

國際會計準則自2005年起將投資物業每年重估所產生的升值或貶值納入損益表內，令香港地產公司的盈利大幅被高估。過去10年香港地產公司(發展商及收租股)的物業重估收益，令恒指的總盈利平均每年被高估約10.56%，因此恒指過去10年平均市盈率應比實際報告的為高。

曾幾何時，恒指的最大兩隻成分股滙豐及中移動曾經是高增長

恒指市盈率區間



數據來源：筆者提供

股。2006底時分別佔恒指總市值的23.08%及18.67%，當時市盈率分別高達14.16倍及20.76倍，但今天只佔恒指市值的11.53%及7.77%，而市盈率跌至只有9.97倍及14.02倍。

內銀股拖低恒指PE

建設銀行(00939)於2006年9月成為首隻內銀恒指成分股。2006年底內銀(共兩隻)佔恒指市值只有3.88%，到今天內銀已成為恒指最大板塊，佔市值約15.48%。2008年中央花了4萬億元人民幣刺激經濟，其中大部分融資由銀行借出。過度放貸

至基建、地產及國企，所以市場一直認為內銀股壞帳準備不足，以至市盈率近年長期徘徊在4倍至8倍之間。

恒指由1995年至2004年的平均市盈率为13.85倍，按撇取物業重估收益後的調整後恒指盈利，2005年至2009年為15.19倍(包括物業重估收益則為14.41倍)，2010年至2015年降至12.27倍(包括物業重估收益則為11.6倍)。用最近10年的調整後恒指盈利計，恒指如今仍處於-1個標準差外，現今市盈率約為10.74倍。根據彭博數據，市場估計恒指每股核心盈利於今年下跌2.4%左右，可能由於被商品類相關的成分股拉低。最近5年，恒指少有突破14倍市盈率之上，所以恒指的新常態可能是9倍至16倍之間(-2至+1個標準差)。FM

“最近5年，恒指少有突破14倍市盈率之上，所以恒指的新常態可能是9倍至16倍之間。”