



祝振駒

翹騰投資管理董事總經理，  
特許財務分析師，

擁有14年國際投行分析員及5年對沖基金管理經驗，  
專長於中小型股票研究。此欄隔周刊出，  
讓讀者有機會一窺對沖基金行業全貌及傾聽業者心聲。

# 愈墮落愈快樂

恒指2月升勢持續，有點和1月不一樣的是，二三綫股和中型的周期性股票也開始發力。1月指數升勢主要被重磅的內銀股及地產股帶動，到了2月很多在去年被過分拋售的基金中小型股，也開始由低位大幅反彈，較明顯的是內房股板塊。

雖然國內新聞消息仍不段傳出，打壓及繼續調控的聲音，但大部分二三綫內房股，已從年初上升超過50%。3個月前和管理層們溝通，今天再和他們談話，你所得到的信息可能相差不大，股價卻發生了翻天覆地的變化。箇中理由主要是市場對風險的看法產生了變化，願意付出較高的風險溢價去博取較高回報。

## 成績愈差愈有機會反彈

至於大幅落後、流通量相對高及高Beta的二三綫股，就會在這種風險胃納增加的升市中最受惠。從技術分析及統計學角度看，這也正是所謂回歸平均值(Reversion to the Mean)的反彈。附圖例子的恒大地產(03333)市帳率，去年10月初曾下跌至負兩個標準差，現在已反彈至少於負0.5個標準差。加上從宏觀方向展望，經過最近兩次削減銀行存款儲備金率，中國已正式進入新一輪的貨幣寬鬆周期。

所以對經濟敏感的行業大板塊如地產、金融及保險業，股價往往領先跑出。周期性敏感行業的股價通常都是非常前瞻性，往往反映未來6至12個月市場的看法。所以3月放榜的2011年度公司業績，成績愈差的(意味着2012年業績有較大改善空間)愈有機會在未來反彈，因為市場可能一早已消化了這些負面消息。

其中一種對經濟特別敏感(尤其是出口及全球性經濟)的行業板塊是航運股。從附圖的波羅的海指數看，全球的平均船運費用仍處於低潮，但集裝箱船運股如東方海外(00316)及中海集運(02866)從去年10月底位已分別回升78%

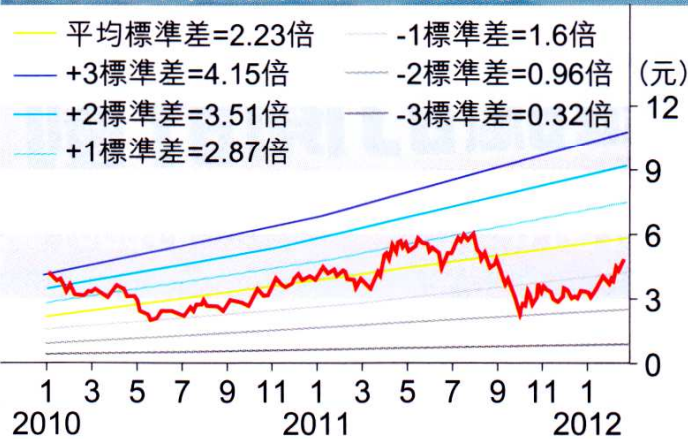
及133%。從它們去年相對於波羅的指數的表現看，航運股的股價起碼比船費指數跑快了6至10個月。它們在3月即將公布的2012年業績，亦幾肯定會處於大幅倒退甚至虧損的狀態。

## 周期性股份中期較值博

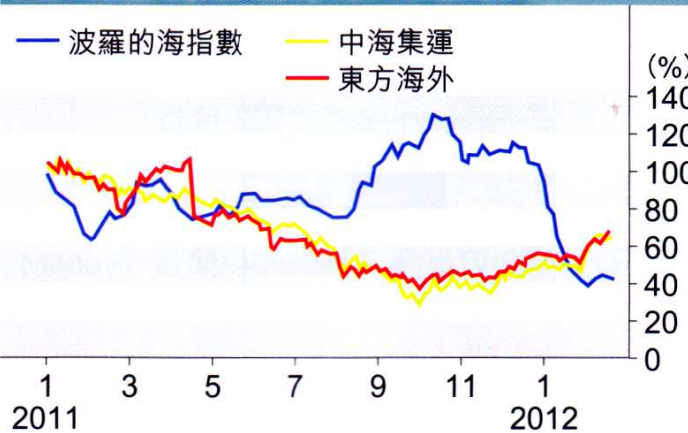
中海集運從去年7月開始已下跌至低於1倍的市帳率，這某程度上反映市場早已確認其2012年度業績的虧損。周期性強的行業如航運、原材料、半導體及太陽能等股價表現，通常都大幅領先業績的表現，而它們的股價非常波動，往往在虧損或市帳率低於一倍時就見底；反之股價在周期業績高峰前會見頂，確實是一種高風險，高回報的投資類別。假若2012年是一個復甦年，周期性股在中期應仍有上升及值博的空間。RM

權益披露：筆者旗下基金持有恒大地產

恒大於不同市帳率下的股價



波羅的海指數及航運股表現



來 6 至 12 個月市場的看法。  
周期性敏感行業的股價通常都是非常前瞻性，往往反映未來