



### 王家其

翹騰投資管理董事及風險管理官  
曾任職國際投行銷售及結構產品部，  
具多年公司培訓和教導CFA及FRM課程經驗。  
為美國康乃爾大學物理學博士，  
特許財務分析師及金融風險管理師。

## 中移動恐白兔變龜

本月16日，中國移動(00941)發布2012年中期業績，營運收入同比增長6.6%，淨收入只輕微上升1.5%，跟內地同期的經濟增長7.6%比較，中移動的增長明顯落後。近年中移動積極發展高增值的數據服務，這方面收入的增長達到17.3%，但中移動66%的收入還是來自傳統的語音服務，而這方面收入只增長2.2%。

工資及手機補貼等成本上升，若不是來自上海浦東發展銀行大概28.67億元人民幣的權益收入，成績本應是後退才對。投資者對業績大失所望，股價在業績後幾天內下跌超過10%。

中移動在1997年10月IPO上市，招股價為11.68元，從長綫來說，股價表現尚算不錯。中移動是電話服務的龍頭，內地人口眾多，移動電話過去十多年的普及化及增值服務的推出，都對其有利。中移動收入在2000年時增長率高達70%，盈利高速增長，加上擁有中國這個龐大市場，令其成為不少投資者的愛股。

### 市盈率與增長期望有關

可惜高增長也成為其弱點，因增長愈快飽和點亦來得愈快。在發布會中，管理層提到中移動用戶人數達6.83億戶，即超過中國一半人口！在很多城市其市場佔有率甚至超過100%。客戶群愈多，因基數太大的關係，增加新客戶人數則會愈來愈困難。中國聯通(00762)及中國電信(00728)在內地亦有不少客戶，中移動要爭取新客戶，便需要以減價競爭及增加補貼，對毛利率和盈利都不利。

雖然中移動增長放慢，但盈利從2006年到2011年還是增加一倍多。股價在2007年上過157元歷史高位後，一直在70元至80元徘徊，即出現盈利上升，股價不升這個現象。原來決定股價(P)，除了每股盈利(EPS)外，還有市盈率(PE)，因 $P=PE \times EPS$ ，而市盈率是跟投資者對一家公司的增長期望有直接關係的。

在2006年中移動的增長率超過20%，市盈率在22倍以上，但到現在增長率接近零，市盈率只有大約10倍，我們行內叫Derating(即估值貶值)，即隨着一家公司增長速度放慢，市盈率下跌，就算盈利有增長，股價亦不一定上升。中移動令筆者想起微軟(MSFT)。最近蘋果(AAPL)的市值創了歷史新高，以6,200億美元超越了微軟在1999年曾經到達的6,163億美元市值。1999年微軟的股價為58美元，比現在的30美元高了差不多一倍。

微軟的故事，跟中移動很接近。在2000年以前，微軟的增長率受惠於PC革命，每年平均增長在30%以上，因此在2000年微軟的市盈率高達70倍。到2012年微軟的收入增長只有5%，市盈率下跌至11倍。盈利上升遠遠追不上市盈率下跌，股價還是要跌。

### 收購增長多失敗告終

一家公司的收入增長放緩，股價表演不理想，股東當然不滿，向管理層施以壓力，令管理層容易犯錯，經常想利用收購合併來買增長，但多失敗告終。微軟明白她的主要業務如操作系統及Office都是成熟業務，故近年大力發展遊戲、網絡等業務。她在2007年以63億美元，收購了一家網絡廣告商aQuantive，結果今年需要全數減值，這些失敗例子在科技界實在太多了。

愈成功的公司，增長愈快，股價受惠於高盈利及高市盈率，可惜由於競爭，市場飽和或政府政策，增長總會緩慢下來，這個臨界點對市盈率高的公司如科網及概念股尤其重要。因市場一感覺到增長開始下跌，估值貶值的過程便會開始。Facebook(FB)在今年5月上市時的市盈率超過80倍，現在股價已差不多跌了一半，正是反映投資者在修正他們對這間公司的過高期望。在投資領域中，一定要了解白兔在甚麼時候慢下來，否則最後變成投資在烏龜身上！

隨着一家公司增長速度放慢，市盈率下跌，就算盈利有增長，股價亦不一定上升。