

「航母券商」概念利好龍頭企業前景

實鉅證券金融集團投資研究部

中美兩國就首階段貿易協議達成了共識，貿戰走向和緩刺激了世界各地的股票市場向好，而內地A股市場表現同樣強勁，上證綜合指數只花數天便重越三千點關口。市場交投熾熱，最為收益的便是內地券商板塊，但該板塊走勢強勁，除了因為外圍市況向好之外，政策面的推動亦同樣功不可沒。

中證監助打造航母級券商

去年內地推動多項政策，例如早前推出的

《融資融券交易實施細則》，取消了最低維持擔保比例不得低於130%的統一限制，亦擴大了可進行兩融的股票數量，由此前950隻大升到現時的1,600隻，加上減稅降費與人行「放水」等不難發現內地推動資本市場發展所採取的積極態度。近日，內地證監會再有新的重磅概念出台，在答覆政協第十三屆全國委員會第二次會議第3353號提案時，內地證監會首次提出將會推動打造航母級證券公司。

除此之外，為配合打造「航母券商」，內地證監會亦同時提出了六項舉措與工作重點。一、多渠道充實證券公司資本，鼓勵市場化併購重組；二、進一步豐富證券公司服務功能；三、支持證券公司優化激勵約束機制；四、鼓勵證券公司加大信息技術和科技創新投入；五、支持證券公司完善國際化佈局，提升為實體企業「走出去、引進來」提

供配套金融服務的能力；六、督促證券公司加強合規風險管理。

行業整合併購將更熱烈

內地致力打造航母級證券公司主要有兩大原因。首先是為了提升證券公司在金融體系裡的地位，全國政協為航母級券商做了定義，航母級券商為資本實力雄厚、槓桿水平適度較高、客戶基礎扎實、影響力大及要擁有靈活機制的證券公司，但即使是內地現時最大的證券公司，在營業收入及資產總額均遠未能與任何內地銀行或是與外資券商比較，在動盪市況中的應對能力亦較後兩者差，券公司在金融業的地位亦因此顯得相對不重要。

而藉此機會，在政策支持下，券商有望進化，在提高行業的營運效率的同時亦可長遠提升券公司在金融業的影響力。其次

次是為了提升內地券商的競爭力，內地近年積極進行金融市場對外開放，但上文提及內地券商仍遠未能與外資企業作比較，透過打造「航母級」券商公司，將可直接提升券公司規模以達到國際級的競爭力，亦可避免在外資進場時內地券商處於完全被動的位置。

整體而言，在打造「航母證券」的背景之下，行業的整合與併購將會更為熱烈，事實上，中信證券(6030)及華創證券已先後在10月及11月收購廣州證券及太平洋證券，反映行業走向與國策不謀而合。長遠而言，隨着國策的傾斜，大型券商公司的發展空間及受惠面將較小型券商高，而行業的集中度將會繼續提高，預期龍頭券商企業將具有更高的投資價值。

(筆者為證監會持牌人士，並無持有上述股份之財務權益)



■ 受惠政策利好及外圍市況向好，內地券商股近期走勢強勁。資料圖片

好消息被消化 風險資產現調整

百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

“ 隨着連串好消息出台，市場原本的憧憬得到落實，往往是先高走，然後回調的格局，可見多數好消息已經充分反映。

先看投資者情緒。恐慌指數VIX大部分時間保持在10至25的區間震盪。12月初，美國經濟數據不及預期再次引發市場恐慌情緒。VIX原本在10月下旬跌回15水平下方，但12月2日終於爆發，單日急升18.15%至14.91。加上投資者擔心中美貿易關係，且美國擴大了貿易戰範圍，VIX很快在12月3日重新回15水平上方。好在最新的非農報告，加上中美達成首階段貿易協定，擔憂情緒回落。

股市調整壓力漸增

VIX很快在12月第二周結束三周連陽，甚至在12月16日一度跌破12水平。但市場在亢奮後，投資者開始考慮明年美國大選或給中美之後的談判帶來新的不確定性以及英國硬脫歐風險升溫。VIX反彈兩日，風險資產開始出現調整。

全球股市普遍造好。美國股市不斷創出歷史新高，歐洲和英國股市也一度因為英國大選而造好。但近日調整壓力有

所增加，12月18日，標普雖然盤中創歷史新高，但最終和道指一同結束五連陽。納指創歷史新高至8,848.761，最終連續上漲六日。香港股市在12月13日裂口高開，隨後越升越有，12月18日一度高見27,970.76。不過短線高在兩萬八水平之前整固，成交也回落，藍籌股普遍受壓。

油價銅價呈反彈趨勢

大宗商品在中美達成貿易協定後，需求端利好支持下造好。油價和銅價其實在宣佈達成協議之前就開始啟動反彈，直到消息確定，均做出突破。紐油在12月13日終於限制許久的60美元一線。隨後延續升勢，直到12月18日更高見61.18美元。不過很快回吐漲幅，短線需要更多調整。倫銅原本一直在5,600至6,000美元區間震盪，直到12月6日動能明顯增加，12月17日更高見6,223美元。目前調整需求更大一些，還有來自庫存數據的壓力。不過在調整後，油銅整體還是在反彈趨勢中。



■ 美國股市近日調整壓力有所增加。路透社

英鎊回吐早前升幅

貨幣方面，人民幣的影響很直接。人民幣一度在貿易協定好消息傳來下大幅走高，離岸人民幣曾在12月12日高見6.9229，不過現在已經重新回到圍繞7水平震盪。美匯指數在本月波動大。先在12月上旬一度跌破97關口。在美聯儲決定暫停減息步伐之後，投資者將目光投向經濟數據。

近期包括勞動力、工業生產和房屋市場數據好於預期，美匯指數獲得動能反彈。料美國明年不加不減的概率大。美

匯指數或繼續保持在高位震盪。

此外，英鎊上演過山車，原本在英國大選之後一度衝高至1.3514，不過近期不斷回吐，已經測試20日線支持，回到12月初的水平。

相較而言，金銀的走勢缺乏方向。現貨金繼續在1,450至1,500美元的區間震盪。短線遇阻50日線，波幅相當窄，短線恐怕還將延續。白銀已經從低位反彈，現在保持在17美元窄幅震盪。(筆者為證監會持牌人士，並無持有上述股份之財務權益)

創新醫藥公司估值淺談

羅珏瑜 華坊諮詢評估執行董事

醫療領域一直處於資本市場的風口之巔，其中創新醫藥公司作為新興的創新力量，也逐漸受到更多投資人的關注，但投資風險也相對較高。基於此，香港交易所於2018年4月30日為創新醫藥企業設置第18A章，開啟綠色通道。符合規定條件的創新醫藥企業即使沒有通過財務資格測試，也可以在港交所上市。其中一條規定為「預期市值不少於15億港幣」。那麼創新醫藥公司的市值該如何評估確定呢？

估值要考慮「5P要素」

在估值師們不斷討論與總結下，創新醫藥行業擁有了較為認可的估值方法和

體系。創新醫藥公司的估值方法採用的是收入法——DCF模型。該模型的邏輯思路是將創新醫藥公司在不同發展階段的收入通過合適的貼現率進行折現，從而得到公司的價值。為提高估值的準確性，在對創新藥企行業估值時，我們需要考慮該行業特有的影響要素，我們將其影響因素稱為「5P要素」：

- 患者流 (Patient pool)；
- 市場滲透率 (Penetration)；
- 年用藥定價 (Price)；
- 峰值推算 (Peak Sale)；及
- 研發成功率 (Possibility of Success)。

其中需要明晰的是患者流與市場滲透

率概念。根據藥企產品對應的適應症確認適應症人群的過程被稱為患者流分析。而市場滲透率是指計算藥品或醫療服務銷售的峰值，由創新醫藥公司自身的競爭能力決定，可以分拆為上市次序、上市間隔、商業化能力、臨床資料。只有正確理解這兩個概念，才能準確分析一家創新醫藥公司的各類產品在細分市場所佔的空間，從而合理計算出其商業價值。

根據上述分析，創新醫藥公司的估值過程主要分為四步：

第一步，整理公司的研發管線，創新醫藥企業的估值開始於知識產權的形成，而研發管線是其最為重要的無形資產，也是

公司估值的基礎。第二步，從流行病學入手，確定患者流，通過患者流分析，目標市場規模也會逐漸清晰。第三步，計算產品一旦成功上市後的NPV價值，其中需要結合前兩步的分析結果來設置合理的假設參數。第四步，計算仍處於研發階段的醫療產品期權價值，上一步中計算出來的NPV價值是藥物100%成功上市後的理論價值，但是仍處於研發階段的創新醫藥產品並不能100%保證上市，因此需要用到二叉樹期權定價模型來進行折扣和調整。創新藥的專業投資者，基於對藥物機理的理解，並且參考歷史上同類藥物失敗概率，會建立對各期臨床試驗成功率的相應預期。



■ 中美貿易戰暫緩。資料圖片

物業投資者受經濟下滑所挑戰

廖偉強 利嘉閣地產總裁

社會上有很多市民都希望置業，而筆者從事地產代理工作超過30多年，接觸過不同類型的客戶，他們有着不同的入市原因，但也可以歸納出三大類型的客戶，包括有炒家、投資者及用家。

SSD辣稅趕走炒家

第一類是炒家，炒家在過去的樓市中是活躍分子，但現時在市場上已經很難發現他們的身影。炒家的特質是喜歡用最短的時間獲利，所以入市的頻率非常之高，速度亦非常之快；同時，他們大多數都對地產知識非常熟悉及專業，並且喜歡與地產代理打交道，所以十分緊貼市況走勢。

專業的炒家一般會集中炒賣某類物業，較少會涉及多類型物業，因為當資訊太多而不夠集中，會影響到入市的判斷力，容易作出錯誤的決定而招致損失。

直到2010年政府為了應對急速上升的樓價，而推出樓市辣招額外印花稅(SSD)，增加物業在短時間內買賣的成本，從而壓抑樓價的升勢。炒家一般都是短炒物業為主，只要物業能夠獲取一成至二成左右的利潤，就會立即出售，但是自SSD推出之後，炒賣的成本大增，炒家自然會遠離樓市，甚至幾乎銷聲匿跡。

投資者承擔風險漸增

第二類是投資者，香港是自由市場經濟，加上市民主要的投資都離不開股票及房地產，所以這類投資者手頭上有足夠的資金，希望透過不同類型的投資產品為財富增值。他們除了擁有自住物業之外，也喜歡購買不同種類的物業作為長線投資，例如買住宅收租或投資工商舖項目等。即使政府在2013年推出雙倍印花稅(DSD)，令到投資成本增加，也沒有阻礙投資者入市的意慾，始終中國人傳統都是喜歡購買

磚頭的。不過，發生近六個月的「社會運動」，樓市長線投資者也受拖累。「社會運動」持續，香港不同行業大受影響，衣食住行無一倖免，連以往無論樓價是高低也沒有影響出賃意慾的長線投資者，也要面對工作及生意上的打擊，解決資金周轉困難的問題。現在事件還未平息，如果樓價不斷下跌，投資者需要承擔的風險便會不斷增加。

最後一類是最常見的用家，顧名思義用家購入物業是用作自住用途，他們有些是首置客，也有換樓客，亦有一些客戶是海外來港工作的人士，他們多以租住房屋為主，但也有少量選擇在港置業。而近年內地與香港兩地交流頻繁，多了內地人士來港購買物業，當中有部分已經在香港居住滿七年，地產代理喜歡稱他們為新香港人，這類客戶都是雄厚實力的用家。



■ 地產代理客戶主要分為三大類型，即是炒家、投資者及用家。由於成本增加，炒家近年已幾乎銷聲匿跡。資料圖片

題為編者所擬。本版文章，為作者之個人意見，不代表本報立場。