

# 新能源汽車市場或現拐點

實鉅證券金融集團投資研究部

新能源汽車市場在2019年經歷了前所未見的一年，根據中國汽車工業協會的統計數字顯示，2019年內地新能源汽車的產銷量分別為124.2萬輛及120.6萬輛，縱使中汽協已於年內將新能源汽車的目標入原來的160萬輛下調至150萬輛，但全年的銷量仍然遠遠未達市場預期。同時，產量及銷量的數字同比出現下降2.3%及4.0%，這是自內地2009年推廣新能源汽車至今首度出現年度銷量下滑的情況。經歷了2019年後，不少人開始質疑新能源汽車及相關板塊的投資價值，到底2020年是否行業步入衰退的一年呢？

首先我們需要了解2019年新能源汽車市場的狀況。早在去年3月，財政部、工信部等四部門聯合發佈了《關於進一步完善新能源汽車推廣應用財政補貼政策的通知》，內容中明確指出，自去年6月25日為止為新

能源汽車補貼退坡的過渡期，亦因此新能源汽車在過渡期結束前一度出現爆發性的銷量增長，而在7月起，由於新能源汽車的地方補貼已被取消，加上經濟增長放緩及新的汽車排放標準令汽車大幅降價等外圍因素影響下，新能源汽車的銷量在下半年出現了明顯的縮減，甚至按年錄得倒退。

以往新能源汽車的補貼退坡幅度只有在大概20%的水平，是次的補貼則是「一刀切」的大幅減少75%，無疑是為新能源汽車市場帶來重大打擊，同時為新能源汽車業創造了拐點，一個更利好行業長遠發展的拐點。

## 補貼退坡影響漸被消化

新能源汽車補貼退坡的不利因素已在2019年下半年反映了不少，而事實上，有利於新能源汽車的利好因素在2020年接踵

而來。政策面上，內地在推動新能源汽車發展是不遺餘力的，去年年底工信部發佈《新能源汽車產業發展規劃(2021-2035年)》中提到，目標在2025年，新能源汽車的新車銷量佔整體汽車銷量提升至百分之二十五的水平，為行業制定了長遠的發展藍圖，更重要的是工信部部長指年內新能源汽車補貼政策將保持穩定，且不會出現大幅度退坡，為行業打下了「強心針」。

## 關注新能源汽車概念股

另一方面則是外在因素的刺激，特斯拉(TESLA)國產化，且扣除補貼過後以不到30萬元人民幣作為定價為行業帶來重大衝擊，除了提升了整個產業鏈的技術外，競爭因素亦為國內的新能源車企帶來了正面影響，可以預期國內的新能源汽車在未來將會以更低價，且更高質量及續航力的產品進行良性競



■ 內地早前公佈新能源汽車補貼政策將保持穩定，令市場情緒改善。資料圖片

爭，為行業的長遠發展鋪路。就投資角度而言，大型且有較多資金投放在新能源汽車發展的車企將較為有優勢，而

同時，有着新能源汽车概念的板塊，如提供上游鋰資源的股份以及生產蓄電池的股份將有望同樣受惠，屬年內可繼續關注的板塊。

# 避險情緒降溫 全球股市向好

永豐金融資產管理董事總經理 涂國彬

進入新的一年，市場情緒相當波動，先是突發的中東局勢，令投資者突然陷入極度擔憂的狀態，全球股市也不免受到壓力。好在美伊緊張關係緩和，風險資產止跌反彈，包括股市。

雖然風險事件不少，全球股市仍然延續去年以來的升勢。恐慌指數VIX的波幅倒是有限，中東局勢也只是讓VIX最多突破16水平，很快又回到12一線附近，整體保持在低位。MSCI全球指數在去年年尾企穩2,350水平之後，經歷了一段時間的窄幅調整，但也很快在近日增強上行動能，1月15日已經逼近2,400一線。

## 美股憧憬再減稅

美國股市並沒有受到中東局勢太多影響，上行趨勢始終保持着。不光是避險情緒回落，中美貿易談判經歷三年時間，終於在1月15日正式簽署首階段貿易協議，還是給市場吃下一顆定心丸。此外，本周開始，隨着銀行股業績報告開始公佈，業績表現成為焦點，且目前整體樂觀。

真正給1月15日的市場帶來強支持的是，美國總統特朗普將在今年總統大選期間宣佈更多減稅措施，消息很快刺激

三大指數走高。道指第一次在29,000水平或以上收盤，創歷史新高至29,127.59。標普和納指同樣上漲動能強勁，標普逼近3,300水平，納指在1月15日創歷史新高至9,298.823。

後市同時要繼續關注經濟數據，近日公佈的非農、CPI和核心PPI不及預期。月底將有美聯儲議息會議，按兵不動是大概率，未來貨幣政策展望才是關鍵，目前來看維持寬鬆政策概率大。

## 脫歐問題仍未明

德國DAX去年累積25.48%的漲幅。今年初一度考驗一萬三的支持，但很快收復損失，1月9日跳升至13,500水平，目前圍繞該水平震盪，暫時缺乏足夠的動能突破，但整體趨勢仍向上。

法國CAC40指數去年累計26.37%的漲幅，去年年尾已經升至6,000水平上方，進入新的一年缺乏足夠的動能，仍保持在現水平震盪。英國FTSE100在



■ 美國三大指數持續走高，隨着中美首階段貿易協議簽署，市場目光重回經濟數據及減稅措施消息上。路透社

去年大選之後來了一波升勢，直接突破7,600水平，今年一月初繼續圍繞該水平上落。脫歐問題仍然有不確定性，是英國股市一大風險事件。

## 恒指可看高一線

內地和香港股市中線趨勢樂觀。滬指去年上漲22.3%，新的一年市場氣氛轉好，賺錢效應提升，人民幣不斷走強，滬指升至3,100水平，但短線三個陰線打下來，還是令投資者有些擔心，調整

需求仍存在，好在趨勢沒有被破壞，不妨保持耐心，繼續保持倉位。

恒指雖然去年整體表現落後，只有9.07%的收穫，但去年年尾以來動能明顯增加。一月初雖然也一度受壓而考驗兩萬八支持，但很快作出反彈，成交放大，連續五個交易日超過千億元水平。只是短線還要在兩萬九附近震盪，料農曆春節後有望進一步突破，甚至朝三萬關口上攻。（筆者為證監會持牌人士，並無持有所述股份之財務權益）

# 推動高增值製造業的ABCD

史立德 香港中華廠商聯合會第一副會長

數碼科技現時已廣泛融入商業模式及日常生活。有業界人士認為，要投入數碼經濟發展，政府或私營企業均要掌控「ABCD」四大範疇，即人工智能(AI)、區塊鏈(Blockchain)、雲端服務(Cloud)及數據匯集(Data)。香港要推動高增值製造業，必須好好利用「ABCD」的框架。

人工智能的應用，能幫助廠商透過電腦的高速運算及無限記憶能力，解讀數據及發掘其中蘊藏訊息，加快分析及落實決定的時間。同時，人工智能可透過持續「學習」來推斷受眾行為模式，讓

製造商或服務提供者可以更主動地滿足受眾所需。例如電商亞馬遜早於數年前已開發一套預知各區顧客對貨品需求模式，從而預先調配貨物到最近的購物物流中心，當顧客下訂單時便可於24小時內送達。

## 區塊鏈提升交易效率

區塊鏈方面，由於傳統或新興經濟均需降低交易成本，例如廠商要處理交易中涉及的出入口信貸、保險及海關文件等，傳統多以紙張為處理載體，需要大量時間及金錢。而區塊鏈的技術可以確

保信息在傳遞過程的完整性及安全性，大大壓縮交易文件驗證所需時間，加快現金流周轉。現時，香港已有金融機構利用區塊鏈技術開展貿易融資服務，未來更會應用於數碼合約當中，進一步提升交易效率。

## 助公司發掘數據價值

雲端服務的出現，在協助貯存及處理海量數據之餘，更是顛覆了傳統資源配置的模式。廠商可以利用雲端服務，一方面省卻處理大量數據所需的人力物力，把資源投放到行業及業務運作，另

一方面更好地利用數據，更徹底地發掘數據中的內在價值。

最後必不可少的當然是數據匯集。數據對現代企業而言，重要性等同傳統經濟中的原油，皆可從中提煉出能夠促進經貿的材料。廠商首要工作是要了解顧客所需，提供合適服務。現時物聯網(IoT)及5G移動通訊技術發展，讓企業有機會收集客戶使用產品時的各項數據，從中發掘合用資訊，為產品及服務增值。在創新年代，科技「ABCD」已是進一步發展的基本，廠商要與時並進，好好把握。

# 以瑞幸咖啡為例 解密互聯網初創公司估值

羅珏瑜 華訪諮詢評估有限公司執行董事



■ 瑞幸咖啡為一家互聯網咖啡初創公司，短時間內就擁有近三千家門店。資料圖片

在剛剛過去的一年裡，中國內地的咖啡市場並不平靜。瑞幸咖啡，一家互聯網咖啡初創公司，憑藉短時間內擁有近三千家門店，成為當下「新零售」的代名詞，同時也被視

為星巴克在中國內地市場的最大勁敵。

眾所周知，企業估值的方法主要有兩類，相對估值法與絕對估值法。相對估值法，或價格乘數法，即通過市場的價格乘數來確

定，如PE、PS、PB、EV/EBITDA等；絕對估值法，主要是利用對未來現金流折現的方式獲得企業價值，如DCF等。

對於互聯網初創公司而言，在初期發展階段，其盈利水準較為不穩定，因此採用相對估值法無法衡量出它們的未來經濟利益。而DCF模型可以基於對互聯網初創公司未來用戶增長的預測，合理計算出公司價值，同時能更好的反映出它們「高效率」與「高流量」的特點。

由於DCF模型需要諸多假設，為保證估值結果更為合理，我們需要考慮一些對互聯網初創企業估值影響較大的因素，以瑞幸咖啡為例：

瑞幸咖啡門店數；  
門店平均銷售產品數；  
用戶粘性；  
扣除補貼的產品收入；  
及單位產品生產成本。

其中，「用戶粘性」是指用戶對瑞幸咖啡的忠誠度，它對於瑞幸咖啡的整個盈利能力支撐起着關鍵的作用。通常我們會用「初粘性」、「持粘性」和「強粘性」來衡量用戶粘性，較為簡單的判斷標準為用戶存留和使用瑞幸咖啡APP的時間。一般粘性越高，用戶忠誠度則越強，瑞幸咖啡未來的盈利能力也越好。

## 估值過程大體分四步

不難看出，預期新用戶的增長與老用戶的存留是決定互聯網初創公司價值的關鍵因素。根據上述分析，互聯網初創公司的估值過程主要分為四步：

第一步，分析已有的用戶數及增長率，初創公司真正的盈利起始於擁有了大量的粘性用戶，他們不僅能為公司帶來收入，也可以幫助公司攤銷固定成本。第二步，通過市場調研，確定產品未來的市場份額，由於不同

類型的產品在市場中受歡迎的程度不盡相同，甚至會出現相互競爭關係。第三步，計算每款產品在扣除補貼和總成本費用後的淨收入。第四步，選擇合適的折現率，將所有產品的淨收入進行折現，最終得出企業的價值。

基於DCF估值模型，我們可以看到，互聯網初創企業的價值決定因素與傳統行業有着很大的不同。這類初創公司不僅改變了大眾對傳統行業發展的認知，也對估值界帶來了新的思考。作為估值師，我們不能僅通過爆炸式的用戶增長這種單一指標來判斷公司價值的高低，而應當從這類公司的商業模式出發，發現它們背後潛在的商業價值。

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。