

林少陽：傳統舊經濟股 估值低無可低

標籤：林少陽 細味投資

文章日期：2022年9月5日

【明報專訊】業績期剛過，今期跟大家分享一下過去一個多月的一些觀察。首先，不容否認，目前內地與香港的經營環境都相當困難，而且踏入7月份情況有進一步轉差的跡象。1至7月份中國製造業總利潤按年錄得1.1%的跌幅，逆轉了1至6月1%的按年升幅。

然而，即使在目前極之困難的經營環境，部分傳統行業的經營狀況不跌反升。除了讀者耳熟能詳的石油煤炭等上游能源企業之外，尚有筆者已有超10年放棄跟蹤的三家全國最大電訊商：中移動（0941）、中電信（0728）及聯通（0762）半年收入分別按年升12%、10%及7%。利潤增速較快，主要得益於縮短設備的折舊及攤銷年期，但在目前極度困難的營商環境下，能夠保守盈利穩定，已算萬幸了。

由於三家電訊商受美國實施歧視的制裁措施，大部分機構投資者在6月1日之前已全面沽清相關倉位。為了對抗美國的制裁，中移動及中電信在今年初之前已完成回歸A股上市程序。為了吸引A股投資者認購，兩家電訊商向股東承諾，將在2023年底前將派息比率提升至70%，加上過去10多年的估值壓縮，按目前市價計算，三家電訊商目前的股息都超過9厘，而且已幾乎保證明年的派息只會進一步增加。

三大電訊商高息吸A股股民

過往，三家國營電訊商受制於國家政策，電話費用連年持續下調，而為了支持國家的電訊基礎設施建設，資本開支龐大。在創新型民企活力充沛的時代，這些舊時代的投資，是很難獲得廣大投資者的青睞的。但是，近期國策明顯由「國退民進」轉向「國進民退」，民營企業如阿里巴巴（9988）旗下雲計算業務，市場佔有率開始被三家電訊商搶佔了。

目前，三家電訊商的EV/EBITDA明顯低於環球電訊同業，一方面是反映了目前三家電訊商被美國政府制裁，另一方面亦是市場對大型國企過往一直將股東利益放在相對次要位置的風險溢價折讓。不過，目前大型民企的經營狀況遠比國企困難，兩者的估值差距未來仍然有收窄的空間。

其實，除了「三嗜電」及「三桶油」之外，多家傳統的本港上市綜合企業及控股公司，其估值近年亦已被市場壓縮至不大可能再進一步壓縮的地步。當中，太古A、B股份（0019；0087）便在公布中期業績的同時，宣布一項總值40億元的大型股份回購計劃，企圖收窄其超高的控股公司估值折讓。

在此之前，早於去年3月第一太平（0142）已宣布了一項為期3年的1億美元股份回購計劃，自股份回購計劃宣布後，第一太平的股份成交量及股價表現，明顯較計劃公布前有所改善。再早一段時間，會德豐更因為離譜的控股公司估值折讓，索性將公司股份私有化了。

由於太古宣布的股份回購計劃規模遠較第一太平去年宣布的計劃更進取，市場立竿見影。

恒隆集團估值低得不合理

若以估值折讓作為基準，筆者認為目前市場估值比太古更偏低的，其實是同樣出現控股公司折讓的恒隆集團 (0010)，目前每股恒隆集團的股份持有兩股恒隆地產 (0101)，而且控股公司還持有每年獲利數以億計的其他資產，但恒隆集團每股市價，竟然跟子公司恒隆地產一樣。精明的恒隆管理層，會繼續坐視這情況永遠存在嗎？

(作者客戶持有中移動、聯通、中電信、第一太平、太古A/B及恒隆集團)

以立投資董事總經理

Vincent@vlasset.com

(本網發表的文章若提出批評，旨在指出相關制度、政策或措施存在錯誤或缺點，目的是促使矯正或消除這些錯誤或缺點，循合法途徑予以改善，絕無意圖煽動他人對政府或其他社群產生憎恨、不滿或敵意。)