

券商股為何估值大落後

2018年5月23日，本地老牌券商耀才證券(1428)出了全年業績：收入按年大升67.9%至9.4億港元，每股盈利更暴增89.8%至0.3港元。以今天收市股價2.57元計算，靜態市盈率只有8.57倍。

經營業績

本年度，本集團收入錄得944.4百萬港元(二零一七年：562.5百萬港元)，較上年度增加67.9%；本年度溢利為516.1百萬港元(二零一七年：271.9百萬港元)，較上年度增加89.8%；權益股東應佔全面收益總額為518.3百萬港元(二零一七年：258.5百萬港元)，較上年度增加100.5%；每股基本盈利為30.41港仙(二零一七年：16.02港仙)，而每股攤薄盈利為30.41港仙(二零一七年：16.02港仙)。董事會建議就本年度派發末期股息每股9.10港仙(二零一七年：4.80港仙)。

本集團在過去一年收益大幅上升，主要受大市成交顯著增加帶動。根據香港交易及結算所有有限公司的統計資料，於本年度聯交所每日平均交易額約為1,061.6億港元，較上年度約674.1億港元，顯著上升約57.5%。此外，本集團於本年度實施擴充政策，22間分行連同總行遍及港九新界，同時廣納大量人才，以配合及支持本集團的積極擴充發展策略。本集團更提升網絡保安設備，進一步保障客戶利益，隨時為大成交再次來臨的機遇作好準備。



(圖片來源：披露易，耀才證券 2017 年全年業績)

單憑這樣的增長率和市盈率，應該很多人認為耀才值得買入。但原來在香港的同業，海通國際(0665)和國泰君安國際(1788)的業績都不俗，股價卻又強差人意：



(圖片來源：Aastock，海通國際)



(圖片來源：Aastock，國泰君安國際)

去年港股價值回歸，從 25000 點升破 3 萬點的同時，券商股一直聞風不動。僅僅在今年年初恆生指數衝破十年高位之際，券商股才迎來了拉升，從或位升幅均達 40%-50%。隨著二月開始全球股市波動，它們的股價又回到了起步點。

筆者希望從股票研究和資產定價的角度，說說本地券商股的低估現象。必須提醒讀者，估值低估不代表股價會上升，筆者無法預測股價表現，更不會建議讀者做買賣決定。

一、行業處於順周期頂部

金融乃百業之母，與整體經濟和企業運作密不可分。如果市民可投資收入上升，企業融資需求亦上升，自然為券商帶來更多業務。證券行業的本質存在周期性，在順周期時收入和盈利固然優秀，但增長卻不太可能持續多年。同樣是周期性強的股票包括銀行股、石油股、煤炭股，在順周期時都是單位數市盈率，在逆周期時直接變了虧損。

市場擔憂港股整體的成交量和其前景，對處於風眼的券商股就更加顯得風險厭惡了。

二、本港股市與中國經濟關聯性日增

承上，近來香港的官方數據反映經濟增長加速，繁榮程度是十年來最高，傳統理論告訴我們股市應該同樣節節上升才對。20 年前，在港上市的中資企業只有 71 間，但現在已經過千間。恆生指數成份股過去十幾年更大洗牌，港資外資被踢走，由中資主導了市場。

中國仍是發展中的經濟體，仍處於經濟結構轉型的陣痛期，為市場參與者帶來擔憂，也局限了資產定價的上限，以保留風險溢價。本地股市的興旺令大家雀躍，但別忘了筆者早前寫過火雞的第 1001 天，沒有人保證市場能一直繁榮下去。

三、小型股票崩盤

自從去年 6 月港股「細股價爆煲」後，不時有小型股票暴跌。市場曾傳出，中國四大資產管理公司之一的中國華融(2799)在董事長被帶走後，資金鏈有可能面對凍結或斷裂。華融在港有直接參與小型股票的投資，也有為其他小型股票的控股權提供融資，當中的合作方就包括海通國際和國泰君安國際。

如果這些券商參與了高風險的股權抵押融資業務，而這些股票卻突然崩盤，券商可能蒙受壞帳風險。當然這一切都只是市場猜測，但最近的例子是一天暴跌了 85% 股價的五洲國際(1369)，筆者發現它的控股權益在國泰君安國際之下，有可能是觸及券商的強制平倉而暴跌，而暴跌前國泰君安國際的倉位已在不斷下降，但仍難逃一劫，暫時未知損失情況。



(圖片來源：CCASS, StockInfo 系統)

當然，耀才證券主要客戶都是散戶，只做收入來源大部分都是證券交易和俗稱「孖展」的保證金融資買賣，承接小型上市公司股票抵押的業務應該不多。到底它的股價有沒有被錯殺，只有事後才知道了。

筆者為證監會持牌人士，發表的任何資料或意見，概不構成購買、出售或銷售任何投資，參與任何其他交易或提供任何投資建議或服務的招攬、要約或建議。本專欄所載的資料並不構成投資意見或建議，擬備時並無考慮可能取得本專欄的任何特定人士的個別目標、財務狀況或需要。本人並無持有以上論述的投資產品。本專欄並不存有招攬任何證券或期貨買賣的企圖。

資料來源：資本雜誌