經濟觀察家

探究十倍股奧秘

◀業績是A股股價增長的決定性支撐因素，尤其是經過二〇一五年的成長股泡沫，業績更加成為股價的實質性支撐

過去十年，A股指數整體沒有出現太大增長，但是其中的個股表現，卻是精彩紛呈。大量個股出現長牛走勢，給投資者帶來豐厚回報。那麼究竟是怎麼樣的個股容易成為十倍股？十倍股又有哪些規律可以總結，以便讓我們去把握未來的機會呢？通過梳理統計A股十倍股的特徵，我們試圖探尋A股長牛公司成長的奧秘。

西南證券高級策略分析師　朱斌

斌眼觀市

我們以2007年個股最低股價作爲基準價，以個股當前價格作爲可比價，以兩者比值計算漲幅，超過1000%就爲「十倍股」。通過統計發現，A股有260家公司漲幅超過10倍，佔比8.5%；有1023家公司漲幅超過5倍，約佔全部A股的三分之一。通過對十倍股的梳理統計，我們可以發現一些比較明顯的規律。

民企佔比超六成

民營企業是10倍股中的主力，時間越往後，A股的市場化程度越高，高漲幅企業中民企的比例越高。從2007年至今的260家十倍股中，民營企業有166家，佔64%；國企有64家，約佔25%。而與之相對應的，在全體A股中，民企佔比只有50%多一點。如果把時間區間往後移，如統計最近五年的5倍漲幅股，則會發現，民企的佔比進一步提高：2012年以來，自低點到現價漲幅超過5倍的公司共有410家，佔全部A股的12%，其中民企有333家，佔比高達82%，較五年前上升了約20個百分點，而國企的比重下降到10%左右。民企佔比的提高，顯示了民營企業更具有活力。

在板塊分布上，A股的十倍股主要分布在中小板和創業板中，而且隨着時間推移，這種趨勢越發明顯。這種變化，與A股市場化程度不斷提高有關：A股最初推出的主要目的是爲了給國企解困，因而上市的也主要是國有企業。隨着國企股權分置改革的推進，A股的擴容改革也同步進行：2004年，深圳市場推出中小板，深市主板停發；2009年，深交所又進一步推出創業板。這些板塊的推出，給A股吸納了大量具有成長性的民營企業，使A股的市場化程度和投資價值有了明顯提升。

2007年至今的10倍股中，在2004年以後上市的105家公司，幾乎全部來自中小創，只有一家公司華友鈷業（603799）來自主板。這充分顯示了中小創企業的成長性。實際上，主板在2004年以後上市公司多達570家，但都以國企爲主，上市時的市值就很大，成長性就略遜一籌。當前，A股創業板有650多家公司，中小板有880多家公司，兩者合計約1500家，已經佔據了A股的半壁江山。這些公司全是2004年以後上市的。

粵浙蘇盛產牛股

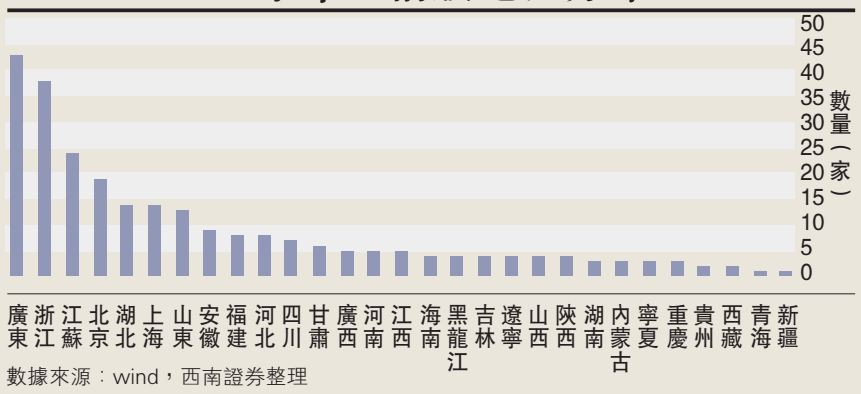
在地區分布上，長三角、珠三角的公司在十倍股中佔據了大半江山。從10倍股的地區分布來看，廣東、浙江、江蘇、北京、湖北五個省市排名前五，其中廣東、浙江、江蘇三省的10倍股數有105家，佔40%。而5倍股的集中度更加高：廣東、浙江、江蘇三省5倍股合計將近200家，佔比約一半；如果算上北京、上海、福建，則六省市的5倍股數量接近300家，佔比超過七成。這些地區市場經濟發達，企業的成長也更加順暢。

在行業分布上，十倍股的行業分布比較分散，新興行業佔比較高。2007年低點至今的260家十倍股共覆蓋了四十多個中信二級行業，覆蓋面達到50%左右。其中，超過10家公司以上的行業有：傳媒、電子設備、房地產開發、化學製藥、其他元器件、汽車零部件、中藥生產。這些行業基本上包含了傳媒、電子、醫藥、汽車、房地產等過去十年大發展的行業。

公司業績增長是十倍股實現的決定性因素。在2015年的市場高點時期，A股的10倍股數量高達1100多家，佔全部公司的三分之一強，而經過兩年的去泡沫過程，以現價計算時，10倍股就只剩下260家。在這些大浪淘沙留下來的10倍股中，業績增長超過5倍的公司接近140家，佔比達到54%，業績反轉的公司有34家，佔比13%。而業績增長不明顯或者倒退的公司只有26家，佔比僅10%。這充分顯示業績依然是A股股價增長的決定性支撐因素，尤其是經過2015年的成長股泡沫，業績更加成爲股價的實質性支撐。

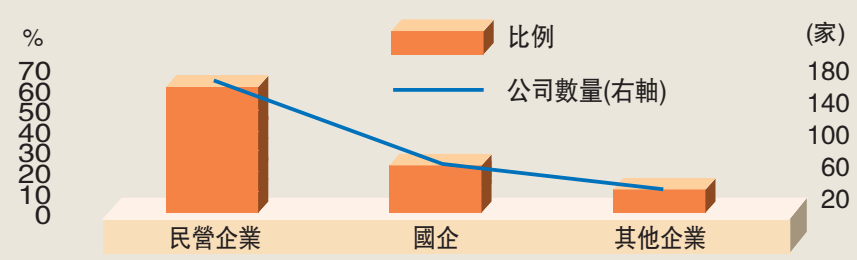
通過對十倍股的梳理，我們可以發現，成長於市場經濟較發達的地區、業績穩定增長、初始市值較低的民營企業，出現十倍股的概率較高。隨着新股常態化發行，越來越多處於成長前期的公司將上市，可以按照這一思路去挖掘未來的牛股。

近十年10倍股地區分布



數據來源：wind，西南證券整理

近十年10倍股屬性分布



數據來源：wind，西南證券整理

今年經濟增速或達6.6%

中銀國際研究部資深經濟學家　葉丙南
宏觀分析師　張　婉

江南曉望

中國經濟自去年二季度以來企穩回升，主要受過去兩年新一輪貨幣寬鬆、供給側結構性改革和全球經濟復甦的支撐。自2014年11月至2016年一季度，中國央行累計六次降息、五次降準，政府出台房地產和汽車稅收刺激政策，推動房地產、汽車銷售和基礎設施投資強勁增長。供給側結構性改革尤其是去產能從供給方面對商品價格形成支撐，商品價格大幅回暖，PPI結束此前連續五十四個月負增長。受益於全球經濟復甦，2017年前五個月，中國出口由去年下半年6.1%負增長轉爲8.2%的正增長，預計下半年略有回落，全年增速6.5%左右。

隨着2016年7月中央政治局會議提出抑制資產泡沫和9月底實施新一輪房地產調控，宏觀經濟政策總體已轉向抑制資產泡沫和槓桿風險，融資條件和金融監管顯著收緊，經濟增長的動能逐漸減弱。自2016年9月貨幣金融條件收緊以來，一二線城市房地產銷量最先在四季度放緩，今年一季度汽車銷量、PPI和基礎設施投資增速均開始回落，預示着經濟短期刺激周期已進入尾聲，未來或再度下行。筆者預計2017年GDP增速達到6.6%，2018年進一步放緩至6.2%至6.3%。

目前控制房地產價格已成爲中央調控部門和地方政府的重要任務，預計此輪地產調控將至少持續至2018年全國「兩會」，房地產市場或延續調整，今年三季度後銷量和投資的下行幅度或有所擴大。受益於過去兩年貨幣寬鬆的滯後效應，以及棚戶區改造貨幣化安置的刺激作用，今年以來三四線城市房地產市場表現超出預期，銷量延續快速增長，但隨着需求動能釋放和融資條件趨緊，今年三季度後或步入下行周期。筆者預計今年商品房銷售面積同比下跌2%至5%，房地產開發投資同比增長5.5%，而2016年兩者分別同比增長22.5%和6.9%。

今年以來，社會零售表現超出筆者預期。儘管汽車銷售明顯放緩，但受過去兩年房地產銷售火爆支撐，傢具、家電、建築裝潢材料等耐用品零售增長較快。今年前五個月，社會零售額同比增長10.3%，略低於2016年全年增速10.4%。其中，汽車零售同比增長4.2%，相比2016年全年增速10.1%顯著下滑；家電和傢具零售分別同比增長13%和9.6%，高於2016年全年增速12.7%和8.7%；建築裝潢材料零售同比增長13.6%，與2016年增速14%基本持平。展望未來，隨着房地產和汽車銷量持續回落，預計社會零售增速將逐步有所放緩，2017年全年增速或在9.5%左右。

樓市需求迎來拐點

中國人口結構正在經歷深刻的變化。15至59歲人群在2012年左右達到峰值後將持續下降，勞動參與率和每周平均工作時間已達相對高位，勞動投入時間在中期內可能逐步下降。若勞動生產率不能提高或提高程度無法對沖勞動要素投入的下降，那麼經濟潛在產出增速將面臨下行壓力。

人口結構變化也將對房地產需求產生深遠影響。中國主力購房人群爲25至40歲人口，該人群數量將在2010至2020年達到頂峰而後逐步回落。隨着大部分城市戶均住宅套數逐漸達到1.2的臨界水平，全國整體住房需求逐漸迎來拐點。但中心城市需求仍有一定增長空間，受制於土地供給緊缺，新增需求受到顯著抑制。

筆者預計，資源配置效率和要素分布結構問題仍將影響中國經濟潛在增速。政府部門主導資源配置，預算軟約束且產出效率較低的國有企業仍佔據相當一部分要素分配，尤其是隨着過去貨幣政策和財政刺激周期，國有部門在要素資源分配中佔比可能有所上升，對經濟體系活力、要素產出效率及經濟潛在增速會產生一定影響。

錢多貨少 樓市升不停

祥益地產總裁　汪敦敬

樓市新態

筆者經常都說：「最影響樓市的因素其實是貨幣！」這話說了多年，到了今日，很多人已經體會到和認同了。09年之後，因爲量化貨幣倍增，樓價自然倍升，供應量卻不能追上貨幣的增加量，自然的結果是價升量跌。當人人都知道樓價會持續上升的時候就更加少人放盤，即是說貨幣在增加的同時，二手放盤量卻反而大幅減少，於是樓價只會日益易升難跌。

如果「錢多貨少」的格局不改變的話，請不要再說：「收入支持不到樓價」。說這些話的人顯然不懂什麼是新常態經濟，因爲當錢源及貨源向相反方向兩極走的時候，其實就是用市場購買力的三角形最高的那小部分去支持愈來愈少的成交。

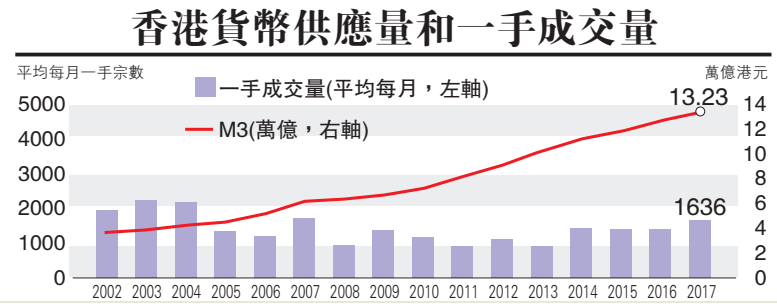
爲何政府不支持放寬樓市辣招的樓換樓部分？這可能是因爲在新的貨幣戰爭局面中，是需要減低市場上的借貸比率，令到浩瀚外來的資金凍結在M3中。但另一個凍結資金的方式就是禁制市場的流動力，其中包括換樓，這個是貨幣戰爭引起的一個代價，筆者同意，但是我會爭取普羅大衆認知到市場的眞實一面。

另外，有關價升量跌的變化亦令到評估樓市作出的基制應該作出改變。本來樓市數據是誠實的，所以使用房產指數去分析及掌握市場的變化是很好的，只是當新常態的市場成交愈來愈少的時候，傳統樓市指數的統計方法便面臨考驗了。因爲在少成交下，有關成分屋苑可能根本沒有成交或成交少得可憐，自然反映不了大市的實際變化，即使「祥益指數」是以屯門區絕大部分的二手私人屋苑來做統計也好，但筆者認爲因爲整體市場成交也實在太少，仍不夠充分也不夠快捷去反映市場，這便是新常態的缺憾。

不要迷信圖表分析

因此，筆者建議在傳統圖表走勢之外，再加上回歸分析法在圖表上畫多一個趨勢供各位去參考，所謂「回歸分析法」是將整個統計時段的每一宗成交成爲一個面，然後找出每個點之間的線性關係，將總體誤差減至最低，從而去分析樓市表現。筆者希望以整體數據爲基礎可以彌補單單一期指數較少成交的結論，相信有助各位可以更好更全面地掌握市場。

不過要補充一點就是，每一個統計方法都有其特定範圍，包括可以反映出的價值和盲點，所以數據雖可貴之餘卻是沒有完美的。我們不應該定位，更加要知道數據本身只是市場的果，不要倒果爲因。很多人看圖表分析，反而忽略了市場眞眞正正的基本因素，有數據只是可以作一個更完整及有規律的互動，而不是迷信圖像。

新常態市場是比以往有更多的錯誤資訊，其中包括「一手樓搶去了二手樓的成交」，其實一手樓只能搶去二手樓的地產代理，整體市場成交量仍然是走向收縮的，有關的概念令人評估失準，失先機及錯誤部署。

香港貨幣供應量和一手成交量