

在A股市場「戰無不勝」的白酒股，確實是風光無限，它們已成為中國股市絕對的標桿和龍頭，無與倫比。在A股十大市值股中，貴州茅台（白酒股）名列榜首，遙遙領先，排列第二位的工商銀行甘拜下風，其A股市值尚不及貴州茅台的一半；屈居第三位的五糧液（白酒股），其市值竟然超過了招商銀行、農業銀行的A股市值。這是否代表了中國產業結構的現狀？還是中國股市的格局？

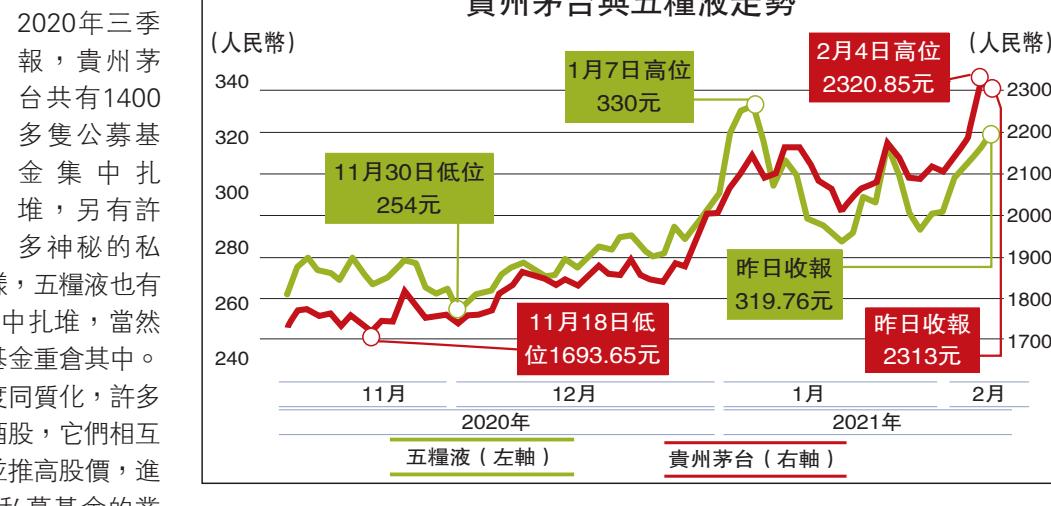
# 基金抱團茅台有風險



▲貴州茅台在二十年間總股本擴張為五倍，目前最高總市值為2.93萬億元，二十年間貴州茅台總市值擴張了近330倍，而在2020年以來，貴州股價從最低960元一路狂奔至最高2330元，不到一年時間股價暴漲了143%。



董登新  
武漢科技大學  
金融證券研究所所長



見微知市  
董登新  
截至2020年三季報，貴州茅台共有1400多隻公募基金集中扎堆，另有許多神秘的私募基金重倉其中；同樣，五糧液也有1100多隻公募基金集中扎堆，當然也少不了大量的私募基金重倉其中。

公募基金投資組合高度同質化，許多基金同時重倉多隻白酒股，它們相互抱團取暖，不斷扎堆並推高股價，進而大幅提升了公募和私募基金的業績，這顯然不同於過去單個基金的孤軍奮戰、單打獨鬥，但集中扎堆的後果一定是高風險的。

貴州茅台雖然只是一家傳統釀酒企業，但它卻成為了A股市場的第一高價股和第一大市值股。貴州茅台的股價是否嚴重泡沫化了？機構之間是否會發生嚴重分歧而導致集體踩踏事故？其最後結果也許仍是散戶接盤、基民買單。筆者相信，機構和散戶都在押賭：貴州茅台還能走多遠？

貴州茅台是中國最知名的白酒釀造企業，公司位於中國貴州省遵義市仁懷市茅台鎮，屬國有控股。茅台酒與蘇格蘭威士忌、法國科涅克白蘭地齊名的三大蒸餾酒之一。1986年，廠名更改為「中國貴州茅台酒廠」。1987年，茅台酒廠升格為大型企業。1988年，擴建年產800噸部分竣工投產，同年茅台酒獲「中國首屆食品博覽會金獎」。茅台酒廠被評為國家二級企業。1989年，全面恢復人工踩曲，當年茅台酒銷售突破億元大關。截至2019年底，貴州國資委全資持有中國貴州茅台酒廠（集團）有限責任公司100%的股權，而中國貴州茅台酒廠（集團）有限責任公司則持有上市公司——貴州茅台酒股份有限公司58%的股權。貴州茅台是一家地方國有企業。

## 利潤回報遠超格力

貴州國有資本運營有限責任公司為貴州金融控股集團有限責任公司（貴州貴民投資集團有限責任公司）的全資子公司。2019年12月25日，根據貴州省國資委要求，茅台集團計劃通過無償劃轉的方式，將其持有的貴州茅台5024萬股（佔總股本4%）轉讓給貴州國有資本公司，該計劃事項於2019年最後一天完成。

截至2020年12月23日，茅台集團持有上市公司7.29億股股份，佔其總股本的58%；貴州國有資本公司和貴州金控集團合計持有貴州茅臺1207萬股股份，佔其總股本的0.96%，其中，貴州國有資本公司持有貴州茅臺858.39萬股股份，佔其

總股本的0.68%，貴州金控集團持有貴州茅臺股份348.72萬股，佔其總股本的0.28%。

本次無償劃轉完成後，茅台集團將持有貴州茅臺6.78億股股份，佔該公司總股本的54%，貴州茅臺控股股東及實際控制人未發生變更；貴州國有資本公司和貴州金控集團合計持有貴州茅臺股份佔比則從0.96%增至4.96%。

相較於2019年時的股權劃轉，儘管兩者劃轉的股權數量和佔總股本比重一樣，但對應的市值卻增加了不少。2019年12月25日，5024萬股茅臺股份市值為587.48億元（人民幣，下同），到今年12月25日，其對應市值則達到915.44億元。

與之對應的是貴州茅臺的股價變動。貴州茅臺於2001年8月27日股票在上交所掛牌上市，發行價31.39元，發行後總股本僅2.5億股，IPO淨募資20億元。貴州茅臺股票上市首日收盤價為35.55元，首日收盤漲幅僅為13.25%，總市值僅為88.8億元，流通股僅為7150萬股，是標準的「袖珍」小盤股。

截至2020年9月底，貴州茅臺總股本擴張為12.56億股，二十年間總股本擴張為五倍，目前最高總市值為2.93萬億元，二十年間貴州茅臺總市值擴張了近330倍，其股價在不復權的情況下累計上漲了近六十五倍。2020年以來，貴州股價從最低960元一路狂奔至最高2330元，不到一年時間股價暴漲了143%。

貴州茅臺的營收雖不及格力電器的二分之一，但其淨利潤卻接近格力電器兩倍；同樣，貴州茅臺的營收不及寶鋼股份的三分之一，但其淨利潤卻接近寶鋼股份的四倍。這足以表明貴州茅臺作為一家傳統釀酒企業，其行業「暴利」能力遠超先進製造業企業。

## 估值水平吊打巴郡

儘管如此，仍有機構和莊家高調宣稱，貴州茅臺2000元的股價仍然偏低，還有較大上漲空間。貴州茅臺

股票的合理價位究竟在哪裏？如何估值更靠譜？我們不妨參考一下世界第一高價股：巴郡（Berkshire Hathaway），最新股價每股35.19萬美元。

世界第一高價股，當屬股神巴菲特（Warren Buffett）控股的公司——巴郡，它由巴菲特創建於1956年，唯一總部位於美國內布拉斯加州奧馬哈，旗下掌管多家子公司，主營保險業務，包括財產險、災害險、意外險、再保險及特殊類保險。其中通用保險（General Re）公司是世界上最大的四家再保險公司之一。巴郡過去二十五年來，以日益雄厚的資本及微乎其微的負債，平均每年為股東創造25%以上的價值成長。2018年6月7日，《福布斯全球上市公司2000強》榜單發布，巴郡排名第四位；2018年12月，世界品牌實驗室編製的《2018世界品牌500強》揭曉，巴郡排名第262位；2020年1月22日，巴郡名列2020年《財富》全球最受讚賞公司榜單第5位。

值得特別說明的是，巴郡一直堅持不分紅、不送股、不拆股，現在購買一手巴郡需要至少3500萬美元，一般散戶是沒有資格購買的。對此，巴菲特曾解釋過：他需要的是像比爾蓋茨這樣的作夥伴和機構投資者，他不希望太多中小投資者參與進來。他的股東收益不是靠分紅和送股，而是完全依賴業績支撐的股價上漲收益。不過，貴州茅臺不是這樣的，它既送股，又分紅，而且並不拒絕散戶投資者。

對比兩家公司可以發現兩個明顯的差距：同為傳統產業，巴郡儘管股價高達每股35萬美元，但其市淨率僅為1.34倍，而貴州茅臺的市淨率卻高達19.67倍；同樣，巴郡市盈率僅為7.12倍，而貴州茅臺市盈率卻高達70.75倍。

假設將巴郡總股本擴大1000倍後，其總股本為15.63億股，正好與貴州茅臺總股本（12.56億股）大體相當，則兩者股價比較起來就會更直觀。

## 白銀投資前景審慎樂觀



李鋼  
中國外匯投資研究院  
金融分析師

國際白銀走勢近日跌宕起伏，現貨一度上漲至30.06美元，紐約白銀期貨也上漲至30.35美元。

白銀價格飆升

至八年最高價位與黃金窄幅震盪走勢差異顯著，白銀價被市場推至2014年以來最低水平。但市場對白銀「泡沫化」的擔憂略顯過度，隨着交易商提高保證金要求，散戶投機熱情急轉直下，國際白銀價格回落至27美元附近震盪迂迴。

筆者更為關注的是，市場管理者應對風險的制度與措施缺乏建設性和審慎性，投資者或投機客對白銀估值體系或價格影響因素認知並不清晰，投資與投機缺乏周密性布局，情緒化突出。當下境內外宏觀經濟與政策錯綜複雜，市場情緒多變，貴金屬價格異動存在短期和長期的「噪音」干擾，尤其白銀市場波動不及黃金市場波動穩健需慎重對待。

界定不同周期上漲動能標準是關鍵。從短期看，白銀價格波動影響的關鍵是市場情緒和基金持倉狀況，正如此次銀價上漲可能源自散戶受「遊戲驛站」逼空行為調動甚至啟發，投機因素轉而集中「價格便宜」的白銀市場。如規模最大的白銀ETF、貝萊德的iShares Silver Trust資金淨流入創出最高紀錄，Comex看漲和看跌期權的成交數量是上年平均水平的四倍半。但這種短期波動凸顯「追漲殺跌」特性，或不利於白銀市場良性發展。

從中期看，白銀走勢與政策對標聯繫緊密，理論或邏輯對標主要為經濟政策和產業政策兩個層面。當經濟政策偏於寬鬆或存在寬鬆預期之時，市場流動資金增加，這必然提升白銀投資和消費熱情。自2020年3月以來，世界各國釋放的貨幣流量急劇擴張，美聯儲、歐央行和日本央行的資產負債表擴張幅度均在30%以上，其總規模合計擴張了8萬億美元，這為國際白銀投資及消費提供充裕資金供給與輸出。產業政策層面，工業應用對白銀的需求約佔白銀總需求的55%，因而工業發展的狀況和政策傾向對銀價趨勢具有一定指導作用；尤其是光伏和電池等新能源領域的支持政策可能推升白銀需求，短期提振銀價。

從長期看，白銀上漲需要全球經濟可持續增長、社會生產力和生產效率不斷提高；前者通常表現為需求端的繁

榮，而後者核心為科技水平迭代更新。白銀作為主要的大宗商品，供求關係是決定其價格的最根本原因，當經濟穩步增長、生產力不斷提高之時，白銀需求或持續擴張，供不應求將推升銀價。

### 銀價很難再創新高

目前銀價確實應處於上漲周期，但當下價格再創新的動能是不足的。

首先，銀價的「便宜」更多是散戶拿黃金對比而產生的誤解。相比白銀而言，黃金的金融屬性更強，2018年以來市場參與者的資金避險保值需求逐步提升，尤其是2020年疫情帶來的金融和經濟變局推升金價至歷史新高。但白銀並不具有避險屬性，因而其上漲對標金價表現出「跟跌不跟漲」特性。當前市場風險較去年已明顯降低，金價高位回落順理成章，銀價也並不具備「補漲」的基本條件，金銀比中期或呈現橫盤震盪趨勢。

其次，雖然當前全球主要經濟寬鬆的貨幣政策和積極的財政政策並未退出，但隨着經濟復甦，貨幣流量擴張速度在今年年末或明年必然逐步收緊。尤其白銀相關的產業和技術前景也存在發展瓶頸，白銀工業需求增長或不及預期，而白銀生產供給恢復也將緩解供需矛盾。最後，長期經濟增長前景難言明朗，生產力發展全局充滿變數。雖然美國拜登政府目前政策傾向回歸全球化發展格局，但各國經濟狀況和各經濟體在全球化陣營中所「扮演」的角色難以判斷，因而較量和博弈或是經濟增長的長期干擾。

然而，筆者並非否定白銀市場投資價值。與其他大宗商品比較，白銀長期投資回報並沒有優勢，但以半年為周期的中期投資預期相對較為樂觀，關鍵在於把握政策推出和結束的時間和節奏。目前世界主要經濟體的經濟政策通常以一年為周期，產業政策通常以五年為周期，這或預示未來三年白銀市場仍具有不錯的投資機會，尤其是銀價跟隨金價調整回歸震盪中值後的時機不可忽視。

綜上，近期國際銀價再創新高或僅為曇花一現，情緒刺激並不足以支撐銀價擺脫當前震盪態勢。從周期看，白銀現階段走強的政策和經濟層面的動能有所減弱，未來支撐銀價維持強勢的要素尚處於前瞻指引階段。展望未來，短長期宏觀經濟與微觀數據對白銀市場影響焦灼有待跟蹤，長期不確定應對須謹慎周全，中期投資機遇重在順勢而為。



## 樓市疫下迎來「陽春」



布少明  
美聯物業住宅部  
行政總裁

農曆牛年將至，一手仍然魚貫式推售。1月份一手交投錄約1450伙，按月大增

1.5倍；二手交投在股市暢旺以致一手氣氛熾熱帶動下，出現「報復式」彈升，買家入市意欲強烈，反映購賣力持續湧現。

綜合美聯資料，統計1月25日至31日的一周，全港35個大型屋苑合共錄123宗成交，雖然較前一周的128宗按周輕微回落近4%，但仍創38周次高水平，而且已連續4周穩企逾百宗水平。

影響全球的新冠疫情，在本港踏入周年，疫情最初爆發時，市場沒有一手盤推售，二手業主亦擔心疫情不買家睇樓，樓市幾乎冰封，對代理行業，以致本港整體經濟均帶來重大挑戰。

雖然疫情對各行各業打擊沉重，但自古「有危亦有機」，疫情出現亦成為地產代理行業加速變革的「催化劑」。以本行為例，疫情間接大大加快公司數碼化的進程，例如推出全行首創「KOL帶睇樓」的自拍鏡盤行動；致力革新「美聯荀盤App」及網站；加入獨家

「AI、VR看房」虛擬睇樓功能等，為客戶提供全方位置業渠道。

### 地產中介加人加舖

同時，本港失業率於疫情期间節節上升，惟本行員工數目不跌反增，屬少數疫市擴軍的企業，未來仍將積極吸納人才、加人加舖。時至今日，現時普遍市民已在過去一年習慣「與疫共存」，雖則疫情尚未完全受控，但如文所述，樓市已慢慢從疫情中「康復」。首先整體地產代理行業方面，據地監局最新資料，今年1月份持牌代理人牌照總和為4.0717萬人，按月減少85人，但仍維持逾4萬名的高位，主要由於疫情下樓市整體表現仍見不俗，成功吸引不少人士加入地產代理行業。

至於放眼整體樓市，總結過去幾次的「抗疫」經驗，目前只要業主在價格上「有商有量」，普遍即獲買家承接，基本上每當疫情稍為消退，樓市即重拾回彈動力。

倘若疫情大幅放緩、疫苗面世，配合兩地恢復通關刺激資金流入，以及環球低息持續等，相信將對本港樓市起正面作用，料中長線發展看俏。目前部分屋苑價格依然「低水」，正為廣大買家提供一個入市時機。