

人工智能加速中國產業升級



創科宇宙 梁穎宇

創業投資者聯盟召集人

上期專欄談到ChatGPT掀起新一波人工智能浪潮，各行各業必須重新審視業務模式，並及早作出部署，以迎接智能化時代的來臨。隨着各行各業積極推動智能化轉型，預示着人工智能在中國市場的需求即將迎來爆發性增長。面對這個劃時代的轉變，到底有哪些行業能夠最快跑出？又或能夠創造出最大價值？

中國是全球第二大AI市場，近年來隨着技術不斷發展和有新應用落地，產業發展漸趨成熟，特別是在金融、零售和高科技領域的應用進展較快，在技術創新、產業生態、融合應用等方面取得進展，市場規模也持續增長。而根據中國信通院測算，2022年中國人工智能核心產業規模達5080億元人民幣，同比增長18%。

但今年以來，由大模型、大數據、深度學習等技術支撐的生成式人工智能，因ChatGPT的人性化應用引發巨大回響，技術的創新迭代驅動了包括人工智能生成內容(AIGC)、數位人(Meta Human)、多模態(Multimodal)、智慧決策等應用場景進一步落地，為市場帶來了更多想像力和可能性，未來在智慧城市、智慧金融、智慧醫療、智慧製造等更廣泛領域使用，甚至可重新定義企業、行業和經濟的發展。

國際諮詢顧問機構IDC於3月底發表的報告預測，中國人工智能市場支出規模在今年將增至147.5億美元，約佔全球總規模十分之一；至2026年規模更將超越263億美元。報告預計，AI軟體市場將有較大發展潛力，在處理海量、高維、複雜的資料方面表現出更高效率；AI服務市場則會以略低於軟體市場的增速進一步擴大規模，主要是利用AI服務來處理海量的資料、提高生產力、優化供應鏈、改善客戶體驗等。該結論與美國史丹佛大學人工智能研究所(Stanford HAI)最近發布的《2023年人工智能指數報告》不謀而合。

史丹佛大學4月初發表的報告指出，全球企業正在多方面部署人工智能融入業務發展。當中最有可能嵌入商業的AI能力包括：機械人過程自動化、計算機視覺、自然語言文本理解和虛擬代理；而於2022年最常用的AI案例是服務運營優化，其次是用AI開發新產品、客戶細分、客戶分析和基於AI的新產品改進。

由於人工智能產業涉及的領域十分廣泛，在目前相關資源尤其是人才仍然

不足的背景，如何有效調動資源加速和引領人工智能發展，成為企業與投資者高度關注的課題。根據麥肯錫去年的一份研究，中短期而言，一些在創新和研發支出方面較為落後的產業，包括汽車、運輸和物流；製造業；企業軟體；醫療保健和生命科學等將會最具潛力。報告預計至2030年，上述行業可為中國人工智能產業創造出6000億美元價值。

中國是全球最大的汽車市場、使用中的汽車數量超過美國，人工智能在電動車等領域的潛在影響不容忽視，預計未來在自動駕駛汽車、個人化設置和車隊資產管理等三個領域都能創造出巨大價值；除了來自銷售人工智能產品或提供相關服務而產生的收入，其價值將通過提高效率 and 生產力來節省成本。

製造業方面，人工智能可以促進製造業加快創新轉變，如通過使用各種人工智能應用程序進行流程設計創新，並借助數字孿生(digital twins)技術進行數字化軟體建模，在開始大規模生產之前快速測試和驗證新產品設計，提高產品品質並推動新產品創新，同時大幅降低成本。

企業軟件方面，人工智能驅動的軟體即服務(SaaS)應用需求將大幅增長，開發人員可以應用電腦視覺、自然語言處理、機器學習等多種AI技術，協助企業在財務和稅務、人力資源、供應鏈和網絡安全等企業職能做出預測和決策。

適當規範助健康發展

智慧醫療和生命科學創新方面，人工智能在藥物發現、臨床試驗優化和臨床決策支援三個領域均可作出重要貢獻。如運用AI技術加速靶標識別和新分子設計，優化臨床研究設計、優化試驗交付和執行，以減少臨床試驗開發的時間和成本，增加藥物發現的成功率。

當然，要釋放這些人工智能潛在商機需要在多個方面進行大量投資，除了支撐人工智能系統的數據、算力、人才和技術，還要盡快擬訂合理的行業標準和法規，協調人工智能生產系統在新的商業模式和合作夥伴關係下健康發展。目前討論得比較多的是數據安全，如何建立正確存儲、處理和管理，並確保數據安全、私隱不被侵犯的標準或法規，是當前最熱門的話題之一。

為了讓中國人工智能產業健康發展，未來應考慮增加服務提供者的提示義務、區分AIGC生產者和服務提供者的法律責任、完善安全評估和資料備案等相關監管制度等舉措，作出適當的行業標準和規範。



低估值和高分紅是構建中國特色估值體系的兩個邏輯，同時也是吸引資本的兩個理由。

3月份以來，「中特估」概念股備受市場熱捧。一時間，國企紛紛亮明身份，中字頭股票大漲。Wind「中特估指數」4月份上漲8.69%，大幅跑贏大盤。但到了5月，板塊出現衝高回落走勢。那麼，「中特估」行情能否延續呢？

「中特估」重塑市場估值邏輯



大學之道 清和

智本社社長

中特估的全稱是「中國特色估值體系」。去年11月21日，中國證監會主席易會滿在「2022金融街論壇年會」上第一次提出，探索建立具有中國特色的估值體系。今年2月2日，在中證監2023年系統工作會議上，易主席再次提及中國特色估值體系。市場認為，探索建立具有中國特色的估值體系是今年中國資本市場的重點工作任務。

但關於「中特估」解釋，官方的信息不多。哪些股票是屬於「中特估」概念股呢？市場形成共識的「中特估」概念股具有兩個特點：一是大型央企國企，包括國有控股的大企業；二是估值偏低，也就是市盈率水平低。

提高國有資產價值

為什麼要提出「探索建立具有中國特色的估值體系」？這裏面有三大重要背景：

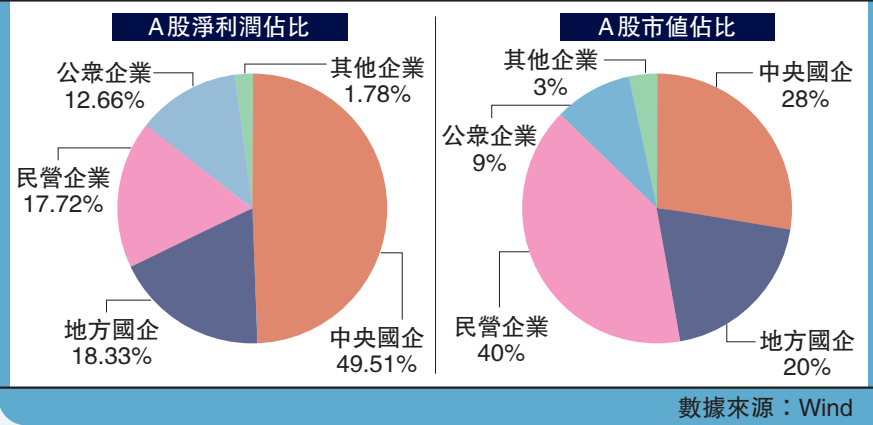
第一個背景是基於「安全與發展」的估值重構。自俄烏戰爭以來，全球主旋律從「和平與發展」切换到「安全與發展」，各國都在主動地強化能源、金融、貿易產業鏈安全。在「安全與發展」的新邏輯下，國內產業的價值將重估，尤其是國有軍工、能源、原材料、科技等科技公司的估值將重新定價。一方面，為了應對技術「卡脖子」及基於國家安全考慮，政府加大對軍工、科技等領域的投資；另一方面，國有經濟的地位和舉國體制的功能得到強化，做大國有資產規模和估值的傾向增強。

第二個背景是地方政府需要盤活國有資產，以優化債務結構、提升國有資產價值。這相當於做大「分母」，以降低負債率，同時提高政府的融資能力和應對債務風險的能力。例如，貴州政府多次通過貴州茅台質押融資，而貴州茅台的市值增加可以提高政府的融資能力。另外，國有商業銀行現在有補充資本金的需求，市值提高有助於國有商業銀行融資、增進銀行安全。

第三個背景是長期以來，國有上市公司在A股中的市值佔比較高、估值卻較低。今年年初，國有上市公司一共1300多家，不到A股上市公司總數的30%，市值規模佔比卻接近50%，營收規模佔比超過60%。然而，國企的市盈率、市淨率卻遠低於民營上市公司。數據顯示，民營的平均市盈率是國企的三倍左右，民營的平均市淨率是國企的兩倍左右。按這兩個指標推算，國企的估值還不到民營的一半。長期以來，大部分國有銀行、石油等大型國企市淨率都低於一倍。國有企業為主體銀行板塊市淨率0.58，為各行業最低水平。

國有企業低估值有什麼影響？市場流傳的一個說法是會對國家安全產生威脅。大型央企和國企控制的行業多為關係「國計民生」的行業，即金

央企、國企盈利及市值在A股佔比



融、能源、軍工、土地、電力、原材料等偏上游和基礎服務。理論上，國有企業估值過低，可能會吸引「野蠻人」敲門，導致國企被機構投資者收購。但現實中，國有企業的低估值是否已由市場充分定價？能否引發收購動機？監管部門是否可能干預？上述問題都需要深入探討。從歷史上看，機構在股票市場上收購並控制大型國企的案例頗為罕見。

如果放在第一個背景下，即「安全與發展」的新邏輯，關注國家安全和防止國有資產流失自然會被強化。出於對保護國有資產的考慮，監管部門對國有公司上市的發行價提出新要求，原則上市淨率不能低於1。這一要求旨在提高國有資產的價值，但在實際情況中，當前大量國有上市公司的市淨率低於1。這就需要從整體上提高國有資產的價值。

怎麼才能從整體上提升估值？監管部門的思路是重塑市場估值體系。國有上市企業的估值長期偏低的原因包括：大多數分布在上游原材料和基礎服務領域，這些領域太過成熟，缺乏想像空間和成長性；同時，國有企業受政府干預多、產品及服務市場化定價不足，缺乏突破空間和故事性。

增加分紅吸引投資者進場

儘管國有企業的營收規模大而且穩定，但這種營收多來自行政性壟斷。民營企業在自由市場中競爭，敢於冒險進入新能源、芯片等成長性高的領域，容易受到市場的關注和追捧，進而推高市值。如新能源企業、芯片企業，儘管長期虧損，但市盈率可以達到幾十倍，但是銀行、石油等國有企業只有十幾倍、幾倍的估值，銀行股的市淨率還不到一倍。股票投資買的是未來、預期及成長性，這是資本市場的定價邏輯。

資本市場想要提升國有企業估值，就需要改變上述定價邏輯。核心問題是，中國特色的估值體系到底是什麼？目前來看，「中特估」概念股具有兩大鮮明標籤：低估值和高分紅。主要涉及軍工、銀行、交運、能源等板塊，適用於穩健、長期的投資者。以銀行股為例，銀行股近十年平均股息率4.5%，為各大板塊首位，而且波動率很低，是股息收益高而且穩定的板塊。央企銀行平均股息率達5.69%，去年分紅達4321億元，佔上市央企41%。

近期推出的「中證國新央企股東回報ETF」也是主打低估值和高分紅

的概念。央企股東回報指數當前市盈率約為9倍，相對於主流指數表現出更低的估值水平；同時，央企股東回報指數聚焦高分紅與高回購央企，指數近十二個月股息率為4.86%，高於主流指數的分紅水平。

目前來看，低估值和高分紅應該是構建中國特色估值體系兩個邏輯，同時也是吸引資本的兩個理由。關鍵還是看市場認不認可。如果市場不認可，那麼「中特估」概念股只會曇花一現；如果市場認可，那麼國有企業的將重新定價，估值或許會有較大幅度的提升。

「中特估」行情未來能否延續？一看低估值。低估值是不是偽命題？市場有一套自己的定價邏輯：一個產品價格再低，只要投資者不購買，就意味着在投資者看來它的價格不低。如果要改變過去的看法，官方需要教育市場，讓投資者發現原有優點，挖掘出新的價值，從而改變過去的定價邏輯，增加新的定價因子，從而提高國有資產的價值。二看高分紅。高分紅是客觀存在的，在存款利率下降、投資收益率低的市場中，高分紅的優勢會更加明顯。

在上文提到的三大重要背景下，政府可能會在輿論、資金、政策等多方面加大對國有企業的支持，一定程度上可以提高國有企業的資產和估值，尤其是新型製造業、新技術領域。到目前為止，市場對「中特估」主要聚焦於半導體、大消費、新能源、TMT等結構性概念股。與周期性相比，中國股市的結構性特徵更明顯，機會多來自結構性板塊的輪動，「中特估」概念股受益於由政策推動的結構性機會。監管部門或研究機構未來能否提出一套自洽邏輯來論證國企的價值，並且說服市場認可這套估值體系，將決定「中特估」概念股的成長性。

外界目前較為關心的問題是，中國有沒有可能效仿日本央行直接購買國有企業股票、央企股東回報ETF，向股票市場注入流動性，推動「中特估」國有股價格上漲，從而「做大」國有資產？筆者認為，這應該是小概率事件。因為當前的政策基調是「安全與發展」，政府非常重視金融安全和經濟穩定，央行更不會冒險入市為國企提供流動性而改變貨幣發行機制。如果只是為地方政府或國有企業融資，那麼國有銀行購債和政策性銀行信貸是更加直接、常規的融資方式。

炒風近絕跡 適時退出辣招



樓語縱橫 楊永健

世紀21、Q動力總經理

今年2月，特區政府財政司司長陳茂波公布新一年的財政預算案，其中的最大驚喜肯定是將中、低價物業的釐印費調低，特別是300萬元以下的釐印費大幅減至100元。雖然目前300萬元以下的放盤相當有限，但其他價位的物業亦有受惠。以往442至600萬物業釐印費是3%，現時減至2.25%；670萬至900萬的物業，亦由原先3.75%減至3%。未來相信中、低價物業交投勢必增加，發展商自然亦會趁機加快推盤。

眨眼之間，特區政府調低釐印費的安排已實施接近三個月，無可否認調低釐印費的初期，整體一、二手交投確實顯著回升。按土地註冊處的統計顯示，今年2月份一、二手住宅成交量只有約4773宗；新印花稅的稅制之下，3月份的「一、二手成交大幅增加至7274宗，按月急增五成二。但熱潮過後，上月樓市成交量已有所放緩，整體只有4937宗一、二手成交，其中二手成交量相較2月份更低。換言之，目前二手市場已經比起調低釐印費前較為淡靜，實際上調低釐印費只為樓市帶來短暫刺激作用。

值得一提的是，3個月前特區政府宣布調低釐印費，有市民聲音會令樓市炒風重燃，事實上調低釐印費只是短暫影響，眼下樓市炒風仍然是幾近絕跡。翻查特區政府紀錄，今年3月需要支付額外印花稅(SSD)雖然按月倍升，由2月份的10宗增加至24宗，但比對於該

月整體二手成交量接近5500宗，3年內轉售比率低見0.4%。

由於樓市出現整固，從坊間爆出的蝕讓成交來看，上述24宗三年內轉售成交，幾乎全數屬於蝕讓離場，再者扣除原先生釐印費、律師費及代理佣金，相信能夠「短炒獲利」的個案根本不存在。

重新激活二手樓市

即使比對疫情前的水平，3年內短期轉售的成交宗數亦顯著減少。在疫情前的2019年一季度，當時額外印花稅的成交比率，佔整體二手成交量的1.4%，而今年一季度額外印花稅只佔整體二手成交的0.38%，短期轉售比率極之有限。實際上，特區政府可考慮趁機檢討額外印花稅的實施，加上近年樓市供應已大幅增加，相信即使取消額外印花稅，亦不會再次掀起炒風；相反趁機取消額外印花稅，可有助整體二手成交量增加，有助樓市回復正軌。



▲本港樓市近期出現整固，相信能夠「短炒獲利」的個案不多。