

搜尋

輸入股票編號

即時股價

蘋果基金

香港 台灣



## 基金經理 圓桌會議： 雙馬鹿死誰手

6,613



■基金經理認為現時騰訊等科網股的投資環境，始終與2000年有分別。



### 【2014年第二季】

今年第一季剛過去，內地科網巨企阿里巴巴、騰訊（700）一舉一動繼續是市場矚目焦點，阿里巴巴為保住合夥人制度，終於決定棄港赴美上市，騰訊股價季內創出646元高位後，瞬間反高潮大幅回落。本季圓桌會議有別於過去大包圍宏觀分析，轉而聚焦騰訊與阿里巴巴兩間焦點公司，三位基金經理就兩家公司業務高下、電子金融業務監管、估值等因素，全方位來一場激辯。

Tony：蔡東豪

Raymond：王健漳

Eddie：譚新強

Charles：羅霧良

### 【雙馬誰是贏家？】

Tony：第一個問題，以前阿里巴巴、騰訊業務河水不犯井水，現時兩間公司正

1 2 3

07:02pm 【投資王擂台賽】星級玩家戰績暫時相當溫和

06:49pm 【投資王擂台賽】有氣勢！散戶掃了一隻股4000萬股

06:42pm UNIQLO尖沙咀旗艦店月中開幕

283

06:38pm 【新盤動向】Ocean One 貨尾劈價兩成

783

06:37pm 【名家搶先睇】股票怎叫抵買 有數得計（周顯）

1,218

06:22pm 【內線王】富達大手掃入馬鋼

914

06:22pm 渣打委洪丕正 任大中華區CEO

479

06:11pm 長實油塘地擬建5幢住宅 供536單位

1,287

影片

最Hit

要聞

突發

娛樂

Gadgets

兩岸

國際

財經

生活

體育

周刊

賽馬

蘋果Fans | 好友分享

面硬碰，雙馬邊個會贏？

Raymond：中國互聯網百花齊放，好exciting，但估值沒有1999至2002年這樣高，仍算是合理，根本上應該兩隻都買。加上市場對互聯網生態的憧憬，成個互聯網行業會升上去。這個情況之下，無需要揀一個贏家。

Tony：我自己就睇好騰訊。騰訊好似是正正當當一間公司，阿里巴巴似是大聯盟，股權結構上好不同，阿里巴巴集團由外資持有控制性股權，但有些公司是由馬雲自己做大股東。

騰訊策略好穩妥，馬化騰承認自己是「抄」，但「抄」贏其他人。我親眼目睹，微信在近兩年發生，又是抄，又抄贏其他人，這種proven track record，不是說笑。

Raymond：騰訊還有另一優勝處，好像比較聽話，懂得迎合政府。

Charles：每一個行業也經歷過這種龍頭相遇的情況，十幾年前，大陸電視機、洗衣機品牌起初各有各做，其後收購二、三線公司，想進入對方的範疇，但最後會發現自己做開的產品，仍然最強，但要威脅對方，踩入對方市場，殊不容易。

騰訊、阿里巴巴會是同一情況，兩家鬥收購，短兵相接，不會兩敗俱傷，但好難會徹底威脅到對方龍頭地位，例如騰訊入股京東商城，好難會鬥得贏淘寶。所以，未來大家會鬥差異化。邊個搏中新一瓣，找到新增長點，鞏固自己地位，那一個就會更加成功、做得更加好。

Eddie：中國互聯網市場有點特別，欠缺知識產權的保障。騰訊、阿里巴巴等龍頭，寡頭壟斷的情況，只會比美國等海外市場更加嚴重。這些龍頭公司抄襲能力又高，願意收購你，已經界面你。

總體業務上，騰訊、阿里巴巴各有千秋，但如果是投資者角度，阿里巴巴未上市，仲有好多變數。例如阿里巴巴最後上市到底是估值幾多？日後會否好似facebook、King Digital（Candy Crush開發商）上市後潛水，都好難講。

阿里當年將B2B業務放到香港上市，最後以上市價錢私有化，街外人根本賺不到錢。阿里今日打算把B2B、B2C業務上市。從Yahoo!的業績，看到阿里上市業績按季沒有特別增長，至於電子金融業務，其實不在上市計劃當中。

須知道阿里巴巴未來發展最有先機的、最有想像力的，正正是電子金融業務，整個生意模式發展速度，甚至快過美國。

Tony：這個金融業務，就是馬雲當年從阿里巴巴集團「搶出來」的業務？

Eddie：應該這樣說，馬雲當年將支付寶搶到自己手中，餘額寶（基金管理業務）是以支付寶為基礎建立出來。我估計，騰訊在電子金融，短期內好難挑戰阿里巴巴。但在移動端上，騰訊有先機，騰訊進攻能力大過阿里巴巴。

Tony：你都覺得騰訊會贏？

Eddie：短期內，好難找到一樣東西，能夠打贏微信。騰訊CTO、創辦人張志東退任之後，微信與QQ Mobile之間的融合，可能更好。曾經有說法指，騰訊內部有不同陣營，張志東似乎是較傳統的QQ陣營，他離開了之後，可能有助QQ Mobile與微信加快合併，對騰訊有幫助。

Charles：騰訊在移動端，的確是做得好，但不要忘記淘寶（全年）交易額超過1萬億，阿里好容易在交易額抽取收費，只要抽2%，已經是以百億計算數字，公司變現能力好強。

Tony：騰訊的變現能力強不強？

Eddie：騰訊流動業務相當有cutting edge，例如O2O（即Online to Offline），如果騰訊繼續發展，單單O2O的業務，有些人估計價值達400億美元，現時有分析員預測騰訊股價有700元，其實都未計這一部份。



■譚新強認為，市場未來三至五年都不會出現能夠取代微信的東西。

需要有offline存在。

Charles：Online重點在於日後賣產品，不再需要存貨、沒有租金，相信未來不再需要這樣大的舖位，未來商場租金全部要回落。

Eddie：正如Raymond所講，顧客仍需要offline消費，即使（互聯網消費佔整體



## O2O興起 商場末日？

Tony：我自己相當睇好O2O，中國網上銷售額佔總零售銷售額是9%（Eddie：美國也只是6%）。中國人很接受網上購物，連很貴的商品都會上網買，未來商場豈不是變了騰訊、阿里巴巴的showroom？商場即使做online，點會做得叻過騰訊、阿里巴巴呢？

Raymond：百貨公司還是可以控制供應商，有議價能力，我不覺得是一面倒，對商場完全不利，但我覺得仍

消費比例）去到飽和點25%，未來仍會有75%，例如食飯始終都是實體消費。

商場全部都要開發新的出路，相信不是去做online，而是想方法去增加人流，例如做多些餐廳、遊樂場。但O2O令人覺得exciting的地方，是互聯網公司在實體消費中間插了手。例如舊模式是打電話去餐廳訂位，日後可透過手機訂位，互聯網公司可能收1、2蚊；現時騰訊倒貼手機call的士服務，未來一日或者能夠收錢。

試想如連付費都能由互聯網公司做。即是實體消費當中，頭尾的步驟，互聯網公司都能收費，整個商機比單純做電子商貿大。

微信似乎會變成新的portal，一個好好的平台，消費者透過微信打機、訂枱，甚至輔助做不同實體消費。但阿里收購多間公司，透過甚麼平台串連在一起？我暫時看不到。

似乎未來只有SNS (social network service) 平台，最多時間能夠留得住用戶，也是facebook會買WhatsApp的原因。

Raymond：但我覺得所謂「中心點」，可以變得很快，跳來跳去。即使在手機平台，用戶的中心點可以演變。

Eddie：我也不排除。但暫時睇不到三至五年內，會有東西可以取代微信。何況，騰訊轉身能力可以好快。上次圓桌會議也提到facebook，可能受到Line、微信的挑戰。但facebook懂得轉身，不惜用高價收購WhatsApp。未來一年至兩年，WhatsApp會點賺錢？朱克伯格提到，WhatsApp不會賣廣告，但有可能會賣stickers、做遊戲，其實正正是抄Line、微信所做的事。懂得這一點「轉身」，好重要。

Tony：如用轉身做一個指標，雙馬哪個做得更好？

Charles：從過去的Track Record看，馬化騰的轉身能力高些少，他由做QQ開始，懂得利用手頭上客戶做平台，轉去做遊戲。後來，騰訊遊戲已經為主要業務，其實有好幾家都想轉做遊戲，韓國公司都想入中國市場，但都做唔到。論轉身能力，騰訊佔有優勢。

Eddie：兩個都好叻，但可能因為阿里企業架構複雜，對轉身未必有利。

Raymond：兩個都創業十幾年，兩個能力都唔會差。我依然覺得，兩個都應該買。

### 銀行監管避不了？

Tony：本來騰訊、阿里巴巴的生意，無特別政策風險。但一去到電子金融發展，變數大好多。

Charles：監管只是時間問題。簡單說，正常大陸人去銀行開戶口，很多程序，Compliance要求好高，隨時高過香港。但網上透過餘額寶買貨幣基金，就沒有KYC (know your client) 的程序，如果未來做股票基金，咁點算？這不但是政治問題，如果出事，會變成社會問題。

Raymond：其實，成件事在科技上沒有特別創新，例如香港人用的八達通，都有結餘現金，總和並不少錢。八達通公司是賺緊大家的息，但八達通沒有提供一個選項，等大家將錢撥入去貨幣基金。整件事只是business innovation，但如果八達通可以讓市民，將結餘撥入貨幣基金，金管局都會嘈。

Tony：你哋都覺得監管會殺埋嚟？

Eddie：整個業務增長不可能咁快，現時餘額寶的貨幣基金，累積至5,000億元人民幣，是中國最大的基金。

內地銀行現時有100萬億元人民幣存款，你試想一下，餘額寶基金現時集資5,000億元人民幣，騰訊亦集資了600億元人民幣，去到幾多錢的規模，會影響銀行系統的穩定性呢？會是1萬、2萬億？

科網公司拿了銀行牌照，對股價未必是好事，科網股是十幾倍市賬率，但銀行只得一倍，如果拉一個平均值，都好大件事。以往大陸理財產品出事，銀行都要潰飛。因為銀行是高槓桿動物，全世界都不會覺得銀行是高價值的資產。即使你本業不是銀行，有家附屬公司做銀行出事，母公司都不可當無事行開。互聯網有了銀行牌照，估值可能是跌。

### 估值見頂未？

Tony：先講騰訊（0700），2014年預測PE（市盈率）只是20多倍、30倍，肯定不是泡沫吧？是否抵抗？

Raymond：我覺得，大家太易用上泡沫的字眼。當年2000年科網泡沫，是間間公司攞到cheap capital，個個都雄心壯志搞網、買電腦、買伺服器，一層層去製造額外需求，於是谷大整個行業銷售，不斷加大訂貨，創出一個超大的經濟

體。但現在騰訊、阿里巴巴等公司，有冇製作這種額外需求，這種泡沫呢？我覺得，冇。

對價值投資來說，科網股當然仍然是貴，始終有風險，未必make sense。但從炒的角度看，騰訊現時大約是一倍PEG（市盈率相對盈利增長比率），比1999年還差大一截，當年的科網股估值，Price to sales都有50至60倍。

Tony：應該不可以返到當日的日子吧？

Eddie：技術而言，我覺得今次跌勢未見底，只是開始調整，facebook都開始調整，騰訊當然會受到影響，騰訊似乎要下試500元，或者穿500元，大環境需要健康調整。

而且，騰訊去年業績有瑕疵，微信每日下載數量是大約20萬至30萬。facebook收購WhatsApp之後，連原本不用WhatsApp的美國人都不斷下載，最近每日daily download有接近200萬，Line則有60萬至70萬。所以，微信在國際競賽上輸得好緊要。

同時，微信商業上變現能力提升，例如賣多啲遊戲、貼紙，從盈利來說，可能增長不錯。但若果在夢想角度，會發現原來微信增長見頂比想像中快。原因好多，可能是中國人社會老化，智能電話滲透率比想像中低，

Raymond：你覺得，調整可以去到幾多？相信PE唔會跌至10倍。

Eddie：睇落去有機會跌至480多元，我之前睇得好bullish，但我覺得今次，短期內，未必可以咁快再創新高，整個壞消息的消化期，可能比較長遠。

Tony：要幾耐？一年、兩年？

Eddie：唔敢講。

Tony：Charles，你覺得呢，科技股的估值見頂未？

Charles：總括來說，我覺得，股價仲有得去，但去到某一個點，騰訊盈利增長大部份，可能只是靠M&A去維持，例如收購華南城（1668）、京東股權等等帶來盈利，其實不是將盤生意變現，而是玩財技，最後這個泡沫可能會爆。



### 【講者介紹】

譚新強Eddie

- 中環資產投資行政總裁
- 曾任職AT&T貝爾實驗室、所羅門兄弟、美林、里昂等機構，被喻為亞洲股本衍生工具先鋒。2005年創辦中環資產，旗艦基金創立以來，平均每年回報超過23%，以過去5年平均表現計算，表現排在全球同類型基金首0.1%之內，2013年8月中環資產創立特別情況基金，至今年1月底回報達118%
- 擁有多倫多大學電子工程學士和碩士學位，耶魯大學管理學院公共與私營管理碩士學位



羅霧良Charles

- 海角資產管理投資總監
- 集團管理逾十億元資產，旗下長倉絕對回報中國基金，在過去五年表現勝過97%同類型基金。打滾投資界26年，曾任職德盛安聯、研富資產管理（RCM）
- 畢業於香港大學，持有港大社會科學（經濟）碩士學位，並擁有CFA資格



王健漳Raymond

- 捷達投資管理董事總經理
- 為機構和高淨值投資者提供另類投資顧問服務，集團旗下基金管理超過8.5億美元資產
- 畢業於劍橋大學，持有工程學位，並為多倫多大學系統控制碩士，擁有CFA資格



上一則

**蘋果綠葉**

新濠博亞授出購股權



下一則

上季十大屋苑樓價 七個插水

映灣園跌價6%最傷

即like蘋果日報fb！



蘋語錄

**唔需要個個人都要咁型，  
要有唔同類型，世界先精采。**

真子華



返回最頂

**要聞港聞**

要聞  
港聞  
法庭  
健康  
隔牆有耳  
論壇

**國際兩岸**

國際新聞  
兩岸新聞  
環球Pop-up

**財經**

財經要聞  
投資  
地產樓盤

**娛樂**

娛樂新聞  
娛樂名人  
名人時尚  
國際娛樂

**體育**

蘋果波經  
體育要聞

**馬經**

馬網

**副刊**

旅遊  
飲食  
科技  
汽車  
家庭  
親子  
消費

健康  
文化  
專題  
潮流  
運程  
蘋果樹下  
名采

**其他**

蘋果基金  
手機版  
app看蘋果

[香港](#) [台灣](#) [用戶登入](#) [新登記](#) [私隱聲明](#) [服務條款](#) [刊登廣告](#) [聯絡我們](#)

版權所有 不得轉載 ©2014 AD Internet Limited. All Rights Reserved