

2019年1月18日

着眼“护城河”策略，尽揽港股市场价值创造型企业

“护城河”概念被引入投资领域，最早源于投资传奇巴菲特。背后的意思是好的公司有能力在自己的主营业务周围挖一条“护城河”，以抵挡竞争对手侵蚀其市场份额。

投资领域的“护城河”概念

在市场经济体系中，哪一个行业拥有超额利润，不用多久就会引起别人的注意，并引来越来越多的竞争者。因此，一家好的公司需要打造足够宽的“护城河”才能有效维护自己的竞争优势，在相当长的时间里保住自己的地盘。

经济“护城河”是企业能常年保持竞争优势的结构性因素，是其竞争对手难以轻易复制的内核。具体来说，真正的护城河可以分为五类：无形资产、转换成本、网络效应、成本优势、规模优势。

1. 公司拥有的无形资产，如品牌、专利或法定许可，能让该公司出售竞争对手无法效仿的产品或服务。
2. 公司出售的产品或服务让客户难以割舍，形成一种让客户拥有定价权的客户转换成本。
3. 有些幸运的公司还可以受益于网络效应，这是一种非常强大的经济护城河，它可以把竞争对手长期拒之于门外。
4. 企业通过流程管理、地理位置、经营规模或特有资产形成成本优势，能以低于竞争对手的价格出售产品或服务。
5. 企业的规模优势有时也被称为自然垄断。当市场经过优胜劣汰，不断的整合之后，出现一家主导市场份额的垄断型公司，达到有效规模。

寻找具备经济“护城河”效应的公司，用简单的话来说就是寻找能持续多年实现超额利益的企业。如果投资者选择的公司拥有经济“护城河”，就相当于买进了一条能在未来若干年内不会受到竞争对手侵袭的现金流。投资者只有购买了这类公司的股票，才有可能获得长期超额投资回报。

着眼于“护城河”策略的中华港股通护城河指数

不同于以往先选取定性指标，再综合评分的传统“护城河”选股理念，中华港股通护城河指数策略性地以资本回报率（ROIC）大于加权平均资本成本（WACC）作为标准量化护城河概念，筛

选出较长时期内创造超额收益能力最强的企业。该指数的核心选股方法剔除过去 5 年内，有 3 年或以上资本回报率（ROIC）低于加权平均资本成本（WACC）的股票，亦即经济增值率（EVA spread）为负的股票。剩余样本股按照五年中间平均值的经济增值率（即过去五年剔除最高值及最低值后的平均经济增值率）由高至低排名，最终纳入前四十只股票作为指数样本。

什么是 EVA Spread?

投资界普遍采用 EVA Spread 这一财务指标衡量一家公司为股东所创造的经济价值。EVA Spread 意指公司创造的息前税后经营利润超出公司资本成本的部分。重点强调公司使用的资金是有成本的，只有公司有效运用这些资金，创造出高于该资金成本的价值，才算是为投资者创造价值。其中资金成本的价值一般用 WACC 计算。

成份股具备显著的“护城河”特征

中华港股通护城河指数首十大成份股

股票代码	公司名称	比重 (%)
2313.HK	申洲国际	6.79
0388.HK	香港交易所	6.53
0669.HK	创科实业	6.22
0700.HK	腾讯控股	5.55
1928.HK	金沙中国有限公司	5.46
0027.HK	银河娱乐	5.33
2020.HK	安踏体育	4.95
0966.HK	中国太平	4.79
0175.HK	吉利汽车	4.28
1128.HK	永利澳门	3.34
0345.HK	维他奶国际	3.13
0341.HK	大家乐集团	1.13
0178.HK	莎莎国际	0.45

数据来自中华交易服务，截至 2018 年 12 月 27 日

在无形资产方面，香港交易所（香港唯一获认可经营证券市场及期货市场的交易所）、金沙中国有限公司（持有澳门政府发出的特许博彩经营权）、银河娱乐（持有澳门政府发出的特许博彩经营权）、永利澳门（持有澳门政府发出的特许博彩经营权）、中国太平（管理总部设在香港的中管金融保险集团）等成份股展现突出优势，吉利汽车（执行以成本控制为基础的差异化竞争战略）、申洲国际（产能布局东南亚，有效控制人工与原材料成本）则在成本优势方面具备显著表现，而腾讯控股（0700.HK）在网络效应这一指标上无疑是行业领军

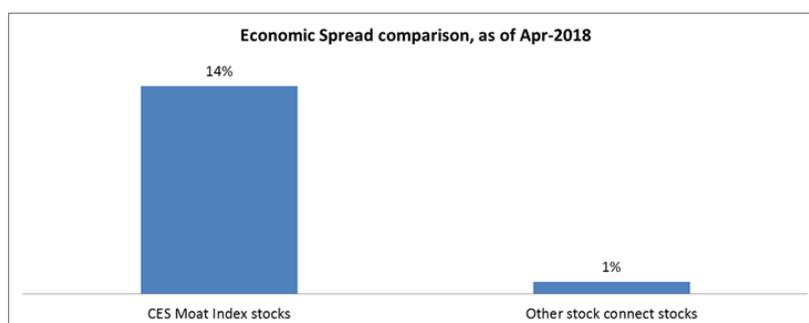
者。值得一提的是，中华港股通护城河指数不仅囊括了部分行业领先的大盘股，也涵盖了具有“护城河”效应的精品中小盘股，例如莎莎国际（0178.HK）、维他奶国际（0345.HK）、大家乐集团（0341.HK）等在消费领域具备典型品牌与规模效应的企业。

成份股表现远远领先市场平均值

中华港股通护城河指数成份股与互联互通（港股）主要财务指标比较				
财务指标	WACC (%)	ROIC (%)	NPM (%)	ROE (%)
成份股	4.61	18.95	16.91	29.48
互联互通（港股）	4.29	5.72	9.34	10.96

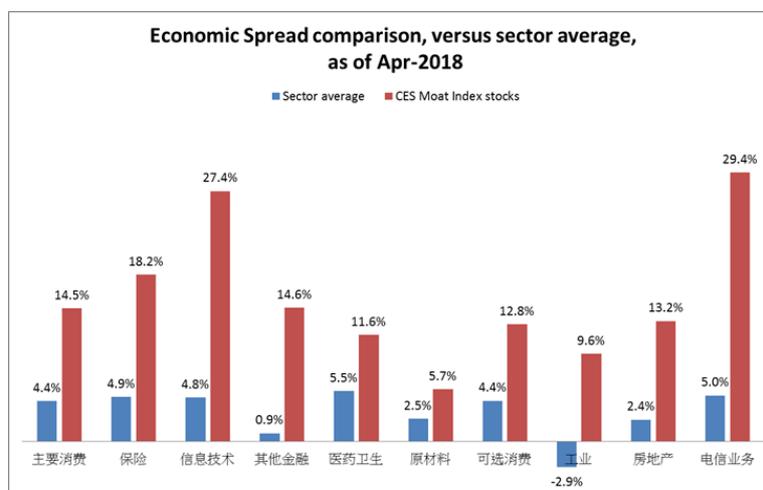
数据来自中华交易服务

中华港股通护城河指数成份股在 ROIC, NPM, ROE 这三项主要财务指标上遥遥领先互联互通（港股）的行业平均水平，展现了极强的价值创造能力。



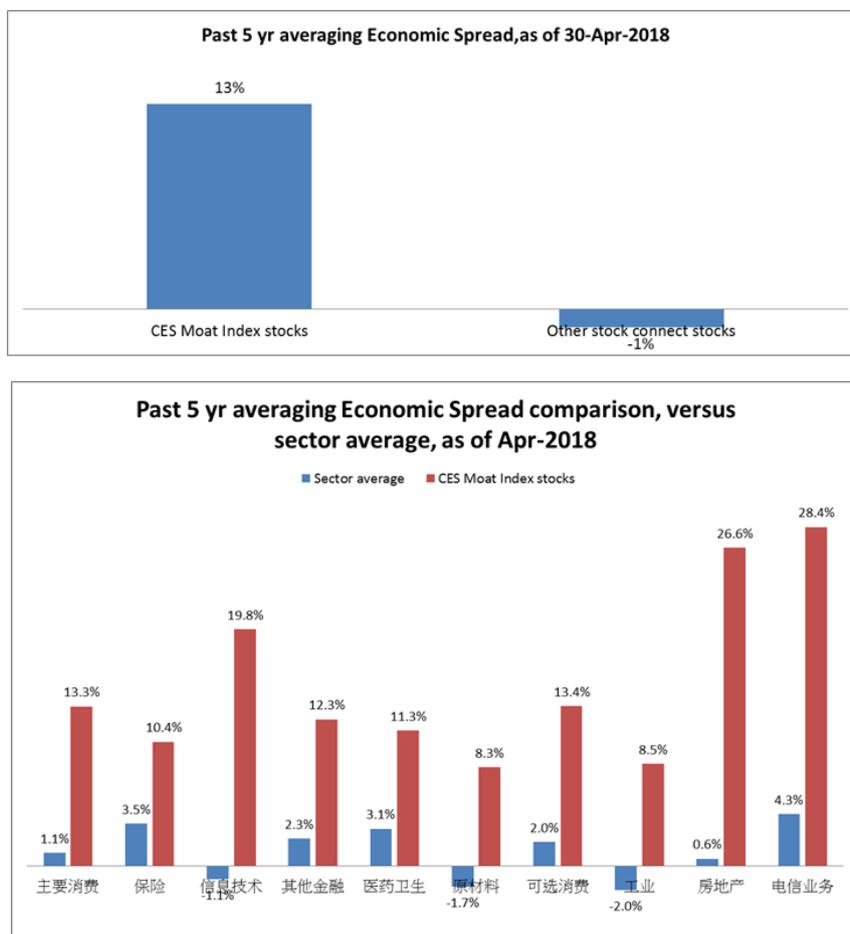
数据来自中华交易服务

中华港股通护城河指数成份股的年均 EVA Spread 数值为 14%，意味着过去一年每投入 100 元资金成本将产生 14 元的经济价值



数据来自中华交易服务

从过去一年各行业角度比较，中华港股通护城河指数的成份股具备更强的价值创造能力



数据来自中华交易服务

从 5 年平均数据来看，中华港股通护城河指数的成份股同样具备十分显著的价值创造优势

中华港股通护城河指数成功呼应了寻找具备经济“护城河”效应的公司就是寻找能持续多年实现超额利益的企业，这一投资策略。其成份股无论在无形资产、网络效应抑或是成本优势等方面均展现了显著的“护城河”优势，更在有效运用资金，创造高于资金成本的价值方面拥有突出表现，为追求价值投资理念的投资者提供了极佳的参考指标。

值得一提的是中华陆股通行业龙头指数按四级行业分类选取排名靠前的前五十大行业，使得该指数具有更均衡的行业分布，有效分散因基本经济因素的不确定性而引发的某单一板块的系统性风险。

免责声明

所有此处所载的信息(下称“信息”)仅供参考。中华证券交易服务有限公司(下称“中华交易服务”)竭力确保信息的准确性和可靠性,但对其准确性、完整性、可靠性或对任何特定用途的适用性不作任何保证或陈述。对于任何因信息不准确或遗漏及/或因根据信息所作的决定、行动或不采取行动所引致的损失或损害,中华交易服务概不负责(不论是民事侵权行为责任或合约责任或其他)。信息并不意图构成投资意见及/或建议作出(或不作出)任何投资决定。任何人士有意使用信息或其任何部份应寻求独立专业意见。在未经中华交易服务事先书面许可,严禁以任何形式或任何方法分发、再分发、复制、修改、传播、使用、再使用及/或存储信息的全部或部分。中证指数有限公司(下称“中证”)并未就信息的提供做出过任何明示或暗示的保证,包括(但不限于)对其适销性、适销质量、所有权、特定目的的适用性、安全性及非侵权等的保证。中证将尽合理的商业努力确保该等信息的准确性和可靠性,但并不对此予以担保。任何人因该等信息不准确、缺失及/或因依赖其任何内容而造成的任何损失和损害,中证概不承担责任(无论其为侵权、违约或其他责任)。

© 2019 年中华证券交易服务有限公司。版权所有。