

輕信名牌效應很可能會隨時誤中股市地雷，名牌基金入股隨時變成糖衣毒藥。

# 糖衣毒藥

**李寧**(02331)上周宣布的18億元可換股證券(Convertible Securities, CS)集資方案令投資者譁然，基金界朋友一致口誅筆伐，股價在宣布復牌後一天內下瀉近15%。大股東低位供股以廉價大幅增持股份本身並不是新鮮事，要命的是李寧這個方案絕對是不對稱的集資，利益一面倒地偏向大股東及私募基金，令小股東有如在光天化日下被打劫。

因為TPG及GIC入股，市場曾經憧憬名牌基金能將管理失誤的公司化腐朽為神奇，股價因此在去年12月起曾經最多反彈超過77%。可惜事與願違，一家千瘡百孔的公司始終無可能在一時三刻內扭轉乾坤。強如經驗豐富的國際私募基金也肯定在入股後才深入了解到底態比之前想像的更嚴峻，公司存貨周轉一直出現問題，現在肯定演變成現金流壓力，於是被迫出此下策去集資。小投資者因慕名而高位追入則最後成了陪葬品。這事教訓我們，輕信名牌效應很可能會隨時誤中股市地雷，名牌基金入股隨時變成糖衣毒藥。

## 小股東被大幅攤薄

這次集資方式是每2股正股供1股，認購價3.5元(相對公告前有43.6%折讓)的CS(約增加5.338億股或現時股本的50.6%)，但因為供CS權本身不能在二級市場轉賣，加上大部分小投資者不明白CS背後的運作(供款買入CS後還需要轉換成正股)，肯定一大部人會放棄參與供CS(可能這正是私營私募基金的原意)，面臨遭大股東大幅攤薄的命運。

接受供CS者也一樣要被攤薄，因為TPG及GIC去年2月入股的7.5億元人民幣可換股債券換股價將大幅度由7.74元下調到4.5元(等於增加了約8,870萬股或現時

股本的8.4%)。不供者的CS將會盡數由大股東非凡中國(08032)、TPG及GIC包底，因為供CS權不能買賣，所以外人也無從在低位買入股份，最後贏家只有三大股東。巨型基金可以以輸打贏要的條件入股上市公司，小股民則成了大鱷的點心。

## 分銷代理模式成疑

以大比例，高折讓供股及不能轉賣供股權的方式集資，一般都屬於缺乏公司管治的小型股遊戲。利用CS而不是大眾熟悉的供股(Rights Issue)集資，肯定更進一步剝削小股東的利益。一家本來以機構投資者為股東基礎的公司竟然出此下策集資，幾肯定對其公司管治聲譽造成長久性的損害。

這次集資亦意味着體育用品行業面對的深層問題，可能需要更長的時間去解決。這板塊的確存在太多同類型的對手及缺乏特色區分的產品，加上各營運者均採取過度擴展網絡，透過第三方分銷代理去促成短期利潤(實際是將存貨問題短期轉嫁予第三方分銷商)，然後以高市盈率上市或配股集資，再將資金用作擴張，結果造成惡性循環，摧毀股東價值。筆者猜想，往後數年中國零售及消費股也再難單以店數網路為賣點，然後按20倍以上的市盈率上市集資。RM



## 祝振駒

翔騰投資管理董事總經理，特許財務分析師。曾經在星展，法興，瑞銀及軟庫金匯等投行研究部擔任分析師及主管達14年之久，專長於中小型股研究。後轉往凱思博投資管理擔任對沖基金經理，2010年創立翔騰。筆者博客：[blog.sina.com.cn/raymondj2011](http://blog.sina.com.cn/raymondj2011)

