

祝振駒

博客：BLOG.SINA.COM.CN/RAYMONDJ2011

興騰投資管理（香港）有限公司董事總經理
特許財務分析師
曾經在不同國際投行研究部擔任分析師及主管逾14年之久，專長中小型股研究，後轉職往對沖基金擔任基金經理，2010年創立興騰。

港式維權行動

最近一間本地對沖基金Argyle Street Management (ASM) 對中華汽車(00026) (下稱中巴) 進行狙擊及逼宮，認為公司估值存在大幅折讓(股價相對市場價資產淨值每股233.7港元，存在近6成折讓)。

公司且手持現金26億元(每股約57元)及擁有強勁租金現金流收入，應該進行股份回購及派發特別股息20元至30元，另每年分紅應不少於3元至4元(過去為2.3元至2.4元)。ASM日前已持有公司3%股份，聲稱倘若公司拒絕回應，會於一個月內要求召開特別股東大會。

中巴過去屢受狙擊

中巴於1981年1月及2002年4月曾經分別被羅旭瑞的百利保及禹銘投資所狙擊。2002年那次大股東被迫於10月宣布派發特別股息18元(11月派發)。於該非常時期，為了防止被敵意收購，管理層被迫透過公司於市場作出多次回購。禹銘牽頭的敵意收購，只有0.23%小股東接納建議，遠低於法定的50%。支持率偏低，有可能是大部分小股東都是老人家或者是不理會市場消息的人士，甚至是由信託者所持有。上兩次敵意收購行動，狙擊者最後均無功而返，但公司股價曾經出現大幅波動，最重要的是成交量大增，讓狙擊者有機可乘，可以從市場套現。能夠迫使出名吝嗇的大股東派發特別股息，禹銘算是贏了一小仗。

敵意收購少有成功

中巴大股東三姊弟顏潔齡，顏傑強及顏亨利現在分別持有上市公司股份10.71%，15.81%及15.3% (合共41.82%)，另一獨立小股東及長綫投資者陳君實持有12.26%。除非其中一位願意和狙擊者合作，採取一致性行動，否則對沖基金難以得逞。香港的維權

(Activist) 基金少有成功案例，因為大部分上市公司都由家族或國家持有絕對大部分股份。事實上，香港市場有不少資產出現大折扣的中小型地產公司，它們的特色是管理層不思進取，公司發展停

滯不前，分紅比例偏低甚至沒有，股票長期缺乏成交，亦沒有進行任何投資者關係工作。更差者是管理層經常低位供股或配股。就算估值吸引，但因為成交疏落，稍有規模的基金都會卻步。這些股份只會在大牛市時曇花一現，假如持股量過多，炒作者亦可能走避不及。

炒逼宮消息的投資者要留意，ASM只持有3%股份，法例上要求要持股5%才可以要求召開特別股東大會。由於少於5%不用公開申報，基金可以隨時在市場上趁有成交量套現。基金勝出的機會其實非常低，參與這戰役的投資者隨時會接火棒。ASM使用是美國式的維權行動方法，持有少量股權，然後透過公開信件對管理層施加壓力，希望他們對提出的要求就範。但大部分美國上市公司沒有單一大股東，管理層大多數是專業經理，而小股東則主要由基金組成，所以只要理據合理，隨時一呼百應，只持有少量股權或期權的管理層，為了自身利益(因報酬與股價掛鉤)，可能亦樂見其成。此外就是美國的受狙擊公司，多數是有規模及成交量的股票，所以參與者眾多。

股價反映大股東性格

傳媒上有很多顏氏家族的報道，對於他們的管治手法及經管哲學可以略見端倪。以筆者20多年的投資及接觸過數百以上管理層的經驗，結論除了反映管治能力，股價其實某程度上是反映管理層的性格及價值觀。很多估值低迷的股票可以永久地低迷下去，中間頂多出現一些小漣漪。由於現時三位大股東年紀老邁(主席83歲，其餘兩位分別81及78歲)，且沒有下一代承繼，日後股權最終必然出現變化，但持股者必須有長期作戰的心理預備。

中華汽車(00026) 又遭狙擊



上周收報：106元

市值：48億

