



祝振駒

翹騰投資管理董事總經理，
特許財務分析師，

擁有14年國際投行分析員及5年對沖基金管理經驗，
專長於中小型股票研究。

本欄讓讀者有機會一窺對沖基金行業全貌及傾聽業者心聲。

假的真不了

最近接二連三的出現了國際審計師拒絕批核民企業績，或辭退職務而導致上市公司停牌，又或者新上市不久的公司業績大幅倒退，與原來預測差距甚遠，再次動搖導致市場對民企信心。

新股質素倒退其實有很多原因。港交所(00388)在過去數年都號稱全球集資額之冠(2011年市場集資總額為4,904億元)，背後其實暗示愈來愈多不合資格的公司也可以勉強上市。港交所在審批上市時，就早已存在絕對的利益衝突，因為上市費用佔其營業額每年超過12%，要維持增長，每年來港上市的公司數目必定要增加。

財技了得包裝上市

此外，隨着各大銀行金融機構已來港上市，大規模可上市的國企可謂已所餘無幾，現在新股來源主要是倚靠高速增長的民營企業，與多年前不同。很多新上市民企，其主要股東往往不是其創業者或管理人員，而是一班熟悉金融市場運作的海外或國內創投基金(Venture Capital)。她們財技了得，知道市場需要甚麼，一般都會把公司包裝得性感漂亮才安排上市，以求達到把股份以高估值出售。

如果是消費行業，最常見的例子，是用財政直接支持公司在上市前高速增加店舖數目，用專利連鎖店模式作大規模擴張，摧谷上市前的營收和利潤。有些替原來作代工廠的，包裝轉型成品牌分銷或零售股，以便獲取二三十倍以上的上市盈率。通常這類公司都缺乏紮實的基礎，上市後因過度擴張，於是業務放緩，應收帳遞升，存貨增加，現金流萎縮，以致最後業績大幅倒退。民企中的運動用品板塊，可算是一個具有代表性的例子。

歷來不少公司上市後業績走樣，因為很多大股東都趁業務高峰時把握高估值上市，為的就是

要在倒退前於市場盡快套現。有的為了增加短期利潤，可能在上市前給顧客提供更長信貸期或承諾未來給予更大折扣，務求令業績在上市期有大幅增長，這類公司在上市後業務和毛利通常無以為繼。

另外有一類小型新股(很多時在創業板上市)業務可能毫不起眼，業績也只是剛夠資格上市。其新股融資主要通過直接配售，很多時連公開招股認購也沒有，集資規模通常都在1億元以內。這類新股背後大股東(通常並非管理層)主要是為了造殼，因為國內投資者及企業家對香港上市公司地位需求殷切，現在主板和創業板的市場股價，分別達4億及2億元。

投資民企先做研究

對於長綫投資而言，投資於沒有管理紀錄的民企新股，是一個頗危險的動作。要防止墮進陷阱，首先要認識該公司的運作模式，是否已持續了一段時間，公司管理是否受創投基金所控制。上市前的業績增長是否循序漸進，上市市盈率是否在合理範圍內(例如是否在15倍以內)?最後就是要反覆問，其毛利率及利潤是否可信，抑或「Too good to be true」? **FM**



創投基金一般都會把公司包裝得性感漂亮才安排上市，以求達到把股份以高估值出售。