



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。  
筆者微博：weibo.com/raymondjook

# 低管治 低估值

有一家上市11年的小型石化公司，和上兩期談及的消費股可說是難兄難弟，兩者都是香港人作大股東及管理層，都是中國概念股，後者數年前增持前者超過13%的股份。兩者最雷同的地方，是在市場集資次數很頻密。

## 持貨至今蝕九成六

該石化公司在過去11年裏配股或供股共10次，加上IPO的集資金額達18.6億元，今天市值不到1.2億元。在11年裏資本開支和投資共達31億元，她的股本回報率由上市初的33.5%下降到去年的3.1%，每股盈利同期倒退78.5%，更甚的是她過去9年從未派息，現今市帳率只有0.04倍！

換句話說，市場認為她現在96%的資產值都可以作廢。如果按IPO價買入這隻股票並持有至現在，帳面上虧損達91.3%。在以往8次（最近一次供股仍在進行中）集資認購而持有至現在者都要虧蝕，最少虧蝕85.5%，最多的虧蝕96.4%，亦即是接近全部報銷。

這些公司最常見的伎倆，是把公司包裝成價值股，將前景描繪得非常秀麗，例如未來市盈率只有五倍至六倍而盈利增長有30%以上，但需要擴展產能或作投資，所以有必要集資。她們的借貸比例很多時都偏低甚至沒有，表面看來非常健康，但實際上可能根本沒有銀行願意貸款，更可能的是，她們一心只為了在市場集資，然後透過資本開支把資金消耗掉。

對很多上市大股東而言，資本市場集到的資金是公司的錢，而公司的錢亦即等於自己口袋裏的錢。而向銀行借貸的錢，就算息口怎樣低，有一天終歸要償還，所以最好是集街外錢作投資。

奇怪的是，為何一家不停摧毀股東價值的公司，仍然能夠在市場集資？理由頗多，第一，市場上不斷有新進場的投資新手，可能是剛學投資的散戶，也可能是剛投資中國的基金經理和分析員，他們對公司以往的歷史不熟悉，沒有太大的

抗拒。

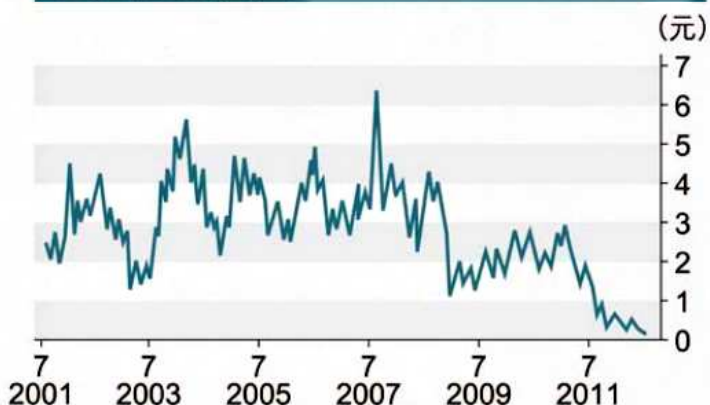
第二，市場上永遠有一些價值投資者被低迷的估值吸引，向高難度進發，總認為自己的眼光比人準，這次的投資論點和以前的不一樣。第三，每次牛市重臨，雞犬皆升之際，必定有財經媒體推介一些落後股或超值股，貪婪的投資者往往因股價突然大升而跟風追入，而爛股就把握時機在高位配股。

第四，公司在每次高位配股前，必定有新的故事告訴投資者：可能是業務轉虧為盈、可能是物色到新的投資項目、可能是收購合併。總之要令投資者覺得今次和上次不一樣，今次是進入收成期，以往都是投資期。第五，每次配股總是有一些中小型的本地投行，為了賺取較高的包銷費而願意協助推介給新的投資者。

## 爛股有如愛情騙子

爛股就有如愛情騙子一樣，經常甜言蜜語，編出各種動人故事使投資者入市，每次投資者都失望而回，最後分手離場；而愈遲退出者則傷痕愈深，痛苦愈大。分手後，愛情騙子又會尋覓下一個對象，按股市周期，循環不息。這些個案告訴投資者買進一隻小型股時，要清楚知道股東及管理者的背景，藝高人膽大者如果硬是要和愛情騙子一類交往，最多也只可發展極短綫的愛情，絕不能交心！

石化股股價圖



爛股就有如愛情騙子一樣，經常甜言蜜語，編出各種動人故事使投資者入市，每次投資者都失望而回，最後分手離場；而愈遲退出者則傷痕愈深，痛苦愈大。