

祝振駒

博客：BLOG.SINA.COM.CN/RAYMONDJ2011

翹騰投資管理(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、擔任分析師及主管達14年之久，專長中小型股研究，後轉職往對沖基金擔任對沖基金經理，2010年創立翹騰。

由沉睡至甦醒



眾安在綫掛牌上市 (圖中左三為董事長歐亞平)。

表一 百仕達控股分解價值

		億港元	每股港元
百仕達現價			1.50
2017年6月帳面值		75.34	2.13
包括眾安在綫	成本價	8100萬股的80% @HK\$1.1519	0.75 0.02
重估眾安在綫後	現價	8100萬股的80% @HK\$93.65	60.69 1.71
百仕達控股理論每股資產淨值 (NAV) - 樂觀情況		135.28	3.82
假設非流通的眾安在綫股票作出50%折讓		30.34	0.86
百仕達控股理論每股資產淨值 (NAV) - 保守情況		104.94	2.96
現價對理論每股資產淨值 (NAV) (保守情況) 存在折讓: -49.3%			
現價對理論每股資產淨值 (NAV) (保守情況並減去淨現金) 存在折讓: -75.1%			

一。於2013年投資了8,100萬人民幣(約9,330萬港元)及持有8,100萬股內資股，約等於上市後全面攤薄後的5.5109%，百仕達大股東歐亞平(持有44.9%股份)兼且成為眾安在綫的主席及董事。

資產值隨眾安在綫大升

以往百仕達追落後的催化劑

主要是其股價對資產淨值的大折讓，作為內房股，百仕達的吸引力並不大，但這次除了舊元素外，新元素是其眾安在綫權益。眾安在綫上市不足數天，股價已屢創新高，按照現今股價，百仕達持有眾安在綫的內涵價值亦已節節上升。由於折讓巨大，持有百仕達可能是較廉宜的途徑，間接地取得眾安在綫的權益。由於

百仕達控股(01168)是一家沉睡了很久的早期民企內房發展商，於1998年6月掛牌上市，首次公開招股集資約4.37億港元，是一間發展中國房地產及投資中國能源及公用事業為輔的綜合型公司。

現時百仕達控股以房地產發展、投資及物業管理為核心業務。租金收入主要來自位於深圳市羅湖區的「喜薈城」、「百仕達花園」一至四期及「百仕達大廈」的商業項目。此外，集團亦發展位於上海外灘的「洛克·外灘源」物業項目及位於上海長寧區的「寧國府邸」住宅項目。

其股價長期低迷並對資產淨值存在極大折讓，皆因管理層一直非常保守，銷售增長收入緩慢，導致連年虧損(2015年及2016年)，加上自2011年起已停止派息，所以就算手持大量淨現金(26.9億港元或每股0.76港元)，股價表現仍然長期落後其他內房股。因為現金水平極高，此股的特色是每隔數年，當牛市重臨，市場便會重新炒作其大落後及大折讓，但每次上升的時間都極短，投資者轉身必須極度靈活。

持有眾安在綫5.51%

最近百仕達再度引起市場注意，除今年以來內房股估值得以重估，更重要的是它擁有80%股權的子公司深圳日訊網絡科技，乃剛剛上市的眾安在綫財產保險(06060)的原始內資股東之

大股東歐亞平是後者的主席及董事，對眾安在綫有舉足輕重的影響，所以百仕達持有的眾安在綫股份，其價值應該比一般被動投資者為高。

筆者按照眾安在綫的股價對百仕達資產淨值的影響進行了分析。為了簡化分析，參看表一，假設百仕達其餘資產的價值不變(按2017年6月的中期報告)，按10月6日眾安在綫93.65港元的收市價算，百仕達的每股資產淨值將由每股帳面值2.13元升值至3.82元。由於其持有的眾安在綫為內資股，暫時非流通，保守地對其價值打上5成折扣，其每股資產淨值仍有2.96元，其中包括淨現金每股0.76元。按百仕達上周收報1.5元，現相對其保守估計的資產值仍存有49.3%折讓。

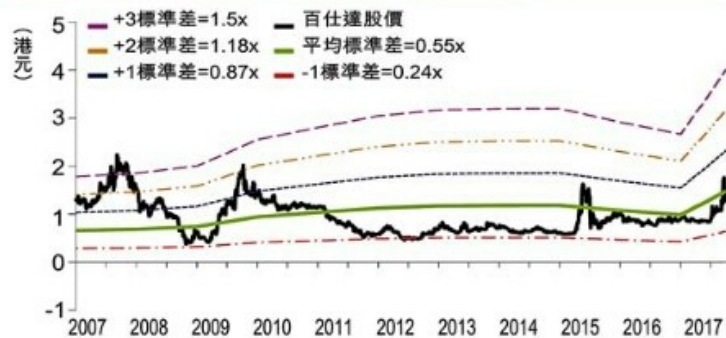
理論合理值為2.58元

按照百仕達過去10年的市帳率區間(圖一)，假如今年年底的每股淨值為2.96元，而市帳率達0.87倍(過去10年平均的正一個標準差)，其理論合理股價將可達2.58元。

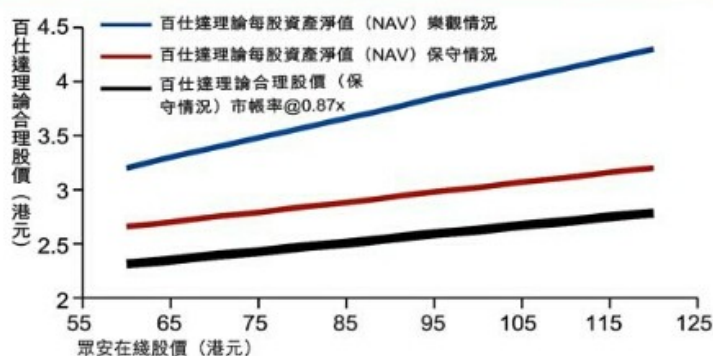
圖二筆者分析了眾安在綫不同股價對百仕達的每股資產淨值變化影響，及其理論合理股價(按保守估值以0.87倍市帳率算)。

此股的最大風險是，由於其一直欠缺分紅，難以獲得長綫投資者支持，所以當催化劑事件過後，成交量及股價可能迅速回落。

圖一 百仕達市帳率區間



圖二 眾安在綫股價如何影響百仕達理論合理股價



權益披露：筆者旗下基金擁有百仕達股份，並隨時於市場上買入或沽出