



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

剩股等人買

香港有剩女，股市有剩股。截至2011年底，香港的上市公司達1,496家，其中主板佔88.6%，創業板佔餘下的11.4%。彭博數據顯示，有證券行分析員追蹤及作投資建議的上市公司約540多家（大部分市值高於3億美元），換句話說，超過60%上市公司都是不被機構投資者為意的剩股！

剩股的特色是三低：一、市值低（通常低於1億美元）；二、成交低（通常接近零或平均不到數十萬港元一天）；三、人氣低，少人拜訪及少人建議。基金嫌棄她們沒有流通量故沒興趣拜訪。因為缺乏成交量，投行分析員沒誘因去追蹤及撰寫報告，而銷售部也不容許他們去做無利可圖的投資建議。成交低所以沒有人留意，沒人買賣就愈加沒有成交，造成惡性循環。

冷落剩股三大原因

20年的投資及研究生涯中，筆者拜訪過大小不下一二百家這類缺乏成交及不為市場留意的剩股，有的可能因業績增長而有幸短暫脫離剩股行列（通常都是只可維持一兩年，當業績倒退又打回原形），但大部分包括很多基本因素不俗的公司卻沒人垂青。乏人問津的原因有三：一、管理被動，缺乏公關活動或不願投放資源在投資者關係。筆者認識一位最主動的管理層（某公司首席財務官）在高峰時花差不多一半工作時間做路演推廣。只要一個電話或電郵查詢，他就不辭勞苦，立刻由老遠的九龍工業區跑到中環登門拜訪，對大小基金和證券商都一視同仁。

二、業績缺乏穩定性或派息欠奉。剩股業績通常都很飄忽，行業周期上揚時就賺錢，反之不是盈利大幅倒退就是虧損。長綫基金一般都不喜歡這類缺乏持續性增長的公司，所以就算她們某年賺大錢，但市盈率可能仍舊非常低迷。另外有一類資產估值有大折讓的公司（通常是三四綫

的香港地產股），她們經常以保留現金作發展為理由不願派息，就算願意派息，派息比率都偏低（通常15%都不到）。這類股票估值一般對資產值都有平均60%至80%折讓。

三、金玉其外，敗絮其中。很多估值便宜的剩股繼續廉宜，投資者知道公司有管治問題或質疑其財務真確性，所以敬而遠之。前者一般是大股東有欺騙或誤導投資者的往績，最常見的是管理層把前景誇大，吸引基金投資。財技了得的，每每在股市高峰或業績見頂時趁高位減持或配股，之後業績立刻走樣無以為繼，然後在股市低潮或股價低殘時作大折讓供股增持甚至私有化。

基金選股四高要求

假若大股東素有榨取小股東利益或其他不良聲譽（大花筒例如報銷公司開支作私人享樂；娛樂版新聞多多；不務正業，高價收購資產；關連交易等等），基金通常都會避之則吉，所以估值很難大翻身。坊間很多「股神」都喜歡在媒體上推介這類表面超值，但內裏有管治問題或財務有水分的小型股。單憑年報上的表面數字去判斷估值便宜而作出投資建議是一個危險的決定。

基金揀股有如選美求愛，大多數上市公司都希望被基金追求及持有，但只有少數藍籌股，高增長股和高管理質素公司會被長綫基金選中。有很多小型股的中大型基金愛股，其實也經歷過一段長時間與基金約會戀愛，建立互信關係後才能成為其投資組合中的一部分。

十個上市公司老闆九個都認為自己的股票價值被市場低估，但大部分都是孤芳自賞，不明白市場的四高要求（高流通量、高持續性、高增長及高派息）。市場上有接近1,500隻股票，基金組合一般只持有20隻至60隻，所以三四綫上市公司一定要懂得打扮包裝推廣，才會突圍而出獲得基金青睞，否則很難脫離剩股一族。■

市場上有接近1,500隻股票，基金組合一般只持有20隻至60隻，所以三四綫上市公司一定要懂得打扮包裝推廣，才會突圍而出獲得基金青睞，否則很難脫離剩股一族。