



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

民企風波再現

7月17日在美國上市的部分中國美國預託證券(ADR)，以互聯網媒體、科技和教育板塊為主的民企出現一場規模不小的股災。雖然當天早上恒指收市升1.75%，但晚上個別ADR單日跌幅超過3%至5%。

起因是中國最大的校外教育、培訓及補習學校新東方教育科技集團，傳被美國證監調查有關最近的可變利益實體(VIE)股權結構調整問題，令股價下瀉34.3%。

渾水研究(Muddy Waters Research)次日再落井下石，發出建議強烈賣出的研究報告，令其股價再下瀉35%至9.5美元。新東方屬於藍籌級的中國ADR，市值在下挫前高達35.3億美元，並不是一般的殼股或微型股。新東方早在2006年9月已經在美國上市，一直是基金愛股，上市以來市盈率平均值一直高於43倍以上。現今股價已跌至2008年11月金融海嘯時的低位，預測市盈率只有8.9倍，處於負3個標準差。

渾水狙擊信心不足

截至今年5月最新報表顯示，其淨現金及短期投資高達8.4億美元(相等於現今市值的53.4%)。渾水發出的報告長達96頁，表示其一直伺機狙擊新東方。渾水的指控重點為：一、新東方一直強調其屬下學校全數為全資擁有及經營，渾水認為聲明有誤導，透過翻查新東方推廣特許經營學校的資料。渾水認為新東方透過收取加盟學校的前期費用，誇大其實際現金持有量；二、新東方部分學校以非牟利機構的身份註冊登記，其資產理應屬於國有，渾水懷疑新東方無權將它們合併報表；三、新東方極有可能需要重列以往財務報表，其原來審計師德勤甚至將會辭職。

從渾水今次出手的時間判斷，其狙擊新東方的信心其實並不強，否則一早已公開報告，這次出擊純粹借力打力，四兩撥千斤。渾水的理據主

要針對過往聲明與事實不符，但這不能直接證實其財務虛假。稍有投資中國經驗的人都知道在內地經營生意一定有很多灰色地帶，說話很多時都不盡不實，而管理層為了討好基金，隱惡揚善。

現在大部分美國投資者對中國都抱着極負面的態度，如果大家晚上稍為留意CNBC或登上美國的新聞網站，就可見差不多所有所謂股評家(絕大部分連中國都未曾到過)都一致看淡中國，認為其經濟正在硬著陸。專注拋空的對沖基金尤其愛狙擊中國ADR，因為流通量大，執行拋空時又可以直接沽給買方(拋空港股必須在賣方排隊)，兼且連中小型股都容許拋空，甚至有提供期權期貨交易。專業拋空者最喜歡預先購入認沽期權，然後散播負面消息，以小博大。

港高息小型股可為

現在中國股票風險溢價處於極高水平，外有政治及宏觀風險如歐債危機和美國年底的財政懸崖，內有中國經濟下滑、公司業績倒退、公司管治及造假帳風險，投資者信心脆弱，只要稍為遇上負面消息，都一窩蜂羊群式拋售相關股票。大部分基金此刻都寧願遠離缺乏成交的小型股及民企，但有危就有機，筆者認為在現今水平買入新東方的值博率頗高(基於持有高淨現金水平，只要管理層作出實際行動諸如回購股份，股價理應立刻從負三個標準差大幅反彈，但鑑於公司正受美證監調查，故短期回購機會不大)。

建議只宜購入認購期權作短綫投機，因為長綫而言，市場對民企的看法仍有待改變，風險溢價才會降低。反之，筆者認為低估值、高派息率的純香港背景小型股在中短綫較可為。8月份將會是另一次的中期業績發布高峯期，市盈率在5倍至6倍以內，息率達7%至8%以上的香港小型股均值得留意。因只要有分紅，再被低估的股票都會被市場垂青，令其正確估值得以體現。■

註：筆者基金持有新東方相關股份及衍生工具，並將隨時買入及沽出

8月份將會是另一次的中期業績發報高峯期，市盈率在5倍至6倍以內，息率達7%至8%以上的香港小型股值得留意。