



祝振駒

翺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。此欄隔周刊出，
讓讀者有機會一窺對沖基金行業全貌及傾聽業者心聲。

價值投資Vs價值陷阱

今年奉行價值投資法的基金大部分都跑輸大市或錄得虧損。相對地今年以動力交易(Momentum Trading)或追蹤趨勢(Trend Following)為策略者似乎獲得較理想回報。

簡單的解釋，前者買價值便宜的股票，甚至愈平愈買。後者則追求短綫趨勢，愈升愈買。價值投資往往在短綫吃虧，但長綫看準的話，永遠是提供最高回報的投資法。經歷股災或熊市期間，價值投資往往失效，因為投資者被短期的業績或負面消息主導情緒，大家都不願吃眼前虧。

市場仍有價廉物美股份

基金也往往受贖回壓力及每個月月底的回報紀錄，而逼不得已作出較短綫的投資策略，個人投資者反而不受約束及有較強的持股能力(Holding Power)，可以作較長綫的投資決定而不受短期股市波幅所左右。中小型股限於流通量不足，其估值尤其受投資情緒所影響，因為大部分基金都不願意在熊市中持有缺乏成交的股票，視它們為價值陷阱。

現在坊間不難找到一些市盈率低於5、6倍，而具備雙位數字盈利增長又或對資產有大折讓的小型股。對一般散戶來說，這時候投資在小型股可能風險仍然太大，因為散戶一般都不太知道這些管理層的質素和營運模式。較穩妥的藍籌股中，其實有一些估值跌幅和二、三綫股差不多。

這次講的是九龍倉(00004)。該公司2012年的預測市帳率約為0.55倍，低於過往5年平均價值0.77倍約1.3個至1.4個標準差。坊間分析員估計九倉的每股資產值(Appraised NAV)為67元至86元之間。現時的股價告訴了我們甚麼？有分析員說股價已反映了九倉明年的資產值起碼倒退25%。

造成股票的低估值有幾個原因：一、尖沙咀海運碼頭明年6月土地約滿，需向政府補地價。

假若續約失敗，每股將減值2元至3元；二、租金增長放慢。隨着全球經濟放緩，市場擔心租金加幅見頂，導致其租金收入持平，甚至倒退；三、中國地產(佔淨資產值約30%)銷售不達標，2011年首十個月的銷量為112億元人民幣，銷售速度低於全年目標額的150億元人民幣。

負面消息盡出九倉值博

筆者認為，這些負面消息大部分都已經被股價所消化(現時股價與9月尾全年低位時差不多)：一、九倉失去海運碼頭的機會頗低，因為附近商場土地都為其擁有，其他地產發展商沒有誘因出高價競爭；二、其主要商場物業(如時代廣場及海港城)皆為國內遊客重點購物中心，28%九倉的零售租金收入與商戶收入掛鈎(Turnover Rent)，只要國內遊客消費持續增長，其租金收入就有保障。

三、中國已啟動減銀行存款儲備金率周期，明年銀根理應漸趨寬鬆。藍籌內房股如中國海外(00688)的股價，亦已從全年低位反彈近40%，暗示市場預測內房股最難難時期可能已過去。所以九倉中國地產估值也理應有機會谷底回升。綜合上述各因素，筆者認為九倉現價的價值率頗高。■

註：筆者基金持有九倉股票

九倉(00004)不同PB下的股價



中小型股限於流通量不足，其估值尤其受投資情緒所影響，因為大部分基金都不願意在熊市中持有缺乏成交的股票，視它們為價值陷阱。