



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。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。

# 混水摸魚 損人利己

沉寂了一、兩個月的民企造假新聞最近再風起雲湧。渾水研究 (Muddy Waters) 發表了一份80頁長的報告，指摘在美國納斯達克上市的分眾傳媒 (Focus Media, FMCN) 造假，主要攻擊點為：一、公司誇大其電子屏幕50%的總量；二、過分超付過往所收購企業的實際公平價，及後撇了69%價值共11億美元的帳；三、公司聲稱所收購、撇帳及其後賣掉的部分企業其實從未被買入。

與之前的嘉漢林業 (Sino-Forest, TRE CN) 不一樣，分眾是一間被機構投資者所熟悉又被廣泛持有的藍籌級美國上市民企，事件出現前，其市值達35億美元。渾水的出擊時間掌握極盡計算，以筆者十多年分析員經驗，一份80頁的報告起碼需要一至兩個月的時間作資料收集、準備及編寫。

## 短綫行動攻擊理據不足

一、出擊前分眾剛公布極其亮麗的第三季度業績 (純利同比增長60%，高於市場預測)，股價正處於近期高位。渾水把握機會用低成本購入大量認沽期權，以小博大。正因分眾乃藍籌級民企，所以其期權市場可提供足夠深度及流通量；二、市場從10月高位回落，歐債負面新聞每天皆是，投資者人心虛怯，容易被傳聞影響；三、中國10月份部分經濟數據如PMI剛公布，外國媒體已不停報道中國增長放緩的負面消息。

報告發出後，分眾當天股價跌了39.5% (最多曾跌過65.5%)。筆者認為這次事件只有渾水及其先知者可以獲利 (也只能是短利，看事態發展，這幫人一定官司纏身，他們得罪的都是國內有關係的人士，其中國辦事處可見將來能否繼續成疑)，長綫持有者被狙擊，而跟風拋空者也不會

好過，最後一定焦頭爛額。筆者相信渾水一族在事件後的第一、二天可能已迅速獲利 (第二天股價已反彈14.7%)。

渾水這次的行動只可能是短綫，因為其理據根本不足，更重要的是所攻擊的敵人太強，渾水根本惹不起。第二天美國開市前分眾管理層已經迅速作了公開電話會議回應渾水的指摘：一、渾水算漏了其餘兩種新一、二代電子屏幕 (電子相片及相架) 的數量，所以總數沒錯；二、分眾已在最近兩、三年再無重大收購，有的也是前朝領導所作並已全被撇帳，對現今業務並無影響，股價早已完全反映。部分項目撇帳是由於政府新法例及原有團隊離開所致，與作價無關。

三、部分收購項目以Variable Interest Entity (VIE) 形式入帳，所以並不涉及股權轉讓。從基本面看，分眾是一間擁有特許經營能力 (Business Franchise) 的中國戶外媒體龍頭，特點是現金流強，持有淨現金達6.4億美元 (約今天市值的27%)，且業務簡明。再者，公司在10月初時，宣布把股份回購總額由4.5億美元提高至6.5億美元 (其中只有3.15億美元已耗掉)，公司有的是子彈可以低位吸納。

## 基本面不變股價定反彈

公司的機構股東都是星級國際長綫基金，隨時增持。第一大股東香港上市公司復星國際 (00656) 及第二大股東分眾傳媒董事長兼首席執行官江南春，就立刻在公開市場，斥資1,035萬美元及1,000萬美元增持以示支持。分眾在國內的關係與網絡根本不能和一般微型的海外上市民企比，只要基本面不變，股價一定反彈。這次的調整創造了未持有者的絕佳進場機會，包括筆者的基金。■

註：筆者基金持有分眾傳媒股票

分眾在國內的關係與網絡根本不能和一般微型的海外上市民企比，只要基本面不變，股價一定反彈。這次的調整創造了未持有者的絕佳進場機會。