



### 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

## 股市地雷

筆者13年前在瑞銀中國證券研究部的舊同事兼主管張化橋 (Joe Zhang) 最近出版了一本新書，名為《避開股市的地雷》(見圖)。承蒙厚愛，他將筆者本欄發表過的3篇關於小型股地雷的文章收集進新書的附錄中。過去20年的分析師及對沖基金生涯中，筆者確實曾遇上不少的地雷及中伏，有時甚至間接成為幫兇，有時則為直接受害者。筆者覺得這本書可讀性極高，因為Joe分析了大量自身實際體驗的案例，全部有血有淚，並非紙上談兵，讓讀者可以從他這個過來人的經驗汲取寶貴教訓，受益匪淺。

### 首次遇上民企地雷

感同身受，筆者對股市地雷印象最深刻的其中一次，是在瑞銀當分析員時，那時曾推介一家剛上市不久的內地家電公司，由於一直以研究國企、紅籌股為主，那是第一次推介民企股。當時處於科網股熱潮，故稍為帶有科技和電子因素的股票都會引起分析員注意。這家公司上市一個多月便跌破招股價，筆者數度拜訪公司，管理層都堅持增長持續及毛利率維持不變，股價低迷皆因市場並不了解公司。

不久股價較招股價下挫達26% (比高位已下跌52%)，市盈率跌至不到7倍；筆者認為機會終於來臨，立刻發出強烈購入的研究報告，並且主動安排管理層作非交易路演 (None-Deal Roadshow)。但股價表現極之邪門，除了初出報告的頭兩星期曾經稍為反彈，無論管理層在路演上怎樣唱好，股價繼續往下尋底，上市5個月，股價比招股價已下瀉了差不多60%，一年後更跌達84%！

筆者事後聽聞部分管理層在上市後一直在減持 (因為非大股東，加上股份可能分散由不同人士持有，所以沒有被鎖定及需要申報)，而業績當然在上市那一刻已

見頂，之後因為競爭及割價迅速走樣，從上市前那年度純利3億多元轉為虧損差不多達1億元，雖然營業額上升超過16%，但同期毛利率下降差不多8%，把所有利潤吃光吃突。當投資者關係的管理層只是一位顧問，主要職責是替公司包裝上市及作公關，後來當他把股份賣光便立刻辭職，被欺騙的投資者及分析員 (本人) 欲哭無淚。

### 小型股地雷的啟示

這次經歷給筆者最大啟示是：一、永不能輕信管理層。所有管理層要先證明自己不是騙子。二、股價不會騙人。股價下瀉事必有因，只是你不知道而已。無緣無故大升或大瀉都可能是知情人士偷步的跡象；三、大部分趕着上市的公司都可能因為盈利快見頂或已見頂，所以趕快從市場以最高估值套現；四、如果負責投資者關係的管理層只是一位受僱者，職責只是要做好這份工，他必定只報喜不報憂，更甚者他自己可能也不清楚公司的最新狀況。

五、如果有分析員或股評人向你推介某小型股，最好先問他的資歷有多深 (少於10年不需要留意)，踩過多少次地雷。未受騙過的其實很難分辨出誰是真騙子。筆者離開瑞銀後轉往一家本地投行當研究部主管，專門發掘受市場忽略的小型股，這次經驗令筆者上了非常保貴的一課，奠定了日後判斷小型股管理層真偽的基礎。

因為這段慘痛經驗，雖然這家公司受惠於家電下鄉政策，在2009時曾上升接近18倍，筆者一直故意忽略她。但其實這不是一個正確的投資態度，這事件衍生了另一個正面教訓：雖然一些公司有不良紀錄，但如果她擁有某程度上的特許經營價值 (Franchise Value)，而又受惠上升周期或國策，仍需要保持開放投資態度，原因是管理層並不是令這家公司高增長的主因。FM



股價不會騙人。股價下瀉事必有因，只是你不知道而已。無緣無故大升或大瀉都可能是知情人士偷步的跡象。