



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。

# 世界在轉 股市在變

每年3月是全年業績公布的高峰期，約10年前參加業績發布會多為本地和外資投行分析員和基金投資者，大部分為港人，少數為外籍人士，國內人只佔極小數。如果是內地公司，通常都會以普通話和英語同步進行。近兩三年卻有明顯改變，如果是民企或國企，出席的分析員和投資者九成以上為操普通話的內地人，會議幾乎全以普通話進行。很多沒外資投行分析員追蹤的中小型民企都輕易全院滿座，好幾次筆者準時到場連坐位也沒有，要站在後排聽。

## 中資股參與者今非昔比

筆者可以肯定，現在超過一半的中資股發布會，赴會者都是來自國內的分析員或是私募基金投資者。香港中資股參與者在過去數年出現了結構上的大改變，很多中小型中資股股價走勢，已不再被本地基金所主導，而是國內的私募基金。打個比喻，以前股市就像家裏打麻將，對手都是香港朋友，現在變成賭館上的德州撲克牌，賭桌上的對手大部分來自國內的陌生人，章法與前不大相同。

以往本地基金會以價值及中長綫持有為主要策略，對公司的基本分析及管治要求的看法都很相似。近幾年良莠不齊的民企上市公司多了，很多財務具懷疑的Too Good to be True公司(如上市那年盈利才大升或毛利超高)經常被炒過不亦樂乎。為甚麼？因為市場多了一班「熟悉國情」的國內私募基金和投資者，他們很多時聯羣結隊，用炒A股的方式投機港股(通常較短綫，較注重消息和利用動力及波幅)。所以現在投資香港民企股，除要了解基金看法外，還要留意會否獲國內投資者青睞。十數年前中資股分析員都以港人為主，今天若不是國內長大及國外留學回歸，相信都頗難受到外資投行的垂青。

近期再有上市不久的民企出現財務問題或因業績走樣，致令股價大幅下滑甚至停牌。發展中

的股市，特色就是有很多質素參差的公司上市，值得長綫投資的可謂寥寥可數。較安全的是趁低買入一些具備上市歷史(經歷了起碼一至兩個行業周期或股災後能屹立者)，而又被無故拋售的民企。**大成生化科技(00809)** 剛公布2011年純利增加269%至13.8億元(歷史新高)，市盈率不到4倍。股價下跌是因為有報道指其子公司**大成糖業(03889)** 負債過高，有集資壓力。

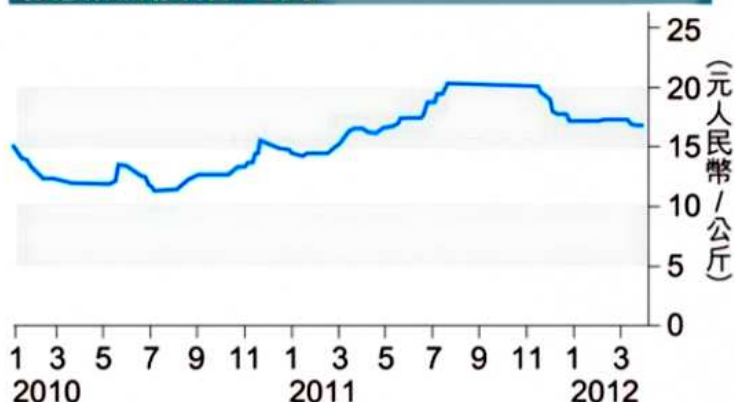
## 大成生化難現財務危機

大成生化本身上市達11年之久，現時的淨負債約為60%，由於停止擴產及需要收購大量玉米作原材料，其淨負債比例過去5年一直都處於46%至76%之間(2008金融海嘯年為55%)，筆者看不到她有出現財務危機的可能性。由於行業屬於商品及周期性，其前景關鍵要看主要產品(佔公司74%銷售額)賴氨酸Lysine(佔全球25%至35%市場份額，排名第一)的價格走勢。

另外，**時捷(01184)** 剛公布了2011年全年業績，純利增長25%至1.006億元，市盈率只有4倍而年息率卻高於8厘以上。作為一間上市歷史悠久(18年)的香港公司，絕對沒有中資民企的公司管治和財務問題。現在很多中型民企股都已被眾多的國內投資者盯着，要找Alpha(高於市場指數的回報)愈來愈艱難。香港人管理的小型股可能較有機會提供風險相對低的高回報。■

權益披露：筆者旗下基金持有大成生化及時捷股票

## 賴氨酸價格走勢



市場多了一班「熟悉國情」的國內私募基金和投資者，他們很多時聯羣結隊，用炒A股的方式投機港股。