

好淡大決戰

看錯又死不認輸隨時引致無限虧損；看對了及全賺的可能性則少之又少，因為公司破產或被清盤的概率非常低。

最近有兩隻被狙擊的股票，很值得作投資案例分析，分別是在美上市的個人護理及纖體產品傳銷公司康寶萊 (Herbalife, HLF) 及剛被香港證監會要求清盤的**中國金屬再生資源 (00773)**。前者今年勁升98.9%，後者極大可能由今年1月25日停牌前的9.43元變為零。

拋空風險絕不對稱

康寶萊於去年12月受William Ackman對沖基金Pershing Square Capital Management公開質疑其層壓式運作及沽空了10億美元，4天內下瀉38.7% (今天已反彈151.3%)，中金再生因沽空研究機構Glaucus Research的報告，指其誇大財務數據，導致停牌至今。若中金再生股票最後變成廢紙，相信是港股史上，第一宗因研究報告被弄至清盤的上市公司。

筆者也曾持有HLF長倉，扮演擠空者的角色，但於其今年首季業績公布不久便已銷定利潤。HLF過去一個月股價上升達44.9%，皆因其第二季業績亮麗，超越市場期望，加上CNBC引述金融大鱷索羅斯 (George Soros) 已購入並成為其三大持股之一，受消息刺激，股價於七月底一天內上升8.99%至65.5美元。

以上例子顯示拋空之兇險：看錯又死不認輸隨時引致無限虧損；看對了及全賺的可能性則少之又少，因為公司破產或被清盤的概率非常低。William Ackman對CNBC聲稱，他一股HLF淡倉也沒平過。雖然筆者非常欣賞他的執着及沽空前的深入研究，但拋空本身是不對稱的風險，打持久戰絕對沒有優勢。筆者比較HLF及中金兩個案的最大分別為：

一、HLF已經有33年歷史，其品牌在美國家喻戶曉 (碧咸 (David Beckham) 曾

效力的洛杉磯銀河足球隊球衣由HLF贊助，現任代言人包括皇家馬德里的C朗拿度 (Cristiano Ronaldo))，很多市民都曾經購買過其產品。雖然過往也接過投訴，但監管部門聯邦貿易局 (FTC) 多年一直沒有起訴過HLF，證明其運作模式經得起考驗。相對中金再生上市只4年，且於2009年6月金融海嘯後才上市，所以還未真正經歷過經濟周期低潮的考驗。

二、HLF產品為消費品，容易被明白。投資者做調研只須向行銷者及消費者查詢便可略知一二，因產品口碑很難騙人。相對中金再生的廢料來源及銷售，一般投資者根本沒渠道去查證。三、HLF長期現金流強勁，派息穩定兼回購股票。中金再生負債率高達116%，營運現金流上市以來都是負數，而且在快速增加。

大股東減持為警號

四、用常理分析，中金再生的銷售增長及金額似乎高得並不合理。處理垃圾真的是那麼賺錢嗎？多年前一家在新加坡上市做循環回收電子廢料的中國公司名為Citiraya Industries (全亞冠)，因為貪污舞弊於2005年1月被停牌及賣盤。做廢紙回收的**福和集團 (00923)**也因會計有問題於2011年11月開始被停牌。所以筆者對相關行業一直存有戒心。

五、中金再生大股東及主席秦志威於今年1月停牌前，曾將手持三成權益賣給中國節能套現35億港元。大股東大幅減持股份或高層辭職，肯定非利好訊號。

六、大量熟悉HLF及具備實力的價值投資對沖基金高調建立長倉，促使HLF極速反彈。七、Ackman敦促FTC對HLF作出調查但失敗，而證監會則引用罕有法例對中金清盤。■

祝振駒

翹騰投資管理董事總經理，特許財務分析師。曾經在星展，法興，瑞銀及軟庫金匯等投行研究部擔任分析師及主管達14年之久，專長於中小型股研究。後轉往凱思博投資管理擔任對沖基金經理，2010年創立翹騰。筆者博客：blog.sina.com.cn/raymondj2011

