

假若公司未來將賺大錢，擁有第一手資料者（不一定是實際財務數字，如未來趨勢方向等），會等到業績公告後才行動嗎？筆者不是說，市場充斥內幕交易，但利用灰色地帶賺錢者肯定不少。

不可能的三位一體

當研究部主管時，曾經有一位奉行價值投資的海外基金經理，提出這樣的要求，他希望能替他找到符合以下條件的中小型股票：單位數市盈率，股本回報達到20%，純利率不少於10%，負債比率低於20%（淨現金更好）及預測每股盈利增長不少於20%。他希望能找到估值便宜，又擁有高增長潛力及高質素的公司。

價格陷阱足以致命

基金經理並非初出道的小伙子，而是身經百戰，管理2億美元資產的對沖基金創辦人。最後他看中一家不起眼的中國民營製造公司，且成為該IPO基石股東。公司以6倍PE上市，最後全數超額認購。可惜公司首日掛牌便跌破招股價，基金繼續在二級市場增持，最後須申報持股量。

公司股價上市後表現一般，大部分時間都低於招股價。但4年過後，股價終於發威，於兩年內上升2.4倍多。但好景不常，審計師在核算年度業績時，突然提出請辭，股價在數天內大跌一半以上（見圖）。跟着停牌至今，首席財務官更於停牌不久後辭職跳船。

這家公司具備所有出事民企的特徵：一、市盈率長期被市場低估，大部分時間只有5倍至6倍；二、公司手持淨現金，但仍想盡方法用不同渠道向市場集資；三、營業額每年皆高速增長（平均超過50%），但純利率卻沒有改善；四、股本回報率多年平均超於22%；五、手持淨現金，但派息比率卻偏低（平均只有8%多一點，有兩年甚至沒有分紅）。

股價上升事必有因

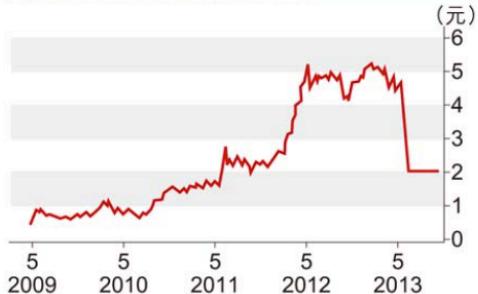
經濟學上有所謂不可能的三位一體（Impossible Trinity或Trilemma），即是一

個國家不能同時擁固定匯率，資金自由進出及獨立貨幣政策，所有中央銀行只能三選其二。假設市場是有效率的，股票某程度上也雷同，投資者只能在一、低估值；二、高增長；三、高質素（包括管理層，公司管治及營運模式），三項中選其二。報表表面亮麗，但估值長期低迷的小型股，很多時都暗藏地雷。缺乏經驗和沒有和大股東及高級管理層接觸過，而又只靠單看年報，很容易誤踏地雷。

投資者都想尋求完美股票，但她們是不存在的。高增長的好公司，通常在開始時市場都不會為意，股價從低位上升，通常都是熟悉公司的內幕人士（包括管理層的朋友，中低層員工，生意夥伴如供應商等）開始在市場上收集。假若公司未來將賺大錢，擁有第一手資料者（不一定是實際財務數字，如未來趨勢方向等），會等到業績公告後才行動嗎？筆者不是說，市場充斥內幕交易，但利用灰色地帶賺錢者肯定不少。

所以業績理想但估值長期低迷的股票，要不是由於大股東和管理層無心推介，就是相關人士暗地裏在市場上減持，或者財務存在太多水份。結論是，假如某隻股票同時擁有不可能的三大定律，就不要輕易相信報表上的財務數字。如果沒有跟大股東見過面，做過審查，無法猜度大股東的思維及衡量他的誠信。FM

某股因審計師請辭插水



祝振駒

翱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年創立翱騰。筆者博客：blog.sina.com.cn/raymondj2011

