

紅潮風暴

受困於經濟放緩，中資股的估值（如平均市盈率）於過去數年已經江河日下，政治風險看來有機會促使紅籌、國企，面臨另一波估值貶值潮。

近日市場最觸目的新聞應該是**華潤電力(00836)**被指控於2001年用120億元人民幣，高價向山西金業煤焦化集團收購10項資產的醜聞（其中3個礦的採礦證已過期，交易完成逾兩年半仍沒有煤出）。一般負面新聞只會發生在小型股上，貴為藍籌級的央企集團今次竟然成為貪污事件主角，可說是出乎基金界意料。

筆者十多年前專責追蹤研究紅籌，華潤集團一直給予投資界的印象，是管理較專業化，雖有中資背景但亦具備香港本地藍籌股的透明度，加上與中央的緊密關係，其最大賣點是可以經常以低價收購合併國內優質資產，然後壯大上市公司，所以系內股票一直是基金寵兒。

龍頭**華潤創業(00291)**早於1997年便已被選為恒指成分股。紅籌公司中，華潤系內公司的重組、收購合併、分拆上市及私有化等的動作最頻繁，集團於香港獨立上市的公司也最多，包括**華創**、**華潤置地(01109)**、**華潤電力**、**華潤水泥(01313)**及**華潤燃氣(01193)**。前三者且已成為恒指成分股。

高管套錢的方法

中國民營上市公司的特色，是很多大股東都急於利用各種財技，在資本市場套取短綫利潤，在股市上將股票炒高賺錢，永遠比做實業賺血汗錢來得快及容易。低落的公司管治及備受懷疑的帳目，導致海外沽空機構以往多番狙擊，紅籌股某程度上也有急於賺快錢的毛病。

紅籌老總，一般由內地相關政府部門委派來香港擔任高管，大部分都有任期限制，通常是5年到10年，最終會退休或被調返國內。他們的工資雖然比國企老總為高，但肯定低於香港藍籌公司管理層。而

能被委任成為香港上市公司高管，當然有強大政治背景或支持。

有權力及政治關係自然會令人容易腐敗，高管或大股東要透過資本市場賺快錢不外乎數招：一、例如1997年亞洲金融危機爆發前，紅籌股不斷透過注資收購消息將股價炒上，然後高位配股，再利用部分公司集資資金購入股票，循環不息地將股價推上，知情人便有機可乘，利用內幕消息低位買入股票。被收購的項目往往回報偏低，加上上市公司管理層根本不懂項目的業務，所以若干年後又需要將資產重組或撇帳。最終吃虧的當然是小股東。

二、又或者透過高價買入將估值作大的資產，背後從中取利。三、或誇大資本開支及工程費用，將利益輸送往友好承建和供應商，然後收受好處。

反貪腐政治鬥爭

作為投資者，不要天真地以為上市公司的公開交易一定是公平及公正。很多外表專業，有良好公關及投資者關係聲譽的公司管理層，暗地裏做很多損害小股東利益，以權謀私的事情。這次醜聞凸顯了投資中國的另類風險——政治風險。

新任中央政府提出要打擊貪污腐敗，結果連有後台背景的人物都不能倖免被祭旗。跟熟悉國情的內地朋友談及此事，均認定中央高層要整頓政治對手，真正要針對的是支持大集團高管背後的政治官僚。

假若將來有更多中資上市公司涉及反貪腐調查及醜聞，請大家不要奇怪。受困於經濟放緩，中資股的估值（如平均市盈率）於過去數年已經江河日下，政治風險看來有機會促使紅籌、國企，面臨另一波估值貶值潮。香港中資股的市盈率愈來愈低，可能只會追隨內地A股的走勢。RM

祝振駒

翽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年創立翽騰。筆者博客：blog.sina.com.cn/raymondj2011

