

# 標普開港撤評級先河 引發基金大洗倉

# 玖紙40分鐘瀉17% 單日蒸發55億

香港文匯報訊(記者 周紹基) 港股史上首次有上市公司被評級機構撤銷評級。評級機構標準普爾昨宣布, 撤回玖龍紙業(2689)的4項信貸評級。玖紙股份昨日下午在標普撤回信貸評級後出現恐慌性拋售, 約40分鐘內勁挫17.4%, 其後該股立即停牌, 停牌前報5.65元。市場憂慮玖紙失去評級後, 其發行的債券及股票會被大手拋售, 以及被銀行催收貸款, 也可能影響其他高債務民企的借債能力, 令近日在美國掀起的中國中資民企財務風暴燒至本港。

## 張茵曾為中國女首富

香港文匯報訊(記者 涂若奔) 本次遭標普撤銷評級的玖龍紙業(2689), 由內地女富豪張茵一手創辦。玖龍紙業2006年在港上市, 巔峰時期市值曾達近1,000億元。張茵亦曾因此成為「中國女首富」, 在2007年《福布斯》全球億萬富豪排行榜中名列390位, 據傳身家近300億元。而以該公司昨日5.65元的收市價計, 公司市值僅263.44億元。

### 近年負面新聞不斷

玖龍紙業近年來負面新聞不斷, 2008、09年業績均錄得倒退, 公司又曾被指為「血汗工廠」, 張茵本人亦因此備受外界抨擊。張茵先是予以回擊, 之後又承認管理有瑕疵, 但強調僅有7%的員工待遇不完善, 不存在「點血成金」的不法行為。兩次事件雖然最終得以平息, 但均對她的形象造成打擊, 在內地被視為具有爭議性的人物。

### 公司高增長高負債

玖龍紙業於2006年在港上市後, 一度被投資者熱捧, 但由於擴張過快, 一直維持「高增長、高負債」的經營模式, 負債率最高曾超過95%, 導致其盈利能力被大幅削弱。張茵本人早前亦表示公司負債過高, 稱要到2013財年隨着產能擴充的逐步放緩, 淨負債率才有望降低至60%至70%。

標普昨撤回玖紙的「BB-」長期企業信貸評級, 以及「BB-」的未償還高級無抵押票據發行人評級, 同時標普給予玖紙的長期大中華信貸評級「cnBBB-」及未償還高級無抵押票據評級「cnBB+」亦被撤回。標普在聲明中指出, 玖紙積極舉債來支持本身增長, 今次撤回評級主要因標普未能接觸到玖紙管理層, 以致不能全面掌握公司的策略和財務管理資料, 未能充份評估未來的信貸風險。

### 玖紙稱公司財政狀況穩健

玖紙昨日股價勁挫17.4%, 市值蒸發55.48億, 市值縮至263.44億元。該股下午2時50分起暫停買賣, 以待公司刊登一項股價敏感資料公告。至昨晚本報截稿止, 仍未見玖紙上載公告至聯交所網站。

不過, 玖紙副總經理吳國助昨晚向外電表示, 公司財政狀況穩健, 經營情況正常, 但需要時間研究標普昨日發表有關集團的信貸報告, 目前正草擬有關聲明, 並計劃盡快復牌。至於昨日公司股份於交易中途停牌, 是由於不希望引起市場波動。

### 指被撤評級僅因溝通問題

有接近該公司的消息人士指, 玖紙一向有委任兩間評級機構, 分別為標普及惠譽, 並一直與投資者及投行

等保持緊密溝通, 相信今次標普撤回評級事件純屬溝通上的問題。對於標普此舉有可能影響玖紙現時在市場流通的債券及日後發行無抵押債券, 消息人士認為, 另一評級機構惠譽會代標普進行相關評級的評估, 料不會影響公司優先票據狀況。

標普雖然撤銷玖紙的評級, 但在聲明中亦表示, 預計玖紙未來幾年的財務表現會維持平穩, 但若玖紙的負債急增, 導致12個月內的營運資金對總債務的比率低於15%, EBITDA的利息覆蓋率惡化至3倍以下, 則玖紙的評級或會被下調。相反, 若玖紙財務表現大幅改善, 營運資金對總債務改善至25%以上, 且EBITDA的利息覆蓋率持續維持在5倍以上, 則標普或會考慮上調玖紙的評級。

### 目前資產負債比率達42%

目前玖紙的負債水平偏高, 根據彭博通訊社的數據, 玖紙的資產負債比率達42%, 總債務對股東權益高達90.6%。08年底, 玖紙傳出財困, 甚至要清盤的消息。公司否認後, 在08年曾進行債務重組, 尋求銀行重訂債務條件, 除了提早償還部分貸款外, 更以低價回購債券。09年完成重組後, 曾以5.3折回購一批其更早前發行的2.84億美元債券。截至去年中, 玖紙的總資產為326億元, 非流動資產249億元, 總負債193億元。

## 民企財務風暴 由美燒至香港

香港文匯報訊(記者 涂若奔) 自從研究機構「渾水」(Muddy Waters) 上週發表報告聲稱綠森(0094)母公司嘉漢林業涉嫌造假後, 越來越多在歐美上市的內地民企的誠信受到投資者質疑, 慘遭基金洗倉導致股價急瀉。本周這股「財務風暴」開始由美國蔓延到本港, 連玖龍紙業(2689)亦未能幸免。有分析擔憂, 事件將進一步打擊投資者對內地民企的信心, 並隨時演變成引爆中資概念股泡沫的「超級炸彈」。

標準普爾昨指未能充分接觸公司管理層, 全面理解公司策略及財務管理, 或評估未來信貸風險, 宣布撤銷玖紙「BB-」的長期企業信用評級, 引發市場強烈震盪。

### 「渾水」及IB舉動成導火索

「渾水」上週發表報告聲稱綠森母公司, 在加拿大上市的嘉漢林業涉嫌偽造交易及誇大資產, 並質疑其高增長數據是一場「龐氏騙局」。雖然嘉漢多次予以反駁, 但股價仍大瀉逾7成。在港掛牌的綠森亦被拖累, 復牌當日股價一度重創逾6成。雖然次日起綠森的股價重新大幅反彈, 但事件已成為導火索, 引發了市場對內地民企財務資料真實性的廣泛質疑, 一股空前的信任危機就此爆發。

### 在美上市中資板塊應聲大瀉

之後最受歡迎的美國券商Interactive Brokers (IB) 列出160隻中資股黑名單, 其中在美國掛牌的有132隻, 宣布停止再向客戶提供這些股份的孖展買賣服務, 當中甚至包括新浪和搜狐等民企巨頭, 拖累在美上市的中資板塊股價應聲大瀉。

### 港多家內地民企亦捲入風波

一些在本港上市的內地民企亦先後捲入這場風暴, 早前涉嫌會計違規的中國森林(0930), 和被指責有「兩本帳簿」的瑞龍礦業(0246) 遭受更大壓力, 至今仍未復牌。超大現代(0682)亦受到負面報道打擊, 遭德銀等外資行沽貨, 即便公司持續回購亦難阻股價不斷下滑。

而上週五, 美國公眾會計監督委員會(PCAOB) 否決香港中磊會計師事務所成為美國註冊審計師的申請, 理由是「無法檢查該事務所在中國境內企業提供的服務」。

本周這場風波愈演愈烈。美國證券交易委員會(SEC) 本周一宣布, 禁止中國智能照明和中國世紀龍傳媒這兩家企業將其私人持股出售給投資者, 這是美國官方針對中國企業財務報告可疑問題的最近打擊行動。SEC的調查官員稱, 在早前對這兩家公司財務報告的準確性提出質疑後, 其聲明公告仍存在「嚴重誤導」, 沒有披露其獨立審計人已經辭職的信息。

### 「中資概念股泡沫」提前引爆

有分析指出, 近年大批以中國概念作招徠的新興內地民企蜂擁赴海外上市, 以美國佔最多, 不少市盈率高達100倍, 甚至長期蝕錢也受熱捧, 已經形成了所謂的「中資概念股泡沫」, 近日的造假醜聞只不過是提前令泡沫爆破。據外電披露, 近三個月在美國有5家中資股被除牌, 另有15家被停牌, 幾乎全部涉及造假或財務報告不符合要求。

### 玖龍紙業昨一度瀉22%



### 玖龍紙業股價走勢



## 失去評級 玖紙難穩股東信心



專家解讀

香港文匯報訊(記者 周紹基) 業內人士指出, 像玖龍紙業(2689) 這樣突然被評級機構撤銷評級的事件, 在本港市場屬首次出現, 消息觸發部分基金沽貨, 令股價大瀉。業內希望是雙方誤會及事件可早日平息, 但事件對於玖紙及中國民企, 難免仍會令投資者留下信心陰影。

### 基金規定不能持有

發行4隻玖紙認購輪的荷合銀行, 其股票衍生部副董事黃集恩稱, 玖紙被撤銷評級對其發行的窩輪沒影響, 問題是玖紙突然沒了評級, 理論上部分持有其債券的基金需要沽貨, 這是由於大部分基金都規定不可持有沒評級或評級太低的投資產品, 故今次事件對玖紙債券方面的影響更大, 這亦可能令銀行需要向玖紙追加

抵押品。訊匯證券行政總裁沈振盈表示, 玖紙為何被撤銷評級, 相信應由玖紙方面作澄清, 重點是玖紙的償債能力有否受影響, 如果玖紙如常還債, 即使基金需要為玖紙的債券攤帳, 日後也能回撥, 而且玖紙目前仍擁有惠譽的評級, 但事件難免令市場暫時失去對該股的信心。

### 銀行或會催收貸款

富昌證券研究部總監連敬濤指, 如果今次事件是誤會和屬個別事件, 對市場的影響輕微。否則可能引發骨牌效應, 首先是基金大手沽售其債券, 影響玖紙日後的借債能力, 市場亦會對其他高負債的民企心存憂慮, 可能沽出民企公司的債券, 有關產品的CDO亦會急升, 銀行或會催收貸款, 總之影響不能小覷。

## 銀根抽緊 重債內房股堪憂

資金回籠仍足以支付高昂的負債, 情況仍未完全悲觀。

香港文匯報訊(記者 趙建強) 境外上市的內地民企因誠信受質疑出現「爆煲潮」, 受「調控」影響最嚴重的內房企業亦令市場擔憂, 銷售金額受壓, 貸款從緊, 資金鏈斷裂風險攀升。事實上, 穆迪早於今年3月已將整個內地房地產產業展望從「穩定」降至「負面」, 多家內房企業亦獲負面評級。

### 今年售樓多未達半目標

如果以今年一眾內房企業公布的銷售數字來看, 除少數如恒大地產(3333)截至五月已完成近半年目標外, 大部分內房企目標完成度均甚低, 如首創置業(2868)截至5月銷售僅約40億元(人民幣, 下同), 未達全年150億元的30%; 碧桂園(2007)同期銷售約178億元, 佔全年430億元目標約41%。

不過, 以過往經驗來看, 內房企業銷售下半年一般較上半年為佳, 如中國海外(0688)去年上半年銷售281億港元, 下半年約390億港元, 其他不少內房企業亦類似。若下半年政策沒有明顯收緊, 銷售

在信貸收緊下, 房地產企業除了較難獲得貸款外, 限購令及收緊按揭信貸亦使物業銷售出現困難。為應對政策波動帶來的影響, 多間內房股今年初起積極發債, 如中駿(1966)、恒大、瑞陽(0272)、佳兆業(1638)等於1月發行美元結算人民幣債, 透過海外集資以應付內地信貸收緊帶來的資金緊張問題。但有得必有失, 海外發債不少利率均偏高, 如盛高置地(0337)4月發行的2億美元優先票據, 利率即高達13.5厘; 合景泰富(1813)3月發行的美元定息優先票據, 利率亦高達12.75%。

### 積極發債防資金鏈斷裂

另一樣有利因素是, 大部分內房企經歷過08年金融海嘯及宏調打擊, 深明資金斷裂對企業所造成的打擊, 一眾企業自去年「史上最嚴」調控出台後高價搶地現象幾乎絕跡, 一眾企業均稱採用「審慎穩健」的購地策略, 並積極進入未受調控影響的二、三線城市, 對確保全年銷售及資金回籠有一定幫助。



■近年大批以中國概念作招徠的新興內地民企蜂擁赴海外上市。圖為優酷去年底在紐約上市情況。