

港股上半年除了凌厲的升勢之外，沽空機構狙擊民企亦成為市場焦點。今年以來已有6隻股票成為攻擊目標，其中更包括藍籌股。沽空報告一出，公司股價例必大跌，使不少公司對其恨之入骨，稱沽空機構虛構指控而獲利。不過亦有意見認為沽空機構有「清潔」市場的作用，沽空活動現有足夠的監管。究竟沽空機構是打假英雄，還是造謠騙徒？有什麼警示可以避免選中造假的公司？下文將會逐一探討。

■香港文匯報記者 歐陽偉訪

# 沽空機構是正是邪？

外國沽空機構狙擊內地企業早見於2011年，「元祖級」的渾水研究（Muddy Waters）狙擊加拿大上市的內地企業嘉漢林業（Sino-Forest）銷售造假，沽空獲利後引起其他機構對內地企業的興趣。他們以狙擊美加上市的中國企業（中概股）為主，及至2012年起，開始轉移狙擊目標至在港上市的內地民企。

## 無須領牌受質疑

沽空機構發表有關報告或評論的行為不屬《證券及期貨條例》下的受規管活動，無須向香港證監會申請任何牌照。這些機構通常會在報告中申報他們可能擁有有關股票的淡倉，以及在股價下跌獲得重大利潤。金融服務界立法會議員張華峰早前在立法會會議上質疑，公司被狙擊後股價隨即急挫甚至需要停牌，連帶相關行業上市公司的股價亦大幅波動，市場秩序遭到嚴重擾亂，人心惶惶，令不少投資者蒙受巨大損失，要求加強監管。

不過監管機構認為，現時香港已經有足夠的監管。時任財經事務及庫務局局長陳家強指出，本港擁有嚴謹的沽空制度，要求保留有擔保沽空的全部審計線索，客戶落盤沽空時，須向代理人提供文件確認是一項有擔保的沽空交易。此外，證監會於2012年6月推出淡倉申報制度，任何人持有須申報的淡倉必須每周向證監會申報，加強證監會對沽空活動的監控及提高市場透明度。他又指出，證監會曾收到報告包含虛假或具誤導性陳述的投



■李加小指，機構通過研究後發現市場有問題，對港股和上市公司均有價值。 資料圖片

訴，並對相關機構或人士進行調查。若沽空報告看似有據可依，證監會亦會以開放的態度調查有關上市公司是否曾經發出虛假或具誤導性的資料。本港除了對沽空機構的活動有監察外，港交所（0388）行政總裁李小加亦指出「沽空本身無問題」，尤其是機構通過研究後發現市場有問題，對港股、對上市公司均有價值，有「清潔市場」的作用。他指出監管機構不是萬能，市場若更聰明，能發現有公司出現違規，對公司重新估值是沒有問題的。他認為成熟的市場允許沽空行為，不過如果是沽空機構以錯誤訊息，低於股價持續沽空，則是違規和違法的手段。

## 「沽空本身無問題」

翻查記錄，香櫞研究（Citron Research）創辦人 Andrew Left 發表沽空報告狙擊恒大（3333）時，指控虛假誤導；他亦不了解香港的會計準則，同時無尋求專業意見或恒大回應。2016年8月被香港市場失當行為審裁處裁定行為失當成立，被判禁止參與香港市場5年，是沽空機構受到香港處罰的首例。

## 補投資建議缺口

獨立股評人 David Webb 認為，發表沽空言論無須申請牌照。他指出市場上太多只買不賣的投資建議，沽空機構可以填補有關缺口。他不認為沽空機構操縱市場，如果投資者不認同沽空報告的觀點，股價理應不會受到影響。前證監會行政總裁韋奕禮則指，只要沽空報告的指控並非虛構，市場上有不同聲音可令市場更健康。

那麼，大家又認為沽空機構是正義的打假英雄，還是造謠騙徒？



■張華峰質疑，沽空機構的狙擊嚴重擾亂市場秩序。 資料圖片

## ——熱點透視——

# 阿里增持 Lazada 攻東南亞

馬雲的電子商務巨頭準備在東南亞動真格的了。阿里巴巴再度投資10億美元（約78億港元）至Lazada，加大對這一東南亞電商平台的掌控力度。眼下阿里巴巴從物流到支付等諸多領域無不面臨更激烈的競爭及營運挑戰，此時增持對Lazada的控制權或許有所助益。

## 保留管理層及品牌

Lazada 成立已有5年，阿里巴巴去年以大約10億美元買下Lazada的控股權，時隔一年又將投資加倍。阿里巴巴稱，將買斷另外兩家股東，擬把Lazada的持股從51%上調至83%。Lazada將保留其管理層和品牌，在技術和銷售中國產品等方面仍將與阿里巴巴合作。Lazada的董事會及治理協議並不公

開，因此很難衡量這將如何改變此公司的監管狀況。從上述兩項交易可看出，Lazada的估值2016年以來上升近60%，囑中原因也不清楚。不過，想必買斷歐洲投資者Rocket和Kinnevik所持股權，可以使阿里巴巴更容易快速做出重大決定，並且在必要時向Lazada注入更多資金。目前剩下的唯一外部股東只有新加坡主權財富基金淡馬錫了。

在此之前，阿里巴巴有廣泛的分階段投資模板，為其提供了初期投資的條件。不過，這表明該公司很看重東南亞市場。Lazada的在線購物業務和物流網絡已遍佈6個市場，擁有大約2,300萬用戶。在印尼這個該地區最有前景的市場，該集團處於領先地位。中信里昂證券分析師Paul McKenzie預估，去年印尼在線購物

規模超過80億美元，增幅達40%。

不過，競爭對手也是虎視眈眈。5月，東南亞最具價值的初創企業、騰訊（0700）支持的Sea融資5億美元，主要用於在印尼擴張。此外，彭博稱，馬雲在中國內地的競爭對手京東在印尼營運着一個網站，且可能投資其他領先平台。亞馬遜或許也會進軍該市場。

物流和支付是讓人頭疼的主要問題。印尼有2.5億人口，分散居住在成千上萬的島嶼上。快遞業者不能滿足需求，Lazada及其他同業不得不向自身的送貨網絡投入大量的資金。在線支付方面的投資也至關重要，另一個大問題是鮮有印尼人有銀行賬戶和信用卡。阿里巴巴正在積極備戰。

■路透社專欄撰稿人 Robyn Mak



# 先借貨沽空 後平倉獲利

狙擊 沽空機構的獲利模式，一般是通過研究上市公司財務報告中的可疑數據，對比市場同業表現、政府公開數據，以及觀察公司資產等方法找出公司的業績疑點，以「先沽空、後造謠」的方式向市場借貨沽空，待報告公佈後股價下跌即平倉獲利。如果公司大股東持股不多，在外質押大量股票進行借貸，股價更可能會「人踩人」式下跌。6月6日沽空機構渾水（Muddy Water）創辦人 Carson Block 發表狙擊預告，翌日公開公司名稱，一眾熱門候選公司即日大跌。能令沽空機構擁有鬼見愁一般的威名，與其以往曾揭發上市公司造假數，令公司終被除牌的確不無關係。

## 中金再生案最經典

其中一個經典的案例是格勞克斯（Glaucus）在2013年狙擊廢金屬回收商中金再生，列舉多點指控公司造假。例如根據政府數據，公司的有色金屬原材料進口量不足以應付產量；利潤增長高於競爭對手但資本開支及產能利用率卻有所不及；公司客戶高度集中予單一客戶；其負債高於公司賬面值20多倍，給予該公司「強烈沽售」評級，目標價0元。

中金再生於當日開市前停牌，自此以後再無復牌的機會。證監會後來調查指，該公司誇大了自首次公開招股往績記錄期間起該公司的收益及利潤，涉及廢金屬在中美之間的虛假付運、虛假的相關付運文件及客戶與供應商之間的循環現金流交易，藉此製造虛假利潤，是一項橫跨香港、澳門、內地及美國的精密欺詐計劃。其後證監會首度根據《證券及期貨條例》

第212條取得法庭命令，將該家香港上市公司清盤；董事會成員及一名職員亦被香港警方控以一項串謀詐騙罪。

此外，桑德國際（0967）、奇峰國際（1228）、天合化工（1619）、輝山乳業（6863）和旭光（0067）等公司也是在沽空機構狙擊後，再被發現潛在賬目問題被監管機構調查，公司長時間被勒令停牌，旭光甚至已經進入除牌程序。

## 狙擊並非百戰百勝

不過沽空機構亦不是百戰百勝，隨著沽空機構出擊愈來愈多，被狙擊的企業亦懂得如何應付。2016年12月匿名分析發表報告攻擊中國信貸（8027）沒有披露一項交易的對手實為公司關聯方，又質疑透過收市前托價令公司估值遠高於同業水平。不過中國信貸其後發出澄清通告反駁，復牌後升22.54%，至上星期五收市比狙擊前上升44%。

有市場分析指，過去沽空機構可以予取予攜，是因為公司背後的大股東或莊家稍欠實力，難以抵擋市場沽壓，不過現時有關方面已有應付經驗。今年5月被格勞克斯狙擊的豐盛（0607）執董王波曾經表示正考慮成立反沽空聯盟，公司的財力提升，加上最近太多沽空報告出現，部分未能拿出實據，對市場威力減弱，沽空機構因而難以輕易獲利。因為沽空前要先獲第三方借貸，借貸利息便成為沽空機構的成本，當公司申請停牌，沽空機構未能平倉需要支付利息，再加上及後股價上升，更令他們還貨的成本上升，最後可能損手離場。

## 近年被狙擊公司表現

| 日期          | 股份         | 沽空機構              | 被狙擊後累計變幅       |
|-------------|------------|-------------------|----------------|
| 2016年7月28日  | 德普科技(3823) | 格勞克斯              | -95.29%        |
| 2016年8月11日  | 華瀚健康(0587) | Emerson Analytics | 未復牌(已暴跌22.06%) |
| 2016年9月28日  | 新昌控股(0404) | 匿名分析              | 未復牌(已暴跌43.55%) |
| 2016年11月23日 | 中環環保(1363) | 格勞克斯              | -36.45%        |
| 2016年12月13日 | 中國信貸(8207) | 匿名分析              | 44.00%         |
| 2016年12月16日 | 輝山乳業(6863) | 渾水                | 未復牌(已暴跌85.05%) |
| 2016年12月28日 | 中國擎天(1297) | 鍾道研究              | -21.94%        |
| 2017年4月25日  | 豐盛控股(0607) | 格勞克斯              | 9.09%          |
| 2017年5月11日  | 瑞聲科技(2018) | 葛咸城               | -12.07%        |
| 2017年5月22日  | 科通芯城(0400) | 烽火研究              | -59.00%        |
| 2017年6月7日   | 敏華控股(1999) | 渾水                | 4.63%          |
| 2017年6月7日   | 達利食品(3799) | FG Alpha          | -2.61%         |
| 2017年6月22日  | 中國家居(0692) | 烽火研究              | 未復牌            |

註：股價截至6月30日

整理：香港文匯報記者 歐陽偉訪

## ——財技解碼——

# 細價股連爆 勿輕言撈底

一個月前，沽空機構接連出手狙擊多隻熱門股份，上周輪到莊家股連環爆煲，多隻細價股跌幅超過四成，歷來罕見。投資者面對如此形勢，勿輕言博反彈，宜嚴選中小型股份。

## 留意股份基本面

細價股瘋狂洗倉原因眾說紛紜，不管是何原因，今次遭洗倉的細價股大多沒有基本因素支持。不少過去只是靠股權高度集中造成市場貨疏炒上，大多短期缺乏反彈的催化劑，缺乏市場支持，股價或會長期不振。故此勿輕言撈底博反彈。

由於股價最終會反映股份的盈利能力，因此宜選擇有實際增長能力的股份。以近年遭沽空機構狙擊的恒大（3333）、瑞聲（2018）為例，兩者均為有實際的業務和收益，當股份遭狙擊時，除了公司澄清外，亦有投資大行力撐。加上公司回購，在獲得市場和資金支持下，股價最終反彈。

## 公司虛報賬目警示

- 盈利
  - 收入盈利不合理地遠高於同業；
  - 應收賬增長高於收入增長、客戶退貨率高；
  - 營運現金流低於營運收入；
  - 營運收入與非營運收入的定義不連貫。
- 資產負債
  - 資產與負債估值方法不連貫；
  - 賬目修正與回撥異於同業，且非常波動；
  - 資產中商譽的比例過高；
  - 太多表外負債。

## 讀公司報告 提防假數據

散戶自保 沽空機構的狙擊對象，通常是業績疑似有問題的公司。雖然小股東未必有充足資源、經驗和能力去辨別有問題的公司，不過通常業務造假的公司存在部分特點，投資者可以細心研讀公司報告，避開下一個沽空機構的潛在攻擊目標。

## 針對盈利資產負債

公司造假一般是從盈利和資產負債兩方面着手。造假的公司為了增加銷售數字，會以優厚的條款出售貨品，例如容許買家日後退回貨物，最終實際上貨物並未離開公司，但已經計入銷售數字。計算盈利能力時，較着重公司的營運盈利，因為這是公司通過日常營運所賺取的，較能夠持續，所以有公司會將投資或財務上獲得的收益劃到營運收入，或將營運支出撥到非營運支出。

如果公司出現以下警示，便要小心留意公司的盈利狀況。其中一項是其盈利增長是否遠高於市場同業，個別公司營運、技術比同業進步賺取更多利潤是正常的事。不過如果領先同業太多，則不禁令人懷疑盈利是否真實，例如中金再生聲稱公司每名員工所帶來收入高達1,100萬美元，沽空機構格勞克斯指是遠高於同業水平，質疑其造假。另外，公司應收賬增長高於盈利增長，又或客戶退貨率太高亦需要注意，有可能是公司給予較優厚條件讓該客戶在本年度購入未來數年的來貨，或製造不存在的交易。投資者亦應該留意公司現金流，因其記錄公司的現金進入和支出，較難被操控。如果公司應付賬增長同時存貨和應收賬減少，便應留意是否因為客戶無法付款。

## 比較同業相關數據

資產負債方面，投資者要留意公司的計算方法是否一致；公司收購合併時有否低估有形資產價值且提高商譽（Goodwill）價值，因為商譽日後不需要攤銷，從而增加以後的資產；以及修正（allowance and reserve）賬目水平是否太波動或偏離同業。

此外，派息亦是其中一個值得注意的地方。如果公司盈利不斷上升但不派發股息，投資者便需要多加留意，或是因為盈利實際上不存在而不能付出現金派息。不過一些優質公司不派股息亦屬正常，因為資金留在公司發展比派予股東更為有利，例如巴郡和2012年前的蘋果公司。

要注意的是，並非所有股票皆可沽空，港交所的網站已上載「可作賣空的指定證券名單」。被沽空機構狙擊的目標大多數是內地民企，銀河證券業務發展董事羅尚沛指出，民企給予投資者的印象較差，較為擔心其賬目和大股東出現問題，較受投資者關注。新鴻基金融財富管理策略師溫傑則指出，毛利率較高及股價累積一定升幅的股份，也較易成為沽空機構的狙擊對象。

## 選股宜大不宜細

今年市場資金集中大價股身上，宜選大不選小。年初以來，恒生綜合大型股指數、恒生綜合中型股指數及恒生綜合小型股指數分別累升20%、15%及5%，表現反映今年資金的投資取向是重點追逐大價股。

當然，中小型股份也有不少好股。例如騰訊（0700）在躋身藍籌前亦曾是市值不大的中小型股。在中小型股份的選擇上，可根據股份的營運理據、盈利能力、資金流以及銀行的授信等多方面資料尋找真正的成長股。

然而，對中小型股，則要嚴格選擇。對擁有與不同公司和上市券商存在多重關聯、持股集中度高、成交量少、流通股少、長期盈利能力不佳和不派息等特點的股份，以及經常拆股、配股、合股和供股的股份，容易導致股價極度波動和市場失當行為，對此類中小型股份避之則吉。

■太平金控、太平証券(香港)研究部主管 陳義明