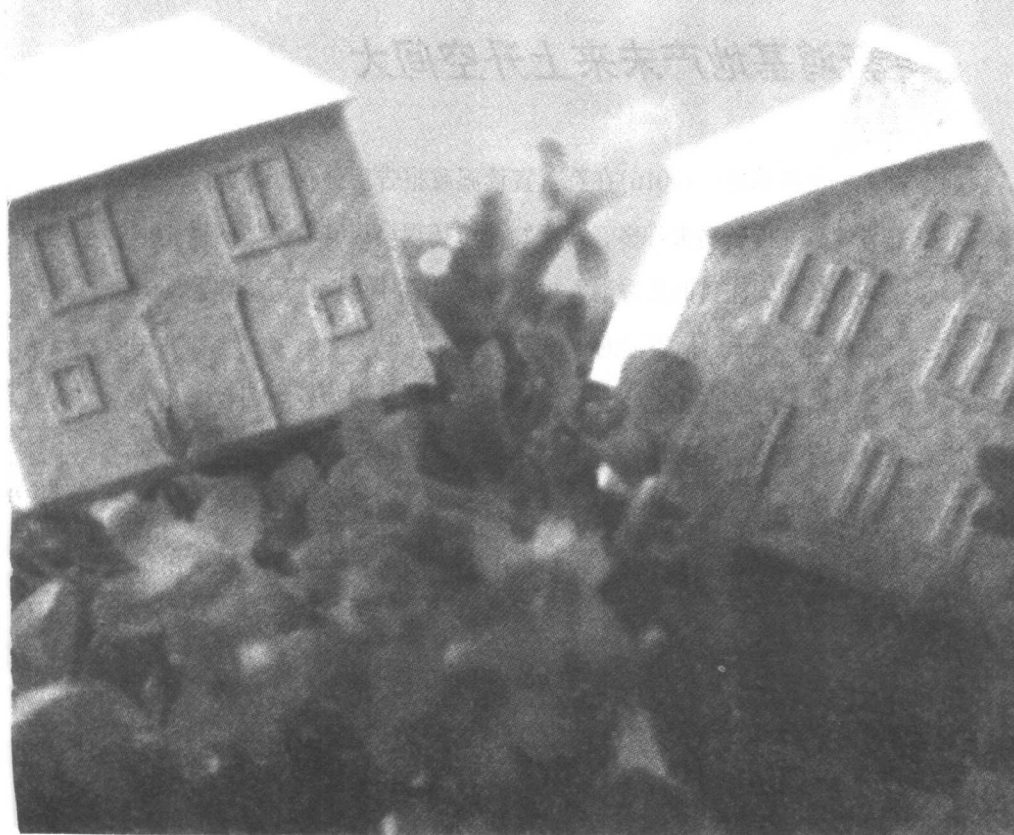


# 第一篇：沧海遗珠



# 第一篇 沧海遗珠

## 新鸿基地产未来上升空间大

新鸿基地产 0016 在特首宣读施政报告后公布业绩 施政报告的事前准备功夫许多，对于物业市场现境况有着贴切的描述。其中最引人注目的是香港人口数目将由现时的 660 万人增至 2001 年的 810 万人，而香港的土地当然无法扩充。

新地一直在物业市场上举足轻重，背负多项发展项目。相信这些发展项目要耗时长一点才能重新投入兴建，至于已完工或接近完工的物业发展却不急于直接推向市场出售，因为地产发展商要待楼价不再持续下跌才可松一口气地将手上物业重新推出市场。

新地坐拥土地储备逾 5 万平方英尺 其中只有 1700 万平方英

尺是投资物业，大部分是商用及住宅物业，另外 3300 万平方英尺却仍然保留在待发展账目表中。新地明年预计会推出 530 万平方英尺楼房，若以这个速度计算，公司坐拥的土地储备足可维持未来五年发展使用。而 1997 年至 1998 年期间推出的楼房面积却比这预期为低，或许部分是天气因素影响，而其他部分因素却是楼价及市场环境不配合。

以现价 44 港元计算，公司市值约 1000 亿元。公司净债项有 200 亿元 或许可以手上坐拥的其他资产 包括 19000 平方英尺农地，正申请补地价，把土地转为发展住宅用途，以及其他物业作抵销，其他物业包括国内及其他业务，如数码通、九巴、威信停车场管理公司等。由于公司为其土地储备申请补地价，故每平方英尺的平均估值约 2000 元。若计算建筑成本在内 假设每平方英尺住宅单位建筑成本是 1200 元 那么 住宅单位完工后每平方英尺成本约 3200 元 这水平仍较现时楼价水平为低。

投资者可能疑惑为何公司要为物业贬值及长线投资拨备 47000 亿元。投资者或许认为这是常见的情况，而且所占价值比重也不重要，所占比重微不足道，或者是基于某些指定物业而已。但为何公司较其他地产发展商保守，要为大量估价偏低的物业大幅拨备。或许是他们对楼价后市过度审慎，相信物业在完成后，定会发现现时的拨备实在太高，而且有回拨的必要。那时候便会大幅刺激未来数年的盈利。

假如出现回拨，盈利有可能达 120 亿元，但仍较前年的 142 亿元为低，但在现时低迷的市况下，这成绩已算是不俗。明年的盈利表现不会太突出，因为楼价仍会偏低，但长远来说，公司业绩将会获得改善，保守来说，是由于回拨过去的拨备，而令盈利上升。

新地在现价水平是买入的好选择，但在 11 月 16 日前或仍有进一步下挫的机会，因为接近投票决定是否以股代息的日子，又或是 12 月 7 日举行的投票。公司股价去年曾逾 100 元，能否回返这水平只不过是时间的问题。

日期：1998 年 10 月 19 日

## 拨备

银行股和地产股相继公布一些容易令人误解的数据。公司去年全年盈利，或今年上半年盈利均由于拨备而令盈利改变。银行要作出拨备是因为预计会有坏账出现；至于地产公司则是为手上物业现估值或长线投资作拨备。当然短期投资录得的亏损也直接影响公司盈利。

对于银行来说，银行坏账拨备不单是保守的安排，更是对实际亏损的一个预算而已。假如该坏账未能收回，那便成为绝对亏损，并在计算盈利前要撇除。但拨备安排却有可能产生另一个忧虑，这就是计算坏账拨备过多，而要拨备的那笔坏账在大多情况下是可以全数收回的，那么公司安排拨备只是较为保险的做法，而这个保障比率比债项保证金更高。

银行更会面对汇率造成的亏损风险，这些亏损风险也会反映在公司的会计账目中。在资产负债表中记录的货币折算必须如实报道。这却变成另一个因素，就是某货币产生的负债，却反映另一货币是以担保金来评价的。举例来说，某家印尼公司或会抵押其印尼资产来贷款，并会以美元作偿还货币，而今年初印尼盾大幅下挫，造成的影响只不过是普遍的，并非特别事故。

印尼盾汇率早前曾跌至 15000 盾兑 1 美元，现在回升至 1 美

元兑 8000 盾以下，对于大部分银行来说，已能松一口气。即使银行未能收回所有债项，但至少已在短期内把大幅债项亏损减低，而以最恶劣环境拨备计算方法，却是不必要的。

由于货币的潜在亏损已获舒缓，银行应感到舒畅，那么在 7 月期间再进行拨备实在没必要的。既然拨备是没必要的，那么现时拨备的金额终会有天回拨至公司的账目中。

恒生银行和东亚银行的中期业绩表现截然不同。东亚银行作了最坏的打算，故大幅作出拨备，虽说是理由充分，但略嫌保守，恐防公司会从股息方面开刀，大幅削减派息的金额，酿成恐慌。通常市场转势、衰退，都不会持久，而且会在短期内便逆转过来，譬如说顶多只维持 3 年。或许银行过去曾经历类似的难关，并按过去的经验来说，预计要花很长的时间才能复苏过来。而所减发的股息通常也可以通过减派拨备或减少盈利来补足的，这样公司便不用像过往派发丰厚股息予股东们，继而保留公司资金。甚至可保留过往派发的股息，故公司或宁愿减少盈利，而不会减少股息派发。

恒生银行的业绩带来令人欣喜的反应，银行虽然要为预计出现的坏账拨备，但也没有减少股息派发。

在某段时间如 5 年后，现时出现的衰退变成一个微不足道的回忆，而国际投资者却会根据这两家银行过去的股息回报政策来评价两银行的管理层表现，他们大多接受公司盈利过去出现短暂

波动，不过长年累月能维持派发股息的公司却在他们眼内较具吸引力 并可获较高的投资评价。

反过来说 许多地产商均在业绩中为旗下物业拨备。

对于物业投资公司来说，市场的波动是常见的威胁，实在无需为亏损作拨备，除非公司确实出售了某项资产来减债。至于出售有关资产所录得的亏损应入账为特殊项目，因为这并非经常性项目。因此，公司也没有必要为个别的物业作出拨备，尤其是旗下整体物业组合的价值仍高于市场价值。在某些情况下，如香港置地，物业组合是以现价水平来计算，但变数却以它们自己的储备调整来作基础。对投资者来说，较重要的是要比较所得正常租金减以支出，继而评估公司的表现，而不是按公司根据物业市场强弱变化来作比较，因为物业市场的波动是以年作单位的，而非以每周作单位。

为长线持有的投资作拨备也是不需要的，除非该因素会影响其长远价值则另作别论，因为该长线投资在日后出售时或许会为公司带来盈利 否则该投资的价值仍会存在波动。

所以任何公司为了一些普遍常见的市场波动而决定大幅拨备，甚至借此减少派发股息予股东，这倒是个借口而非合理的解释。

希慎国际的拨备同样令人咋舌。公司真的落入利率变化的陷阱，但这也是正常的支出部分，而且旗下持有的投资都属长线投

资项目。为只购买了一年时间的长线投资作拨备，似乎只会暴露管理层的管理不善。假如某公司今天决定买入某只股票，如中国电信，而公司则预期这家公司未来一年内会录得亏损而进行拨备，那么这家公司为何当初要决定买入这股票呢！

其实不少公司错误运用拨备，公司会计师应好好寻求一套合乎标准的规则来规范拨备的基础精神。

日期：1998年10月26日

## 1999 年大市预测

在踏入新的一年，我们应该作出来年的预测，似乎没有其他选择 只好为大家提供来年预测。

我亲爱的读者们，你可以选择你喜欢的，因为我保留在来年任何时间作出任何修改的权利。因为现时作出的预测是以现有外在环境而定的，至于来年倒有许多变化出现，所以有必要随时修改。

这也解释到为何我喜欢选择具良好往绩的蓝筹股作投资，因为投资者可从其过往业绩来推算来年的表现，甚至可预测未来更长远的盈利趋势。

现阶段恒指走势看来十分喧闹，主要有大批卖盘支持，因为大部分投资者看见政府在八月时慷慨入市，不禁早日乘势沽货离场。至于那些短线炒家很早便选择离场，因为他们恐惧手上孖展仓股票会失去支持暴挫，只怕他们的股票并不受任何赔偿机制保证的，何况他们的资金是从高利贷那里借来的，而非股票经纪公司。他们的经纪本身的财务是否稳固也令人忧虑。

炒家们需要寻求较佳保障下才会买货，至少要先保障其财务状况，对于那些售予买家的卖家们也是。因为，奇怪的是他们趁股价具吸引力时沽出手上股票，却同时又会被吸引买入另一只股

票 所以最后结果也是没有改变的。

实在的因素是买家所占比重，因为卖盘现有比重已是微乎其微。

所以当有人说缺乏买家时，也就是说市场上缺乏信心支持，这是个主流，不过投资者还未好好预备涉水的准备，他们的脚尖沾了点水，便已吓得把脚缩回来。

今天可能发生的是港元会脱离其联系汇率，这是迟早的结果。也是令恒指在 7 月及 8 月期间跌至 7000 点左右的原因，因为市场没其他理由能令恒指下跌如此激烈。脱离联系汇率带来的惊恐被看淡后市的人大肆吹嘘，所以令市场无法展露欢颜。

政府有勇无谋的做法给了淡友借口，令大众对市场恢复信心的时间又加长了，或政府应做一点增强大市信心的贡献。然而，自政府入市以来，市场看来不算健康，但至少没有出现病容。

现在是利率下调的开始，也是地产市场重生的开始。

利率仍有进一步下跌空间，因为现在的 9%水平 反映我们的外汇定息利率相较美元汇率仍有很大的溢价。

地产市场首个绊脚石是囤积大量已建成物业。现时不少地产发展商仍有大量未出售单位在手，如长实、恒基地产及新地，这还未计算信和置业、九仓及 Uncle Tom Cobley 及其他在内。

那些已完成的物业包括其中由于经济衰退而延迟推出的，数量颇多，他们应好好考虑把它们沽出，以免在 1999 年继续囤积所

有存货。

相信在 2001 年出现的物业供应会出现放缓，因为政府并没公布去年有多少土地供应。

假如利率下调，这会吸引更多人置业，或许地产市场会出现小阳春，而地产商们也无须急于尽快把存货贱卖。不过，地产价格却不会大幅飙升，只会缓步上扬。

银行股表现平淡，因为银行公会维持贷款利率高企，而存款利率偏低。由于银行公会强行迫使银行隔夜拆息处于很高水平，所以可借此抵偿年初录得的亏损，不过这补偿只维持了四个月，也应有助银行今年下半年的盈利。虽然银行面对庞大的呆账，而且许多银行受到重击，但要待银行公布中期业绩才能清楚反映出来。所以下半年业绩应可复苏过来，并没其他额外的拨备，甚至有可能在稍后时间出现回拨。

所以地产股和银行股应有平稳的走势，只有少数卖家会选择在毫不问价的情况下沽出。

来港旅游人数突然上升，将会对酒店及其他与旅游业相关业务带来良好影响，至少有助这些企业减低亏损程度。不幸地，零售业表现不济，剩下来的零售商遇上的竞争炽热程度减弱，尤其是四家日本百货商店相继倒闭。

亚洲区的出口部分下跌，而美国和欧洲仍然是购买香港货品的实力买家。在贸易数字中，出口部分下跌将会倍增，因为其中

转口货较多，尤其是美国从中国的供应商买入的原料。截至 9 月底止半年所录得的出口营业额数字实在令人振奋，因为大型生产商表示输往美国及欧洲的出口货品较一年前上升，反映下半年可录得不错的盈利。但这并非全数指所有香港厂家均录得很好的出口业绩，而只有那些管理层表现水平以上的，才有这么令人惊喜的业绩。

最大的关键在于是否有力量继续把道指推至更高位，而我个人认为道指应有力继续上扬。科技股的纳指现已处于极度荒谬的水平，所以这个泡沫或会在新一个征税年度爆破，而投资者将会纷纷获利套现。当纳指暴跌时，市场便会再度重投蓝筹股及工业股的怀抱中，因为这些也曾在香港去年发生。这是一只泣声淒厉的狼 纵使下月还未出现 也会在不久的将来出现。

所以当道指蹒跚而行的时候 恒指表现也不会好过。

我估计香港的步伐紧随着美国股市而行，当道指下跌两大步时，恒指便亦步亦趋地跟着下跌三小步，但反过来说，当道指每上升一小步时，恒指却能跟着走三大步，所以香港市场表现会相当反复，要直接待美股重投蓝筹股怀抱才告终。所以任何欲投资海外市场的投资者必须机灵过人才可以。

1998 年的业绩是在 3 月公布的 但股价已纷纷报升 不过可能会有股价变化，这视乎现时股价走势以及未来走势如何而定。假如市场还未明朗化，那么业绩便可加强投资者信心，并在进一

步上扬前整固。但假如现时市场聚集太多憧憬，则快公布的业绩或会令人失望。

不过 3 月公布的业绩在很大程度上应可给予投资者信心保证，而今年剩余下来的日子，市场大可维持现时的优势。因此，现时是个好机会 股市将随着来年进步而愈来愈表现乐观。

政府是否出售官股这问题仍会缠绕着市场，财政司司长及其下属看来没有意图把官股出售，但前律政司却表示支持出售官股 并指可带来商业利益。

似乎大家对市场的预期太多 甚至指出自 5 月以后也不会出现倒退 但是至于 9 月以后的表现，我们并不打算作任何大的变动。

我预期今年恒指由现时的 12000 点，到 4 月可升至 12800 点水平，但在 6 月、7 月期间会由早前的高位回落至 10500 点至 11000 点之间 不过最后我们预期恒指能稳步上扬 在 12 月时可见 16000 点水平。

恒指在 4 月前将升至 14000 点 然后会渐趋稳定。但在 12 月时别过 16000 点水平后便冲入云霄。恒生银行 (0011) 将在今年处于 100 元水区间，至于有如酸葡萄的东亚银行 (0023) 将重回 20 元左右。

地产股随着 4、5 月利率回落至 7% 左右，应可升至较高水平，将会吸引不少置业人士入市。新地重上 100 元水平 仍领先

长实和恒基地产，而对后者两股的担忧也渐消散。

所以依我看，1999 年全年表现将十分乐观，花园中遍布粉红的玫瑰。

日期：1998 年 12 月 12 日

## 红筹股配股

当红筹公司的董事们纷纷出售手上股票的同时，投资者又可干什么？

红筹公司一窝蜂地寻求对象接收他们手上公司的股票，上周便有六家公司排队配股，这强烈反映红筹股的推动发条已到了尾声。

配股是一种集资方法，公司也可以选择通过供股来进行集资。一般而言，配股是给予除现有股东们以外的其他特权人士机会买入该公司的股票 至于供股则现有股东才有权利买入股票。

所以 配股是一种剥夺现有股东权利的做法。

但对于一家公司来说，配股集资具有较多好处。首先，集资的成本较便宜，因为省却向所有股东发出文件通告的成本；另外，公司收取资金的时间也成为关键。危机是市场的温度变化莫测，假如收取资金的时间太长，便会增加决定集资当日与股东付钱行使当日之间出现的危机，股东们有可能因为政治或其他理由 以及市场气氛逆转而退缩。

筹集资金的普遍原因是为了提高营运资金，或是要收购新业务 又或是扩充原有业务。

在发展商机、提高现金储备、债务人及存货等情况下，提高

营运资金是有助加强公司所持的筹码，集资另一个常见原因是藉此降低公司的债务。至于在香港众多的红筹公司集资，大多为了要购买仪器 又或是从其母公司收购簇新资产或已完成项目。

公司需要扩充其原有及经常性收入，便要扩充其资本。假如筹集资金是漫无目的，则对股东来说是没有意思的，只会摊薄他们持有的股权而已，没有半点扩充业务的目的。这可以被视为短线方法来维持公司的存在性 而没有任何长线的业务发展。

举例来说，假如公司集资目的是为了舒缓金融危机，则根本与业务扩充没有关系 并且只会对现有股东造成伤害。

上周便有好几个配股活动。其中只有三家公司是符合这些合理的集资要求，上实、招商局和中信嘉华银行。其他配股都只是为了维持公司稳定性而已。

衡量公司价值有两种方法。一个是以收入为基础，主要视乎公司盈利 另一个是按公司资产作基础。

对于稳健的公司，盈利计算法是常用的。如某公司赚取盈利，大部分投资者便会先留意公司的市盈率，或盈利回报率，又甚至根据公司的股息回报率来评估现股价水平是否合理。

不过，盈利有时候不能合理反映资产所得回报，因而股价较资产出现折让。这类公司正是那些蚕食资产的公司，或是商人银行狙击的目标。公司的资产来自这类的收益已变现，并降低投资者的成本，而其他资产的盈利能力便可提高。投资者应留意公司

的资产值 因为收购交易是以公司的资产值来决定的。

当公司的盈利得到保证，对投资者来说保障也较大，因为有资产作后盾，资产值也合理贴近股票的价值。假若盈利下跌，便有机会成为被收购的对象 又或是把没有盈利的资产切除。

红筹公司上市的主要原因是能够从香港市场集资以收购国内的资产。然而，公司仍是由国内控制，母公司也仍持有运用资金的控制权，说到底香港也是中国的一部分。大部分注入这些红筹公司的重要资产包括收费公路及桥梁业务。

这些成本昂贵的资产挺容易出售的，但最终这些公路及桥梁控制权会归还予省或市政府的。现时公众投资十分支持公司注入这些资产，因为这些业务有助提高红筹公司每年的盈利能力，盈利增加便是刺激股价上扬的最好催化剂。

这类型的资产注入能否有助公司在某期间内增长资金仍是未知之数，但是盈利增加对于一些本质不好的股票来说并没任何好处。这只不过给予母公司很好机会把资产售予上市附属公司，至于上市公司则通过市场集资来换取未来 30 年每年稳定的收益。

招商局原有业务是经营漆油生产，收入增长理想。以现价与收入比较，算是十分有吸引力，并可提高原有业务的缓慢增长速度。每年购入这些资产可确保公司盈利持续上升。招商局过往都是靠配股来集资的，1997 年和 1998 年分别曾进行两次配股。

公司 1996 年每股盈利由 22.5 分上升至 1997 年的 27.5 分，