

【明報專訊】周末期間，九龍建業（0034）在彩虹地鐵站側的聖約瑟安老院曬了20年太陽的重建項目，終於與政府達成補地價協議。關於項目細節，讀者有興趣可翻查相關新聞報道，我今日想講的，其實是自己對這家公司的一點投資經驗分享。

早於2003至04年間，當我在舊公司剛替客戶管理個人投資組合後不久，就已經將九建納入投資組合之內。當時的考慮是因為大股東柯為湘家族在澳門擁有大量優質地皮，集團在本港收購舊樓重建經驗豐富，非常配合當時自己對2003年疫情後港澳兩地經濟及樓市急快速復蘇的預期。同時，集團在2001年以3.6億元收購回來的牛池灣聖約瑟安老院重建項目就在彩虹地鐵站側，發展潛力龐大。

期間，九建的股價亦不負所望，由2003年9月底至2007年10月底期間，總回報接近5倍，複合年均回報率逾50%。可是，股東寄望甚殷的這個牛池灣發展項目，就一直只聞樓梯響。結果，股東未等得及項目完成補地價，集團在2008年全球金融危機中，因為曾經積極參與金融資產投資而承受巨額損失，假如期間股東買入後一直不進行任何買賣，其投資回報將由2007年10月底原來賺5倍，變成在2008年10月底時倒蝕六成！

九建安老院項目曬太陽20年終見眉目

假如投資者在2008年公司公布錄得巨額金融資產投資虧損時引刀成一快，套現成現金並保留至今，那就真的完全沒仇報了，因為之後的13年全球經歷了一浪又一浪的中央銀行量化寬鬆計劃，相對於持續升值的資產價格，現金購買力已大幅貶值。

我是在2008年初時離開舊公司的，幸好離開舊公司之前已經沽清九建，否則客戶就要承受當年那次異常痛苦的萬丈深淵考驗了。

過去13年九建估值折讓不斷擴大

2009年自立門戶之後，我仍然有不時留意九建的動態，在得知集團最終避過一劫之後，決定重新建了少量倉位。今次的投資經驗，明顯沒有第一次那麼愉快。期間，無論是本港還是澳門的樓市，依然是繼續屢創新高，集團在牛池灣的項目雖然沒什麼進展，但就在本港舊樓重建方面不斷取得積極的進展，加上近年集團在大灣區項目亦取得不錯的成績，在本港中小型發展商中表現算是頗為突出。然而，若與態度異常進取的內房企業相比，九建以至所有的本港地產商，都會給他們比下去。

在沒有比較之下，九建是一隻不錯的地產股，但現實是，本地蘊在整個中國市場的發展中，已不可逆轉地被內地同業邊緣化。與所有港資地產股一樣，過去13年來，九建的估值折讓不斷擴大。

管理層願景比估值高低重要

由2009年9月底至今，九建的總投資回報是2.3倍，或按年複合增長約10%，表現並不算太差，但當中不少投資回報，都是過去一年集團公布私有化保利達（前編號：0208）後，以及牛池灣項目終於見到終點之後錄得的。令人可惜的是，我代客管理的戶口，沒有一個可以守到牛池灣的收成期，全部在公布保利達私有化之前，已經全線沽清我們在九建的投資。

九建的投資經驗，過程雖然曲折，但算不上不愉快。今次留此存照，主要是要提醒自己，價值投資還是有用的，但下決定之前，最好還是貨比三家，管理層對自己在行業中定位的願景，要比估值高低，重要太多倍了。