

画饼估值

登高控股凭借人工智能的梦想，如同火箭般飞速上涨，投资者们纷纷追逐其在波德申打造未来智能港口的愿景。然而，在这耀眼的上升势头背后，却隐藏着一条脆弱的跑道：资金的不确定性和执行力的不足。因此登高究竟能飞多远呢？

估值无关紧要——直到它变得重要为止

如果天空才是极限，那么至少目前来看，登高控股（Tanco）的市值就是如此。

自 2024 年初以来，这家小型房地产发展商一直是部分投资者的宠儿，尽管整体市场持续上下波动，其股价却稳步上涨。该股在 2024 年 1 月的交易价格约为 20 仙；此后，股价飙升至目前的 1.62 令吉，在经过 2025 年 4 月的五送七红股派发后，短短两年内涨幅约为 700%。

尽管近期股价从 4 月 19 日创下的 1.69 令吉的历史高点回落，但截至 2026 年 5 月 5 日，该股的交易价格仍为 1.62 令吉，市值达到 99.4 亿令吉。这意味着其历史本益比高达 984.8 倍，在大马交易所前所未有的。

根据其最新财年 788 万令吉的净盈利计算，其隐含市盈率将高达 1261 倍，而富时吉隆坡综合指数（FBM KLCI）的滚动市盈率仅为 15 至 16 倍。

登高的市值如今已超越绿盛世（Ecoworld）、侨丰控股（OSK）和实达集团（S P Setia）等老牌房地产巨头。

近 1000 倍的本益比不仅高得惊人，而且通常只有那些具有指数级增长潜力的早期颠覆科技的公司才能达到如此高的估值水平，而这些公司往往在纽约证券交易所或纳斯达克上市。作为参考，特斯拉公司在 2020 年 3 月的本益比最高峰曾达到 1500 倍。

然而，登高是一家小型发展商，年营业收入约为 1.28 亿令吉，净盈利约为 800 万令吉。尽管如此，其股价表现却似乎违背了基本面估值的传统观念。

那么，市场究竟在为如此高的估值算进去了哪些因素？如此高估值的理由是否能够持续下去？

游戏规划

登高股价大幅上涨的核心故事由围绕在人工智能（AI）的主题展开，尤其是其建议的智能 AI 集装箱港口。

在 2024 年 1 月，登高宣布其持股 79% 的子公司 Midports 控股有限公司已获得交通部原则性批准，计划在波德申发展一座智能 AI 集装箱港口。

一个月后，Midports 与森美兰州务大臣（MBINS）签署合资协议，共同开发和营运该港口。该项目涉及在波德申填海造地约 180 英亩。

2024 年 10 月，Midports 获得马来西亚海事局（MMD）的批准，开始海上活动和港口建设。同月，登高公布了波德申自由区（PDFZ）的规划，该自由区是一个占地 600 公顷的保税物流和工业园区，在拟建港口邻近，该项目也与 MBINS 合作开发。

时间迅速来到 2025 年 12 月，登高与中国交通建设集团有限公司（CCCC Dredging Group Co., Ltd）签署了一份意向书（HoA），概述了拟建港口的开发方案。根据该意向书，海港部分的建设工期预计为 3.5 年，合同总价值最高为 35.2 亿令吉。CCCC 被指定为海港部分的 EPC 总承包商。

Midports 还与海洋桥国际港口管理有限公司（OBIPM）签署了一份营运管理协议，根据该协议，OBIPM 将负责营运和管理智能 AI 集装箱港口及相关码头资产。

2026 年 4 月 23 日，Midports 对其拟建的波德申智能 AI 集装箱港口的商业结构进行了调整，以港口开发特许经营（PDC）模式取代了去年 11 月签署的长期租赁协议。修订后的框架正式确立了特许经营权，同时保留了原定的付款结构和最长 98 年的租期。

码头资产的所有权和最终脱售权仍归 Midports 所有，Midports 也将承担港口营运产生的所有盈损。

遗失的拼图

尽管各种公告纷至沓来，但对于评估项目的可行性和价值至关重要的信息，例如开工日期、融资结构以及商业营运的预期时间表，却依然遗失。

值得注意的是，Midports 尚未与其国际合作伙伴达成最终协议，也未获得开发批准和营运许可证，港口设计方案尚未最终确定。

资金是另一个紧迫的问题。拟建的智能 AI 集装箱港口预计耗资超过 30 亿令吉，登高通过 Midports 持有 80% 的股份。相对于其规模而言，如此巨大的财务投入可谓举足轻重。登高目前仅有 1100 万令吉的现金和银行存款，且营运现金流为负 1700 万令吉，因此，该公司将如何为这项数十亿令吉的基础设施项目融资，目前尚不明朗。

另一方面，执行风险巨大。大型基础设施项目本身就十分复杂，常常受到成本超支、工期延误和监管瓶颈的困扰，即使是经验丰富的基建巨头也难以幸免。对于像登高这样在港口营运方面毫无经验的企业来说，挑战更是显著加剧。

即使假设项目成功竣工，其商业可行性和盈利前景仍然不明朗。港口发展取决于贸易量、航运需求、与物流生态系统的连接以及市场竞争地位。与巴生港口相比，波德申港目前并非主要的集装箱枢纽。登高如何才能吸引足够的吞吐量？

近 1000 倍的本益比代表市场目前对一个涉及巨额资本投资、建设周期长且尚未动工的项目给予了过高的估值。即使在最理想的情况下，该项目也可能需要数年时间才能产生实质性贡献。但目前的估值已经反映了近乎完美的执行预期，几乎没有留下任何业绩不佳的缓冲空间。

尽管 AI 港口项目并无任何实质和重大性的进展，但登高似乎仍认为其股价飙升主要受新闻报道驱动，因为相关报道极具说服力。

在 4 月份回复大马交易所关于异常市场活动 (UMA) 的问询时，登高公司将近期股价飙升归因于媒体报道、市场对其估值飙升的高度关注以及 AI 集装箱港口的开发。该公司还否认异常交易活动背后存在任何未披露的新公司发展。

这种解释似乎有意回避大股东兼董事经理拿督斯里陈润川 (Datuk Seri Andrew Tan Jun Suan) 活跃的股票交易行为。自 2024 年以来，大马交易所已记录超过 1000 笔关于陈润川的持股变动，交易规模也从数百万股逐渐攀升至数千万股。如此持续且规模庞大的交易活动是否对股价的支撑起到了更为重要的作用？

亢奋心理学

股市不乏股价飙升后最终回归基本面价值的例子。

登高的案例既是对市场心理的剖析，也是对企业基本面的探讨。市场狂热时期，投资者往往会被关于转型、重塑或参与下一个热门主题的种种离经叛道的故事所吸引。当市场情绪高涨时，估值纪律会被抛诸脑后，让位于市场动力和投机。

真正的问题不在于“是否”会停止上涨，而在于音乐椅游戏“何时”停止。尤其是在资金流动性充裕、乐观情绪自我强化的情况下，市场脱离基本面的时间可能会比预期长得多。

然而，市场自有其恢复理性的方法。正如约翰博格所言，涨得越高，跌得越厉害。随着时间的转移，收益往往会与潜在的经济现实趋于一致。但当那一天到来时，发生的往往并不是温和的调整。

[END]

Special Announcement

MSWG
MINORITY SHAREHOLDERS WATCH GROUP

4 CPD HOURS **WEBINAR SESSION** **HRD CLAIMABLE**

SUSTAINABILITY, GOVERNANCE AND INVESTOR EXPECTATIONS IN ASIA

FROM DISCLOSURE TO STRATEGY

24 JUNE 2026 **9.00 AM - 1.00 PM**
WEDNESDAY

MICROSOFT TEAMS

Scan the QR Code for more details

in @MSWGMalaysia mswg.org.my

DISCLOSURE OF INTERESTS

With regard to the companies mentioned, MSWG holds a minimum number of shares in all the companies covered in this newsletter.

DISCLAIMER

This newsletter and the contents thereof and all rights relating thereto including all copyright is owned by the Badan Pengawas Pemegang Saham Minoriti Berhad, also known as the Minority Shareholders Watch Group (MSWG).

The contents and the opinions expressed in this newsletter are based on information in the public domain and are intended to provide the user with general information and for reference only. Best efforts have been made to ensure that the information contained in this newsletter is accurate and current as at the date of publication. However, MSWG makes no express or implied warranty as to the accuracy or completeness of any such information and opinions contained in this newsletter. No information in this newsletter is intended to be or should be construed as a recommendation to buy or sell or an invitation to subscribe for any, of the subject securities, related investments or other financial instruments thereof.

MSWG must be acknowledged for any part of this newsletter which is reproduced.

MSWG bears no responsibility or liability for any reliance on any information or comments appearing herein or for reproduction of the same by third parties. All readers or investors are advised to obtain legal or other professional advice before taking any action based on this newsletter.