



### 祝振駒

翹騰投資管理董事總經理，  
特許財務分析師，

擁有14年國際投行分析員及5年對沖基金管理經驗，  
專長於中小型股票研究。

本欄讓讀者有機會一窺對沖基金行業全貌及傾聽業者心聲。

筆者微博：weibo.com/ramondjook

## 好股、壞股、爛股

民企造假，談股色變。由民企主導的中小型股從去年中開始，壞消息一個接一個，令投資者焦頭爛額，身邊不少基金朋友決定短期不碰這類股票，就算估值再便宜也不作考慮。事實上，假若公司決意造假帳，任何有經驗的審計和分析師也沒可能在短期內察覺出來。

筆者一直認為要確認一家上市公司的真實性與業績基礎，一定需要觀察管理層一段較長時間，最好是經歷起碼一至兩個行業和股市低潮。穩定和較高的現金派息率永遠是上市公司貨真價實的最佳保證。但也不一定：瑞銀舊同事張化橋最近在博客指，公司分紅和回購股份並不代表公司帳目一定真實，因為管理層可能只利用配股集資的一小部分資金回饋小股東。用小股東的一小部分錢換取更高估值和市值，然後又可在更高位配股集資，除笨有精。

一家中國消費概念股就是採用這種模式在資本市場操作，上市10年有5年派息（平均派息率為14.9%），但每年配股或供股接近一次（過去10年8次在二級市場集資合共17.8億元，IPO集資5,000萬元），每年的資本開支十分巨大（10年共若24.1億元），純利雖然有增長，但每股盈利經攤薄後一定原地踏步或倒退（去年的每股盈利比10年前倒退近17%），同期股本回報率由32.7%下滑至只有4.4%。

### 信佳派息從不間斷

這表示公司的投資愈多，回報就愈低。今天其股價只比10年前招股時升不到17%，市值只有11億元較在市場集資總金額還要少。基本上她是一家不停摧毀股東價值的公司，所以基金早已敬而遠之（曾長綫持有的基金大部分都止蝕離場）。從更壞的角度看，公司是透過不停集資再投資，然後把股東的錢消耗掉和轉移到管理層的口袋（透過昂貴的收購擴產或開支），一旦「集資遊戲」

中止，業績和現金流能否維持就成疑。

長綫投資股票，最重要是押注在有質素及穩健的管理層上。香港的小型股中有好些是上市經年，業績和派息穩定而又估值便宜的公司。其中一家是上市差不多10年的信佳國際(00912)，股價10年升值128%，派息從不間斷（派息率平均約為40%），上市以來只在9年前在二級市場集資過一次共2,800萬元，去年股本回報率達24.5%。2011年9月的中期營業額增長達7%，盈利上升18.5%，現時市盈率只有6倍多，股息率高於6厘，淨現金1.09億元（每股0.18元）。

雖然本業以電子代工及歐美日（佔營收的76%）市場為主，但業務集中在毛利較高和小批量生產的產品（互動教學、專業音響、自動收費系統、通訊產品、寵物培訓器材），所以業績仍維持穩定增長。

信佳管理比一般香港工業股優勝之處是不斷求變及開拓能增值具毛利的業務，不求貨量，以穩定增長為目標。

### 倘遷廠地皮升值3億

該公司在5年前曾失掉一個佔營收達30%的中國的通訊產品大客戶（因客戶被其他公司兼併），但管理層隨即開拓了一個歐洲客戶生產互動教學產品，現今業務增長已佔營收達25%。

隨着廣東省的經濟發展，很多原來在深圳市區設廠的公司都逐漸移遷到較為便宜的地區生產。有些坐落在優質地點的廠址可能被賣走或與當地發展商合作發展地產項目。筆者相信這個趨勢會愈趨明顯，讓很多估值便宜的工業股有機會藉此套現，假若大股東願意分派所得利潤作特別股息，股價便有機會大翻身。信佳在未來一年正計劃遷離深圳布吉，該址土地面積達3萬平米，假設每平米升值1萬元，該址已升值3億元（或每股0.48元）。■

長綫投資股票，最重要是押注在有質素及穩健的管理上。  
香港的小型股中有好些是上市經年，業績和派息穩定而又  
估值便宜的公司。