



祝振駒

翹騰投資管理董事總經理，特許財務分析師。
曾經在外資及本地投行研究部擔任分析師及主管達14年
之久，專長於中小型股研究。
後轉職擔任對沖基金經理，2010年創立翹騰。
筆者博客：blog.sina.com.cn/raymondj2011

雄鷹展翅 Columns
美術：任耀楠

現金為最佳佐證

執筆之時，恒指成分股瑞聲科技(02018)正受到美國沽空機構Gotham City Research狙擊，單日下瀉逾一成。Gotham攻擊的主要理據是，認為瑞聲透過20間未經披露的關連公司(包括大股東私人持有的供應商)交易，令瑞聲享受較同業為高的毛利及粉飾盈利增長，而且其中某些供應商並未獲得蘋果驗證。

長期正現金流 派息穩定

在瑞聲的2016年報內，列舉了與關連人士2017年新簽訂的4份租務合約及4份購買合約，以及11位關連人士或公司的關係。2016年所披露的總關連交易額約為1.47億人民幣，相等於當年盈利的3.5%或營銷的0.95%。以上交易均已經過瑞聲的獨立非執行董事查閱及通過。按已披露的數字看，對公司實際利潤的影響可稱微不足道。關鍵是沽空機構聲稱未披露的交易，真實性有多高及數額有多大？由於並非公開資料，所以無從考究，除非更多的內幕資料得以公開及被證實。

利用關連公司製造虛假利潤並不

“瑞聲自上市至今，分紅及回購總額過集資(包括IPO)總額1.83倍以上，淨派出達30.6億港元。”

瑞聲分紅及回購遠超集資額							
年份	集資(1)	實際股息派發(2)	股份回購(3)	(2)+(3)-(1)	宣布派息率(%)	自由現金流	淨現金
2005	980			(980)	-		
2006	629			(629)	-	177	976
2007			76	76	-	(0)	900
2008			73	73	20.0	358	1302
2009		222		222	39.8	738	1758
2010	648	364		(284)	40.0	361	1491
2011		532		532	40.3	(103)	595
2012	837	513		(324)	40.1	447	347
2013		934		934	40.5	2330	1834
2014		1325		1325	40.2	300	217
2015	585	1159		574	39.9	1960	497
2016		1536		1536	39.6	1945	(255)
	3678	6586	150	3058			

單位：百萬港元

資料來源：彭博社、筆者提供

是新事情。但大部分這類公司都屬於小型股，利潤可能不到一至兩億人民幣。規範細小時，要製造業績相對容易。要持續下去，這類公司就算沒有債務或者持有淨現金，仍須透過向市場不停的集資或借貸來支持其現金流支出。所以這些公司自由現金流通常都是負數，而且大多數都不分紅派息。就算有分紅，比例都會非常低(例如10%以下)。此外，其歷史集資總額必遠超過分紅及回購額。

受狙擊的公司，假如債台高築，現金流必應困絀，一旦需要停牌或者被證監調查，引發債務違約，其債權

人可能會被迫出手要求公司提早償還債項，最後導致公司萬劫不復。假如公司零負債，狙擊者勝算的機會必然大降。

筆者無法查證沽空者對瑞聲的指控是否屬實，但可以按照瑞聲過往10多年的業績紀錄得出以下結論：一、瑞聲上市至今，分紅及回購總額超過集資(包括IPO)總額1.83倍以上，淨派出達30.6億港元(見表)；二、瑞聲過去一直為淨現金及正自由現金流；三、瑞聲自2008年開始長期穩定派息，平均派息率達37.8%。2016年實際派出現金紅利達15.4億元，假如沒有真正現金流，根本難以支付。FM

權益披露：筆者旗下基金持有瑞聲科技(02018)並隨時於市場買入或沽出