

基金經理季度回顧

首域盈信全球新興市場股票

首域盈信資產管理相信，在評估企業質素的過程中，與企業管理團隊會面是關鍵的一步。縱使我們對大部分團隊保持質疑及批判的態度，但我們亦認同，出色的管理團隊對執行策略、維持利益一致及邁向長遠成功是相當重要的。部分投資機構認為，個別投資者能對企業產生的影響有限，因此與管理層會面純屬浪費時間。不過，矛盾的是他們卻會聲稱自己有能力為客戶帶來更佳的投资回報！

我們重視企業的管理團隊，並不代表我們會只顧追捧聲譽卓著的企業主管，而忽視業務質素或估值因素。畢竟，如果馬匹本身有問題，即使是一流的騎師出賽也不可能贏得冠軍。話雖如此，根據我們的經驗，假如企業缺乏出類拔萃的領導團隊負責掌舵，便會較難長期維持理想表現。

在評估企業的管理團隊時，我們會著重於三大準則，分別是優質營運、資本配置及公司文化。優質營運是指管理團隊作出戰略性決定，以提高公司的內在價值或業務價值。儘管企業的市佔率、銷售增長、利潤率及資本效率往往可以反映出營運質素，我們也必須考慮管理團隊剛接手公司時的情況、整體行業趨勢及監管法規等。

在我們的投資組合中，能夠做到優質營運的其中一個最佳例子就是由張忠謀先生領導的台積電。張忠謀先生是台積電的創辦人及前總裁，自1987年成立公司以來，他一直推動持續創新及成本管理，而且開創價格領導策略的先河，支持台積電緩慢但穩步地超越同業。在1992年至2018年退任董事長期間，他帶領公司將投入資本回報率由12%提升至32%。此外，於2019年至2000年間，公司的行業利潤池佔比更由50%激增至接近100%！

另一個較近期的優質營運例子是我們所投資的百勝中國，該公司是中國最大的連鎖快餐店企業。自2018年出任集團首席執行官以來，屈翠容女士為公司樹立了重視創新的成效主導文化，以縮短各店鋪的投資回收期、改革餐牌、升級外賣系統和完善會員制度。如今，百勝中國的利潤率較屈翠容女士上任前增加1.25倍、會員人數突破4億、非堂食銷售佔超過70%，而且網絡涵蓋接近13,000間店鋪。於大部分同業的經營指標普遍下滑之際，百勝中國的表現可謂傲視同儕，證明卓越的管理層執行能力不單有助企業把握機會，更可減低風險。

於評估企業的管理團隊時，我們也會關注資本配置問題。具體而言，我們希望了解管理團隊如何決定再投資機遇、併購及將資本退還股東之間的優先次序。由於上述事項最終涉及到管理層的判斷，而且我們大多要到事後才知道決定是否正確，導致我們較難作出評估。亦因如此，我們會花大量時間約見企業管理層，嘗試明白他們的資本配置框架、優先順序及關注事項，並於必要時挑戰他們的想法。

我們持有的墨西哥機場營運商 Grupo Aeroportuario del Sureste (ASUR) 就是資本配置良好的企業例子。於過往的通訊中，我們曾經討論機場企業的投資吸引力 - 該類公司能夠壟斷市場，而且零售業務的利潤率不低。假如遇上合適的管理團隊，機場營運商的回報還能更上一層樓。舉例來說，我們可以比較 ASUR 與墨西哥機場營運行業競爭對手 Grupo Aeroportuario Centro Norte (OMAB) 的業績。過去15年，OMAB 的除息稅折舊及攤銷前利潤增加六倍，股價上升五倍。另一方面，ASUR 的除息稅折舊及攤銷前利潤增長11倍，股價爆升八倍，較 OMAB 領先接近一倍。我們相信，ASUR 跑贏同業的關鍵在於公司的行政總裁 Adolfo Castro，以及他長期所屬團隊的資本配置方針。

ASUR 的資本配置安排遵循兩項簡單的原則：1) 公司只會作出可帶來價值的收購，並須符合嚴格的壓力測試框架；及 2) 公司會將上述用途以外的剩餘資本退還股東。此項安排能盡量減低 ASUR 價值受損的可能性，意味著公司可從有限的收購交易中締造非凡的成果。以 ASUR 最近於波多黎各及哥倫比亞進行的收購交易為例，單是2019年的投資，估計現金收益率便達到22%。換言之，公司的投資有望在五年內回本，回報率相當驚人。

最後，我們亦會留意企業的文化。我們相信，企業文化是公司達成成功的秘密。鑑於企業文化是一項無形的資產，當投資者作出決策時，這項因素經常遭到忽視。不過，只要踏進企業的辦公室，我們便會馬上知道公司是否擁有卓越的文化。就像愛情一樣，我們往往難以用言語來解釋或形容，但身在其中的人定能心領神會！

我們留意到，擁有良好文化的企業一般都是由上而下的方式塑造及培育出良好文化，這亦在某程度上簡化了我們的工作 - 假如我們約見企業創辦人或行政總裁後判斷出公司的文

化欠佳，那麼期後再與管理團隊的其他成員會面時，我們的看法亦大多不會有所改變。在多年的工作中，在評估企業文化指標時，我們有一套無型的清單。舉例來說，我們堅持拜訪每個投資對象或有意投資對象的辦公室，並會從不同範疇中尋找蛛絲馬跡，例如於停車場（法拉利是否到處可見？）、是否有專用的升降機（為董事而設）、辦公室是否採用奢華的裝修、牆壁上有否掛上高級管理層與政治人物的合照（這正是要留意的警號）等。

於我們的會面過程中，我們將觀察企業創辦人與高級管理團隊，或行政總裁與財務總監 / 投資者關係團隊之間的相處和互動，以判斷公司文化是否鼓勵積極討論。我們亦會留意企業家族成員擔任的行政職位，從而了解公司有否建立任人唯才的專業文化。若然企業的決策權集中於少部分人手上，可能代表公司的文化充滿限制。另外，當週期性行業（常見例子包括銀行）的發展形勢明顯向好時，如果企業管理者提出宏大的目標及積極投資，我們便知道公司採取順應週期的文化。我們注意的其他企業文化指標還，包括僱員流失率、內部晉升比例，以及各大小員工能參與的員工持股計劃。上述各項因素均有助我們評估企業文化，惟我們也承認這工作就像藝術一樣，只能從經驗中慢慢學習和掌握。

展現出優秀文化的管理團隊非常罕見，但仍然值得我們花時間努力發掘。這些團隊可以帶來遠超同儕的表現，特別是對週期性行業而言，於適當時候保持謹慎的團隊將能締造出色的回報。不久前我們到訪印尼的雅加達，並與該國兩間頂尖銀行見面，包括屬於私營板塊的 Bank Central Asia (BCA) 及公營板塊的 Bank Mandiri。在這趟旅程中，我們再次明白到團隊審慎行事的重要性。

作為政府持有的銀行，Mandiri 與其他公營機構的關係相對密切。基於所屬行業的違約率較低，該行能輕鬆提高貸款及存款市佔率。然而，由於政府會不時更換各間金融機構的最高領導層，Mandiri 的領導團隊通常每 3 至 5 年便會出現變動。正因如此，每當有新的管理團隊上任，他們便經常會為了打響名堂而推出新策略，並貿然進軍未曾涉獵過的領域，再於信貸週期轉差時遭到挫敗。在此情況下，該行新委任的管理團隊往往會推翻先前的策略及作出整頓。然後，不久該行又會馬上再邀請新的團隊為銀行實施更進取的計劃。

相比之下，BCA 的做法則明顯不同。自亞洲金融危機後，黃氏家族便成為了 BCA 的最大股東。在他們買入 BCA 後，該行由穩定的專業管理團隊掌舵，他們持續展現出強烈的風險意識，而且清楚知道正確的長期投資方向。有鑑於此，BCA 能夠建立起首屈一指的低成本存款業務，並慎重地逆市發展貸款市場。

從各項數據中，我們可以看出 BCA 成績理想。過去 15 年，Mandiri 和 BCA 的資產及存款複合年均增長率（年均複合增長率）同樣處於 12 至 13%，惟 BCA 的增長質素較高，每股賬面值每年增加 17%，領先 Mandiri 的 14%。結果，Mandiri 於這段期間的股價升幅高達八倍，而 BCA 的股價增長則接近 14 倍，較 Mandiri 高出 50%。我們認為，兩間銀行的表現差異主要在於文化的不同。

投資組合的變動

上月，我們數名同事三年來首度再訪中國，並與當地的企業見面。在旅程中，我們到訪中國大灣區最宜居城市之一的深圳。當地的經濟發展起步較早，有不少大型企業在此落地生根，包括騰訊、美的、佛山海天及深圳邁瑞生物等。我們對深圳的復常速度感到驚訝，當地的餐廳座無虛席，咖啡店客似雲來，街上人流絡繹不絕。我們亦了解到，多間科技巨企正積極招聘人才，包括騰訊、阿里巴巴及字節跳動。我們對經濟可能較預期更快回復正常抱持審慎樂觀態度。在此方面，海外傳媒對中國情況的負面報導與我們旅程中的所見所聞相距甚遠。

在這次行程中，我們約見了投資組合最新買入的深圳邁瑞生物，該公司是中國數一數二的醫療設備製造商。我們團隊早於十多年前便開始留意深圳邁瑞生物，並相當欣賞公司創辦人及高級管理團隊的經營能力及焦點策略。深圳邁瑞生物於 1991 年在深圳創立，於產品創新、併購及擴展新地區市場方面均建立了卓越的往績。舉例來說，深圳邁瑞生物為美國最頂尖的 20 間醫院、歐洲的知名醫療機構及其客戶提供服務。此外，在發展出首款患者監察系統產品後，公司亦成功進軍更高技術的領域，例如醫學成像及體外診斷市場。自 2005 年起，公司的收入及純利年均複合增長率分別達到 22% 及 28%，最近五年的平均投入資本回報率超過 100%。

深圳邁瑞生物成績不俗，主要是源於公司的核心研發實力。在 1980 年代初，深圳邁瑞生物的創辦人曾於中國首間醫療設備企業共事。該公司負責開發多款首次於中國生產的設備，包括磁力共振成像（MRI）掃描設備及手術系統，而邁瑞的其中一名聯合創辦人甚至發明了中國首款彩色超聲波儀器。在其後成立深圳邁瑞生物時，各創辦人的名氣亦有助吸引研發人才加入公司，並帶來患者維生及監察領域的首項突破。隨著深圳邁瑞生物的銷售節節上升，公司將研發開支佔收入比例維持於 9% 至 10%，形成新產品推出、銷售提高、人才吸引力增加及持續投資於研發的永續循環，最終支持新產品開發及銷售增長。於 2022 年，公司的預測收入達到 50 億美元，研發開支高達 5 億美元，遠遠領先中國其他醫療設備企業。

深圳邁瑞生物亦建立了全面的分銷網絡，使競爭對手望塵莫及。於 1990 年代初，公司搶先發展屬於自己的分銷渠道，至今產品獲得 110,000 間醫療機構及中國絕大部分三甲醫院採用。我們相信，在公司擴大產品線後，分銷優勢將會日漸增強。公司的一站式定位將可產生更多銷售協同效應，同時提高醫院客戶的忠誠度。

除此以外，深圳邁瑞生物的成本優勢也勝過競爭對手。作為行業先驅之一，邁瑞早就建立了規模優勢，更比同業搶先發展自動化及定制生產解決方案，令公司的產品功能媲美海外業者，但價格卻減少了 25% 至 30%。憑藉吸引的價值定位，深圳邁瑞生物得以擴展全球客戶網絡及於 190 個國家銷售產品。受惠於龐大的客戶基礎，公司可更深入地了解海外醫院的複雜需求，並開發更好的產品以供銷售，為研發工作帶來更大的協同效應。

儘管如此，人才及文化大概是深圳邁瑞生物最主要的成功因素。正如上文提到，企業文化是由上而下推行。對於深圳邁瑞生物來說，公司文化的源頭來自其聯合創辦人兼董事長李西廷。作為擁有 27% 股權的最大股東，李西廷擔當重要的盡責管理角色，幫助團隊保持審慎態度。有別於其他創辦人，他的個人財富集中於公司，但他未有出售或抵押任何股份。另外，李西廷相當重視現金產生能力，並曾經拒絕提議賒欠貨款的分銷商。考慮到他注重風險的方針，我們不難理解公司成功發展及執行策略的原因。

深圳邁瑞生物的自由現金流率為 3%，估值不算便宜，不過我們相信公司可於 10 年內大幅成長。首先，上文提到邁瑞擁有研發及成本結構的規模優勢，應可幫助公司持續提高國內外市佔率。舉例來說，以邁瑞供應的產品類別計，公司於中國的市佔率合共只有 15%，反觀其他市場主要品牌的市佔率一般高達 60% 至 70%，可見邁瑞的大部分產品市佔率具備持續增長空間。第二，中國的醫療設備滲透率估計相當於發達市場的 50%，而其他新興市場（不包括中國）的滲透率亦只有中國的 50%。未來數十年，醫療設備的滲透率料會繼續上升，預期有利邁瑞推動現有產品線增長及擴展至全新的周邊領域。於我們到深圳開會時，邁瑞的董事會秘書曾經表示，公司的「未來前景一片光明」，因此我們應會長期持有這間企業。

展望

2022 年是動盪不定的一年，多間知名的「疫情贏家」企業開始反映更現實的前景。同樣地，在業務基本面持續改善下，長遠前景良好的企業大多擺脫了疫情帶來的短期不明朗因素，並收復部分失地。

我們將繼續買入管理團隊往績良好及具備競爭優勢的企業，以把握新興市場的長期及持續趨勢。隨著印度經濟正規化、南非持續發展金融服務，以及巴西中小企日益採用企業資源軟件，市場將會湧現大量投資機遇。不過，大市指數一般未能充分反映該類企業，故此由下而上的主動型投資方針有望大幅提升投資表現。

展望 2023 年，我們相信我們的持股將繼續提供吸引的長線增長機遇。中期而言，我們的分析顯示，有關企業的加權平均盈利增長率約達 15%。目前，投資組合的自由現金流率約為 5%，市盈率相當於 23 倍。考慮到企業的增長率，投資組合的整體估值處於合理及可持續增長的水平，相信應可帶來理想的絕對及相對回報。

我們在本期通訊分析了本策略投資者可能感興趣的主題。歡迎各位就本策略、我們的投資方式或營運提出查詢或意見，我們樂意聆聽您的意見。感謝您的支持。

資料來源：企業數據來自公司的年度報告或其他投資者報告。財務指標及估值來自 FactSet 及彭博。截至 2023 年 2 月 28 日或另行註明。

免責聲明

本文件所載只屬一般性資料，並不包括亦不構成投資或投資產品建議。有關資料來自首源投資（「首源」）認為可靠的來源，而且在發表本文件時為準確的資料，首源並無就有關資料的中肯、準確、完整或正確作出明確或隱含的聲明或保證。在法律允許的範圍內首源、其任何聯營公司、任何董事、主管人員或僱員概不就任何因使用本文件而直接或間接引致的損失承擔任何責任。

本文件僅供一般參考，並不可視為提供全面的資料或特別建議。本文件所述意見為發件人在發表報告時的觀點，並不一定為首源的觀點，並可隨時予以修訂。本文件並非銷售文件，且不構成投資建議。未取得具體的專業意見前，任何人士不應依賴本文內容，及 / 或有關資料所載的任何事宜為行事基礎。未經首源投資預先同意，不得複製或傳閱本文件的全部或部分資料。本文件只可於符合相關司法管轄區的適用法例下使用及 / 或收取。

本文件如提述個別證券，只為作說明用途，不應視為買入或賣出該證券的建議。本文提述的所有證券可能或可能不會在某時期成為首源投資投資組合的部份持倉，而持倉可能作出變動。

於香港，此文件由首源投資（香港）有限公司發行，並未經香港證監會審閱。首源投資及首域盈信資產管理為首源投資（香港）有限公司的商業名稱。

首源投資（香港）有限公司是首源投資投資管理業務的一部分，該公司最終由全球金融集團三菱日聯金融集團（“MUFG”）擁有。首源投資在不同司法管轄區內有多間公司。

MUFG 及其附屬公司對本文件包含的任何聲明或信息概不負責。MUFG 及其任何附屬公司均不保證本文中提及的任何投資或公司的業績或履行償還資本。本文中提及的任何投資並不是對 MUFG 或其附屬公司的存款或其他負債，而投資存在投資風險，包括收入和資本損失。