

## 基金經理季度回顧

# 首域盈信全球新興市場股票

我們相信，首域盈信真正的競爭優勢之一，是我們切實重視長線投資。對我們來說，投資並不是預測未來一個月或一季的股票升跌，而是一項非投機性活動，目標是從最頂尖企業創造的長期價值中分一杯羹。

我們的投資理念、流程及業務架構均鼓勵長線部署，意味著我們在作出決定時，毋須面對一般的同行壓力，被逼追求短期的相對表現。今時今日，大部分投資者會將一至兩年的投資視為「長線投資」。隨著我們作出更長期的投資時，企業的業務表現亦會與投資回報的關聯性更大。因此我們的工作亦較依賴商業分析，多於鑽研股價圖。

正因如此，我們的投資方針重視企業質素。我們認為，優質的公司需要具備完善的企業管治、結構性競爭優勢帶來的理想增長機會，而且最好能夠受惠於可持續的利好因素。於2023年第一季的客戶通訊中，我們從營運、文化及資本配置的角度出發，討論了對企業管理團隊的部分要求。在這期通訊中，我們將會集中介紹優質企業的特點。

我們投資的前提，是找到出色的企業管理團隊。同樣重要的是，我們亦會分析企業的質素。根據我們的經驗，假使忽視了其中一點，便會造成我們極力避免的各種投資失利局面。巴菲特曾經說過，如果馬匹本身有問題，即使是一流的騎師也不可能贏得冠軍。<sup>1</sup>我們認為，最值得投資的企業既要能創造可觀的回報，還要擁有足夠的增長空間，讓複息效應發揮作用。我們不易發掘到符合以上條件的企業，更遑論找到值得支持的管理團隊。然而，當我們真的遇到適合的投資對象時，我們會嘗試以吸引的價格入市，並盡量長時間地持有投資。

從增長的角度來看，我們投資範疇內的企業位於新興國家，因此我們較易找到不錯的投資對象。新興國家通常具備天然的需求利好因素，例如人口不斷增加、城市化持續發展及中產階級日漸富裕，帶動各類商品及服務需求上升。在家庭收入增長時，消費規律顯然會出現變化，但這卻被不少人所忽略。舉例來說，以往我們會認為品嚐啤酒、外出用膳或首次坐飛機都是奢侈的行為，現在這些活動已經成為了平常事。

隨著可支配收入增加，顧客會更常購買某些產品，並嘗試他們未曾接觸過的新產品或服務。這個情況往往會導致「S型」增長，即在收入超越某個水平後，購買力達到轉折點，同時消費加速，形成持續數年，甚至數十年的趨勢，有利我們把握機會。

話雖如此，並非所有增長都是好消息。我們樂見企業的自由現金流增加，不過其他的增長卻未必能夠創造價值，尤其是會損害利潤及提高資本密集度的增長。舉例來說，部分產品或服務的進入門檻較低，對客戶來說不是無可取代。縱然該類產品或服務可以透過價格戰或宣傳推廣的方式，在短期內催谷銷量增長，一旦客戶遇到其他更具競爭力的優惠，他們就會轉投新的公司。此時，若然企業嘗試增加優惠以挽回客戶，便會引發各間公司爭相減價，以致投資者利益受損。

部分企業以大量資本及資產投資推動增長，我們對此同樣抱持審慎的態度。除非企業在行內擁有絕對的優勢，否則在計及每年所需的再投資金額後，該類公司將不太可能創造吸引的週期回報。此外，個別的重資產企業經常採取「有害的經營手法」，例如擴大產能及展開價格戰，以提高銷量佔有比率，導致行業回報需要數月，甚至數年才能恢復正常。問題是，上述方式產生的銷量增長通常只屬短期，原因是其他業者難免亦會擴大產能，形成惡性循環。

我們相信，企業必須擁有穩固的競爭優勢，例如品牌實力、轉換成本優勢、網絡效應或成本領導地位，方能維持增長。每間企業都應具備上述的多項特質，以把握長期增長機遇。在評估企業的品牌時，我們會分析公司能否削減搜尋成本、創造定位價值，或成為權威及值得信賴的選擇，而這些要素都是公司維持定價能力及利潤的關鍵。假如企業擁有轉換成本較高的產品，我們將會觀察產品或服務是否客戶業務流程的必需品，而且無法輕易取代 - 而非在採用產品時客戶需承諾支付高額的預付費用，或產品為客戶提供較高的效益費用比例。

對於依賴網絡效應的公司，我們會留意網絡為客戶提升價值的能力，例如其能否優待網絡的其中一方或促進持續參與，從而影響網絡的長遠價值。最後，就擁有成本或規模優勢

<sup>1</sup> <https://www.goodreads.com/quotes/10810209-good-jockeys-will-do-well-on-good-horses-but-no>

的企業來說，我們將留意企業是否採用不同類型的「規模經濟共享」模式。在該類模式下，企業會與客戶分享成本下降的好處，以吸引更多客戶及擴大規模優勢。然後，企業會再將利益回饋客戶，從而建立及不斷增強競爭力的飛輪效應優勢。

多年來，我們發現數個廣泛的行業類別擁有較多優質公司，即銷售增長高於平均、利潤率不俗，而且回報吸引的企業。這些行業包括（但不限於）：

### 1. 電子消費者平台

過去約 20 年，我們見證著聯繫數以百萬，甚至數十億人的企業崛起。不少通訊及社交媒體企業拉近了我們與家人朋友之間的距離，電商發展也令顧客及供應商更易接觸，產生強大的網絡效應及吸引用戶積極參與。我們將上述企業歸類為「電子消費者平台」，例子包括中國的騰訊（微信應用程式為十億活躍用戶提供日常溝通、娛樂及網絡瀏覽功能）；拉丁美洲的 Mercado Libre（超過一億活躍用戶使用其電商及電子金融服務）；以及中國的京東（為數億用戶提供耐用的產品及頂級的電商體驗）。憑藉較高的用戶參與度，該類企業把握龐大的機遇，以較低的附加成本賺取服務收益，故此他們的盈利能力及現金產生能力相當可觀，而且能於未來多年維持增長。

### 2. 優質私營銀行

於低滲透率的市場中，管理完善的銀行可以是出色的長期投資選擇。不過，在難以取得資金及 / 或利率偏高的市場上，增長一般是最易達成的經營目標，反而避開不適合的貸款對象，才會對銀行的長遠表現構成更重大的影響。我們傾向投資於信譽卓著、市佔率適中及存款業務穩健的私營銀行。在投資銀行時，低成本融資優勢是長線投資的關鍵，原因是該項優勢可為銀行減低風險及帶來吸引的回報，進而幫助銀行更好地渡過信貸週期，並在動盪期間提高市佔率。我們認為，印度的 HDFC Bank、印尼的中亞銀行（Bank Central Asia）、南非的 Capitec 及秘魯的 Credicorp 都是優質銀行的例子。

### 3. 優秀的消費必需品品牌

我們相信，在有利的人口結構及收入增長下，新興市場的消費類企業龍頭應能創造不錯的長期增長。該類企業結合多項品牌、分銷及創新優勢，因此利潤率及定價能力不俗。由於資本密集度較低及現金產生能力較高，公司還能以投資推動增長及提高股息。這類企業的例子包括中國的青島啤酒（擁有 120 年歷史的頂尖釀酒商），以及印度的高露潔 - 棕欖（Colgate-Palmolive）（於當地經營超過 80 年的主要口腔護理品牌）。

### 4. 快餐店行業霸主

大部分快餐店企業都能產生現金，而且單位經濟具備吸引力，最頂尖的營運商可於開設新店的 3 至 4 年內回本。除此以外，如果企業於所屬的細分行業，例如薄餅或咖啡市場中建立了龐大的規模，則可受惠於額外的競爭優勢，包括客戶對品牌較為熟悉及規模經濟優勢。換言之，該類企業能夠以較低的成本吸引人流、維持較高的毛利率，同時將資金重

新投資於新措施上，例如推出數碼服務、新的經營模式及新品牌，以便推動發展，藉此建立現金流長期增長的理想模式。這些企業的例子包括墨西哥的 Alsea（於當地及其他市場經營星巴克及 Dominos），以及百勝中國（於中國經營超過 13,000 間肯德基及必勝客餐廳）。

### 5. 優質保險公司

於保險產品滲透率極低的國家中，當實際利率長期維持正值（甚至處於吸引的水平）時，管理完善的保險公司將獲得重大的利好因素支持。在國民收入達到特定門檻時，保險服務（例如汽車、健康及人壽保險）的滲透率普遍會出現轉折，並於其後大幅增加。財產及傷亡保險企業可以收取客戶預先支付及希望不會用到的浮存金。倘若企業審慎地投資該筆資金，便可持續創造長期增長。鑑於人壽保險企業訂立的合約橫跨多年，該類公司的情況較為複雜，但他們同樣受惠於上述的利好因素。就像投資於銀行一樣，關鍵在於發掘出重視風險、逆週期而行及往績卓越的管理團隊。我們認為，符合條件的企業包括印度的 ICICI Lombard（首屈一指的私營財產及傷亡保險商），以及墨西哥的 Qualitas（頂尖的汽車保險商）。

### 6. 合法壟斷市場的企業

個別行業會自然地形成由一間或兩間企業壟斷的市場結構。舉例來說，機場行業便是一個地方壟斷型行業，原因是當新機場落成後，企業便不太可能會在附近興建另一個機場。由於客戶群穩定，加上旅遊活動的性質，機場公司是不錯的投資選擇。機場提供無可取代的交通方式，而且航空旅客大多比較富裕，他們經常會提早數小時到達機場購物及用餐，為機場營運商帶來高利潤率的租金收入。另外，不少小眾行業亦能合法地壟斷市場，例如屬於後勤金融服務的資產管理行業，即秘書服務、認識你的客戶（KYC）流程、估值服務及託管服務等。在印度等國，該類服務只有兩間公司能夠提供，形成堅固的護城河，有助企業維持良好的回報指標及穩定的客戶群。在我們的投資組合中，合法壟斷市場的企業包括 Grupo Asur（墨西哥機場營運商）及 CAMS（印度的資產管理行業後勤服務外判商）。

最後，於企業質素評估過程中，我們會留意企業面對的環境及社會風險和機遇。我們應從廣大持份者的角度衡量企業的管理質素及業務實力，而非單單追求利潤及股東價值。在充分評估管理質素時，我們必須深入了解管理層對待僱員的方式，而在分析企業的增長前景時，我們也要清楚知道企業的可持續發展正面 / 負面因素。

有見及此，我們強調要採取合理的環境、社會及管治方針，絕對不能流於形式。對我們來說，有關措施背後的精神較字面意思更加重要。我們較欣賞承認犯錯及真誠希望提升標準的管理團隊，多於製作辭藻華麗的「可持續發展報告」，但不斷損害環境或社會的公司。整體而言，我們會先評估整個行業的主要環境及社會風險，再思考企業的措施可否把握，或是會錯過趨勢。消費者對環境及社會影響日益重視，我們希望企業的產品及服務能夠從中得益。我們亦期望他們的管理團隊妥善地應對長期挑戰，或至少願意與我們交流，以便我們幫助他們提升表現。



## 展望

過去 12 個月動盪不定，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規劃軟件，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。

雖然中國市場正在面對重重挑戰，我們所投資的企業相信能夠像以往一樣駕馭局勢。我們持有的企業普遍擁有強大的品牌、有利的分銷渠道、成本領先地位，或單純為客戶提供生活必需服務 / 產品而形成的競爭優勢。我們相信，現時的股價調整為我們一眾長線投資者提供了絕佳的機會，有利我們低價吸納頂尖企業。

於 2023 年，我們相信我們的持股繼續帶來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年均複合增長率約達 20%。目前，投資組合的自由現金流率約為 5%，市盈率相當於 22 倍。考慮到企業的增長率，我們認為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。

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 6 月 30 日或另行註明。

### 免責聲明

本資料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，而且在發表本資料時為準確的資料，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資料而直接或間接引致的損失承擔任何責任。

本資料僅供一般參考，並不可視為提供全面的資料或特別建議。本資料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。本資料並非銷售文件，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，不得複製或傳閱本資料的全部或部分資料。本資料只可於符合相關司法管轄區的適用法例下使用及 / 或收取。

本文對具體證券的提述僅供說明用途，不應視成建議買賣有關證券。本文提述的所有證券可能或可能不會在某時期成為首域盈信資產管理基金組合的部份持倉，而持倉可能作出變動。

於香港，此資料由首源投資（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）有限公司的商业名稱。

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 及其附屬公司對本資料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。本資料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。