

# 全球新興市場股票

這是自2017年11月推出首域全球新興市場核心策略以來的第三期投資通訊。今期投資通訊將會討論我們的投資方針、程序、策略、資產配置，以及其他我們認為與投資者相關的事宜。一如既往，如閣下有任何疑問或意見回饋，歡迎與我們聯絡，我們樂於聆聽閣下的意見。

## 人才與業務

人才是任何業務的核心元素。為管理團隊選賢任能，是執行策略、貫徹表現及實現長期卓越成果的關鍵。然而，實現長期卓越成果不但有賴優秀的管理團隊，優質的業務同樣重要。優秀的管理團隊透過妥善執行策略和作出正確決策（業務運作、資本配置及尊重其他持份者權益等），可確保強勁的業務維持佳績；但是，即使最傑出的管理團隊也難以令疲弱的業務扭轉跌勢。打個比喻，若問題在於馬匹，即使冠軍騎師也無法奪取錦標。

作為長線投資者，我們致力物色競爭優勢強勁、市場定位吸引及持續提供增長機會的業務。這些特點最終釐定一家公司產生自由現金流的能力（或擁有人為銀行提供的盈利），繼而為該等資產的股東締造價值。雖然歷史回報及往績是我們評估一家企業優劣的重要元素；然而，這畢竟已成為過去。未來的增值能力同樣重要。

## 物色高水平回報和強勁的財政狀況

在進行企業分析時，我們聚焦於一系列因素，可能包括若干質素指標，例如投資回報率和負債比率（一家公司的債務與股本比率）。就金融企業而言，包括資產回報率及槓桿比率。首兩項指標反映業務模型的質素，最後兩項指標則反映其財政實力。

非金融機構	2017年11月	2018年12月	2019上半年
投資回報率	23.6 %	18.7 %	28.3 %
負債比率	0.5 倍	0.3 倍	-0.5 倍

  

金融機構	2017年11月	2018年12月	2019上半年
資產回報率	2.4 %	2.2 %	2.0 %
槓桿比率	8.6 倍	9.2 倍	9.2 倍

資料來源：首域盈信資產管理

從上表可見，我們對投資組合持股的質素仍具信心。投資組合非金融機構的整體投資回報率持續處於高水平；目前的投資回報率為28.3%，反映就我們所持企業的每一元營運投資而言，回本期少於四年，我們認為這屬非常吸引的水平。

我們所持的南非連鎖藥房 Clicks 便是一個好例子，我們認為這是該國最具吸引力的投資機會之一。綜觀投資回報率高的企業，最重要的投資理據是這些企業可把持續高水平的回報再作資本投資，因為此舉可帶動自由現金流增長 — 而這便是 Clicks 傲視同儕之處。在過去五年，Clicks 的平均投資回報率超過40%，反映該公司每開設一間分店的回本期少於2.5年，這使 Clicks 期內的套現能力強勁。

事實上，我們認為 Clicks 的增長潛力（及以高回報遞增資本的能力）可觀。現時，集團旗下擁有680間店舖，主要位於南非，但滲透率仍然偏低（每100萬人口只有50間店舖，對比已發展市場則為200間）。該行業依然由獨立的「家庭式小店」主導，而 Clicks 每年持續搶佔其市場份額。這些具吸引力的增長指標，加上卓越的管理團隊（由在 Clicks 任職26年的資深高管人員 Vikesh Ramsunder 領導），使我們有信心 Clicks 可望在未來數年持續錄得強勁的業績。



再回顧上表，同樣令人安心的是我們所持企業的負債比率處於負水平，意味這些企業擁有綜合淨現金結餘。雖然在現今全球低息環境下，市場參與者對穩健的財政狀況似乎不太賞識，但我們不應低估其重要性。在市場下行期間，穩健的財政狀況可能成為決定性因素 — 可讓企業把握機會提高市場份額，投資於產能，甚至以具吸引力的價格，收購面臨財困的競爭對手。與美國作家海明威（Hemingway）形容破產過程的情況類似（先是逐漸地，然後突如其來），我們深信緊守財務穩健原則，總有一天可讓企業把握機遇，突圍而出。

同樣，環顧我們所持的金融機構，我們對其業務穩健性仍具信心。這些金融機構的整體資產回報率為2%，加上9倍的整體槓桿比率，意味我們的銀行持股平均錄得接近20%的股本回報率。雖然與非槓桿企業比較，銀行的槓桿性質使其業務模型的固有風險較高，但綜觀我們的銀行持股，長遠往績優秀令我們感到安心。我們所投資的銀行大部份均屬普通銀行，其特點是存款業務強勁，而且貸款業務由消費者/零售導向。最重要的是，這些銀行以著重風險意識的逆週期管理團隊聞名，有助確保銀行在整個週期均維持偏低的壓力水平。回顧我們所持金融機構在過去多個週期的管理往績 — 儘管2008年至2009年出現全球金融危機，以及眾多新興市場的經濟在2014年至2016年期間顯著放緩，但自2007年以來，這些金融機構平均錄得2.4%資產回報率，而以美元計的每股複合賬面值（假設股息再投資）為15%。

我們在金融類別的最大持股 — 印度 **HDFC Bank** 便是表現持續優秀的好例子。在過去15年，該行平均錄得1.6%資產回報率、18%股本回報率，以及21%複合賬面值。究其往績亮麗的主要原因，最關鍵的是HDFC Bank的存款業務強勁（該行在印度設有超過5,000間分行，並擁有5,000萬名客戶），使其獲享融資成本優勢。其次是HDFC Bank擁有聚焦於零售客戶的多元化貸款業務，可提供高水平的風險調整後收益率，無需承受印度大部份企業放貸機構所面對的相同壓力。

能夠避免承受壓力和資產質素問題是HDFC Bank及其資深行政總裁Aditya Puri表現優於全球大部份同業的關鍵。自2007年以來，該行的不良貸款平均穩處1.3%，從未超過2%。這有助HDFC Bank的盈利及每股賬面值以持續偏高的比率增長；對比之下，盈利隨著週期性信貸成本起伏的銀行，其增長率通常較為波動。

雖然HDFC Bank在過去數年已大幅擴展業務，目前在印度的市場份額為9%，但我們相信該行仍可把握龐大的增長機會，尤其在佔整體經濟40%和勞動人口65%的非城鎮地區。謹此引用年中與Puri會面時他的一席話：「時現，印度猶如重返1994年的光景 [當時印度剛推行金融業改革，並首次向HDFC Bank等私人機構發出銀行牌照]。當時印度城鎮機遇處處；現時鄉村地區的機遇俯拾皆是！」

## 資訊科技及新投資

就投資組合的現有配置和回顧期內的部份變動而言，當我們所持企業的管理團隊會面時，圍繞資訊科技及新科技的話題日益增多。不論是傳統公司（所謂「舊經濟」企業）或主要業務建基於資訊科技的公司，現時我們閱覽的每一份年報幾乎都載有特定章節，介紹公司科技及其應用情況。我們對此不感到意外，因為現今新興市場內的部份最大型企業（以市值計）均屬科技公司，例如：三星電子、騰訊和阿里巴巴。雖然投資組合並無持有這些企業的倉盤，但我們可以肯定，科技對於絕大部份企業維持競爭優勢至關重要。即使是我們曾到訪的發展最落後國家，資訊科技在許多經濟領域均擔當關鍵角色，包括與客戶交易、管理供應鏈及推廣新產品。

儘管我們看好科技業的應用發展實力，但不一定意味科技企業在投資組合佔有顯著比重。我們投資這些企業時與其他企業無異 — 旨在物色擁有強大管理團隊和優秀業務的企業。就此而言，我們一向不易知悉業內哪家公司可長遠表現領先，特別是科技硬件方面。西方主流科技硬件企業往往擁有大部份知識產權，相反，新興市場內的大多數同業一般處於價值鏈的較低位置，缺乏顯著的定價能力或可持續競爭優勢，因此不宜作長線投資。

對於大型科網企業，我們認為其營運規模及市值龐大，使其難以保持過往的高增長擴張步伐。一如往常所見，超大型企業通常很難擴大增長。事實上，美國的實例證明，列入《財富》雜誌50強是反映未來回報受限的最佳指標之一。企業在列入50強名單後數年，其實質增長率平均降至1%，不少更出現負增長。雖然百度、阿里巴巴和騰訊三大巨擘的增長放緩步伐可能不及《財富》雜誌50強企業的平均值，但跌勢應顯而易見，因此投資者宜保持審慎。再者，還有監管環境、管治能力備受質疑和一致性的問題尚未提及，這些都是進一步促使投資者維持觀望的原因（我們將於日後再作討論）。

然而，我們認為完全忽略資訊科技和科網企業也非正確之舉。一般而言，投資猶如原石堆中發掘鑽石，相信投資組合持倉 — 拉丁美洲電子商貿企業 **Mercado Libre** 便是尚待雕琢的瑰寶。過去二十年，Mercado Libre在區內建立領先市場平台，每年吸引逾5,000萬名用戶。該公司以較同業相宜的價格，提供最多種類的產品見稱，從而吸引更多用戶選擇其平台。這規模意味Mercado Libre能夠領先同業，投資於廣泛增值服務（例如利用MercadoPago進行融資，透過MercadoEnvios提供貨運服務，以及推廣和非平台支付方案等）。此舉不僅能夠增加整體市場份額，亦可擴展潛在市場。



在我們投資 Mercado Libre 初期，大數定律（law of large numbers）並未限制相關投資。儘管該公司的潛在市場約為阿里巴巴的40%，亦無阿里巴巴的企業管治問題，但當時市值只是阿里巴巴的2.5%。事實上，我們認為 Mercado Libre 的管理質素在區內名列前茅。該公司的增長往績卓越，管理層與小股東關係良好。其關鍵績效指標以長遠為導向，可變回報歸屬期為六年，而公司僅設一類股份（由創辦人兼行政總裁 Marcos Galperin 擁有8% 股權），每股投票權相等。在過去兩年，Mercado Libre 的估值顯著上調，目前企業價值相對銷售比率為14.5倍，反觀亞馬遜（Amazon）僅為3.5倍，阿里巴巴則為7.3倍。從上述數據來看，現時價格似乎已反映不少具吸引力的長遠增長前景，促使我們一直縮減配置。

在今年上半年，投資組合新增另外兩家科網企業持倉 — **前程無憂**（中國）及 **Despegar**（阿根廷）。兩家公司均擁有優質管理團隊和業務，但市場並無寄予厚望。前程無憂於1998年創立，為中國最大的白領網上求職平台，擁有超過1.3億份登記簡歷。鑑於前程無憂擁有良好聲譽和強大品牌，估計中國每年有50% 新求職者在該公司創建簡歷，因而吸引許多大企業以前程無憂作為其主要網上招聘資源，形成求職平台的良性循環。此外，該公司的業務屬網上性質，意味其本質上擁有輕資產特性，加上營運資金和資本開支要求不高，故此業務盈利可觀，締造現金能力強大。公司的十年平均利潤相對自由現金流轉換率為140%，過去三年淨營運資金為負數，而過去五年的平均投資回報率超過100%！

前程無憂繼續由創辦人甄榮輝領導。他仍持有公司21% 股權，為第二大股東，僅次於日本企業 Recruit Holdings（我們旗下日本投資策略的重要持倉）。Recruit Holdings 經營環球知名的求職平台 **Indeed**，是前程無憂的被動股東，但一直提供長期支持。最近，我們有幸與甄先生交談，他對海外市場的認識及對公司的長遠願景，使我們留下深刻印象。在2013年，他預測中國就業市場動態將出現轉變，其後作出兩項策略性調整：只集中於最佳企業客戶的招聘業務，並增加對人力資源服務的投資。時至今日，隨著經濟放緩和招聘領域的競爭對手增加，這些似乎都是明智的決定。雖然前程無憂的收益可能屬於週期性質，但其財政狀況穩健，目前賬面的淨現金超過14億美元，這是我們物色週期性企業的重點之一。鑑於投資氣氛轉弱，我們藉機以6% 自由現金流收益率（企業價值相對銷售比率為6倍）的吸引水平，以及超過100% 投資回報率購入前程無憂的股份，並期望成為這家優質公司的長期股東。

Despegar 是我們於科技領域的第二項新增持倉。該公司為拉丁美洲的領先網上旅行社，其平台的登記酒店數目逾30萬間，每年預訂數目達1,000萬宗。三名阿根廷籍友人在1999年創立 Despegar。綜觀其經營業務的20個拉丁美洲市場，該公司在19個市場具有領導地位。「勝者全取」(winner takes all) 的網絡效應是網上旅行社業的主要特色之一：消費者一般偏好在酒店和航班選擇最多，以及價格最優惠的平台，而供應商則希望在最多人瀏覽的網站提供服務。作為區內市場領先企業，Despegar 坐擁上述所有優勢。

除了網絡效應，大型企業還具有規模優勢。網上旅行社需要在廣告和科技上進行大額投資，規模較小的競爭對手則無法負擔這些開支。Expedia 為 Despegar 的最大股東（持有14% 股權）。兩家公司建立了戰略夥伴關係，並共享庫存，對雙方均有利。Despegar 的客戶基礎得以擴展至前往歐美的旅客，而 Expedia 則把服務擴充至前往拉丁美洲的旅客。目前，拉丁美洲地區僅35% 的旅行預訂透過網上進行，但鑑於網上預訂的價格較便宜，而且更利便，並為客戶提供更多選擇，預期網上旅行預訂數目將日益增加。隨著大型公司日漸壯大，業界很可能出現併購（如其他市場一樣），有望利好作為市場翹楚的 Despegar。

網上旅行社擁有締造現金的特性，使其成為極具吸引力的投資，Despegar 也不例外。相關業務的資本開支要求不高（主要是辦公室用品、伺服器及電腦），加上營運商只會就每宗預訂分成，從而為網上旅行社帶來可觀利潤率。因此，其投資回報率可觀，而且自由現金流往往高於淨收益。這些特性反映於資產負債表上，故公司財政亦同樣顯得穩健。在6月底，Despegar 的手頭現金（全部以美元計）佔其市值40%。

雖然拉丁美洲目前的經濟環境難以駕馭，但我們認為其估值（非常）吸引。近期區內市場動盪，拖累 Despegar 股價下跌近70%。然而，我們認為投資者對此過份憂慮。儘管阿根廷的經濟問題特別棘手，但該國僅佔 Despegar 業務的20%，而且即使市況嚴峻，該公司仍致力在拉丁美洲不斷擴張。目前 Despegar 的企業價值相對銷售比率為0.85倍，但自由自現金流不多，因為該公司正仿效其他成功網上旅行社的發展策略，即專注於擴大市場份額及建立長遠可持續競爭優勢（規模和網絡效應），以於日後賺取利潤。最近與該公司管理團隊的交流後，我們相信 Despegar 有望於五年內實現20% EBITDA<sup>1</sup> 利潤率，與全球其他網上旅行社看齊。假設 Despegar 的管理層實現利潤率目標，但並無額外銷售增長，其企業價值倍數（企業價值 / EBITDA）可能僅為3.4倍（鑑於增長前景向好，我們認為這個假設過於保守）。雖然目前環境挑戰重重，但 Despegar 的業務強勁、管理團隊完善和估值吸引，應有利於著重長線投資的股東。

<sup>1</sup> 息、稅、折舊及攤銷前利潤





投資組合最後一項新增持倉為於年初購入的**印度高露潔 (Colgate India)**。自1937年進軍印度市場以來，印度高露潔（高露潔棕櫚持有51%股權的附屬公司）在當地具吸引力的口腔護理業享有領先地位。高露潔品牌發展成熟，名列印度第一。該公司多年來被譽為口腔護理產品中「最可信賴品牌」，並獲得逾70%印度牙醫認可。憑藉對品牌建設的不懈努力（廣告及宣傳開支佔銷售額約15%，遠高於同業），加上強大的分銷優勢（在印度設有600萬個銷售點，覆蓋2.4億戶家庭），高露潔奠定市場主導地位，市場份額超過50%，約為其最大競爭對手聯合利華（Unilever）的三倍。

就任何快速消費品類別而言，增長一般基於以下三個條件：滲透率上升（更多消費者使用產品）、消費趨升（現有消費者購買更多產品）及優質化效應（消費升級至單價較高的增值產品）。展望未來數年，我們認為印度高露潔可望繼續受惠於這三個趨勢。

首先，牙膏在印度的滲透率未達80%，意味著約2.5億人仍非以現代口腔護理產品清潔牙齒。其次，擁有把握提升其他類別消費上升的潛力，可帶來龐大的投資機會。高露潔在全球個人護理產品類別佔有重要地位，例如護膚和除臭劑，這些產品均未曾引進印度市場。我們認為該公司長遠將借助其龐大分銷網絡和強勁品牌，於印度推出更多產品。另外，基於品牌實力，印度高露潔受惠於消費增加/優質化，符合整體收益增長及消費開支趨勢。預期這個趨勢將於未來數十年持續下去。根據目前情況，印度平均每年用於口腔護理產品的開支僅為1美元，中國約為4美元，巴西則為11美元。

在過去五年，印度高露潔的定價能力強勁，並推出利潤率較高的新產品，支持其營運溢利率維持約21%。這有助印度高露潔實現超過50%投資回報率，並錄得逾15%現金流增長（五年複合年增長率）。對於快速消費品企業來說，我們認為這些數據相當吸引。維持現有盈利能力是管理團隊明確訂立的政策，加上公司品牌或其市場份額面對實質競爭的可能性甚低，故我們相信公司可望達標。除此之外，印度高露潔的財政狀況穩健，過去二十年未曾錄得負債，部份是由於營運資金週期所致。該公司的分銷商於出貨前付款，而公司只須大概於收貨後一季向供應商付款（其五年平均現金轉換週期為-34日）。

與不少跨國附屬公司一樣，印度高露潔的高級管理團隊均受過良好教育，並曾任職於多個新興市場。現任行政總裁Ram Raghavan在1997年加入印度高露潔至今，此前曾參與管理高露潔於中國和巴西的業務。這些經驗非常寶貴，有助抵禦潛在競爭威脅及發掘新機會。公司董事會以獨立董事主導，整體企業管治標準相當高。我們認為印度高露潔擁有卓越的管理、強大的業務及優秀的未來增長前景，長遠締造具吸引力的投資機會。我們購入印度高露潔時，其自由現金流收益率為2.8%，投資回報率為51%。

## 出售三項持倉

為購買前程無憂、Despegar及印度高露潔的股份，我們出售中國電器製造商**美的**、阿根廷銀行**Supervielle**及印度物流公司**Container Corp of India**的持股。值得注意的是，我們限制本策略最多只能持有45隻股票。每次進行新投資時，我們通常會沽售前景較弱的公司持倉。雖然買盤和賣盤不一定要源自相同國家或行業，但在過去多年我們發現這個規則甚為實用，因為買入一家公司的股份較沽出股份容易（從行為角度來說）。透過控制投資組合持股公司的數量，內含的沽售紀律有助鞏固選股程序，並提升投資組合的確信度。有些時候，即使沒有可供替代的公司，我們亦會基於一家公司的投資理據轉弱（管理層或業務風險）而沽售持股。

言歸正傳，我們以沽出美的的收益買入前程無憂。美的是中國大型家電公司，在當地市場的八個主要產品類別數一數二。自1980年代初內地推行市場改革以來，該公司一直屬民營企業，擁有中國最精明和能幹的管理團隊之一，在有效執行、集思廣益和坦誠承擔錯失方面建立長期佳績。然而，儘管我們欣賞美的具備優秀特質，但也理解其業務以週期性質為主，難免與中國的物業市場有關，而且旗下產品亦屬非必需消費品。隨著主要競爭對手進一步搶佔市場份額，加上美的股價在第一季急升（因而削弱其未來回報的吸引力），我們把握機會沽出該公司的持倉。

我們與阿根廷銀行Supervielle的管理團隊會面後，認為該銀行將無法應對明顯充滿挑戰的經濟環境，因此在年初沽售持股。除了作為一家專注於大布宜諾斯艾利斯零售及消費貸款的小眾銀行外，Supervielle亦為長者提供社會保障付款服務。雖然該銀行的規模不大，但這項業務能夠帶來穩定和低成本資金來源，有助提升其利潤率和盈利能力。然而，由於Supervielle的業務完全受阿根廷經濟的影響，我們認為Despegar是較佳的股票選擇，也較能駕馭當前充滿挑戰的環境，因為其業務較多元化（80%業務位於阿根廷以外的市場），資產負債表較穩健（逾40%市值為淨現金），而且估值同樣吸引。

我們在期內最後沽出的股票是印度最大鐵路貨櫃運輸公司Container Corporation of India (Concor)，該公司在當地市場擁有近乎壟斷的地位（約80%市場份額），在創立時原為國有企業，其後政府出售持股，把股權減至60%。現時，Concor是一家獨立營運的公司，由專業



的團隊負責管理。Concor在全國經營83個貨櫃碼頭，擁有約300列鐵路車廂，旗下的貨櫃碼頭鄰近鐵路側線，並已向印度鐵路公司長期租用。這行業的門檻甚高，因為其他競爭同業極難建立可以媲美的運輸網絡，更遑論龐大的資金成本。這從2007年該行業開放競爭以來，Concor一直主導市場份額的事實可見一斑。

然而，來自公路貨運的競爭在近年轉趨激烈，導致Concor的行人流量增加。此外，在斥資數以十億美元計資金興建的鐵路基建項目（專用貨運走廊）落成前，公司的資本開支有所上升，加上以鐵路基建作為計算定價公式的方法可能存在監管風險，因此我們對最初的投資理據存疑。在出售持股時，Concor的自由現金流收益率為2.0%；換言之，其估值吸引力不及我們認為長期前景較佳的印度高露潔。

### 貿易戰及環境、社會與管治 (ESG)

近期有關中國的評論都與「貿易戰」一詞相關。順理成章，股市大幅調低中國出口主導公司的估值。在中國經營快餐店品牌肯德基和必勝客的**百勝中國**是我們的主要持股之一，該公司亦身處貿易戰火之中。由於百勝中國是一家美國企業，外界憂慮受經濟民族主義的影響，中國消費者可能拒絕光顧肯德基和必勝客等西式餐廳。然而，從百勝中國自去年發生貿易戰以來的營運表現來看，投資者根本無須擔心。在今年首兩季，百勝中國旗下品牌肯德基和必勝客的銷售分別錄得12%及3%的穩健增幅。

我們或許無須對此感到意外。與其他沒有經過本土化過程的跨國公司不同，百勝中國從開始便由設於中國的總部領導及管理旗下業務，並獲得美國母公司給予極大自主權。百勝中國由2014年起任職至今的屈翠容 (Joey Wat) 擔任首席執行官，現時聘有460,000名員工，其中接近100%僱員來自中國大陸、香港和台灣（總部有數名新加坡及馬來西亞員工）。該公司憑著獨特的本地菜單（甚至是配合華人口味的特色炸雞）、餐廳設計及廣告活動而備受廣泛讚賞。百勝中國的另一個競爭優勢在於其公司規模：公司在1,200個內地城市經營逾8,750家餐廳，佔有6%市場份額（大致相等於排名第二位至第五位公司的市場份額總和）。由此可見，在中國這個高度零散的市場中，百勝中國名符其實擁有領導地位。

除了基建設施具明顯優勢外，百勝中國的業務規模亦在供應商和業主層面形成槓桿作用。該公司在全國設有20個物流中心，並設有一個大型部門，負責規劃地點和開發位置，這是競爭對手無法比擬的。更重要的是，百勝中國擁有和經營旗下75%肯德基分店和99%必勝客分店。儘管與特許經營模式比較，加盟經營 (owner-operator model) 模式顯然更資本密集，但有助百勝中國加強對整個價值鏈的控制，以維持服務質素、提升用戶體驗及保障食品安全，而對滲透率仍然不足的中國餐飲市場來說，這些都是關鍵的經營因素。在過去30年，百勝中國一直建立這方面的優勢，令競爭對手需要一段頗長時間才可以複製（其實近乎不可能）。

當然，這些優勢從公司的利潤率可見一斑。雖然百勝中國需要向百勝餐飲集團支付3%特許經營權費，但綜觀全球快速服務餐廳經營商，其營運溢利率仍屬最高之一。此外，百勝中國也享有龐大負營運資金的業務模式優勢。該公司向客戶收取現金，但可以在一段時間之後才向供應商付款。根據過往經驗，從中獲得的資金來源足以應付大部份資本開支及分店擴張計劃。

在以上所有因素支持下，該公司錄得超過42%投資回報率，位列我們所研究的快速服務餐廳經營商之首。由於內地市場的滲透率仍相當低（人均餐廳比率遠低於其他新興市場，而連鎖餐廳品牌只佔總數的12%以下），我們認為百勝中國尚有大量增長空間，確保現金流能夠在可見未來穩步上升。

儘管如此，其他持份者對百勝中國有何觀感？隨著現今社會日漸關注更廣泛層面的持份者，不再純粹追求最高的利潤和股東價值下，我們需要權衡管理質素及業務實力。雖然我們的投資策略並無註明「環境、社會及管治」(ESG)，亦無訂明可持續發展的要求（請參閱首域盈信亞洲最新發出的投資通訊－我們的環境、社會及管治策略），但我們一直把環境、社會及管治分析與投資程序融合，專注於盡責管理，並相信優秀管理團隊及良好管治應足以確保企業正視環境和社會問題。

有鑑於此，我們的策略集中識別從較全面的持份者角度來說，能夠處於有利位置的公司，或是那些假以時日應能受惠於過渡進程（可能是透過我們的互動參與）的公司。在這個情況下，我們提出兩個簡單的問題：1) 有關公司的最佳環境、社會及管治標準如何？2) 作為投資者和股東，我們會否認同這個願景？為回答第一個問題，我們深入研究有關公司，從環境、社會及管治角度評估其優勢和弱點，並分析其達致最佳標準所須的條件（如有）。然後，第二個問題有助了解該公司帶來的經濟影響，並衡量其有意推行的轉變能否令作為股東的我們獲益。

根據這些指標，現時的百勝中國絕非完美。我們可以批評旗下快餐店的紙張和塑膠廢物仍然過多；餐單的鈉、糖及脂肪含量偏高；食品安全存在潛在風險等。不過，作為投資者，我們認同百勝中國已嘗試朝著正確方向前進。減少塑膠及廢物有助降低成本，從而提高利潤。增



加餐單菜式和推出更健康的選擇，讓百勝中國可以滿足更廣泛的市場需要，繼而增加顧客流量及改善分店的表現數據。另外，奉行盡責的採購方針，應能降低供應鏈風險，並減少外界對食品安全/質素的關注，這有助降低聲譽風險，長遠提高銷售額。

令人感到安心的是，我們就以上問題多次與公司管理層交流，得知公司亦意識到有關情況，並且可以說是內地的環境、社會及管治發展先驅。從2017年起，百勝中國每年均發表詳細的企業社會責任（CSR）報告，而且並非純粹流於空談。自首次推行企業社會責任計劃以來，百勝中國的紙張和塑膠消耗量每年減少9,000噸，又按照中國營養學會的「學齡兒童膳食指南」在肯德基和必勝客推出兒童餐單，提供健康的營養食品。另外，該公司又向中國扶貧基金會捐贈逾1.8億元人民幣的善款，用於在學校提供營養膳食。該公司也興建了現代化的廚房設施，並加強營養學的培訓。我們非常欣賞百勝中國推出以上措施，將繼續與管理層交流，以進一步改善相關的表現。

儘管如此，我們提防那些由於被迫奉行最佳標準，結果導致回報水平顯著下跌的公司；在監管和執法不力的新興市場經營的化工及礦業公司便是最佳例子。雖然這些公司能夠締造可觀的回報及現金流，但在考慮全部持份者時，其業績未必可以完全反映營運成本：在礦場深處工作的礦工所受的健康影響；鑑於廢料管理系統不善而造成的水源污染和中毒等。如果這些行業被迫解決業務造成的問題時，其表現將顯著下降，一如美國化工公司在30、40年前的情況。當政府修改法例，要求這些公司為所產生的廢料支付清理費用時，其業務利潤將在一夜之間下跌。基於相同原因，我們不會投資於煙草、博彩或武器製造商，因為如果它們必須關注層面更廣泛的持份者時，其基本商業模式將備受考驗。

## 前景展望

縱使新興市場及全球經濟的短期前景疲弱，但我們仍然看好持股的長期前景。匯率波動、貿易局勢緊張及地緣政治風險升溫等阻力或會暫時持續，但我們認為這些只屬過渡因素，最終可望回穩。

然而，我們經常遇到一個與投資風格有關的問題：若市場對所謂「價值股」作出更明顯的重新配置，將對我們的投資組合表現有何影響？首先，我們認為「價值」對比「增長」的區分方法流於冗餘。正如不少前輩指出，增長是企業價值的基本部分，而不是單獨看待的因素。「價值投資」一詞對我們沒有重要意義；根據主流定義，價值投資是指買入以會計指標（例如市盈率或市賬率）計算看來估值偏低的公司，並避免買入以相同方式計算看來估值偏高的股票。不過，這些指標通常無法充份反映企業的真正基礎價值。因此，我們認為這個方法不能判斷投資者能否真正獲得投資價值。

言歸正傳，我們並非特別關注相對風險。若一家公司的長期基本因素缺乏吸引力，又或我們認為一致性不足（不論有否指數代表性），我們便不會進行投資，即使這個決定導致我們在短期落後於大市。雖然「憧憬」可能暫時勝過「經驗」，但我們質疑「價值型公司」（例如：中國的國有銀行）能否在短期內成為高複利回報的公司，而不會出現資產質素問題。同樣道理，韓國大財團亦不會無故以公平和具透明度的方式對待少數股東；處於價值鏈下方的亞洲硬件技術公司也不會建立競爭優勢，使之適合長期投資。

另一方面，我們的持股具備強勁競爭優勢、穩健資產負債表和增長機會，長線應能締造吸引的風險調整後回報，儘管全球環境將帶來更大的挑戰。雖然如此，無人能夠知道這些「由下而上」的基本因素能否反映於短期的股價表現。

我們在本期通訊分析了本策略投資者可能感興趣的主題。歡迎各位提出任何有關本策略、投資方式或營運情況的查詢或意見反饋，感謝您的支持。



#### 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。有關資料來自首域投資（「首域」）認為可靠的來源，而且在發表本文件時為準確的資料，首域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。首域、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。未經首域投資預先同意，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。

本文對具體證券的提述（如有）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基金組合的部份持倉，而持倉可能作出變動。

於香港，此文件由首域投資（香港）有限公司發行，並未經香港證監會審閱。首域投資及首域盈信資產管理是首域投資（香港）有限公司的商业名稱。首域盈信資產管理標誌乃為 MUFG（定義如下）或其聯營公司之商標。

首域投資（香港）有限公司及首域投資（新加坡）是 First Sentier Investors 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。First Sentier Investors（包括不同司法管轄區內的多間公司）在澳洲營運並以首域投資在其他地方營運。

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。