

## 客戶通訊

# 首域盈信全球新興市場 股票快訊

2021年9月

### 概要

自上期通訊後，全球市場動態活躍，當前的市場瘋狂行為再次使投資者猶如坐過山車。近日的大市調整有別於2020年3月市場低迷時期的連串走勢，其中，中國相關公司的股價變化格外突出。不過，在經歷了長達一年至年半的投機熱潮後，市場終於開始回復正常。

在家工作或在家消費概念股正逐漸反映更合理的預期股價，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，收復部分失地。

阿根廷的Despegar及墨西哥的Alsea便是企業浴火重生的例子。該兩間公司是我們投資組合中最受疫情打擊的企業，主營業務分別是旅遊及餐廳服務。在疫情期間，我們與Despegar及Alsea的管理團隊保持定期溝通。儘管市場需求未必可於一年後恢復至疫情前水平，但兩間企業削減成本帶來的巨大經營槓桿優勢推動了利潤率反彈，遠遠超過收入增長。Despegar及Alsea均預期利潤率會持續上升，我們亦看好兩間公司的盈利能力再上一層樓。

接著，我們將會討論回顧期內投資組合最重大的變化，並介紹我們對新興市場的整體觀察結果。

### 新投資對象

我們留意所投資的每間企業是否具備獨特的競爭優勢，而這些優勢往往與價格或成本因素有關。

根據以往經驗，價格優勢長遠會較成本優勢更易維持，可是後者同樣能夠保障回報，尤其是當企業透過規模經濟效應或可擴展的業務流程建立優勢時。

以印度的Syngene為例，這間公司便是受惠於成本優勢的企業之一，亦是我們新加入投資組合的第一間公司。

#### Syngene

Syngene是印度首屈一指的醫藥企業，其從事具備吸引力的全球研發外判業務，為世界各地的醫藥公司提供綜合研發服務。我們於多年前便開始留意及觀察Syngene，並相當欣賞其高級管理團隊的經營能力及焦點策略。目前Syngene由英國企業家Jonathan Hunt所領導，而且是擁有其70%控股權益的Biocon Group一部分。Biocon以享負盛名及目光遠大的Kiran Mazumdar Shaw女士為首，她於1994年創立該公司。

一般來說，全球醫藥企業的研發預算每年平均增長率約為5%<sup>1</sup>。Syngene及其他綜合委託研發服務商持續提高研發預算佔比，將為客戶帶來多方面的好處，理由是研發服務商專心經營特定領域的研發業務，便能夠以較低成本提供專業知識，加快產品上市。另外，隨著多間輕資產模式的新成立中小型生物科技公司冒起，外判研發服務的市場日漸擴大，有助生物科技公司獲取專業知識及加快擴展速度，同時控制成本及減低經營風險。

研發外判價值鏈可以大致分為三個垂直領域，分別是探索、開發及生產。Syngene向來專注於探索及開發業務，現時已於該兩個領域成為印度最大的企業。自2016年起，Syngene更開始將生產業務加入服務組合，致力發展成完善的委託開發及生產組織（CDMO）。從客戶的角度來看，該類組織所需的交接點較少，能夠節省更多成本及帶來協同效應，導致其大受歡迎。有鑑於此，我們相信Syngene的業務整合措施對未來的業務增長相當重要。

Syngene的客戶包括多間主要跨國企業，例如百時美施貴寶（Bristol Myers Squibb）、葛蘭素史克（GlaxoSmithKline）、賽諾菲（Sanofi）、強生（Johnson & Johnson）、默克藥業（Merck）及聯合利華（Unilever）。Syngene亦為百時美施貴寶、百特醫療（Baxter）及安進（Amgen）等經營專屬的研發設施。過去五年，Syngene的客戶總數由256名增加至超過400名，年均複合增長率達到10%，同期的每名客戶收入亦由4,200萬印度盧比上升至5,400萬印度盧比。

<sup>1</sup>資料來源：Evaluate Pharma

Syngene 的市佔率急升有賴兩項獨特優勢。首先，印度的科研人員薪酬較擁有相似資歷的中國科研人員平均低出 40%，並較歐美同儕最多低出 70%，因此第一項優勢與成本結構有關。此外，Syngene 還有另一項優勢，那就是在客戶同樣重視的研究質素、研究可信度及研發人員生產力上領先其他服務供應商。Syngene 不斷吸納新客戶，並且獲得百時美施貴寶、默克藥業及百特醫療多次延長合約，足證其服務質素之高。

以上優勢很自然地反映於 Syngene 的利潤及盈利表現中。Syngene 的經營利潤率高達 20%，可謂冠絕業界。即使公司發展垂直整合型生產業務所投入的資產多於傳統的探索及開發業務，我們還是相信生產分部的較高利潤率足以抵銷相關影響。選擇垂直整合型服務的客戶銷售額增加，估計會提高 Syngene 的經營槓桿及盈利能力。在各項因素下，預期未來五年公司的投入資本回報率將會增長一倍。當前的市場滲透率仍然極低，每年增長率有望達到 10%，我們相信這些有利條件將進一步推動 Syngene 的現金流增長，使其長遠升幅值得期待。

### Prosus

我們新加入投資組合的第二間公司，是從南非企業 Naspers 分拆而成的 Prosus。在 20 年前，Naspers 買入騰訊的 32% 股權，引起市場關注，時至今日，當時投資的 3,200 萬美元已經增長至 1,900 億美元，年均複合增長率高達 54%！目前，Prosus 依然持有騰訊的 29% 股權，與我們去年對騰訊的投資相得益彰。下文我們將會討論投資於 Prosus 的理據，但首先我們會簡單概括一下買入騰訊的理由，原因是這兩者互有關連。

我們觀察騰訊已有多多年，直至去年的疫情拋售潮期間，我們才將其加入投資組合。

## 事實上，我們早就應該買入騰訊，錯過騰訊可算是我們投資策略成立以來最大的錯誤。

我們曾經以為，作為一間遊戲公司，騰訊的估值過高，按照大數定律，其基本勢必受到影響，使得股價大跌。然而，就算騰訊的遊戲分部放緩，公司依舊維持出色的盈利能力。另外，騰訊還拓展遊戲以外的市場，成為中國數碼經濟的發展基礎，令我們後悔莫及。

騰訊由馬化騰於 1998 年創立，之後他繼續擔任行政總裁及持有大量股份。騰訊的核心精神圍繞著不斷實驗及持續嘗試新事物，除了在 2000 年代中期發展遊戲業務外，公司亦早就將自行開發的「QQ」聊天程式從電腦平台移植至智能電話上，並於 2011 年利用該次經驗開發微信（即 WeChat）應用程式。微信 / WeChat 普遍被視為全球首個「超級應用程式」，每日的活躍用戶量超過 12 億。

相比之下，WhatsApp 也稱得上是全球用戶最多的通訊軟件，可是直至現在尚未能帶來明顯利潤。騰訊的成功之處是利用了通訊應用程式建立的龐大網絡效應，並且開發其他功能以賺取收入。微信不僅可以用於通訊，更內置社交媒體應用程式（朋友圈）、付款應用程式（微信支付）及其他多項

服務，例如召車、電商及串流服務等。各項功能結合而成的生態系統產生極強大的網絡效應，形成較高的進入門檻，有助於保護微信的利潤池。

騰訊的另一項成功關鍵與其資本配置有關。微信及超級應用程式日益流行，開始為騰訊提供寶貴的用戶喜好資料，以便其率先發現新趨勢，再據此投資於最具潛力的業務上。騰訊先後投資的多間高利潤企業（例如京東、美團、拼多多及快手）便是最好的例子。騰訊的投資會帶來兩方面的好處，首先，這通常會有利投資對象在生態系統中佔據較佳位置，大幅提高其成功機會。第二，不少初創企業都歡迎騰訊注資，為騰訊的長遠價值增長提供了極大的推動力。

我們相信，騰訊就像其他主宰市場的企業一樣，具備驚人的盈利能力。過去十年，騰訊的整體經營利潤率超過 24%，估計同期的自由現金流突破 1,000 億美元。騰訊將大部分的自由現金流用於多項投資，我們相信各項投資於該段期間產生了同樣吸引的回報。

最近五年，騰訊的三大業務，即遊戲、社交媒體及廣告，分別佔銷售額的 32%、22% 及 17%，年均複合增長率分別為 22%、35% 及 36%。我們預期，未來增長將主要來自廣告及企業服務（小程序）分部。考慮到騰訊在我們認為滲透率低的市場中佔據領導地位，往後五年的增長率可望維持於接近 20%。

綜上所述，在去年剛爆發疫情時，我們很高興看到騰訊出現拋售潮，並且決定趁機入市。之後，我們亦於今年初買入 Prosus，下文將會討論我們的投資理據。

Prosus 是一間消費者互聯網集團，而且是全球其中一間最大的科技投資者。該公司於南非及荷蘭上市，絕大部分資產集中於新興市場。Prosus 於騰訊擁有 29% 股權（當前市值為 1,900 億美元），並且持有許多間上市公司的股份，例如俄羅斯社交網絡 Mail.ru（28%）、跨國外賣平台 Delivery Hero（27%）及網上旅遊平台攜程（6%）。假如不計及騰訊，Prosus 的上市公司組合總值達到 120 億美元。此外，Prosus 還在新興市場擁有多間龍頭企業，當中涉及三大核心業務分部，分別是外賣服務、網上分類廣告及金融科技，估計其未上市企業的現值約為 450 億美元。

在疫情下，市場對 Prosus 的外賣業務需求暴增，有利公司於多間企業的投資表現，包括印度數一數二的外賣服務商 Swiggy、拉丁美洲企業 iFood 及業務遍佈 40 個國家的 Delivery Hero。然而，Prosus 最吸引我們注意的地方，還是其網上分類廣告及金融科技分部。Prosus 擁有多間全球最大的網上分類廣告企業，包括巴西的 OLX Group 及俄羅斯的 Avito。這些公司的年度銷售額達到 12 億美元，過往多年的年均複合增長率均超過 20%。正如發達市場上的網上分類廣告同業（例如 Zillow、REA Group、Seek、瑞利利控股（Recruit）、Autotrader 及 Auto1 Group）一樣，Prosus 所投資的公司具備網絡效應所帶來的強大及持久護城河優勢，並且採用輕資產業務模式，一般能夠產生巨額的自由現金流。

於 Prosus 旗下的金融科技企業中，最重要的資產當屬其持有 99% 股權的 PayU。在近日收購了印度最大的付款處理商 BillDesk 後，PayU 於當地經營大量業務。由於印度的市

場缺乏組織，金融科技企業可以把握重大機遇，在銀行及市場之間充當橋樑，協助推廣商業及信貸業務。

對 Prosus 來說，騰訊的成功是絕無僅有的例子。幸好，這些年來，Prosus 的其他投資也取得了不錯的成績。於 2008 年至 2020 年間，Prosus 的管理團隊將資金的內部回報率維持於 20%（不計及騰訊），並沽出了多間知名企業，包括印度的 FlipKart 和 MakeMyTrip，以及波蘭的 Allegro 等。雖然各種長期利好因素是不少投資對象取得強勁回報的關鍵，但管理團隊的豐富資本配置經驗及無可比擬的出色往績亦功不可沒。

Prosus 所投資的未上市企業持續升值，這當然是個好消息。另一方面，我們亦留意到該公司的股價遠低於其資產淨值。儘管在我們買入股票後，Prosus 的股價與資產淨值之間的差距已經微收窄，直至執筆之時，公司的總市值依然與其持有的騰訊股份市值相差無幾。

換言之，如果買入 Prosus，便等同在買入騰訊後，免費獲得新興市場上最優質的資產（例如在總人口達 10 億的印度市場中稱霸分類廣告行業的 PayU），另加一隊擅長搶先發掘新趨勢及建立龐大業務的團隊。由此可見，這絕對是我們不能錯過的機會。

有人可能會說，控股公司通常在出現折讓問題後難以消除。我們不打算否定傳統智慧，只是控股公司折讓問題的常見成因（例如資本配置欠佳或不良稅務影響）無法解釋 Prosus 的情況。事實上，就像上文所述，多年來 Prosus 都維持著不俗的資本配置能力，而從稅務角度來看，公司以控股公司的形式經營，要是決定沽出任何持股，將毋須繳納資本增值稅，可見兩項理據均不成立。

另一個我們需要考慮的重要問題，是法規對騰訊的影響和對 Prosus 造成的間接衝擊。我們無法斷言未來的監管趨勢，不過我們注意到騰訊與監管機構保持著良好關係，並且一直未雨綢繆。舉例來說，當局於 2018 年收緊規定，以打擊青少年遊戲成癮問題，而騰訊早於一年前便推出了遊戲健康系統，故此受到較少影響。此外，騰訊的創辦人馬化騰亦保持低調作風。他素有謙虛務實之名，並持續回饋社會。即使騰訊規模龐大，市場普遍認為政府會對其施以罰款。

但在我們近日與騰訊的管理層對話後，我們有信心公司可以應付任何監管行動，同時維持長期的增長及盈利能力。

最後，有人可能會質疑我們是否有需要長期持有騰訊及 Prosus 兩間公司。就目前來說，我們會保持開放態度。假使 Prosus 的股價與資產淨值之間的差距大幅收窄，或者公司的股價更充分地反映其未上市投資對象的價值，那麼我們便有理由沽出股份，或將部分資金投資於騰訊。然而，在此之前，我們暫時仍會將 Prosus 及騰訊視為新興市場上的兩大頂尖企業，並且繼續持有兩者的股份。

## 沽出的投資

於回顧期間，我們沽出印尼的 Indocement 及中國的前程無憂。Indocement 是海德堡水泥（Heidelberg Cement）的附屬公司，並且是印尼第二大的水泥製造商，市佔率達到 26%。至於前程無憂，則是中國首屈一指的職位搜尋平台。

### Indocement

水泥產品的潛力不低，問題是，只有在對手較少的合理競爭環境及有利的法規下，企業才能獲利。過往，我們看好 Indocement 的原因在於水泥行業由少數公司控制，當中的霸主 Semen Indonesia，連同 Indocement 及 Holcim Indonesia 合共控制 80% 以上的市場，可以為行業帶來可觀回報，而且對 Indocement 格外有利。以 2010 年至 2015 年期間為例，Indocement 的平均已動用資本回報率便高達 43%，可以說是我們見過的水泥公司之中最出色的一間。然而，隨著水泥行業的利用率達到 90%，市場於 2015 年起開始擴大產能，吸引新晉業者開設新廠房，當中包括中國的安徽海螺水泥。在 2015 年至 2020 年間，水泥行業的總產能從 7,500 萬噸上升至 1.2 億噸，導致水泥企業的盈利能力銳減。其後，監管機構介入及遏止產能大幅增長，我們以為有關措施將會帶動水泥企業的回報及盈利能力顯著回升。

當時，我們相信水泥行業前景理想，並買入了 Indocement，可惜我們的預測未有成真。水泥行業需要投入大量資本、固定成本較高，而且水泥與商品相似，企業往往會利用邊際成本較低的特點展開價格戰，以提高市佔率及擴大規模。在疫情下，水泥需求暴跌，令價格增長未能追上成本升幅，拖慢水泥企業的利潤率復甦。縱使我們已經作好長期持有股份的準備，考慮到行業結構帶來的新挑戰，我們認為於 Indocement 的投資難以賺取吸引的中期回報。

巴菲特說過：「若然你發現自己身處一艘不斷漏水的船上，那麼，花功夫換一艘船可能比賣力填補漏洞更為可取」。鑑於 Indocement 的情況，我們決定聽從他的建議，沽出手上的股份。

### 前程無憂

曾幾何時，我們以為前程無憂會在職位搜尋行業一直獨佔鰲頭。前程無憂擁有全國最大的履歷及招聘廣告資料庫，並佔據每年新就業人士市場的一半，這有助其吸納更多企業客戶，令我們相信公司可以維持強大的網絡優勢。我們亦曾經與前程無憂的創辦人對話。他以行政總裁的身份積極參與業務，而且具備遠大的目光，計劃進軍人力資源服務市場，從而擴大業務規模及提升抗逆能力，這對我們來說極具吸引力。

不過，在 2020 年，情況開始出現變化。首先，前程無憂的最大競爭對手智聯招聘（由澳洲知名企業 Seek 所控制）用戶量激增，有望後來居上。然後，前程無憂與少數投資者之間的溝通明顯轉差。在一間私人股權投資公司提出收購要約之際，前程無憂剛好停止披露用戶指標，拒絕與投

資者對話。最後，新出現的競爭者 Boss 直聘逐漸引起我們的注意。該公司的平台技術領先程無憂，並開始錄得明顯增長。雖然我們認為 Boss 直聘尚未構成重大威脅，我們還是對其崛起感到憂慮。

面對現有及新競爭者帶來日益巨大的壓力，加上管理層無意與投資者溝通，我們決定沽出程無憂的股份，並將所得款項投資於信心及能見度較高的企業。

## 投資組合的重大增持

趁著近期股價疲弱的時機，我們在過去六個月增持了中國的京東和埃及的 Commercial International Bank (CIB)。在今年較早時，京東受到監管機構行動觸發的拋售潮所影響，可是我們相信公司與騰訊一樣能夠控制監管風險，故而利用股價調整增持股份。京東是我們投資策略的五大持股之一，下文將會進一步分析該公司及我們的投資理據。

### 京東

京東是中國第二大的電商企業。於 1998 年，劉強東創辦京東，其後一直擔任行政總裁及持有大量股份。京東經營直銷（「第一方」）及交易平台（「第三方」）業務，並建立了覆蓋全國的配送基建。作為電子產品及白色家電龍頭，京東近年亦積極發展快速消費品及其他一般商品業務。

在零售行業中，企業需要滿足三項特定標準才能邁向成功，這三項條件分別是：價格、便利性及產品選擇。企業面對的要求歷久不變，但消費者的標準卻隨著時間變化。過往，零售商只要維持價格競爭力、在鄰近客戶的地點開設店舖，並且輕微超越競爭對手的規模及產品選擇，便能傲視市場。

**時移世易，如今的頂尖零售商必須在價格上擊敗全國（甚至全球）的對手、保證即日送貨，而且提供數以百萬計的產品選擇。在 15 或 20 年前，大概只有最一線的大城市才能滿足以上要求。**

傳統實體零售商眼前的重大挑戰，是無法調整業務以應付客戶不斷變化的要求。這些企業未能適應新時代的網上渠道，不單便利性大打折扣，更會流失市場佔有率。在傳統的成本結構所拖累下，規模經濟產生的成本優勢及經營效率亦會受損。當企業無法達成其中一項成功條件時，只要另外兩方面的表現持續改善，企業尚能力挽狂瀾，美國大額零售商好市多 (Costco) 的「規模經濟分享」框架便是一個好例子。不過，要是企業同時在一至兩方面表現欠佳，而其他方面未見改善，便可能會出現嚴重後果，這正是最近十年傳統零售界一片愁雲慘霧的原因。與此相反，如果企業能夠滿足全部三項條件，將有望像亞馬遜及剛上太空的貝索斯般一飛沖天！

作為中國最知名的零售商，阿里巴巴素有「中國版亞馬遜」的稱號，只是我們向來對此抱持著懷疑態度。亞馬遜在上述的三項成功要素中表現出色，反觀阿里巴巴僅是在產品選擇一環領先，而我們甚至認為阿里巴巴在這方面的優勢正在收窄。阿里巴巴缺乏直銷業務（即所謂的「第一方」業務），這正好是京東的強項。

從一開始，京東便重點建立價格、便利性及產品選擇優勢。在成立初期，京東的核心業務定位是以最低價格出售正版正貨的消費電子產品。在假貨氾濫的國家，提供產品質素保證無疑是有效的策略。另外，透過在網上經營業務，京東亦能大幅削減成本，以彌補規模較小的缺點，提升與主要實體零售店競爭的能力。京東推行的直銷模式及專注經營的消費電子產品業務，同樣是公司早期成功的關鍵。消費電子產品是存貨週轉率較高的標準化行業，適合採用較低成本的業務模式，例如網上銷售。隨著採購量增加，京東降低產品價格，藉此與消費者分享規模效應帶來的好處。此舉有助公司吸引更多客戶，同時利用龐大的規模及競爭優勢促進飛輪效應。

京東成為消費電子產品霸主後，開始採用相同策略進軍其他大型的標準化行業，例如白色家電及快速消費品領域。然而，每當京東發展主要市場時，現有業者都會以價格戰或反競爭行為還擊。幸運的是，競爭對手能夠採取的策略不多。受惠於較低的成本結構，京東可以將經營毛利率下調至現有業者的一半。換句話說，競爭對手必須降低利潤以維持市佔，或犧牲市佔以保護利潤，而兩種選擇最終都會使京東得益。

除此以外，京東的直銷模式亦較阿里巴巴等交易平台對手優勝。透過鼓勵競爭，阿里巴巴可以壓低商戶的毛利率。問題是，由於供應商眾多，阿里巴巴的業務模式無法對貨物成本施加太大的結構性壓力，導致商品價格的下調空間有限。結果，憑藉業務模式的優勢，京東每次都能在價格戰結束後成為贏家。

在京東的業務模式開始取得成果後數年，公司開始把握住成功的第二項要素，那就是便利性。當時，中國的物流基建發展才剛起步，有關送貨服務的客戶投訴佔比高達 70%。京東明白到，更快及更可靠的送貨服務是提高客戶服務質素的關鍵。為了克服物流挑戰，公司決定採取有別於阿里巴巴和其他互聯網企業的策略，著手建立內部的物流系統。就物流能力而言，現時京東的物流網絡由超過 100 個倉庫組成，當中包括 7 間配送中心及 28 間送貨中心，能夠在 24 小時內送達 90% 以上的訂單。相比之下，依賴第三方服務商的阿里巴巴只能在 72 小時內送達 90% 的訂單。我們相信，假如京東的競爭對手要從後追上，他們不單需要投入大量資金才能收窄差距，更會因過程漫長複雜而難以成事。

至於第三項要素，即產品選擇方面，京東的直銷模式已經成為標準化產品市場的主流，淨銷售額更超越五大競爭者總和，而京東的交易平台模式（「第三方」）則往往在服裝和其他長尾產品上更佔優勢。於 2010 年，京東推出較淘寶更具信譽的交易平台以對抗阿里巴巴，可惜成績未如其直銷業務。在發展初期，該平台為商戶及客戶提供的功能不足，但在京東大舉增加有關領域的投資後，問題得到解決。取而代之，京東的更大障礙來自阿里巴巴的「二選一」政策。

為了擊退京東及其他平台，阿里巴巴向主要商戶發出最後通牒，要求他們不得在其他平台上開店，否則便會限制其網絡流量。鑑於阿里巴巴控制市場，特別是服裝產品銷售，大部分商戶均別無選擇，只好從京東下架產品。不過，在中國政府針對反競爭行為的近期行動中，阿里巴巴的「二選一」政策成為了主要打擊目標，逼使該公司在今年較早時全面取消有關規定。其後，京東的交易平台業務迎來強勁銷售增長，

可見當局政策的影響。縱然京東未必能在短期內取代阿里巴巴交易平台的地位，憑藉傲視同儕的直銷業務及日益可靠的交易平台服務，京東將可為中國消費者提供包羅萬有的產品，滿足第三項成功條件。

有人可能會擔心，政府監管最近為中國數碼市場的不少新晉業者帶來問題。然而，京東一直放眼長線，致力為整個生態系統的客戶、供應商及僱員創造價值，有別於採取不良經營手法，最終損害一眾主要持份者利益的純平台企業。京東當然也有缺點，只是我們認為其業務手法的相關風險遠低於其他企業，今年當局採取的各項監管行動也印證了我們的看法。於 2021 年 5 月，監管機構針對雙十一購物節的「違規定價」行為而輕罰京東 47,000 美元後，便未有再因其他原因對公司採取進一步行動。事實上，在我們與京東管理層的上次會議中，他們提到監管機構對公司的意見正面，並不預期業務會遭到任何重大影響或罰款。

有見及此，在這次監管風波後，相信京東將可增加市佔率及減少競爭，進而提高利潤率。儘管京東的利潤表現經常受到批評，我們認為京東坐擁龐大的規模及明顯的經營效率優勢，足以領先絕大部分同業。未來數年，預期京東將能改善利潤率，以維持低成本及繼續吸引更多精打細算的客戶。同時，京東亦可放長線釣大魚，以一開始便追求短期利潤的機遇，換取更可觀的利潤率。

**換句話說，直至現在為止，京東都是選擇犧牲利潤，以建立可持續的競爭優勢，從而延長企業壽命及大幅提高未來的盈利能力。**

我們不能確定京東的股價何時會反映上述的樂觀預測，但我們仍然看好其長遠前景，並在今年較早時的拋售潮中增持股份。

#### Commercial International Bank (CIB)

在回顧期間，我們亦增持了埃及數一數二的私人銀行 Commercial International Bank (CIB)。我們在十多年前便認識該行，並且與管理團隊交流。CIB 的貸款及存款市佔率約為 6%，我們相信其中尚有巨大的增長空間。全賴高級管理團隊的風險意識及逆週期思維，CIB 於過去十年將平均資產回報率維持於 2.7% 的高水平。這段期間，哪怕埃及面對多項問題，例如阿拉伯之春、埃及鎊貶值及新冠肺炎疫情等，該行的每股賬面值年均複合增長率依然高達 20.5%。CIB 是評估信貸風險的專家，只會向最優質的企業借款（例如可口可樂等跨國公司），並將利息覆蓋率保持在健康水平（現時為 200%）。另外，埃及政府的高收益證券佔 CIB 資產

的 45%，同樣有利該行表現。CIB 的貸存比率低至 40%，在經濟復甦帶動信貸增長後，有關比率將會上升（埃及的信貸市場滲透率極低，信貸佔國內生產總值只有 37%）。

疫情拖慢信貸增長，並嚇走外國的股票投資者，導致埃及的宏觀經濟環境欠佳。近日，CIB 的主席因與央行行長長期意見不合而辭職，令 CIB 的股價急挫。我們近期與該行的行政總裁對話，了解到該行與央行之間的關係未有遭到波及，故此趁估值變得吸引時增持股份。

CIB 的投資回報率不俗，貸款組合的淨利息收益率理想，約為 6%，應會有助其延續高增長率。這二十年來，埃及經歷過不少風浪，卻無阻 CIB 為投資者帶來每年 16% 的複合總回報（以美元計），足證優質的企業能夠抵禦外界挑戰，並維持良好表現，這與我們的看法不謀而合。

## 展望

全球多國的疫苗接種計劃取得明顯進展，可是新冠肺炎疫情繼續對絕大部分新興市場構成威脅。與本年度較早時的疫情高峰期相比，印度、南非及拉丁美洲大多數國家的每日新症數目已大幅回落，不過疫情於中國和多個亞洲國家卻死灰復燃。

話雖如此，我們有信心各地的疫苗接種工作很快便能夠發揮作用。截至 2021 年 9 月，全球大約 41% 人口已經接種最少一劑新冠肺炎疫苗，總接種劑量達到 56 億，現在每日的接種人數達到 3,100 萬<sup>2</sup>。以上述速度推算，落後地區大概只需兩至三季時間便能追上領先的地區。

從企業的角度來看，我們亦相信還有不少利好因素。我們所投資的公司從事具備吸引力的行業，而且是擁有明顯競爭優勢的市場龍頭，能夠產生高投入資本回報率及強勁的自由現金流。在新興市場最優秀的管理團隊領導下，這些企業於未來三至五年將有龐大的增長空間，並且大多持有淨現金，可以輕鬆抵禦任何危機。然而，即使大部分企業的相關業務趨勢明顯轉好，其股價仍然低於長期平均值。往後兩年，預期我們手上企業的總盈利每年增長率將超過 20%，中期增長率介乎每年 14% 至 15%。縱使目前投資組合的多間非金融企業利潤較低，按照我們的估計，該類企業的總自由現金流收益率達到 3.7%，大致符合長期平均值。我們相信這是吸引的投資機遇，有望帶來長期回報。

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，我們樂意聆聽閣下的意見。

感謝您的支持。

<sup>2</sup> 擷取自：<https://ourworldindata.org/coronavirus> [網上資源] 2021 年 9 月 8 日

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。  
數據截至 2021 年 8 月 31 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。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，並可隨時予以修訂。本文件並非銷售文件，且不构成投資建議。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是首源投資（香港）有限公司的商業名稱。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。