

基金經理季度回顧

首域盈信全球新興市場股票

在投資管理行業中，投資流程與結果短期看似關係不大，可是長期而言，兩者卻是關係密切。於五年前，我們推出了首域盈信全球新興市場核心策略。之後，我們見證著烏克蘭爆發極其慘烈的戰爭、中美地緣政治緊張局勢升級、拉丁美洲的左翼政府勝出選舉引起恐慌、各國就 2019 冠狀病毒病實施防疫封城，以及於 2020/2021 年我們開始關注市場曾一度失去理智（詳情見我們的[增長陷阱](#)一文）。在此期間，我們維持採用行之有效的投資流程。我們以由下而上的方式構建投資組合，而不受指標影響；並特別重視企業的管理質素、業務質素及估值紀律。

我們一般不會於客戶通訊中評論策略的表現，不過適逢本策略推出五週年，我們認為正好是時候停下來回顧至今的成績。過去五年，本策略為長線投資者帶來 4.0%¹ 的年度化回報（以美元計，包含費用）。有關表現稍微令人失望，而且低於我們五年前的預測；但同期基準指數（MSCI 新興市場指數）的年度化回報率只有 -0.4%，故此我們仍然領先。儘管我們的絕對回報率不算理想，在這段艱難時期中，我們主要持股的營運表現不俗。事實上，未來 3 至 5 年，投資組合的預期回報也許會創下本策略推出以來的最佳記錄。

隨著我們不斷努力了解及完善投資流程，我們認為有需要反思這五年來的表現，並分享我們的得著。

「長期持有投資」比「捕捉市場時機」更重要

巴菲特經常引用上述名言，我們的策略亦奉行此項原則。我們不易找到擁有優質管理團隊的企業，而且自由現金流（或每股賬面值）持續大幅增加。當我們發掘到符合條件的公司時，我們相信最好的做法就是長期持有相關股票，不要輕舉妄動。過去五年表現最佳的十大股票中，有六間企業一直是我們的持股，我們也將另外三間企業納入投資組合長達三年左右。MercadoLibre 便是一個好例子，自本策略成立以來，我們便持有該公司。MercadoLibre 是拉丁美洲的頂尖電商企業，最近五年的銷售額增長接近八倍。然而，考慮到經營

不善的電商業務其價值可以迅速虧損，我們則重點留意其公司的現金流。而在這方面，MercadoLibre 的表現同樣出眾。於 2017 年至 2022 年間，該公司的自由現金流從 2 億美元增加五倍至估計高達 10 億美元，推動同期的股東總回報年均複合增長率（Compound annual growth rate, CAGR）達到 28%。於 2021 年，我們留意到 MercadoLibre 的估值過高，企業價值與銷售比率達到 10 倍，於是我們將部分股份套現獲利。之後，該公司的股價從高位下挫 70%，亦證明我們的決定正確。在公司的股價回落後，我們再次購回股份，並恢復以往的持倉規模。

在市況動盪期間，持有高質素企業的投資者總會面對耐心及信心的考驗。舉例來說，這 20 年來，我們的團隊都看好 HDFC Bank。該行的創辦人兼行政總裁 Aditya Puri 領導公司長達 26 年，並且創下佳績；當他退任後，HDFC Bank 經歷調整期。最近五年其每股賬面值年均複合增長率高達 20%，與以往相若，但受到短期問題影響，估值則有所下降。結果，該行的股東總回報年均複合增長率只有 12%；從絕對回報的角度來說，有關水平算是不錯，不過未來五年應有改善空間。另一個增長型企業的例子是南非銀行業龍頭 Capitec。儘管南非的宏觀經濟環境充滿挑戰（詳情見下文），過去五年該行的貸款業務利潤極高，而且擁有低成本的存款基礎（資產回報率維持於 5% 的高水平），因此股東總回報的年均複合增長率達到 12%（以美元計）。受惠於上述因素，同期該行的每股賬面值年均複合增長率達到 17.5%，支持股東回報上升。

由此可見，對於優質企業的投資者來說，時間會換來非凡成果。我們將會致力發掘適合的公司，並長期持有股份。

宏觀因素影響重大

我們的團隊長期投資於普遍認為充滿挑戰的市場。一般來說，我們會專心發掘能夠抵禦宏觀經濟動盪，甚至在此市況下實現增長的企業。縱然如此，在少數情況下，即使是出色的企業也會受到極端宏觀經濟問題所影響。在此方面，我

¹ 首域盈信全球新興市場核心策略（截至 2022 年 11 月 30 日）

們於阿根廷銀行 Grupo Financiero Galicia 的投資便能說明情況。於 2017 年，我們與該行的行政總裁及多名高級管理團隊成員開會。該行的文化獲得我們欣賞，而且業務根基穩固，先前五年的平均股本回報率達到 37%。更重要的是，該行的存款業務發展理想，佔當地所有私人存款的 11%，有利業績表現。在阿根廷選出馬克里（Mauricio Macri）擔任新總統後，市場認為該國能夠重拾輝煌，惡性通貨膨脹問題將會受控。可惜，在我們作出投資後不久，當地政治形勢急劇逆轉，政府立場開始左傾，原本日益好轉的經濟再度變得不穩定。雖然 Grupo Financiero Galicia 的營運表現不俗，強勁的貨幣不利因素依然逼使我們出售股份，並且蒙受損失。最終，該行成為本策略成立以來表現最差的企業，拖累回報減少接近 250 個基點。

我們錯誤低估宏觀經濟不利因素的另一個例子與 AVI Limited 有關，其為南非首屈一指的消費必需品企業。該公司的行政總裁重視回報，而且採取有效的資本配置方針，故此贏得我們的青睞。在我們作出投資前的 10 年，AVI Limited 的已動用資本回報率達 25%。於 2017 年至 2022 年，該公司亦成功將回報率維持於 25%。但問題是，AVI Limited 的增長未能超越貨幣貶值速度，導致收益及利潤停滯超過五年，成為我們所指的「增長欠佳的企業」。由於缺乏增長，且該公司的估值不斷下跌，最終我們沽出股份以投資於其他更具潛力的公司上。

上述例子換來沉重的代價；現在我們以更有系統的方式監察及限制投資組合對所謂「高風險」經濟體的投資。簡單來說，「高風險」經濟體就是宏觀經濟環境不利的市場。

堅守投資紀律

與此同時，在此亦會討論我們成功避開的投資錯誤。於 2020 年底及 2021 年全年，全球市場掀起數十年一遇的熱潮。不少企業紛紛上市，可是大部分公司的業務模式惹人質疑，而且財務狀況不夠清晰。同時，受惠於抗疫在家工作限制的企業經歷股價飆升，以致估值不再取決於基本面因素。在我們眼中，這段期間增長最為突出的企業大多是「增長陷阱」。有別於發展成熟的行業（例如廣告或零售）將利潤池轉移至客戶，該類企業的業務模式依賴持續的資金供應，才能填補營運虧損。不過，在犧牲利潤池以擴大規模後，他們卻無法賺取利潤。

面對上述情況，我們必須堅守投資紀律，拒絕以過高的價格買入股票。我們的團隊成功幫助我們保持腳踏實地及避免犯錯。過去數年，我們的全球新興市場策略未有參與任何首次公開發售的投資，而大部分新上市企業的股價已經跌破招股價。除此以外，我們也沒有買入業務模式存在問題，但聲稱可以賺取利潤的企業。

投資信心源於長線思維

最近三年，疫情幾乎完全主宰了我們的生活及商業活動，而且部份地區如中國的抗疫之戰仍未結束。於疫情期間，我們的部分持股同樣受到挑戰，史無前例的封城措施對企業業務造成衝擊。

舉例來說，在疫情前，墨西哥的星巴克營運商 Alsea 從未試過錄得超過 4% 的同店銷售跌幅。然而，在 2020 年第二季，該公司的銷售額卻減少了 60% 至 70%! 另一個例子是旅遊相關企業，例如墨西哥機場營運商 Grupo ASUR 或拉丁美

洲網上旅遊代理龍頭 Despegar，該類公司的按年銷售跌幅更加嚴重，達到 95%。我們持有的金融服務企業，例如印度私營銀行 HDFC Bank 或 ICICI Bank 亦遇到史無前例的狀況，那就是於 2020 年四月至五月，印度實施全國封城，使得銀行無法肯定大部分借款人能否支付利息。

有見及此，我們退後一步並對我們的持股作出深入檢討。我們致電多間企業的管理團隊，重新評估公司的業務表現。好消息是，在展開有關工作後，我們對所投資企業的長遠發展更有信心。我們的投資對象大多是所屬行業的市場龍頭，假如連這些企業也陷入困境，他們的競爭對手情況只會更差。當我們與企業溝通後，我們逐漸明白到，當封城措施最終結束時，我們所投資的企業將迎來市佔率更大的增長，而所面對的競爭亦會減少。此外，鑑於各大企業著力削減成本（透過重新磋商租賃協議及供應商合約、專注於改善效率），在經營槓桿效應下，該類企業將可提高利潤率，甚至超越疫情前的出色表現。換言之，即使疫情早期帶來了巨大的挑戰，我們依然嘗試放眼長線，成功發掘出具有吸引力的低價股，特別是印度的私營銀行和拉丁美洲的餐廳及旅遊公司。

總括而言，這段動盪時期使我們保持警惕，同時測試了我們對所投資企業長遠潛力的信心。現在，我們將會靜待投資策略在日後帶來豐厚的回報。

嚴格遵守投資流程

展望未來，我們對現時的投資團隊及投資流程充滿信心，並將繼續重視保本及可持續增長的簡單原則。首域盈信投資團隊成立三十多年，我們不斷完善投資流程，從各項慘痛的錯誤中汲取教訓，並從中提升流程成效。未來五年，我們將面對全新的局面及環境，而我們亦會繼續致力為客戶帶來可觀的回報。

過去五年，本策略的持股數目及投資集中度未有太大變化。我們持有的企業維持穩定的已動用資本回報率，反映業務質素保持良好。隨著疫情緩和及經濟復甦，特別是中國及印度的情況改善，我們所投資企業的普遍盈利預測好轉，預料增長前景正面樂觀。

首域盈信全球新興市場核心策略	2017 年 十一月 30 日	2022 年 十一月 30 日
持倉數目	37	41
二十大持股 %	71%	73%
淨債務權益比率中位數（不包括銀行）	9%	-16%
加權平均已動用資本回報率（%）*	21%	22%
加權平均 2 年預期每股盈利年均複合增長率**	11%	21%
加權平均預測市盈率**	22.4 倍	23.2 倍

資料來源：首域盈信資產管理、彭博

*GICS 金融企業的股本回報率及其他投資組合公司的除稅前已動用資本回報率（即除息稅前盈利 / 已動用資本）

**以彭博的普遍估算為基礎

整體來說，我們非常看好首域盈信全球新興市場核心策略的未來發展，相信後市表現將一片光明！

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，我們樂意聆聽閣下的意見。

感謝您的支持。

附錄

此為 2018 年第一季首份客戶通訊的第一頁。儘管我們的名稱從「首域全球新興市場核心策略」改為「首域盈信全球新興市場核心策略」，本策略的核心特徵維持不變：

引言

此為半年度更新的首域全球新興市場策略通訊第一期。我們將在通訊中討論我們的投資方式、理念、流程及我們認為與投資者相關的其他事宜。我們一直歡迎閣下向我們提出任何問題，但由於我們的投資方向屬長線，我們選擇了以此半年度形式的通訊。若以經常性的報告形式（不論每日、每周、甚至每月），我們通常鮮有新資料匯報。

因此策略於二零一七年最後季度成立，我們這首份股東函件為我們提供了一個很好的機會來描述自己的投資理念，亦可讓投資者理解未來對我們的期望。我們亦將討論策略定位及我們投資取向的部分內在偏重。最後，作為這半年度通訊的特點，我們將強調部分投資的公司並對其規劃我們的投資主題。

基本原則

為要將我們的投資策略及定位具體化，我們需要闡述我們的長期目標以及指我們策略的部份原則。首先，我們的目標是投資於我們可在新興市場物色的出色企業，以為投資者創造吸引的絕對回報。我們預計，此策略經扣除成本後其回報在三至五年投資期內將高於可資比較市場。

其次，若有人談論投資管理的競爭優勢，我們認為具長期投資眼光是必要元素之一。對我們而言，投資並非試圖預測股票在下個月或下個季度是升還是跌，而是一項非投機性活動，過程旨在參與我們認為最優秀的公司所能產生的長期價值創造過程。

第三，我們投資程序的關鍵一環是我們如何界定風險，我們將之定義為永久損失投資者資金的可能性。因此，我們從公司層面而非參照指數判斷風險，故在構建投資組合時，不會由基準起步。我們不認為基於市值的指數能充分反映市場上具吸引力的長期投資機會。此函件中所提述的指數僅供參考或提供參照我們表現的背景，而非明確基準。

第四，就策略的地區分佈而言，我們通過對新興市場的界定力求擴大（帶有一定主觀性）MSCI的分類，納入在分類為邊境市場國家上市的公司。例如，我們不明白為何巴基斯坦會被界定為新興市場國家而越南則被界定為邊境國家。然而，我們不會投資於僅在新興市場經營部分業務的已發展市場公司，因為我們希望僅購入其專營業務明確專注於新興市場的公司。

最後，我們將基金的持股上限設為45隻股票，持股總數通常介於40至45隻。該項相對集中的投資方法有助降低過度分散的風險，而嚴格的上限則構成一護城河，確保投資高信念投資目標。

我們的目標

我們的投資理念是建基於一個簡單的理念，即創造財富的最佳方式是長期擁有出色的企業。最值得擁有的出色企業應做到在維持高回報的情況下可運用大量資金，並由優秀人才管理。在我們的團隊中，我們稱該等企業為結構綜合體(structural compounders)。結構綜合體的典型特徵表現為：擁有高於平均的銷售增長及定價能力、並有強勁的現金流及資產負債表、出色的管理團隊，以及最好具備高行業門檻及可預測／穩定的競爭動力。

一般來說，該等結構綜合體可在世界上發展中地區的領先消費、金融或工業公司中發現。在這些國家中，眾多商品及服務不僅滲透率低，足以利好的長期需求，而且，該等國家的高度隨意性環境亦大幅增高門檻。它們可促進一個良性的競爭環境，允許眾多佔主導地位的公司（具品牌、分銷或規模優勢）產生高額利潤，並會因而產生強勁自由現金流，從而為該等企業擁有者帶來高回報。

不過，我們投資流程的一個關鍵特徵是不僅會評估所持公司的品牌優勢，亦會評估營運及控制公司的人才。雖然一家公司的財務表現在許多情況下更依賴行業質素而非管理質素，但疲弱或未能合作的管理團隊或不誠實的控股股東可摧毀任何投資案

例。故此，我們在管理團隊中首重的品質是管理能力 — 我們不會容忍涉及管理層誠信及合作的不確定性，而我們尤其看好能平衡所有權益相關者（包括環境及整個社會）利益的管理人（如執行團隊對一系列權益相關者敷衍了事，很可能會在涉及投資者長期利益的事務上也採取同樣態度）。其次，我們會尋找上佳的資本分配者 — 擁有長期理念及有時具反週期思維的獨立思考者。最後，不能否認，也的確無形的是我們也在尋找合適的文化 — 管理團隊能吸引及挽留僱員，且在內部招募高級管理層職位方面具有良好往績記錄。

投資組合

我們專注於複合型企業導致在投資組合上有些自然偏重。儘管投資組合主要是通過由下而上方式構建，但我們主要集中於幾個大類別中尋寶，當中我們幾個較重視的類別如下：

主導消費特許權企業，高質素金融公司，現金流生成工業公司，以及「局外人」CEO。我們將在下文逐一闡述。

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 2022 年 11 月 30 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。