

基金經理季度回顧

首域盈信全球新興市場股票

考慮風險

愛因斯坦說過一句名言：「能夠計算的事，不一定重要，重要的事，不一定能夠計算。」(Not everything that can be counted counts and not everything that counts can be counted.) 這句話於大多數情況下都是事實，不過在管理風險時更是如此。在現實世界中，不同人對風險管理的理解各異，可是近期的俄烏局勢正好說明了，只將目光放在偏離基準的部分，或專注於過往的股價變動（即所謂的「波幅」），並不能有效地衡量損失資本的實際風險。

投資者可能因各種原因而損失資本，但我們必須清楚區分暫時和永久的資本損失。對投資者來說，暫時損失資本不是新鮮事。企業每日的價格變化並非由於基本面改變所致，而是源於市場參與者對企業的估值輕微變動。我們都怕看到資產價格不時下跌，幸好，這通常不代表企業的基本價值有變，長線投資者反而應該將此視為買入資產的好機會。

另一方面，永久的資本損失更值得我們擔憂。該類資本損失的常見原因包括企業的管理團隊欺騙投資者或作出損害價值的資本配置決定、企業的競爭優勢消失導致業務轉差，或投資者高價買入本來屬優質投資的企業。永久的資本損失會令投資者徹夜難眠，而我們的投資流程剛好能夠協助識別及避免這些損失。

我們奉行審慎保守的投資理念，並會花大量時間識別可能出現問題的地方及制定風險防範策略，不會只關心如何追求投資成果。作為最重要的第一步，我們會先評估潛在投資對象的管治標準，例如研究企業的歷史及主要轉捩點，藉此認識公司的文化。我們通常會觀察企業是否任人唯賢，還是限制僱員升遷，以便家族成員獨攬大權。我們也會留意企業有否在商業週期的高峰孤注一擲，或在市況變差時犧牲少數股東的利益。

遺憾的是，企業的年度報告及新聞報導只能提供有限資訊。相比之下，我們更喜歡拜訪企業及進行面對面的會議，以了解企業的文化。我們會花時間與企業的管理團隊討論長遠的問題，例如企業的策略、資本配置、繼任規劃、專業化發展、董事會質素及環境／社會影響。從企業的回覆中，我們往往能夠獲得最有用的資料。順帶一提，我們很高興看到不少國

家逐步放寬旅遊限制，讓我們得以重新展開研究之旅，再次與各間企業會面。

我們的另一個關注重點是企業的利益取向。我們留意的常見危險訊號包括公司架構是否過分複雜、企業是否採用同股不同權制度、上市公司是否控股股東的主要收入來源、企業使用哪些關鍵績效指標及激勵計劃能否促進長遠發展，以及企業是否具備優質獨立的董事會，從而確保充分的監察及制衡。多年來，我們的投資組合從未買入過任何俄羅斯公司，其中一個重要原因便是當地企業的利益取向令我們感到不安。我們發現，俄羅斯公司普遍採用過分複雜及缺乏透明度的擁有權架構，企業擁有人與政府官員之間存在明顯的利益交換關係。此外，俄羅斯企業亦可能刻意地委任質素欠佳的獨立董事，使得我們對這些公司避之則吉。

我們減輕風險的第二個重要步驟，就是專心投資擁有穩健業務基本面的優質企業。查理·芒格（Charlie Munger）曾經半開玩笑地說過：「我只想知道自己會死在甚麼地方，這樣我就可以永遠不去那裡。」(All I want to know is where I'm going to die so I'll never go there.) 這句話同樣適用於投資世界。如果我們知道哪些投資會產生虧損，就能避開質素欠佳的企業及搶佔先機。這也解釋了為何我們會從擁有長期利好因素及明顯競爭優勢的企業入手，以發掘適合的投資對象。投資本來就不容易，我們當然不想為自己增添難度。創造性破壞業務興起，加上各行各業的入行門檻不高，除非企業能夠找到方法保護現有的利潤池，否則將可能被競爭對手取代。有鑑於此，我們會專心發掘能夠長期維持利潤池增長的企業。

目前，全球新興市場的投資範疇中大概有 160 至 180 間企業。不過，我們不能對這些公司的前景太過放心，而是應該不斷思考可能出現的問題。在這方面，事前分析能夠發揮重要作用。例如，我們可以問，有甚麼因素會令企業在 10 年內跌至毫無價值呢？假如現在要開展相同的業務及提供一樣的產品或服務，我們需要符合甚麼條件呢？我們能夠用錢迅速達成這些條件嗎？這些公司為何不會像 2007 年的諾基亞（Nokia）一樣，或重演 eBay 與亞馬遜（Amazon）之爭呢？考慮到上述的問題，我們在多年前沽出了中國醫藥零售商益豐藥房。雖然該公司擁有良好的管治質素及理想的業務

基本面，但我們日益憂慮網上醫藥零售商帶來的威脅，並擔心其對益豐長期利潤率和回報造成的影響。

在分析企業的基本面時，我們亦會評估環境及社會風險。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。透過分析企業希望推行的最佳環境、社會及管治措施，以及有關願景與投資者和擁有人的利益是否一致，我們能夠充分了解公司可能面對的可持續發展危機。舉例來說，在數年前，我們分析過中國的課後補習行業，並相當關注主要業者收費及利潤率高企的問題。當時的爭論圍繞著社會競爭激烈，導致行業出現剝削現象，同時對家長及學生造成壓力。在全面評估風險後，我們決定避免投資於該行業。之後中國打擊補習市場，證明了我們的決定正確。

我們減低風險的第三步是分析企業的財務質素。企業的業務基本面及管理層的決策會影響財務狀況，所以我們會觀察兩者之間是否存在差異。要是行政總裁的言論與財務報表所反映者不符，我們將以財務報表為準。舉例來說，企業的槓桿過高便是值得投資者慎重對待的危險訊號，原因是借入債務以提高回報看似是不錯的選擇，但實際上卻會減低企業的經營安全邊際率，令公司在面對壓力時無計可施。另外，企業就折舊政策、存貨估值、營運資金賬齡確認及壞賬撥備使用過分進取的會計處理方式，或錄得負自由現金流/產生極少量自由現金流都是財務質素欠佳的跡象，往往會令少數投資者繳羽而歸。截至 2022 年 4 月 30 日，在首域盈信全球新興市場投資組合中，77% 的非金融業持倉於資產負債表內擁有淨現金。

儘管估值分析通常只是我們作出投資前的最後一步，這一步卻是我們風險管理流程不可缺少的環節。在此過程中，我們會格外提防「增長陷阱」及「價值陷阱」。在追求自由現金流增長之餘，我們也明白其他形式的增長未必能夠創造價值，近年發展迅速的網約車、金融科技及外賣行業便是一個好例子。華爾街投資者喜歡追捧高增長的企業，市場失去理智往往是災難的開始。就像駕駛汽車一樣，車速越快，我們便越難預測轉角後的情況，最近的市場發展又再次說明了這一點。

我們亦同樣警惕「價值陷阱」，即增長欠奉或基本面持續變差的低估值企業。典型的價值投資者傾向留意企業在單一年度的估值倍數，以求發掘出「低價」的投資。這樣做的明顯風險是他們會錯誤地買入低價但不斷貶值的資產，而且錯過可能更重要的未來價值創造機會。市場對長期的可持續增長存在不少誤解，大多數投資者喜歡將焦點放在未來一至兩年，可是真正的價值創造推動力卻是來自這段期間後的現金流。只要企業的自由現金流維持增長，我們的等待便會得到回報，而嚴格控制投資成本就是管理風險的必要一環。

我們的持股均通過了上述測試，相信可以應付投資組合所面對的潛在風險。過去兩年，各地封城嚴重影響我們的眾多持股，並不時考驗我們的投資信心。幸好，我們所買入的企業大多能夠逆市成長。

接下來，我們將會討論近期投資組合出現的暫時性資本損失，並說明我們怎樣把握其中的機會。

投資組合的變動

2022 年至今，中國企業受到封城及監管不利因素的衝擊，為我們敲響了警鐘。然而，從其他國家的例子中，我們知道即使中國正在面對重重挑戰，有關影響只屬短期性質。由於本年度的增長及現金流產生量可能缺乏驚喜，我們持有的多間中國公司出現大幅調整。縱然如此，我們相信這是長線投資者以低價增持頂尖企業的黃金機會。畢竟，企業的內在價值是取決於未來 20 至 30 年的盈利及現金流表現，而非單一年度的成績。

對於我們持有的美國證券交易所上市中國股票（即美國預託證券）而言，我們亦抱持同樣的長線思維。不久前，美國通過外國公司問責法案（HFCAA），規定所有在美國證券交易所上市的外國企業必須在接獲要求時，向美國證券交易委員會提供全部審計底稿。問題是，有關做法違反了中國法例，當中規定企業不得在海外公佈審計底稿。倘若中美雙方未能達成共識，無法遵守美國法規的中國企業將會於未來兩年被美國證券交易所除牌。

有關爭議無疑是不利於我們持有的中國企業美國預託證券，不過我們預期中美監管機構的持續協商將於之後數月取得成果。就算雙方未能解決分歧，我們持有的美國預託證券（即京東、百勝中國及華住集團）亦已在香港採用雙重股權架構上市，而且可全面取代在美掛牌，意味著這些股票可以隨時按固定比率轉換為香港上市股份。換言之，我們持股所面對的風險來自市場氣氛，多於企業的基本面因素。出於上述考量，我們認為現在是以低價買入具吸引力企業的機會，並於近月增持有關股票。

我們亦新買入了多年前開始研究及觀察的矽力杰，該公司是中國首屈一指的無廠模擬集成電路設計商。我們欣賞矽力杰創辦人的經營能力及重點策略，他們是中國最具經驗的團隊之一，遠遠拋離其他對手。憑藉在全球模擬設備行業累積的豐富經驗，這群美籍華人於 2008 年在杭州創立了矽力杰。他們不單成功吸引藍籌企業成為顧客，以建立出色的客戶群，同時更大舉進軍 5G、汽車、雲端運算及其他新應用領域。在他們的努力下，過去 10 年矽力杰的複合年均增長率（年均複合增長率）達到 36%，同期的投入資本回報率介乎 75% 至 190%。

大部分硬件技術細分行業均處於價值鏈下游，在經濟週期中賺取高回報的能力有限，而模擬半導體行業卻剛好相反。該行業的產品平均售價相對較低，但作為極其重要的零件，產品質素帶來的競爭優勢遠超價格因素。製造商一般會與模擬設備公司合作開發專為應用而設的集成電路晶片，假使要更換晶片，他們將需要改變整個生產程序，並產生高昂成本。基於轉換成本不菲，在通常長達 10 年或以上的產品生命週期中，矽力杰擁有不俗的定價能力，而且能夠賺取可觀的經常性收入。此外，與其他技術零件相比，模擬設備生產過程可以有較大變化，較少受到產品過時所影響，故此資本密集

度較低。以發達市場上眾多發展成熟的業者為例，他們超過三分之一的銷售便是來自十多年前推出的產品。

矽力杰經營具吸引力的行業，而且往績良好、聲譽卓著，有助招攬業內最出色的人才。在模擬半導體設計行業中，一名員工需要浸淫多年才能成為專家，行業的進入及擴張門檻自然不低。由此可見，這項優勢值得我們重視。該行業的設計流程依賴反覆試驗，多於電腦製作模型及模擬。換言之，擁有一流人才的企業將能開發出重要的知識產權，讓競爭對手難望其背。另外，有別於採用較一致流程的數碼設備行業，模擬設備公司使用的流程技術各有不同，被其他模擬設備企業挖角的工程師往往生產力大減。有見及此，理科的應屆畢業生會傾向在數碼半導體行業求職，現時及未來模擬半導體行業的研究發展可能繼續受到影響。我們相信，這意味著模擬設備行業的頂尖品牌將能維持領先地位，預期矽力杰與其對手之間的差距會不斷擴大。

這十年來，矽力杰的增長率相當驚人，可是在模擬晶片組最主要的細分行業，即電力管理集成電路領域中，公司的市佔率只有 2.7%。我們認為，矽力杰受惠於新產品推出及中國本土化戰略等行業長期利好因素，加上市佔率持續上升，往後十年的增長率將輕鬆達到雙位數。儘管矽力杰擁有多項優勢，投資者日益擔心最近的需求不利因素及中國封城措施使得營運受阻，導致本年至今公司的股價從高位下跌了 50%。我們清楚知道矽力杰的短期收入增長及利潤率可能放緩，只是我們相信這間有趣的科技公司前景向好。在我們買入矽力

杰時，其自由現金流收益率為 2.8%，絕對不算理想。然而，我們估計矽力杰能於未來多年維持穩定的現金流增長，支持長遠股價上升，因此我們將會長期持有這間公司。

展望

2022 年接近過了一半，今年顯然與我們在四、五個月前所預料的截然不同。不少國家正面對經濟滯脹的壓力，在此情況下，通常只有少數國家能夠脫穎而出，大部分國家將會陷入困境。話雖如此，我們所投資的企業相信能夠像以往一樣駕馭局勢。我們擁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。長久以來，這些特質賦予了企業超卓的定價能力，使其能在不利的環境下維持利潤率。

正因如此，在綜合各項因素後，以中長期增長潛力計，首域盈信全球新興市場策略的估值具吸引力。我們投資組合的加權平均自由現金流收益率及預測市盈率分別為 4.4% 及 22 倍，足以在評級下調時提供緩衝，特別是考慮到整體投資組合的中期盈利增長率料會接近 15%。我們看好投資組合的絕對及相對表現，並認為這會有利長期回報。

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，我們樂意聆聽閣下的意見。

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 2022 年 5 月 31 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資料內容，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（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是首源投資（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資料中提及的任何投資或公司的業績或履行償還資本。本資料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。