

## 基金經理季度回顧

# 首域盈信全球新興市場股票

2024 年 5 月

「... 最能適應及應對所在環境不斷變化的物種，就是可以存活下來的物種。」

(...the species that survives is the one that is able to best adapt and adjust to the changing environment in which it finds itself.)

—— 李昂·梅格森教授（並非達爾文所言）

Professor Leon C. Megginson (not Charles Darwin)<sup>1</sup>

我們的投資理念核心是致力發掘優質的企業管理團隊，他們能夠長期帶來可觀的盈利或自由現金流增長。在我們的投資期內，企業必須維持競爭優勢，我們的投資策略方能取得佳績，因此企業需要不斷求變。套用達爾文的理論，能適應環境的企業，才是最成功的企業。在討論企業的獨特銷售賣點 (unique selling Proposition)、防守能力及如何建立競爭護城河時，大家都會留意企業的適應力，但管理團隊調整業務及對待所有持份者（而非只是股東）的方式，則經常被眾多市場參與者所忽略。事實上，如果我們專心留意企業擁有人及管理者如何對待其他持份者，便可知道他們對重要議題的看法，這也是首域盈信投資團隊分析企業環境、社會及管治表現的方式。在本季的客戶函件中，我們將會詳細討論團隊採取的方針。

### 避開環境、社會及管治陷阱

作為重視質素的長線投資者，我們避開違反道德的若干行業<sup>2</sup>，包括賭博、生產煙草<sup>3</sup>或軍火<sup>4</sup>的行業。我們也不會投資我們相信管治欠佳、槓桿過高、擁有權結構過分複雜或

容易受到政府干預的公司。我們亦會避開只顧追逐短期利益、採用不顧後果的營商手法、剝削工人、利用監管漏洞及破壞環境（我們已於過往函件內討論過的情況）的企業。

由於我們不相信所有企業都值得投資，我們嚴格遵守投資流程，在決策時寧願過分謹慎，也不要冒險犯錯。我們曾經對多間企業展開大量研究，只是最終沒有作出投資，原因是我們擔心該等企業的回報可持續性，或他們在追求增長時對待若干持份者的方式。

### 理解背後精神，而非執著於文字

我們相信責任投資不能流於形式，所以我們花大量時間分析及了解企業不能量化的特質。在此信念下，我們認為外界的環境、社會及管治評級及數據具有價值，卻也存在限制，只宜用作初步參考。

該等評級及數據的限制之一，在於第三方的環境、社會及管治評分依賴企業採用一致的標準披露優質數據。然而，這方面的發展仍然未算完善，新興市場的進展尤其落後。此外，大家普遍認為這些評分反映事實，惟它們本身涉及主觀成分、採用的評分方式欠缺透明度，而且部分評級所依賴的分析錯漏百出。

在部分評級系統下，煙草公司竟然被評為可持續發展的先鋒，正好說明問題的嚴重程度。例如，在標普的全球環境、社會及管治評級中，萬寶路香煙的生產商 Philip Morris International 取得 100 分中的 84 分，遠高於電動車製造商 Tesla。<sup>5</sup> 在 Refinitiv 的環境、社會及管治評級系統中，British American Tobacco 亦取得接近滿分的 94 分，意味著該公司的「環境、社會及管治表現相對出色」，並且被評為環境、社會及管治龍頭！<sup>6</sup>

<sup>1</sup> <https://www.darwinproject.ac.uk/people/about-darwin/six-things-darwin-never-said/evolution-misquotation>

<sup>2</sup> 瀏覽我們的 [剔除政策](#)

<sup>3</sup> 包括所有涉及生產傳統香煙和其他煙草產品（雪茄和咀嚼煙草）的企業，但不包括電子煙或電子煙產品的，實際收入上限為 0%。不包括母公司持股比例少於 50% 的少數股權投資

<sup>4</sup> 包括生產爭議性武器的所有企業，以及擁有爭議性武器製造商超過 50% 股權的實體，實際收入上限為 0%。不包括母公司持股比例少於 50% 的少數股權投資

<sup>5</sup> <https://freebeacon.com/latest-news/how-tobacco-companies-are-crushing-esg-ratings/>

<sup>6</sup> <https://www.knowesg.com/esg-ratings/british-american-tobacco-p-l-c>

我們需要審慎思考該類指數能否反映企業的可持續發展狀況，因為環境、社會及管治指數容易受到企業市值所影響，並較傾向規模較大而表現未必較好的企業。大型企業有足夠預算編製華麗精彩的環境、社會及管治報告，以迎合評級機構的喜好。問題是，該類企業所納入的環境、社會及管治因素及其所佔的比重，未必反映他們的質素、對現實世界的影響，或對可持續發展目標的貢獻。我們也許是過分多疑，但我們相信連篇累牘、堆砌辭藻的可持續發展報告往往言之無物，更令我們懷疑公司的情況。我們建議投資者不要單靠主席函件的內容和環境、社會及管治標籤，以便更準確地判斷企業的精神及行動是否與他們的說法一致。

## 發展方向，相比現狀更加重要

我們約見及考慮投資的企業未必時刻維持著良好成績，不過就像我們經常指出，企業的發展方向最為重要。在我們與企業展開交流時，我們希望了解企業如何應對環境、社會及管治挑戰及機遇，從而邁向長遠成功。有鑑於此，我們的目標是說服企業思考內部的重大議題。我們支持企業領袖願意調整營運方式以迎合公眾對其社會及環境期望變化。

在交流過程中，我們最重視企業擁有人及管理者是否願意接受我們的參與，這亦最能反映企業的真實情況。我們欣賞開放透明的管理團隊，而且我們與管理層的交流體驗，經常影響我們對投資理據的整體信心。

舉例來說，我們與多名投資對象分享了世界自然基金會的 2021 年可持續銀行業評估 (Sustainable Banking Assessment) 報告，當中概述 36 間東南亞國家聯盟銀行的環境及社會進展及 / 或退步情況。在某些情況下，我們的目標包括展示報告如何反映有關企業表現，並推動落後的領域改善。至於報告範圍以外的銀行，我們希望鼓勵他們跟隨最佳的例子。

我們亦與 ICICI Bank 的行政總裁 Bakhshi 先生分享報告內容，期望該行成為印度的行業龍頭。之後，我們與負責團隊進行會議。ICICI Bank 積極分享他們的情況，並介紹他們的措施、挑戰及現有計劃，使得我們相當滿意。例如，該行大幅增加了設施內的太陽能發電量，單是 2020 財年至 2021 財年的增長已達 70%。同時，該行嘗試保持排放量密度不變，而且開始為 14 個主要行業推出貸款檢查清單，以識別環境及社會風險。

ICICI Bank 亦擴大了環境、社會及管治團隊，並為支持團隊的工作調整管治架構。我們相信，過去五年來與該行高級管理團隊建立的密切關係，有助我們持續討論環境、社會及管治議題。此外，該類定期會議及交流也令我們對該行的文化及管治標準更有信心。隨著 ICICI Bank 持續改善發展走向，我們保持耐心，長期持有股票，期望與該行維持緊密的關係。

## 關鍵在於專心分析細分行業

環境、社會及管治因素評估屬於我們風險緩解方針的一部分。我們明白，每項環境、社會及管治因素的重要性因企業而異，也因時間而異，故此我們不會只作表面文章。

在初步研究及分析過程中，我們參考各主要持份者組別的關注重點，以評估企業的表現，該等持份者組別大致涵蓋僱員、客戶、供應商及整體社會 (包括環境)。細心的讀者可

能注意到，我們列出的持份者不包括股東，原因是我們的管治標準評估獨立於我們為這些持份者進行的企業表現分析。

在一般情況下，我們的評估包含 25 至 35 條針對企業所屬特定細分行業的問題。為了更清楚企業的情況，我們分析直接可比較的同業。例如，比較個人護理企業或財產及傷亡保險商的結果，可能優於比較非必需消費品或金融服務公司。另外，我們傾向安排一至兩名分析師負責研究單一細分行業，以提升他們的比較及對比能力。分析師通常亦會觀察行內最佳的環球企業，並以此為標準。透過評估流程，我們可以了解企業對待主要持份者的基本情況，識別可能需要進一步研究及交流的範疇。

## 針對性交流及跟進

我們的下一步當然就是與企業討論已發現的問題。無可否認，我們的交流重點大多圍繞管治相關議題。然而，我們也不時討論環境或社會議題。隨著我們對重要議題的認識加深，我們期望能夠加強探討有關事項。

最近我們的交流活動包括：

### • Alsea

Alsea S.A.B. de C.V. 是拉丁美洲的頂尖快餐店營運商，餐廳數目超過 4,300 間。該公司負責於本地的墨西哥市場、哥倫比亞、智利，以至西班牙、荷蘭及法國等西歐國家管理星巴克 (Starbucks)、達美樂 (Domino's) 及漢堡王 (Burger King) 品牌。

我們早於多年前便認識 Alsea，並於 2007 年與他們首次開會。公司的創辦人三兄弟於 1990 年代開設第一間達美樂加盟店，他們發展業務的方式得到我們欣賞。他們持續提高及賺取龐大的經營現金流，往績相當出色。過去 10 年，公司的銷售額增加三倍以上，盈利上升超過六倍 (以美元計)。

在投資 Alsea 的過程中，我們經歷過多次市場動盪，包括新冠肺炎疫情。在此期間，我們的溝通重點在於繼任規劃及資本配置。例如，我們留意到公司的高級管理層流失率增加。在八年內，公司合共委任了四名行政總裁，為企業穩定性及發展方向帶來疑問。

此外，Alsea 還委任了創辦人三兄弟之一的 Armando Torrado 擔任行政總裁，我們對此格外失望。我們認為，此舉令人懷疑公司是否未能吸引專業人才。另一方面，我們亦不滿董事會以收購推動增長的策略，導致公司可能承擔風險。於全球爆發疫情期間，Alsea 需要關閉門店，並與放債人商討豁免支付利息，剛好印證了我們的觀點。

我們希望上述事件可令董事會改變態度，不再利用收購及槓桿換取增長。因此，我們於 2022 年 7 月致函公司的主要創辦人 Alberto Torrado。他馬上便作出了回應，而且邀請我們與他剛接任暫代行政總裁的兄弟及一名長期獨立董事見面。

於 2022 年 10 月，我們前往墨西哥，並約見 Alsea 的新任行政總裁 Armando Torrado，以及加入董事會接近十年的獨立董事 Leon Eskenazi，由兩人誠實詳細地向我們說明近期的領導層變動。他們向我們保證，公司致力維持有效的企業管治常規，而且推行促進高級管理層穩定性的措施。根據董事會的說法，Armando 的首要任務是培養能力出眾的繼



任人。他們亦為我們簡單介紹公司的收購策略，同時講解他們採取哪些措施，藉此減輕與槓桿有關的潛在風險。

整體而言，我們對他們的解釋感到滿意。雖然我們仍有顧慮，不過我們對公司解決問題的措施抱有信心。隨著疫情造成的財務壓力消失，我們亦加倍留意企業對待顧客、僱員及供應商的方式。我們大致認可他們於多元化、安全、營養、供應鏈及環境等多個主要範疇的表現，但我們依然發現需要改善的個別範疇。我們將會繼續監察公司的進展，於適當時候與管理層及董事會溝通。

#### • Astra

Astra International 是怡和洋行 (Jardine Matheson) 的印尼附屬公司，我們與他們討論的問題有關棕櫚油 (持有 Astra Agro Lestari 的 80% 股權) 及煤礦 (持有 United Tractors 的 60% 股權) 業務。United Tractors 不單持有小松製作所 (Komatsu) 於印尼的機械業務，更直接擁有煤礦及與其他企業訂立煤礦開採合同。我們一直擔心該公司的環境及社會表現，並於近年對投資組合的煤炭業務設立更嚴格的門檻。

Astra Agro Lestari (AAL) 佔 Astra 純利的 4% 至 5%，佔怡和洋行的純利比例只有 1% 至 2%。相比之下，United Tractors 的比重較高，佔 Astra 利潤的 35% 至 40%，佔怡和洋行的利潤比例為 10% 至 12%。公司直接持有的煤礦開採業務佔怡和利潤的 2%，整體煤礦開採業務佔比為 6%，當中包括開採合約。<sup>7</sup>

在我們提出有關棕櫚油的問題後，怡和洋行表示，AAL 的營運符合歐洲棕櫚油聯盟 (European Palm Oil Alliance, EPOA) 標準，即不砍伐森林、不開墾泥炭地及不侵害人權的原則。目前，EPOA 已被可持續棕櫚油選擇 (Sustainable Palm Oil Choice) 所取代，兩者的合規要求並無太大差異。

Astra 的種植園亦通過了印尼可持續棕櫚油 (Indonesia Sustainable Palm Oil) 合規認證。然而，即使公司的客戶群遍佈全球，其尚未取得可持續棕櫚油圓桌倡議組織 (Roundtable on Sustainable Palm Oil) 認可 (該組織是聯合利華及世界自然基金會創辦的國際組織)。有鑑於此，怡和相信公司尚有進步空間，現正著力改善表現。

Astra 及怡和合發 (Jardine Cycle & Carriage) 早於 2017 年便開始編製可持續發展報告，惟他們未有披露溫室氣體排放數據，或對未來目標的清晰承諾。考慮到棕櫚油及煤炭業務佔 Astra 利潤的比例日益增加，對集團回報產生攤薄及更難預測的影響，我們於 2021 年決定沽出持倉。不久後，該公司發表取自 2019 年的首份溫室氣體數據，並於最新的報告中公佈在 2030 年前履行的一連串承諾。

Astra 已表明其將不會再收購煤炭資產，而且訂立了 10 項可持續發展目標。該等硬性目標包括將範疇 1 及 2 的溫室氣體排放削減 30%、將內部使用的可再生能源佔比提高至最少 50%，並將用水密度降低 15%。整體而言，Astra 預期在 2030 年前將所有煤炭相關收益佔總銷售比例從 22% 減少至低於 12%，我們將繼續要求公司遵守煤炭業務的門檻，將相關收益佔比調低至 10% 或以下。

#### • 安踏

安踏體育是中國運動服裝市場的本地龍頭，其於中國經營多個知名運動服飾品牌，包括安踏、FILA 及 Descente，並在全球擁有 Wilson、Salomon 及 Arc'teryx 品牌。於 2007 年，安踏體育進行首次公開發售。之後的 15 年，我們一直觀察這間公司，而且不時拜訪及與管理層對話，以加深我們對業務的了解及提高對管理質素的信心。

安踏體育的主席丁世忠富有遠見，公司的管理團隊擁有卓越的執行能力，兩者均令我們印象深刻。我們相信，安踏體育的擁有人丁氏家族長期持有超過一半的股權，加上公司為專業管理者制定充分的激勵措施，而且從 Nike、Reebok 及 Lululemon 邀請知名人士加盟，構成了安踏體育成功的關鍵。公司向高級管理層授出 10 年的長期購股權，限制性股票的歸屬期亦長達 5 年，使得他們的利益與安踏的長期成功緊密結合。安踏體育在 2010 年授予的大部分購股權只可在 2020 年行使，足證管理層看好公司的長遠前景。

於 2020 年 7 月，我們成為了安踏體育的股東，標誌著我們正式開展企業參與工作。我們不單與安踏的管理層舉行多次會議 (包括約見公司主席、財務總監及可持續發展團隊)，更曾直接致函主席，以與公司討論各項議題，包括供應鏈管理、職場多元化、打擊貪污的內部流程、管理層薪酬及核數師獨立性。考慮到我們從安踏體育獲得開放及積極的回應，我們相信公司是真心希望改善環境、社會及管治表現，藉此成為可持續發展議題的領袖。

歷年來，安踏體育於多項環境、社會及管治議題上取得進展：

1. 於 2021 年 12 月，安踏成立可持續發展委員會，負責制定及檢討可持續發展目標。同時，安踏成為了首間承諾於 2050 年前實現碳中和的中國運動服裝公司。安踏亦致力達成其他各項可持續發展目標，包括使用可回收材料及保護生物多樣性，有關目標已納入管理層的關鍵績效指標。現時，安踏會監察供應商的可持續發展表現，例如他們的用水量及排放水平。
2. 根據安踏公佈的目標，其將於 2030 年前將女性董事及以上級別的高層人員比例提高至最少 40%。在我們與安踏討論董事會多元化及董事獨立性議題後，安踏宣佈委任夏蓮女士加入董事會，成為過去兩年獲委任的第二名女性董事。
3. 於 2019 年，安踏是首個參與良好棉花發展協會 (Better Cotton Initiative) 的中國運動服裝公司，並不斷提高供應商透明度。<sup>8</sup> 儘管在採購地區的政治壓力下，安踏退出該項計劃，不過公司迅速找到了替代方案。於 2021 年 11 月，安踏加入聯合國全球契約組織，承諾報告聯合國 10 項原則的遵守情況。此外，公司亦參與了可持續服裝聯盟 (Sustainable Apparel Coalition) 及科學基礎目標倡議 (Science Based Targets initiative)。公司更鼓勵供應商參考希格指數 (Higg Index)，該項可持續發展自我評估工具可以協助監察環境及社會影響。

雖然安踏體育取得不錯的進展，但我們相信世上沒有完美的公司。我們欣賞安踏主席的坦誠態度，他公開承認公司起步

<sup>7</sup> 首域盈信根據公司年度報告所進行的計算

<sup>8</sup> <https://www.ispo.com/en/trends/anta-sports-first-company-china-join-better-cotton-initiative>

較慢，而且需要採取更多措施，例如公佈範疇 3 排放數據及全面的供應鏈地圖。

我們相信，透過接觸安踏的高級管理層，我們可以更清楚了解公司的環境、社會及管治方針，從而監察他們的進展。相比起我們與中國其他運動服裝公司的溝通過程，我們與安踏的交流體驗明顯不同。隨著安踏體育的管理層加強重視環境、社會及管治，我們非常期待日後與他們繼續對話。

## 總結

在分析企業的長期基本面時，首域盈信會評估企業的環境及社會風險和機遇。我們相信，衡量企業的管理質素及業務實力需要從廣大持份者的角度出發，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以往對待僱員的方式。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及負面因素。

有見及此，我們強調要採取合理的可持續發展方針，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。換言之，我們傾向投資於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」，卻不斷損害環境或社會的公司。總括而言，我們會先評估企業所屬行業的主要環境及社會風險，再思考企業的措施會否把握或錯過趨勢。客戶日漸留意產品及服務造成的環境及社會影響，我們看好受惠於此項趨勢的公司，並留意妥善應對長期挑戰，或至少願意開放地討論問題的管理團隊，以便我們幫助企業迎接變化。

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 2024 年 4 月 30 日或另行註明。

### 免責聲明

本文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。於法律允許的範圍內，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而直接或間接引致的損失承擔任何責任。

本文僅供一般參考，並不可視為提供全面的資料或特別建議。本文所述意見為發件人在發表時的觀點，未必為首源的觀點。有關觀點可能隨時間而變化。本文並非銷售文件，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的內容，及 / 或本文所載的任何事宜為行事基礎。未經首源預先同意，不得複製或傳閱本文的全部或部分資料。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，本文件由首源投資（香港）有限公司刊發，並未經香港證券及期貨事務監察委員會審閱。於新加坡，本文則由首源投資（新加坡）發行（公司註冊號碼：196900420D）。本廣告或本文未經新加坡金融管理局審閱。首源投資、首域盈信資產管理、盈信投資、RQI Investors 及 Igneo Infrastructure Partners 為首源投資（香港）有限公司的商業名稱。首源投資（註冊編號為 53236800B）、首域盈信資產管理（註冊編號為 53314080C）、盈信投資（註冊編號為 53310114W）、RQI Investors（註冊編號為 53472532E）及 Igneo Infrastructure Partners（註冊編號為 53447928J）為首源投資（新加坡）的業務部門。

首源投資（香港）有限公司及首源投資（新加坡）是首源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資料概不負責。MUFG 及其任何附屬公司均不保證本文件所述任何投資或公司的表現或資本償還。本文中提及的任何投資並不是 MUFG 或其附屬公司的存款或其他負債，而投資存在投資風險，包括收入及投入資本損失的風險。