

在中国的“浑水”中找寻方向

如何发现赢家、识别潜在问题

所有的公司都以增长为目标。尤其是新兴市场，当名义 GDP 以 10%-15% 的速度增长时，公司的账面利润取得名义增长并不难做到。但是有些股票却让人十分失望，还有一些甚至是彻底绝望，原来貌似很强劲的表现，其实只是一种假象。

我们的选择性投资方法是为区分看起来类似但是实际上有差异的公司而设计的。有些公司虽同属一个行业，也有相似的增长、利润率和估值，但是它们的股价表现却可以相去甚远。这是什么原因造成的呢？



(第 2 页 继续)

重点

- ▶ 为什么类似的公司股价表现却不同？
- ▶ 为什么一些看起来很有吸引力的公司却被证实为让人失望的投资？
- ▶ 怎样评估增长的品质？



狄高信(Benoit Descourtieux), CFA
主席, 东英投资管理有限公司
bdescourtieux@opim.com.hk
+852 2869 8620

重要资料

本公司编写本文件仅作参考用途。阁下不应就有关的任何建议或其他方面的交易，对其决定性地依赖或以此作为任何决定、合约、承诺或行动的决定性准则。阁下和阁下的董事、高级行政人员、雇员、代理人及附属公司应对本文件和任何所提供与本文件有关的口述资讯保持绝对机密及，除非得到本公司事先的书面同意，否则不可在任何时候传达、复制、分发或向任何人士透露，或向公众提及，本文件的全部或部分内容。如果阁下并非本文件的指定收件者，请立即删除及销毁所有文件拷贝。

本公司编写本文件及其中包括的分析部份是基于本公司从收件者、其董事、高级行政人员、雇员、代理人及附属公司及 / 或其他来源所取得的某些假设及资料。本公司使用该等假设和资料时并不暗示本公司已独立地核实或必定同意任何该等假设和资料，同时本公司以本文件作为目的，已假定及依赖该等假设和资料的准确性及完整性。本公司或本公司的附属公司，或本公司的或它们的相关高级行政人员、雇员或代理人皆没有就其中包括在本文件的资料或任何所提供与本文件有关的口述资料，或其所产生的任何数据的准确性和完整性作出明示或暗示的陈述或保证，以及并不接受就有关任何该等资料（无论直接或间接，在合约上、民事上或其他方面上）负上一般责任、义务或法律责任。本公司和本公司的附属公司，或本公司的或它们的相关高级行政人员、雇员或代理人明确地否认对那些根据本文件及当中的任何错误或遗漏负上任何及全部法律责任。本公司或本公司的附属公司，或本公司的或它们的相关高级行政人员、雇员或代理人皆没有就，如有者，任何已受或可能受本文件的内容或方式所影响的交易，或其未来预测，管理目标，估价，前景或回报的达标或合理性作出明示或暗示的陈述或保证。在这里的任何意见或条款只属初步的，及乃根据截止本文件之日期的事实、经济、市场及其他现行情况，所以随时可能有变动。本公司不会承担任何义务或责任去更新任何载于本文件的资料。过去的表现不保证或预计未来的表现。

本文件及在此包括的资料并不构成对任何证券、商品或相关的衍生工具的推销或兜售；它们也不构成借款、银团贷款或财务安排，包销或购买或出任有关任何交易，或出资承诺，的代理人或顾问或任何其他职位，或参与任何交易策略的邀约或承诺；它们亦不构成对收件者提供法律、监管、会计或税务意见。本公司建议收件者就本文件的内容寻求独立第三者的法律、监管、会计或税务意见。本文件并不构成和不应被视为由本公司或本公司的附属公司提供的任何形式的财务意见或建议。本文件不是一份研究报告及并非由东英或其任何附属公司的研究部门所编写。

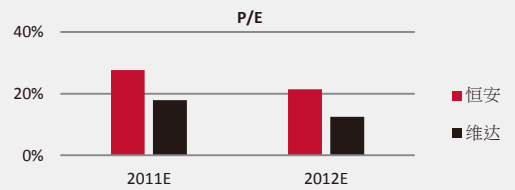
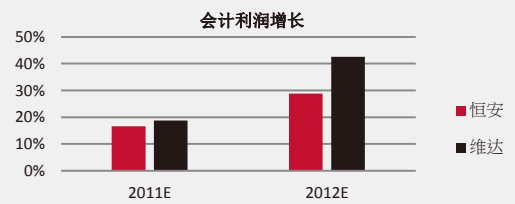
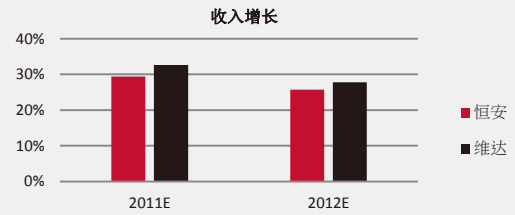
案例分析

让我们来看看两家中国的知名企业，**维达国际 (3331HK)**和**恒安国际 (1044HK)**。两家公司都在中国出售他们的产品(消费品)。它们的营业收入增长都维持在较高的水平(25%左右)，且都有两位数的净利润率。按照市场的预期，两家公司未来两年的营业收入和利润增长也将相当。但是估值则表明，一家公司比另一家便宜。令人惊讶的是，估值并没有回归均值的趋势，相对较贵的股票表现反而大幅好过便宜的股票。

传统的基本面分析和估值指标并无法解释该类差异。但是如果我们将常规手段以外的方法，可以发现能够带领我们识别这两只相似股票中提供更好投资机会的具体且理性的原因，尽管这极少被充分和适当地讨论过。

账面利润往往容易受到一般公认会计准则相关的“精心调整”的影响。营业收入和开销的记账方法具有灵活性、理解空间以及多样性，这可以使两家实则不同的公司看似相同。对此，我们有三种方法可以将这些公司的不同之处揭示出来，即资本集中度、创造的现金利润和募资结构。大众投资者往往过度关心每股盈利的增长，反而容易忽略这些不同点。我们的这三种方法能在不同公司之间，对其运营和经济的相对表现提供一个更好的理解。

就维达和恒安的案例来说，看起来非常类似的公司，其实质差别却很值得留意。**附件 1**的图表即来自于前文提到的传统的基本面比较。我们的分析，则会带来不同的画面。



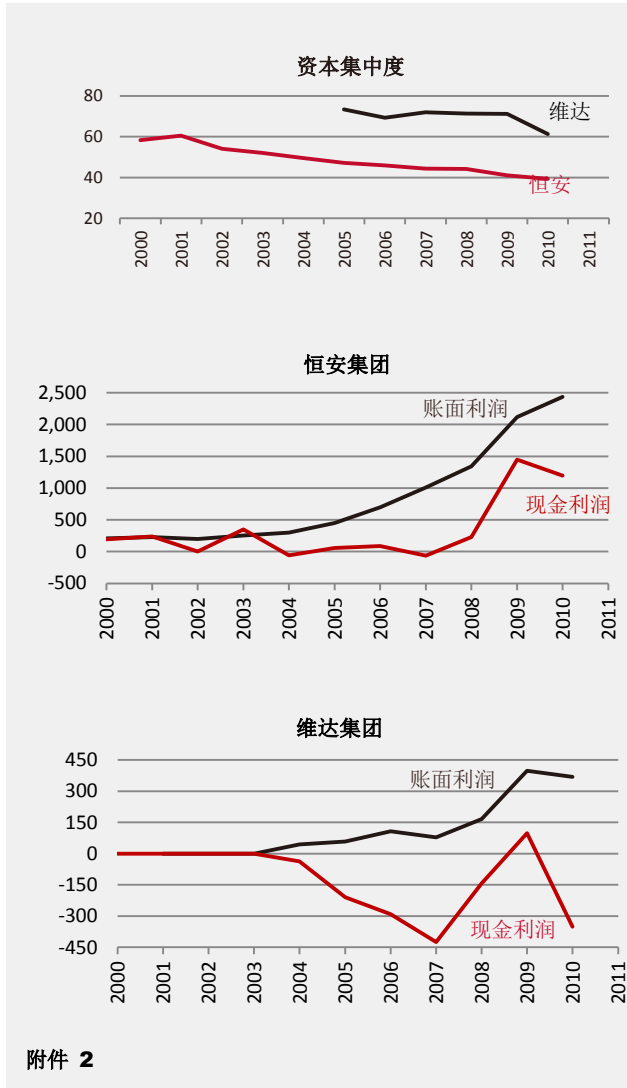
附件 1

OPIM 的 “有机增长” 选择过程

我们从资本集中度开始。每家公司都有自己的内部生产模式，外包是有限的。这样我们才能进行同类比较。尽管如此，从自有的生产性资产来看，恒安却可以比维达获得更多的营业收入。他们的资本集中度是十分不同的，相差超过 50%。我们会用几个原因来进行阐述。首先，恒安的产品定位比维达的更高端，因而能获得高于维达的销售价格。另外，恒安在管理高毛利和低毛利的产品组合方面也做得更出色，这反映了管理层的商业战略。最后，恒安还展现出其制造现场和生产设备的组织和生产上的优势。以上因素使恒安拥有一个有利的基本面，但这却是收入和每股盈利增长都无法帮助识别的。

现金利润则能带来这两家公司的另一不同之处。现金利润是自由现金流的加强版，它调整了所有形式的运营资产购买，以及由营运资本所产生的、并不能反映出更高盈利能力的现金。本质在于，恒安拥有稳定的正现金利润，而维达尽管账面利润增长迅速，现金利润却往往是负值。这是如何产生的呢？事实在于大部分商业模式都需要对生产和运营资产进行提前投资。由于账面利润只扣除了一部分而并非全部的初期投资，即所谓的折旧，这就导致了账面利润和现金利润的不同。按照会计准则，生产中资产的这就需要很多年才能完成。但是，某些行业和商业模式需要不停地投资于新的生产性资产，原因包括需要更新、更贵的器械来支持的技术研发、以及竞争强度的加剧。此外，定价权的下降或平均售价的自然性损耗，以及比实际更慢的会计折旧都对资本集中度有负面影响，这使资本需求相应地变重。这些不停需要且快速增长的资本开支所造成的现金累赘，对于一些公司来说将是永久性的，它们也因此不会创造出任何现金利润。麻烦终有一天会降临。

当我们查看募资结构时，有些问题就显而易见了。检阅募资结构是财务分析中通常都会做的一个步骤。但是，当分析员通过债务和利息偿付率来检查资产负债表的结构时，资金来源的问题并未被完整地考量。传统的方法关注持续经营所需的资金。然而，现金利润为负值的公司则需要通过发行债券或股权长期地进行融资。这就导致了负债的累积，而由于资产和会计权益可能会和负债的名义数量同步增长，负债的积累就无法从比率和百分比中体现出来。因此当一家公司的账面利润在增长而现金利润却为负值且出现负债积累时，它在基本环境的任何变化面前是十分脆弱的。只要盈利能覆盖负债并且资产价值与负债的累积同步，负债名义上的积累就可能显得可以承受。当公司还在正常运营的时候，潜在风险虽然存在但并不十分明显。但当经济条件发生改变且影响到营业收入时，资金将会枯竭，而资产也只能以十分低廉的价格出售。这时长期积累的负债将使公司困难重重且无力偿还，因为已经不可能发行股票了。唯一的结果就是破产或被买家以一个象征性的价格收购。这就好比一辆自行车，它在运动的时候可以保持平衡，可骑者一旦停止蹬踏它就倒了。相似的，当股东发现已全部损失时，已为时已晚。



这虽然是一个极端的情景,但对于资本集中度不吸引人、负现金利润的结构性和不断扩大的公司来说,这也是自然和必然的结果。与此同时,该类公司的股票大都表现不佳,且可能终有一天会带来更多严重的问题。

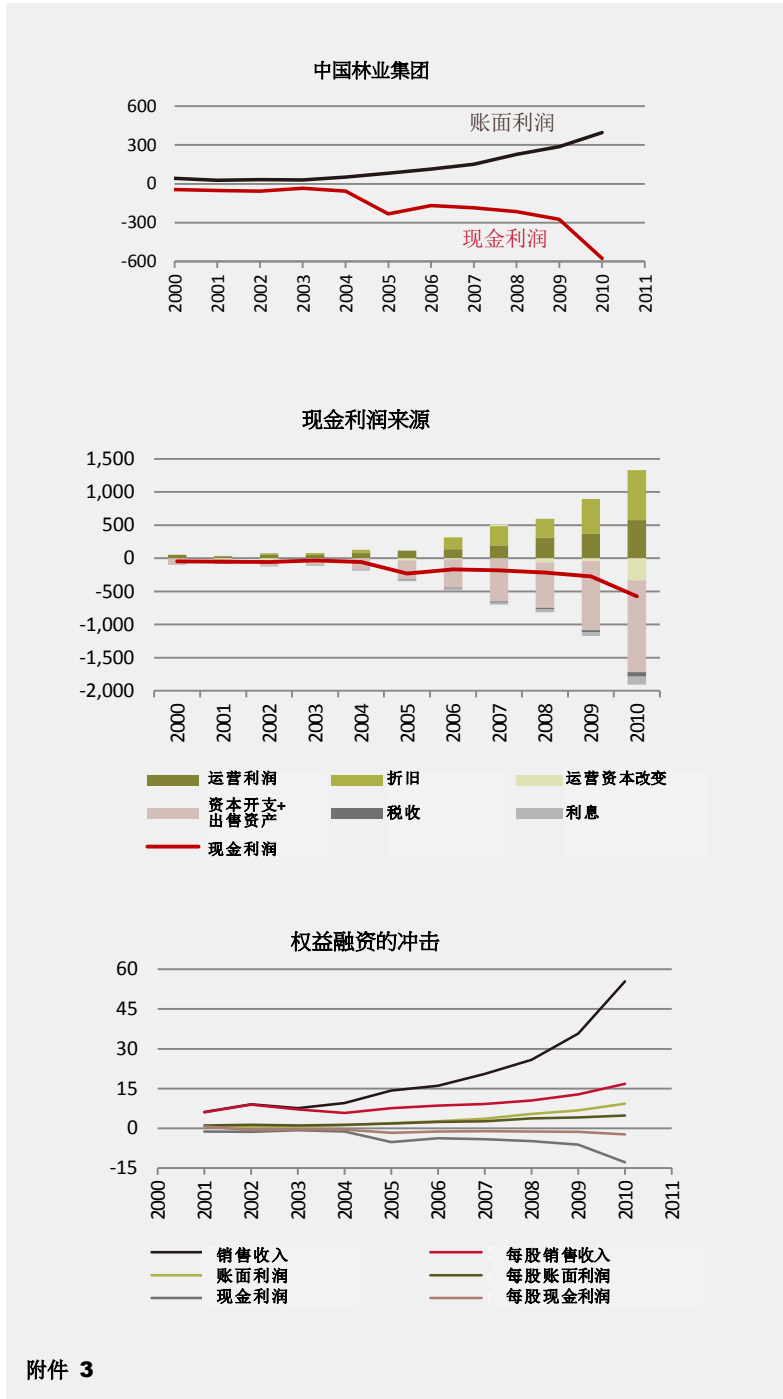
回到本文的两家公司,尽管维达的资本集中度没有恒安吸引且现金利润为负数,但它并不存在真正的倒闭风险。虽然现金利润是负值,但数额较小,且由此导致的高于恒安的负债按比例来看也还是可控的,即净负债权益比为 26%,总负债权益比为 40%。因此,我们这里谈论的只是股票表现不佳,而非破产风险。然而,尽管增长和账面利润相差无几,我们所使用的“有机增长”分析还是揭示了两者的不同之处,这也解释了过去三年维达的股价只增长了 34%,而恒安却涨了 155%的原因。

我们使用的“有机增长”选股程序,精华在于可以把被分析员归为一类的公司区分开来。我们的方法帮助我们突出恒安高人一筹的商业模式,而传统的分析方法只关注增长速度和盈利幅度的简单比较上。特别之处在于,它能够发现潜在的风险,而这些风险只通过简单的比较是很难被及时发现的。附件 2 中的图表显示了我们的“有机增长”衡量与传统标准的不同。

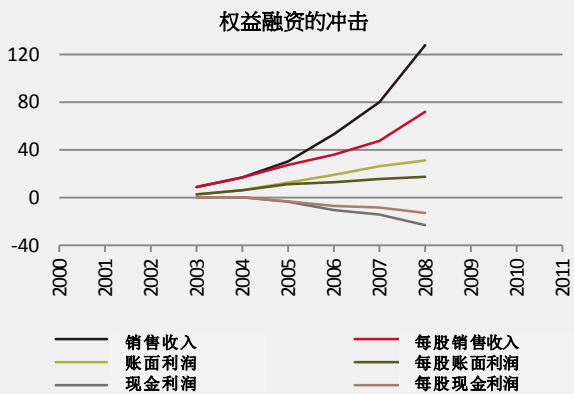
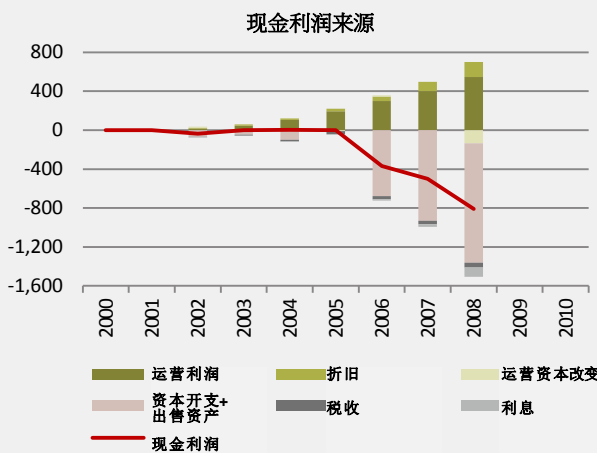
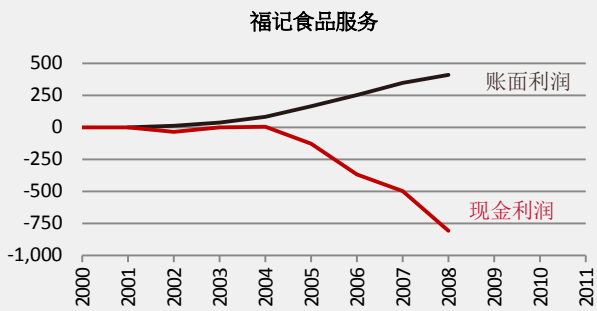
怎样评估增长的质量？

把我们的“有机增长”方法应用在最近和过去的一些成为头条不幸案例上将会是件有趣的工作。

就从中国林业(TRE CN)开始吧。我们没持有过它的股票,这家公司也不在我们的雷达屏幕上。但是,鉴于其股票的崩盘,检验一下中国林业在我们的“有机增长”框架下的表现如何还是十分有趣的。附件 3 的图表清楚地显示了增长的低质量,尽管账面利润表现令人印象深刻,但巨大的现金累赘需要不断地通过债务积累和股权摊薄来融资。



附件 3



附件 4

另一个有意思的例子是**福记食品服务 (1175 HK)**, 因为这家公司在 2009 年忽然倒闭之前在香港交易所一直表现甚佳。附件 4 中的图表说明了它的增长并不平衡, 使公司在受到外部冲击时十分脆弱。我们在公司倒闭的几个月前与管理层见面并访谈。尽管公司经营稳定且保持增长, 但我们对公司的资本集中度和募资需求感到不安。我们见面时未知的是, 公司将会很快失去客户, 且可出售资产(中国工厂食堂的厨房)的价值将无法和积累的负债相抵, 在营业收入下滑的情况下公司将无力还息。银行终止了贷款, 更没有股权投资者愿意拯救一艘沉船。客户的流失导致纸牌房子的坍塌。假如商业模式能获取更多的现金利润, 倒闭就不会发生, 公司也很可能通过增加新的客户来重塑增长。

总结

总体看来, 我们的“有机增长”方法能够帮助区分那些增长和利润相似的公司。通过账面利润以外的角度来看公司, 我们能够更深入地了解并比较各类商业模式。我们的“有机增长”方法带领我们找到赢家, 还能够市场剧烈波动的时候让我们对自己的选择更有信心。我们知道哪家公司更容易受到影响并昭示严重问题的潜在来源, 更清楚哪家公司坚如盘石, 且其股价也终究将走得更高。