

在中國的“渾水”中找尋方向

如何發現贏家、識別潛在問題

所有的公司都以增長為目標。尤其是新興市場，當名義 GDP 以 10%-15% 的速度增長時，公司的賬面利潤取得名義增長並不難做到。但是有些股票却讓人十分失望，還有一些甚至是徹底絕望，原來貌似很強勁的表現，其實只是一種假像。

我們的選擇性投資方法是為區分看起來類似但是實際上有差異的公司而設計的。有些公司雖同屬一個行業，也有相似的增長、利潤率和估值，但是它們的股價表現却可以相去甚遠。這是什麼原因造成的呢？

(第 2 頁 繼續)



重點

- ▶ 為什麼類似的公司股價表現却不同？
- ▶ 為什麼一些看起來很有吸引力的公司却被證實為讓人失望的投資？
- ▶ 怎樣評估增長的品質？



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

重要資料

本公司編寫本文件僅作資訊用途。閣下不應就有關的任何建議或其他方面的交易，對其決定性地依賴或以此作為任何決定、合約、承諾或行動的決定性準則。閣下和閣下的董事、高級行政人員、僱員、代理人及聯屬公司應對本文件和任何所提供與本文件有關的口述資訊保持絕對機密及，除非得到本公司事先的書面同意，否則不可在任何時候傳達、複製、分發或向任何人士透露，或向公眾提及，本文件的全部或部分內容。如果閣下並非本文件的指定收件者，請立即刪除及銷毀所有文件拷貝。

本公司編寫本文件及其中包括的分析部份是基於本公司從收件者、其董事、高級行政人員、僱員、代理人及聯屬公司及／或其他來源所取得的某些假設及資料。本公司使用該等假設和資料時並不暗示本公司已獨立地核實或必定同意任何該等假設和資料，同時本公司以本文件作為目的，已假定及依賴該等假設和資料的準確性及完整性。本公司或本公司的聯屬公司，或本公司的或它們的相關高級行政人員、僱員或代理人皆沒有就其中包括在本文件的資料或任何所提供與本文件有關的口述資料，或其產生的任何數據的準確性和完整性作出明示或暗示的陳述或保證，以及並不接受就有關任何該等資料（無論直接或間接，在合約上、民事上或其他方面上）負上一般責任、義務或法律責任。本公司和本公司的聯屬公司，或本公司的或它們的相關高級行政人員、僱員或代理人明確地否認對那些根據本文件及當中的任何錯誤或遺漏負上任何及全部法律責任。本公司或本公司的聯屬公司，或本公司的或它們的相關高級行政人員、僱員或代理人皆沒有就，如有者，任何已受或可能受本文件的內容或方式所影響的交易，或其未來預測、管理目標、估價、前景或回報的達標或合理性作出明示或暗示的陳述或保證。在這裏的任何意見或條款只屬初步的，及乃根據截止本文件之日期的財務、經濟、市場及其他現行情況，所以隨時可能有變動。本公司不會承擔任何義務或責任去更新任何載於本文件的資料。過去表現不保證或預計未來的表現。

本文件及在此包括的資料並不構成對任何證券、商品或相關的衍生工具的推銷或兜售；它們也不構成借款、銀團貸款或財務安排，包銷或購買或出任有關任何交易，或出資承諾，的代理人或顧問或任何其他職位，或參與任何交易策略的邀約或承諾；它們亦不構成對收件者提供法律、監管、會計或稅務意見。本公司建議收件者就本文件的內容尋求獨立第三者的法律、監管、會計或稅務意見。本文件並不構成和不應被視為由本公司或本公司的聯屬公司提供的任何形式的財務意見或建議。本文件不是一份研究報告及並非由東英或其任何聯屬公司的研究部門所編寫。

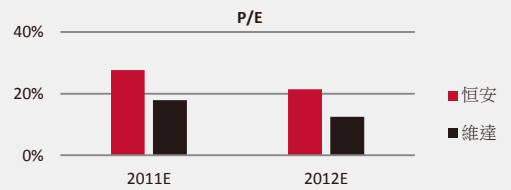
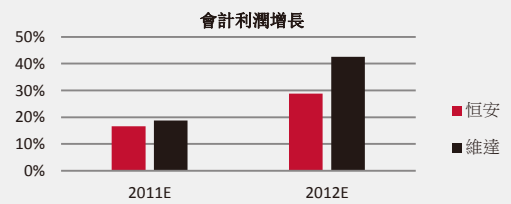
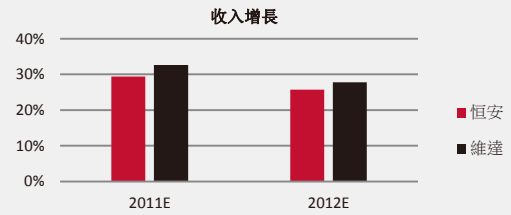
案例分析

讓我們來看看兩家中國的知名企業，**維達國際 (3331HK)** 和 **恒安國際 (1044HK)**。兩家公司都在中國出售他們的產品 (消費品)。它們的營業收入增長都維持在較高的水平 (25%左右)，且都有兩位數的淨利潤率。按照市場的預期，兩家公司未來兩年的營業收入和利潤增長也將相當。但是估值則表明，一家公司比另一家便宜。令人驚訝的是，估值並沒有回歸均值的趨勢，相對較貴的股票表現反而大幅好過便宜的股票。

傳統的基本面分析和估值指標并無法解釋該類差異。但是如果我們嘗試常規手段以外的方法，可以發現能夠帶領我們識別這兩隻相似股票中提供更好投資機會的具體且理性的原因，儘管這極少被充分和適當地討論過。

賬面利潤往往容易受到一般公認會計準則相關的“精心調整”的影響。營業收入和開銷的記帳方法具有靈活性、理解空間以及多樣性，這可以使兩家實則不同的公司看似相同。對此，我們有三種方法可以將這些公司的不同之處揭示出來，即資本集中度、創造的現金利潤和募資結構。大眾投資者往往過度關心每股盈利的增長，反而容易忽略這些不同點。我們的這三種方法能在不同公司之間，對其運營和經濟的相對表現提供一個更好的理解。

就維達和恒安的案例來說，看起來非常類似的公司，其實質差別却很值得留意。**附件 1** 的圖表即來自于前文提到的傳統的基本面比較。我們的分析，則會帶來不同的畫面。



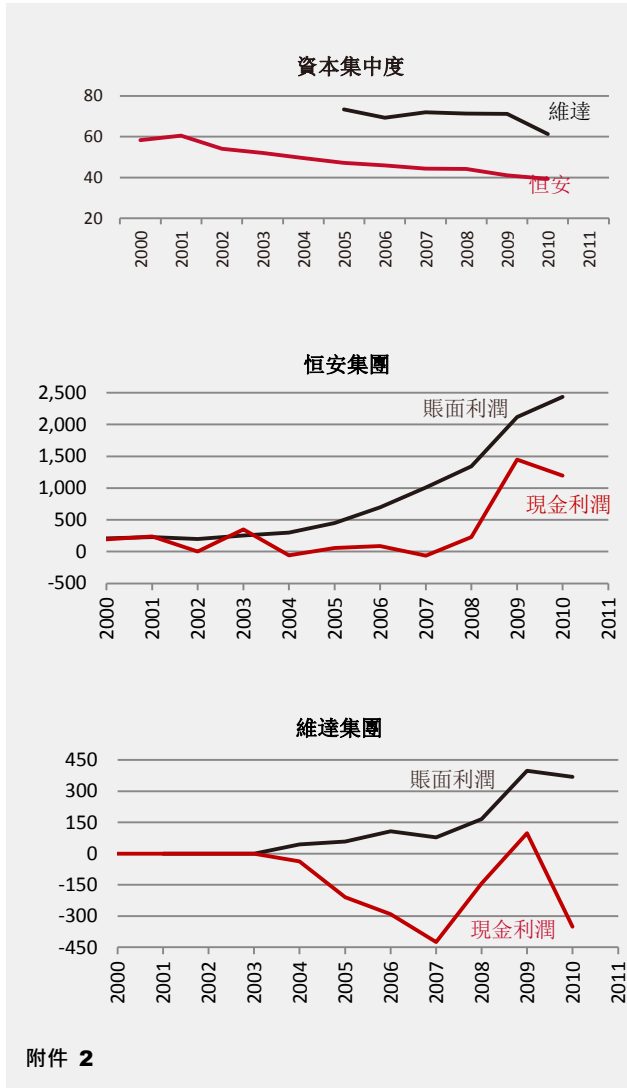
附件 1

OPIM 的 “有機增長” 選擇過程

我們從資本集中度開始。每家公司都有自己的內部生產模式，外包是有限的。這樣我們才能進行同類比較。儘管如此，從自有的生產性資產來看，恒安卻可以比維達獲得更多的營業收入。他們的資本集中度是十分不同的，相差超過 50%。我們會用幾個原因來進行闡述。首先，恒安的產品定位比維達的更高端，因而能獲取高于維達的銷售價格。另外，恒安在管理高毛利和低毛利的產品組合方面也做得更出色，這反映了管理層的商業戰略。最後，恒安還展現出其製造現場和生產設備的組織和使用上的優勢。以上因素使恒安擁有一個有利的基本面，但這却是收入和每股盈利增長都無法幫助識別的。

現金利潤則能帶來這兩家公司的另一不同之處。現金利潤是自由現金流的加強版，它調整了所有形式的運營資產購買，以及由營運資本所產生的、并不能反映出更高盈利能力的現金。本質在于，恒安擁有穩定的正現金利潤，而維達儘管賬面利潤增長迅速，現金利潤却往往是負值。這是如何產生的呢？事實在于大部分商業模式都需要對生產和運營資產進行提前投資。由于賬面利潤只扣除了一部分而并非全部的初期投資，即所謂的折舊，這就導致了賬面利潤和現金利潤的不同。按照會計準則，生產中資產的這就需要很多年才能完成。但是，某些行業和商業模式需要不停地投資于新的生產性資產，原因包括需要更新、更貴的器械來支持的技術研發、以及競爭強度的加劇。此外，定價權的下降或平均售價的自然性損耗，以及比實際更慢的會計折舊都對資本集中度有負面影響，這使資本需求相應地變重。這些不停需要且快速增長的資本開支所造成的現金累贅，對於一些公司來說將是永久性的，它們也因此不會創造出任何現金利潤。麻煩終有一天會降臨。

當我們查看募資結構時，有些問題就顯而易見了。檢閱募資結構是財務分析中通常都會做的一個步驟。但是，當分析員通過債務和利息償付率來檢查資產負債表的結構時，資金來源的問題并未被完整地考量。傳統的方法關注持續經營所需的資金。然而，現金利潤為負值的公司則需要通過發行債券或股權長期地進行融資。這就導致了負債的累積，而由于資產和會計權益可能會和負債的名義數量同步增長，負債的積累就無法從比率和百分比中體現出來。因此當一家公司的賬面利潤在增長而現金利潤却為負值且出現負債積累時，它在基本環境的任何變化面前是十分脆弱的。只要盈利能覆蓋負債并且資產價值與負債的累積同步，負債名義上的積累就可能顯得可以承受。當公司還在正常運營的時候，潛在風險雖然存在但并不十分明顯。但當經濟條件發生改變且影響到營業收入時，資金將會枯竭，而資產也只能以十分低廉的價格出售。這時長期積累的負債將使公司困難重重且無力償還，因為已經不可能發行股票了。唯一的結果就是破產或被買家以一個象徵性的價格收購。這就好比一輛自行車，它在運動的時候可以保持平衡，可騎者一旦停止蹬踏它就倒了。相似的，當股東發現已全部損失時，已為時已晚。



這雖然是一個極端的情景，但對於資本集中度不吸引人、負現金利潤的結構性積累且不斷擴大的公司來說，這也是自然和必然的結果。與此同時，該類公司的股票大都表現不佳，且可能終有一天會帶來更多嚴重的問題。

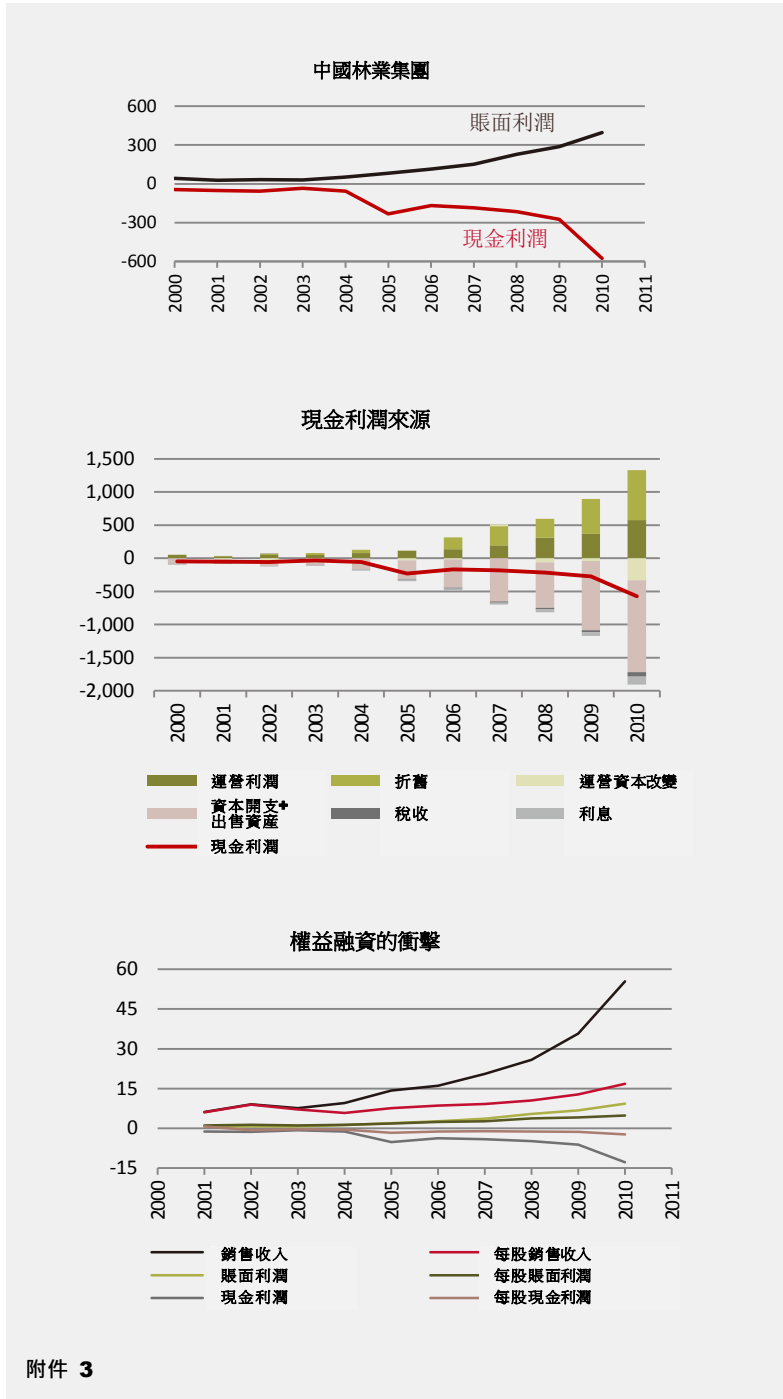
回到本文的兩家公司，儘管維達的資本集中度沒有恒安吸引且現金利潤為負數，但它並不存在真正的倒閉風險。雖然現金利潤是負值，但數額較小，且由此導致的高于恒安的負債按比例來看也還是可控的，即淨負債權益比為 26%，總負債權益比為 40%。因此，我們這裏談論的只是股票表現不佳，而非破產風險。然而，儘管增長和賬面利潤相差無幾，我們所使用的“有機增長”分析還是揭示了兩者的不同之處，這也解釋了過去三年維達的股價只增長了 34%，而恒安却漲了 155% 的原因。

我們使用的“有機增長”選股程序，精華在於可以把被分析員歸為一類的公司區分開來。我們的方法幫助我們突出恒安高人一籌的商業模式，而傳統的分析方法只關注增長速度和盈利幅度的簡單比較上。特別之處在於，它能夠發現潛在的風險，而這些風險只通過簡單的比較是很難被及時發現的。附件 2 中的圖表顯示了我們的“有機增長”衡量與傳統標準的不同。

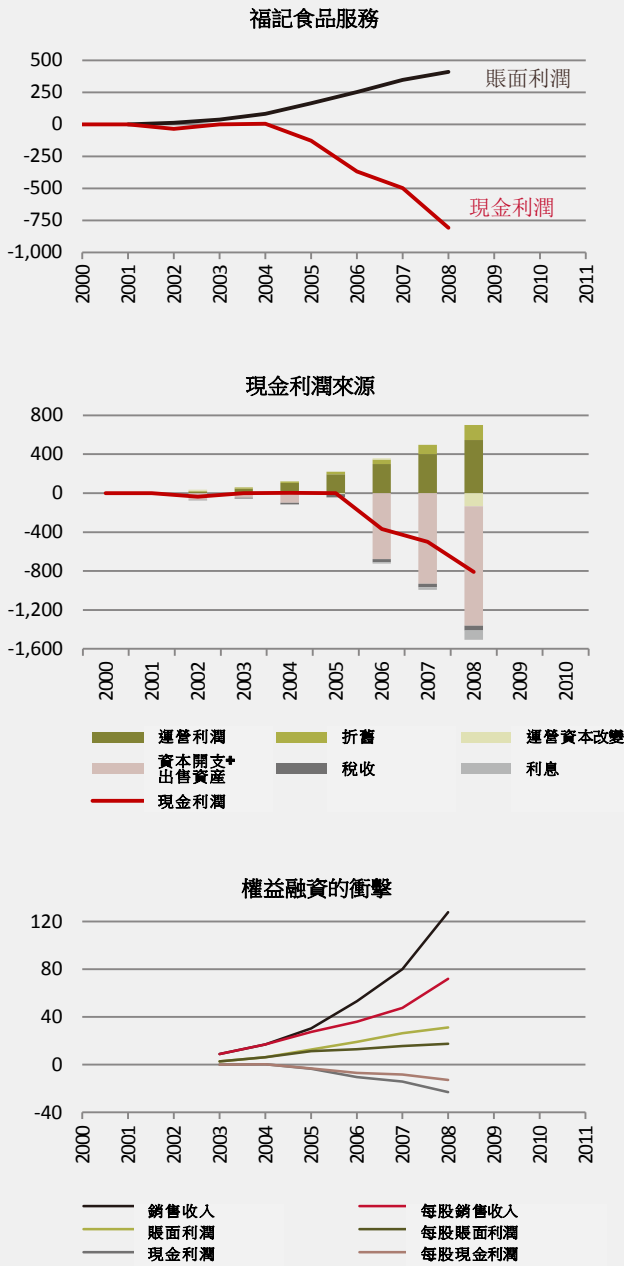
怎樣評估增長的質量？

把我們的“有機增長”方法應用在最近和過去的一些成為頭條不幸案例上將會是件有趣的工作。

就從中國林業 (TRE CN) 開始吧。我們沒持有過它的股票，這家公司也不在我們的雷達屏幕上。但是，鑒於其股票的崩盤，檢驗一下中國林業在我們的“有機增長”框架下的表現如何還是十分有趣的。附件 3 的圖表清楚地顯示了增長的低質量，儘管賬面利潤表現令人印象深刻，但巨大的現金累贅需要不斷地通過債務積累和股權攤薄來融資。



附件 3



附件 4

另一個有意思的例子是**福記食品服務 (1175 HK)**，因為這家公司在 2009 年忽然倒閉之前在香港交易所一直表現甚佳。附件 4 中的圖表說明了它的增長并不平衡，使公司在受到外部衝擊時十分脆弱。我們在公司倒閉的幾個月前與管理層見面并訪談。儘管公司經營穩定且保持增長，但我們對公司的資本集中度和募資需求感到不安。我們見面時未知的是，公司將會很快失去客戶，且可出售資產（中國工廠食堂的廚房）的價值將無法和積累的負債相抵，在營業收入下滑的情況下公司將無力還息。銀行終止了貸款，更沒有股權投資者願意拯救一艘沉船。客戶的流失導致紙牌房子的坍塌。假如商業模式能獲取更多的現金利潤，倒閉就不會發生，公司也很可能通過增加新的客戶來重塑增長。

總結

總體看來，我們的“有機增長”方法能夠幫助區分那些增長和利潤相似的公司。通過賬面利潤以外的角度來看公司，我們能夠更深入地瞭解并比較各類商業模式。我們的“有機增長”方法帶領我們找到贏家，還能夠在市場劇烈波動的時候讓我們對自己的選擇更有信心。我們知道哪家公司更容易受到影響并昭示嚴重問題的潛在來源，更清楚哪家公司堅如磐石，且其股價也終究將走得更高。