

印度股票

慎防泡沫 (2.0)

我們看好的企業特質包括：管理團隊優秀；董事會具效率；與大多數擁有人和管理層的權益高度一致；擁有謹慎和自省的公司文化；業務具定價能力，並提供可觀的已動用資本回報率；以及長遠來說具業務擴展潛力。根據我們的經驗，這些特質集中於若干行業。印度提供一個龐大的市場，特點是消費者趨於年輕、集中於城市並嚮往優質產品和服務，基本消費品類別的滲透率仍然偏低，以及領先消費企業在品牌和分銷網絡方面已建立穩固的優勢。這些企業的管理團隊曾任職跨國公司，擁有相關經驗，並於印度應用相若的最佳實務措施。因此，整體來說，我們偏好基本消費品業，將從中物色投資機會。

然而，環顧我們青睞的消費企業，近年估值日漸昂貴，而我們相信其估值已不再反映這些企業面對的眾多風險。我在**2016年9月刊發的客戶通訊(慎防泡沫1.0, [點入原文](#))**首次提出有關觀點，當時我開始擔心估值與消費業的結構性轉變脫鉤。

下文節錄自2016年9月刊發的客戶通訊 —

「長久以來，印度大部份消費者均來自財富金字塔的底部。他們過往以家庭為單位，所消費的商品籃子往往亦一成不變。然而，現今的消費者更為精明，可動用收入亦增加，而且擺脫大家庭的生活模式，並較以往更加懂得追求個人品味。(隨著一些傳統的市場門檻消除)市場可供他們選擇的範圍亦不斷增加，意味著消費者對品牌的忠誠度將下降，而且更趨善變。」

在過去七年，本策略於基本消費品公司的投資比重由約36%下降至13%。這是投資組合在該期間的最大單一變動。現時，我們的基本消費品公司持倉處於歷來最低水平。但凡我們的長久客戶都注意到，基金不會以「由上而下」的觀點分析行業前景。有關變動完全取決於「由下而上」的選股。綜觀大部份印度主要消費品公司的估值，越來越多利淡因素並無在當中反映。

	2012年 11月	2016年 11月	2019年 11月
主要消費品的投資組合比重	36%	23%	13%

隨著可動用收入持續增加，我們發現肥皂和洗頭水等基本消費品已大致能滿足市場需求。現時，這些消費者的需求升級，轉而購買較多優質產品，或開始追求更多過去沒有能力負擔的非必需消費品，包括空調(受惠於貸款融資和電氣化普及)、房地產(相關監管法規有利置業人士)和金融產品。由於金融市場往往著眼於預測未來一季的業績，我們認為估值並無反映上述長遠轉變，這情況可見於我們所持的公司。

我們察覺到中國出現上述轉變。在千禧年代初期迅速增長的產品類別，其增長在過去十年已經放緩。旺旺及康師傅的品牌在平均售價偏低的產品類別中擁有主導地位，例如：米餅、風味奶和普及大眾市場的方便麵。在1998年至2008年的十年期間，這兩家公司的銷售增長分別為5.8倍及7.3倍。然而，在過去十年(2008年至2018年)，兩者的銷售只增長了一倍。另一方面，優質主要消費品和非必需消費品轉而錄得增長。維他奶國際銷售優質豆奶和冰茶，其於中國市場的銷售量在1998年至2008年期間增長了2.1倍。該公司的銷售增長在過去十年加速至2.7倍，隨著其產品的可負擔性提升，增長步伐亦隨之加快。非必需消費品類別的增長更迅速。領先空調品牌格力電器和雄踞中國機票分銷市場的中國航信，過去十年的銷售增長分別為4.0倍及4.7倍。

公司名稱	業務概覽	1998年至 2008年期間 的銷售變動	2008年至 2018年期間 的銷售變動
旺旺	米餅和風味奶品牌	5.8倍	2.0倍
康師傅	普及大眾市場的方便麵和飲料	7.3倍	2.1倍
維他奶 (中國)	優質豆奶和冰茶	2.1倍	2.7倍
中國航信	壟斷中國機票市場的全球分銷系統	7.8倍	4.0倍
格力電器	領先空調品牌	3.2倍	4.7倍

過去十年，印度不少基本消費類別迅速增長。現時其分銷網絡覆蓋範圍廣泛，因此我們認為相關增長可能會放緩，正如中國近年的情況一樣。這些公司的估值亦已大幅上升：過去十年，股東回報增長的中位數為6.6倍，相比之下，利潤增長和銷售增長的中位數則分



別只有4.2倍和3.1倍。我們觀察到隨著中國消費企業增長放緩，其估值比率下跌。旺旺及康師傅十年前的遠期市盈率分別為23倍及30倍，目前已回落至16倍及23倍。在過去十年期間，這兩家公司的年度股東回報（包括股息）均低於5%。考慮到印度消費企業的估值正處於歷史新高，我們認為它們亦面對類似的風險。

10年變化（印度盧比）	銷售	每股盈利（EPS）	整體股東回報
Dabur	3.0倍	3.7倍	6.0倍
Marico	3.1倍	5.3倍	6.5倍
Britannia	3.2倍	8.0倍	18.0倍
GlaxoSmithKline Consumer Healthcare	3.1倍	4.7倍	6.6倍
Hindustan Unilever	1.9倍	2.5倍	8.7倍
雀巢（印度）	2.6倍	2.9倍	6.0倍
高露潔（印度）	2.6倍	2.7倍	4.2倍
Godrej Consumer Products (India)	3.1倍	6.5倍	8.7倍
中位數	3.1倍	4.2倍	6.6倍

最吸引的增長機遇很可能出現在其他類別。印度每年僅售出600萬部空調，中國則售出8,000萬部。這個情況應會迅速轉變。印度的人均收入已達到一定水平，這時購買空調的步伐通常會加快。Blue Star已躋身領先空調品牌之列，其銷售額在過去五年增長2.2倍。即使去年印度金融體系出現恐慌，使耐用消費品的消費融資大幅減少，但該公司仍錄得逾20%的銷售增長。Blue Star創始人的第三代家族成員Vir Advani於2016年出任行政總裁。在其領導下，該公司的市場份額自此每年都有所增長。在印度，大多數購買空調的消費者均屬於首次購買者。空調價格昂貴，而且電費負擔高昂。因此，優質服務是區分該類別中逾30個品牌的關鍵。Vir已帶領Blue Star成為印度最大的空調服務供應商。其大多數同業只聚焦於規模而非盈利能力。在Vir的領導下，Blue Star並無因拓展規模而忽視盈利能力或營運資金。其營運溢利率為8%至10%，而大金（Daikin）、日立（Hitachi）和LG在印度的營運溢利率則只有1%至4%。如今，雖然該公司所賺取的收入少於10億美元，但由於淨利潤低於5%，其市值只是略高於其年度銷售額。鑑於印度的空調普及率已從極低水平上升，加上Blue Star提升其市場地位並改善盈利能力，因此其估值在未來數年增長數倍並非不可能。

「悲觀者抱怨風向，樂觀者靜待風變，領導者調帆整舵。」

- 美國作家 John Maxwell

我們的選股不僅是為了尋找某行業或某類別的動力以實現投資增長，更經常發掘出色的管理團隊，他們往往能夠洞悉長遠的利好

與利淡因素，謙遜地識別風險，並順應時勢作出調整，絕不逆勢而行。這就是建立優秀業績的基礎。我們與Vir會面時，他談論到如何應對競爭形勢日趨激烈，也闡述為何空調行業必須尋求排放較少污染氣體的替代品，言談間我們相信他已謹慎地制定計劃，務求實現這些遠大目標。有時候，管理層的轉變可帶來改革路線的新思維。在印度，雀巢（Nestle）和高露潔（Colgate）亦出現這些轉變，儘管其估值偏高，但我們的投資組合將繼續持有這兩家公司。

長期趨勢方面，除了消費開支正轉向非必需消費品類別外，市場亦明顯趨向優質化，而這個趨勢很可能在不同類別出現。目前食用純葡萄糖餅乾的消費者將轉而購買朱古力餅乾和曲奇，而使用普通剃刀的消費者一般將轉而購買較昂貴的高級剃刀。當然，Dollar Shave Club等廉價品牌總有其市場價值，但優質化將會是大勢所趨。其實，消費者都有著共同的期望。雖然大部份印度消費企業在2019曆年上半年均錄得低至中單位數的銷售增長，但雀巢（印度）（Nestle India）的銷售卻繼續以雙位數增長。這主要是由優質產品帶動，該類產品較公司其他產品的增長高兩倍。雀巢產品的主要類別，例如朱古力、即沖咖啡和嬰兒食品，目前均處於轉捩點。我們注意到，當各國的人均收入以往達到印度目前水平時，其朱古力消費量便開始上升。此外，Suresh Narayanan先生於2015年出任行政總裁後亦為雀巢帶來變革。在其上任後首18個月內，雀巢（印度）推出43個全新品牌，廣告開支由相當於銷售額的4%倍增至8%。該公司的總銷量於2009年至2016年下跌，但作出上述轉變後，過去兩年的增長已領先整個行業。雀巢在印度的人均銷售仍只是斯里蘭卡的十分之一和菲律賓的二十五分之一。隨著優質化的機會出現，以及新任行政總裁作出變革，我們認為雀巢（印度）可望於未來數年迅速收窄這些差距。

高露潔-棕欖（印度）（Colgate-Palmolive India）正處於類似趨勢的早期階段。其前任行政總裁於2014年上任，並無任何在印度營運企業的經驗。此前，他曾經有數年時間在不同的市場管理高露潔牙刷產品業務。因此，在其任職行政總裁期間，該公司在利潤率較低的牙刷類別提高了市場份額，並不令人感到意外。然而，自新競爭對手相繼出現後，天然及草本牙膏所佔該類別的份額上升25%，高露潔表現落後，並失去部份市場份額。去年Ram Raghavan出任行政總裁，業務重心出現轉變。Raghavan先生在印度開展事業，並曾於多年在不同的新興市場管理牙膏產品業務。自其上任後，高露潔以吸引的價格加快推出新的天然產品，並在學校和農村地區參與更多改善口腔健康的宣傳活動（在農村地區，部份人平均每週仍僅刷牙兩次），以及推出新的Palmolive品牌產品。鑑於印度衛生習慣不佳，這些產品的人均消費水平仍僅及其他發展中市場的一半。平均售價亦只是其他新興市場售價的一小部份。這情況將會改變，因為消費者逐漸由使用普通牙膏（Colgate Strong Teeth）轉向優質品牌牙膏（Colgate Total和Colgate Sensitive）。此外，高露潔母公司的個人、家庭和寵物護理產品的產品組合龐大，當其中某些產品逐漸



為印度消費者所能負擔時，高露潔可於印度引入這些新產品。隨著高露潔在其核心牙膏業務重拾市場份額，並開拓新機遇，該公司有望較近年更迅速地增長。

雀巢和高露潔的優勢在於可以運用其環球管理資源和產品組合，並將產品引進印度。印度若干其他公司欠缺相關資源，相對變得不利，我們認為這些因素尚未反映於其公司估值。雖然Dabur等公司的管理層變動令人鼓舞，但我們暫時維持觀望態度，並會密切注視相關機會。

近年來我們密切關注的另一項變動來自Tata Sons。自Natarajan Chandrasekaran先生（Chandra）於2017年擔任主席以來，我們已與該集團的上市公司管理層成員會面30多次。透過這些討論，我們已充份了解Chandra在整個集團所推動的全面改革。該集團旗下八家上市公司更換了行政總裁，集團更首次推出僱員股票期權計劃。其資金分配的重心已從積極擴張，轉向致力提升自由現金流、減少債務及改善已動用資本回報率。

這些轉變在Tata Global Beverages最為明顯。我們數年前曾投資於該公司。儘管我們一再與管理層進行討論，但其始終未有出任何改變以發揮公司潛力，令我們感到失望，因此我們最終沽售相關持倉。我們於2016年沽售持倉前的會議中得出以下結論：

「他們沉迷於追求市場份額，似乎忽略了利潤（更遑論回報）。公司把名稱由Tata Tea改為Tata Global Beverages，已清楚反映管理層的意圖。他們將重心從雄踞印度市場及不斷增長的茶葉業務，轉而透過收購雜亂地進軍多個國家的業務，相關產品類別在當地市道回落，而且市場份額分散。這些市場幾乎未能取得收支平衡，收購涉及商譽須予撇賬，但他們仍加緊在當地投資。雖然這些業務的潛力龐大，但我懷疑是否真的能夠實現？這是個錯誤決定。」

Chandra於2017年中擔任公司主席，並推動全面變革。公司董事會亦加入新董事，印度首屈一指的消費企業Pidilite的行政總裁Bharat Puri出任公司獨立董事，令我們信心大增。其管理團隊亦有所變動，新聘成員包括來自葛蘭素史克（GlaxoSmithKline）的印度營銷主管、來自ITC的銷售主管、來自利潔時（Reckitt Benckiser）的國際業務主管，以及來自帝亞吉歐（Diageo）的英國營銷主管。最近，Sunil D'Souza加入Tata Global Beverages，成為新任行政總裁，他過往在惠而浦（Whirlpool）促進印度業務增長方面表現出色。在這個團隊的帶領下，該公司已將焦點回歸盈利可觀且不斷增

長的印度本地業務，並出售或終止一些低質國際業務，例如在捷克、俄羅斯和中國的業務。隨著管理層增加投資以提升茶葉品牌，其本地業務穩步增長。這些舉措協助公司從無組織競爭對手中奪取市場份額。Tata Group亦決定將旗下所有食品業務併入Tata Global Beverages，包括豆類、香料和鹽類品牌。由於這些產品在印度共用同一分銷網絡，這應可擴大分銷商的代理規模及提高與分銷商的議價能力。

這些變動改變了其業務組合。在2011財年，印度茶葉業務僅佔銷售的30%，並為已動用資本產生可觀的回報率。到了2019財年，已動用資本回報率高的業務（包括與集團其他公司合併的業務）佔銷售和利潤的65%。該公司亦持有Tata-Starbucks 50%的股權。Tata-Starbucks於2012年成立，目前在印度經營逾160家門店。在變更管理層和嘗試尋求合適的營運模式後，這家合資企業已達致收支平衡，並加速擴張門店數目。我們到過印度不同城市，多家Starbucks門店均絡繹不絕，顧客大排長龍。目前，其銷售額僅為9,000萬美元，與長遠潛力比較仍有很大距離。最終，該集團在公司名字中剔除「global」一字，並更名為Tata Consumer Products。一如以往，我們認為此舉已表明新管理層的意圖：致力在具吸引力的印度市場建立更龐大的消費品業務。

去年，我們重新購入該公司的倉盤，但相關投資理據涉及風險。令人略感無奈的是，公司的轉變促使估值比率頗迅速地上升。然而，受惠於管理層和董事會的變動、Tata的管治質素及公司面對的機遇，我們認為Tata長遠仍有潛力為股東締造吸引人的回報。

唯有轉變才是永恒不變

我們現時所持的基本消費品股少於過往任何時間，但當其估值重返合理水平時，或會增持該類股份。現時，我們的銀行股持倉比重較高，因為ICICI Bank和Axis Bank的管理層變動使其處於較佳優勢，可望把握印度金融服務更趨普及和私營銀行逐漸從國有銀行奪取市場份額的兩股長期利好趨勢。此外，基金亦持有較多房地產股，因為我們相信希望在城市設備較完善的環境下生活、工作和購物的民眾只會與日俱增；而房地產業近日的轉變使Oberoi Realty等較優質的發展商更易於在這個極為分散的行業中爭佔市場份額。我們分別持有一家印度領先財富管理公司及一家印度領先酒店的少量倉盤，因為我們認為這兩家公司未來十年的增長步伐可望加速。我們堅守貫徹一致的投資理念和程序，開始為未來十年揚帆定向，朝著我們相信展現更多投資機會的領域邁進。



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。有關資料來自首域投資（「首域」）認為可靠的來源，而且在發表本文件時為準確的資料，首域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。首域、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。未經首域投資預先同意，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。

於香港，此文件由首域投資（香港）有限公司發行，並未經香港證監會審閱。首域投資是首域投資（香港）有限公司的商业名稱。首域投資及首域盈信資產管理是首域投資（香港）有限公司的商业名稱。首域盈信資產管理標誌乃為MUFG（定義如下）或其聯營公司之商標。

首域投資（香港）有限公司是First Sentier Investors 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。First Sentier Investors（包括不同司法管轄區內的多間公司）在澳洲營運並以首域在其他地方營運。

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。