

行业分析： 投资决策框架





关于本报告

本报告是特许公认会计师公会 (ACCA)、特许金融分析师协会 (CFA Institute) 和印度信贷评级和信息服务公司 (CRISIL) 的联合研究。

研究报告全文将发布在ACCA中文网站, 网址:www.accaglobal.com; 和特许金融分析师协会亚太研究交流平台, 网址:www.ARX.cfa。

前言

我非常欣喜能够代表特许金融分析师协会,介绍我们与特许公认会计师公会 (ACCA) 携手开展的此项研究。这是双方合作关系发展的又一里程碑,充分彰显了我们为投资者提高财务分析透明度的共同心愿。

借助研究创建出的一组框架,投资者能够深入解读目标公司集中于某一部门、或跨越多个行业的商业模式。我们衷心希望,这一成果将启迪他们采用更具系统性的分析方法。当然,这套覆盖21个行业的框架体系并非万能钥匙,无法破解所有与商业模式息息相关的复杂难题。但毋庸置疑,这些框架体系有助于引导投资者展开基本面分析,并向他们展示如何避免商业模式中出现的危险信号。研究全面汇总了众多行业利益相关者的观点,包括上市公司首席财务官、资产管理经理、证券分析师、投资者关系官,等等。

作为投资者保护文献的新篇章,我相信该研究将有力地推动特许金融分析师协会践行自身使命——通过推广最高的道德、教育和专业卓越标准,引领全球投资行业健康发展,最终造福社会。我们将继续与ACCA中的良师益友及合作伙伴并肩努力,帮助两大专业领域的从业人员做好充分准备,从容应对当今面临的种种挑战。

傅孟琳 (Margaret Franklin)
特许金融分析师 (CFA)
特许金融分析师协会总裁兼首席执行官

决策支持信息可谓企业成功的命脉。在提供这些信息方面,财会专业人士扮演着不可或缺的业务伙伴角色。对专业会计师而言重要的是,不仅应分析细节,还务必充分考虑背景——了解企业所处的商业环境,明确企业增长的推动力,评估并解释不同行业的可持续发展情况。

特许公认会计师公会 (ACCA) 与特许金融分析师协会 (CFA Institute) 联袂,对21个行业的绩效推动因素开展研究,可以说是这方面最全面的研究之一。通过阐明各行业成功构建可持续商业模式的关键要素,该研究报告提供了通用框架,指导投资者分析发展前景、风险和机遇。

本报告是各行各业中从业人员的必读物,不但介绍了通用的结构性方法,供投资者分析不同的行业,也为专业会计师和企业领导人提供了非常宝贵的指南,帮助他们评估和沟通交流目标公司所处的宏观经济环境,从而洞悉重要发展趋势、政府决策的潜在影响、人口结构的改变、以及跨行业成功的主要动力。

使投资者和其他利益相关者了解决定长期价值创造的因素,是企业报告的最重要任务。积极进取的投资者会始终要求以清晰、可比较的方式,提供有关商业模式、战略、所依赖资源等相关信息。

ACCA始终非常珍视能够与特许金融分析师协会合作,助力提供这些深刻洞见。我们双方希望,能够共同发挥引领作用来提升解读与洞察能力,造福全球商界及其服务的广大民众。

白容 (Helen Brand OBE)
ACCA行政总裁

目录

序言	5
手游行业	10
在线支付行业	16
传统零售及子行业	22
船舶修造与海工装备	27
半导体行业	33
奢侈商品与零售	39
医疗卫生行业	45
食品生产行业	55
环境服务行业	61
工程建筑行业	68
保险业	74
物流业	80
教育	84
棕榈油	90
博彩业	98
航空业	103
房地产开发	109
银行业	115
电信业	123
房地产投资信托基金	130
公用事业行业	138
后记	145
报告作者和致谢	149

序言

工业革命4.0冲击下的商业模式

清晨,闹钟响起,您挣扎着从床上起身,因为昨夜一宿都辗转难眠。您睡眼惺忪地摸索走向厨房,智能闹钟传感器向咖啡机发送通知,您急需一杯咖啡提神。香气很快弥漫了房间,您轻啜一口,立刻振作起来,开始凝神思考一小时后的重要会议。随后您沐浴更衣,戴上智能眼镜准备出门时,咖啡机中传感器自动发出订单,补充第二天即将用完的阿拉比卡咖啡豆。当您坐上门口等待的无人驾驶出租车,它会立刻探察到您的情绪,播放合适的背景音乐——通过挖掘数以千计的数据点,智能播放器知道如何让您充满信心,说服同事来支持您的团队项目。

这一场景中,物联网可以显著提高我们的生活质量。智能闹钟之类的每件物品都带有传感器,能够捕获数据,然后传输给另一件物品,如咖啡机。这种互联互通性意味着,您走进厨房就能立即享用新鲜煮好的香醇咖啡。除此之外,传感器还能够捕捉您的面部表情,确定您会喜欢的咖啡冲煮方式——水温是否太热还是恰到好处?久而久之,基于成千上万的数据点,咖啡机可以不断学习,知晓哪些口味您最为青睐、哪些勉强可以接受。这些智能机器还会了解很多个人生活细节,包括音乐偏好。机器学习或人工智能的确令人不可思议!

物联网是指一套互联互通的系统,在其中,闹钟、洗衣机、电视机、智能手表等物品或物件、以及每个我们可以想到的物品或物件都能够感知和收集数据,并通过互联网连接供其他实体对象使用。

5G开启未来

截至本文撰稿时,这似乎仍是未来才会出现的场景。然而,5G时代已悄然来临。借助极速的互联网连接,企业可以依托物联网,同客户多维度地展开实时互动和紧密联系,在生活的几乎所有方面提供更加优质、更具针对性的服务。

闹钟和智能手表感应到您醒来,并且知道您起床后希望喝到现煮咖啡。于是等您走进厨房,咖啡已准备妥当,待您享用。

机器如何知晓这些?每个物品上的感应器都能收集大量数据,可作为数字化的原材料信息。这些信息集通过互联网发

送给其他物品,在这一过程中,嵌入式算法会分析个人偏好。如果感应器根据您喝了几口咖啡后面露微笑、或是其他一系列指标,侦测到您感觉愉悦,就会记录下这些反馈,供其他物品使用。久而久之,这些物品就会利用反馈机制不断完善和提高精确度,比如,咖啡机就会了解您的个人偏好,包括咖啡冲煮方式、水温和糖量控制、以及是否喜欢加奶等。这个自主学习系统(人工智能)实时运行,且成本效率极高。

简言之,物联网支持多维互动和参与,使众多相关方进行准确而有意义的交流。可负担的5G连接使这一切成为了可能,它将助力人工智能在正确的接触点、恰当的时间、向合适的客户提供增值服务。

变革速度

上世纪八十年代初,第一部商用手机问世。手机的普及(当时的主流品牌为摩托罗拉和诺基亚)使人们能够在移动中进行沟通,因此可以快速做出决定和更换地点。我们再也不用提前几天、甚至几个星期决定去哪家电影院或餐厅,只需在和亲朋好友碰面之前几个小时选择即可。

智能手机的普及亦是如此。上世纪九十年代推出的这些革命性设备进一步加速改变了我们的生活、工作和娱乐方式。不知大家是否还记得黑莓手机?虽然这轮深刻变革的形成为时数年,但其进程无疑较商用手机时代大大加快。

2007年,苹果公司在已故CEO史蒂夫·乔布斯带领下成功打造出触屏智能手机,不但彻底颠覆了行业,甚至引发了一系列更为深远的变革。人们不再需要为了去银行而寻找停车位,随时随地就可处理银行事务。出门前也不再需要先行查找准确位置,在线地图可以指引您准确到达目的地。这些变化都发生在短短几年之内。不久以前,几乎所有背包客前往他乡异国旅行都需要准备一份当地地图和指南针,但今天已完全没有这个必要。

2020年,随着5G网络的大规模部署,将会带来怎样的变革速度呢?根据以往经验,我们推测,5G带来的变革将比以往任何时候都更加迅猛。物联网和人工智能具有非常巨大的潜在价值,加速过程就交由资本市场推动吧。

这对企业而言意味着什么?

具体来说,5G的到来对企业究竟意味着什么?基金经理、投资人和专业会计师必须能够判断,5G连接所带来的物联网和人工智能普及,将使哪些企业受益、哪些企业受损。

基金经理、投资人和专业会计师必须能够确定下列问题:

- **大规模定制:**面向消费者的大规模定制曾经是遥不可及的梦想,但现在正逐步成为现实。物联网时代,从产品创意到售后服务,消费者将始终处于核心位置。借助大数据和消费者直接反馈机制,人工智能能够经济高效地量身定制个性化产品和服务。此外,5G提供的实时信息流,有助于人们获得即刻反馈。如果企业不与时俱进,可能对其产品和服务的需求产生不利影响。
- **生产过程:**任何可以结构化的生产过程都将完全被机器取代。企业是否有能力和资源逐步实现自动化?如果有,将对其成本结构产生何种影响?
- **数字化程度:**仅仅拥有动态网站和充满活力的内部IT专家团队远远不够。企业要想获取工业革命4.0的最大效益,必须付出艰苦努力,以数字化方式,将公司所有内部部门和外部利益相关者无缝联结起来。这意味着公司需不断为一个集中化的大数据池提供数据,并进行归档和提取。这样做的成本非常高昂,可能导致在开始阶段无法看到投资回报。但如果实施得当,短期内仍有望迅速获取收益。
- **大数据使用的简便性:**数据贡献过程一定不能对各自的利益相关者产生额外的运营负担。例如,客户购买产品时,将自动产生数字足迹,其中可能包括性别、购买时间、鼠标点击次数以及年龄段等信息,然后将这些信息输入到一个集中化的数据池。整个过程中,客户对其足迹收集过程毫无察觉,也不会增加客户购买产品或服务的成本。

基金经理、投资人和专业会计师只有彻底了解这一不断发展的环境,方能对企业创造价值的能力做出恰当判断。

未来情况如何?

据保守估计,到2025年,将有1千亿台设备通过某种方式连接到5G网络。这将带来以下好处(主要得益于5G网络更快地传输数据):

- 智能家居无处不在,以能耗管理、互联网家电和远程住宅安保为特色;
- 可穿戴健身和健康监控设备的普及,能为用户提供准确的数据和反馈,助其选择恰当的生活方式;
- 大型医疗保险计划的风险分析成本下降,从而降低标准人寿保险客户的保险费,同时能够轻松识别高风险客户,并向他们提供非标准化的保险(如果适用的话);
- 智慧城市崛起,无人驾驶汽车、智能交通信号系统和公用设施系统日益普及。

毋庸置疑,设备接入5G网络并实现互联互通,将对当前商业模式产生极具颠覆性的影响。

传统商业模式(将被颠覆):在深入分析新的商业模式细节之前,我们首先探讨传统商业模式的各个方面,包括:

- 发现消费者的偏好,具体到最微小的细节:偏好包括最期望的功能、偏爱的颜色、以及可接受的价格范围等。以方便面制造商为例,如果想要在竞争中脱颖而出,制造商需要定期开展焦点小组研究和客户调研,了解在面条口感、包装设计及汤底等方面,客户偏好的微妙变化。
- 满足大多数消费者的需求:产品和服务的个性化定制化程度越高,消费者体验就越好,但这种方法很难实现大规模定制的成本效益。因此,产品满意度永远无法做到完美。企业应当以合理的成本结构,努力让大多数消费者满意。
- 采用企业对消费者(B2C)模式:企业推出产品或服务,产生营销和分销成本,并销售给客户。这本质上属于自上而下的生产过程。
- 做好充分准备应对竞争——企业会陷入无止尽的“拉锯战”:消费者要求企业满足其日益细化的偏好,企业则为满足这一不断增加的需求而展开激烈竞争。

新的商业模式:随着5G、人工智能、区块链和物联网的日益普及,我们从传统商业模式向新的商业模式转变,企业将面临以下深刻变化:

- 想方设法发现消费者的细微偏好仍然至关重要。由于其成本已大幅下降, 因此企业能够为每个消费者提供个性化产品, 且为此增收的额外费用是消费者可以接受的。简言之, 史上首次大规模定制会成为现实。
- 借助物联网实现近乎完美的满意度。有源器件和无源器件上的低价传感器能够收集大量可以数据化的信息。这些信息集通过互联网发送到云服务器组成的网络中, 该网络的智能算法准确计算出个人偏好。例如, 如果浴室镜子的传感器通过喝过几口咖啡后露出的微笑或其他一系列指标, 侦测到此举令您感觉愉悦, 云服务器就会记录并获取这一反馈。久而久之, 这些设备就可利用反馈机制不断完善和提高精确度, 比如, 您的咖啡机将非常了解您的个人习惯, 包括咖啡冲煮方式、水温控制和精确的糖量。这种自主学习系统(人工智能)可实时进行, 并将变得极为准确且富有成本效益。
- 随着物联网和人工智能的普及, 消费者对企业(C2B)模式将占据主导地位。在此模式下, 消费者将能够持续一致、几乎零成本地与企业交流其特别偏好。最重要的是, 这种反馈是在消费者毫无觉察的情况下获取, 因为消费者每完成一笔交易就会自动留下数字足迹。
- 借助物联网和人工智能的自动反馈循环, 有助企业确保始终提供几乎完美的交付。消费者无疑会感到很满意, 企业也会感到很高兴。

具有超越性的商业模式: 在完成上述初始转变后, 企业还应做好充分准备, 不断发展:

- 当大多数企业以数字化方式与利益相关者建立联系时, 人工决策和借助算法获取的自动化解决方案将无缝融合, 产生非常详细的消费者愿望清单, 甚至包括此前尚未发现的潜在需求。得益于小型人体感应装置和实时互联网高速传输, 获取消费者其他信息的成本已变得经济可行, 这一成就前所未见。在客户调研和焦点小组研究中, 人们描述自己的愿望可能不够准确, 但他们的肢体语言会揭示表象之下的真正愿望。
- 曾经, 准确指出潜在需求的能力只是史蒂夫·乔布斯、拉里·佩奇和杰夫·贝佐斯等极富创造力人士的专属。但在不久的将来, 人工智能将助力更多人具备这种能力。

- 除了通过数字足迹间接向企业提供反馈, 消费者的地位也将得到大幅提升, 他们可以直接参与整个价值链, 包括设计、原型制作、制造、以及营销和销售等。例如, 区块链技术在全部署后, 将确保以相对较低的成本, 从实际用户处获得真实数据。3D打印技术将大幅降低在大量消费者样本中开展原型试验的成本。此外, 消费者穿戴的小型身体感应装置将提供额外的数据集, 而这些都是传统问卷、访谈或焦点小组研究所无法获得的信息。
- 由于不同节点之间的沟通将产生额外的数据点, 并且几乎实时可用, 最重要的是, 比以往任何时候都更加便宜, 因此最终将最大限度降低对中间人的需求。以快递业为例: 今天, 消费者只需手机登录, 就可追踪包裹在任何特定时间的状态, 而不必打电话给客服中心。未来, 预计这种“去中介”现象将遍及大多数行业。
- 大大缩短和简化供应链。通俗地讲, 企业能更容易寻找到特定的相关供应商, 降低搜寻成本。最理想的情况是, 全球供应链应当发展到包括很多小实体(即“点”), 每个小实体支持品牌所有者(即“线”)所要求的一个高度专门化需求。不同的品牌所有者将在高效的生态系统(即“网”)中蓬勃发展, 共享由“点”提供的各种服务。

实现B2C是一个渐进过程。很多行业尚未做好充分准备——无论是数字化程度, 还是打造统一的信息平台。我们所目睹的颠覆只是冰山一角。

企业若想成功驾驭工业4.0浪潮, 创新思维至关重要, 但仅是如此仍远远不够。他们需要从一开始就拥有适当的管理DNA, 同时采取边行动边计划的策略。我们将在后面章节详细讨论这一问题。现在, 我们简单总结一下截止目前所讨论的内容。

企业制胜新时代的三大黄金举措

第一步: 在当今新时代, 企业必须全面实现数字化——在这一阶段, 所有信息流都已被标记化。企业必须设法成本高效地实施这种数字化; 该举措因行业不同而存在很大差异。

第二步: 在全面完成信息流标记化后, 所有利益相关者(如供应商、客户、政府、投资者)之间需实时全自动进行多维互动。多维互动应支持众多个人以可承受的成本, 进行准确而富有意义的互动。

不久以前,由于成本非常高昂,因此这种互动不切实际。随着区块链、人工智能和5G等技术的日益成熟,现代技术似乎能够以合理的成本满足所有这些需求。

第三步:一旦这种多维互动产生群聚效应(即达到临界点),嵌入的反馈机制将能够现场自动做出决策,在从设计、原型制作、制造到营销和销售的整个过程中,对产品或服务进行微调。这种嵌入式反馈机制不可或缺,它是所有关键学习之母。

基金经理、投资人和专业会计师只有清楚了解这些发展变化,才能准确评估新时代中的企业。

拥有适当的管理DNA

企业在实施上述三大黄金举措之前,必须具备构建管理DNA的四大关键要素:

- 与消费者保持不间断、可持续互动的愿望。
- 向消费者下放权力和建立富有人性化联系的意愿。
- 有机结合原型制作、研究、设计、调整优化、版本升级和推广的能力。
- 创建能催生归属感的品牌愿景,而不只是实现销售业绩。

这一新时代战略不再是简单的一年、三年或五年计划。其重点在于,在愿景和行动之间打造超高效的反馈机制——即规划与运作同步展开。换言之,企业战略将演变为规划与反馈的结合体,从而推动企业实现长期可持续发展,并提升核心竞争力。

密切关注变化

在企业实施新时代战略的过程中,有些要素、组织结构和行事方法或将发生改变,而有些则保持不变。一个恰当的组合应当在各种不同情况下极为灵活地动态化转型。以银行业为例:

- 从客户进入银行开始到离开银行结束的简单交易型客户互动,或许已成为过去。一款交互式银行移动应用程序将满足大多数客户的日常需求。在得到客户许可的情况下,该应用程序可以通过收集移动数字足迹,追踪客户开支和投资习惯。借助基于云的算法,手机应用可以向客户推送定制化个性服务,以抢占潜在的消费先机。
- 虽然互动式手机银行移动应用程序可以满足大多数消费者的日常需求,但有时候仍离不开个性化的人工服务。过去,这曾是私人银行的专属领域。后工业革命4.0时代则将改变这一点。依托区块链技术,合规和相关文件手续将变

得更加精简、无误且能自动完成。这有助部分服务交付流程去中心化,释放更多人力资源从事面向客户的工作,从而使提供个性化的人工服务交付、乃至面向零售客户的服务更具经济效益。事实上,向客户提供人性化服务的能力或许会得到提升,成为零售银行的核心竞争能力。

- 适应了5G网络的数据传输速度和效率之后,新一代银行客户的要求将越来越高,同时也更无法忍受延迟的发生。银行在设计产品和服务界面时,需认真考虑具有鲜明主题、高度直观且互动的导航。因为客户会认为,理所应当具备所有这些基本特征。银行客户已不再满足于仅仅提供具有所有功能的产品,他们还希望能与其他客户直接互动,听取客观的评估并获得归属感。

由此可见,只有获得实时反馈,才能做出更好的规划,而只有主动寻求,才能获得实时反馈。简言之,唯有行动才能导向结果,而结果将逐步塑造投资管理公司的未来(行动)及愿景。

因此,(在缺乏稳定结构的情况下)擅长创造性地开展工作、知晓如何及时获取相关反馈、并能够利用反馈在工作过程中进行微调的人员,将成为各个行业的抢手人才。无论是对公司还是个人而言,应用型创造力都将作为区分成败的关键差异化特质。

具有应用型创造力的个人被称为赋能者。他们支持将知识和资源融合在一起,助力周围的人获得所需的知识和能力,从而取得更大的成功。

要想使赋能者不断成长,大多数企业必须从等级式结构转变为平台式结构,助力员工自由参与、顺利协作并有效地共同创造。

为实现这一转变,企业必须建立统一的大数据平台:依托该平台,将把有关数据输入、使用和结果的定义有效地集中起来,同时在不同部门之间实现平等共享。这一自动化大数据平台将记录每笔交易、源代码和创意想法,并且会区分游手好闲和勤奋努力的员工,自动决定谁升职、谁降职。

这个统一的大数据平台如果完全成熟,将发展成为移动通信网络,其中每个节点的单个变化都将波及整个网络的所有其他节点。当这种情况发生时,该平台就将实现完全透明,并且每个节点都能实时准确地知道,为解决手头问题应该去找谁、希望得到什么、以及如何解决。换言之,将实现从等级式的决策结构向工作流驱动型结构的彻底转变。

这种工作流驱动型结构一旦全面实施,将赋予创造性人才充分的灵活性,能够实时利用资源平台,从而在充分考虑整体背景的情况下做出正确决策。

新时代中企业的健康交易周期将包括以下七项环节:

- (1) 交易一发生,就会产生数据(即数字足迹)。
- (2) 产生的数据将被自动记录下来。
- (3) 云算法会立即处理这一数据。
- (4) 获得的计算结果将被直接用于执行某项行动。
- (5) 行动将影响客户体验。
- (6) 赋能者或可在这一时点介入,进一步改善客户体验。
- (7) 客户将采取行动重复某项交易,而整个周期也都会重复。

基金经理、投资人和专业会计师必须能够发现并了解公司的这些变化。

透过工业革命4.0视角分析21个行业

对新时代的企业来说,上述特征并不只是锦上添花。事实上,对于在行业部门中蓬勃发展、并已产生大量数字足迹的企业而言,这些特征成了生死攸关的问题。即使您不与工业4.0保持同步发展,但您的竞争对手会。不幸的是,对大多数传统企业而言,如今鲜有行业部门不会产生数字足迹。例如,我们研究涉及的21个行业都产生了数字足迹:

- 房地产投资信托(REIT)行业的数字足迹源于智能楼宇中安装的物联网设备。
- 航空业的数字足迹表现为票务趋势和乘客资料。
- 银行、保险、电信和半导体等技术密集型行业的数字足迹则更为明显。

不同行业产生数字足迹的方式各不相同。鉴于此,每个企业的统一数据平台虽然工作原理相似,但在部署方面会有很大差异。关键在于对统一数据平台架构进行微调,以便与特定的商业模式相融合。A银行采用的成熟统一数据平台,对于B银行可能无法充分发挥作用。

因此,整体把握行业商业模式,是了解目标公司是否做好充分准备迎接工业革命4.0的关键。正是基于这一出发点,我们编制了针对21个行业商业模式的相关问题框架。

现在,我们将与大家分享这一研究成果,衷心希望对您有所帮助。祝愿所有读者投资愉快!

卢俊东博士 (Alan Lok, 特许金融分析师, 金融风险管理师)
陈福良 (Chan Fook Leong, 特许金融分析师)
王华 (Fred Wong, 特许金融分析师)

手游行业

为胜利而战:了解手游行业的投资基本面

作者:卢俊东博士(Alan Lok, 特许金融分析师, 金融风险管理师)、朱暖晖(特许公认会计师公会)、古鲁普拉萨德·贾姆巴纳森(特许金融分析师, 金融风险管理师)、陈福良(音译, 特许金融分析师)

有一种很好玩的游戏:下次你外出,不管是在火车上,还是在青睐的咖啡馆中排队,只要环顾四周,都可以看到许多人在手机上快速滑动,敲敲点点,目不转睛地盯着屏幕上闪烁的最新版游戏。看到手游变得如此无处不在,你是否会感到出乎意料?

实际上,手游(即移动游戏)已问世了相当长的时间——达25年之久。一开始,引领市场的是名为“俄罗斯方块”(Tetris)的益智游戏,但内置该游戏的手机只有Hagenuk MT-2000一款(我们也是通过谷歌搜索才知道)。三年后,诺基亚在手机上预装了超级受欢迎的贪吃蛇游戏(Snake)——这成为了手游市场的分水岭。2008年,苹果应用商店的推出成为另一重大转折点,开启了当今基于应用程序(APP)的手游时代,进而催生出一个价值数十亿美元的全球产业。

持续壮大、价值数十亿美元的庞大市场

如果你钟情的娱乐智力挑战仅限于报纸上偶尔出现的填字游戏或数独表格,那么当听说2019年底全球手游行业价值已达685亿美元时(预计到2022年将突破954亿美元),或许会大吃一惊。不过,若你了解到,全球约有24亿手游玩家,占总人口的30%以上,便会充分意识到该市场不容小觑。

如此庞大的手游玩家队伍与以下因素密不可分。其中最主要的一项,便是手游的随时可获取。这归功于智能手机的普及,以及低成本、高速移动带宽的崛起。而且,这些游戏大多数均为免费,由此进一步降低了消费者的进入门槛,推动超休闲游戏时代日益崛起。

另一因素则源于市场本身的性质:在这一快速变化的环境中,有吸引力的游戏很快就能脱颖而出,成为关注焦点。相对个人电脑或手柄游戏,手游的开发周期较短;此外,其结构使大量实时反馈(大数据)的被动收集成为可能,这些因素共同作用,推动游戏开发者快速迭代,不断在市场中投放全新或经过改良的游戏版本。

但是,这种高可访问性也会引发人们提出质疑:既然大多数手游都是免费使用,该市场为何能价值数百亿美元?

少数玩家一掷千金的免费增值商业模式

显然,绝大多数手游玩家(据估计至少有95%),将永远不会在游戏上花费一分钱。但即使是针对此类“搭顺风车”的客户,游戏商家也可以利用最常见的互联网战略获利——即播放广告。广告收入比例因游戏、特别是产品类型不同而各异,但估计通常在30%-50%之间。据领先的游戏和电子竞技市场分析机构Newzoo估算,尽管只有2.8%的参与者属于“高消费顾客”,但其绝对人数超过了5000万。

因此,凭借这一小部分用户,直接花在手游上的资费就占到了消费应用总支出的74%。虽然有些游戏需要直接购买或按月订阅才能使用,但大部分开支却产生在应用内部,玩家通过购买各种装备提升游戏体验,如续命卡或其他类似武器。如今,得益于加密协议的巨大改进,这种免费增值模式同时提高了在线货币交易的便捷性和安全性。

这种商业模式也在不断调整,以适应电子竞技的崛起。虽然电子竞技此前主要限于个人电脑,但如今,手游也纷纷切入迅猛发展、价值数十亿美元的电子竞技市场。例如,《部落冲突:皇室战争》(Clash Royale)这款游戏不仅在手游中表现突出,还利用成功的比赛和联盟功能特点,开始高调踏足电子竞技舞台。

玩好投资游戏

数字不会撒谎——对投资者来说,手游代表着日益扩张的巨大机遇。其挑战在于,如何区分表现优秀和绩效不佳的公司:该市场参与者众多,竞争非常激烈,胜者将收获丰厚回报,失败者只能遗憾离场(例如,苹果应用商店和谷歌游戏商店中的手游合计超过了一百万款)。

基于这些背景信息,接下来,我们将详细介绍如何对手游行业进行结构性分析。

确定公司产品

首先,投资者需要确定目标公司所提供的产品和服务范围。考察该公司只打造游戏应用,还是也制作更加多元的非游戏应用。在此基础上,进一步分析支持公司产品的平台和运行系统,以及用户界面所使用的语言数量——借此了解其地理战略。

这种细分程度仅仅只是开端。投资者应对各种应用加以分类,比如动作、策略或益智类游戏,以及娱乐、健身、交友等非游戏应用。即使在这些类别中,还可以进一步细分。例如,是单人游戏还是多人游戏,以及是否附带在线社区或社交媒体整合等功能。

利基市场经营者

如上文所述,手游市场属于拥有众多参与者的全球性市场,竞争非常激烈。尽管如此,但仍可能具有一定细分利基市场,即使是鲜为人知的游戏,也可以从中获利。因此,投资者应分析目标公司的用户群,以便更加详细地了解其客户人口结构:这些客户主要来自哪些国家,使用何种语言?公司的目标受众是遍布全球,还是某些特定群体?有些游戏或许在硬件要求方面有更多选择性,而非受限于地理位置。

如果已清楚了解目标公司的所处市场,接下来就应分析竞争动态。需考察关键的数据点,包括依据安装数量、预计使用水平和独特的差异点等维度,衡量该领域的最佳游戏。就与众不同的差异元素而言,特定的许可很容易令产品广受关注——例如,使用热门影视作品中的形象。

激发兴趣

在注意力经济中,各款手游面对面地展开着竞争,也就是说,营销和广告对于游戏的成功起着至关重要的作用,特别是在推出的最初阶段。当游戏的受欢迎程度达到某个临界点,便会创造一种正反馈回路:即新玩家完全是因为听说这个游戏非常受欢迎,所以便想参与其中。公开排行和社交媒体整合等功能可以显著扩大这一影响。

因此,投资者应仔细评估目标公司营销渠道的有效性。只利用广告宣传,还是引入了推荐激励?公司的营销支出回报率是多少?其用户获取成本与同行相比情况如何?

虽然市场营销可以产生很大成效,但产品本身显然也非常重要。应深入考察目标公司的发展和创新战略。公司是否会迅速针对漏洞和其他性能问题采取升级举措,是否定期推出新功能和增强体验?**如果没有这些后续改进措施,再受欢迎的游戏也会迅速被淘汰——因为这个市场的转换成本几乎为零。**有鉴于此,制定避免过时、保持不断更新的战略至关重要。

清楚了解获利方式

接下来,投资者应分析目标公司的获利方法:究竟如何取得效益?首先应分析其终端客户。公司产品是直接面向终端用户,还是作为无标识产品授权许可第三方使用?

如果主要是面向消费者的直接产品,那么应仔细考察产品的收费方式:是免费、免费增值、免费试用期后付费,还是付费?投资者一定要确保全面了解公司的所有收入模式,包括:注册和广告、授权许可和赞助、甚至线下收入渠道(如商品和活动)等。各种应用服务收集的数据本身也具有非常宝贵的价值——除了可提供全面见解外,还可能提供授权许可或者出售。

仔细评估财务和运营指标

游戏可能只是随意的娱乐,但仔细分析目标公司的财务和运营指标却容不得半点含糊。应认真分析标准的财务指标,如收入、息税折摊前利润(EBITDA)、息税前利润(EBIT)和净利润率,将其与用户群的增长相比较——明确公司是否成功利用数据分析技术,提高了客户平均收入?同时需要记住,将这些指标按单个产品、地域市场、获利方法加以细分,并评估各个领域的发展趋势。

在成本结构方面,应特别留意研发、营销、员工和经销成本(如应用商店收取的佣金)。公司在哪些方面超过或落后于同行(比如用户获取费用)?

从经营角度看,深入考察用户行为非常关键。安装数和新用户增长数等营收数据固然重要,但同时也应深入分析用户保留率,如活跃用户与非活跃用户的占比、应用平均使用时间、以及用户从活跃转向沉寂的周期。了解公司是否具有激活“休眠”用户的相关战略;如果有,评估其有效性。

环境、社会和公司治理因素(ESG)

上瘾是手游行业面临的主要ESG问题。手游有时候会让人沉迷其中而不能自拔,特别是那些最容易受影响人群。此外,手游使人上瘾的本质往往并非漏洞,而是开发者的刻意设计。手游吸引人们的因素很多,如持续不断的奖励;从概念上讲,

这和博彩行业使用的手段并无二致。但是,与博彩行业不同的是,没有针对未成年消费者做出任何限制。

因此,在分析ESG因素时,应弄清目标公司或其游戏是否因潜在用户上瘾问题而受到审查或指控。了解公司计划如何应对这些问题,或者是否根据玩家年龄限制其参与游戏。手游上瘾问题也与永续在线、始终互联的新时代密不可分——社交媒体上瘾是另一个类似问题,甚至可以说是更棘手的社会问题。

手游行业的长远未来

消费者的偏好极易改变,手游市场本身也在迅速更迭。因此,评估目标公司或游戏的长远发展前景可能充满挑战性。尽管如此,投资者仍可以进行相关分析,更好地洞悉其长远发展趋势,包括公司向欠饱和市场扩张的计划,比如向游戏应用人均使用率和消费额较低的市场扩张。公司的产品创新战略也能够揭示相关深刻见解,帮助了解公司长远的表现潜力。

除去这些微观问题,从宏观层面出发,手游行业显然会继续发展。随着智能手机功能日益强大,手游种类必然有增无减。

投资者即使不玩手游,也应充分认识到该行业蕴藏的巨大机遇。以该框架为指南,有助进一步分析这一利润丰厚行业的发展前景——如能玩转投资游戏,赢得真金白银,又何须挂念游戏中的奖励呢?



行业考察通用问题

1. 需求推动因素:公司提供的不同产品和服务有哪些?

- (1) 公司提供的产品类型有哪些:游戏应用与非游戏应用的对比?
- (2) 这些产品基于哪些平台:PC网站、移动网站、移动应用、平板应用?
- (3) 手游方面,支持哪些操作系统:苹果iOS、安卓、微软?
- (4) 这些产品的用户界面使用哪些语言?
- (5) 这些产品是否直接面向终端用户?
- (6) 产品和服务是否作为无标识产品授权许可第三方使用?

2. 需求驱动因素:公司游戏产品的详情如何?

- (1) 提供的游戏类别有哪些:动作、策略、虚拟世界、体育竞技、技能发展和学习、益智、基于虚拟现实或增强现实,等等?
- (2) 公司是否根据电影、小说、真实或虚构人物、企业团体或突发事件开发和销售游戏?
- (3) 产品是单人游戏,还是多人游戏?
- (4) 公司是否提供在线社群和社交媒体整合功能,以使用户与其他玩家交流互动?

3. 需求驱动因素:公司的非游戏业务表现如何?

- (1) 公司提供哪些类型的应用:工具和实用程序、健康与健身、媒体娱乐、个人和交友、学习和参考、设备管理与改进、出行和导航、财务与预算、办公与协作、社交媒体和人际交往等?
- (2) 公司还提供哪些其他服务产品?
- (3) 目前各种应用的使用程度如何?使用情况正如何发展变化?

4. 需求驱动因素:公司产品用户的构成情况如何?

- (1) 公司潜在客户群的预计规模和人口年龄结构如何?
- (2) 不同地区和国家的用户群分布情况如何?
- (3) 这些用户使用哪些语言?

5. 需求驱动因素:公司是否收集数据流量使用情况并从中获利?

- (1) 公司通过其产品收集哪些不同的数据点?
- (2) 公司采用哪些不同方式使用数据并从中获利?
- (3) 公司使用这一数据是否仅仅出于自身目的?
- (4) 公司是否向第三方提供全面见解,抑或向第三方出售原始数据或提供原始数据的授权许可?

6. 需求驱动因素:公司的收入模式如何构建?

- (1) 公司产品采用何种收费方式:免费、收费、免费试用期后收费、免费增值(基本功能免费,附加功能收费)?
- (2) 付费产品是以一次性付款的方式出售,还是定期订阅?
- (3) 产品是仅有单一价格点,还是具有包含不同功能集合的多个价格点?
- (4) 公司的收益渠道是什么:应用销售、授权许可、服务注册、广告、还是赞助?
- (5) 通过线下渠道(如商品、活动)获得的收益占比是多少?
- (6) 通过收集使用数据获利带来的收益占比是多少?
- (7) 收益的地理区域构成和货币构成情况分别如何?

7. 结构性影响因素:预计推动公司业务增长的宏观经济因素有哪些?

- (1) 公司产品是为特定地区量身定做,还是面向全球用户而设计?
- (2) 公司主要市场的用户人口结构情况(年龄、社会经济类别)如何?
- (3) 游戏文化在主要市场的普及程度如何?
- (4) 公司目标人群中,游戏和应用的人均使用量和消费各是多少?
- (5) 主要市场人口采用新技术的速度有多快?

8. 需求驱动因素:公司的收入模式如何构建?

- (1) 主要市场中,电脑、互联网、智能手机和数据流量使用情况的普及率各是多少?
- (2) 按使用时长和数据量计算,人均互联网使用量是多少?
- (3) 电脑、互联网、智能手机和数据的成本与人均收入相比情况如何?

9. 市场定位:公司产品的竞争和市场集中度如何?

- (1) 在公司运营领域,以游戏/应用安装、总用户数/活跃用户数、使用水平和收入计算,排名前三的参与者各占多大市场份额?公司的各个产品或收入渠道之间是否有所差别?
- (2) 估计公司有多少用户同时也在使用竞争对手的产品?
- (3) 估计一位客户通常会使用多少种竞争对手的产品?
- (4) 哪些因素吸引客户选择公司(而非竞争对手)的产品?

10. 需求驱动因素:公司的收入模式如何构建?

- (1) 与竞争对手的产品相比,公司产品具有哪些功能特性?
- (2) 是否具有难以复制的产品特性或效益?
- (3) 产品是否基于任何专利、商标、知识产权或任何专有技术,能给公司带来竞争优势?
- (4) 网络可以给老牌游戏运营商带来多大优势,并起到了市场进入壁垒的作用?

11. 市场定位:公司产品的市场定位如何?

- (1) 公司及其产品的价值主张是什么?
- (2) 这些产品是否有助于把握迄今尚未出现的需求?
- (3) 这些产品是否解决、改善、替代或取代了市场上的各种需求?
- (4) 公司产品是否填补了现有产品无法解决的空白?

12. 市场定位:在获得和使用的便捷性与成本方面,公司服务与竞争对手相比情况如何?

- (1) 公司产品是否与当前使用的主要平台兼容?
- (2) 使用公司产品有哪些设备硬件要求?
- (3) 产品按预期运行所需的互联网连接速度是多少?
- (4) 公司产品通常使用多少数据流量?
- (5) 这些产品是否可以在硬件规格较低、数据连接速度慢的廉价设备上使用?
- (6) 这些产品是否提供多设备、跨平台(台式机、手机)和跨操作系统(安卓、苹果iOS、微软)的支持、同步和整合?

13. 市场定位:公司产品的客户使用粘性如何?

- (1) 安装和激活后,继续使用产品的用户占比是多少?
- (2) 里程碑时间点上(如一个月、一个季度和一年)的用户保留率是多少?
- (3) 这些里程碑时间点之后,通常的使用频率和使用时长会有何变化?
- (4) 为提高客户保留率和粘性,公司采取了哪些战略?

14. 绩效指标:公司在运营措施方面的表现如何?与同行相比情况如何?预计将如何发展变化?

- (1) 以安装、总用户、活跃用户和使用水平计算,公司产品的使用增长率是多少?
- (2) 新用户使用和现有用户(活跃超过一年)增量使用之间的使用水平增长率各是多少?
- (3) 通常的使用频率和使用时长有何变化?

15. 绩效指标:公司在财务措施方面的表现如何?与同行相比情况如何?预计会如何发展进化?

- (1) 不同渠道分别呈现出怎样的收入增长趋势?数量增长和价格变化两方面的具体情况如何?
- (2) 公司成本结构有哪些主要组成部分?
- (3) 公司研发成本占总成本和收益的比例分别是多少?
- (4) 用于广告和促销的开支是多少?
- (5) 人员成本占总成本和收益的比例分别是多少?
- (6) 每位员工能够带来多少收益?
- (7) 公司的销售成本是多少?苹果应用商店和谷歌游戏商店等主要经销商收取多高的佣金比率?

16. 绩效指标:公司如何宣传和推广其产品?

- (1) 公司采用的渠道有哪些?
- (2) 哪些渠道最为有效和高效?
- (3) 公司是否拥有推荐计划,以鼓励现有用户介绍新用户?

17. 绩效指标:公司如何成功通过其用户群获利?

- (1) 与收入增长相比,客户群和使用情况的增长情况如何?
- (2) 公司的EBITDA、EBIT和净利润率各是多少?过去几年的发展情况如何?
- (3) 公司如何利用数据分析技术,提升客户体验、客户参与率和获利率?

18. 绩效指标:公司的产品开发、维护和更新战略是什么?

- (1) 公司产品以怎样的频率推出升级版本?
- (2) 公司多长时间会发布漏洞修复和性能改进?
- (3) 功能添加和改良以多快的频率发布?
- (4) 如何追踪不断变化的用户偏好?
- (5) 作为一个组织,公司如何确保不断创新?
- (6) 公司如何妥善管理产品淘汰问题?
- (7) 产品开发团队有多大?他们拥有哪些技能?取得了哪些成就?

19. 绩效指标:非活跃用户群的比例有多大?

- (1) 用户通常在多长时间之后变得不活跃?
- (2) 公司是否积极寻求了解用户停止使用公司产品的原因?
- (3) 公司是否具有“激活”用户重新开始使用其产品的战略?

20. 绩效指标:公司如何保护客户和商户的数据和隐私?

- (1) 公司捕获和存储有关用户的哪些数据点?
- (2) 为帮助用户了解有关公司在数据采集、使用和隐私方面的政策和行为,公司做了哪些工作?
- (3) 公司是否出现过数据丢失/失窃的事件,或是否出现过破坏/攻击公司系统的企图?
- (4) 为防止、发现和避免公司应用和服务遭到网络蓄意破坏或通过公司应用和服务进行网络破坏,公司采取了哪些措施?
- (5) 公司如何处理客户提出的有争议支付?
- (6) 公司如何防止、发现和管理欺诈交易?

21. 环境、社会和公司治理(ESG)因素:公司产品是否因用户上瘾或滥用问题而受到严格审查?

- (1) 公司产品或竞争对手的产品是否面临导致用户上瘾的指控?
- (2) 公司计划如何应对这一问题?
- (3) 是否允许儿童使用公司的应用和服务?
- (4) 如果不允许儿童使用,如何确定用户的年龄限制标准?
- (5) 如果允许儿童使用,是否需要成人监督和/或指导才能使用应用?
- (6) 为确保产品不会被滥用,造成对用户的欺凌、引诱、欺骗或辱骂,公司采取了哪些措施?具体而言,公司如何确保使用这些产品的儿童不会受到伤害?
- (7) 是否向用户提供工具,便于他们将公司产品在相同或不同平台上转移至新设备?

在线支付行业

了解在线支付行业的投资基本面

作者:卢俊东博士(Alan Lok, 特许金融分析师, 金融风险管理师)、朱暖晖(特许公认会计师公会)、古鲁普拉萨德·贾姆巴纳森(特许金融分析师, 金融风险管理师)

点击、刷卡、甚至只需轻轻一挥——技术进步已使支付摆脱了现金束缚,变得如此轻松便捷。

您可否回想起,上一次从自动取款机中取钱是在何时?以往,这曾是非常典型的金融交易活动,如今却日益少见、且重要程度大为降低。我们确信,如果将您今年的银行账户记录与五年前相比,输入密码取款的频率必然呈显著下滑态势。

这种趋势的形成不难理解。当我们拥有随时可支配的智能手机电子钱包时,何须再大费周章地使用现金?电子钱包不仅可节省我们排队等候取款的时间,同时还能免去携带钞票和硬币的不便。在线交易(包括移动支付)已彻底改变了我们日常购买商品和服务的方式。

当然,在线支付并非新生事物。自1995年还只是一家虚拟书店开始,在线支付就一直是亚马逊的主要支付方式。1999年,贝宝(PayPal)推出转账服务。但直到借助4G移动通信的发展进步,同时得益于智能手机广泛渗透,在线支付商业模式才逐渐成为主流。投身该领域的企业无需再依赖信用卡发行商、传统零售银行等传统结构,甚至完全不必操作台式电脑。

多元趋势

虽然非现金支付日益普及已成为当前的大势所趋,但不同地区的发展步伐、支付形式和延伸程度却存在很大差异。例如,作为发达国家的瑞典,有望到2023年基本成为非现金社会。家庭门店购物中只有约10%-15%会使用现金,很多商户彻底不再接受现金。同样的局面也将出现在中国的支付行业当中:使用钞票和硬币的基本为游客。

不过工业国家中存在少数特例,现金仍将占据德国和日本等国支付体系的核心位置。德国家庭门店购物中约有80%依然使用现金。而日本,面值最大的硬币为500日元(约5美元),这意味着居民别无选择,只能随身携带大量硬币。这两个国家

对有形货币的依恋,或许反映了两国近代的惨痛历史,而非无法接纳新技术。

共同挑战

尽管不同地区存在这些差异,但世界各地的在线支付企业却面临着诸多共同挑战。其中之一,就是地理边界日渐消失在带来机遇的同时,也引发了更加复杂的税务问题。另一项挑战则是社会的实时特征不断增强。**满足消费者的按需随选需求,不仅会加大对硬件基础设施的压力,还令每次宕机的机会成本远远高于以往。**

此外,转换费用也不容忽视。即使从长远来看,选择技术更先进、更加高效的服务提供商可以显著节约成本,但生态系统中的利益相关方或许仍然不愿承担前期投入。需要向公众股东负责的企业尤其如此。这往往导致激励制度偏向于短期思考——始终仅仅关注下一个季度的盈利报告。

最后,在线支付领域还存在着安全方面的挑战。虽然加密技术正飞速发展,但犯罪分子的攻击能力也在不断提高。当今时代,数据俨然已成为许多人眼中新的经济命脉——“Data is the new oil”,在这种环境下,隐私问题和敏感信息的潜在失窃是在线支付行业不得不直面的两大重要事项。

非现金交易价值数万亿美元

实物现金正悄然退居幕后,但在各种数字渠道中流动的资金数额却在不断增长。2019年,全球范围仅消费者数字支付总额(不包括企业间支付)就已攀升至4.1万亿美元;预计到2023年,其规模将突破6.7万亿美元,年均复合增长率达12.8%。

这一惊人的增长速度凸显了非现金化趋势持续加速的动态。但即便如此,许多利润丰厚的市场仍有待开发。针对这种背景,投资者需要着眼于系统性框架,同时分析在线支付企业的大局策略,及其业务开展过程中的重要具体细节。

聚焦产品和服务

“在线支付”一词包含许多不同的子类别。因此,投资者首先需要确定目标公司提供的具体产品与服务。了解其业务是提供支付门户、数字钱包、移动应用程序,还是将上述服务加以组合。然后应考察这些服务的作用:支持企业接收在线付款,以完成国际国内转账,或是为了实现与之全然不同的其他目标?

回答这些问题,有助投资者弄清目标公司的收入模式。换言之,谁是企业产品和服务的购买方,及其出于何种目的?无论是转账还是支持数字支付(如电子钱包),收取服务费是支付行业最常见的收入模式。投资者必须明确,公司是直接向终端用户提供服务,还是扮演中介机构的角色;此外,也可能将其产品以无标识方式授权给第三方。

清楚了解需求驱动因素

基于上述考察,投资者应进一步考察市场结构。某些领域能够有效支持公司的业务,因而需要仔细评估其规模。例如,如果目标公司从事数字钱包业务,投资者就应当分析零售空间的规模。此外,投资者还应确保调研目标公司电子商务活动的规模和市场份额。如其从事转账业务,那么需求就来自汇款和资金调拨市场;投资者应按交易量和交易额细分,考察在线转账和电子转账所占的比例。

有时,需求驱动因素或许并非那么显而易见。投资者必须深入研究,方能揭示某些更加潜在的关联。例如,账单在线支付的普及看似微不足道,不会立即引发人们的关注,但却可能对国家的在线支付生态系统产生巨大影响。

竞争格局

接下来,需要认真分析目标公司的市场竞争力。在线支付生态系统与技术圈有着密切联系,遵循残酷的优胜劣汰法则——实力较弱公司难以为继,寡头竞争“赢者通吃”的情况极为普遍。

因此,投资者首先需要厘清,该领域是否存在业务基础扎实的老牌企业,正在考察的目标公司是否属于此类企业?可利用目标公司所服务的商户数量和消费者数量,分析不同市场参与者的所占份额,同时,考察消费者是否倾向于使用多种相互竞争的服务。

接着,仔细分析市场准入壁垒。实践通常证明,监管规则是市场新进入者面临的障碍,故而必须清楚了解进入市场所需获得的各种许可和批准。而资本要求(或许也与监管规则密切相关)则是新进入者必须跨越的另一大门槛。

最后,由于在线支付行业的产品趋于同质化,因此投资者应进一步明确目标公司的各种竞争优势或差异点,包括费用结构、登记注册的便捷性、商户伙伴关系、以及与主要支付网络和中介机构的互操作性,如SWIFT系统和Visa公司。投资者除了应考察目标公司的竞争优势或差异点是否与其客户获取战略相一致,还应弄清一项最关键的问题:商户或消费者为何选择该公司(而非竞争对手)的服务?

仔细分析财务和运营指标

这可从考察财务分析的基本要素着手,如收入、税息折旧及摊销前利润(EBITDA)和利润率等。按服务类型、市场和终端用户细分这些信息,然后将其与公司的用户数量和交易量相对比。分析公司的利润率根据其用户和交易量有何变化?然后找出最主要的盈利水平驱动因素:是商户数量、交易频率,还是规模?

接下来,应关注目标公司的成本结构。投资者可能需要考虑以下问题:目标公司的资本支出和基础设施经费分别是多少?如果公司自身没有支付基础架构,使用第三方基础设施如何收费?尤其应当注意固定成本和可变成本之间的比率。接下来考虑客户的获取,这项工作不但对企业至关重要,而且可能代价高昂。务必深入考察目标公司的营销和促销战略,清楚了解所产生的回报,尤其是与同行相比较处于何种水平。

在运营层面, 不仅应详细了解最主要的交易和客户数量, 还应进一步考察其交易总额 (GTV) 和订单总额 (GMV) 的增长率。深入分析使用频率和单笔交易额的趋势, 如: 公司的客户粘性如何? 比较其活跃用户和非活跃用户的比例, 以洞悉公司的客户保留战略, 了解公司如何利用数据分析技术提高其客户保留率。最后, 还应仔细评估公司如何针对不同类型的客户设计费用结构, 以及与竞争对手相比处于何种水平。

仔细衡量长远发展前景

上述分析显示, 趋势非常明确——在线支付行业的未来充满光明。但是, 鉴于该行业激烈的竞争, 更广阔的发展前景并不意味着每家企业都能拥有美好未来。

为了更好地评估目标公司的长远发展前景, 投资者还需要认真考察公司计划扩张进入的各个市场。非现金支付在该市场中是否已成为常态, 达到了饱和水平? 应分析影响市场潜力的主要因素, 如人均消费额、劳动适龄人口, 以及智能手机、互联网和金融产品的普及率。

根据已使用的服务进行投资

在线支付只会变得日益普及。投资者可利用该框架作为切入点, 深入分析这一正在持续发展中的行业。我们已开始使用这些服务, 为何不从客户转变为投资者呢?





行业考察通用问题

1. 公司提供何种产品和服务?

- (1) 公司是否直接向终端用户提供服务?
- (2) 是否向客户提供支付门户、数字钱包或移动应用程序?
- (3) 终端用户能否使用在线账单支付服务或移动账单支付服务?
- (4) 客户是否能在商户经营场地进行店内支付?
- (5) 公司是否向企业或终端用户提供国内和海外转账服务?
- (6) 公司是否支持服务提供商接受其客户的在线支付?
- (7) 公司是否将其产品和服务以无标识方式向第三方提供授权许可?

2. 分析公司的终端用户市场

- (1) 公司运营所在地区和国家的零售市场有多大?
- (2) 公司在有序零售市场的份额是多少?
- (3) 公司运营所在国家的电子商务规模和份额是多少?
- (4) 公司主要市场的账单在线支付普及程度如何?
- (5) 分别按交易量和交易额计算, 汇款和转账市场有多大规模?
- (6) 电子转账渠道和在线转账渠道的份额各是多少?
- (7) 哪些其他终端用户市场对需求有所贡献?

3. 公司运营所在国家或地区是否存在基于数字技术的公民服务?

- (1) 公司提供哪些服务?
- (2) 这些国家是否存在任何其他服务产品?
- (3) 目前在线支付使用的普及程度、及其发展情况如何?

4. 公司的收入构成情况如何?

- (1) 公司通过支付门户、数字钱包、账单支付、转账服务分别获得了多少收入?
- (2) 公司通过其他业务板块获得的收入规模有多大? 其中包括客户费用、商户费用、许可授权收入等。

5. 宏观经济因素将如何影响支付市场?

- (1) 公司所在市场的劳动适龄人口构成情况是怎样的?
- (2) 这些市场的人均消费支出分别是多少?
- (3) 金融产品(如银行账户和支付卡)的普及率分别是多少?
- (4) 不同终端用户市场的非现金支付模式份额分别是多少?
- (5) 构成公司所在市场非现金细分的要素有哪些?
- (6) 对非现金用户的人口概况(如年龄、社会经济类别、地理分布)了解程度如何?

6. 互联网和移动普及率

- (1) 公司主要市场的互联网、移动电话和智能手机普及率分别是多少?
- (2) 在这些市场中, 互联网的人均使用时间和数据量分别是多少?
- (3) 互联网接入、移动电话和智能手机的成本与人均收入水平相比情况如何?

7. 竞争和市场集中度

- (1) 公司的客户群有多大? 在不同地区和国家的分布情况如何?
- (2) 公司所在市场有多少支付服务提供商?
- (3) 按用户数量、交易量和交易额计算, 前三大提供商的份额各是多少?
- (4) 公司有多少客户同时也使用竞争对手的服务?
- (5) 一位客户通常使用多少种不同的服务?
- (6) 在考察所有可用备选方案时, 吸引客户选择使用公司服务的因素是什么?

8. 商户和账单出具机构之间的竞争和市场集中度如何?

- (1) 接受公司支付服务的商户和账单出具机构分别有多少?
- (2) 按商户和账单出具机构数量、交易量和交易额计算, 前三大支付提供商的份额分别是多少?
- (3) 公司商户有多少同时也使用竞争对手的服务?
- (4) 一位商户通常使用多少不同的服务?
- (5) 在诸多可用备选方案中, 商户为何选择公司的服务?

9. 与现有系统相比, 公司产品的兼容性如何?

- (1) 公司主要市场目前使用多少种不同的支付方式?
- (2) 在这些市场中, 有哪些主要支付网络(如SWIFT系统和中介机构(如Visa、万事达)?
- (3) 公司的支付平台是否与主要支付网络和中介机构连接, 或可实现互操作?

10. 市场新进入者面临哪些准入壁垒? 有哪些许可要求? 相关费用是多少?

- (1) 公司运营所在国家或地区需要哪些许可和批准?
- (2) 为获得必要的许可和批准, 需要满足哪些条件?
- (3) 涉及多少费用和时间?
- (4) 为支付服务发放的牌照数量是否有限制?
- (5) 这些牌照和批准是否具有排他性? 是否可以转让?
- (6) 公司的牌照是否定期更新? 公司申请更新时是否会遇到各种困难?
- (7) 网络效应在多大程度上有利于老牌企业, 并对市场新进入者构成巨大的障碍?

11. 建立和维护支付基础设施需要多少投资?

- (1) 公司自身是否拥有必要的基础设施以支持其支付系统? 如果没有, 谁提供这些基础设施, 成本结构如何?
- (2) 建立和维护基础设施(如服务器、通信网络、软件和安全系统)需要多少费用?
- (3) 公司目前的交易处理能力如何? 公司计划如何提高该能力?
- (4) 公司是否曾因交易量超过系统处理能力而导致服务中断? 公司计划未来如何最大限度减少此类中断?
- (5) 公司未来几年的技术和运营资本支出计划是什么?

12. 公司服务与竞争对手相比情况如何?

- (1) 公司的客户和商户签约过程如何?
- (2) 涉及的时间和成本是多少?
- (3) 公司是否为户和商户提供签约激励?
- (4) 公司客户和商户需要满足哪些“客户考察”(KYC)规范?

13. 公司客户的“粘性”如何?

- (1) 公司用户有多少在首次签约后继续使用其服务?
- (2) 里程碑时间线(如一个月、一个季度、一年)之后的客户保留率是多少?
- (3) 在这些里程碑时间线之后, 公司的用户平均交易量和交易额情况如何?
- (4) 公司提高客户保留率和粘性的战略是什么?

14. 公司非活跃用户群的比例是多少?

- (1) 典型用户从活跃到不活跃的时间通常是多久?
- (2) 客户为何停止使用公司服务?
- (3) 公司是否拥有重新“激活”非活跃用户的战略?

15. 公司对交易频率或规模实施了哪些限制?

- (1) 这些限制是由公司决定, 还是由监管机构强制实施?
- (2) 这些限制是如何决定的?
- (3) 管理跨境支付的各项规定是什么?
- (4) 由于这些限制和规定, 交易量和交易额损失了多少?

16. 公司在运营措施方面的表现如何? 与同行相比情况如何?

- (1) 公司的客户数量增长率是多少?
- (2) 公司商户群体和账单出具机构群体的增长率是多少?
- (3) 典型的使用频率、交易量、累积交易额和单笔交易额的发展情况如何?
- (4) 公司交易总额(GTV)和订单总额(GMV)的增长率各是多少?
- (5) 公司向其商户和账单出具机构提供何种类型的产品和服务?

17. 公司收入由哪些部分组成?

- (1) 公司是否向使用其服务的客户收费? 如果是, 费用结构如何?
- (2) 公司是否向商户收费? 固定费用和可变费用如何构成?
- (3) 初始设置成本是多少?
- (4) 对商户来说, 除了交易费用外, 每月是否还有固定费用?
- (5) 公司交易费用结构中, 固定费用和可变费用的比例各是什么?
- (6) 公司如何设计其客户和商户的成本结构?

18. 公司如何通过其用户群成功获利?

- (1) 公司的客户或商户份额与其交易量和交易额份额相比情况如何?
- (2) 用户数量和交易的增长与公司收入增长相比情况如何?
- (3) 公司的EBITDA利润率是多少?
- (4) 交易总额或商品交易总额与EBITDA利润率之间的相关性如何?
- (5) 随着交易总额或商品交易总额的增长, 公司如何保持利润率?
- (6) 推动公司利润率的因素是: 更多客户、更多商户、更多交易、更频繁的交易, 还是更大规模的交易?
- (7) 公司如何设计其费用结构?
- (8) 为提升客户体验、实现获利和防止欺诈, 公司如何利用数据分析技术工具?

19. 促销和忠诚度计划

- (1) 公司是否为其客户实施促销和忠诚度计划?
- (2) 这些计划在多大程度上有助保留客户、提高其参与度、扩大交易量和交易额?
- (3) 这些计划的可持续性如何?
- (4) 从长远来看, 这些计划在多大程度上有助提高客户粘性?
- (5) 公司如何防止滥用这些忠诚度计划?

20. 增值服务和差异化服务

- (1) 公司向其客户和商户提供哪些增值服务和差异化服务?
- (2) 使用这些服务的普遍程度和频繁程度如何?
- (3) 提供这些服务涉及的成本是多少?
- (4) 这些服务能带来多少额外的使用和收入?

21. 客户和商户的数据及隐私

- (1) 公司是否存储有关其客户、商户和交易的数据点?
- (2) 是否发生过数据丢失、失窃事件, 或企图蓄意破坏或攻击公司系统的事件?
- (3) 为防止、检测和避免网络蓄意破坏, 公司采取了哪些措施?
- (4) 公司如何应对对客户有争议支付?
- (5) 公司如何防止、检测和应对欺诈交易?

传统零售及子行业

您想买些什么?了解传统零售业的投资基本面

作者:卢俊东博士(Alan Lok, 特许金融分析师, 金融风险管理师)、朱暖晖(特许公认会计师公会)、古鲁普拉萨德·贾姆巴纳森(特许金融分析师, 金融风险管理师)

公元107年,一个想法萌生在古罗马皇帝图拉真的脑海中:这座城市需要一处购物中心。他希望该创意不仅能改善罗马市民生活,而且最终变革后世人们的消费方式。

三年后,这一愿景化为了现实。图拉真市场(Trajan's Market)向公众开放,150多家商店和办公室分布在多个楼层——可以说,现代零售业由此诞生。

以古罗马为例帮助我们认识到,很大程度上讲,传统零售位于所研究行业基本面的最基础层级。毕竟所有人都需要购物,我们中的大多数在这方面均毫无困难,而且正如您已知晓,人类拥有悠久的购物历史。

低价抛售绝非制胜之道

当然,我们不能只关注超级购物中心,传统零售实际发端于公寓楼一层的便利店。规模介乎两者之间各类商店,均属于本行业的涵盖范围。因此在我们开始考察目标公司之前,首先应对行业建立总体认识。

传统零售业与食品饮料行业有许多相似之处——位置至关重要,因为位置决定了人流量,进而转化为营业收入。古罗马皇帝图拉真深知于此,所以将购物中心修建在斗兽场附近。

支撑该商业模式的另一项关键因素是运营效率。店主如何采购商品,并且组织商店和一系列与价值链相关的活动,最终按照损益表中的费用类别汇总各项开支金额。

有效管理运营成本无疑是一个重要方面,但绝不应通过牺牲购物体验来实现。我们都有过这种购物经历:在商店里找不到销售助理;抑或灯光太暗,几乎无法看清商品标签。这或许可以节省人力和电力成本,但却会影响我们的购物心情。

效益源于点滴改进

零售属于规模化业务——即经营规模越大,单位零售空间的成本就越低。如上文所述,运营商吸取了数百年来经验,他们拥有相对成熟的运作程序。这主要体现在商品的深度、广度、准确性及其陈列方式等方面。比如,在超市入口处摆放水

果和蔬菜——这样看起来新鲜、多彩、诱人。零售商非常擅长促销定价策略,深谙9.99美元比10美元更具吸引力。此外,虽然买一送一可能会令我们兴奋不已,但我们是否真的需要两件一样的东西,尤其是如果额外的产品只会使家里变得更加杂乱?

商店经营者深知,经过一天漫长的工作,消费者或许已没有心情在热闹的商店里闲逛,试图找到自己青睐的商品,因此送货上门等增值服务便应运而生。这一点将引导我们预测零售业的未来发展趋势——面对技术进步的广泛影响,该行业亦无法独善其身。如今,互联网已然成为了一个巨大的购物中心,消费者足不出户,安坐家中便可选购到自己喜欢的商品。

钟情商品,投资商家

投资分析的逻辑框架可从了解目标公司的业务特征着手。比如,分析需求的必要程度——换言之,公司销售的是生活必需品、非必需品,还是两者兼而有之?这将提醒我们关注公司对经济环境变化的敏感性。同时,还应考察公司所提供商业与服务的弹性,确定单价调整是否会影响客户需求——这尤为适用于食品零售领域,因为许多公司都在销售同样的商品。必须明确公司的哪些产品类别对价格变动更为敏感。此外,还有必要了解,公司纯粹从事第三方零售,还是保持着自己的品牌,已树立起的品牌价值有望带来更高利润率。

公司是否充分了解其客户群的需求,确定这一点也很重要。公司是否对不同的消费群体进行了细分?如果答案是肯定的,那么使用了哪些维度?是否针对这些不同细分群体构建了特定的产品线、品牌或策略?

此外,要想更深入了解公司,还应对公司进行全面考察,了解影响公司运营的人口结构、宏观经济和地理位置等长期因素。公司商店位置是否位于市中心,而人口却在向其他地方流动?美国就发生了这种情况,中心城区冷冷清清、门可罗雀,而郊区则人气兴旺、生意兴隆。公司是否面临激烈的竞争——例如,市场新参与者的生存和竞争难易度如何,是否存在进入壁垒?

洞悉真实运作

明智的做法是,深度研究公司的财务账目,分析其运营效率。审查公司是如何有机运作的,并进行同比比较。公司能否提供其销售业绩的详尽明细?

同时,评估公司产品和服务的成本结构。驱动成本的关键要素有哪些?公司如何有效管理各个环节?更重要的是,需要仔细考察公司的现金状况及其管控方式。

环境、社会和公司治理因素

环境、社会和公司治理(ESG)因素的分析与运营效率密切相关。相比其他市场领域,零售业更容易受到ESG风险的影响。在众多的调查途径中,我们建议将注意力集中在人员和流程上。公司是否已实施保护工人权利的相关政策?零售业的许多工作报酬都很低,公司严重依赖发展中国家生产的廉价商品。从流程的角度看,为确保其包装的可回收性和采购的可靠性,公司投入了多少资金?

未来充满光明

基于上述对该行业和目标公司的考察,我们应展望未来,分析目标公司未来的增长潜力。此举应分两步进行:首先,了解公司的主要门店类型,是百货商店、大型超市、折扣仓储店、还是便利店?如果拥有多种类型的店铺,公司是否有相应的

管理策略?其次,探究其可能会形成双刃剑效果的空间扩张和门店开设行动。这有助我们了解公司财务上所需的资金投入,以及这些计划对品牌吸引力的影响。超速扩张或将铸成大错——比如,美国甜甜圈销售商Krispy Kreme短期内在世界各地开设了大量连锁店,但不幸的是,利润却未能实现相应增长。

以科技引领创新

当前,零售业和互联网正互相促进——人们坐在柔软舒适的沙发上,便可尽享购物乐趣,在寒冷季节的阴雨周末,这种体验更是令人惬意。如果不考察目标公司是否具有网络影响力,对该行业的任何分析都将不完整。再者,如果公司在线销售能力欠缺,会面临哪些风险?销售非必需品的商家正深陷危机,因为如果人们可以在网上购买到自己满意的商品,就不会特意前往门店购买。在线零售巨头亚马逊的高昂利润就充分证明了这一点。

另一方面,技术还将改变销售环节,以及零售商将产品推向市场的速度。我们需要考察公司为确保运营有效性而正在投入(或已投入)的资金。

一如既往,这些指南旨在提供精炼而稳固的基础,以支持对该行业更深入的投资分析。最后,让我们为图拉真皇帝干杯……感谢他泽被万代的绝佳创意!



行业考察通用问题

1. 公司产品和服务的弹性如何?

- (1) 单价变化是否会影响客户对公司产品的需求?
- (2) 价格下降和上涨是否具有相同的弹性? 不同价格水平的弹性是否不同?
- (3) 公司哪些产品类别对价格变动更为敏感?
- (4) 当价格发生变化时, 公司如何管理其采购? 公司将多少价格影响转嫁给了消费者?
- (5) 公司遵循该行业的何种价格投资策略? 与其他公司相比, 其竞争力如何? 抑或有何不同?

2. 对公司产品和服务的必需程度如何?

- (1) 公司的产品结构是怎样的?
- (2) 公司的产品系列中, 有多大比例属于必需品?
- (3) 对于那些非必需商品, 推动消费的因素有哪些?
- (4) 公司如何预测其产品需求?
- (5) 公司是否观察到所经营产品的需求或供应受到季节性因素的影响? 如果是, 涉及哪些产品? 公司在管理这些产品时采取何种策略?

3. 影响需求的长期人口结构因素、宏观经济因素和地理因素都包括哪些?

- (1) 公司主要市场的人口平均年龄是多少? 预计是否会变化?
- (2) 在公司的主要市场中, 消费发挥着怎样重要的作用? 这些经济体是否具有结构性增长的空间?
- (3) 公司主要市场的城市化水平如何?
- (4) 公司是否具有足够的灵活性, 以便迅速利用或发现客户趋势的变化?

4. 公司是否对其客户群进行了细分? 如果是, 使用了哪些维度?

- (1) 公司在哪些细分市场对其客户群进行了分类?
- (2) 这些类别中的消费行为是否存在显著差异? 公司如何进行追踪?
- (3) 公司是否针对不同细分市场建立了特定产品线、品牌或策略?

5. 新参与者进入该行业竞争的难易度如何? 面临哪些进入壁垒?

6. 在销售额按固定汇率增长和销量有机增长等速率方面, 公司表现如何?

- (1) 公司是否按数量和价格提供其销售业绩的详尽明细? 同样, 公司能否通过同店销售、净增量、内生性增长和汇率影响来实现增长?
- (2) 推动这些成绩的关键定性因素包括哪些?

7. 公司产品和服务有着怎样的成本结构?

- (1) 推动公司成本状况的关键因素有哪些? 公司如何管理各个成本环节?
- (2) 公司的毛利润、营业利润和净利润分别是多少?
- (3) 过去几年中, 这一趋势是如何发展变化的? 公司如何看待未来几年这一趋势的发展?
- (4) 就盈利能力和现金状况而言, 公司与竞争对手相比处于怎样的位置?

8. 公司如何管理现金状况?

- (1) 公司的库存和营运资金管理策略是什么? 实施方面取得了多大的成功? 面临的主要挑战是什么? 公司计划如何应对未来挑战?
- (2) 公司的平均应收账款周转天数、应付账款周转天数和存货周转天数各是多少? 综合这些因素, 以天为单位的平均现金周转期是多长?
- (3) 公司自由现金流水平占销售额的百分比是多少? 多年来, 这一趋势是如何发展变化的?
- (4) 与竞争对手相比, 公司的营业额和现金流趋势如何?

9. 公司有关空间扩张和开店的相关费用是多少?

- (1) 公司通过增设和关闭门店来管理零售空间的策略是什么?
- (2) 过去几年, 公司增设了多少家门店, 关闭了多少家门店? 其原因是什么?
- (3) 新店的销售额与现有门店销售额相比如何?
- (4) 如果新店对营业额的贡献较大, 这种情况通常能持续多长时间? 如果它们的贡献较小, 需要多长时间才能赶上老店?

10. 公司的主要门店类型是什么: 百货公司、大型超市、折扣店还是便利店? 如果各种类型的商店都有, 公司是否有相应的管理策略?

- (1) 不同商店类型的收入占比各是多少? 目前在如何发展变化?
- (2) 公司如何区分不同的商店类型并解决这些商店之间的相互竞争问题?
- (3) 不同商店类型的盈利能力和利润趋势是否不同?
- (4) 公司是否已确定其客户对商店类型的偏好?
- (5) 公司是否有针对其各种商店类型组合的长期管理计划?
- (6) 公司销售额中多大比例来自在线渠道? 公司如何看待这一变化?
- (7) 在线渠道和实体店渠道之间的单位经济效益是否不同?
- (8) 公司在线渠道的平均交付成本和技术成本各是多少? 是否有降低这些成本的相应策略?
- (9) 哪些商店类型最可能受到在线销售增长的影响? 公司是否有效应对这一变化的策略?
- (10) 公司是否有与在线渠道配套的提货点或到店自取服务选项? 这些服务是否会影响其成本和利润?

11. 公司主要市场的人口结构和城市化水平如何? 公司如何应对变化和挑战?

- (1) 公司大多数商店位于何处: 是城市还是郊区? 这些商店是否集中在一个特定的地区或国家?
- (2) 公司是否按年龄组别对客户进行细分, 并据此对其产品进行相应定位?
- (3) 哪些产品类别和年龄组别为公司未来增长提供了最大潜力?
- (4) 公司的资本支出和扩张计划是否与其运营所在市场的城市化率保持一致?

12. 公司是否有针对自有品牌和专用产品的销售策略, 比如有机食品和生鲜食品?

- (1) 自有品牌和专用产品在公司销售额中的占比是多少?
- (2) 公司针对这些产品类别的中长期收入目标是什么? 预计它将如何实现这些目标?
- (3) 这些产品的公司价格投资策略和营销策略各是什么?
- (4) 自有品牌和专用产品的利润吸引力如何?
- (5) 自有品牌产品的增长是否影响了公司与现有供应商的关系? 公司如何有效管理这些关系?

13. 渠道流失对零售业的影响是什么? 公司将如何对其进行妥善管理?

- (1) 公司如何将其业务从多渠道零售转变为全渠道零售?
- (2) 公司如何在不同渠道之间为客户实现无缝连接?
- (3) “到店自提”策略是否有助于降低客户流失率?

14. 公司捕获了多少客户数据和购物偏好数据?

- (1) 公司如何分析所捕获的数据?
- (2) 公司如何对不同的客户进行分类? 是否为每个客户群制定了单独的营销策略?
- (3) 公司对“忠诚客户”的定义是什么? 如何培养客户忠诚度?
- (4) 为留住忠诚客户, 公司采取了哪些策略?
- (5) 公司是否有客户忠诚度计划? 如果有, 这些计划如何提高销售效率?
- (6) 公司的总销售额中有多少来自忠诚客户?

15. 在公司的商业模式中, 常见的规模经济和规模不经济特征分别包括哪些?

- (1) 规模经济在不同的商店类型和客户类别中各有何体现?
- (2) 作为一家普通零售商, 公司如何吸引关注专业产品的客户?
- (3) 公司的主要营销理念是什么? 如何针对不同客户细分群体和产品细分市场进行量身定制?

16. 公司如何有效管理其成本?

- (1) 公司如何妥善管理进口产品和原料的汇率风险?
- (2) 公司与合作伙伴和供应商重新谈判合同的频率如何?
- (3) 公司如何妥善管理运营成本和工资增长, 包括养老金?

17. 技术会对销售、分销和其他职能部门产生怎样的影响? 公司如何对其进行妥善管理?

- (1) 公司在各个职能部门部署了哪些技术?
- (2) 公司如何衡量技术变革带来的效益? 取得了怎样的成果?
- (3) 运行公司在线渠道的技术的稳健性如何?
- (4) 未来几年, 公司计划在技术方面投入多少资金?

船舶修造与海工装备

船舶市场预测——了解船舶企业的投资基本面

作者:卢俊东博士(Alan Lok, 特许金融分析师, 金融风险管理师)、朱暖晖(特许公认会计师公会)、古鲁普拉萨德·贾姆巴纳森(特许金融分析师, 金融风险管理师)

重重逆境

船舶修造与海工装备业专门从事制造和维护各类远洋船只——包括货轮、油轮、海上石油钻井平台、以及客轮,等等。然而近年来,该行业遭遇了一系列巨大阻力:中国大陆船厂产能过剩、贸易战持续升级、油价疲软,这些因素共同作用,导致该行业处于一场完美风暴的核心。

鉴于其劳动密集型特征,该行业企业经常与工会和地方监管部门发生摩擦。从资本支出的角度看,此类企业需要大量经费来运营昂贵的泊船设施,并投资于高度定制化的工具和设备。

经济冰山,务必警惕!

近期,中国经济疲软,这在一定程度上加剧了全球需求的放缓,令许多船厂措手不及。其中低端造船厂受影响程度最明显,他们对产量变化和价格竞争加剧非常敏感。

而制造半潜式石油钻井平台等专用设备的高端造船厂也未能幸免。在油价跌破50美元后,大量订单遭到拒付,而客户预付的保证金最多不超过20%——金额普遍只有数百万美元。

前景展望

令人欣慰的是,海运依然是全球货物运输的首选方式,在所有贸易中的占比达九成以上。事实上,大型集装箱船依然承担着世界70%的货运量,单车和鞋子也包括在内。

整体观察

那么,我们应如何分析船舶修造与海工装备业呢?

与针对其他行业的分析一样,我们首先需要确定目标公司主要提供哪些产品和服务,这可能涉及船舶的建造、维护、修理

或翻新。同时应考察目标公司主营的船只类型,比如货船和游轮,抑或是破冰船和拖船等特种用途船舶。在此基础上,着手了解目标公司从这些服务中获得的收入,并确定其关键的细分客户群。

深入了解目标公司的结构之后,我们还需要审视经济环境变化对公司各业务领域收入的影响。必须面向未来,研究影响公司收入增长的长期因素——例如中国和印度等新兴经济体的崛起、以及持续改变的能源市场格局,它们将如何发展变化?

备件自产趋势

另一项因素的威力目前尚未清晰显现,即智能制造和3D打印等颠覆性技术对本行业的影响。能够接近需求地点生产零部件,将有助造船厂降低成本。然而,从备件和维修的角度看,这种新技术或许是一把双刃剑,因为船队运营商完全可以绕过船厂,在海上直接制造所需备件。因此有必要明确,目标公司是否已针对这两种情形建立了应对之策。

人才紧缺

无论船厂位于何处,都一致面临着获取和保留熟练员工的难题。对此,我们应当分析其现有员工队伍的技术能力和充裕程度,并了解当地专门从事海洋工程、船只修建及海军工程研究的机构。同时还应厘清,这些风险是否与工会有关,员工群体有没有采取过(罢工、怠工等)劳工行动?

挺进深海

我们必须指出,油气勘探正逐步向深海延伸。因此,需要了解目标公司在这一细分市场中的影响力、产能和战略。另一方面,随着海上风电需求可能出现上升,公司是否打算扩展业务,进入海上风机生产领域?

环境、社会和公司治理因素

我们有望在不久的将来,结束向大海中排放废弃物。为此,需要考察公司是否已投资开发相关解决方案,减少所建船只的各种废水排放,包括压载水、生活污水、舱底污水等。另一有价值的调查行动是,核实公司是否参与了相关业界论坛,如可持续航运倡议 (SSI)、清洁货运工作小组 (CCWG) 和未来绿船计划 (Green Ship of the Future) 等。

账务考察

现在,我们应当深入公司内部,一探其财务状况。首先我们要了解公司各种运营措施的实际成效。从订单规模、所提供服

务、客户类型、以及正在建造或修理船舶的复杂性等角度观察,公司的发展情况如何,增长与同行相比是否突出?接着,需要评估零部件、供应品和设备等与成本相关的各种要素,它们将对需求产生怎样的影响?最后,我们转向公司的财务举措,例如查看流动资金需求在订单总金额中的占比、以及这些资金如何筹集?

自信启航

通过这一分析框架,相信您已迅速认识了船舶修造与海工装备业。希望它能为您今后投资本行业打下长远的坚实基础。

祝您一帆风顺!





行业考察通用问题

1. 公司提供哪些产品和服务?

- (1) 公司提供着哪些服务: 造船、维护、修理、翻新、或其他服务?
- (2) 公司满足了哪些客户细分群体的需求: 运输(客运、货运)、军事、游轮、或其他特定细分群体?
- (3) 公司建造或修理哪些类型的船舶: 驳船、货船、客船、游轮、石油和天然气钻井平台、军用船舶、特种用途船舶(如挖泥船、搜救船、拖船、破冰船、污染防治船和科考船)?
- (4) 公司建造或修理哪些类型的货船: 散货船、普通货船、油轮、原油船、集装箱船?

2. 在公司建造或修理船舶所服务的关键市场、航运区段和货物类型中, 贸易规模与船队运力之间存在怎样的差距?

- (1) 船舶运力需求对贸易逆差/顺差趋势的敏感度如何? 对于公司所服务地区、航运区段和货物类型的商品总体供需情况, 又有着怎样的敏感性?

3. 公司有哪些不同的收入来源?

- (1) 按公司所提供服务类型划分——如造船、翻新、修理、维护和其他服务, 收入结构如何?
- (2) 来自主要客户细分群体的收入分别是多少: 如运输(客运、货运)、军用、游轮等?
- (3) 按建造或修理船舶的大小(即运力)和复杂性(即通用与专用船舶的对比)划分, 收入有着怎样的比例结构?
- (4) 各地区在总收入中的占比?

4. 影响公司增长的长期因素有哪些? 预计这些因素会如何发展变化?

- (1) 从长期来看, 中国和印度等新兴经济体的崛起以及对船舶运力的需求, 将对大宗商品驱动的贸易增长产生哪些影响?
- (2) 基于生产成本、人才或技术可用性的制造地点转移, 预计会对船舶运力需求产生哪些影响?
- (3) 总体来看, 生产和消费在地理位置上可能会越来越近, 还是会越来越远? 对不同商品, 又会有何不同? 这对船舶运力需求有何意义?
- (4) 沿海航运和内陆水运领域有着哪些交通发展趋势? 随之会如何影响运力需求?

5. 在智能制造和3D打印等新兴技术的背景下, 预计制造业是否会变得越来越分散?

- (1) 可能对船舶运力需求产生哪些影响?
- (2) 技术驱动的创新可能会对哪些领域产生颠覆性影响? 公司打算如何利用这些机遇并应对威胁?

6. 公司是如何看待船舶超大化(即船舶平均尺寸和运力的增长趋势)?

- (1) 将单壳油轮改为双壳油轮可能带来哪些影响?
- (2) 如需转而建造和修理大型船舶及双壳油轮, 公司设施和设备的灵活性如何?
- (3) 船舶的平均使用寿命正如何发展变化? 这会对船队更换周期产生哪些影响?
- (4) 若是以拥有显著市场地位的特定细分领域为背景, 公司如何看待这一变化?

7. 能源市场不断变化的格局可能带来哪些影响?

- (1) 从中长期来看, 长途管道运输可能会降低多少油轮运力需求?
- (2) 随着利用天然气和可再生能源替代煤炭和原油, 对于散货运输船和原油运输船的运力需求会受到哪些影响?
- (3) 这些趋势对船舶修造与海工装备业产生哪些影响? 公司可能会采取哪些举措加以应对?

8. 公司如何展望公海贸易运输与世界经济活动之间的联系?

- (1) 在制造业基地转移和分散化、从化石燃料转向可再生能源、从所有权经济转向共享经济等趋势的作用下, 预计经济增长与贸易之间的联系会增强、抑或转弱?
- (2) 海运在世界贸易中的占比可能增加、还是减少?
- (3) 这会对船舶运力的需求产生哪些影响? 公司可能如何应对这些挑战?

9. 市场集中度和进入壁垒水平如何?

- (1) 订单份额排在前五位地区或国家是哪些?
- (2) 市场集中度如何? 行业前五强或前十强企业的市场份额各是多少?
- (3) 新参与者进入该行业时面临着哪些主要障碍, 需要满足怎样的资本要求?
- (4) 对于该行业新的进入者而言, 财政和政策支持具有何种重要性?
- (5) 在船厂整合方面, 行业现状如何? 公司采取了怎样的战略?

10. 船厂位置对公司有何影响?

- (1) 公司船厂所在地有哪些固有的经济优势 (比如熟练且具有价格竞争力的劳动力和更便宜的电力), 或其他优势 (比如可以进入深水港、海岸线或相关类型的海滨, 以及强大的航运传统)?
- (2) 公司船厂周围钢铁厂、发动机制造商、零部件制造商 (如螺旋桨、锅炉、海水处理厂和导航设备)、工程和设计局等配套生态系统的成熟度和发展情况如何? 来自当地生态系统的投入比例是多少?
- (3) 需要建设船厂和工厂时, 获得合适地块的容易程度和经济性如何?
- (4) 公司船厂所在地的电力供应是否充足、且有价格竞争力?
- (5) 公司的维修设施是否设在主要的海上贸易沿线?

11. 从造船基地的位置来看, 可以观察到哪些趋势?

- (1) 造船基地的位置是否出现了全行业的变化? 新兴地点位于何处?
- (2) 导致这些变化的因素是什么: 比如传统位置的产能制约、新兴地点成本较低、需求状况的变化、不断改变的政策环境、政府激励措施、关税和非关税壁垒?
- (3) 与这些行业趋势相比, 公司设施的位置分布是否合理? 公司在这方面的战略是什么?

12. 在公司运营位置, 政策环境对本行业有何影响?

- (1) 公司在目前的运营地区, 可以享受哪些补贴、激励因素和其他支持措施?
- (2) 现行的进口配额和出口管制政策有哪些? 向国内市场销售是否存在限制?
- (3) 公司船厂所在国家是否针对零部件、设备和供应品征收、或未来计划征收进口税、差价税或关税?
- (4) 公司的各出口市场目前或计划征收怎样的进口关税、或是采取了哪些非关税壁垒?
- (5) 公司运营的市场是否设立了沿海航行限制?

13. 公司在获取和保留熟练劳动力方面遇到了哪些挑战?

- (1) 在公司运营地区, 熟练劳动力在人才市场上在成本和可用性如何?
- (2) 公司在海洋工程、船舶修造和海军工程领域, 是否拥有成熟和完善的培训、设计、研究和开发机构?
- (3) 与工会有关的风险包括哪些? 最低工资标准是多少? 这对成本有哪些影响?
- (4) 员工队伍是否曾采取 (罢工、怠工等) 劳工行动? 公司如何管控这种情形?
- (5) 正式员工和合同工的比例各是多少? 如何管理由于合同人员使用较多而导致的员工流失率高和雇主忠诚度低等问题?
- (6) 雇用非本地劳动力的监管规定带来了哪些挑战?
- (7) 本地居民和劳动力对外籍劳工抱有怎样的看法?

14. 公司运营措施的实际成效怎样?与同行相比如何,预计这些措施会出现哪些发展变化?

- (1) 通过所提供服务、客户细分群体以及所建造或修理船舶的类型、大小和复杂性,公司在订单规模、新订单和交付方面实现了怎样的增长?
- (2) 成本占收入的百分比是多少?有哪些不同的组成部分?
- (3) 名义劳动力成本和生产率调整后的劳动力成本占总成本的百分比各是多少?该比例正如何发展变化?

15. 影响成本的因素有哪些?它们会怎样改变需求?

- (1) 管理公司运营的主要投入成本包括哪些?
- (2) 进口产品的投入成本(零部件、供应品和设备)占比是多少?这些成本对汇率波动的敏感性如何?
- (3) 船厂位置对零部件、供应品和设备的运输成本有何影响?这又将如何左右供应商的选择?

16. 公司财务措施的实际成效怎样?与同行相比如何,预计这些措施会出现哪些发展变化?

- (1) 流动资金需求在订单总金额中的占比是多少?如何筹集这些资金?
- (2) 公司的负债水平有多高?与同行相比如何?
- (3) 公司能否以具有竞争力的利率筹集资金?公司的利息保障倍数是多少?利息支出和利息保障倍数对利率变化的敏感性如何?
- (4) 公司必须向交易对手方提供哪些与银行担保有关的承诺?相关费用是多少?
- (5) 毛利率率、营运利润率和净利润率各是多少?与同行相比如何?
- (6) 收入、成本和盈利能力对货币汇率变化的敏感性如何?

海工装备

17. 公司为海工装备业提供了哪些产品和服务?

- (1) 公司为海工装备业提供的服务有哪些?
- (2) 不同产品和服务项下,累积订单、新增订单、交付和收入有着怎样的占比结构?
- (3) 这些产品和服务需求对油价变化的敏感性如何?
- (4) 为妥善管理油价变化引起的波动,公司采取了何种策略?
- (5) 来自非能源细分市场(如海上风机和港口支持船舶)的收入占比是多少?

18. 公司在离岸深海细分领域的业务规模如何?

- (1) 在公司产品和服务中,分别满足深海、以及近岸/离岸浅海两类细分海工市场的比例各是多少?
- (2) 在油气勘探逐步向深海延伸的背景下,公司在该细分市场的影响力和产能如何?建立了何种战略?
- (3) 公司是否打算充分把握海上风机需求可能出现的激增?

环境、社会和公司治理(ESG)

19. 公司ESG原则与实践的具体内容是什么?历史记录如何?

- (1) 在船舶建造、修理和维护运营期间,公司在降低能源强度、用水强度、排放强度、材料消耗、废物产生、以及整体环境和生态足迹方面采取了哪些战略和实践?历史记录如何?
- (2) 在船舶建造过程中,使用了多少回收、环保和当地采购的材料?
- (3) 与行业基准相比,公司所建轮船和其他船舶在正常运行期间,能耗、排放、用水和废物产生强度如何?为降低此类强度,公司采取了哪些举措?
- (4) 公司是否投资开发相关解决方案,以降低危险,或减少压载水、生活污水、船舶建造舱底污水等各种排放?
- (5) 为防止或尽量减少通过公司建造船舶转移入侵性水生生物种,公司采取了哪些措施,例如加装防污系统?
- (6) 为减少、再利用和循环使用船舶正常运行期间的用水,公司是否部署了相关系统和机制?
- (7) 在生产设施所雇用工人的安全和公平待遇方面,公司的历史记录如何?与雇用总人数相关的死亡人数、缺勤天数和受伤人数是多少?
- (8) 公司分包或外包任务占全部工作的比例是多少?
- (9) 本地人口占员工队伍的多大比例?
- (10) 公司生产设施的正常维护和安全支出有多少?
- (11) 公司是否参与了相关业界论坛,如可持续航运倡议(SSI)、清洁货运工作小组(CCWG)和未来绿船计划(Green Ship of the Future)?

半导体行业

了解半导体行业的投资基本面

作者:卢俊东博士(Alan Lok, 特许金融分析师, 金融风险管理师)、朱暖晖(特许公认会计师公会)、古鲁普拉萨德·贾姆巴纳森(特许金融分析师, 金融风险管理师)

如今,在任何一场有关技术的讨论中,如果仍提到电子管,一定会令参与者谈兴全无。但是,请您耐心阅读本文,因为电子管的确非常重要。在半导体被广泛应用于电子设备之前,电子管也曾大行其道。电子管与半导体功能相同,但其明显劣势在于对空间和能源的需求极大。在发展鼎盛时期,电子管技术1946年催生了全球第一台数字计算机埃尼亚克(ENIAC)。这部机器重达30多吨,功率为惊人的200千瓦,而稳定性却十分有限。

半导体的出现彻底改变了一切。如今,我们手机和电脑中的供电芯片就是由半导体构成。这些零部件体积微小,耗电量也远远低于电子管。可以说,没有这些精巧的半导体,就不会有互联网,也不会有科技巨头和国际空间站,当然更不会有脸书。简而言之,半导体使我们步入了信息时代。

今天,半导体仍在不断推动数字经济的发展;随着社会对科技的依赖日益加强,我们对电路、芯片和微芯片的需求也日渐增加。同时,作为与物联网相连接的智能生产设备必要组成部分,半导体也成为了“工业革命4.0”的基础。

在本框架中,我们将首先带您了解全球半导体行业的发展格局。当前,全球半导体行业的年销售额已近5000亿美元。然后,我们将提供分析框架,帮助您评估该行业的投资机遇。

复杂的全球生态系统

简单地讲,半导体行业价值链由六个阶段组成,依次为:研发、设计、制造、组装、测试与包装、以及销售。这条复杂的价值链跨越不同大陆;实际上,半导体行业就是由多个全球研发和供应链生态系统所组成,因为某一国家根本无法在同一个地方开展全部六个阶段的工作,并且在每个阶段都能表现出色。

就需求侧而言,消费者对功能、稳定性和速度不断提出更高要求,为了改进现有型号产品,研发支出占比在进一步上升(平均而言,研发支出约占收入的15%-20%)。从供给侧来看,竞争白热化意味着制造、测试、组装和包装等环节最终必须达到足够的规模,才能实现较低的单位成本。

因此,我们必须通过完全不同的两套物流基础设施来同时满足上述两方面需求,更不必说人力资源和工作环境。这也是为何英特尔、AMD、ARM等芯片设计机构都位于美国硅谷,而芯片制造商和组装线——如富士康、伟创力等,却都建在中国。半导体行业可通过一套独立分布于全球各地的生态系统来优化生产,并汇集各国或各个经济体的最大优势。然而,由于美国对中国科技龙头华为实施制裁,这一情况未来可能会发生改变。中国企业肯定会尝试开发自主芯片和芯片制造设备,包括芯片设计能力。

瞬息万变的行业格局

除了行业体系非常复杂、生产活动覆盖多个大陆外,半导体行业本身也处于迅速变革当中。当前,诸如英特尔、美光、三星等整合元件制造商(IDM)继续占据市场主导地位。但一些芯片设计企业(即专注于设计、将制造业务外包的企业),如AMD、高通、博通等,也正慢慢做强做大,不容小觑。由于产品的精密度在不断提升,这一转变亦是势在必行,同时也会不断增加行业对进一步专业化的需求。

日益复杂的基本面

半导体行业的覆盖面、复杂性和不断变化的产业格局,对意欲了解业内企业的投资者而言无疑是一大挑战。那么,投资者怎样才能清楚了解这样一个拥有如此众多快速发展领域的行业?又怎样洞悉在该行业创建坚实分析框架所需的基本因素?

本文的主要目标就是寻求上述问题的答案。下面,我们将首先根据目标公司在价值链上所处的位置,对其进行归类。

确定在价值链上的位置

首先,投资者需要确定目标公司在价值链上所处的位置:是兼具设计和制造能力的整合元件制造商,还是芯片设计企业,或是半导体代工厂?虽然三者具有很多共同特点,但也相互有所区别。因此,必须清楚了解目标公司在价值链上的位置。

在此基础上，考察目标在包括内存、逻辑芯片和标准芯片等在内的各个细分市场的影响力。明确其产品组合中包含的具体产品，以及每项产品服务的终端用户市场。

了解市场结构

接着，应了解目标公司运营所在的市场结构。一般来说，半导体行业的市场买家集中度较高。因此，投资者必须了解在目标公司终端用户市场买家的集中程度。例如，是否只有少数几个大型买家？如果是，这对公司有何影响？

同时，需求周期性也是投资者应当考量的另一关键要素。明确各种宏观经济因素对产品季节性可能产生的影响。诸如GDP增长、消费者信心、企业支出和可支配收入变化等因素，都可能对产品需求和定价产生重大影响。

此外，投资者还应当了解目标公司的定价策略——通常，处于生命周期不同阶段的产品，其定价也不尽相同。研究业内同行或竞争对手的定价政策，就是一种绝佳的考察方式。例如，在调查竞争格局时，应厘清行业竞争是趋于集中还是分散？市场份额如何分布？面临哪些市场准入壁垒？

产品需求与定价

在厘清市场结构后，紧接着应深入了解公司层面的不同因素。考察各终端用户市场和产品细分领域的出货量，仔细分析出货增长预期，包括公司预计产品升级周期、市场扩张或新产品和新市场将带动的需求。

基于对一般性定价策略的分析了解，投资者需要进一步考察目标公司的溢价能力。公司是否在充分利用其定价权？抑或公司是否正承受定价压力？同侪分析将有利于投资者清楚认识这一问题；深入考察目标公司是否具有优于竞争对手的定价权。如果目标公司拥有较强的定价能力，就应明确这种能力背后的原因，其中可能包括拥有的专利技术、知识产权、或特殊的产品、技术或制造工艺。

最后，必须知晓目标公司在产品生命周期曲线上的定价情况。尤其要注意，在价格不可避免地回落之前，公司可以维持多长时间的高价。

运营指标和财务指标

成本结构是投资者必须考察的另一项内容。需审查目标公司产品系列的固定成本和可变成本，并与竞争对手进行对比。其他一些应当密切注意的财务指标包括自由现金流产生情况以及毛利润、营业利润和净利润率等。由于半导体行业的国际性，因此还应注意考察公司的外汇套期保值策略（如果有的话）。

此外，投资者还可根据目标公司在价值链上所处的位置进行一系列调查。例如，如果目标公司是一家整合元件制造商，那么它是否为第三方提供代工服务？如果是，那么工厂制造产能的利用率是多少？然后将两类业务的利润率进行对比。

对于芯片设计企业而言，应清楚了解在制造能力日益集中的趋势下，目标公司可能存在的脆弱性。供应链风险切实存在，对于互联互通日益紧密的全球供应链来说更是如此。对于半导体制造厂而言，则应了解工厂产能、利用率、停工数据、以及资本支出和创收之间的滞后时间等多项指标。

环境、社会和公司治理因素

虽然半导体行业并非主要的温室气体排放来源，但在制造过程中仍需要使用全氟化碳（PFC）——这种化学成分对全球变暖的影响比二氧化碳更大。此外，业界批评人士也指出，半导体行业生产活动可能对地下水造成污染，但官方统计数字显示却并非如此。

因此，在评估半导体行业的环境、社会和公司治理因素时，大部分工作最终都落在环境问题上。公司是否定期评估自身的环境足迹？其能耗和排放数据是多少？公司正采取哪些措施来减少其环境足迹？应了解目标公司是否已制定具体的环保战略路线图，以及在这方面的过往表现。

此外，目标公司的供应链也值得投资者深入探究。由于半导体行业供应链环节众多、牵涉面较广，因此需要考察公司是否在制造过程中使用了一些可疑矿产品。更重要的是，应了解目标公司采取何种方法来对供应商进行追踪，以确保不会因疏漏而使用此类矿产品。

长期需求增长

作为数字经济的推动者，半导体行业亦存在不利之处。技术发展日新月异，即便是当下占据主导地位的老牌企业，若无法做到与时俱进，也同样会遭到淘汰。因此，应当考量市场和技术这两大结构性需求驱动因素。例如，在互联网和智能手机渗透率相对较低的新兴市场中，公司的业务扩展可能形成一项长期增长推动力。

在技术方面，有数据显示位密度的增长在全面放缓。因此，投资者应了解目标公司正计划如何应对这一问题：是计划通过财政措施、设施升级来解决，还是计划对机器智能和物联网等新兴技术进行投资。

本框架目的旨在为投资者破解半导体行业不断发展演变的复杂性，提供一种系统性方法。在投资分析过程中，希望这些简洁明了的指导建议能助您一臂之力，以便您在投资之旅中领先一步。



行业考察通用问题

1. 产品组合与终端用户市场

- (1) 公司在不同市场细分领域(包括内存、逻辑芯片、标准芯片和片上系统等)有多大影响力?
- (2) 公司产品组合中具体包含哪些产品?
- (3) 公司每种产品面向的终端用户市场分别是哪些?
- (4) 公司产品的性能和价格与竞争对手相比情况如何?

2. 影响公司产品需求的因素有哪些?

- (1) 公司在不同终端用户市场和产品细分领域的销量和收入分别是多少?
- (2) 公司对其终端用户市场和产品细分领域的销量增长预期是多少?
- (3) 公司最终用户市场的产品升级周期推动了多少需求?
- (4) 公司的终端用户市场扩张推动了多少产品需求?
- (5) 新的终端用户产品和市场带来了哪些需求?

3. 公司产品需求的周期性和季节性表现如何?

- (1) 影响公司产品周期性需求的宏观经济因素有哪些?
- (2) GDP增长和预期有何影响?
- (3) 公司有多少营收来源于消费者和企业终端用户细分群体?
- (4) 可支配收入和消费者信心的变化对消费者需求有何影响?
- (5) 企业支出和前景对企业需求有何影响?

4. 哪些因素将影响公司产品的定价?

- (1) 业界采取的定价策略是什么?
- (2) 公司的定价战略是什么?与同行相比有何不同?
- (3) 公司是否对新产品、成熟产品和老产品采取了不同的定价策略?
- (4) 公司新产品向成熟产品、成熟产品向老产品的过渡期通常是多长时间?

5. 结构性增长驱动因素

- (1) 公司终端用户市场和产品在不同地区和国家的渗透率分别是多少?
- (2) 互联网、个人电脑和智能手机的渗透率分别是多少?
- (3) 哪些终端用户市场和产品具有结构性增长潜力?
- (4) 哪些地区和国家具有结构性增长空间?
- (5) 推动长期增长的新兴技术(如机器智能和物联网)有哪些?
- (6) 鉴于这些机遇,公司的产品组合和能力与竞争对手相比表现如何?是否存在差距?
- (7) 如果适用,公司打算如何弥合这些差距以及进行必要的能力建设?

6. 位密度增长趋势

- (1) 公司应对位密度增长可能放缓的策略是什么?
- (2) 公司是否在探索能够应对位密度增长放缓的各项技术?
- (3) 公司是否打算对其设计和制造设施进行升级?

7. 行业竞争态势

- (1) 公司产品面临的市场集中度或分散度如何?
- (2) 在公司不同的优势产品领域中,排名前三位或前五位的参与企业所占市场份额分别是多少?
- (3) 促进或阻碍新参与企业进入市场的因素有哪些?
- (4) 新参与企业进入市场的资本要求和技术要求是什么?

8. 公司的产品、技术和竞争优势是什么?

- (1) 公司是否拥有独特或罕见的产品、技术或制造工艺?
- (2) 公司是否在任何一个产品细分领域都拥有显著的竞争优势?
- (3) 公司是否在任何一个产品细分领域或制造工艺领域都拥有专利技术或知识产权?
- (4) 公司拥有多少专利?这些专利在当前或未来有何作用?
- (5) 公司是否涉及任何与专利和知识产权相关的争端?

9. 新技术

- (1) 公司是青睐于自主研发、技术收购还是技术授权?

10. 公司终端用户市场的买家集中度如何?

- (1) 公司在其产品细分领域排名前三位或前五位买家中所占的份额分别是多少?
- (2) 公司因买家集中而面临多大的定价压力? 是如何应对这一压力的?

11. 公司拥有多大的定价权?

- (1) 公司在不同产品细分领域和各个终端用户市场中所占的市场份额是多少?
- (2) 公司是否在任何产品细分市场或终端用户市场都具有领先影响力?
- (3) 公司是否会在某些领域拥有优于其同行的产品定价权? 形成这一优势的原因是什么?
- (4) 通常情况下, 公司新产品的初始高价能够维持多长时间?
- (5) 在初始高价时, 公司能出售多少代表性产品?

12. 公司在运营指标上表现如何? 与同行相比情况如何? 预计将发生哪些变化?

- (1) 公司的位元出货量增长情况如何?
- (2) 公司不同产品的平均售价有何变化?
- (3) 公司的订单出货比是多少? 不同产品之间有何不同?
- (4) 公司单位固定成本和可变成本分别是多少?

13. 财务指标绩效——与同行相比表现如何?

- (1) 公司的毛利润、营业利润和净利润率分别是多少?
- (2) 公司产生的自由现金流占销售额的百分比是多少?
- (3) 公司研发支出占销售额的百分比是多少?
- (4) 为妥善管理投入成本和应对外汇波动, 公司采取了何种对冲策略?

集成(设计和制造)半导体制造商**14. 公司是否同时开展半导体设计和制造业务?**

- (1) 公司是否为第三方提供代工服务?
- (2) 如果是, 公司制造产能有多少用于代工, 多少用于制造自身产品?
- (3) 公司代工业务和端到端产品的产量和收入构成比例分别是多少?
- (4) 公司两类业务的利润率对比情况如何?

15. 公司的研发支出(包括自身产品的设计)和制造技术支出分别是多少? 与同行相比情况如何? 预计将发生哪些变化?

- (1) 在未来3-5年内, 公司最看好哪些制造流程和工艺的发展?
- (2) 公司当前研发工作重点关注的是哪些产品细分领域?
- (3) 公司研发工作将哪些终端用户市场作为目标?

16. 公司资本支出占销售额的百分比是多少? 与同行相比情况如何? 预计将发生哪些变化?

- (1) 公司晶圆厂的资本支出是多少?
- (2) 晶圆厂的资本支出占其销售额的百分比是多少?

晶圆代工厂/半导体制造商(晶圆厂)**17. 公司产能利用率通常是多少?**

- (1) 公司产能利用率的周期性和季节性表现如何?
- (2) 公司如何优化产能利用率?
- (3) 公司如何预测其晶圆产能需求?

18. 公司晶圆厂产能详情

- (1) 公司拥有多大产能?
- (2) 公司目前增加了多少产能? 预计这些新产能何时可以投产?
- (3) 公司如何预测产能需求并制定扩张计划?

19. 公司晶圆厂的运营绩效和资本效益如何?

- (1) 公司晶圆厂的运营停工率通常是多少?
- (2) 公司晶圆厂的单位硅片加工收益率是多少?
- (3) 公司(晶圆厂)资本支出实现创收之前的交货时间通常需要多久?
- (4) 从技术角度看,公司的中长期资本支出前景如何?
- (5) 公司资本支出与销售额的比率是多少?
- (6) 公司产生的自由现金流占所投入资本支出的百分比是多少?

芯片设计企业

20. 公司面对制造能力日益集中的脆弱程度如何?

- (1) 公司将其产品的制造业务外包给了多少家不同的代工厂?
- (2) 公司为不同数量、不同类型产品的制造支付了多少费用?
- (3) 由于产能日益集中导致制造成本增加,公司的利润率将受到怎样的不利影响?
- (4) 公司如何妥善管理因制造产能集中而带来的供应链风险?

环境、社会和公司治理因素(ESG)

21. 公司的ESG原则和实践分别是什么? 过往表现如何?

- (1) 公司是否会对自身产品进行生命周期评估,以了解其环境足迹?
- (2) 公司产品运行过程中的能耗是多少?其量化方法是什么? 公司为提高能效制定了怎样的路线图?
- (3) 公司在产品运输过程中使用了多少包装材料? 公司是否计划减少包装并采用可回收材料?
- (4) 为妥善管理自身产品产生的电子垃圾,公司是否已制定相应战略?
- (5) 公司制造流程的碳排放强度、能源强度、用水强度和污染物释放强度分别是多少? 公司已采取哪些措施来改善在这些方面的表现?
- (6) 公司是否在产品中或产品制造过程中使用了冲突矿物? 公司如何追踪并确保这些矿物的来源公正和透明?

奢侈品与零售

物有所值——了解奢侈品零售投资基本面

作者:卢俊东博士(Alan Lok, 特许金融分析师, 金融风险管理师)、朱暖晖(特许公认会计师公会)、古鲁普拉萨德·贾姆巴纳森(特许金融分析师, 金融风险管理师)

多巴胺——每当我们邂逅某种新鲜事物时,大脑就会释放出这种令人产生愉悦感的化学物质。比如,当我们去收银台付款时,发现还有额外30%的折扣时,是不是会感到喜出望外?这正是多巴胺大量分泌的缘故。

毋庸置疑,所有零售商都对这种由奖励推动的行为了如指掌,而该行业中的奢侈品零售分支更是深谙其道。

逐梦奢豪圈

与其他行业相比,奢侈品零售业务模式必然具有某些与众不同的特征。

首先,该细分市场的需求曲线并非呈下滑态势。换句话说,需求不会一直随价格的下降而增加——实际上,该行业的关键诀窍在于提高商品的平均成本,理由很简单:只有更高的价格才能让中产阶级(也就是奢侈品厂商的目标客户群)产生动力,追逐奢华之梦。

吸引目光的不凡标志

与其他行业典型产品形成鲜明对比的是,奢侈品树立品牌形象时并非只是针对潜在消费者;面向非目标群体的广泛宣传也至关重要。其原因不难理解:他人投向产品投射的钦羡眼光,为实际消费者创造了一种社会和经济层面上的优越感——浆洗衬衫的袖口下,劳力士手表的幽光一闪而过,低调的奢华足以给陌生人留下深刻印象,让佩戴者倍感自豪。事实上,任何能够强化这种“与众不同感”的特质,都有助于促进奢侈品的销售。

品牌保护

对该行业而言,保持对价值链和销售渠道的全面控制是一种必要之举,而非可有可无的选择。现实生活中,我们已看到无数高端品牌因特许经营商滥用而蒙羞,抑或被非目标群体所盗用。巴宝莉在英国仍存在形象问题,因为其成为了该国社会经济地位较低人群的首选品牌。此外,只有掌控制造链,才能确保一致的工艺、以及对细节的极致关注,而组织严密的销售渠道,则可保证卓越的一对一客户服务。

在许多情况下,产品功能并非首要考量。归根结底,周仰杰(Jimmy Choo)凉鞋和卡骆驰(Crocs)洞洞鞋的用途并无区别,但如果穿着后者出现在奥斯卡颁奖典礼上,看起来就会格格不入。由此可见,服务交付比产品更加重要。从本质上讲,奢侈品行业的全部商业主张都紧密依附于一系列广为人知的严苛原则,由此保持奢侈品的独特性,同时激发巨大的品牌“粘性”。

从分析师的角度来看,这可能是一种很难把握的商业模式。或许,我们中的许多人本质上非常冷静,不会轻易被高端消费主义转瞬即逝的短暂光芒所迷惑。因此,最稳妥的做法是,一如既往地保持清醒头脑,对此类企业进行逻辑严密、思维敏锐地考察分析。

是否实现最优定价?

考察该行业的恰当切入点之一,就是了解目标公司的经营状况,确定其运营处于奢侈品零售链的哪些环节。公司为客户提供了怎样的独特价值主张?

我们不仅需要弄清对公司产品与服务的可选和必须消费需求,同时还应确定公司的哪些产品类别对价格变动最为敏感。由于这些产品可能会受到长期人口结构变化、宏观经济和地理位置等因素的影响,因此必须对这些因素做出准确了解。例如,公司主要市场的消费者平均年龄和财富水平如何?预计是否会发生改变?更重要的是,该公司是否对其客户群进行了细分?若的确如此,采用了哪些划分维度?这些分析可能涵盖针对不同人群的特定产品线、品牌或策略。

在价格方面,公司针对不同产品采取了何种策略,哪些产品对价格变动最不敏感?过往趋势是否支持相关结论?

柜台销售人员

就销售而言,我们需要了解,目标公司是否提供了有关销量和价格的详细绩效?与之相同,还应核实增长是否源自同店销售额、净增量、非内生性增长、以及外汇影响,并探讨这一趋势将如何发展演变。

此外,我们还有必要厘清,推动公司成本构成的各种要素,以及公司对这些要素的管理方式,因为这两者也与销售有着千丝万缕的联系。公司的毛利润、营业利润和净利润率分别是多少?这些信息将有助进一步了解公司的盈利能力和现金状况,并与竞争对手加以比较。

品牌认知度

鉴于公司品牌化战略的重要性,调查奢侈品零售商如何宣传产品与服务、以及在营销手段上的投入就显得十分关键。公司广告和促销活动的主要模式是通过电视、杂志,还是广告牌?公司的创意团队由谁领导,团队成员资历如何?这些成员是否真正了解奢侈品品牌建设的细节问题?

全球影响力

从技术视角出发,有必要考察公司在社交媒体上的表现,并关注其首选营销渠道。此举有助了解其目标受众的许多相关信息——比如,照片墙(Instagram)针对的是30岁以下群体,而脸书(Facebook)则拥有更多年龄层的用户。展望未来,还需要了解公司是否确切清楚电子商务对其销售的影响,是否建立了通过家庭购物实现增收的策略?

虽然互联网令人感觉世界变得越来越小,但生活在不同地区的人们仍然有着不同的偏好和品味。因此,必须确定公司销售网点的地理位置重要性,以及这些不同地区的定价结构。

各个地方最受青睐的产品有哪些?您或许会发现,在发达国家具有较高曝光率的公司,其销售额却呈现出了停滞不前的态势,但在中国拥有强大影响力的公司,则正经历销售活跃度大幅提升的阶段。

环境、社会和公司治理因素

奢侈品零售行业专注于使生活变得更加愉快,因此给人留下的第一印象是,这是一个不需要过多关注环境、社会和公司治理因素的行业。然而,在其华丽的外表下,该行业仍面临着与其他所有经济行业相同的诸多挑战。我们必须考量公司的能源、电力和用水及其产生的废弃物问题。公司是否已投资如何改善这些方面的表现?

此外,我们还必须了解,公司从冲突地区采购原材料的政策是什么?在开采和采购这些材料时,公司是否确保了这些材料开采和采购方式的合法性、公平性和可持续性?从劳动力的角度来看,公司是否能够提供证据,证明其对员工和供应商一视同仁?最后,至关重要,还必须了解公司是否在直接或间接地雇用童工。

一如既往,上述指南旨在为您提供简短而坚实的基本面描述,作为未来一切分析的基础。因此,您尽可在昂贵的意大利真皮沙发上放松身心,开始对整个行业的深入分析。





行业考察通用问题

1. 公司产品和服务的需求弹性程度如何?

- (1) 对于价格的每一级调整,观察到的需求变化程度如何?
- (2) 价格下降和上涨是否具有相同的弹性?不同价格水平的弹性是否不同?
- (3) 哪些产品类别对价格变动比其他类别更敏感?推动这些差异的动力动能何在?
- (4) 公司价格投资策略的详情是什么?与行业惯例相比如何?

2. 公司产品和服务的需求概况详情是什么?

- (1) 公司所经营产品的消费概况如何?
- (2) 推动这些产品消费的关键因素有哪些?
- (3) 公司如何预测其产品需求?
- (4) 对公司所经营产品的需求是否受季节性因素影响?请列举此类产品的一些例子,并说明相应的季节性管理策略是什么?

3. 影响需求的长期人口统计因素、宏观经济因素和地理因素有哪些?

- (1) 公司主要市场的人口平均年龄是多少?
- (2) 预计该年龄趋势未来将如何发展变化?
- (3) 公司主要市场中,可选型消费总额在GDP中的占比是多少?是否存在结构性消费增长空间?
- (4) 公司主要市场的城市化水平如何?
- (5) 可能影响需求的其他因素有哪些?公司认为这些因素未来几年将如何发展变化?公司打算如何利用这些变化趋势?

4. 公司如何对其客户群进行细分?为达成这一目标,使用了哪些划分维度(如年龄、收入、地理位置等)?

- (1) 公司在哪些细分市场对其客户群进行了分类?
- (2) 在这些细分市场中,客户的消费和消费行为有哪些不同?
- (3) 公司如何追踪这些细分市场中客户的消费和消费行为?
- (4) 针对不同细分市场的客户,具体产品线、品牌和营销策略的详情是什么?

5. 新参与企业进入市场竞争的难易度如何?面临哪些进入壁垒?

6. 公司在销量增长方面表现如何?

- (1) 按数量和价格划分,公司的销售业绩明细如何?
- (2) 关于销售增长的其他方面(如同店销售、新店销售、非内生性增长和外汇影响等)的详情有哪些?
- (3) 推动这些数字的关键定性因素有哪些?

7. 公司产品和服务的成本结构是怎样的?与同行相比如何?

- (1) 驱动公司成本状况的关键因素有哪些?
- (2) 公司如何管理成本各环节?
- (3) 公司总体以及各主要产品线的毛利润、营业利润和净利润率分别是多少?
- (4) 过去几年中,公司的利润率有何变化?公司预计未来利润率会如何上升?

8. 公司的空间扩张和开店策略是什么?相关费用是多少?

- (1) 公司如何通过增设和关闭门店来优化零售空间的利用率?优化现有门店利用率与开设新店之间的权衡方法是什么?
- (2) 过去几年中,公司增设了多少家门店,又关闭了多少家门店?
- (3) 公司门店开设和关闭背后的策略详情是什么?
- (4) 公司新店的销售额与现有门店的销售额相比如何?
- (5) 如果新店通常对营业额的贡献较大,那么它们能持续多长时间提供较高的销售额?如果它们对营业额的贡献较小,那么需要多长时间才能赶上老店?

9. 公司最有效和最无效的创收渠道各有哪些?

- (1) 公司最稳定和最不稳定的销售来源各是什么?
- (2) 公司最常见的直接和间接收入来源各是什么?
- (3) 过去几年来,不同渠道和来源产生的收益结构发生了怎样的变化?预计未来几年内又将发生怎样的上升变化?
- (4) 公司通过在线渠道推动了多少销售额?预计该渠道的贡献将如何发展变化?

10. 旅游业对公司产品和服务的需求有何影响?

- (1) 在公司主要市场上,与国内买家贡献的收入相比,公司收入中来自国际旅客的比例是多少?
- (2) 公司各产品类别的国内和国际客户单笔交易规模(即每次购买消费额)有何不同?
- (3) 公司主要依赖游客流量的主要门店和产品有哪些?
- (4) 这些门店和产品实现了多少创收?
- (5) 有多少收入可完全归功于旅游消费?
- (6) 为管理收入增长对旅游消费的依赖性,公司采取了什么策略?

11. 公司的运营位于奢侈品零售链的哪个环节?

- (1) 公司的产品类别是属于针对中高端客户的轻奢品,还是属于针对超高净值人士的高端奢侈品?

12. 公司的客户群(特别是高净值人士细分市场)在其主要市场的发展情况如何?公司如何应对这些变化?

- (1) 公司将哪些地区视为自身的主要市场?
- (2) 回头客或老客户的比例是多少?
- (3) 公司如何留住老客户并实现交叉销售?
- (4) 公司针对新区域客户的战略是什么?
- (5) 公司为吸引新客户或首次购买客户而提供的奖励或优惠政策详情是什么?

13. 公司将如何解释它向客户提供的独特关键价值主张?

- (1) 在公司看来,自身品牌的市场认知度如何?
- (2) 公司进行品牌评估的结果是什么?
- (3) 与其竞争对手相比,公司产品的差异化程度如何?

14. 公司品牌化战略的详情是什么?相关费用是多少?

- (1) 公司广告和促销成本在其收入和总成本中的占比分别是多少?
- (2) 公司广告和促销活动的主要模式是什么(如电视、纸媒、户外及互联网等)?
- (3) 公司的促销活动受季节性影响程度如何?
- (4) 公司采取了哪些策略来提升自身的品牌知名度和价值?
- (5) 公司是否披露了其创意团队的详细信息?其资历和历史记录如何?

15. 公司如何追踪不断变化的客户偏好?

- (1) 公司产品的生命周期与竞争产品的生命周期相比如何?
- (2) 公司在市场上推出的产品的平均使用寿命通常有多长?
- (3) 在公司看来,市场是将其视为新趋势的追随者还是创造者?
- (4) 公司能够以多快的速度适应客户不断变化的偏好?
- (5) 在公司看来,它的产品在多大程度上可被替代或重建?
- (6) 数字化对公司业务的影响是什么?

16. 社交媒体对公司产品的覆盖面和销售有何影响?

- (1) 公司有哪些社交媒体渠道(如脸书、推特等)有业务?
- (2) 公司认为哪些渠道最有用?
- (3) 公司管理社交媒体推广的具体策略是什么?
- (4) 公司对社交媒体渠道的哪些环节(用户活动、参与等)进行了追踪?
- (5) 公司的销售与其品牌在社交媒体渠道中的发展势头有何关联?
- (6) 在缺失谷歌和其他主要全球渠道的情况下,公司如何追踪其在中国开展的品牌社交媒体活动?
- (7) 公司认为未来社交媒体扮演的角色重要程度如何?

17. 公司针对不同产品的定价策略详情是什么?

- (1) 公司预计哪些产品未来价格会大幅上涨?
- (2) 这些价格上涨可能会带来怎样的影响? 公司打算如何对其进行管控?
- (3) 公司认为哪些产品不易受价格变动的的影响? 过往趋势是否支持这一看法?

18. 公司业务在批发和零售渠道之间的结构比例各是多少?

- (1) 零售和批发业务的收入结构比例各是多少?
- (2) 该趋势在过去几年中有什么变化? 预计未来又会如何变化?
- (3) 哪些渠道为公司赚取的利润最多?
- (4) 扩大利润率最丰厚的渠道面临哪些挑战?

19. 销售网点的地理位置对价格实现的影响程度如何?

- (1) 公司大部分门店的位置位于何处?
- (2) 不同地区的售价有何不同?
- (3) 公司是主动实施差别定价, 还是尽力减小不同地点和地区之间的价格差异?
- (4) 哪些地区的利润率高于其他地区?

20. 公司库存管理策略的详情是什么?

- (1) 按渠道、模式和地理位置划分, 库存天数分别是多少?
- (2) 公司产品是否存在客户等待期? (如果有) 具体为多久?
- (3) 公司采取什么策略向经销商推销库存?
- (4) 公司在原材料采购方面面临哪些问题?
- (5) 公司关键原材料需求对外部供应商的依赖程度有多大?
- (6) 原材料转化为成品通常需要多少天?
- (7) 制造流程的地域分布是怎样的?
- (8) 原材料和成品的运输方式有哪些?
- (9) 公司在库存管理方面还面临其他哪些挑战?

环境、社会和公司治理

21. 公司环境、社会和公司治理原则与实践的具体内容是什么? 历史记录如何?

- (1) 公司运营中, 能源、电力、用水以及废弃物生成的强度各是多少? 为改善这些方面的表现, 采取了哪些措施?
- (2) 公司门店和其他建筑中, 获得绿色能源与环境设计先锋奖 (LEED) 等项目认证的比例是多少?
- (3) 公司从冲突地区采购原材料的政策是什么? 为确保以合法、公平和可持续的方式开采和采购原材料, 公司采取了哪些措施?
- (4) 公司是否对其产品包装强度 (例如每吨售出商品的包装数量) 进行了追踪? 为鼓励供应商减少包装, 使用可生物降解或回收材料, 公司所采取计划的详细内容包括哪些?
- (5) 为确保员工、承包商和供应商雇用的工人得到公平对待, 公司实施的政策和做法各是什么?
- (6) 公司如何确保其运营不会导致直接或间接雇用童工?
- (7) 为确保客户隐私以及公司所收集和存储客户数据的安全性, 公司采取了哪些措施? 是否存在任何违反客户隐私或数据规定的行为?
- (8) 公司供应链中, 各利益相关方实施环境、社会和公司治理原则的程度如何? 公司的行动方案会如何影响供应商的做法? 公司计划如何提高供应商的遵守度?

医疗卫生行业

了解生命科学和医疗卫生行业的投资基本面

作者:卢俊东博士(Alan Lok, 特许金融分析师, 金融风险管理师)、朱暖晖(特许公认会计师公会)、古鲁普拉萨德·贾姆巴纳森(特许金融分析师, 金融风险管理师)

互联网的一大贡献,就是在某种程度上,使每个人都成为了诸多生活领域的专家,其中也包括医疗卫生。比如,我们中大多数人都有过在谷歌上寻医问诊的经历。然而,这种自我评估存在的问题在于,我们很难全面看待病情,并且不具备科学的判别能力。正因如此,我们最终很可能做出错误、乃至危险的诊断。

同样,对于不了解生命科学和医疗卫生各个子行业的投资者来说,盲目投资或将导致巨大损失——这我们定然不期望发生这种状况。因此,本框架希望通过分析引导,帮助投资者驱散围绕着生命科学和医疗卫生行业的迷雾。

由于从事该行业的公司种类繁多,为简便起见,我们在本文中“将生命科学和医疗卫生行业”统称为“医疗卫生行业”,并将业内机构划分为以下三大类:

1. 制药商;
2. 医疗设备和用品制造商;
3. 医疗卫生服务提供商。

我们将以影响该行业的热点话题开始本框架的投资分析引导;然后逐一分析探讨各相关领域,并就投资者分析单个目标公司时应关注的问题给出建议。

病痛的代价

医疗卫生是一个消费相对刚性的行业。人们若不为健康而支出,就只能默默忍受病痛折磨。此外,数据也清楚揭示了我们对病痛的厌恶:近期,世界卫生组织的一份报告表明,全球医疗卫生支出在全球GDP中的占比高达10%。目前,该数字仍在以滚雪球般的态势快速增长,人居收入持续上升的发展中国家尤为显著。因此,投资者在评估医疗卫生企业的增长潜力时,应考虑国别和地理因素的影响。

利益相关方关系错综复杂

通过本框架,我们将着重讨论该行业众多的利益相关方。在一场看似永无止境的经典博弈过程中,某一方行为将会影响其他方的决策,反之亦然。这些利益相关方包括:竞相提供高效服务的各种供应商;教育程度更高、且善于利用网络的消费者;以及力求在监管过度和自由市场之间实现微妙平衡(包括确立本国医疗卫生模式)的各国政府——他们之间存在着千丝万缕的联系。例如,当住院保险覆盖对象从70岁扩大至80岁年龄层时,市场对老年保健服务的需求将会增加,医院也会计划扩大理疗师和护士队伍建设。

政府作用不容小觑

预计未来几年各国政府将发挥更大的作用。平均而言,各国政府承担了国家医疗卫生服务总费用的51%;但若是除去保险公司和雇主发起医疗计划支付的金额,消费者实际负担的部分就降为35%——比例仍不容忽视。

不过有证据显示,消费者(尤其是低收入和中低收入群体)依然十分艰难地支付着高昂的医疗账单。这很容易导致这类家庭陷入贫困,因此消费增长亦很有限。在这种情况下,政府不可避免地会被迫接手更高比例的医疗卫生费用。而政府加大此类支出,将促使制药商更加关注生产活动,其清楚体现为,为了降低采购成本,政府会选择收紧或制定新的监管措施。另一方面,随着政府对医疗卫生企业展开更严格的监管审查,企业的年度股东大会上经常出现激烈争论的场面。

促进行业发展的各种因素

分析研究本行业的着眼点在于,存在一系列长期基本驱动力和重大发展趋势。下文介绍的驱动力和趋势,旨在帮助投资者明确了解,哪些关键发展态势(和放缓因素)将显著影响目标公司绩效。

重大趋势:3C进程

我们必须厘清将进一步改变医疗卫生行业格局的三大新兴趋势。

整合(Consolidation)——过去十年,企业间的并购活动在稳步增加。相关参与方的新闻稿显示,合并形成的新实体将提供更加质优价廉的医疗服务。然而,投资者需要清楚地意识到,竞争程度的降低很可能推动价格上涨,从而对其他利益相关方产生不利影响。

覆盖(Cover)——当前,保险业正经历着史无前例的巨大变革。在力求风险隔离的时代,个人健康评估将变得更加精确,保险费用也会相应做出调整。这一趋势可以公平地带来双重效益,一方面减轻投保人的总体负担,同时帮助保险公司相应地制定产品价格。

变革(Change)——在欧美国家,时事评论员口中所谓“民粹主义”的兴起,或将引发对卫生保健政策进行修订。如果选民认为,他们缴纳了高额的税款,却没有获得足够水平的医疗服务(现实似乎往往如此),同时发现自己又具有强大的发言权,那么我们可以预见,医疗卫生政策将随之发生根本性的变化。

长期驱动力:3D因素

人口统计因素(Demographics)——以新加坡为例,该国人口迅速老龄化已对政府预算提出了前所未有的要求,并促使其政府当局制定有效、平价且可持续的医疗卫生解决方案。在新加坡,“承担个人责任”一直是各行各业所秉持的一项核心宗旨,医疗卫生领域也不例外。新加坡居民需通过个人储蓄,来承担难以避免的重大医疗支出。此外,医疗卫生费用也通过共付计划——即患者只支付一部分费用,维持在较低水平。这样一来,除非绝对必要,患者通常都会避免延长住院和治疗时间。然而,随着65岁及以上年龄层人口比例的快速增长,新加坡亟需采取新的措施来减缓医疗卫生支出的增长速度。有鉴于此,社区医院正取代机构全面的公立医院,在患者接受基本治疗或手术后,为其提供主要的疗后护理。与此同时,新加坡政府还认识到了社会支持对于患者康复的好处,并已着手分配资源,扩大社区内的社交网络规模,希望以此提升医疗卫生服务质量、并减缓医疗卫生支出的增长。

疾病因素(Disease)——如今,糖尿病、心脏病、中风、癌症等各种疾病的发病率均呈现出上升态势,但若能在病程早期就及时处理,它们就能得到有效医治。同时,人们还需意识到自身生活方式对健康的影响。在新加坡,通过促进病患和医务人员紧密互动的协调护理计划,已使病患的再入院率降低达60%。此外,在各个政府机构的共同努力下,人们已开始放弃食用高糖食物,并开始每天步行至少一万步。

发展因素(Development)——技术发展并非仅仅是指先进的扫描设备,还包括各种数据。随着医疗档案数量的不断累积,数据处理低效的情况难以避免,有时甚至还会出现代价高昂的错误。然而如今,在计算机系统的帮助下,医生、诊所和保险公司能够快速共享相关数据和信息。

药物成本

一直以来,大型制药公司都牢牢控制着药物的定价权。但是,随着医疗卫生预算的收紧,预期制药公司将向“价值定价法”(VBP)转变。如果用药者负担不起制药公司制定的药品价格,就必须通过某种方式来予以解决。在“价值定价法”机制下,制药公司会凭借其产品的有效性而获得奖励。但由于评估和确定药品功效并非易事,此方法的实际可行性仍存在争议。不过这一概念的引入,或许预示了不久的将来可能发生的变革。

深入探讨有关领域

以这些背景研究为基础,我们将进一步阐释投资者应采取哪些方法,对行业中的企业进行系统分析。如前文所述,为简便起见,我们将首先分析医疗卫生企业普遍适用的一系列调查问题。

医疗卫生企业通用分析

首先,需清楚了解目标公司产品和服务的需求水平,并考察其未来的增长潜力,因为有时,即使是很不起眼的产品或服务,也极有可能成为行业下一项备受追捧的“重磅新品”。接下来,应评估公司在其行业细分市场中所处的位置:是否是主要的市场参与者?对于新运营者而言,是否存在市场准入障碍?相对于其竞争对手,公司拥有哪些核心竞争力?是否具备竞争优势?

此外,非常重要的一点是,应确定产品研发的预期成本,并与提供类似服务的其他公司相比较。同时,考察公司在将研发成果转化为专利性药物或产品方面的一贯表现。

一旦将目标公司纳入自身的投资组合后,投资者就应仔细审查其财务绩效,例如,当前的营业利润、净利润率,以及营业收入与自由现金流之比。公司是否拥有充足的财力资源来开展针对药品或设备往往非常漫长的相关试验?最后、且非常重要的一点,该公司是否曾召回过任何药品或设备?如果有,应明确这一召回行动对公司财务和声誉造成的损害。

同时,投资者还应适当了解与公司有关的环境、社会和治理问题。例如,详细了解公司在确保药物全面检测和药品合规等方面的投资情况。考察员工队伍、尤其是后勤人员的情况,包括护工、放射科医生、护士和保洁员——他们是否获得了应有待遇,薪酬是否公平合理?以及公司管理层是否非常重视职业道德行为?

希望这部分分析对您有所启发。在后面第二部分中,我们将把医疗卫生行业机构细分为制药商、医疗设备和用品制造商和医疗卫生服务提供商三大类,逐一进行探讨。

了解生命科学和医疗卫生行业的投资基本面(第二部分)

作者：卢俊东博士(Alan Lok, 特许金融分析师, 金融风险管理师)、朱暖晖(特许公认会计师公会)、古鲁普拉萨德·贾姆巴纳森(特许金融分析师, 金融风险管理师)

本部分,我们将逐一分析探讨不同类型的医疗卫生企业,并就投资者在分析目标公司时应提的一系列问题给出了建议。与第一部分一样,我们仍将“生命科学和医疗卫生”统称为“医疗卫生行业”。

医疗卫生企业

为便于分析,我们将医疗卫生行业划分为以下三大类:

- 制药商;
- 医疗设备和用品制造商;
- 医疗卫生服务提供者。

制药商

人类对长寿的渴望,和制药公司对利润的追逐一样强烈。作为投资评估的第一步,我们建议投资者首先考察目标公司正在研发的药物组合(业内称为“研发管线”),尤其关注公司需要获得的各种批准,并弄清公司在将管线药物转化为获批药品方面的成功表现。此外,还应了解公司的药物研发成本。

其次,检查公司的专利组合和现有药品的专营期,特别是利润较高产品系列的专营期。公司是否为应对专利到期及相关挑战制定了相关战略?

同时,应考察市场竞争情况。公司生产的药物具有哪些超越竞争对手产品的优势?公司是否意识到,同行处于研发后期的管线药物很可能对其目前正在销售或研发的药品构成威胁?

另一方面,还应考察政府监管情况。是否存在可能对企业当前经营产生影响的任何监管动向?考察政治或市场障碍是否会影响药物价格。例如,美国政府正在审议的相关提案是否会改变医疗保健系统的药品定价方式。

当然,并非所有制药公司都会研发新产品。比如一些公司就专门生产诸如扑热息痛之类的非专利药物。因此,投资者在考察分析时,应主要针对这些业务的特定领域,如经营规模、生产实践,以及与引进新药相关的成本等。

当然,医疗保健品不只是关系到处方药。除此之外,我们还会使用很多从药房购买的其他产品,如护肤霜、乳液和爽身粉等。其中一部分产自研发处方药的公司,另一部分则是由其他专业厂商生产。

在这种情况下,品牌有时会和产品本身一样至关重要。例如,一提及婴儿爽身粉,我们便会立刻想到强生。因而在考察过程中,投资者应清楚了解目标公司的市场份额、品牌知名度、地域分布和分销方式。

医疗设备和用品制造商

接下来,我们将继续讨论医疗卫生行业的硬件部分。我们将这一主题分成医疗设备和用品制造商两大子门类。“设备”包含了高科技扫描仪,以及涵盖手术室、诊所以及病房工具在内的一切耐用品。在投资此类企业前,应审查目标公司的产品组合,确定其产品的多样性情况,以此评估拳头产品面临的风险。同时,确定目标公司生产的设备是否会受到未来几年技术进步的影响或遭到淘汰。在技术变革方面,还应了解目标公司是具有创新精神,还是采取跟随战略。

在分析医疗卫生企业的过程中,年龄统计数据极为重要。比如,目标公司产品是面向老年患者(全身扫描仪或助行器),还是面向所有年龄层(手术设备)?随着全球人口日益老龄化,老年医疗设备制造商将具有可观的增长潜力。

另一方面,在考察医疗用品市场时,我们会发现医疗用品往往处于供应链的消费端,如绷带、注射器、手套、棉签等。因此,投资者需要明确涉及此类产品应用的医疗程序:程序进行得越频繁,相关医疗用品的潜在销量就越高。同样,还应明确这些产品的使用次数,一次性用品的更换率通常较高。

从市场竞争角度而言,应考察目标公司是否占据市场主导地位,或者是否还有其他企业也在生产类似产品?此外,与医疗机构或卫生委员会签订长期合作协议的公司往往具有更大竞争优势。如的确如此,还应明确双方合作质量,并了解是否会定期审查这一合作关系。

医疗卫生服务提供商

该行业的第三类参与者为医疗卫生服务提供商,包括医院、专业机构、临终关怀医院和救助中心等。在这一领域,医疗卫生预算和人口结构均会对医疗卫生服务提供商产生重大影响。因此, **投资者需深入考察并明确左右主要市场医疗卫生支出的因素,以及不同类型支付者(如政府、保险公司、个人)所占支出比重。**应当明确每一项因素和每一类支付者对需求的动态影响,以及其他医疗中心的普及度和大众接受度。

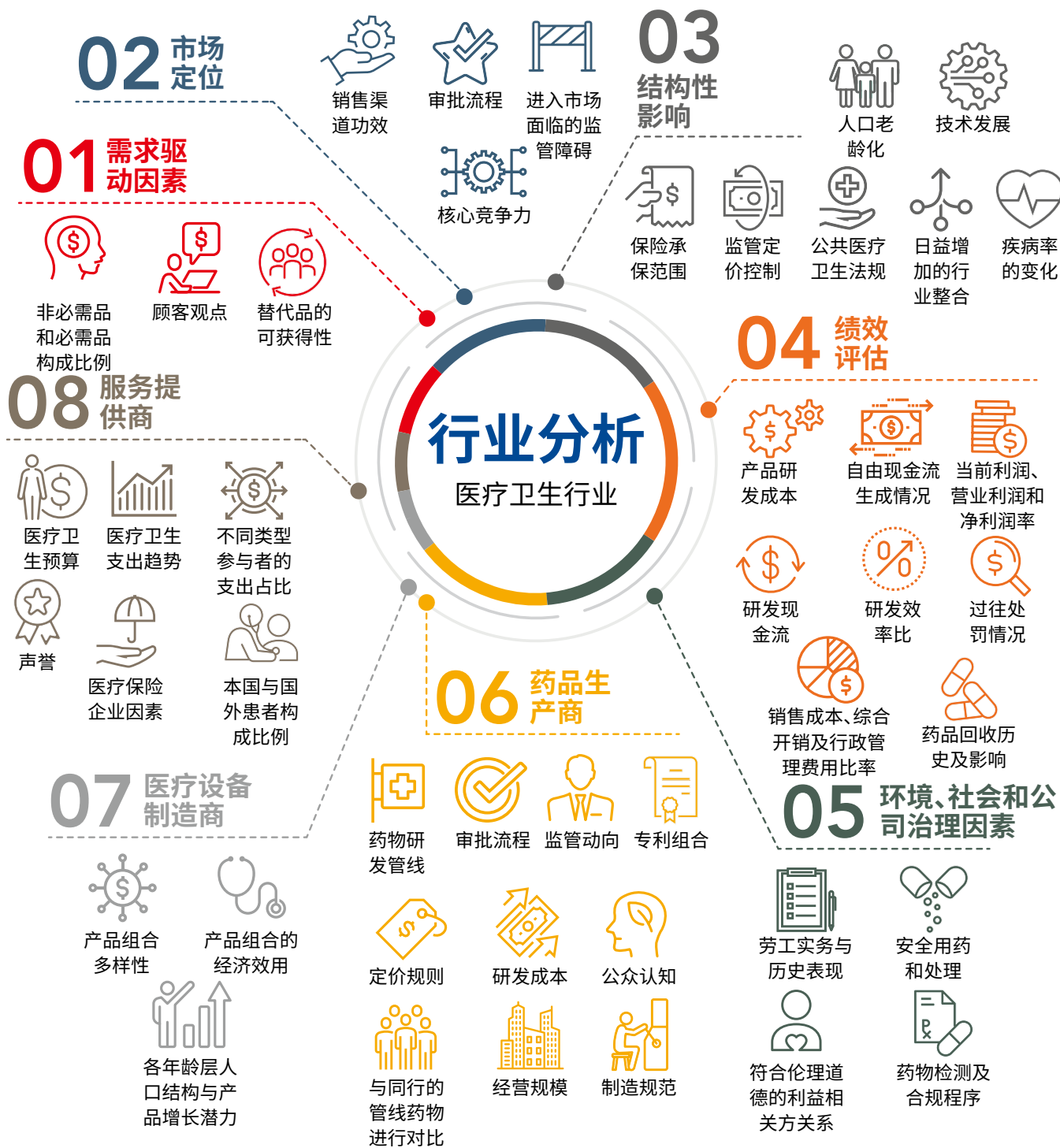
在亚洲,随着移动保险政策的兴起、特价旅游的发展,以及消费者对海外服务获取意识的提升,“医疗旅游”也在高速增长。因此,投资者在考察目标公司时,应将此牢记于心,并清楚了解海外患者给公司带来的收益。公司是否制定了相关战

略,以进一步扩大这一收入来源?在获取某些特定服务时,医疗游客是否更青睐于泰国而非新加坡?

此外,企业声誉也同样至关重要。例如,目标公司是否雇佣了享誉全球的专业人士,是否尽可能提供最好的医疗服务。对投资者来说,要明确这一问题并非难事,因为医院排行榜随处可查,评论网站上也充斥着各种患者意见。

最后,投资者还应当花些时间来考察医疗保险公司,评估医疗损失率等因素,以此了解专门用于医疗保健索赔的保费收入金额,而非管理成本或利润。美国的《医疗保健法案》就要求许多保险公司将至少80%的保费收入用于支付医疗保健索赔。





行业考察通用问题

1. 公司产品和服务的需求刚性程度如何?

- (1) 公司生产的是哪类药品和设备? 主要针对哪些疾病和治疗领域?
- (2) 这些药物和设备是否用于治疗危及生命的重病或慢性疾病或医美?
- (3) 在延迟治疗方面, 患者有哪些选择?
- (4) 公司生产的药品和设备是否属于业内一流且收益卓越? 是否有其他具有类似收益的低价替代品?

2. 公司在特定业务细分领域中的经营活动占据了怎样的主导地位? 新参与者进入市场和与之展开竞争的难易程度如何?

- (1) 与竞争对手相比, 公司的核心竞争力是什么? 是否具备主导特定细分领域或市场的任何优势?
- (2) 新药/新设备、或非专利药和类似设备一般需要多长时间才能获得批准?
- (3) 为获得监管部门的批准, 公司需要投入多大的经济和时间成本来进行各种试验?
- (4) 公司是否开展了特殊的营销活动, 使其特定细分领域或市场具有竞争优势?

3. 公司主要市场中的长期人口结构趋势是什么?

- (1) 公司产品在各国的销量是多少?
- (2) 这些国家的现有人口和人均收入水平分别是多少?
- (3) 预计这些国家的人口和收入增长分别是多少?
- (4) 主要市场中, 医疗卫生行业在GDP总量中的占比是多少? 预计将发生哪些变化?
- (5) 主要市场中的家庭收入水平是多少? 其中, 用于医疗卫生方面的收入占比是多少? 预计将发生哪些变化?

4. 公司的产品研发成本通常是多少? 与同行相比情况如何? 预计未来将发生何种程度的变化?

- (1) 公司产品研发投入占销售额的百分比是多少?
- (2) 公司如何衡量将研发费用转化为可申请专利的分子、药品和产品批准的效率?
- (3) 与医药药物和生物技术药物相比情况如何?

5. 企业的财务表现如何? 与同行相比, 公司在关键财务指标上的表现如何?

- (1) 公司现金流和资本回报率与收入之间有着何种相关性?
- (2) 公司销售成本、综合开销及行政管理费用比率是多少?
- (3) 公司当前的营业利润和净利润率分别是多少?
- (4) 当前营业收入与自由现金流的比率是多少?
- (5) 公司是否拥有充足现金来进行相关药物或设备试验? 如果没有, 未来将通过何种方式来为试验提供资金?

6. 公司对其产品和服务负责的范围?

- (1) 公司过去是否曾面临过任何监管或法律处罚? 这些处罚相对收入有多重?
- (2) 公司当前面临哪些集体诉讼和监管调查?
- (3) 公司过去是否曾召回过任何药物或设备? 如果是, 召回的原因是什么? 这对公司产生了哪些经济和声誉影响?

处方药公司

7. 公司现有和管线药物组合具有多大的潜在市场规模,以及每位客户的可能服用期是多长时间?

- (1) 公司一系列药品所治疾病和症状的患病率和发病率分别是多少?
- (2) 目前针对这些疾病和症状有哪些治疗方案?
- (3) 患者服药频率、服药量和服药周期分别是多少?
- (4) 如何将此转化为市场规模?
- (5) 与目前可供患者选择的其他药物相比,公司药物具有哪些优势,例如,疗效更好、用药期更短、副作用更小、价格更低等?
- (6) 如果公司药物针对的是目前无法治疗的疾病和症状,那么其他公司正在研发哪些具有同样功效的药物?
- (7) 公司是否了解同行拥有处于研发后期的管线药物,并可能对当前正在销售或研发的药物构成威胁?

8. 公司专利组合和当前药品专营期情况如何?

- (1) 公司持有多少专利?专利过期后的应对计划是什么?
- (2) 这些药品创造了多少收入?
- (3) 公司应对专利到期及相关挑战的战略是什么?
- (4) 新药的专营期通常是多长时间?医药药品和生物技术药品的专营期有何不同?
- (5) 公司当前面临哪些与专利和专营相关的诉讼问题?
- (6) 公司药品专利和专营期保护产生的成本是多少?

9. 公司是否拥有处于研发阶段的管线药物?

- (1) 当前有多少药物处于研发阶段?
- (2) 这些药物目前处于哪些研发阶段?
- (3) 这些药物主要针对哪些治疗领域?
- (4) 预计这些药物何时能获得各种批准?
- (5) 公司过去将管线药物转化为获准治疗用药的成功率是多少?
- (6) 公司处于研发后期的管线药物是否将在审批过程中面临诸多障碍?如果是,预计何时能够清除这些障碍?
- (7) 药物研发、检测、批准和投放市场通常需要多长时间?
- (8) 对于将当前研发中的药物投放市场,公司有何计划?
- (9) 新药的研发、检测和获得所需批准通常需要多少费用?
- (10) 预计药物研发成本将发生哪些变化?在降低研发成本方面,技术可发挥哪些作用?
- (11) 在重症护理、慢性疾病护理或医美治疗等方面,公司当前研发管线中的药物构成比例分别是多少?

10. 销售和营销在促进公司收入增长方面有何重要作用?

- (1) 在影响医师为患者开具药物方面,销售可以发挥什么重要作用?
- (2) 公司销售队伍的能力如何?对医师的影响力如何?
- (3) 如何衡量销售队伍的工作效力和营销支出回报率?
- (4) 预计公司的销售成本将发生哪些变化?与同行相比情况如何?
- (5) 公司是否打算扩大或重组销售队伍?如果是,背后的原因是什么?
- (6) 公司是否计划通过扩大销售队伍来支持新产品的市场投放?

11. 在主要市场和细分领域中,谁是药品需求的决定者,谁是药费的支付者?

- (1) 由任意形式保险所支付的医疗费用占比是多少?患者自行支付的医疗费用占比是多少?
- (2) 是否存在影响药品需求和定价需求的管理部门,如药品收益管理机构(PBMs)?如果有,请说明其规模 and 影响。
- (3) 在药品收益管理机构的需求整合和调整下,公司面临多大的定价压力?

12. 预计是否会发生可能影响公司当前经营的监管变化?

- (1) 监管机构(如美国食品及药品管理局、欧洲药品管理局等)是否会进行药品审批流程/指南修订,从而影响未来的药品市场投放?
- (2) 公司主要市场的药物价格是否面临任何政治阻力或消费者阻力?
- (3) 在以政府为主要支出者的市场中,公司是否有减少支出的措施?
- (4) 是否存在对药品价格引发潜在下行风险的其他发展动向?

非专利药公司

13. 公司在确定和推出药物以及识别相关风险方面实施了何种战略?

- (1) 公司是否专注于某些特定的治疗领域?如果是,公司如何确定这些领域?
- (2) 公司采取何种战略来确定目标药物?
- (3) 公司能以多快速度推出专利到期药物的仿制药?
- (4) 在高危药品推出方面,公司面临着哪些责任?

14. 公司当前的经营规模如何?

- (1) 公司采取何种生产方式? 公司是拥有自己的工厂, 还是签署代工生产协议?
- (2) 公司自有工厂可生产多少种不同药物?
- (3) 公司扩大关键药物生产规模的增量成本是多少?
- (4) 开始新药生产的附加成本是多少?
- (5) 公司的经营或生产规模带来了哪些竞争优势?
- (6) 在不同生产水平下, 关键药物的成本结构是怎样的? 低产量下的盈利率与高产量下的盈利率有何不同?
- (7) 当前, 推动成本增加的各种因素有哪些? 预计未来还有哪些其他因素会产生影响?
- (8) 公司控制成本的能力如何? 预计成本将发生哪些变化? 与同行相比情况如何?
- (9) 在代工生产模式下, 公司如何确保产品质量达标?
- (10) 公司(或代工企业)在遵循良好生产规范方面的表现如何?
- (11) 在监管检查中, 公司(或代工企业)工厂的表现情况如何?

非处方产品与消费品

15. 公司当前的非处方产品组合情况?

- (1) 公司生产的非处方产品和消费品有哪些?
- (2) 其中药品和非药品各占多少?
- (3) 这些产品是否适用于各个年龄层?

16. 这些产品的用途是什么?

- (1) 这些产品可治疗哪些症状?
- (2) 在公司主要市场的人口中, 这些症状的发生频率如何?
- (3) 这些症状有多少属于季节性? 一年中通常多发于哪些季节? 发病时间多长?
- (4) 这些产品的有效期通常是多长时间, 用量是多少?
- (5) 这些产品的非专利期是多久?

17. 公司是否生产健康食品和营养保健品?

- (1) 在公司的产品组合中, 哪些产品属于这一细分领域?
- (2) 这些产品是否为常购品? 如果是, 购买频率是多少?
- (3) 在公司主要市场中, 消费者对健康问题的意识如何? 这种意识正在发生怎样的变化?
- (4) 随着消费者对健康问题意识的提高, 这将对公司产品产生哪些影响?
- (5) 公司产品中的含糖量是多少? 由于人们对糖的认知变得日益负面, 相关需求可能发生何种程度的变化?
- (6) 公司主要市场中的消费习惯正在发生哪些变化? 这对公司产品造成了哪些影响?

18. 公司品牌在这一细分领域的地位如何?

- (1) 公司品牌在相关细分领域中的市场份额是多少?
- (2) 公司是否能够扩大并保持其市场份额?
- (3) 公司是否拥有在其相关细分领域占据主导市场份额的品牌?
- (4) 公司品牌的定位和价值主张是什么?
- (5) 公司是否尝试将品牌范围扩大至相关类别? 如果是, 这些努力取得了怎样的成效?
- (6) 公司分销网络的规模和地理分布情况如何?

19. 请说明公司的经营和财务状况。与同行业相比, 公司在关键指标上的表现如何?

- (1) 公司当前的应收账款周转天数是多少?
- (2) 有机扩张活动给公司带来了多少收入增长?
- (3) 公司成本控制的有效性如何? 当前的产品销售成本比是多少?
- (4) 公司广告和品牌推广支出占销售额的百分比是多少?

医疗设备公司

20. 公司产品不可或缺的刚性需求有多少?

- (1) 公司产品有多少可被归类为重症治疗或急救产品, 有多少可被归类为医美产品?
- (2) 除了公司产品, 患者还有哪些其他选择? 顾客需要多长时间才能用上公司产品?

21. 公司主要市场上, 与人口老龄化和预期寿命相关的长期趋势是什么?

- (1) 预计人口老龄化和预期寿命的变化将如何转化为对公司产品的结构性需求?
- (2) 在这些趋势的推动下, 哪类设备的市场需求可能增加?
- (3) 这些趋势对公司的当前产品组合有何影响?
- (4) 公司打算如何充分利用这些趋势?

22. 公司产品组合

- (1) 公司当前产品组合的多样性如何?
- (2) 公司产品细分领域的发展演变速度如何? 这种改变是逐步发生的, 还是通过快速发展实现的?
- (3) 如何将公司的产品研发战略与前文所述的结构性趋势相结合?
- (4) 与同行相比, 公司的产品研发成本如何?

23. 公司销售队伍的工作效率如何? 他们对外科医生的影响有多大?

- (1) 销售人员在医生为患者开具药物方面具有多大影响?
- (2) 公司销售队伍的工作效率如何? 他们对外科医生有多大影响?
- (3) 如何评估销售队伍的工作有效性和支出回报?
- (4) 公司是否计划扩大或重组销售队伍? 如果是, 出于何种原因?
- (5) 公司是否计划通过扩大销售队伍来支持新药品在市场投放?

医疗设备供应商

24. 现有产品组合详情

- (1) 公司产品中有多少可用于医疗诊断?
- (2) 这些产品可用于诊断多少治疗领域和哪些症状或疾病?
- (3) 公司产品中有多少可用于提供或支持治疗活动及临床治疗程序?
- (4) 这些产品可用于治疗多少治疗领域和哪些症状或疾病?
- (5) 公司估计在给定时间段内进行这些治疗程序的次数是多少?
- (6) 预计市场对这些治疗程序的需求将发生哪些变化?
- (7) 这些治疗程序通常是面向老年患者还是所有年龄层?
- (8) 在进行这些治疗程序时, 是否会使用消耗品? 如果是, 会使用哪些消耗品, 用量是多少?
- (9) 公司在其某种或所有设备中是否拥有占主导地位的市场份额? 新参与者进入这一领域的难易度如何?
- (10) 这些设备类型是否有更便宜的替代品?
- (11) 与竞争产品和低价替代品相比, 公司产品具有哪些差异化优势?

25. 公司产品的生命周期和技术特征

- (1) 在被替换或升级之前, 这些产品的使用期通常是多长时间? 公司预计未来将发生哪些变化?
- (2) 与这些诊断/治疗产品相关的技术发展速度有多快?
- (3) 公司是否打算利用人工智能等新兴技术? 如果是, 预计将带来哪些益处?

26. 公司如何进行产品营销?

- (1) 公司采取了哪些不同的销售模式: 直销、融资或是租赁? 当前模式构成比例分别是多少?
- (2) 公司是直接签订融资/租赁/出租协议, 还是需要通过第三方进行?
- (3) 公司如何评估采购方的信用状况?
- (4) 如何确立信用条款?
- (5) 公司是否可签订服务合约? 如果是, 这些合约的条款是什么?
- (6) 公司各类设备、用品和服务的收入构成比例分别是多少? 各细分领域的利润率比较情况如何?

医疗用品供应商

27. 哪些产品是公司当前产品组合的一部分?

- (1) 与治疗阶段相比, 公司哪些产品主要用于疾病诊断?
- (2) 公司产品主要用于哪些诊断或治疗程序?
- (3) 进行这些程序的频率有多高? 预计这是常态, 还是会发生变化?
- (4) 公司哪些产品属于消耗品(如绷带), 哪些属于非消耗品(如外科器械)?
- (5) 哪些产品是一次性用品(如一次性注射器), 哪些可重复使用(如腰带)?
- (6) 公司是否拥有市场中没有任何替代品的产品?
- (7) 公司生产的医疗用品是否都有较强大的品牌?
- (8) 公司哪些产品市场上存在低价替代品? 公司产品与这些替代品有何区别?

28. 公司经营和财务状况——与同行相比, 公司在关键指标上的表现如何?

- (1) 公司分销网络的规模和地理分布情况如何?
- (2) 公司是否签署了为主要连锁诊断机构/医院提供医疗用品的长期协议?
- (3) 公司实现了多少有机增长?
- (4) 公司的应收账款周转天数是多少?
- (5) 公司的成本控制有效性如何? 当前的产品销售成本比是多少?

受监管医疗提供商

29. 影响主要市场医疗卫生支出的因素有哪些?

- (1) 不同的医疗费用支付方(政府、保险公司、个人)在医疗卫生支出中的所占比例分别是多少?
- (2) 影响上述各支付方需求的动态因素是什么?
- (3) 哪类支付方对价格最敏感,哪类最不敏感?

30. 公司下属医院是否是本地区的唯一机构?

- (1) 公司在主要市场的人口覆盖率是多少?这些人群有哪些可以选择的治疗中心?
- (2) 公司是否能提供其他地方没有的专业治疗?
- (3) 公司是否经营连锁医院?如果是,请详细介绍重要诊疗中心的详情。

31. 公司主要市场中的人口老龄化和预期寿命趋势是什么?

- (1) 人口老龄化和不断变化的预期寿命将对公司服务需求产生哪些影响?
- (2) 公司预计有关住院治疗 and 居家治疗的市场需求将发生哪些变化?
- (3) 随着主要市场人口老龄化的继续,公司在老年护理方面的能力和服务优势如何?

32. 公司的成本结构

- (1) 公司的医疗损失率是多少?与同行相比情况如何?
- (2) 医疗损失率是否具有强制限度?
- (3) 公司当前的销售成本、综合开销及行政管理费用比率是多少?与同行相比情况如何?



食品生产行业

民以食为天——了解食品生产行业的投资基本面

作者:卢俊东博士(Alan Lok, 特许金融分析师, 金融风险管理师)、朱暖晖(特许公认会计师公会)、古鲁普拉萨德·贾姆巴纳森(特许金融分析师, 金融风险管理师)

在我们的生活中,有一样东西必不可少——它像磁铁一样,每天中午准时把我们从办公桌边吸引开;同时,能够平息家里的各种争吵,并且令我们在周末外出观影时倍感愉快。我们所谈论的,正是“食物”。所有这些香甜可口的美味背后,存在着一个独特、且有时会非常复杂的行业——食品生产行业。

虽然在大多数行业中,影响因素的数目都相当有限,但食品生产却需要应对更为广泛的问题。该行业的核心是不可或缺的需求——食物是我们的必需品。不过原因并非这么简单。当我们立足这一核心,从各个角度展开全面分析,就会发现情况相当复杂。有鉴于此,我们希望帮助投资者厘清该行业中的繁杂格局。

将这一行业架构比喻为包装,或许有助于投资者思考。**稳定、真实的需求(即食品本身)位于核心,被多个层次(因素)所包裹,而我们有必要对这些因素作出逐步深入的探究。**

不断变化的饮食偏好

这些环抱在核心以外的因素中,包括了发展中国家消费者不断变化的饮食偏好。随着发展中国家居民日益青睐面食、肉类、乳制品等食品,传统主食的受欢迎程度正在下降。与此同时,在发达国家,一些人开始放弃牛排和冰淇淋,转而选择低脂禽类和新鲜水果。这一趋势与有机食品运动的扩大密不可分:2017年,美国有机食品销量接近500亿美元。这一增长速度是食品市场整体增速的六倍,其推动力主要来自千禧世代——该群体目前占到了有机食品消费者的52%。投资者如果想了解该行业的未来发展趋势,就需要密切关注不同国家中各年龄段人群的饮食习惯。

粮食生产是否过剩?

食品浪费问题正从欧美国家向亚洲蔓延;仅新加坡每年丢弃的食物就高达80万吨左右。食品生产行业属于资源密集型行业,因此我们需要从环保角度,思考生产这些被丢弃食物所耗费的能源。此外,我们通常将这些不需要的食物作填埋处理,而其降解会向大气中释放甲烷。

尽管如此,我们同时还可能面临截然相反的未来:受于气候、经济状况和人口结构变化的共同影响,粮食生产将供不应求。全球变暖或将干扰水资源和能源的供给。从经济学角度看,如果某些作物的产量没有增加,那么生产它们将不再有利可图。此外,到二十一世纪末,全球总人口预计将超越100亿大关,并且增长主要来自发展中国家。

然而值得关注的是,无论是粮食生产过剩还是不足,都会给我们带来投资空间。尽管废物处理技术行业规模仍相对较小,但随着初创企业不断探索回收利用未使用粮食的方法(例如作为农业部门的副产品),其重要性正在不断提高。与此同时,许多企业也在不断寻求创新方法,提高粮食产量并解决产出缺口问题。

清楚了解各主要利益相关方

毋庸置疑,食品生产行业涉及多个维度的利益相关方,他们之间的联系交错纵横,这成为推动该行业创新的重要因素之一。生产商与加工商合作,而加工商则离不开分销商和终端零售商。消费者的力量和态度也非常重要。该行业已受不起一而再、再而三的食品丑闻打击。同时,由于存在这些错综复杂的关系,监管机构正密切关注各利益相关方的发展动态。近期,伴随监管机构加强监控食品生产企业在发展中国家的经营活动,非政府机构也开始在行业中发挥自身作用。

把握趋势,乘势而为

但在这样一个看似具有高度自我觉察的行业中,仍潜藏着一些“灰犀牛”事件——利益相关方可能尚未充分认识到,若干重大的发展趋势正步步逼近。其中之一,就是男女摩托骑士穿梭于城市各个大街小巷,为人们提供送餐服务。如今,人们似乎宁可忍受仅存余温的饭菜也不愿出门,因此空腹熊猫(Food Panda)、户户送(Deliveroo)和GrabFood(已经吞并优步外卖Uber Eats)等机构的业务触角正迅速延伸。生鲜食品配送也应运而生:各大超市纷纷推出最低消费送货上门服务。此外,关于转基因食品的辩论也许可以最终证明其具备合理性。

目标公司是否有投资价值?

那么,我们究竟应如何分析一家食品生产机构的商业生存能力呢?

可以从需求分析入手,首先了解目标公司的产品组合中,分别有多少可列为严格意义上的必需品、多少可在一定程度上自主决定购买,以及两类产品的规模和收入构成比例。两方面的比较情况如何,需求是否已经、或预计将发生某种变化?在此基础上,可进一步探讨价格变动对公司产品的影响。价格变动是否会影响顾客的单位需求?这将对各个市场中的不同产品产生怎样的影响?

当然,在影响人们对特定食品的需求方面,零售渠道也起着至关重要的作用。我们对在超市过道中间陈列大量干货都不陌生。这种安排的成本是多少?就此而言,对于主要连锁零售商如何放置和包装其产品,生产商是否有发言权?同时,考察食品生产商在虚拟世界的占有率也非常重要:公司拥有自营电商渠道,还是依靠第三方平台来管理销售?

此外,投资者还应进一步了解目标公司的未来发展。分析研究将推动结构性需求增长的问题或事件。公司产品在市场上的人均消费饱和度如何?了解公司所销售产品的预期增量需求,判断哪些产品将继续受到顾客的青睐。以之为基础,审查公司的商业计划,了解其是否有意进军新的市场、并清楚知晓可能面临的挑战。

食品风潮

随着对公司的深入了解,投资者应进一步分析公司经营所在市场的结构。公司处于怎样的竞争压力之下?存在哪些市场准入障碍?公司在市场中的总体份额是多少?以及自有品牌构成了多大的威胁?

其次,应了解顾客对其品牌和产品的看法。顾客的意见是否受到产品召回或与健康恐慌有关的相关争议的影响?公司是否曾因违反食品安全规范而遭遇监管行动?

此外,还需要评估目标公司的创新情况。考察新产品的上市及其频率,以及公司为确保新产品不会蚕食现有产品销量而采取的举措。最后,思考消费者的健康状况,了解与糖和脂肪有关的相关法规。公司运营的市场中是否有这类法规?如果没有,是否有引入计划?

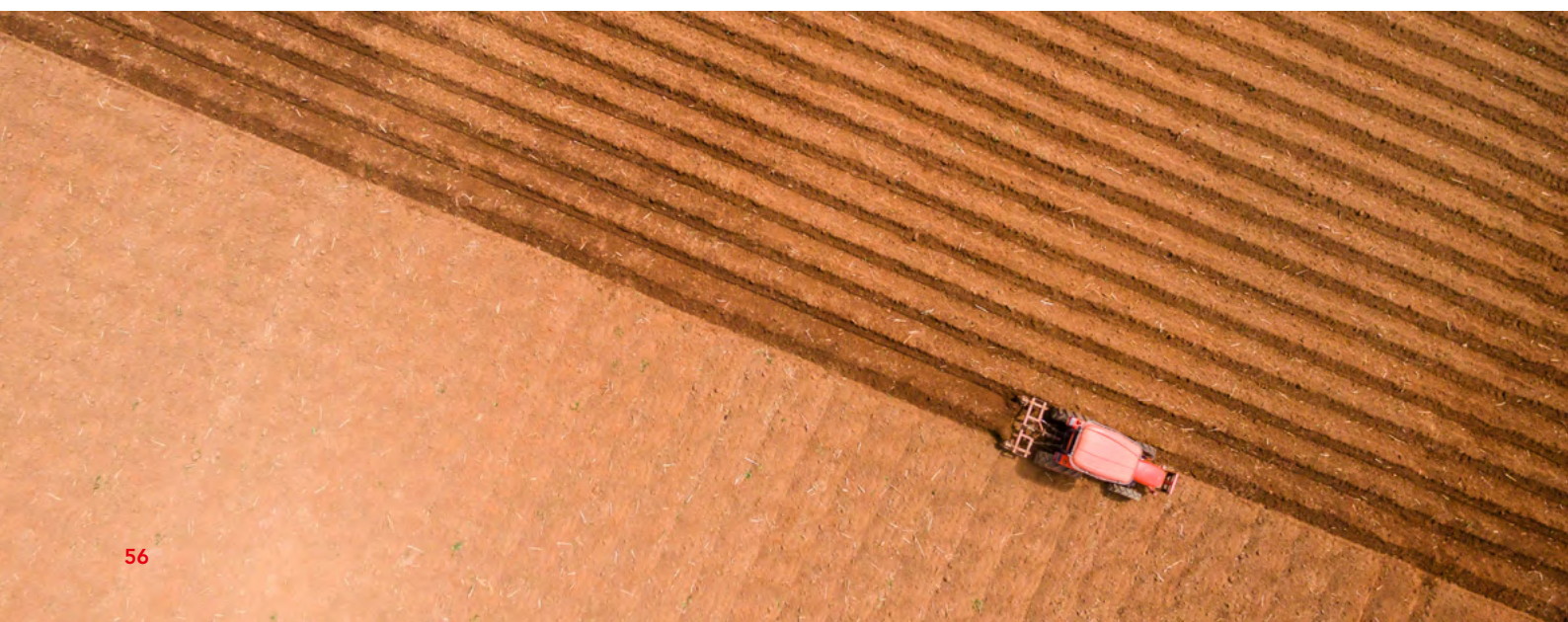
详细了解财务绩效

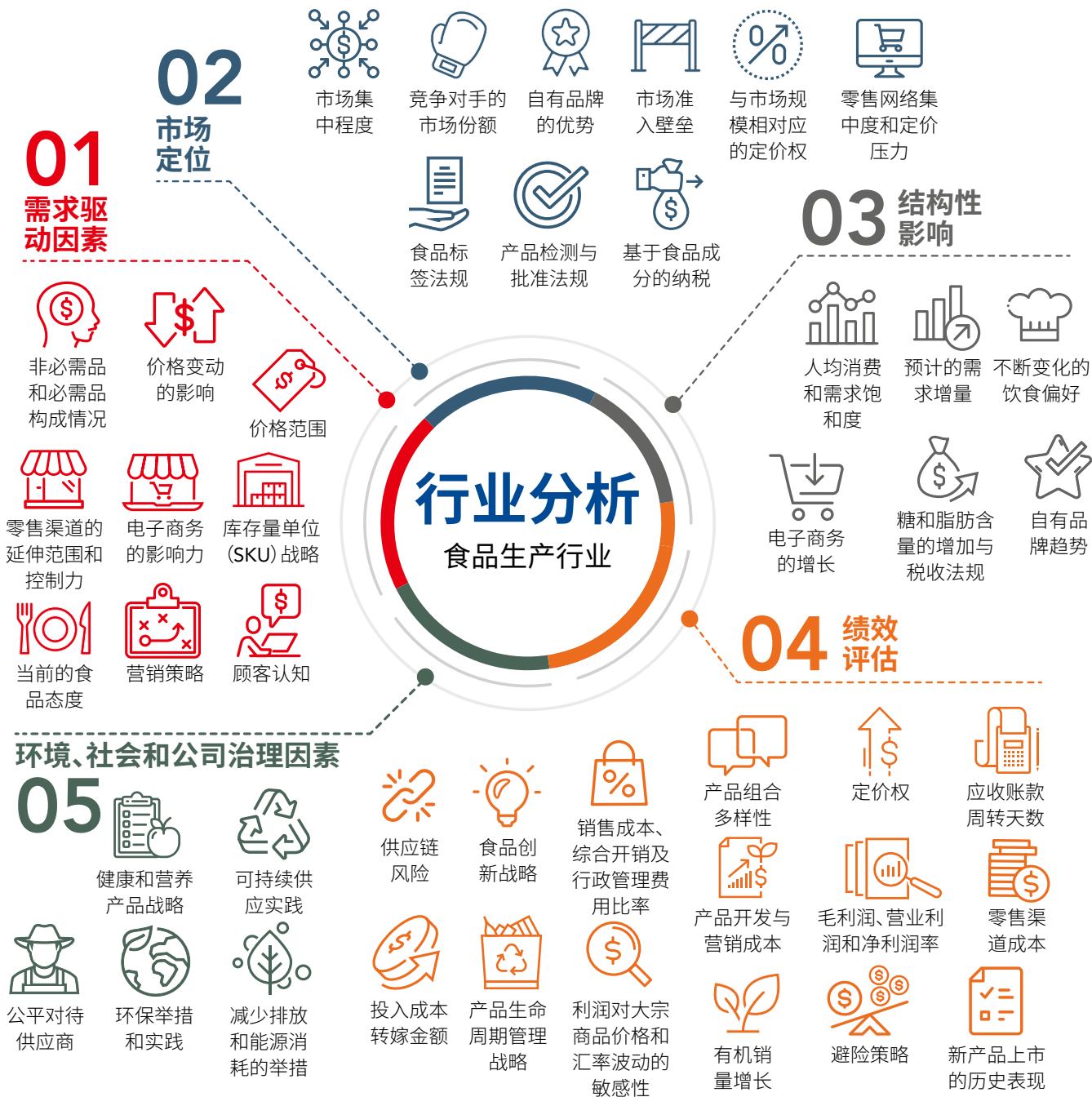
基于对目标公司竞争力的考察,投资者应仔细审查公司账目,以清楚了解其在与同行竞争中的表现。公司的利润率和支出比率分别是多少?同时关注公司的现金流。

公司是否已实现销售规模的有机增长?此外,查看公司的投资战略,以及投入成本的增加可在何种程度上转嫁给顾客。应当清楚了解,目标公司的供应链是否很容易受到地缘政治问题或自然灾害等外部突发事件的影响。

考虑到食品生产属于能源密集型行业,投资者必须特别关注环境、社会和公司治理问题。审查目标公司在回收利用项目或提高消费者食品浪费意识方面进行的任何投资。公司是把利润放在首位,还是努力公平对待供应商?更重要的是,在最大限度减少污染物排放方面,投入了多少资源?

归根结底,公司只有妥善管理多方利益相关方关系、清楚认识到顾客不断变化的饮食偏好、并密切关注未来发展,方可实现蓬勃发展。希望该框架能激发您进一步深入研究食品生产行业,帮助您判断目标公司的商业模式是否可持续。





行业考察通用问题

1. 价格变动对公司产品有何影响?

- (1) 当价格发生变动,产品的单位需求会如何变化?这将对不同市场中的不同产品产生怎样的影响?
- (2) 在不影响产品需求的情况下,公司会如何有效地转嫁增加的成本?
- (3) 降价会带来多少需求增长?增加的销量是否足以弥补因降价而导致的单位收入损失?
- (4) 公司是否提供同一类别或子类别不同价格的各种产品?
- (5) 公司的库存量单位(SKU)战略是什么?每种产品通常提供多少种不同的包装规格?
- (6) 公司如何确保规模较小的SKU不会影响较大规模SKU?
- (7) 公司是否积极引导顾客减少或增加交易,以避免损失其总开支份额?如果是,过去这些努力有多成功?

2. 公司产品中非必需品占多大比例?

- (1) 有多少产品组合可被划分为必需品和非必需品两大类?
- (2) 这些不同类别产品的销量和收入构成比例分别是多少?其利润率分别是多少?
- (3) 在公司涉足的产品类别或子类别中,顾客的消费是否在减少?
- (4) 如果是,涉及哪些子类别?顾客转而购买了哪些产品?公司是否提供替代这些子类别的产品?
- (5) 如何判断或预测这些需求变化?

3. 零售渠道在影响公司产品需求方面起着怎样的作用?

- (1) 零售渠道在公司主要市场中的影响有多广泛?
- (2) 公司产品在主要零售连锁店货架上的占有率是多少?
- (3) 货架空间的增加导致需求增加了多少?
- (4) 货架空间的缩小带来了怎样的影响?
- (5) 公司对货架空间的大小和摆放位置有多大控制/影响?公司是否受到某些零售商的青睐?如果是,这些优惠的相关成本是多少?

4. 预计推动结构性需求增长的因素有哪些?

- (1) 在公司运营的市场上,公司产品的人均消费和需求饱和度如何?
- (2) 公司预计消费支出的增加会带来多少增量需求?
- (3) 哪些产品的人均需求很可能会继续增长?
- (4) 预计哪些新产品类型将出现强劲需求?
- (5) 公司计划如何推动结构性增长?公司是否打算进入新的市场或产品细分领域?如果是,预计将面临哪些挑战?

5. 公司主要市场中顾客的饮食偏好正如何变化?

- (1) 消费者的饮食偏好是否发生了重大变化?
- (2) 如果是,具体有哪些变化?这将对市场和公司产品组合带来怎样的影响?
- (3) 公司打算如何充分利用这些机遇?

6. 顾客对食品态度的变化会带来怎样的影响?

- (1) 从健康角度来看,消费者对包装食品和加工食品的看法是什么?
- (2) 这些趋势正如何发展变化?在减轻任何消极态度的影响方面,对便捷性的看法有多重要?
- (3) 顾客认为哪种食品是健康的?公司是否注意到对新鲜、天然和有机食品的需求有显著增加?
- (4) 这些趋势会如何影响公司的产品组合?
- (5) 公司打算如何管理潜在影响?是否已采取任何措施来充分利用这些机遇?

7. 自有品牌产品带来的影响是什么?

- (1) 自有品牌在主要产品中的市场份额是多少?该趋势正如何发展变化?
- (2) 在与自有品牌的竞争中,公司拥有多大的品牌力?
- (3) 这将如何影响公司与零售商的关系?
- (4) 预计自有品牌产品快速增加会产生多大的影响?公司计划如何妥善应对这一影响?

8. 电子商务增长的影响是什么?

- (1) 在主要市场的食品和杂货细分领域,电子商务所占的份额是多少?
- (2) 公司预期这种情况未来会如何发展演变?这种发展演变会带来哪些挑战?
- (3) 总体而言,电子商务给零售商带来了多大的压力?这对公司有何具体影响?
- (4) 公司在电子商务渠道中是否占有一席之地?是拥有自营的电商平台直接销售,还是通过第三方电子商务平台进行销售?
- (5) 为充分利用日益增加的电子商务所带来的机遇,公司制定了哪些战略?

9. 行业竞争程度和准入门槛

- (1) 市场的整体集中度如何?特别是公司所经营产品类别和子类别的市场集中度如何?
- (2) 公司在所经营产品类别和子类别中的市场份额是多少?
- (3) 公司规模允许公司拥有多大的谈判权和定价权?
- (4) 新参与者进入市场的难易度如何?影响新参与者进入市场的因素有哪些?

10. 对公司品牌和产品的认知

- (1) 消费者如何看待公司的品牌和产品?
- (2) 考虑到标签、防腐剂的使用、转基因原材料的使用、原材料的潜在健康风险等因素,关于公司品牌是否存在任何争议?
- (3) 公司是否曾有过召回产品的情况?
- (4) 公司在生产设施质量控制方面的历史表现如何?
- (5) 公司是否曾因违反食品安全规范而受到处罚、警告或面临监管行动?
- (6) 公司是否正面临或过去曾面临有关其产品任何方面的诉讼?
- (7) 公司是否曾因任何原因而面临不利的媒体报道?如果是,请提供详情,并概述所采取的补救措施。

11. 与零售商的关系

- (1) 零售网络在公司主要市场的分散化或集中度如何?
- (2) 公司销量在不同零售商之间的集中或分散化程度如何?
- (3) 公司主要市场中的前三大和前五大零售商是谁?这些零售商在公司销量中占多大比重?
- (4) 来自大型零售商的定价压力有多大?公司预计这一趋势将如何发展变化?
- (5) 在此背景下,预计向电子商务转变将产生怎样的影响?预计有多少去风险的渠道?
- (6) 公司主要市场的零售商是否收取货位费?如果收取,这会产生多少成本?

12. 公司的产品创新战略是什么?公司在新产品开发/上市方面的历史表现如何?

- (1) 公司推出新产品的频率有多高?
- (2) 新产品或新版本通常如何实现差异化?
- (3) 为确保新产品上市不会侵蚀现有产品的销量,公司采取了哪些举措?
- (4) 新产品通常给公司带来了多少收入?
- (5) 公司的产品生命周期管理战略是什么?
- (6) 新产品开发和营销通常会多少成本?

13. 对食品标签详细程度的要求是什么?

- (1) 主要市场中,对食品标签的详细程度有何要求?是否可能变得更加严格?
- (2) 顾客对公司产品的认知是否会受到标签上商品信息的影响?
- (3) 目前对于在标签上提供食品糖份和脂肪含量信息有哪些要求?
- (4) 这些要求是否变得越来越严格?可能的变化趋势是什么?预计将产生怎样的影响?
- (5) 目前主要市场上对糖和脂肪的负面看法有多少?正如何变化?
- (6) 公司产品的总含糖量和添加糖量分别是多少?
- (7) 公司产品的总脂肪含量、饱和脂肪含量和不饱和脂肪含量分别是多少?

14. 关于含糖量和脂肪含量的法规有哪些变化?

- (1) 公司主要市场上是否征收糖税和脂肪税?
- (2) 如果没有,引入这些税负的可能性有多高?这将对公司产品的销量和顾客对公司产品的认知产生哪些潜在影响?
- (3) 各大机构禁止或限制其餐厅出现高糖和/或高脂肪食品的做法是否普遍?

15. 监管环境及其对公司的影响

- (1) 对公司来说,检测要求通常会耗费多少时间?
- (2) 产品检测和批准过程会产生多少成本?
- (3) 公司是否面临水资源短缺或污水处理等相关问题?

16. 公司在运营方面的表现如何? 关键指标与同行相比情况如何?

- (1) 有机销售增长率已达到多少?
- (2) 已实现多少价格增长水平?
- (3) 公司的价格投资战略是什么?投入成本的增加可以在多大程度上转嫁给顾客?
- (4) 公司的应收账款周转天数是多少?
- (5) 公司的供应链是否很容易受到地缘政治问题和自然灾害等外部因素的干扰?
- (6) 大宗商品价格变动对投入成本有何影响?利润对大宗商品价格变动的敏感性如何?
- (7) 为妥善管理投入成本波动带来的影响,公司是否已采取任何避险策略?

17. 公司在财务方面的表现如何? 关键指标与同行相比情况如何?

- (1) 公司目前的销售成本、综合开销及行政管理费用(SG&A)比率是多少?
- (2) 公司在营销和品牌推广方面的平均支出是多少?
- (3) 公司目前的毛利润、营业利润和净利润率分别是多少?
- (4) 公司收入有多少是以外币计算的?如何减轻外汇汇率风险?

18. 公司环境、社会和公司治理(ESG)原则和实践的具体内容是什么? 历史表现如何?

- (1) 公司应对与产品健康和营养有关问题的策略是什么?为应对这些问题,公司已制定和实施了哪些计划?
- (2) 公司产品和生产过程中的排放强度、能源强度、水强度和污染物排放强度分别是多少?为改善这些方面的表现,公司已采取哪些举措?
- (3) 公司的棕榈油用量有多大?公司是否会追踪棕榈油供应的来源?
- (4) 公司目前或曾经的棕榈油供应商是否面临毁坏雨林和野生生物栖息地的指控?
- (5) 公司已采取哪些措施来确保棕榈油供应的可持续性?
- (6) 不同产品类型的SKU会使用多少包装材料?公司是否打算在不损害环境安全或降低产品质量的前提下,减少包装或增加使用生物可降解材料或可回收材料?
- (7) 公司产品的采购、加工、包装和分销过程产生了多少损耗?
- (8) 公司产品因超过最佳使用期限未出售而被废弃的比例是多少?是否实施废弃食品制作堆肥或进行回收利用的项目?
- (9) 公司是否已开展项目来提高消费者对食品浪费的意识,帮助促进负责任消费?
- (10) 公司如何确保公平对待粮农、奶农和畜农、小型供应商以及采购产品的农村社群?

环境服务行业

了解环境服务行业的投资基本面

作者:卢俊东博士(Alan Lok, 特许金融分析师, 金融风险管理师)、朱暖晖(特许公认会计师公会)、古鲁普拉萨德·贾姆巴纳森(特许金融分析师, 金融风险管理师)、陈福良(音译, 特许金融分析师)

应对气候变化与成功实现对风险资产的长期投资之间,究竟有何共同之处?答案是:两者都未得到我们的深入钻研。人们的短视思维根深蒂固。人类今天的考量模式与祖先其实并无二致——我们可以本能地警觉到迫在眉睫的威胁;但对于正在逼近的未来危险,却不具备非常精确的直觉来有效应对(或许几百万年后再查看吧)。

另外,情绪因素也对此有着同样的影响。当我们的祖先发现一只狼在森林边缘徘徊,就会不由自主地感到一阵阵强烈恐惧,进而迅速逃离危险——这一条件反射无需借助较高级的前额叶皮层思考。我们的情绪早已很好地适应了曾经的生活状态。

今天,技术和社会进步早已超越了我们的进化环境,而我们却未能跟上发展步伐。**投资界深谙短视思维和情绪化等生物学倾向造成的缺陷——其导致的普遍问题之一,便是错失长期投资带来的收益。**

与之相似的种种问题,也清晰体现在了我们对气候变化和环境问题的总体看法当中。

未受重视的重要议题

15岁少女格蕾塔·桑伯格(Greta Thunberg)在瑞典议会大厦外的抗议,在全球掀起了一场“为气候变化罢课”的运动。可以确定的是,在这场运动中,虽然有许多像她一样充满激情的活动积极分子,但实际上,气候模式的改变并没有引发人们的强烈情绪。正如我们观察发现,各种长期情境并不一定会刺激我们的大脑立刻做出情绪反应。

然而幸运的是,人们对气候变化的认识程度在不断深化:97%的气候科学家都一致认为,全球气温正逐步升高。各国政府和企业为了保护环境,也开始采取更多措施。亡羊补牢,或许现在为时未晚。

分析投资环境

不过,本文绝非高高在上的说教,而是希望投资者知晓,气候变化和环境问题意识的日益提高也会创造相应的投资机遇。

我们将重点讨论固体废弃物管理、回收与再生利用这两个子行业。传统上,人们将固体废弃物管理视为环境服务这一较广泛行业的主要内容,是现代都市不可或缺的组成部分。2017年,该行业价值已达3300亿美元;预计到2025年,这一数字将攀升至5300亿美元。另一方面,近年来,污染物的妥善处理已成为人们关注的焦点。事实上,2017年,再生利用市场价值已达2650亿美元左右,预计到2024年将增长到3770亿美元。

如果将上述两个领域合在一起观察,那么一个接近万亿美元的庞大产业就将在十年内形成。乍一看,规模如此惊人,但如果考虑另一组数据,或许就不再感到意外——2016年,全球城市产生的固体废弃物已超20亿吨,而到2050年,其总量将逼近35亿吨。

因此,我们不会做空洞的道德指引,我们将提供一个系统性的框架,以帮助投资者分析环境服务这一价值巨大、不断增长且不可或缺的行业。

首先,我们将帮助投资者理解该行业是如何定义的。

行业定义与分类

与我们在“投资决策框架系列”中所探讨的其他行业不同,环境服务的范围尚无明确共识。有些人甚至可能将污染控制、水处理以及环境服务工程等也纳入其中。

但无论人们如何界定环境服务的范围,其中必定都包含固体废弃物管理、回收与再生利用这两个方面,这也是它们成为该行业分析核心内容的原因所在。

首先,投资者需要对这两个子行业进行分类。在固体废弃物管理领域,应确定目标公司处理的废弃物类型。它或许是城市固体废弃物(MSW)——即人们所说的“垃圾”,如工业废弃物、有害废弃物、农业废弃物、生物医疗废弃物,抑或上述各种废弃物均有处理。需要注意的是,不同类型的固体废弃物有着不同的管理规定。此外在服务层面,还应考察目标公司提供的服务类型:是提供覆盖收集、集中、转移、贮存和处理等各个环节的综合服务,还是只从事其中某一环节的业务?

同样,对于从事回收与再生利用业务的目标公司,投资者应确定其处理的废弃物类型——例如,是塑料、建筑垃圾、电子废弃物,还是有机废物。如果处理对象为电子废弃物或危险物品,就有必要特别注意,因为这些活动通常受到更加严格的监管。

在此类评估中,还应查实目标公司每种服务的最终客户。此外不能忽略的是,固体废弃物管理、以及回收与再生利用能够通过统一的端到端流程连接起来,因此有些公司会同时涉足这两个领域。由于这种可能的相互联系,两个子行业具有许多相同的需求驱动因素。

需求方程式

最重要的需求方程式很简单:产生的废弃物越多,对环境服务的需求就越大。虽然各个市场的需求驱动因素可能类似,但不同类型的废弃物或许对应着不同的增长因素。因此,投资者应首先考察在公司不同类型的市场中,将导致废弃物增加的原因,然后分析这些因素对公司各类服务需求产生的影响。

除了确定每个市场的废弃物产生量,还必须考虑公众和监管情绪等因素。普通大众对环境问题有何看法?他们会承担个人责任,还是倾向于完全由政府负责?

在政治和监管层面,需要考察目标公司的运营设施所在地,及其覆盖辖区。调查每个相关政府是否会优先考虑可持续的废弃物产生与管理,是否已制定强制披露碳排放以及环境、健康和安(EHS)支出等相关政策。**必须谨记,空谈毫无意义。真正重要的是,了解目标公司业务所在国家的政客有无实施并执行长远计划的意愿——即使这些计划可能短期会给民众带来不便。**

清楚了解市场结构

各个市场的结构亦存在差异。投资者可从监管格局入手,了解该行业采用的控制措施。由于我们探讨的是固体废弃物和再生利用,因此应考察有关垃圾填埋场、进口和运输的相关规定。对于垃圾填埋场,需要查看封场和封场后的要求、以及对于容量的规定。

从市场的竞争角度来看,则要评估相关法规对市场准入门槛的影响。获得必要的批准和许可是否困难、昂贵、抑或耗时颇多?资本要求是企业进入市场的另一项障碍,因此应仔细衡量通常所需的投资规模。

此外,市场竞争力情况也需关注。考察并确定行业前三大或前五大领军企业的市场份额。明确该行业属于寡头垄断市场,还是更具竞争性的市场?在这样一个受到严格监管的资本密集型行业中,根深蒂固的激烈竞争可能会成为不可逾越的障碍。

仔细衡量财务和运营指标

在上述考察基础上,投资者可着手对目标公司进行标准的财务分析。查看公司的收入增长情况、毛利润、营业利润和净利润率,以及自由现金流指标,并与同行进行基准比较。将这些指标按照废弃物的构成以及公司提供的服务类型进行分类,以便更加详细地了解公司的财务绩效。例如,固体废弃物管理公司可能使用多种处理方法,如焚烧、再生利用、第三方清除等。每种方法的收入和利润分别是多少?

运营指标则因公司所处子行业不同而各异。对于固体废弃物管理公司,应了解其客户服务数量和废弃物处理量的增长趋势。而当分析回收与再生利用公司时,则要研究循环使用材料的增长趋势、回收物的回收率以及单价等。**此外针对这两类公司,都有必要深入考察其是否具有任何技术、监管或其他优势,能够藉此在竞争中脱颖而出。**

环境、社会和公司治理因素

在很多方面,其他行业企业提出的环境、社会和公司治理(ESG)举措为环境服务行业提供了机遇。全球范围环境意识的不断提高,将促使更加严格的ESG监管规定持续出台,该趋势对环境服务行业来说无疑是一大福音。

但这并不意味着环境服务行业自身可以免受ESG的严格审查。事实上,环境服务公司应当接受更加严格的监督检查——通常事实也的确如此。因此,投资者应首先评估目标公司的环保足迹:在降低能耗和排放强度方面的历史表现如何?鉴

于行业性质,这很可能与公司的运营模式(即主要的废弃物处理方法)息息相关。

目标公司是否曾发生造成环境破坏的泄露事件或其他事故?在成功竞标项目的过程中,公司是否有腐败和行贿行为?为防止此类行为的发生,公司采取了哪些措施(例如在美国,犯罪团伙曾大量参与垃圾回收业务)?此外,投资者还应考察公司在公平对待员工及保障员工安全方面的历史表现。

长期需求状况

由于人们常常混淆天气(短期)和气候(长期)的概念,因此在分析该行业时,不应忽视其更长远的发展前景。一般来说,应考察人口增长、消费和城市化趋势,以展望未来。分析研究每个市场的人均废弃物产生量、以及经济增长与废弃物产生之间的关系。

具体而言,可分析产生废弃物的重头行业(如制造业、农业、热力发电和采矿业)在GDP的比重。预计这些行业的增长趋势是什么?最后,还需要考察技术的影响——评估清洁生产技术可能的发展趋势、及其可能产生的影响。

或许,研究固体废弃物管理和再生利用公司不像考察奢侈品行业那样光鲜,但它不仅非常必要,而且该行业还在不断增长,存在着许多切实的投资机遇。因此,您尽可大胆脱下皮鞋,换上胶靴,全身心投入到调查工作中去!





行业考察通用问题

1. 需求推动因素：公司提供何种服务？

- (1) 公司提供哪些服务：废弃物收集、集中、运输、处理、恢复、回收、再生利用、废弃物资源化、安全贮存等？
- (2) 按潜在环境影响划分，公司处理的废弃物类型是什么：城市固体废弃物(MSW)、有害废弃物、无害废弃物、生物医疗废弃物、电子废弃物等？
- (3) 按处理方法划分，公司提供哪些服务：堆制肥料、再生利用、焚烧、压缩、填埋、安全贮存等？
- (4) 公司是否处理有机和无机两种废弃物？
- (5) 按废弃物来源划分，公司服务哪些终端市场：家庭、商业、市政、工业、生物医疗等？
- (6) 公司是否提供旨在减少废弃物和控制污染的清洁生产解决方案？
- (7) 公司是否提供环境保护和修复服务？

2. 需求驱动因素：对环境服务的需求驱动因素有哪些？

- (1) 导致废弃物增加的因素有哪些？
- (2) 废弃物产生的演变情况如何：有机废弃物比例不断增加、产生的不可生物降解废弃物增加、产生的有害废弃物增加等？
- (3) 总体而言，人们对环境问题的认识、敏感度和积极性如何？
- (4) 人们如何看待不可持续的废弃物产生与管理实践？
- (5) 技术差异(不同处理方法之间、各国之间、以及随着时间的推移)将如何影响该行业的供应状况？

3. 需求驱动因素：消费者的构成情况如何？

- (1) 各种服务的消费者是谁？
- (2) 按各种服务和消费者类型划分，收入和利润的构成比例分别是多少？

4. 需求驱动因素：推动环境服务需求的监管因素有哪些？

- (1) 对企业和各行业经营过程中的排放与废弃物产生具体有怎样的披露要求？
- (2) 对企业和各行业的EHS支出是否有任何授权或披露要求？
- (3) 家庭、企业、各行业和政府的EHS开支程度如何？
- (4) 有关废弃物管理的各种法规的执行力度如何？

5. 结构性影响：影响公司主要市场需求的结构性因素有哪些？

- (1) 人口增长、消费和城市化的趋势分别是什么？
- (2) 在公司的主要市场中有多少巨型城市？预计未来会有多少这样的城市？
- (3) 各类废弃物的人均产生量是多少？
- (4) 经济增长和废弃物产生强度之间有着怎样的关系？
- (5) 废弃物管理的净成本(即回收有用材料和能源之后)与人均GDP和收入水平相比情况如何？

6. 结构性影响因素：导致包装废弃物增加的食品消费模式有何变化？

- (1) 加工食品、包装食品、即烹食品、即食食品占食品总消费的比重是否在增加？
- (2) 外卖和送餐服务的增长与食品总消费的增长相比情况如何？
- (3) 目前食品包装使用的是哪些材料？是否有向使用越来越多可生物降解材料或可回收利用材料转变？
- (4) 食品废弃物占废弃物产生总量的比重是多少？

7. 结构性影响因素：影响企业的文化和行为因素有哪些？

- (1) 公众如何看待清洁问题和废弃物管理问题？
- (2) 人们认为废弃物管理是大家共同的责任，还是仅仅是政府/民间团体或私人机构的责任？
- (3) 废源隔离和废弃物分散管理等做法是否得到消费者的支持？
- (4) “邻避”情绪有多强烈？现有或拟建的废弃物管理设施和填埋场周围的社区是否对此表示强烈反对？
- (5) 是否有非正式的废弃物收集者或处理者网络？在使这些网络专业化或正规化方面所做努力的详情是什么？为实现负责任且可持续的废弃物管理这一远大目标，公司是否采取行动与他们合作？

8. 结构性影响因素：技术在废弃物管理企业中扮演怎样的角色？

- (1) 公司认为技术辅助型解决方案可以在废弃物管理生态系统中的哪些环节(废弃物减少、收集、分类、处理等)发挥重要作用？
- (2) 公司在运营中充分利用技术的任何举措的具体情况如何？

9. 市场定位：市场集中度如何？准入门槛有哪些？

- (1) 前三大或前五大废弃物管理服务提供商的市场份额分别是多少？
- (2) 获得必要批准和许可的难度、花费和时间成本如何？
- (3) 服务一定规模的客户通常需要多少资本投资？
- (4) 公司是否拥有任何独特的技术或流程，令其在竞争中脱颖而出？

10. 市场定位：有关垃圾填埋场和其他废弃物管理设施的环境、公共卫生和安全挑战及规定分别是什么？

- (1) 与目前及未来的要求相比，当前填埋场的容量如何？
- (2) 管理填埋场选址与运营的相关法律和监管要求是什么？
- (3) 对填埋场和其他设施的衬里及渗滤液收集和清除有哪些要求？
- (4) 关于填埋场和其他设施周边的地下水监控有哪些要求？
- (5) 有哪些封场和封场后要求？
- (6) 飓风、地震、洪水等自然灾害造成的危害有哪些？

11. 市场定位:公司的废弃物管理设施位于何处?对废弃物转移的地理位置限制有哪些?

- (1) 为接收从废弃物产生点收集和运送来的废弃物,公司设施与必要运输基础设施的对接程度如何?
- (2) 公司设施是处理来自同一管辖区(地区或国家)收集者收集的废弃物,还是处理来自外国管辖区的废弃物?
- (3) 公司处理的废弃物有多少是从其它管辖区进口的?
- (4) 法律、政治和公众对这种废弃物进口有何看法?为限制或禁止此类进口,是否有正在考虑的任何建议?
- (5) 管理固体废弃物运输和转移的各种限制和法规有哪些?

12. 绩效指标:公司在财务措施方面的表现如何?与同行相比情况如何?预计会如何发展变化?

- (1) 公司的收入增长情况如何?
- (2) 毛利润、营业利润和净利润率分别是多少?
- (3) 公司产生的自由现金流占收入的百分比是多少?

固体废弃物管理公司

13. 需求驱动因素:公司处理的各种城市固体废弃物类型有哪些?

- (1) 公司处理的不同类型固体废弃物的构成比例分别是多少:有害与无害废弃物;市政与工业、生物医疗废弃物;有机和无机废弃物;腐蚀性、有毒、放射性废弃物等?
- (2) 公司提供的各项服务有哪些:收集、集中、转移、贮存、处理?

14. 需求驱动因素:公司处理的城市固体废弃物详情是什么?

- (1) 公司是提供端到端服务,还是仅涉足部分领域?
- (2) 公司所服务市场的地理概况怎样:是城市、城乡结合还是农村?
- (3) 公司运营地区的废弃物收集率(即收集的废弃物占所产生废弃物的百分比)是多少?

15. 需求驱动因素:公司处理城市固体废弃物采用了哪些不同方法?每种方法的收入分别是多少?

- (1) 采用不同方法处理的废弃物比例分别是多少:压缩填埋、堆制肥料、回收利用、焚烧、出售给第三方做进一步处理等?
- (2) 以每单位废弃物计算,公司对废弃物收集、集中和转移收取多少费用?
- (3) 公司填埋场收取多少倾倒地/进门费?

16. 需求驱动因素:公司处理的工业固体废弃物具体有哪些?

- (1) 公司处理的工业固体废弃物有哪些不同类型:有机与无机;有害与无害等?
- (2) 有害固体废弃物的构成情况如何:有毒、易燃、腐蚀性、放射性、易爆废弃物等?
- (3) 公司如何收集废弃物?
- (4) 固体废弃物产生者主要从事哪些行业:石油天然气、化工、农业投入、金属与采矿、制药等?
- (5) 公司采用的处理方法有哪些:地下注入、填埋及处理、焚烧、堆制肥料、海洋倾倒地与远洋焚烧?

17. 结构性影响因素:影响固体废弃物管理业务的结构因素有哪些?

- (1) 在公司运营的国家,加工业与制造业占GDP的比重分别是多少?其变化趋势如何?
- (2) 产生大量有害固体废弃物的行业(如核能发电、电子制造、太阳能电池板制造、化工、制药等)的现状和发展前景如何?
- (3) 产生大量无害固体废弃物的行业(如农业、热力发电、采矿、采石等)的增长趋势如何?
- (4) 清洁生产技术正如何发展演变?它可能对废弃物产生强度产生怎样的影响?

18. 市场定位:固体废弃物管理行业的监管结构怎样?

- (1) 哪个机构负责监管该行业活动?
- (2) 为收集和处埋城市固体废弃物,监管当局在每个地区发放了多少许可证或合同?
- (3) 许可/合同如何发放,有效期多久?
- (4) 公司持有合同的期限通常是多长时间?
- (5) 在多个许可证的情况下,与公司展开竞争的服务提供商有多少?服务领域是否存在重叠?
- (6) 公司是否在某些领域拥有独家许可证或合同?
- (7) 与合同管理机构有怎样的收入共享安排?
- (8) 公司是拥有填埋场地,还是依赖其他公司的填埋场?
- (9) 管理倾倒地/进门费的相关法规有哪些?费用如何决定?

19. 绩效指标:公司在运营措施方面的表现如何?与同行相比情况如何?预计将如何发展变化?

- (1) 公司在客户服务数量和废弃物管理量方面的增长趋势如何?
- (2) 固体废弃物产生者相互之间的距离有多近?
- (3) 公司固体废弃物收集业务的路线密度(即每公里收集路线所收集的废弃物吨数)是多少?
- (4) 公司的内部消化率(即自有填埋场处理的固体废弃物比例)是多少?
- (5) 平均每单位固体废弃物处理费的变化趋势如何?
- (6) 燃料成本占总成本和收入的比重分别是多少?

回收与再生利用服务**20. 需求驱动因素:公司处理的工业固体废弃物具体有哪些?**

- (1) 公司回收材料或再生利用的废弃物有哪些不同类型:塑料、建筑垃圾、电子废弃物、有机食品废弃物等?
- (2) 公司是否回收有害和无害两种废弃物?
- (3) 这些废弃物在何处产生?方式是什么?数量有多少?
- (4) 原始废料是如何获得的?是本地采购、国内采购还是从国外进口的?公司是直接从废弃物产生者处收集的,还是从其他废弃物收集公司处购买的?

21. 需求驱动因素:影响回收与再生利用原材料供应的因素有哪些?

- (1) 公司用作回收及再生利用原材料的不同废弃物产生的趋势是什么?
- (2) 影响公司所用废弃物产生的监管、消费或技术驱动因素有哪些?
- (3) 单流和双流回收、混合回收和混合废弃物综合处理等技术进步,如何通过减少废弃物产生者在源头进行隔离的必要来推动需求?
- (4) 在美国绿色建筑委员会(USGBC)绿色能源与环境设计先锋(LEED)框架的推动下,建筑工地越来越多地使用可持续建筑材料和减少废弃物,可能带来怎样的结果?

22. 需求驱动因素:推动材料回收及再生利用服务需求的因素有哪些?

- (1) 关于使用再生纸、可回收包装和消费后塑料等材料的立法、监管或自愿采用的规定是什么?
- (2) 有关拆除和建筑垃圾的回收或再利用的相关法规有哪些?
- (3) 哪些不断变化的消费者偏好正推动再生利用服务需求?

23. 需求驱动因素:推动废弃物资源化服务需求的因素有哪些?

- (1) 生物废弃物(即食品和农田废弃物)占所产生总废弃物的比重是多少?
- (2) 所产生的典型非生物废弃物(如塑料和金属)的热含量是什么?
- (3) 推动废弃物资源化服务的因素是什么:由于废弃物总量不断增加、日益激烈的土地用途竞争导致合适的填埋场匮乏;有关垃圾填埋的可持续性问题;填埋场渗滤液及其对环境的影响;填埋场的甲烷排放等问题?

24. 需求驱动因素:公司是否处理电子废弃物?

- (1) 推动电子废弃物可用性和收集的因素有哪些?电子设备制造商是否具有向终端用户提供收集服务的授权?
- (2) 不断增加的电子设备普及率以及日益加快的更新换代周期,对电子废弃物的产生有何影响?
- (3) 公司如何获取电子废弃物?
- (4) 公司是否翻新二手电子设备并重新出售?
- (5) 公司如何确保在转售前彻底清除设备中的用户数据?
- (6) 如果电子设备无法翻新,公司会回收哪些材料?

25. 需求驱动因素:回收物的价格是多少?

- (1) 废弃物产生的能源价格与其他来源的能源相比情况如何?
- (2) 公司生产的各种回收物(如从塑料废弃物中提取燃料和聚酯纱线、从电子废弃物中提取贵金属等)的实际价格是多少?
- (3) 翻新电子设备的价格是多少?

26. 结构性影响因素:公司主要市场的回收及再生利用率是多少?

- (1) 各类垃圾回收/再生利用的比例(即回收率)是多少?
- (2) 公司运营地区的再生利用率与所在国家、地区和全球趋势相比情况如何?
- (3) 公司预计再生利用率将如何变化?

27. 绩效指标:公司在运营措施方面的表现如何?与同行相比情况如何?预计将如何变化?

- (1) 公司再生利用的材料量增长趋势是什么?
- (2) 对于不同类型的废弃物,原始废弃物的回收物回收率分别是多少?
- (3) 回收物和能源单价发生了怎样的变化?

环境、社会和公司治理(ESG)**28. 公司ESG原则和实践的具体内容是什么?历史表现如何?**

- (1) 公司为降低能源强度、水强度、排放强度、废弃物产生、以及服务与运营的整体环境与生态足迹而采取的战略和具体做法是什么?历史表现如何?
- (2) 为促进废弃物产生者采取可持续做法,公司采取了哪些举措?
- (3) 在公司运营的场地中,获得ISO 14001等环境管理认证的场地比例是多少?
- (4) 公司曾面临多少起造成环境破坏的泄露事件或其他事故?这些事件的具体情况和后果是什么?
- (5) 分包或外包的工作占总工作量的比例是多少?雇员总人数与收入的比重是多少?
- (6) 公司参与项目在有关劳工安全和公平待遇方面的历史表现如何?死亡人数、缺勤天数和受伤人数与雇员总人数的比例分别是多少?
- (7) 公司用于办公室和项目场地的维护与安全支出通常是多少?
- (8) 公司是否曾面临参与腐败或为赢得项目而提供回扣的指控?
- (9) 在与公共组织和各级政府签订合同的过程中,为防止腐败及行贿,公司采取了哪些措施?
- (10) 公司有关政治捐款的政策是什么?历史表现如何?

工程建筑行业

九层之台，起于累土——了解工程建筑行业的投资基本面

作者:卢俊东博士(Alan Lok, 特许金融分析师, 金融风险管理师)、朱暖晖(特许公认会计师公会)、古鲁普拉萨德·贾姆巴纳森(特许金融分析师, 金融风险管理师)

在我们的投资决策框架系列中,工程建筑业可谓所探讨的最古老行业,因为它能一直回溯至人类最初对庇护居所的基本需求。早在公元前4850年的新石器时代,我们的祖先就建造了巨大的巴尔纳内斯(Barnenez)石冢——这是世界上现存最古老的建筑。这座史前神庙长72米,宽25米,高逾8米——在当时情况下,能够建成如此规模的建筑,十分令人惊叹,因为1350年后才发明了车轮。

今天,虽然技术进步在工程建筑行业引发了革命性的改变,但相比从简陋的木屋到雄伟的摩天大厦这一发展历程,当前的变化却又显得十分细微。

这种转型被称为“工业4.0”,它与金融和保险领域业已发生的变革非常类似(如金融科技和保险科技)。因此,本指南包含的要素或许您已耳熟能详,但其具体使用方式却迥然不同。我们将首先考察工程建筑行业正在发生的变化,以此作为分析目标公司的基础。

数据为王

工程建筑企业正迅速意识到,它们可通过基于数据的服务来提供更好的产品与服务。这主要体现在如下两种形式上:首先,基于数据的服务有助于与终端用户进行更加密切的自动化互动,进而以可承受的合理成本实现大规模数据库的存档;其次,无人机监测技术提高了企业的数据收集能力,由此改善项目的规划、设计和执行。简而言之——更客观的数据,更完善的决策。这两种方式组合在一起,工程建筑企业便能有效监测房地产项目的整个生命周期,而非仅关注施工阶段,而同时还能生成大量有益的分析,供未来项目借鉴。

加入物联网

物联网(IoT)革命属于新生概念,不久前才被收录进现代词典当中。随着各种内置传感器和智能家居设备等先进装置的发展,工程建筑行业现在终于也能步入物联网革命的行列。例如,通过全方位地无缝整合能源、废弃物、水资源等管理工作,从而有效降低成本、加快项目进程。

采用预测性分析法

大多数分析法都以描述方式,将过往数据转化为可行建议。这种分析可以提供深刻见解,但却无法实现有效预测。**因此,我们需要引入预测性分析法,设法利用统计模型和机器学习等技术做出合理预判。**

这种分析法在工程建筑行业大有可为。例如,为客户提供定制化的解决方案,或是提高有关住宅开发的3D建模能力,以便与居民和投资者进行更加清晰透明的沟通。

此外,建筑信息监测(BIM)系统还可以帮助建筑企业更有效地运用模块化设计。这样就能在更为安全、更具成本效益的不同环境中打造特定的建筑组件。最后,来自项目各个方面的持续反馈循环,将使企业最大限度地减少浪费。

在不断变化的行业格局中分析基本面

技术演进将催生出效率更高、成本较低的企业。适者生存,那些不愿、或无法充分利用这一机遇的企业将很快被时代所淘汰。该行业正在发生的变革,特别是与物联网革命的紧密关联,可能对寻求更清晰发展图景的投资者构成挑战。不过,我们依然可通过系统性方法分析工程建筑业,因为其中涉及的仍主要是和砖瓦打交道的传统企业。

根据服务和市场进行分类

工程建筑业可分为很多类别,因此投资者首先需要确定目标公司提供的服务类型、及其所服务的市场。是属于住宅建筑公司,还是非住宅建筑企业,或是工程服务机构?投资者需要谨记,很多公司可能同时提供两种或更多类型的服务。

在识别目标公司所处的终端市场后,投资者需要对其市场结构加以评估,这项工作可以从分析顶级供应商所占具体服务和终端市场的份额着手。作为资本密集型行业,工程建筑业的进入门槛通常较高,而且由于地方监管要求,踏足某些市场会更为困难。

将市场与需求驱动因素相匹配

该行业内部存在着多样化的需求驱动因素。虽然一些因素会对所有市场产生影响——如产能利用率、总固定资本形成率、以及需求周期性等,但各类市场却有着特定的需求驱动因素。例如,在住宅市场,房价和收入水平、住房自有率、消费者信心、以及住房贷款便利性等因素在发挥作用。

而在商业地产市场,投资者则需要考察写字楼空置率和企业基础设施支出趋势。政府需求受经济政策的影响较大,因此投资者应分析研究政府支出统计数据,以及有关基础设施支出的法律授权。例如在新加坡,该行业近年来的绝大部分需求均来自公共部门。

财务基础

众所周知,建筑行业的利润率非常低,因此成本结构至关重要。有鉴于此,投资者首先必须仔细查看公司账目,确定其主要签订的合同类型——例如,是成本加成合同、固定价格合同,还是目标价格合同,同时应详细了解每种合同的利弊。

其次,考察目标公司的营收和利润情况。投资者需清楚了解各种服务、市场和地区之间的收入和利润分配情况,并留意利润率的变化。在成本结构方面,应深入分析公司主要的成本构成,并与同行进行基准比较。此外有必要了解,为了提高成本效率,目标公司是否应用了本文提及的各项技术。

最后,投资者还要知晓目标公司的货币构成情况,因为汇率波动会进一步挤压本已微薄的利润率。同样不容忽视的,还有目标公司的记账方式,例如收入如何与完工百分比、或已发生成本与剩余成本的比值相挂钩。

了解公司运营情况

收入和利润并不能充分体现企业的整体运营情况。恰当的营运资本管理对于该行业企业的生存至关重要。因此,应详细研究目标公司怎样募集营运资本,并分析其加权平均成本。预计这些成本是否会增加?它们对利率变动和外汇汇率波动的敏感程度如何?

对企业来说,订单和其财务状况一样至关重要。需要清楚了解目标公司的订单规模,以及待完成订单的比例。与此前曾提到的工作相同,投资者应按照服务、市场、地区和货币,分析目标公司的业务构成,并且关注订单完成进度。投资者还能通过分析目标公司的销售漏斗,获取其过去的订单转化率,从而预测未来的订单趋势。

简要考察目标公司的历史绩效,可以帮助投资者了解公司的许多信息。投资者需要了解目标公司的历史表现:公司通常是否能按时交付项目?如果没有按时交付,投资者则需要审查这些逾期项目的重要性及其影响。

环境、社会和公司治理因素

国际能源署数据显示,建筑行业在全球能源消耗中的占比达36%,在二氧化碳总排放量中的占比达40%。该行业的基础——混凝土,是全球范围使用最广泛的材料,但同时也会对环境产生不利影响。因此,环境、社会和公司治理(ESG)因素对于提高公司声誉将发挥日益重要的作用。

分析ESG因素主要涉及几个关键领域。例如,公司是否已采取何种举措来提高能源效率?公司是否在环境保护方面实施了某些可持续做法,并鼓励其客户和供应商采取同样行动?对于社会因素,了解公司开展了哪些社区服务。

同时,投资者还应确定,目标公司对员工安全与福利的重视程度。有无采取行动来改善性别多样性?最后,查看目标公司是否面临着任何腐败或回扣的指控,以及是否建立了适当的采购程序和健全的招投标程序等流程。

长期可持续性

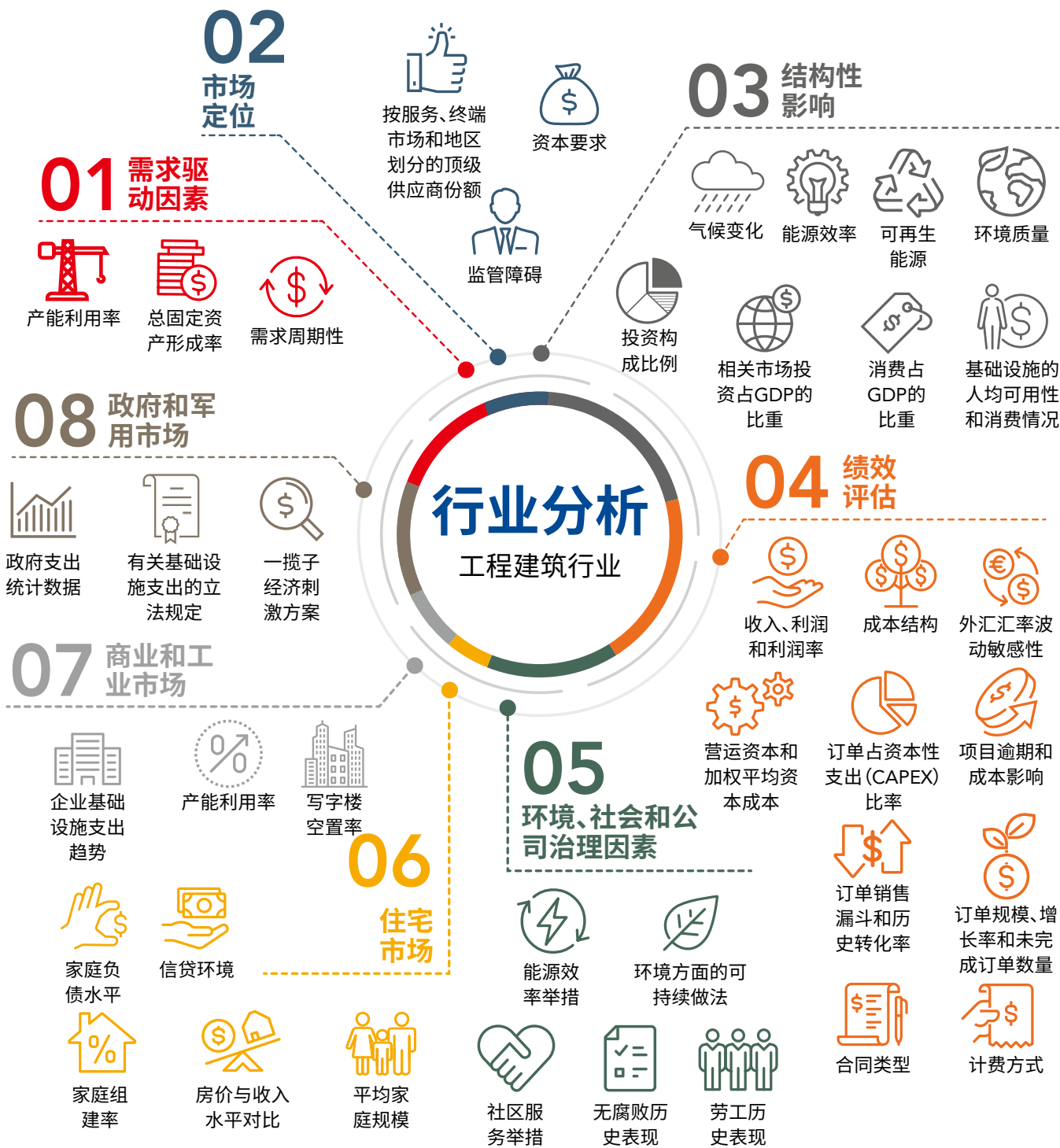
基于上述考察,投资者还应认真分析目标公司的长期需求驱动因素,因为这些结构性需求驱动因素将影响短期驱动因素。我们可将长期需求驱动因素分为投资驱动因素、消费驱动因素和监管驱动因素等三种类型。

投资驱动因素包括相关市场投资在GDP中的占比以及此投资额度在个别相关市场中不同行业之间的构成比例等指标。投资者需评估这些个别行业未来增长的预期来源。

对于消费驱动因素,应考察消费在GDP中的占比,并分析各种基础设施和服务的人均可用性和消费情况——这适用于交通、能源和住房等行业。此外,还要判断分析哪些消费驱动因素最有可能推动未来增长。

最后,我们在关注监管驱动因素时应认识到,显著影响此类因素的是各种主题——如气候变化、能源效率、可再生能源和环境质量等。由于所有这些主题都可能引发立法和监管规定,因此需要明确,这些规定对于公司而言具有正面作用、还是负面意义。

一如既往,本框架旨在为投资者分析工程建筑行业提供基础。您可在此基础上不断拓展,以便拥有足够的能力来构建自己的投资组合。



行业考察通用问题

1. 公司提供何种服务?

- (1) 公司提供哪些服务:工程服务(规划、设计、项目管理、运营、维护等)、住宅建设和非住宅建设?
- (2) 有哪些终端市场:住房、写字楼、学术设施、社交娱乐、医疗保健、石油天然气、交通运输、发电、公用事业、采矿、环境服务、工业基础设施、军用基础设施、非军用政府基础设施等?

2. 公司服务的需求驱动因素有哪些?

- (1) 不同终端市场的产能利用率分别是多少?
- (2) 总固定资本形成率是多少?
- (3) 消费和投资在GDP中的占比分别是多少?其构成比例正如何变化?
- (4) 公司服务需求的周期性和季节性程度如何?

3. 公司住宅市场的服务需求驱动因素有哪些?

- (1) 公司主要市场的平均家庭规模和家庭组建率分别是多少?
- (2) 主要市场的城市化、移民和住宅自有率情况如何?
- (3) 房价相比收入水平如何?
- (4) 家庭负债水平是多少?其中,住房抵押贷款比重有多大?
- (5) 监管环境对住房信贷市场增长的有利程度如何?
- (6) 住房信贷的普及度如何?获得住房贷款的难易度如何?
- (7) 首付要求和信用评估规范有多严格?
- (8) 对住房投资者、施工方和出资者是否有税收优惠?
- (9) 施工许可证发放、新屋开工率和房屋库存情况的趋势如何?
- (10) 消费者信心和就业状况与施工许可证发放、新屋开工率及库存的相关程度如何?

4. 商业和工业市场的服务需求驱动因素有哪些?

- (1) 写字楼空置率是多少?
- (2) 企业在建筑物和其他基础设施方面的可自由支配支出趋势如何?
- (3) 公司目前的产能利用率和资本性支出水平与不同行业的历史趋势相比如何?

5. 政府市场和军用市场的服务需求驱动因素有哪些?

- (1) 政府基础设施支出占GDP的百分比是多少?
- (2) 是否有一揽子经济或行业刺激方案目前正在实施或预计在不久的将来实施?
- (3) 有关基础设施支出的现有立法规定有哪些,或即将出台的立法规定有哪些?
- (4) 军方是否有增加部署或扩大后勤部门的计划?

6. 决定贵公司服务定价和计费费率的因素有哪些?

- (1) 不同合同类型的构成比例分别是多少:成本加成合同、固定价格合同、目标价格合同、工料合同?
- (2) 不同合同类型的相对优势和劣势分别是什么?
- (3) 根据提供的服务和服务的终端市场,哪种合同类型更有利?

7. 收入和利润的构成情况如何?

- (1) 按服务、终端市场和地区划分的收入和利润构成比例分别是多少?
- (2) 不同服务、终端市场和地区的利润率有何不同?
- (3) 按服务、终端市场和地区划分,公司面临的风险程度如何?
- (4) 收入和利润的货币构成占比分别是多少?

8. 公司业务记录的详情?

- (1) 总订单和带完成订单的规模分别是多少?
- (2) 按服务类型、终端市场和地区、货币及完工进程划分,各类订单的构成占比情况如何?
- (3) 已持有可选年份订单的规模和详情如何?
- (4) 按服务类型、终端市场和地区、货币及完工进程划分,公司的销售漏斗有着怎样的规模?历史上看,销售漏斗到订单的转化率是多少?

9. 公司业务的长期驱动因素有哪些?

- (1) 从长远看,预计将在不同终端市场和地区推动公司业务增长的主题(如基础设施建设、可再生能源、核能、天然气、环境和气候变化立法)有哪些?
- (2) 预计各地区来自不同服务和终端市场的结构性增长程度如何?
- (3) 公司利用5D建筑信息模型、实景网格、高清数字测量、物联网和智能传感器等新时代技术的战略是什么?
- (4) 公司在多大程度上使用或计划使用新时代建筑材料?

10. 预计哪些投资驱动因素将影响结构性需求?

- (1) 主要市场的相关投资在GDP中的占比是多少?
- (2) 投资的行业(工业、交通运输、能源等)构成占比分别是多少?
- (3) 预计哪些行业将推动未来增长?

11. 预计哪些消费驱动因素将影响结构性需求?

- (1) 主要市场的消费在GDP中的占比是多少?
- (2) 在主要市场,各种基础设施和服务(如交通、能源、公用事业、医疗保健、住房和娱乐)的人均可用性和消费情况分别是多少?
- (3) 预计哪些消费因素将推动未来增长?

12. 预计哪些监管驱动因素将影响结构性需求?

- (1) 关于包容性发展、全民医保覆盖、可持续发展、气候变化、能源效率、可再生能源和环境质量等主题,现行、即将出台或预期的立法和监管规定有哪些?
- (2) 公司哪些服务可能从这些规定中获益?
- (3) 公司目前的业务和产能结构与未来需求相比如何?

13. 市场集中程度如何?市场准入门槛主要有哪些?

- (1) 按服务、终端市场和地区划分,前三大和前五大供应商的份额分别是多少?
- (2) 促进或阻碍新参与者进入该行业的因素各有哪些?
- (3) 需要哪些批准和许可?获得这些批准和许可的难易度如何?成本是多少?
- (4) 组建一支熟练的管理团队和获得工程技术人员的难易度如何?
- (5) 现行或提议的劳工或移民法规是否会影响公司在特定地区进行竞标、赢得或执行项目的的能力?

14. 公司在运营措施方面的表现如何?与同行相比情况如何?预计将如何发展变化?

- (1) 公司订单的增长率是多少?按服务类型、终端市场、地区和合同类型划分的具体情况如何?
- (2) 服务成本的主要组成部分分别是多少?
- (3) 员工和劳动力成本占总成本和收入的百分比是多少?
- (4) 员工人均收入和利润分别是多少?
- (5) 哪些服务和终端市场最具盈利能力?
- (6) 固定价格合同在公司订单、收入和利润中的占比分别是多少?
- (7) 公司项目在各种不同服务、终端市场和地区的逾期程度如何?
- (8) 项目完工产生了怎样的财务影响?

15. 公司如何管理其营运资本要求?

- (1) 公司募集营运资本的首选模式是什么?
- (2) 公司营运资本的货币构成占比分别是多少?
- (3) 公司的营运资本加权平均成本是多少?
- (4) 预计营运资本的货币构成和成本将如何变化?
- (5) 利率变动和汇率波动对公司的营运资本成本和利润率有何影响?
- (6) 某些服务、地区和合同类型是否需要更高水平的营运资本?

16. 公司产能利用率情况如何?

- (1) 订单出货比率的走势如何?
- (2) 订单占资本性开支的比率是多少?
- (3) 未来几年的资本性开支预算和支出计划分别是多少?潜在的策略是什么?
- (4) 现金消耗率是否与记账时间表相一致?
- (5) 是否有特定的终端市场或地区,在时间费用产生和收到客户付款之间存在严重拖延的情况?

17. 如何评估客户的信誉度?

- (1) 客户的信用状况如何?按终端市场和地区划分,订单的风险敞口详情如何?
- (2) 如何管理客户延迟付款、部分付款或拒绝付款的情况?

18. 公司在财务措施方面的表现如何?与同行相比情况如何?预计将如何发展变化?

- (1) 公司的收入增长情况如何?按服务、终端市场、地区、合同类型和货币变动等划分的细目分别是多少?
- (2) 有多少收入与完工百分比记账安排相挂钩?
- (3) 相对于剩余成本,有多少收入被计入已发生成本?
- (4) 在固定价格合同情况下,通常客户会报销多少与项目有关的现款支付费用?
- (5) 公司的毛利润、营业利润和净利润率分别是多少?
- (6) 收入和利润率对外汇率波动的敏感性如何?

环境、社会和公司治理 (ESG)

19. 公司ESG原则和实践的具体内容是什么?历史表现如何?

- (1) 在项目执行过程中,公司为降低能源强度、水强度、排放强度、材料消耗、废弃物生成、以及整体环境与生态足迹而采取的策略和具体做法是什么?历史表现如何?
- (2) 建筑楼宇及其他基础设施在正常运行期间的能源消耗、碳排放、用水量及废弃物生成情况,与行业基准相比如何?为降低这些指标,公司采取了哪些行动举措?
- (3) 在客户正常使用其建筑楼宇或其他设施期间,公司是否积极鼓励并支持他们采用可持续做法?
- (4) 当项目需要拆除已建结构时,通常会回收多少材料?处理因拆除而产生的回收物和碎料的程序是什么?
- (5) 公司是否尽可能在项目中纳入了适合当地气候的特征?
- (6) 公司在楼宇建筑过程中使用了多少可回收、环保和当地采购的材料?
- (7) 在项目执行前,公司是否评估了项目对周边保护区和高保护价值 (HCV) 区生物多样性的影响?
- (8) 公司是否参与保护或恢复濒危物种的重要栖息地或高保护价值区?
- (9) 作为公司可持续发展举措的一部分,公司参与环境或生物修复项目的程度如何?
- (10) 作为社区服务举措的一部分,公司为公共福利而进行投资、提供服务或共享专业知识的详情如何?
- (11) 公司参与项目在有关劳工安全和公平待遇方面的历史表现如何?死亡人数、缺勤天数和受伤人数与总雇员人数的比例分别是多少?
- (12) 分包或外包的工作占总工作量的比例是多少?雇员总人数与收入的比重是多少?
- (13) 用于公司办公室和项目现场的维护和安全支出通常是多少?
- (14) 公司是否曾面临参与腐败或为赢得项目而提供回扣的指控?
- (15) 公司有关政治捐款的政策是什么?历史表现如何?



保险业

暗中分析:评估保险行业公司

作者:卢俊东博士(Alan Lok, 特许金融分析师, 金融风险管理师)、朱暖晖(特许公认会计师公会)、古鲁普拉萨德·贾姆巴纳森(特许金融分析师, 金融风险管理师)

保险是一个非常奇特的行业。一直以来,人们都将其视为摇钱树,沃伦·巴菲特(Warren Buffett)这样的投资巨擘正是利用该行业的浮存金(float),拥有了投资其它企业的资金来源。但同时人们也认为,保险公司僵化死板,其理赔流程往往耗费大量时间,置客户利益于不顾。**这并不是因为保险公司不在乎客户,而是体现了该行业一种根深蒂固的文化——对于如何改变知之甚少。**

随着新科技的问世,颠覆力量迅速发现了该行业许多固有的机遇;当前,着力运用数字技术的机构纷纷将关注焦点投向保险公司。这些机构掌握的前沿技术包括云计算、大数据分析、人工智能、区块链、无人机和物联网,等等。

目前,该行业的重塑正在以下几个领域展开:

- **客户获取和营销:**在识别客户群时,出现更具针对性的方法;
- **理赔:**根据理赔请求的案件信息,提高自动化处理能力;
- **承保与产品定价:**随着掌握越来越多的客户信息,保险费用正变得更加公平和准确。

那么,我们应如何分析保险企业呢?

需求驱动因素

保险是一种统称,涵盖着众多的服务门类,因此首先需要明确所分析目标公司的在售产品。销售的是家庭险种,还是企业险种?专注于哪些市场(如机构市场还是产业市场)?其客户群是位于发达地区,还是新兴地区?

基于对产品信息的初步了解,有助确定影响保险需求的宏观经济因素。可考察收入水平、商业活动以及GDP增长等方面的变化,但作为投资者,需要谨记的是,在经济困难时期,保险可能并非人们的优先考虑事项,客户可能会无法续保,甚至在经济气候改善前,根本不会考虑投保。

支付能力是需要注意的一个重要方面。**可将目标公司的产品成本与其目标市场的平均收入水平进行比较。**如果一份保单的成本与承保范围不符,人们可能宁愿面临一定风险,也不选择参保,因此,投资者还需要了解公司产品价格的变化情况。定价是否与个人收入的变化保持同步?

竞争水平会如何影响公司对其产品的定价?要回答这一问题,就需要了解公司在保单销售数量和保费收入方面所占的市场份额,及其在同部门中所处的位置(如排名行业前三位,还是前五强?)。此外,应设法明确是否存在促进或阻碍新进入者踏足该领域的因素:市场会趋于饱和,还是保持不变?

业务活动水平

作为投资者,您需要详细考察目标公司的经营情况,分析公司在保费投资方面的历史表现。该项分析非常重要,有助确定前文所提及的浮存金的健康状况——浮存金系已付理赔与已收保费之间的差额。

此外,还应从扩张的角度,评估目标公司的经营策略,在推出新产品方面的业绩表现,及其吸引客户购买新产品的能力。**同时思考:一旦吸引了新客户,公司是否会公平地对待他们。因此,理赔率和投诉率是衡量公司表现的有益基准。**

环境、社会与治理

在上一节结束时,我们提到了客户待遇问题,这是保险公司应对环境、社会与治理因素不可或缺的组成部分。除其他事项外,投资者应清楚了解目前有争议的理赔总额,以及目标公司目前是否面临任何诉讼或法律程序。此外,还应考察,公司是如何保护客户隐私并确保其数据安全?

市场结构

投资者需要对目前保险市场的结构进行评估分析,预计将推动其增长的长期因素。哪类保单在市场上占主导地位?这些保单是通过在线平台直接销售,还是借助经纪商或银行保险渠道销售?是否有特定的产品市场领导者?他们将如何发展进步?例如,旅游、家庭和车辆保险作为在线服务产品已得到广泛认可;然而,专业的商业保险很可能仍需要经由经纪人在线下购买。

了解市场成熟度是另一个有用的工具,因此,可根据整体经济成熟度,了解公司业务开展领域不同产品的渗透率水平。预计这些水平将如何发展变化?哪些产品将从这些变化中获益(或蒙受损失)?

创新速度

之前,我们提到了正在变革保险业的创新颠覆者。在总结这一行业分析时,我们强调了一个决定行业未来发展方向的关键因素:新出现消费者对按需产品的接受度。**保险公司只有重塑业务模式,满足“点击-购买”一代消费者的需求,方可成为行业未来的领军机构。**

此外,随着智能家居传感器成为我们住宅的标准配置,可穿戴式健康传感器与我们的手腕密不可分,经济高效的无人机对建筑物损坏情况进行评估,保险公司将发现,他们拥有一个高效、准确的大数据平台,帮助他们筛选出高风险群体。因此,定价将变得更加公平,因为诚信的客户很少接触欺诈理赔者的活动。





行业考察通用问题

1. 公司提供哪些产品?

- (1) 公司提供何种产品:寿险、健康险、财产与意外伤害险?
- (2) 公司面向哪些客户细分市场:家庭、贸易、企业、机构与产业?
- (3) 公司在哪些地区和国家开展业务?

2. 影响保险需求的宏观经济因素有哪些?

- (1) 收入水平、商业活动和GDP增长的变化会如何影响保险需求?
- (2) 有多少需求是由保险产品提供的税收减免(如果有的话)推动的?
- (3) 还有哪些其他社会和人口因素会影响保险需求?

3. 在公司主要市场中,不同保险产品和服务的可负担性如何?

- (1) 不同产品的费用与目标人群/细分市场的平均收入水平相比如何?
- (2) 支付能力是如何发展变化的?将推动负担能力的是收入水平发生改变,还是保险费用发生改变?

4. 市场集中度水平是多少?

- (1) 主要市场中,排名前三位或前五位的保险公司占有多少份额?
- (2) 在保单销售数量、签单保费、已赚保费和保险金额(SA)等方面,公司的市场份额各是多少?
- (3) 公司在不同地区的不同产品和细分市场占有多少市场份额?

5. 促进或阻碍新参与者进入市场的因素有哪些?

- (1) 需要多少投资?
- (2) 获得批准和取得许可证的难度如何?
- (3) 获得各种恰当技能和专业知识的难易度如何?
- (4) 建立代理网络和获取客户的成本有多高?

6. 保险市场的结构是怎样的?销售渠道是什么?它们是如何发展变化的?

- (1) 公司市场上是否有国有保险公司?如果有,它们有多大、多强?私营部门有多大?
- (2) 通过不同的销售渠道(线下直接销售、在线直接销售、中介、银行保险,公司代理/经纪人等),公司保单销售、赚取的年化标准保费(APE)和保险金额(SA)的构成比例各是多少?是否有特定的产品易于通过特定的渠道销售?
- (3) 个人保单和团体保单之间的保单销售、赚取的年化标准保费和保险金额的构成比例各是什么?

7. 预计推动增长的长期因素有哪些?期望这些因素如何发展变化?

- (1) 相对于公司所处的经济发展阶段,不同保险产品在公司市场的渗透率是多少?
- (2) 预计渗透率将如何发展变化?哪些产品很可能从不断变化的渗透率水平中受益或蒙受损失?
- (3) 保险金额和保费收入占GDP的百分比是多少?
- (4) 所有不同产品和细分市场的保障缺口比率(缺乏保护与需要保护之比)和覆盖机会的大小各是多少?
- (5) 公司是否已制定利用物联网和智能传感器等新兴技术的战略,以便收集使用和行为数据,从而减少理赔,并为客户提供更好的产品和更便宜的价格?

8. 公司在运营措施方面的表现如何?这些表现与同行相比如何?预计它们将如何发展变化?

- (1) 新保单销售、年化标准保费和保险金额的增长趋势怎样?
- (2) 现有产品(即已存在一年以上的产品)和新产品在新保单销售、年化标准保费及保险金额等方面所占的比重各是多少?
- (3) 现有产品的新保单销售、年化标准保费及保险金额的增长率各是多少?
- (4) 各种现有产品的保单续保率、保留率和持续率各是多少?
- (5) 为提高运营和理赔管理的流程效率,公司已实施哪些技术辅助型举措?

9. 公司推出新产品的策略是什么?历史表现如何?

- (1) 公司推出新产品的频率如何?是如何决定何时推出何种产品的?
- (2) 与公司现有产品组合中和市场上的类似产品相比,保单销售数量、平均年化标准保费和平均保险金额各是多少?
- (3) 新产品的平均年化标准保费和保险金额与现有产品相比如何?
- (4) 新产品的获取成本与公司产品组合中和行业中现有类似产品相比如何?
- (5) 公司是否利用大数据和规范性分析法来设计新产品并定价?

10. 公司在客户获取方面表现如何?

- (1) 通过新产品销售与现有产品销售各获取了多少新客户?
- (2) 现有客户和新客户之间的保单数量、年化标准保费和保险金额所占的比重各是多少?
- (3) 预计哪些行业将推动未来增长?

11. 客户在服务措施方面的历史表现如何?

- (1) 理赔比率和投诉比率是多少?
- (2) 公司如何防止其产品的不当销售?为保护消费者免受不当销售的影响,已实施哪些规定?公司在这方面的历史表现如何?
- (3) 交叉销售的程度如何?如何衡量和追踪?
- (4) 公司利用数字渠道提供客户服务的程度如何?
- (5) 分析法在识别客户需求和相应的市场产品方面有多大帮助?

12. 公司在财务指标上的表现如何?与同行相比如何?预计会如何发展变化?

- (1) 年度已赚净保费(NPE)和保单净保费(NPW)的增长率各是多少?
- (2) 保单净保费与已赚净保费比率随时间变化的趋势是怎样的?
- (3) 公司的理赔率、费用率及综合赔付率各是多少?
- (4) 公司的承保利润和新业务利润各是多少?

13. 公司在投资管理方面的历史表现如何?

- (1) 资产配置策略是什么?每种基金类型、资产类别和地区的详细信息是怎样的?
- (2) 投资的货币构成比例各是多少?
- (3) 公司的投资收入和投资效益各是多少?
- (4) 投资收入和投资效益对利率变化和汇率波动的敏感性如何?公司是否利用套期保值来应对这些变化?
- (5) 公司资产管理规模(AUM)和手续费收入的趋势如何?
- (6) 固定收益证券的投资信用状况如何?

14. 公司的资产负债结构稳固性如何?资本充足率怎样?

- (1) 投资资产、准备金、拨备和次级债务的规模有多大?
- (2) 债务与总资本比率是多少?
- (3) 准备金与预期损失的比率是多少?
- (4) 资产与负债的平均期限是多少?
- (5) 资产负债不匹配(ALM)的程度如何?
- (6) 与监管要求和行业标准相比,偿付能力比率如何?

15. 公司风险管理战略有哪些详细内容?

- (1) 公司如何恪守承保纪律?
- (2) 与同行相比,公司的承保实务如何?
- (3) 公司如何衡量风险缓解和承保纪律方面的表现?相对于同行而言,公司是如何评价其历史表现的?
- (4) 不可预见的巨额理赔会对业务产生怎样的影响?缓解相关风险的策略是什么?
- (5) 公司是否使用大数据分析、机器学习等技术来防止、检测和减少欺诈?为保护数据和对客户与合同进行验证,是否已制定部署分布式账本解决方案的计划?

寿险

16. 公司具体的产品组合有哪些?

- (1) 公司是否同时提供保护类保险产品和投资类保险产品?
- (2) 公司提供哪些不同类型的投资产品:终身寿险、万能寿险、可变寿险以及退休产品?
- (3) 不同产品的保单、年化标准保费和保险金额的构成比例各是多少?是如何发展变化的?
- (4) 连结与非连结产品、分红与非分红产品之间的保单、年化标准保费和保险金额的构成比例各是多少?

17. 寿险市场的结构是怎样的?是如何发展演变的?

- (1) 保护类和投资类产品在业类和公司中的构成比例各是多少?
- (2) 保险产品在家储蓄中所占的份额是多少?

18. 预计推动增长的长期因素有哪些?它们是如何发展变化的?

- (1) 公司市场中的出生率和人口增长率各是多少?
- (2) 劳动适龄人口的规模有多大?预计抚养比率将如何发展变化?
- (3) 公司市场平均寿命趋势将如何影响人寿险需求?
- (4) 在公司市场中,人们是如何看待寿险的:是作为一种风险保障、一种投资工具,还是一种节税工具?是如何发展变化的?
- (5) 家庭储蓄水平是多少?其中有多少投资于金融资产?

19. 公司对死亡率或寿命的假设存在哪些风险?应对不利影响的策略是什么?

健康险

20. 公司主要市场医疗保健服务的结构怎样?

- (1) 居民是否享有全民医保?如果没有,是否有正在考虑的提议?
- (2) 如果没有全民医保,居民自掏腰包支出占医疗支出总额的比例是多少?
- (3) 雇主提供的健康保险的普及程度如何?雇主提供这项福利是否具有强制性?
- (4) 医疗保健行业属于公共的、私营的,还是公私混合?如果是公私混合,各占多少份额?
- (5) 公司销售健康险的目标细分市场是:个人、机构、政府,还是各细分市场人群皆有?在保单数量、年化标准保费和保险金额等方面的构成比例各是多少?

21. 预计推动增长的长期因素有哪些?

- (1) 公司市场的平均寿命趋势将如何影响人们的健康险需求?
- (2) 医疗费用相对于收入水平是如何发展变化的?
- (3) 公司是否通过提供更低的价格,来奖励或计划奖励客户的健康行为(如不吸烟)?公司打算如何实施这一举措?

财产与意外伤害险

22. 预计推动增长的长期因素有哪些?预计这些因素将如何发展变化?

- (1) 这些市场的宏观经济增长和房地产所有权的趋势是什么?
- (2) 私人汽车拥有量的趋势是什么?涉及的交通意外事故有哪些?
- (3) 公司是否通过提供更低的价格,来奖励或计划奖励客户遵守纪律的行为(如负责任的驾驶)?公司打算如何实施这一举措?
- (4) 公司的产品组成是否包括网络安全保险?

23. 从所有权转向基于访问的消费模式可能产生哪些影响?

- (1) 公司如何看待网约车服务、订车服务和自动驾驶汽车的兴起?这些服务的兴起可能会如何影响汽车保险市场?

24. 公司应对气候变化引起的自然现象不确定性日益增加的策略是什么?公司是否认为极端天气事件发生的频率在不断增加?

环境、社会与治理

25. 公司环境、社会与治理原则、实践和历史表现的具体情况怎样?

- (1) 根据环境、社会与治理原则,公司自有资产管理规模和所持客户资产管理规模的比例各是多少?
- (2) 根据环境、社会与治理原则,公司持有的金融工具和投资性房地产的比例是多少?
- (3) 小额保险产品保护的客户价值和比例、以及产生的总收入各是多少?
- (4) 公司目前是否面临任何诉讼或法律程序?详细情况怎样?
- (5) 目前有争议的理赔总额是多少?
- (6) 为开发或获取识别、评估、管理风险和改善投资绩效的新方法,公司在研究和技术方面有哪些投资和项目?
- (7) 公司如何保护客户隐私和确保客户与商业数据安全?

物流业

供应链的多元组成:恰当考察各类物流服务提供商,做出明智投资决策

作者:卢俊东博士(Alan Lok, 特许金融分析师, 金融风险管理师)、朱暖晖(特许公认会计师公会)、古鲁普拉萨德·贾姆巴纳森(特许金融分析师, 金融风险管理师)

物流业是当今供应链生态系统的重要支柱,旨在确保以具有竞争力的价格、按照规定的时间、将人员和货物高效完好地运送至目的地。为了满足电子商务企业的配送需求,相关技术正不断进步,从而带动该行业实现了快速发展。此外,随着新进入行业的机构迅速创造出许多我们生活不可或缺的服务,各种颠覆性力量发挥着日益重要的作用。

物流业错综复杂,涉及众多利益相关方,其中包括:各级政府、仓库运营商、货运专业服务组织、港口管理机构、运输企业、以及位居两端的最终用户。

在物流行业,每家企业都各有特点。因此,全面了解公司的服务组合,进而深入洞察其业务模式的运作原理,具有至关重要的意义。例如,公司是面向零售市场,还是工业市场?对这些信息的初步了解,可帮助您制定出路线图,以此深入分析目标物流公司每个业务部门的需求因素。

和其他行业一样,需求是物流业的基础。因此,投资者需要了解目标公司的需求来自何处,关注公司提供的不同服务,以及采用何种方式将货物运往目的地。而货物运输量则是另一项关键因素——每年需要定期运输的包裹有多少,这些工作又会集中在一年的什么时候完成?

该行业对不可预测的外部事件相对较为敏感,因此,千万不要忽视宏观经济因素的影响。同时还应衡量物流公司对于业务开展地区经济状况和消费水平变化的敏感程度。专门从事送货上门服务的公司,可能会在中产阶级迅速壮大的地区蓬勃发展,但也很容易受到成熟市场经济低迷的拖累。事实上,虽然截止目前,物流企业的送货上门业务一直受到着电子商务增长的有力推动,但阿里巴巴和亚马逊等电子零售巨头可能会对其构成威胁——这些电子零售巨头正寻求将配送功能整合到自身服务之中。

在对公司服务组合中影响各分支的需求驱动因素有了基本了解后,投资者可通过与同业公司的定价模式进行比较,考察目标公司这方面的优劣。就定价来看,物流公司并没有太

大调整空间。例如,当关注两个大体相似的公司、都是将货物从吉隆坡通过公路运输到新加坡时,我们可以看到,尽管面临相同的燃油价格和送货距离,但他们无疑会提供不同的费率、折扣和报价方式。为了弄清两者之间产生差别的原因,除其他事项外,必须要研究公司的运输规划。首先,规划是否高效?判断的恰当标准之一,就是看“待运货量与卡车数量的比值”(load-to-truck ratio)——比值越低意味着运费越便宜。接下来还需从以下几个维度加以评判:公司建立了怎样的车辆组合?是否具有足够的灵活性以适应需求变化?公司拥有自己的卡车,还是租用卡车?此外,还应考虑是否存在对合同司机或全职员工的偏见。

从环境、社会与治理的角度来看,物流业已具备相当的信息透明度,可以帮助您设定研究要点。全球货物运输会消耗大量化石燃料,因此需要评估公司运营的排放强度,以及为抵消其碳足迹而采取的措施。包装则是有必要考虑的另一项问题——试想那些用大盒包装的网购小商品。为此,投资者需调查目标公司是否正设法减少包装,并使用可生物降解或可回收利用的材料。

有待考察的另一方面,则是目标公司的运营绩效及其关键指标,如利润率和成本等,并与竞争对手作出比较。运费、燃料成本和汇率的变化会对这些指标产生哪些影响?正如我们所知道的,过去的业绩对未来没有任何指导意义,因此要分析宏观经济状况、汇率变动、技术和人口结构等长期重大趋势,正如何影响公司的物流业务模式。这些重要的差异化因素将助推卓越绩效物流企业在与同行的竞争中脱颖而出。

回顾先前曾讨论的那两家从事吉隆坡—新加坡卡车运输的企业,我们还应了解,他们正如何在不同的职能部门中使用技术。例如,他们是否实现了仓库作业自动化,并消除了对叉车司机的需求?随着电子商务的不断发展和竞争加剧,自动化已成为不可阻挡的必然趋势。与金融业的情况类似,物流领域也在受到前沿技术发展的巨大影响。鉴于目前尚未创建概况这方面发展演进的专有词汇,我们可以称之为“物流科技”(logtech)。



行业考察通用问题

1. 请提供公司服务组合的详细信息

- (1) 公司提供着哪些不同的服务:地面运输、空运、海运、转运?
- (2) 面向哪些细分市场:零售、大宗商品、工业?
- (3) 主要处理何种类型的货物:散货、原材料、产成品?
- (4) 目前正在哪些地区开展服务?

2. 哪些不同因素正在影响对公司服务的需求?

- (1) 来自不同的服务、细分市场、货物类型和地区的需求,形成了怎样的组合?
- (2) 就包裹数量、货物数量和运费水平来看,需求组合情况如何?
- (3) 这种需求组合会出现怎样的季节性变化?
- (4) 长期以来,需求组合和季节性波动具有哪些特征?这些趋势是如何发展变化的?

3. 宏观经济因素对需求有着何种影响?

- (1) 在公司业务开展地区,需求对经济状况和消费有多敏感?

4. 公司制定了怎样的运费率表和折扣,定价模式是什么?

- (1) 不同的服务和货物类型怎样收费?
- (2) 这些收费如何根据细分市场和地区作出变化?
- (3) 公司的收费与同行相比如何?
- (4) 费率确定的依据是什么?
- (5) 对批量客户和回头客采用何种定价模式?
- (6) 收费是否存在季节性变化?
- (7) 需求对单位运价变动有多敏感?

5. 预计推动增长的长期因素有哪些?公司预期这些因素将如何发展变化?

- (1) 主要市场有哪些人口和宏观经济增长趋势?
- (2) 在公司运营的市场上,消费份额与投资份额在经济中的结构比例各是多少?该比例正如何发展变化?公司的运营模式是否与这些趋势相一致?
- (3) 从基于所有权(购买并使用)到基于取得(租赁/共享并使用),消费模式的预期转变可能会产生怎样的影响?
- (4) 自动驾驶、机器人和无人机等技术对公司运营的影响程度如何?

6. 市场集中度如何?准入障碍是什么?

- (1) 行业前三名和前五名的市场份额各是多少?公司目前占有多大市场份额?
- (2) 新参与者进入该行业面临的主要障碍是什么?
- (3) 技术对新进入者进入该行业的促进作用有多大?

7. 技术在不同职能部门的应用程度如何?

- (1) 公司是否有综合性的货物处理和跟踪平台?
- (2) 公司是否使用技术驱动型解决方案来防止包裹丢失?
- (3) 是否向客户提供有关其包裹运送情况的自动更新?
- (4) 在预测需求和优化资源时使用了多少技术?
- (5) 是否利用软件解决方案来优化配送服务?

8. 公司运营表现如何?关键指标与同行相比如何?预计趋势将如何发展变化?

- (1) 就包裹数量、运输的吨位和吨英里而言,货运量存在哪些增长趋势?
- (2) 公司的设备利用率是如何发展变化?是否存在季节性变化?
- (3) 过去五年,运费变动了多少?
- (4) 公司的成本占收益的百分比是多少?
- (5) 公司的燃料成本占总成本的百分比是多少?

9. 公司的财务表现如何?关键指标与同行相比如何?预计趋势将如何发展变化?

- (1) 公司收益和成本基础有着怎样的货币组合?
- (2) 公司的毛利率、营业利润率和净利润率各是多少?
- (3) 收益和利润率对运费的每单位变化有多敏感?
- (4) 利润率对燃料成本的每单位变化有多敏感?
- (5) 收益和利润率对汇率变化的敏感程度如何?
- (6) 公司管理燃油成本和汇率波动的对冲策略是什么?

物流服务提供商

10. 电子商务的发展可能如何影响公司的运营?

- (1) 电子商务在主要市场和不同产品类别中的份额是多少?
- (2) 支持电子商务增长所需的支付基础设施成熟度如何?
- (3) 对于亚马逊等电子商务零售巨头建立自己的物流业务趋势,公司是如何看待的?
- (4) 公司充分利用电子商务崛起所带来机遇的策略是什么?

11. 预计新的商业模式会带来多大的竞争?

- (1) 公司对Postmates和亚马逊Flex等轻资产模式的发展演变有何看法?

海洋航运

12. 影响航运服务需求的因素有哪些?

- (1) 航运需求对全球贸易增长和结构的变化有多敏感?
- (2) 该行业新增运力的程度如何?这对需求和价格的实现有何影响?
- (3) 公司预计未来运力增加将如何发展变化?

13. 宏观经济因素对需求的影响是什么?

- (1) 在工业自动化和3D打印的推动下,公司如何看待制造业从发展中国家向发达国家回流的影响?

14. 促进或阻止新参与者进入该行业的因素有哪些?

- (1) 公司经营航运服务需要获得哪些不同的许可和批准?
- (2) 获得这些许可和批准的难度如何?通常需要多少费用?
- (3) 公司运营的海运航线受海盗袭击的影响如何?为最大限度地降低海盗袭击的风险,可能会产生多少额外成本?

15. 公司运营表现如何?关键指标与同行相比如何?预计趋势将如何发展变化?

- (1) 公司拥有和租赁的货船比例各是多少?
- (2) 公司如何决定是自行拥有船舶,还是租赁船舶?这对资产负债表和利润率会产生怎样的影响?

环境、社会与治理**16. 公司的环境、社会与治理原则、实践和历史表现**

- (1) 公司运营的排放强度是多少?每单位吨英里的排放量是多少?
- (2) 客户是否可以选择不抵消其托运货物的碳足迹?
- (3) 公司是否鼓励客户减少包装,使用可降解或可回收的材料,并为此类选择提供便利?从供应商处采购的植物性包装材料是否符合公认的森林认证体系?
- (4) 公司设施中获得节能、节水和减排措施认证或实施节能、节水和减排措施的比例是多少?
- (5) 公司在员工和承包商工作条件方面的历史表现如何?
- (6) 为确保员工的健康和安全,公司在设施、车队等业务中采取了哪些措施?公司在死亡率、受伤率和损失时间事故率方面的历史表现如何?
- (7) 公司在海洋污染(黑水及灰水排放)方面的历史表现如何?为最大限度减少对环境的影响,公司已采取了哪些措施?

教育

同类最优:教育行业的投资基础

作者:卢俊东博士(Alan Lok, 特许金融分析师, 金融风险管理师)、朱暖晖(特许公认会计师公会)、古鲁普拉萨德·贾姆巴纳森(特许金融分析师, 金融风险管理师)

更快、更高、更强——或许是奥林匹克的座右铭,但它也反映了人类在已有成就基础上不断进步的基本愿望。教育就属于这一情况:无论是百万富豪还是工薪阶层,父母都本能地希望自己的孩子超越前辈们所取得的成就——这种意愿在新兴市场尤为强烈。

幸运的是,受教育已不再是少数特权阶层独享的殊荣,而是成为了普遍可获得的基本权利。今天,世界各地几乎所有的孩子都必须上学,而无需渴求得到入学机会。从投资角度看,教育是一种非选择性的服务,或者更准确地说,教育行业不能基于个人好恶自行作出决定——在教育供求差距悬殊的国家中,情况更是如此。通常就这些经济体来看,人口的年龄中位数较低,公共教育体系也有待完善。因此,这些国家的父母会不遗余力地使孩子在求学道路上更进一步,即便无法步入高等学府,至少也要接受中等教育。

就行业分析而言,这意味着什么呢?首先,我们需要把教育分为两类:一类是纳税人资助的公共教育机构;另一类则是由地方或跨国机构经营的私立收费教育机构。在本文中,我们主要考察后一种可投资实体。

该投资决策框架并非是针对该行业的明确指导,而是提供一种着眼点,启发并激励您更深入地分析研究相关投资因素。

当地市场及经济状况

我们从考察目标公司国内市场的就业状况、及其对教育需求的影响入手。

- 首先,评估雇主方和学生对学历的重视程度。随着经济体变得越来越以知识为导向,势必需要更多的专业技能;因此对于更完善、更高水平的教育,需求很可能会持续增加。
- 其次,评估衡量失业率对学生入学率的影响。基础教育需求可能具有一定周期性,而高等教育需求实际上会呈现出反周期性质——即经济萎缩往往会导致越来越多的学生选择继续深造,因为空缺职位相当有限,下定决心的家长们也会想方设法找到资金支付大学学费。当然,您还应尝试预测这些趋势将如何发展演变。
- 最后,应注意目标公司所在市场的广泛经济结构。农业、制造业和服务业在经济中的比重如何?在这些领域中,哪一个行业雇佣人员最多?**服务业活动是敏锐的经济健康状况晴雨表,它和知识型产业的增长前景,正日益成为决定就业能力和教育系统需提供课程特征的重要因素。**

这些课程能否发挥作用?

在初步了解目标公司国内市场的经济状况后,投资者接下来可以评估其服务组合。这些服务是否与公司的客户群紧密相关?收益模式是否可扩展?

教育服务可涵盖从文法学校、学院、大学,一直到私人补习班、职业培训和备考等各个领域。投资者需要构建一幅架构图,显示这些服务的细分情况(如本科、研究生、博士),并考察其中所提供的课程类型。在具有旅游吸引力的发展中国家,您可能会看到更多的教育机构提供酒店管理课程。相反,发达市场则会专注于提供商业、艺术、科学和工程等领域。

由于教育是一种服务产业,因此公司提供服务的优劣是另一项关键因素。**投资者可查看公司运营的网点或中心数量,以及招收的学生人数;同时,估算这些机构中每一生源的收入与运营利润。**公司是否在所有网点都提供全套课程?这将有助于您判断企业的实力,因为广泛的市场宣传并非总能转化为深入的市场渗透。

如果仅提供行业分析框架,却未曾提及技术正如何对教育领域产生的颠覆性影响,那么无疑是我们的失职。远程教育市场目前正蓬勃发展——尤其是在亚洲,其中原因之一,是由于各领域的合格师资短缺,迫使学生不得不寻求在线解决方案。因此,投资者需要了解目标公司的主要市场是否易于获取低廉、高速的互联网连接,确定公司到校学习和通过虚拟渠道学习的生源注册率与收益占比,以及该比例与竞争对手的对比。

从收益的角度讲,投资者应设法确定公司如何赚钱:是来自学费、书本费,还是其他收费?接下来,需要考察公司预期这些不同费用在未来三到五年的增长速度。公司是否打算扩大业务范围,在新的学习领域开设课程?这些判断也可针对某一区域进行,因此还应了解公司有无在其他地方开设培训机构的计划。

公立与私立

教育行业面临的竞争不仅来自提供类似产品的公司,也来自公共教育机构。各国对私立教育的态度各不相同,一些国家认为它是一项不可或缺的服务,有助弥补薄弱的公共教育体系,另有一些国家则将其视为一种奢侈项目。无论何种态度,您都必须了解公立学校体系在目标公司所在市场的优势。考察不同细分市场的基础设施和招生比例,了解学生为何青睐公共教育机构,而非同等规模的私立教育机构。**雇主们又对此如何看待?例如,他们是否更加青睐于接受私立教育的学生?**

比较对比

如果对公司的具体情况和环境因素有了大致了解,便可对成本进行比较。**我们鼓励您将公司主要市场的人均收入水平与每年的平均学费加以比较,观察其是否同步上升。**此外,还应了解奖学金和资助对学生注册率的影响,以及学业得到此类资金支持的学生比例。

另一则需要注意的因素是,使用公司设施的留学生比例。从财务角度看,这些学生提供了额外的收入来源——在某些情况下,外国学生的收费较高,并能给机构带来“国际学习中心”的荣誉。

针对学校的规则

投资者需要花点时间研究教育行业的监管要求,关注公司所在市场的教育政策,以及对私立教育机构的普遍态度,这可能包括每个市场的许可制度。此外,还应了解教育机构可能面临的挑战——正在制定的各项立法可否对其运营产生有利或不利影响?

环境、社会与治理相关信息

无论您是金融业从业者还是投资者,都必须认识到,投资界非常有必要了解环境、社会与治理问题。因此在调研过程中,应评估目标公司是否了解与环境、社会与治理有关的各种风险,并采取了相应化解措施。例如,该公司是否明白人们对其费用结构的看法,以及负面意见能否令其声誉受损?与之类似的还包括,公司是否充分利用教师和学生的专业知识和研究成果,为弱势群体人员提供支持,抑或为慈善事业做贡献?

在这一点上,教育行业才刚刚受到关注。总体而言,上述分析只是为您概况介绍了教育类公司的运作情况,以及各种商业模式是否具备可持续性。我们希望您能进一步展开研究工作,因为该行业还有许多详细问题需要具体探讨。



01

所提供的课程组合是什么?



服务的细分市场



课程层次



学习领域

06

环境、社会与治理注意事项



对本地社区的贡献



对慈善机构的贡献



对勤奋学习者提供的奖学金

05

绩效与盈利能力



招生趋势和新生人数



营销策略与成本



新生获取成本



从问询到注册的转换成功率

02

收益模式



收益来源



服务功能的增加范围



拓展进入新课程或市场



提供新产品



可扩展性



每个学生的收益



每个学生的运营利润

03

服务概况



培训中心或设施的数量



运营成本



留学生参与度



虚拟授课渠道的使用情况



新兴领域的产品

04

结构性影响



准入障碍



政府政策及资助



公共教育机构的地位



师生比



品牌与声誉



兼职和虚拟学习市场



特许经营模式

行业分析

教育

行业考察通用问题

1. 公司主要市场的就业状况会如何对教育需求产生影响?

- (1) 雇主对学历作为就业标准的重视程度如何?
- (2) 学生和员工如何看待学历在就业市场上的作用?
- (3) 这些趋势是如何发展演变的?预计未来会如何变化?
- (4) 失业率对进入高等教育的学生有多大影响?

2. 提供的课程组合

- (1) 公司提供哪些不同细分市场(备考、文法学校、私人补习班、普通学校、职业培训、学院、大学)的课程?每个细分市场中所有教育机构的分类是什么?
- (2) 在哪些不同的层次(非正式教育、预科、学院、大学、本科、研究生、博士)提供学习课程?
- (3) 公司在哪些学习领域(艺术、商业、酒店、人文学科、生物科学、科学、技术、工程与管理)开设有课程?

3. 公司的收益模式是什么?它的可扩展性如何?

- (1) 公司学费、书本费、学习资料费和考试费等组成部分的收益结构如何?
- (2) 公司如何展望未来几年这些细分市场的增长?预计未来3-5年的收益结构有何变化?
- (3) 公司打算怎样扩大其业务?
- (4) 公司是否计划在新的细分市场、层次或学习领域开设课程?
- (5) 是否有计划扩大目前开设课程的能力?
- (6) 是否有计划在新的城市开设课程,或者在公司已涉足城市增设培训中心?
- (7) 公司是否计划扩展进军新的国家?
- (8) 设想引入新课程或新地点的规模或范围的效率如何?这些效率是否很容易实现?预计会在哪些方面面临挑战?

4. 公司的授课网络

- (1) 公司运营了多少个网点或中心?这些设施位于多少城市?
- (2) 各网点的招生人数是多少?
- (3) 在这些网点平均招收的学生有多少?
- (4) 不同网点每个学生的收益与运营利润是多少?
- (5) 是否所有网点都提供所有课程?如果不是,公司计划如何在不同的网点扩展其课程?

5. 公司的课程是否可通过虚拟授课渠道获得?

- (1) 公司的主要市场是否易于获取低廉、高速的互联网连接?这些服务的可获得性是如何发展变化的?
- (2) 通过虚拟授课渠道提供的课程比例是多少?
- (3) 公司是否期望看到网上对特定课程的需求不断增加?
- (4) 面对面授课和虚拟授课渠道之间学生注册率与收益的构成比例是多少?相对于竞争对手,公司处于何种位置?
- (5) 两个渠道的课程完成率有何不同?
- (6) 某一渠道的利润水平是否比另一渠道更有吸引力?
- (7) 预计未来面对面授课和虚拟授课渠道的构成比例会如何变化?

6. 经济状况变化对需求有哪些影响?

- (1) 主要市场的教育需求具有反周期性,还是无周期性?
- (2) 这种周期性在不同的细分市场、层次和学习领域有何不同?
- (3) 目前最热门的学习领域是什么?
- (4) 公司目前的课程组合与这种周期性和需求状况相比如何?

7. 与主要市场的收入水平相比,教育费用和负担能力如何?

- (1) 公司主要市场的人均收入水平是多少?
- (2) 平均每年收取的学费是多少?与收入水平相比如何?
- (3) 奖学金和资助的可获得性对招生率有多大影响?
- (4) 自费学生与受资助学生的比例各占多少?

8. 未来海外留学生的比例是多少?

- (1) 在主要市场,校区中国际学生的到来有着怎样的重要性?
- (2) 公司现有留学生的比例是多少?
- (3) 这些学生通常来自哪些国家?
- (4) 校区所在国家的移民和签证制度有多友好?
- (5) 预计国际学生原籍国的高等教育服务可获得性将如何发展变化?这些国家的设施数量或质量会上升,还是下降?预计这些趋势会对未来招收国际学生产生怎样的影响?

9. 影响需求的人口构成和宏观经济因素是什么?

- (1) 主要市场15-25年龄段的人口比例是多少?
- (2) 预计这一比例未来将如何变化?移民对这一预测可能产生怎样的影响?
- (3) 主要市场的城市化趋势是什么?
- (4) 主要市场的教育支出占GDP的百分比是多少?
- (5) 主要市场的人均教育支出是多少?
- (6) 不同教育阶段的总入学率是多少?预计会如何发展变化?

10. 公司主要市场的经济部门(农业、制造业、服务业)各占多大比例?

- (1) 哪些行业雇佣的人员最多?
- (2) 在这些就业市场中,哪些学习领域需求非常旺盛?
- (3) 服务业的增长速度有多快?预计未来的发展速度如何?
- (4) 主要市场上向知识型经济过渡的前景如何?

11. 不断发展变化的新学习领域包括哪些?

- (1) 公司如何确定学生可能感兴趣的新学习领域?
- (2) 公司如何开发课程、获取师资和在新的学习领域开设课程?
- (3) 根据市场趋势审查目前课程组合的频率如何?

12. 市场新参与方面临的准入障碍是什么?

- (1) 主要市场是否有新参与者进入的空间?
- (2) 特定的细分市场和学习领域是否存在供不应求的情况?如果是,公司目前在这些细分市场和学习领域提供了哪些课程,以及计划提供哪些课程?
- (3) 在不同的细分市场、层次和学习领域是否可以获得足够的合格教员?
- (4) 新进入者是更容易进入特定的细分市场、层次和学习领域,还是在所有这些领域都面临着相同的准入障碍?
- (5) 公司目前是否在准入门槛相对较低的领域开设课程?如果是,公司在这些领域的课程有何独特之处?

13. 公司主要市场中制定有哪些教育政策?

- (1) 关于私营部门在教育领域的作用,政府有哪些政策?
- (2) 与不同教育细分市场 and 层次有关的监管结构是什么?
- (3) 私立教育机构面临哪些监管障碍?
- (4) 获取必要批准的难易度如何?

14. 可获得多大程度的财政援助?

- (1) 公司或其学生是否从政府或其他来源处获得补贴、奖学金、优惠或其他形式的财务/非财务援助?
- (2) 未来学生获得教育贷款的可能性如何?
- (3) 公司是否建立了合作伙伴关系,以便为未来学生贷款提供便利?

15. 考虑到扩张计划,预计在相关政府政策和条例方面将面临哪些挑战?

- (1) 实施扩张计划必须获得何种批准?
- (2) 在扩大收益模式方面,公司可能面临哪些法律和监管挑战?
- (3) 学费或其他收费是否有上限?
- (4) 在公司计划进入的海外市场,对外国实体在教育领域的投资和参与是否有任何限制?
- (5) 在公司运营的其他方面是否有限制或规定?

16. 公司主要市场的公共部门中,教育基础架构何在?

- (1) 公共教育机构有多强大?他们在不同细分市场、层次和学习领域的招生比例是多少?
- (2) 在公立机构和私立机构之间,学生群体偏好于哪一方?
- (3) 市场、雇主、学生和教员对私立机构的看法是什么?

17. 主要市场和学习领域的供求平衡如何?

- (1) 不同细分市场、层次和学习领域的供求是否不匹配?
- (2) 公司提供的课程与所需课程的匹配如何?其中哪些课程由竞争对手提供?
- (3) 根据需求的变化,公司如何快速调整其课程?
- (4) 学生对学习时间长短的偏好是如何变化的?学生通常更喜欢学习时间较长的课程还是较短的课程?

18. 公司在主要市场的品牌价值和声誉方面具有何种地位?

- (1) 公司有多少校区和学院参加了全国和/或国际高等教育机构排名?
- (2) 参加的校区和学院在这类排名中表现如何?
- (3) 公司是否打算提高参与度以及自身在这些排名项目中的位置?
- (4) 公司的各个校区及其相关学习课程要求和获得的各种认证是什么?

19. 与业界及其他机构的合作及伙伴关系

- (1) 公司是否与相关行业合作开设各种学习课程?
- (2) 公司能够如何有效地为学生提供实习机会?
- (3) 公司是否与国内外知名机构有结对项目?

20. 在主要市场吸引合格和优质教员的难易度如何?

- (1) 公司教员的平均成本是多少?
- (2) 与非学术性雇主为同样合格的员工提供的薪酬相比,教员的薪酬如何?
- (3) 这种薪酬水平留住合格教员有多困难?公司如何有效应对教员的流失问题?
- (4) 师生比是多少?与私营部门同行和公共机构相比如何?
- (5) 在学科领域、市场发展及教学方法方面,公司如何确保教员跟上时代发展?
- (6) 公司教员是否积极开展和参与研究与出版工作?

21. 兼职和虚拟学习模式的市场是如何发展变化的?

- (1) 相对于全日制课程,这些渠道的市场规模有多大?增长速度有多快?
- (2) 雇主和学生对这些模式的接受度如何?
- (3) 哪些学习领域的接受度特别高?
- (4) 公司利用这些渠道进行扩张和增长的战略是什么?

22. 公司是否采用特许经营模式?

- (1) 公司直营业务与加盟方运营的业务各占多大比例?
- (2) 如果采用特许经营模式,它是如何构建的?
- (3) 哪些事项由公司管理,哪些方面由加盟商管理?
- (4) 加盟商的投资比例是多少?
- (5) 收益、成本和利润分享的依据是什么,比例是多少?

23. 目前的招生趋势怎样?新生首先选择何种课程?

- (1) 学生参加课程的平均学习时间是多久?
- (2) 这种情况是如何发展变化的?学生是青睐于时间较短的课程,还是时间较长的课程?
- (3) 课程学习时间对公司的成本结构和利润有何影响?
- (4) 与学习时间较长课程相比,学习时间较短课程的盈利能力如何?

24. 请解释说明公司的营销拓展策略

- (1) 公司的营销支出是多少,如何分配?
- (2) 公司如何与潜在的学生建立联系?
- (3) 使用了哪些渠道?其中哪些渠道最有效、最高效?
- (4) 获取新生的平均成本是多少?这在不同的细分市场、层次和学习领域有何不同?

25. 公司的运营费用、成本和利润率是多少?与同行相比如何?

- (1) 公司的成本结构是怎样的?
- (2) 教员与非教员的比例是多少?与同行相比如何?
- (3) 公司每个学生的日常管理费用是多少?与同行相比如何?
- (4) 公司如何有效利用教室空间?是否采用白天、晚上或周末课程模式,实现基础设施利用最大化?
- (5) 公司的营运利润率是多少?与本地和全球同行相比如何?

26. 如何应对与政府和监管机构的关系?

- (1) 公司运营需要与多少个不同的政府部门和机构打交道?
- (2) 公司如何确保与这些机构公平交易,并符合适用的法律、监管和治理要求?
- (3) 公司发起人、主要投资者、附属公司或高管是否与重要的政客或政府官员有任何的家庭或商业关系?
- (4) 在与政府和监管机构打交道的过程中,公司是否曾被调查或被指控存在违法或不当行为?
- (5) 公司是否曾面临贿赂、或向政客或政府官员支付“回扣”的指控?
- (6) 公司是否向政党进行过捐款?如果有,请提供详细捐款情况信息。

环境、社会与治理**27. 公司的环境、社会与治理(ESG)原则与实践各是什么,历史表现如何?**

- (1) 公司是否为来自弱势群体的学生提供支持?
- (2) 公司是否建立有计划,用以提高学生对ESG和可持续发展问题的认识?
- (3) 就公众对收费决定透明度和公平性的看法,公司有着怎样的了解?
- (4) 公司采取了哪些措施来确保校区内的师生环境安全?
- (5) 公司是否充分利用教员和学生的专业知识、技能和研究工作,来为社会、社区和慈善事业做出贡献?

棕榈油

深入了解考察该行业投资基础

作者:卢俊东博士(Alan Lok, 特许金融分析师, 金融风险管理师)、朱暖晖(特许公认会计师公会)、古鲁普拉萨德·贾姆巴纳森(特许金融分析师, 金融风险管理师)

参与者:克拉拉·梅洛特(Clara Melot)、埃莉诺·斯宾塞(Eleanor Spencer)

从食用油到生物燃料,再到食品添加剂、肥皂、化妆品、润滑剂和纺织品中使用的油脂化学品,棕榈油及其精制衍生产品在许多方面影响着我们的生活。鉴于这种商品的普遍性,我们决定自行对其加以分析,就一些因素和动态提供洞察,供投资者在分析有关棕榈油生产的公司时纳入考量。

市场参与者

目前,东盟国家是世界最大的棕榈油产区,占总产能的85%,其中印尼和马来西亚两国的市场地位最为突出;而全球剩余产量中的大部分则分别来自泰国、尼日利亚和哥伦比亚。从地理位置上看,印度是主要的消费国,以原油形式将棕榈油用作食用油;欧盟则利用棕榈油精制产品制造生物柴油和糖果糕点;此外,同印度一样,中国也是主要的食用油消费国。

考虑到该商品在世界这些地区的相对重要性,许多棕榈油贸易公司纷纷在新加坡证券交易所、马来西亚证券交易所和印度尼西亚证券交易所进行相关交易。其中,新加坡上市公司丰益国际(Wilmar),以及森那美(Sime Darby)、吉隆坡甲洞(KL Kepong)和IOI集团等马来西亚公司都是该地区进行相关交易的最大企业。

复杂的收入链

棕榈油公司的整合程度各不相同,销售与收入潜力决定了公司在价值链中的定位。这些定位包括:上游种植园生产、中游精炼,以及下游贸易和分销。因此,投资者在选择投资该行业时,必须对许多指标进行考量。

在评估上游种植园层面的收益潜力时,投资者需要根据目标公司的产品情况,考察每公顷种植园的鲜果串(FFB)产量、碾磨产量以及毛棕榈油(CPO)和棕榈仁的出油率。**此外,投资者还应密切关注平均售价的发展趋势(通常以每吨美元计),这对于衡量目标公司在市场上的定价权至关重要。**

对于中游加工生产而言,投资者需要考察加工厂的利用率水平,以及毛棕榈油精炼、油脂化学品、特种油和脂肪生产之间的销售细目;后者主要用于婴儿食品、动物营养、烘焙和糕点糖果产品。在考察供应链下游端时,投资者应对照贸易和分销活动的相关收入,考量生产(食用和非食用油及脂肪、混合油和生物柴油)相关收入来源的相对贡献。更为复杂的是,由于大部分生产往往用于出口,因此收入往往也会受到全球发展和汇率变动的影响。

由于创收来源各有差异,因此并不存在两家完全相同的棕榈种植企业。例如,在上游层面,产量可能因种植地点和树龄不同而有很大差别。因此,仅仅根据种植面积进行比较毫无意义。

利润影响因素

投资者在分析该行业时,必须将许多影响盈利能力的决定性因素纳入考量。由于棕榈油种植属于劳动密集型产业,因此薪资成本和工资上涨对该行业公司的运营会产生很大的影响。就这点而言,虫害管理、肥料和运输成本可能会占很大一部分。因此,有效采用技术和先进的种植管理实践(如嫁接、组织培养和选定品种的无性繁殖),也是确保盈利能力的重要决定因素。此外,土地储备的质量和数量,也可能对上游参与者的盈利状况起着决定性作用。因此,投资者在评估土地的成熟度时,应从以下三个阶段进行考量:

- 3-7年:产量增长阶段;
- 7-12年:成熟阶段;
- 12-25年:产量下降阶段。

同时,投资者还应考察“棕地与绿地”的结构比例,以及与环境敏感区域的邻近度。

从更广泛的商业角度看,投资者应设法衡量目标公司对特定产品类型、客户和地域的依赖程度,以及相应的竞争程度。除了解市场参与者的数量外,还应考察盈利动态受新参与者准入障碍和替代产品可用性影响的程度。

需要注意的风险

与其他大宗商品一样,毛棕榈油价格将会根据全球库存水平而波动。此外,收成和产量可能对降雨量或厄尔尼诺事件等气候因素高度敏感。虽然对许多农产品生产商来说,气候问题已司空见惯,但专注于可持续发展问题的绿色运动,正对棕榈油产业产生越来越大的结构性影响。

例如,环境、社会与治理(ESG)相关倡议,包括在整个供应链越来越多地采用“不砍伐森林”、“不使用泥炭地”和“不开采”政策等,在欧洲已普及实施,而目前在亚洲正引起广泛关注。本框架稍后将更加详细地讨论其意义所在。

在棕榈油行业,监管因素也会对每项业务的经济收入产生一定影响,这主要体现在有关最大土地面积所有权、印尼等地的价格干预、以及在其他地区使用进口关税的相关规定中。在印尼,毛棕榈油食用油是计算通货膨胀的核心指标。

投资者需要仔细考察的另一个方面是,开发新的供应来源。棕榈油行业不仅在其成熟地区进行扩张,一些亚洲公司还开始在拉美和中西部非洲建立土地储备。

然而,这一扩张也带来了一些挑战,因为每个新开发地区都有其自身的环境、社会与治理要求。例如,在非洲,一些经营活动已经因土地使用冲突而受阻。与此同时,作为2020年减排战略的一部分,印尼出台了一项禁令,禁止在原始森林和泥炭地发放新的棕榈油种植许可证。2011年首次决定停止开发禁令,随后于2017年5月进行第三次延期,并将持续到2019年5月。为实现减排目标,其他国家政府可能会纷纷效仿,采取相应措施,因此,投资者必须考虑,这些禁令可能对那些尚未采取零森林砍伐政策的公司产生的影响。

随着人们健康意识的不断增强,投资者需要注意,人们对棕榈油的想法褒贬不一。然而,人们很难从健康的益处或者其他方面对其进行全面评价,因为这在很大程度上取决于油的加工方式,以及每个消费者的饮食习惯。

不断发展变化的行业动态

为了应对这些风险,棕榈油行业正在经历不可避免的变革。例如,由于与森林砍伐有关的更严格许可要求,以及为解决冲突而进行的补偿,经营成本正不断上升。此外,投资者还应考察知名企业之间的并购活动。就这一点而言,决定因素包括:

- 通过规模经济实现成本节约;
- 出于分散风险的目的,大宗商品交易商青睐于对上游进行整合;
- 通过采用新的信息技术,全球供应链管理日益复杂,这正不断增加了并购的吸引力;
- 需要建立一个可持续的可再生能源来源平台,鼓励非种植园参与者进入棕榈油行业。

考虑到不断变化的运营环境,行业参与者发现,自身只有围绕其核心竞争力创建一系列差异化优势,方能生存下去。因此,投资者需要密切关注这些发展趋势,其中可能包括:

- 实现作物高产优质;
- 通过提高生产率和实现规模经济来提高运营效率;
- 拥有卓越的资源加工技术专长;
- 深谙可持续发展实践——坚持这一点,就有可能释放对“绿色”高度敏感的海外市场。

谨慎推动

我们能够确定一些可能在中长期影响该行业的增长推动因素。鉴于其性价比相对较高,因此棕榈油已成为化妆品和保健品日益重要的配料成分。同时,棕榈油也是最富有成效的植物油,因此,如果技术进步能改善口感,那么我们将看到它作为高档食用油替代品的作用将不断扩大。

此外,棕榈油还具有被开发为生物燃料的广阔前景,但投资者应谨记,这一发展演变可能会因欧盟的阻挠而陷入困境,因为欧盟提议将棕榈油排除在“可再生能源指令”(RED)之外,并将在2018年底前,做出相关最终决定。

如前文所述,在影响该行业企业的生存和盈利能力方面,环境、社会与治理(ESG)相关事项发挥着重要作用。作为投资者,需要考察的因素包括目标公司相关可持续发展政策的范围及稳健性;了解公司的需求是否扩展至小农户和供应商,这将有助衡量公司运营或其供应链中出现的环境与社会争议相关风险。供应可追溯性水平也是投资者需要考量的另一个重要因素,因为可追溯性提供了原材料从种植园或加工厂到客户这一过程的证据;这对于从可持续的角度支持产品遵循最佳实践的主张,具有至关重要的意义。同时,投资者还应考量排放强度和废水管理等其他环境因素。

实践中,包括家乐氏(Kellogg's)和联合利华(Unilever)等巨头在内的消费品论坛,已郑重宣告将改善供应链,并且不与涉嫌砍伐森林的相关棕榈油公司合作。该论坛着力于到2020年实现森林零净砍伐目标。

此外,投资者还需要考量一系列更广泛的因素,其中包括:部分原著民和地方社区的权利和待遇、“食物与燃料”之争、森林砍伐和生态破坏,以及劳工权利等。

随着该行业需要满足严格的环境标准,环境、社会与治理(ESG)相关认证和恰当报告显得日益重要。2016年3月,马来西亚一家上市公司因ESG未达标而被取消棕榈油可持续发展圆桌会议组织认证。为了应对这一问题,该公司提高了透明度,加强了与利益相关方的对话。到2016年8月,在有关部门宣布对取得的进展感到满意后,其相关认证才得以恢复。

对本报告的贡献:

克拉拉·梅洛特(Clara Melot)



01 地理位置



供应国

- 印尼、马来西亚和泰国占全球产量的85%
- 尼日利亚、哥伦比亚等国



消费国

- 印度:食用油
- 欧盟:生物柴油和糖果糕点(作为黄油替代品)
- 中国:食用油

02 用途:需求来源



食用油



黄油和反式脂肪的便宜替代品



非食用用途:盥洗用品,化妆品



生物燃料



动物饲料

03 收益潜力

在价值链中的位置



上游 (种植)



中游 (加工生产)



下游 (贸易及分销)

04 盈利能力决定因素



成本费用



管理实践



竞争水平



土地储备的数量和质量



对产品类型/消费者/地理位置的依赖

05 主要风险



对全球库存的敏感性



对气候变化敏感的产量



绿色运动



消费者健康意识



新供应的合适土地



增加的监管规定

行业分析

棕榈油

07 环境、社会与治理因素



可持续发展政策



棕榈油可追溯性



认证及报告



排放强度



与原住民的土地使用纠纷



食物与燃料之争



废水管理



社区及劳工权利



生物多样性丧失



森林砍伐和环境破坏

06 不断发展变化的行业动态



业务成本不断增加



大型企业间的合并



根据核心竞争力进行差异化定位

行业考察通用问题

1. 公司产品的详细情况是怎样的?

- (1) 公司在供应链的哪些环节开展业务:上游(油棕种植园)、中游(果仁压榨厂、榨油厂、棕榈油精炼厂等)、下游(生产食用和非食用油及脂肪、混合油、生物柴油等),还是贸易?
- (2) 公司生产哪些产品:鲜果串(FFB)、毛棕榈油(CPO)、棕榈仁粕(PKM)、棕榈毛油(CPKO)、精制油、食用和非食用(如油脂化学品)油及脂肪、混合油、生物柴油?
- (3) 散装产品和特种产品的占比各是多少?
- (4) 最终产品的饱和脂肪酸含量是多少?
- (5) 棕榈油可持续发展圆桌会议组织认证体系涵盖了公司产品比例是多少?
- (6) 根据棕榈油可持续发展圆桌会议组织定义的四个可持续棕榈油供应链选项(绿色棕榈、身份保护、质量平衡和隔离)划分,公司产品的构成比例各是多少?

2. 公司面向哪些终端用户市场?

- (1) 批量销售与零售的产品比例各是多少?
- (2) 谁是终端用户:食品生产商(加工食品、糖果、糕点、巧克力、人造黄油、面包、饼干、冰淇淋、方便面等制造商)、食品服务提供商(速食餐厅、工业餐饮服务供应商等)、非食品用途(化妆品、盥洗用品、清洁产品、工业及加工用化学品、制药、动物饲料、生物燃料、润滑油和油漆等制造商)?
- (3) 公司是否向零售连锁店供应包装产品,以便在其自有品牌下销售?
- (4) 公司是否以自己的品牌直接向零售客户(家庭、小餐馆等)销售产品?

3. 公司产品的消费情况如何?

- (1) 对散装产品与特种产品的需求是什么?
- (2) 公司主要市场所在地区的食用脂肪及油(主要作为烹饪介质)人均直接消费量是多少?
- (3) 食用脂肪的人均间接消费量(加工食品和包装食品)是多少?
- (4) 加工食品和包装食品在消费盘中的份额各占多少?
- (5) 非食用脂肪及油(如盥洗用品、化妆品等)的消费水平是多少?

4. 生物柴油的使用推动了多少需求?

- (1) 推动生物柴油需求的因素有哪些?
- (2) 石油基柴油的价差是多少?
- (3) 在没有补贴的情况下,原油价格在何种水平能使生物柴油变得经济实惠?
- (4) 预计石化柴油和生物柴油之间的价格平价将如何发展变化?
- (5) 使用生物柴油的主要地区有哪些?
- (6) 这些地区的政府对生物柴油的补贴程度如何?
- (7) 补贴制度可能会持续多长时间?

5. 公司产品消费的地理概况是怎样的?

- (1) 就目前和未来的需求而言,公司不同产品的主要市场有哪些?
- (2) 发达市场和新兴市场之间各占多少?
- (3) 哪些市场对有关油棕产品的可持续发展问题高度敏感?

6. 公司产品的需求情况是怎样的?需求推动因素有哪些?

- (1) 在每个终端市场中,棕榈基脂肪与其他来源的脂肪各满足了多少需求?
- (2) 在主要市场中,每个终端市场的脂肪及油的消费量各以怎样的速度不断增长?
- (3) 与其他来源的脂肪相比,棕榈基脂肪的消费增长情况如何?
- (4) 对于每一个最终用途的市场,棕榈基脂肪的替代品是什么?这些替代品的相对优缺点是什么?这会如何影响对棕榈基脂肪的需求?
- (5) 对于各个地区不同终端市场的不同产品,推动需求的不同因素有哪些:价格、易获得性、替代品缺乏、国内来源缺乏,以及质量和健康方面的考虑等?
- (6) 对公司产品的需求是否有季节性?

7. 决定公司产品定价的因素有哪些?

- (1) 与其他油及脂肪来源相比,价差是什么?
- (2) 不同产品(如毛棕榈油、棕榈仁油、精制棕榈油、食用油脂、生物柴油)的价格相比如何?
- (3) 最终产品中的脂肪酸含量会如何影响价格?
- (4) 根据脂肪酸含量,可将产品分为哪几类?
- (5) 人们对质量和健康的看法会如何影响价格?
- (6) 哪些最终用途市场提供了更好的价格?
- (7) 定价是否有季节性变化?

8. 收益与利润的构成比例各是多少?

- (1) 按终端市场、产品和地区划分, 收益与利润的构成比例各是多少?
- (2) 各个终端市场、不同产品和地区的利润率有何不同?
- (3) 供应链不同环节的利润率分别是多少?

9. 公司业务的长期驱动因素有哪些?

- (1) 不同地区产品的人均直接消费水平和间接消费水平各是多少?按终端市场和产品划分的消费水平份额各是多少?
- (2) 在各地不同的终端市场和产品中, 结构性增长的潜力有多大?预计其中哪些市场将推动结构性增长?
- (3) 按最终用途和地理位置划分, 哪些市场对有关油棕榈产品的可持续发展问题具有更高的敏感性?
- (4) 随着收入与繁荣度的提升, 其他地区的消费者是否可能对可持续发展问题变得更加敏感?
- (5) 技术已在以下哪些领域发挥着重要作用: 如种植作业机械化、作物管理、榨油、可持续管理等领域?

10. 预计哪些消费者驱动因素会影响结构性需求?

- (1) 提高消费者对脂肪、反式脂肪和转基因作物相关健康影响的认识, 会对需求产生怎样的影响?有关脂肪、反式脂肪和转基因作物对健康的负面影响观点, 会对需求产生怎样的影响?
- (2) 对棕榈作为低反式脂肪油的非转基因来源的积极看法, 在多大程度上抵消了对高饱和脂肪油会增加心脏病和癌症风险的消极看法?
- (3) 消费者对不同油品质量不断变化的看法, 将如何影响消费者的偏好?
- (4) 反对转基因产品日益高涨的情绪是否可能影响消费者的选择?
- (5) 对天然和有机产品日益增长的偏好将如何影响消费者的选择?

11. 哪些监管驱动因素可能会影响结构性需求?

- (1) 在不同地区, 关于所用油来源的标签要求是什么?
- (2) 在这方面是否即将发生监管变化?
- (3) 有哪些变化?这些变化会对棕榈产品的使用产生怎样的影响?
- (4) 环境行动主义对油棕需求的挑战程度如何?
- (5) 公司打算如何应对这些挑战?

12. 在不同的终端市场和产品方面, 棕榈基脂肪的潜在替代品有哪些?

- (1) 与替代品相关的挑战是什么?这些挑战对棕榈有利的程度如何?
- (2) 这些挑战可能会持续多长时间?何时以及在何种价位上, 成本效益平衡可能会对棕榈不利?

13. 市场集中度如何?准入障碍是什么?

- (1) 按产品、终端市场和地区划分, 行业排名前三位和前五位供应商的份额分别是多少?
- (2) 促进或阻碍新参与者进入该行业的因素各有哪些?
- (3) 是否有任何强制禁止或自愿暂停在新土地上种植的规定?
- (4) 在日益注重可持续发展的背景下, 新进入者参与竞争的难度如何?
- (5) 新进入者是否因是行业小白(即现在看来没有不良历史表现)而具有优势?

14. 公司土地储备的规模和质量如何?

- (1) 公司拥有的储备土地与公司管理的土地构成比例各是多少?
- (2) 这些地块位于何处?
- (3) 公司持有的种植园距离法定保护区、高保护价值区(HCVA)以及高碳储量区(HCSA)远近如何?
- (4) 分区制和土地使用条例对管理种植园有何作用?这些管理规定可能如何发展变化?公司是否预见到任何潜在的挑战?
- (5) 对种植园土地的所有权有哪些限制?
- (6) 是否允许外国人拥有种植园土地的所有权?
- (7) 对单个实体可以拥有的土地面积是否有上限?
- (8) 政府出于各种不同目的收购公司部分土地储备的可能性有多大?

15. 棕地(已种植)与绿地(未种植)各占多大面积?

- (1) 公司棕榈田的老化情况如何?
- (2) 不到3年挂果树龄的棕榈田占多大比例?
- (3) 已经开始有产出(树龄超过3年)的棕榈田占多大比例?
- (4) 处于产量增长阶段(3-7年树龄)的棕榈田面积有多少?
- (5) 公司成熟(即接近、处于或已过产量高峰期, 树龄为7-12年)的棕榈田有多少?
- (6) 处于产量下降阶段(树龄为12-25年)的棕榈田有多少?
- (6) 处于产量下降阶段(树龄为12-25年)的棕榈田有多少?
- (7) 接近挂果生产寿命尾声(树龄超过25年)的棕榈田有多少?
- (8) 从种植地到榨油厂的平均距离是多少?

16. 该行业的产业结构是如何发展变化的?

- (1) 主要参与者是否可能在整个供应链中进行垂直整合?
- (2) 供应链哪些环节可能会出现更多的整合?
- (3) 推动这一趋势的因素有哪些:利润率提高、供应安全、价值链控制、可持续发展问题等?

17. 劳动力可获得性和成本方面的情况如何?

- (1) 就种植园每公顷所需工时、每提取1公吨毛棕榈油或棕榈仁油等而言,公司运营的劳动密集度如何?
- (2) 寻找具备必要技能工人的难易度如何?
- (3) 当地人口占公司劳动力的比例是多少?
- (4) 对来自其他地区或国家的劳务移民工人的依赖程度如何?
- (5) 工资上涨情况如何?预计将如何发展变化?

18. 公司采用的作物管理实践是什么?

- (1) 公司耕种和种植园管理实践的详细情况是怎样的?
- (2) 这些实践与同行相比如何?公司的做法有何与众不同之处?
- (3) 按棕榈树品种划分,作物的构成比例各是多少?如何决定在何地种植何种品种?
- (4) 是否有被广泛使用的首选作物品种?
- (5) 是否采用嫁接、组织培养和无性繁殖等技术,来繁殖优选品种和植物以生产优质鲜果串?
- (6) 公司是否使用杂交和转基因品种?
- (7) 每公顷种植园以及每公吨毛棕榈油和棕榈仁油产量使用多少化肥、除草剂和杀虫剂等作物投入?
- (8) 公司是否实施综合虫害管理?与传统的密集型实践相比,成本效益平衡如何?

19. 公司种植园的产量是多少?

- (1) 棕榈仁和出油率是多少?
- (2) 一公顷种植园的产量是多少?
- (3) 与土地质量、地理位置和气候模式相似的同行种植园产量相比,公司种植园的产量如何?

20. 公司榨油厂的碾磨产能如何?利用率是多少?

- (1) 榨油厂的平均利用率是多少?
- (2) 使用率的季节性如何?如何优化利用率?
- (3) 从收获到将鲜果串从农田运到榨油厂的平均时间是多少?

21. 公司在运营措施方面表现如何?与同行相比如何?预计这些表现将如何发展变化?

- (1) 不同产品的产量增长了多少?
- (2) 产品的平均售价增长了多少?
- (3) 成本的主要组成部分有哪些?
- (4) 劳动力成本占总收益和总成本的百分比各是多少?
- (5) 作物投入成本占收益、成本、每公顷种植园和生产每公吨毛棕榈油和棕榈仁油的百分比各是多少?

22. 公司在财务措施方面表现如何?与同行相比如何?预计这些表现将如何发展变化?

- (1) 公司的收益增长情况是怎样的?按数量增长、价格增长、非内生增长和创汇效应划分,有哪些组成部分?
- (2) 毛利润、营业利润和净利润各是多少?
- (3) 每公顷种植园的收益、成本和利润各是多少?

23. 企业面临的各种风险因素有哪些?

- (1) 对于意想不到的天气条件、降雨模式以及厄尔尼诺等极端天气现象,产量会受多大的影响?
- (2) 公司打算如何应对气候变化带来的日益不可预测的天气周期?
- (3) 考虑到行业的高度集中性,从竞争的角度看,政府干预的可能性有多大?
- (4) 对于消费国基于各种理由(如掠夺性定价、劳动条件、与土著社区的冲突、森林砍伐和破坏野生动物栖息地),对棕榈产品征收关税或非关税壁垒的风险,公司的准备程度如何?
- (5) 从健康、生态和可持续性的角度看,消费者带头反对的风险有多大、多明显?

环境、社会与治理**24. 可否提供公司有关环境、社会与治理原则、实践以及历史表现的详细情况?**

- (1) 该公司的土地储备和种植园有多少是(或以前是)热带雨林、泥炭地、濒危动植物的重要栖息地、高保护价值区或高碳储量区?公司打算如何处理尚未开发或尚未种植的部分地块?
- (2) 公司是否遵守暂停在新土地上种植的规定?这种情况已有多长时间?
- (3) 上一次开垦新土地是什么时候?这些种植园有多大,位于何处?这些土地以前是如何使用的?
- (4) 在砍伐森林和种植棕榈之前,必须接受碳储量审查、环境及社会影响评估的种植园比例是多少?
- (5) 种植园是否有生物多样性行动计划?
- (6) 直接(来自种植和加工作业)和间接(来自森林砍伐及随之而来的碳汇损失)的排放强度各是多少?
- (7) 使用的杀虫剂和除草剂有多少经过棕榈油可持续发展圆桌会议组织批准?
- (8) 公司是否会监测其作物及虫害管理实践对公司种植园附近自然生态系统带来的影响?
- (9) 每提取一单位油,棕榈油加工厂废水(POME)和其他废物的排放量是多少?
- (10) 公司如何确保妥善处理和安全处置所产生的废水和废物?
- (11) 在处理与因公司种植园而搬迁的社区的冲突、或居住在种植园附近社区的冲突方面,公司的历史表现如何?
- (12) 在工人安全和福利方面的历史表现如何?
- (13) 为避免在整个供应链中使用童工,公司实施了哪些措施?
- (14) 公司是否曾面临侵犯人权、虐待原住社区或劳工法律法规等方面的指控?
- (15) 公司是否曾面临或目前正面临与砍伐森林、全球变暖贡献、劳工问题、与当地社区的社会冲突、棕榈油大火污染等问题有关的诉讼?
- (16) 公司是否参与了印尼中心场站项目等计划,为小型自给自足农民开发油棕地块?
- (17) 公司是否曾面临侵占法定保护区的指控?
- (18) 目前,公司各类产品符合环境、社会与治理标准的产量有多少?遵循的标准是什么?
- (19) 公司是否能够在整个供应链中提供环境、社会与治理合规的可追溯性?有多少生产尚未完全被可追溯性制度覆盖?
- (20) 环境、社会与治理合规的不同任务有哪些可能生效?
- (21) 这些任务将涵盖多少额外的生产份额?

博彩业

博彩业投资是否就像一场轮盘赌?只要恰当分析企业,您亦能稳操胜券

作者:卢俊东博士(Alan Lok, 特许金融分析师, 金融风险管理师)、朱暖晖(特许公认会计师公会)、古鲁普拉萨德·贾姆巴纳森(特许金融分析师, 金融风险管理师)

中国有句古语:“十赌九输”。说到博彩业,通常,人们脑子里可能会浮现出这样一个画面:一个运气不佳的赌客两眼直愣愣地盯着牌桌。然而,博彩业自身也并非高枕无忧,只赢不输。

尽管博彩业豪华的内饰充满魅力,商业模式极具吸引力且盈利潜力巨大,但实际上,博彩业是一个受到严格监管且税负沉重的行业。毕竟,社会期望通过税收使吸收赌博产生的社会成本得到补偿。因此,鲜少有公众游说反对博彩业征税。

事实上,博彩业和博彩设施总是伴随着世界一流的住宿和其他高端休闲设施应运而生。其基础设施建设耗资庞大,可能需要经过多年盈利,才能最终实现收支平衡。更为重要的是,同经济衰退带来的威胁一样,经营者的收益永远面临着被同一地点竞争对手蚕食的风险。正如您所了解的,经营博彩业有可能成为一场失败的赌博。

如同下注前需要仔细分析赌桌上所有的牌一样,在投资该行业前,投资者也需要对其进行认真分析研究。该投资决策框架并非是对该行业进行的明确指导,而是提供一种着眼点,为分析上市博彩业商业模式提供一种系统性方法。

了解博彩环境

投资前,与投资任何行业需要审查一样,投资者需要对该行业所有的经济、地理和政治相关因素仔细进行评估分析。

- 了解目标公司博彩业设施的位置:是位于像澳门等能够提供选择、易于到达的博彩中心,还是对玩家极具吸引力的临时性赌博场所?这些博彩业是否在政治稳定的地区运营?

- 考察旅游客流量,这些数据有助投资者了解一个国家或地区的受欢迎程度。与此同时,将前往博彩业的参观人数与本地顾客进行比较,以确定是否有足够的本土玩家维持公司的运营?

- 在住宿方面,投资者还应了解,目标公司是否在其博彩业设施中提供酒店?如果是,酒店能否满足当前和未来的需求水平?酒店的品质如何——客房是古朴典雅、极具吸引力,还是使用频繁、设施陈旧?

- 此外,投资者还应考察当地旅游设施和景点等其他因素,对于临时性博彩场所而言尤应如此。除了博彩业,还有哪些说服玩家前去的独特景色?是否有吸引玩家配偶和孩子、适合一家人游玩的名胜古迹?

根据以上初步考察,投资者可分析目前公司相对于竞争对手的详细运营情况。从纯经济角度出发,认真思考推动增长的长期因素,以及公司希望这些因素如何发展变化。玩家每次光顾博彩业的消费是多少?是否存在任何可能限制消费的因素,比如为急于参与赌博的玩家提供的赌桌数?博彩业总体环境是极具诱人、通风良好,还是允许在公共场所吸烟?最重要的是,应调查每场赌博的最低和最高赌注限额,了解玩家是否可以很方便地从现场ATM机提取现金。

此外,还应了解博彩业的开放时间,因为对于那些凌晨才完成工作的人来说,博彩业是他们最青睐的地方。而且,有相当一部分人光顾博彩业并非去赌博,而是为了享受餐饮服务,因此,还有必要考察可供客人选择的食物和饮料。

中国消费者受众

近年来,中国消费者的崛起对房地产、零售、旅游等众多行业产生了重大影响,博彩业亦如此。基于此,投资者需要清楚了解来自中国顾客的业务量;同时,与其他国家的顾客相比,中国顾客的人均消费水平如何?因此,从更广泛的角度来看,投资者应设法确定任何可能影响中国顾客数量的因素——即那些本质上既具有经济性、又具有地缘政治性的因素。

博彩相关规定

虽然各国政府对博彩业收入情有独钟,但也会对这些现金的实际来源进行严格监管。因此,投资者对该行业进行的任何分析,都必须将该国的监管因素纳入考量之中,同时分析这些监管因素对公司生意可能产生的影响。分析考察可从当前的许可结构及其对成本的意义入手。此外,投资者不仅需要注意,宽松的许可制度可能加剧目标公司所在市场的竞争,还应了解是否存在限制顾客进入游戏场所的任何规定,以及各国政府是否对本国公民前往博彩业所在国实施了签证限制。

了解博彩相关运营

之前,我们谈及了目前公司所在市场的竞争。在此,我们将对其进行深入分析,以了解博彩公司在充满挑战环境中的运营情况。作为投资者,您应特别留意的关键方面包括:任何一个市场的竞争集中度,以及目标公司是否准备开拓新的领域,以进一步开发其产品。促进或阻碍新参与者进入这一待开发领域的因素有哪些?此外,公司期望其商业模式如何发展演变?最后,千万不要忽视在线博彩的崛起,因此,需确定目标公司是否已经或计划发展数字在线博彩业务。

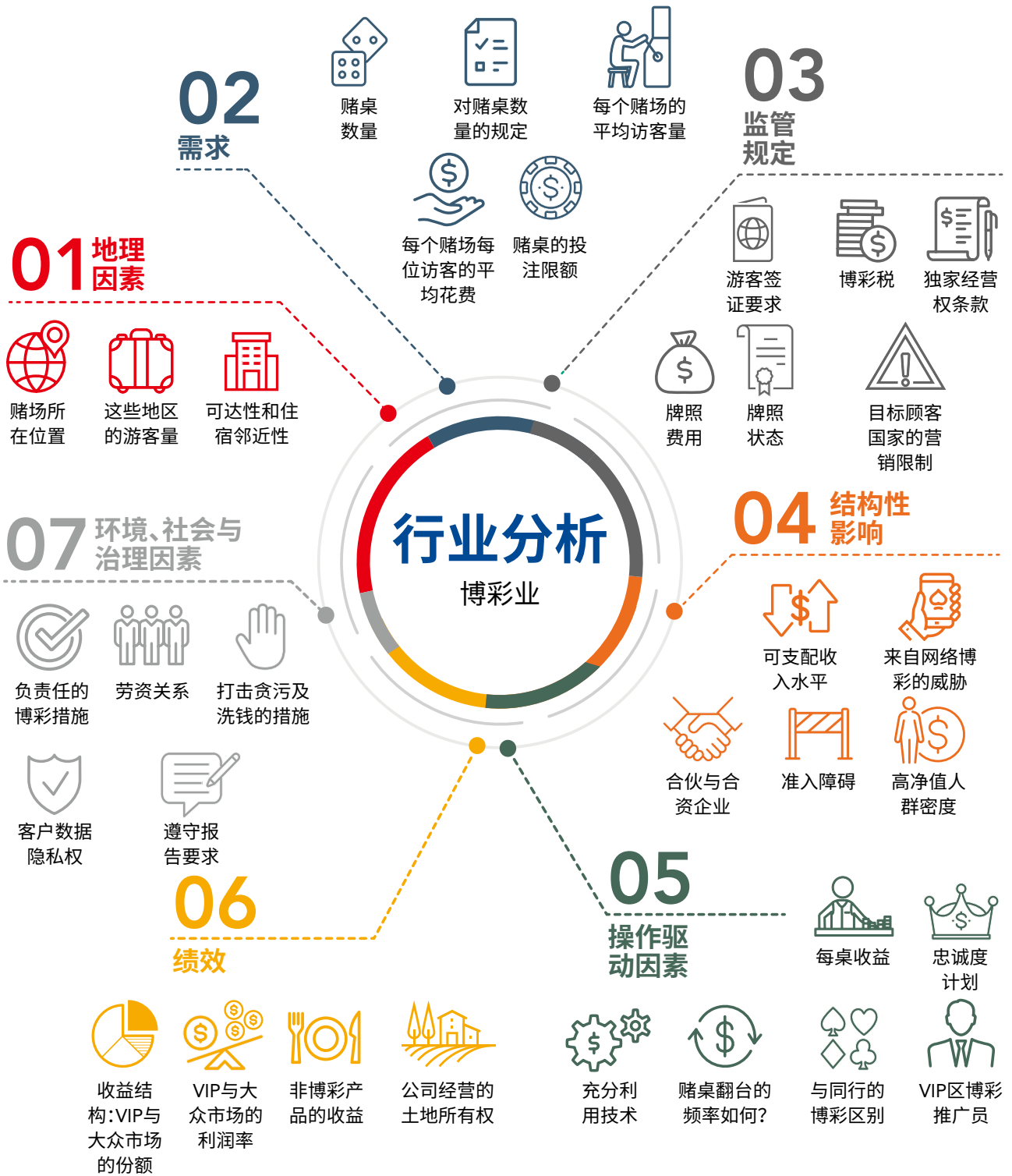
确保负责任的赌博

无论您是金融业从业者还是投资者,都必须认识到,投资界非常有必要了解环境、社会与治理相关问题。尤其是对博彩业而言,环境、社会与治理因素与人类精神密切相关。当今世界,喜欢博彩的人数以百万计。对一些人来说,它往往只是生活中众多娱乐活动的一种,但对另一些人来说,则可能非常在意和看重输赢。因此在调研过程中,您需要了解,为确保负责任的赌博,目标公司采取了哪些措施;同时,还应了解公司在防止腐败和洗钱方面的表现。如,公司是如何对待其员工的?是否要求员工在高压环境中,从事非常规工作的工作?

收获投资回报

最后,您还应分析目标公司的数字指标,通过这些指标建立对公司经营状况的整体认识。因此,应设法评估公司的运营表现,并将其指标与竞争对手相比较。这些指标应包括利润率、负债权益比和资产周转率,但不局限于这些。同时还可以进一步分析,公司期望行业趋势如何发展演变?从财务角度出发,对资产负债表进行评估,并与同行相比较。

总体而言,本文只是提供了一个投资决策框架,帮助您分析博彩业商业模式。实际操作中,该模式通常需要与酒店和商务会议部门进行捆绑,通盘考虑。我们希望您对该行业进行更详细、深入的研究分析,转动您的幸运之轮,获得丰厚的投资回报。如果您不介意“十赌九输”这句古语,博彩业分析本身就乐在其中!



行业考察通用问题

1. 公司博彩业设施的地理分布情况如何?

- (1) 目前博彩业设施分布在哪些国家和城市?
- (2) 这些地点的游客情况如何?作为旅游目的地有多吸引人?受欢迎程度如何?
- (3) 这些地点与主要客户来源市场的联系紧密度如何?

2. 公司博彩业所在地的旅游客流量有多大?

- (1) 到博彩业所在地的入境游客流量水平是多少?该水平是如何发展变化的?
- (2) 国内外游客流量各是多少?
- (3) 在公司的客户群中,估计入境旅游客流量与当地人口的比例各是多少?
- (4) 在公司博彩业所在地区,有多少家酒店可供住宿?
- (5) 这些地点的酒店最高入住率和平均入住率各是多少?
- (6) 在假日旺季,是否有可能因住宿不足而失去额外的游客?

3. 影响需求的关键因素

- (1) 公司运营了多少游戏终端和赌桌?
- (2) 管理可运营游戏终端和赌桌数量的规定是什么?
- (3) 公司经营的每个博彩业中,每年光顾的人次是多少?每位访客的平均花费是多少?
- (4) 影响游客在博彩业大厅停留时间的因素是什么?
- (5) 每场赌博的最低和最高下注限额是多少?是否存在管理这些限额的相关规定?
- (6) 博彩业大厅是否禁止吸烟?
- (7) 有关规定是否允许在博彩业大厅安装ATM机?

4. 来自中国顾客的生意有多少?

- (1) 公司来自中国的顾客比例是多少?来自这些顾客的收入占比是多少?
- (2) 与其他国家的顾客相比,中国顾客在博彩业的人均消费水平如何?
- (3) 公司是否预见到任何可能影响光顾其博彩业的中国顾客数量的因素?

5. 监管对博彩业生意有何影响?

- (1) 是否存在限制顾客进入博彩业大厅的相关规定?
- (2) 是否对玩家可以消费的金额进行了限制?
- (3) 顾客来源市场的各国政府是否会对公司博彩业和服务的营销进行限制?
- (4) 各国政府是否会对本国公民在游览公司博彩业所在国时,用于赌博的外汇进行任何限制?
- (5) 各国政府是否会对本国公民前往博彩业所在国实施签证限制?

6. 有助推动未来增长的长期因素是什么?公司期望这些因素如何发展演变?

- (1) 主要市场的可支配收入水平是多少?
- (2) 主要市场中的高净值人群(HNI)规模有多大?
- (3) 未来哪些新市场有望推动业务增长?
- (4) 预计在线博彩提供商的威胁有多大?公司应对在线赌博平台产生的影响的策略是什么?
- (5) 从长远来看,线上线下博彩融合是否会成为可能?

7. 公司期望其商业模式如何发展演变?

- (1) 预计市场将以怎样的速度从纯粹的博彩业模式发展演变为综合性度假模式?
- (2) 从现在起5年内,公司希望从非游戏产品中获取多大比例的收益?
- (3) 预计哪些非游戏类产品最受欢迎?为什么?
- (4) 公司利用这些机遇的策略是什么?

8. 市场集中度有多高?

- (1) 市场的集中度如何?排名前三和前五的参与者在主要市场的市场份额是多少?
- (2) VIP和大众市场的顾客构成比例各占多少?该比例在顾客的原籍国之间有何不同?
- (3) 公司的市场份额是多少?在其博彩业运营市场中的地位如何?
- (4) 鉴于牌照数量有限,合伙和合资路线在主要市场的普遍程度如何?

9. 促进或阻碍新参与者进入该市场的因素有哪些?

- (1) 开设一个博彩业通常需要投资多少?
- (2) 主要市场的监管机构发放了多少牌照?
- (3) 牌照的有效期通常是多久?
- (4) 牌照续期流程的难易度如何?公司无法对其所需牌照进行续期将面临怎样的风险?

10. 目前的许可结构

- (1) 公司在几个不同的国家或地区运营?在每个国家或地区经营了多少个博彩业?
- (2) 公司经营辖区的博彩税率是多少?
- (3) 在博彩业运营的每个许可区域,开展业务的持证人有多少?
- (4) 公司目前的牌照何时到期?同行的牌照何时到期(如果知道的话)?
- (5) 目前牌照是否有独家经营权条款?如果有,有效期是多久?
- (6) 公司运营地区的下一轮牌照发放或续期的时间为何时?届时可以颁发或续期的牌照有多少?
- (7) 最近一次获得牌照的费用是多少?下次续期时,预计牌照费用会增加多少?

11. 公司的运营表现如何?其关键指标与同行相比如何?公司期望趋势如何发展变化?

- (1) 在每个博彩业,每个终端/赌桌每天有多少收益?已出现的增长率是多少?终端或单位数量的增加是否提高了收益和盈利能力?
- (2) 公司是否开展忠诚度计划?如果是,产生了哪些运营成本?这些计划带来了多少增量收益?
- (3) 公司利用技术推动业务增长的程度如何?所有的终端是否都支持无现金赌博?
- (4) 目前博彩业大厅新旧终端的构成比例是多少?赌博组合的翻台频率是怎样的?
- (5) 博彩产品与同行有何不同?

12. 从财务角度看,公司表现如何?其关键指标与同行相比如何?公司期望趋势如何发展变化?

- (1) VIP和大众市场的收入构成比例各占多少?如何比较这些细分市场的利润率?
- (2) 在公司运营的博彩业中,VIP赌博的常态化赢率是多少?这些赢率是如何计算的?
- (3) 公司是否在VIP细分市场与博彩推销商等中介机构合作?
- (4) 在常态化基础上,公司实现了怎样的收益增长?
- (5) 目前标准化的息税折旧摊销前利润是多少?
- (6) 非游戏产品的收入是多少?这些产品的利润与博彩利润相比如何?
- (7) 公司在博彩业所在地拥有多少土地?

13. 公司的环境、社会与治理原则、实践及历史表现

- (1) 为确保顾客进行负责任的赌博,公司采取了哪些措施?
- (2) 该公司是否为防止、减少和根除人口拐卖的专项行动做出了贡献?
- (3) 公司在劳资关系方面的历史表现如何?
- (4) 公司目前在防止贪污腐败和洗钱方面有哪些义务?为执行这些要求,采取了哪些举措?
- (5) 公司如何确保客户的隐私和所收集客户数据的安全?
- (6) 公司如何确保遵守各项报告要求?公司需向多少不同的司法管辖区和机构进行报告?

航空业

做好准备,深入了解考察航空业投资基础

作者:卢俊东博士(Alan Lok, 特许金融分析师, 金融风险管理师)、朱暖晖(特许公认会计师公会)、古鲁普拉萨德·贾姆巴纳森(特许金融分析师, 金融风险管理师)

就航空业的投资基础而言,或许是前往遥远的陌生地方旅行带来的刺激,或许是每一个座位有望创造的诱人效益,甚至是人们收入的整体增长。但无论如何,我们依然会在被航空业深深吸引的同时,从中经历一次次的投资挫折。

2007年,沃伦·巴菲特(Warren Buffett)在致股东的一封信中这样写道:

最糟糕的一类企业,便是那些增长虽快,但却需要为推动增长注入大量资金,而利润却十分有限或者完全无法产生利润的企业——不妨试想一下航空公司。自莱特兄弟时代以来,这个行业已被证明难以建立持久的竞争优势。事实上,如果有位目光长远的资本家当时恰好身处莱特兄弟试飞的小鹰镇(Kitty Hawk)现场,他若能从空中击落奥维尔·莱特,无疑可以为后来的投资人除却许多烦恼。

一开始,航空业属于必不可少的主权附属品,是一项具有垄断权力的重要战略资产,赋予了民族自豪感和国际威望。尽管如此,打造软实力需要大量资金投入,而且该行业不乏总是亏损的国有企业。

令投资者(和纳税人)感到欣慰的是,经济理智最终占据了上风。私有化,加上低成本航空公司(LCC)的引入,帮助打造了一个更加明智的交易环境。

然而,旧习难改,国有企业过去的某些习惯性思维与陈规陋习仍在阻碍着航空业的发展。政府间协议规定了哪些航空公司可以飞行,在哪里可以降落,而且尽管有着更便宜的替代方案,国家航空公司仍然将其枢纽建在自己的国土上。行业定价也不切实际:有两次中途停留的航班甚至可能比航线更短、更省油的直飞航班便宜40%。

行业乱象

今天,航空业竞争非常激烈,低成本航空公司和雄心勃勃的超低价航空公司,对传统全服务航空公司(FSC)的市场份额提出了挑战。航空公司也易于受到“事件”的影响,包括疾病爆发(如SAR、禽流感)、恐怖活动,以及油价波动——燃料费用可能占到航空公司成本结构的三分之一以上。

还需要注意的是,全服务航空公司对经济周期的变化过度敏感,因为经济低迷会严重影响头等舱座位的需求。这些老牌运营商的工会员工数量也相应增加,他们可能会准备采取破坏性的行业行动。

此外,由于上游飞机制造商波音和空客垄断了市场,因此航空公司与这两家公司几乎没有或根本没有议价能力。

高枕无忧

尽管乱象丛生,但航空业仍存在巨大的发展空间。亚太地区是全球航空业最具发展潜力的增长动力,一个主要原因是,该地区拥有庞大的年轻富裕、喜欢旅游的消费群体。此外,乘飞机已经成为一种负担得起的交通方式,较低的油价、更好的技术和有竞争力的低成本航空公司都推动了票价的下降。而主要来自商业部门的需求不可选择性,有助防止在恶劣天气期间硬着陆,产生巨大经济震动,导致效益严重下滑。

然而,尽管近期取得了一定进展,但该行业仍远未达到最佳运营状态。为了提高效率,航空公司还需要寻求应对所面临的关键障碍,包括:

- 如何与在线旅行社和搜索引擎等中介机构更有效地合作,以降低成本并提供定制化体验;
- 技术如何消除对中介机构的需求;
- 简化航空公司与客户的互动,例如,与亚马逊或优步相比,这些互动仍显繁琐。

规划投资航线

在本节中,我们将从我们的行业分析框架中提取一些重要的考察线索,帮助您进一步深入分析。如果您计划投资一家航空公司,在做出最终决定前,需要考虑这些因素。

领先的航空运营商通常会提供各种航空品牌,这些品牌可以分为三类,包括:传统的全服务航空公司;所谓的混合型航空公司,这类运营商拥有低成本的商业策略,但仍提供一部分全业务服务;以及“纯粹”的低成本航空公司,它们将乘客从A地运送到B地,但几乎不提供其他服务。在该框架下,我们将混合型航空公司和低成本航空公司归为一类。

首先,需要注意的是公司的航线情况。**这些航线是以低成本品牌为主导,还是以全服务业务为主导?公司如何决定在何处部署每种商业模式?**

在初步了解目标公司的商业模式后,投资者可以直观地观察飞机内部结构,了解座位需求对价格变化的反应。在更广泛的层面上,分析这种反应是否会根据乘客的情况(即休闲或商务)而有所不同。如果您还想更深入了解,可以考察价格敏感性是否会随航线类型(例如,短途与中途,还是长途;国内与国际)以及一年中的时间而发生变化。

除非公司是单一国家的小众市场参与者,否则它非常有可能提供国内和国际航线的混合服务。因此,需要仔细分析研究导致这些情况的原因,同时比较商务旅行的乘客数量与休闲旅行的乘客数量。**该航空公司是计划扩大航线网络,还是已决定关闭一些航线?**

网络及机队管理

如果航班总是空载,无人乘坐,或者相反,时常满负荷运行,这都表明公司可能存在运载能力方面的问题。因此,应仔细分析哪条线路的供需不匹配问题最为严重。为提高载客率,航空公司提供了哪些附加服务或促销活动?这些举措是否会对成本产生影响?

在度过了一段非常愉快的飞行体验之后,人们往往会感到时间是对人耐力的一种考验。不过,航空公司仍然需要机场,那么他们如何决定使用哪些机场呢?因此,需要确定航空公司使用的机场是位于实际目的地的中心区域,还是在距离实际目的地的数公里之外。最后,还应考察公司的航班时隙,并在可能的情况下,了解登机门号码——这些信息可能非常具有启发意义。

旧飞机会让乘客和投资者都感到紧张不安。因此,应仔细分析公司机队的组成情况,确定其平均机龄。飞机是否与航空公司的航线状况相匹配(例如,用于长途航线的大型飞机;用于短途航线的小型飞机)?

竞争

新加坡/香港等主要航线,曾经是少数几家全服务航空公司独享的市场。幸运的是,这一垄断局面被低成本航空公司打破,引入了竞争和合理的票价结构。因此,投资者需要花时间了解目标公司主要航线上的运营商数量,确定市场未来的发展变化,及其对需求和定价产生的可能影响。

在追踪、确定公司运载能力增长预期的关键量化指标中,通常以可用座公里(ASK)进行衡量。同时,还可评估单位收入预期,又称为收费客公里(RPK)。

技术、效益和成本削减

在前面,我们提到了航空公司普遍存在的国家主义思维模式,这种思维模式会影响人们对技术的态度。因此,投资者需要考虑航空运营商如何很好地拥抱变化。例如,航空公司是否提供网上/手机值机服务,然后使用自助行李托运设备提供后续服务?是否可以在行李处理、货物、物料供应、清洁和整修部门使用机器人?

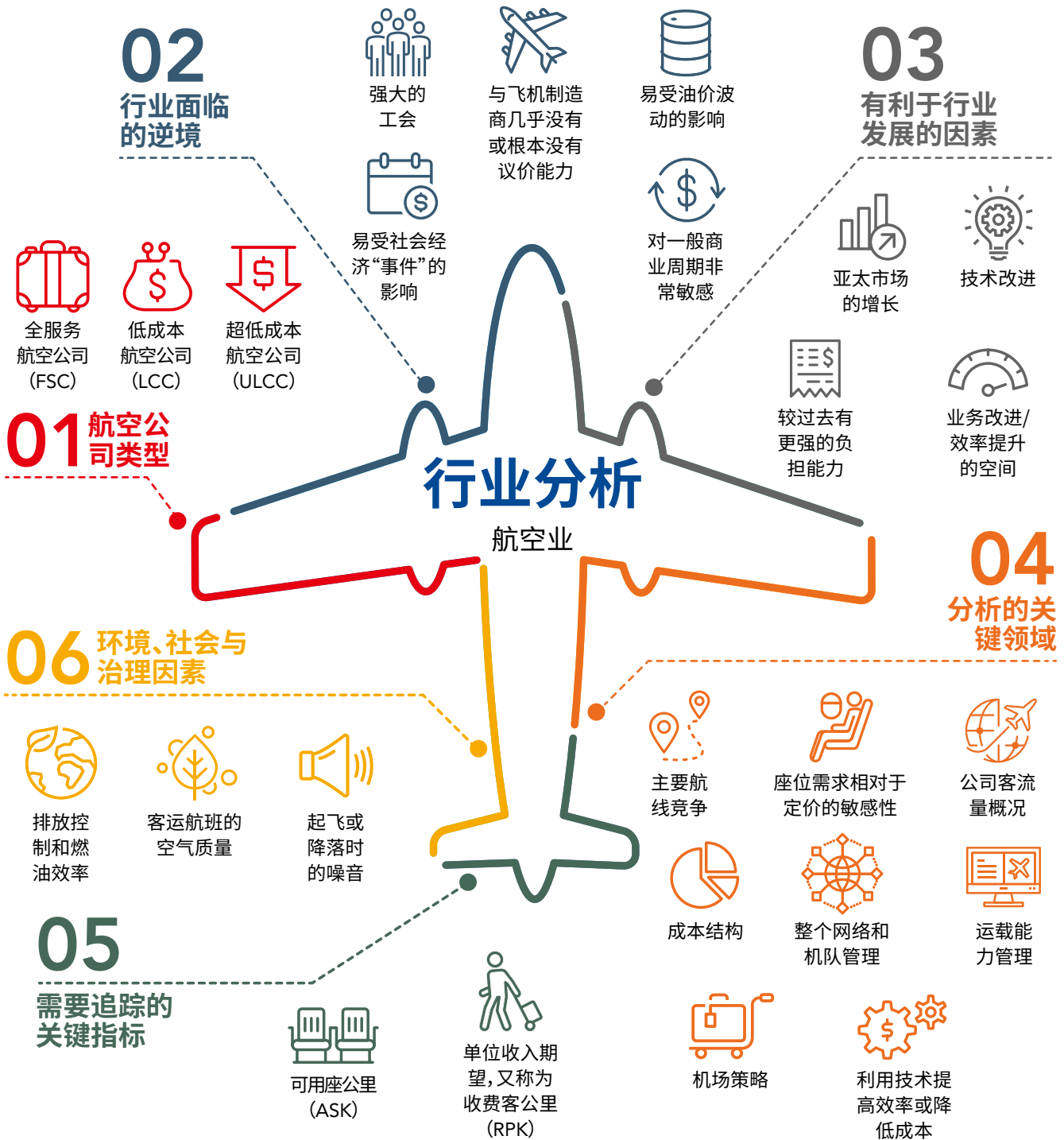
环境和气候变化

到目前为止,航空业一直没有进行严格的环境审查,但这并不意味着您不需要考察目标公司的减排计划和提高燃油效率的计划。因此,应了解公司是否对其客运航班的机舱空气质量进行了监测,同时还应了解公司有关飞机起飞和降落噪音的管理规定。

准备投资

最后,还记得巴菲特和他对航空业的悲观看法吗?2016年,巴菲特花费13亿多美元,购买了美国航空、达美航空、西南航空和联合大陆航空等美国四家大型航空公司的股票。

当然,内心的变化是无法控制的,但巴菲特的行为凸显了航空公司商业模式的波动动态:前一分钟或许还是一场彻底的灾难,而后一分钟就可能是极好的机遇。这种动态关系再次凸显了,为什么分析总是那么让人兴奋,因为您永远不知道您会从中发现怎样的巨大商机。



行业考察通用问题

1. 座位需求对价格变化的敏感性如何?

- (1) 各类旅行(休闲或商务)需求对价格变化有何反应?
- (2) 价格敏感性或需求如何随航线类型(短途与中途或长途;国内与国际)而变化?
- (3) 在价格上涨和下降变化过程中,需求是否保持一致?
- (4) 这种需求在不同类别的旅行中有何不同?
- (5) 公司在价格敏感性方面经历的季节性变化是多少?是否有特定的时期或月份可以收取更高的价格?

2. 公司的客流量是多少?

- (1) 公司国内和国际航线之间的客流量结构比例是多少?
- (2) 公司商务旅客与休闲旅客各占多少百分比?
- (3) 公司如何看待这种变化?公司打算如何利用这些趋势获利?
- (4) 公司的航线拓展计划是什么?是否有重点关注的具体航线?
- (5) 是否有公司计划近期关闭的航线?这样做的原因是什么?

3. 安全和地缘政治问题对航空旅行需求的影响是什么?

- (1) 公司是否有确定易受影响航线的内部框架?
- (2) 公司是否认为其线路容易受影响?
- (3) 政治和安全相关问题扰乱空中交通的程度如何?公司预计这些干扰发生的频率和持续时间是多少?
- (4) 公司打算如何应对这些干扰造成的影响?

4. 公司主要航线相对于需求的运输能力是多少?公司的网络 and 机队管理效率如何?

- (1) 哪条航线最不匹配?造成这种不匹配的因素是什么?
- (2) 公司希望这种情况如何发展变化?在这种情况下,公司计划如何管理自己的运力?
- (3) 公司如何预测未来的需求?如何规划运力的部署?
- (4) 公司是否注意到需求的季节性变化?如果注意到,预计哪些航线会出现这种变化,变化有多大?
- (5) 为实现最大的载客率和效益,公司如何应对季节性变化?
- (6) 是否存在需求异常低的特定时期?如果是,价格折扣或其他优惠活动对减少这种影响的作用如何?

5. 公司的机场策略

- (1) 公司如何决定从哪个机场起飞或飞往哪个机场?
- (2) 公司青睐中央机场或主要机场,还是郊区机场?
- (3) 对于运营的不同航线,公司是否有不同的策略?
- (4) 不同机场的机场收费和每位乘客的手续费是多少?
- (5) 主要机场的运营成本是否都比郊区机场高?
- (6) 在这两类机场运营的航班客流量与收益有何不同?
- (7) 公司希望这种动态未来如何发展?
- (8) 公司在其市场的各个机场有哪些航班时隙?其中有多少是在高峰时间?

6. 公司主要市场的宏观经济增长趋势是什么?

- (1) 公司主要服务市场的可支配收入水平是多少?这些水平是如何发展变化的?
- (2) 公司希望结构性增长来自哪些方面?
- (3) 上述变化会对公司的商业模式产生多大的影响?
- (4) 公司利用这些机遇的策略是什么?
- (5) 公司认为消费者和商业信心指数在预测宏观和行业前景方面有多大帮助?

7. 公司主要市场的休闲旅游趋势是什么?

- (1) 社会文化环境对休闲旅游的持续增长有多大帮助?
- (2) 目前,哪部分细分人口推动了休闲旅游的需求?其中有多少是由较年轻年龄组贡献的?
- (3) 公司期望这一趋势如何发展变化,将对需求的性质产生怎样的影响?公司计划如何适应并利用这些趋势?
- (4) 客户的首选目的地是哪里?如何与公司的航线组合相契合?公司希望这种情况如何发展变化?
- (5) 公司目前是否与其他酒店接待服务供应商合作,向休闲旅客提供或计划提供一揽子服务?

8. 公司主要航线的市场集中度和竞争水平如何?

- (1) 公司主要航线的竞争对手通常有多少家?
- (2) 公司能否提供关于其品牌价值的信息?
- (3) 公司希望竞争如何发展变化?公司预计在主要航线运营的航空公司会减少还是增加?
- (4) 这将对需求和定价产生怎样的影响?

9. 新参与者进入该行业并参与竞争的难易度如何?面临哪些准入障碍?

- (1) 向民航监管机构获得执照的难易度如何?
- (2) 对外国投资或所有权有无限制?
- (3) 新参与者能否通过与现有运营商合作进入市场?
- (4) 是否存在新参与者可以瞄准进入的、服务水平有待提高的航线?
- (5) 公司的哪条航线最容易受到竞争的影响?

10. 公司是否采用中枢辐射型模式运营?

- (1) 公司是否有一个主要的或全球性的航空枢纽?位于何处?在其他地区有枢纽吗?
- (2) 公司的枢纽与重要航线及其所服务的人口中心的连接情况如何?通常一周有多少航班(包括所有航空公司)从这些机场起飞?
- (3) 作为公司主要枢纽的机场,是否有支持未来客流量增长的空间?
- (4) 公司希望其枢纽的客流量何时达到饱和?这些机场是否计划扩大运力,以跟上预期的客流量增长?

11. 公司的商业模式和航线策略是什么?

- (1) 公司的运营模式主要是全服务模式、低成本模式,还是混合型模式?
- (2) 就低成本航班与全服务航班相比而言,公司的航线概况如何?
- (3) 公司如何决定在何处部署何种模式?
- (4) 公司采用两种模式的运营利润率有何不同?

12. 公司的代码共享协议和相关策略是什么?

- (1) 公司已实施怎样的代码共享协议?
- (2) 公司计划通过代码共享向哪些航线扩展?
- (3) 公司认为哪些运营商是潜在的合作伙伴?如何为此目的选择合作伙伴?
- (4) 公司如何决定部署代码共享与运营自己的航班?通常多久审查一次?

13. 提供与长途枢纽连接的增长潜力有多大?

- (1) 公司主要市场是否存在这样的机遇?
- (2) 公司目前提供了多少这种服务?预计未来提供多少此类服务?
- (3) 在为这些连接航线提供服务方面,公司面对来自其他承运商或运输方式多大的竞争?

14. 与同行相比,公司运载能力管理的有效性如何?

- (1) 公司最高载客率和最低载客率悬殊多少?与同行相比如何?
- (2) 公司是否提供附加服务或促销活动来提高载客率?这些附加服务或促销活动对成本的影响是什么?

15. 公司机队的情况如何?

- (1) 按飞机类型划分,公司机队的构成情况是怎样的?其机队的平均机龄是多少?
- (2) 公司的机队配置与其航线情况是否相符(用于长途航线的大型飞机;用于中短途的小型飞机)?
- (3) 公司机队的燃油效率总体表现如何?可用座公里(ASK)平均使用多少燃料?

16. 公司飞机的航线性能如何?

- (1) 公司航班目前的周转时间(TA)是多少?
- (2) 短途和长途航班的平均周转时间是多少?
- (3) 公司的周转时间目标是多少?
- (4) 公司航班的准点率是多少?目标是多少?
- (5) 与竞争对手相比,公司的周转指标如何?

17. 公司的安全跟踪记录如何?与同行相比如何?

- (1) 为确保飞行安全,公司采取了哪些不同的措施和做法?
- (2) 公司使用哪些指标来评估这些措施和做法,其目标是什么?公司在实现这些目标方面的历史表现如何?
- (3) 公司运营的死亡率是多少?
- (4) 导致这些死亡的原因是什么:是意外事故,还是安全相关事件?是空中事故,还是地面事故?
- (5) 公司的飞行事故报告率是多少?
- (6) 公司是否参与国际航空运输协会或类似机构的运行安全审计?
- (7) 公司的飞机是否曾因安全问题而停飞?

18. 公司在哪些领域利用技术来提高效率和降低成本?

- (1) 公司是否为乘客提供网络/手机值机服务?
- (2) 公司是否为乘客提供自助行李托运设备?
- (3) 公司是否在其运营中使用了机器人?例如,在行李处理、货物和物料供应、清洁和整修部门是否使用了机器人?
- (4) 公司的航线规划、航班调度和机组人员部署是否完全实现了电脑化?
- (5) 公司是否正在探索利用人工智能改善其他运营?
- (6) 公司是否遇到过电脑停机问题?如果是,原因是什么?

19. 公司是否达到了其运营指标?它们是如何发展变化的?与同行相比如何?

- (1) 公司未来3-5年的运载能力增长预期(即可用座公里)是多少?
- (2) 公司的单位收入预期(即收费客公里)是多少?
- (3) 公司目前每收费客公里的收益是多少?哪些航线的收益最高?这些收益的季节性情况如何?
- (4) 公司的运营利润率是多少?
- (5) 外汇对公司的收费客公里(RPK)和可用座公里成本(CASK)产生了怎样的影响?
- (6) 公司关于燃油价格和外汇的对冲策略是什么?

20. 将表外债务以飞机租赁的形式进行保理后,公司的财务杠杆是多少?

- (1) 在考虑飞机租赁和表外项目(净负债包括租赁/税息折旧及摊销前利润)后,公司的杠杆率是多少?与同行相比如何?
- (2) 公司的飞机租赁情况如何?其中多少属于经营性租赁,多少为湿租赁?
- (3) 公司如何决定所有权与租赁和租金?如何确定要使用的租赁类型?

21. 有多少收入来自辅助服务和忠诚度计划?

- (1) 这些服务由哪些项目构成?公司是否计划扩大这一篮子项目?
- (2) 公司期望未来从这些项目中获取多少收益?这些服务的利润是多少?
- (3) 公司的忠诚度计划在吸引回头客方面有多大帮助?所涉及的成本是多少?
- (4) 公司有多少负债与忠诚度计划有关?

22. 公司的产业关系政策和策略是什么?

- (1) 公司在留住飞行员和技术人员方面的成功情况如何?
- (2) 相对于潜在的产业行动,公司的运营有多脆弱?过去是否曾遭受过此类干扰?
- (3) 公司工资协议的结构和期限是什么?
- (4) 工会在公司的运营市场中有多强大和活跃?加入工会的公司员工比例是多少?
- (5) 一般来说,工会与公司是合作关系,还是敌对关系?

23. 公司在环境和气候变化相关问题上表现如何?

- (1) 确定公司收入客公里或载重吨公里飞行的燃料消耗和排放量是多少?
- (2) 公司是否有降低其运营燃料和排放强度的计划?如果有,正在采取哪些措施?
- (3) 公司的减排目标是什么?在实现这些目标方面的历史表现如何?
- (4) 根据现有或拟议的基于市场的减排措施,如《欧洲排放交易计划——航空业》,公司是否具有或期望具有约束性义务?如果有,能否提供其业务及财务影响的详细情况?
- (5) 公司是否为乘客提供购买碳信用额的选项,以抵消其飞行产生的排放?
- (6) 公司有关飞机在不同机场起降时噪音的管理规定是什么?公司在这些要求合规方面的历史表现如何?
- (7) 公司是否监测其客运航班的机舱空气质量?按照条例/健康标准的要求,为确保质量保持在可接受的范围内,公司采取了哪些措施?
- (8) 公司如何确保安全可靠地收集、处理和存储乘客、员工和航班数据?
- (9) 公司是否曾遭遇数据泄露或遭受信息/网络破坏?
- (10) 根据不同司法管辖区的数据隐私或安全保护条例,公司有哪些义务?为确保完全合规,公司采取了哪些措施?



房地产开发

收入不定, 过程多变, 前景堪忧

作者: 卢俊东博士(Alan Lok, 特许金融分析师, 金融风险管理师)、朱暖晖(特许公认会计师公会)、古鲁普拉萨德·贾姆巴纳森(特许金融分析师, 金融风险管理师)

面对当今错综复杂、瞬息万变的金融世界, 令人欣慰的是, 部分行业仍相对易于理解。其中的典型, 便是房地产开发。开发商首先购买土地, 然后由建筑师完成设计并获得规划审批, 接着再将接力棒传递给施工团队。

在这一阶段, 开发商可选择在施工完成前就展开营销与销售, 亦可等到竣工后再启动此工作。无论选取何种模式, 都可以计算项目的总开发价值(GDV), 或是能够从项目中获取的利润——总开发价值之和剔除开发商负债, 就将得出开发价值。

基本面一: 收入起伏不定

到目前为止, 房地产开发过程仍十分简单。但需要注意的是, 这种看似并不复杂的商业模式存在着若干变数。我们将首先着眼于其收入的不确定性。

在该行业中, 完成一个项目可能需要数年时间。如果开发商仅从事单一开发项目, 那么在项目规划和建设阶段, 损益账户将不会记录任何收入——这种情形或许会延续多个财务报告季度。项目竣工后, 随着住宅或商业单位的售出, 收入将经历一段时间的飙升, 随后在全部面积售罄后出现回落。投资者和分析师均对这种既定但却反复无常的绩效结论感到忐忑不安。

由此判断, 收入波动问题应与大型开发商无关, 因为他们通常都在同时运作多个结束时点各不相同的项目。

然而对于其他的开发商来说, 则迫切需要建立平稳的收入流。这些公司可通过采取以下举措, 实现财务报表稳定性:

- 分阶段开发土地。**首先完成一期工程并以较低的价格开售, 使消费者对项目产生兴趣。待到初期销售备受追捧的消息广泛传播, 再开始项目二期。**小型开发商可采用这一方法, 获得更为持续的收入。
- 就缺乏财力资源的开发商而言, 合资运营多个项目不失为一种有效的选择。土地所有者提供土地, 房地产开发商负责其余工作, 此举有助实现收入稳定, 并且降低项目的风险承担。
- 通过物业投资赚取收益。开发商可选择持有出租单位, 以此构建收入基础并达成稳定盈利; 或者, 将房地产投资组合分拆发行房地产投资信托基金(REIT), 按照季度或半年为周期派息。

同样重要的是, 无论对房地产开发商进行何种评估, 都应当考虑其收入来源的地理分布——多样化的地区分布有助降低与收入集中相关的风险。**不过, 企业声誉和以往表现才是关乎上述要点的最重要事项。**购买房产毕竟与采购快消商品与服务有着巨大区别。比如, 如果我们觉得某家餐馆服务质量较差, 便可选择不再光顾; 但如果房产出现问题, 其业主定会感到痛苦不堪, 而且这种不适可能持续很长时间。因此, 买家和投资者必然极为重视企业的声誉和以往表现。

基本面二: 房地产开发商考虑的不同需求因素

住宅类房地产开发商需要密切跟踪人群组成、年龄结构、净迁移规模、以及从农村到城市的人员流动等关键人口统计数据。同时, 他们应留意收入统计的变化。其他有待考察的领域还包括, 与市中心单人公寓和郊区家庭住宅有关的各种问题。此外, 了解每个市场的文化也很必要: 拥有房屋是否被视为成功标志, 抑或永久租赁已经常态化?

随着银行利率在零值附近徘徊，许多国家的房地产价格都在加速上涨，部分亚太地区国家更是呈现出房价收入比飙升的局面——该比率是衡量可承受能力的重要指标。这的确令人担忧，如果您就此询问某一尚未购买住宅单位的人士，很可能听到愤愤不平的回答。因此，政府可能会向首次购房者提供补贴，这对低端住宅领域的开发商来说无疑是利好消息。

在剖析更具周期特征的商业地产开发商时，我们首先应着眼于经济数据。强劲的经济增长和扩张性货币政策往往意味着，商业活动会有所增加。如此一来，仓库、厂房和零售资产将受到热情追捧。同样，服务业扩张也能推动办公空间的需求上升。

然后，我们必须深入探究每个细分行业的独特因素，以及位置对于物业的重要意义。例如，在调研酒店时，应当考察到访此地游客的增长情况。另一项重要因素则是电子商务的扩张——在亚太地区，零售门店需求正不断下滑，而对高科技仓储空间的需求却日益增长。

基本面三：土地——房地产开发的决定性要素

大多数开发商都拥有一定的土地储备，但这种资产如果不及补充，便会耗用殆尽。公司可以参与政府发售地块的公开拍卖，同时也能选择从私人所有者手中购买土地。影响地块价值最关键的三项因素依次是位置、位置，还是位置——但也并非为此不惜代价。**在经济周期高峰时过于乐观的投标，将会导致日后利润遭受重创，在高度发达的区域尤其如此，因为这里的土地支出占据着总开发成本的绝大部分。**

作为替代方案，开发商也可能购买旧建筑。虽说其投入可能低于参与拍卖，但此类行动会引发要对现有资产翻新或改造相关的时间和成本效益问题。在某些地区，开发商也许可以借助通过转换地块用途来增加“土地储备”，不过这将受到地方当局的管制。

基本面四：公司分析——开发商并不是千篇一律

在对开发商的研究中，我们可以使用几项关键绩效指标。新近推出项目的实际销售率可以直接反映公司的业绩，并且体现其历史业绩和声誉。此外，观察整体交易量的变化（也称为“成交速度”），也不失为一种方法，**因为股价与房地产交易价格（根据房产价格指数衡量）和交易量之间存在强烈的正相关性。**

未售库存的变化可表明周期性的上涨和下跌。作为一种价值计量标准，股票价格与重估净资产值（RNAV，即开发房地产

的账面价值与重估增值之和）的比率，是非常有用的衡量指标。在上升周期中，该比率可能在0.9至1.5之间不等；但在熊市中，它会下降到大约0.3到0.6的水平。

研究开发商如何管理营运资金需求也能有所裨益。这种评估应首先分析开发商怎样增加营运资金、及其对资本和风险成本的影响。同时，应当了解开发商是否需要在开展业务的不同区域，例如其他国家或地区的项目中，投入更高水平的营运资金。投资者还有必要关注开发商的资本配置策略，即如何分配资金以获取地块、开发物业，或是从事其他竞争性活动。

这种简单商业模式的另一则变化在于，可以将建筑施工外包给承包商及分包商。开发商的基本能力取决于两点：**一是敏锐的洞察力，即能够以合理的价格获取地块；二是开发能力，即能够将这些地块建设成为大受青睐的房地产项目。**在这一过程中，开发商管理层可能会决定专注于为最能够创造价值的领域，并将施工部分外包出去。如果希望从施工环节中提取价值，就需要建立不同的核心竞争力——执行和成本控制将是成功的要诀所在。如果引入此种改变，资本和营运资金要求也可相应降低。

基本面五：资金来源

资金对房地产开发项目至关重要。外部资金来源包括银行贷款、债券融资、供股发行或其他一些形式的股权融资。如果房地产开发商已经获得资金，则需要了解其资金结构，因为这会给回报带来影响，尤其是对负债率较高的公司更应如此。

基本面六：风险——细致分析不可或缺

开发商可能在经济繁荣期间成功购得土地，但及後遭馮市场调整。或者，开发商也可能冲动出价，为个别地块支付了过多成本。由于土地在总体造价中占有很大比例，这种成本失误将会令开发商元气大伤。

此外，同时完工的项目太多，也可能造成供应冲击。宏观经济低迷会加剧这种供应过剩的局面，从而导致楼盘售价低迷，销售率也不尽如意。在遭遇价格下跌和风险规避型买家的双重打击时，高杠杆型开发商就不得不面临巨大风险。

政府对市场的干预则是另一项风险来源。政府一旦察觉房地产市场存在泡沫，便会出台监管政策以遏制其过热的市场，致使开发商承受由此带来的不利后果。

如欲更详细地了解该行业的相关研究要点，请参阅我们指南的相应部分。



行业考察通用问题

1. 公司的项目投资组合包含哪些详细资料?

- (1) 该公司是否同时兼顾住宅和非住宅市场?
- (2) 如何对公司经营地区的住宅类别进行分类?除经济适用房、中型安居房、豪华住宅和养老院外,是否还有其他细分市场?公司在其中哪些细分市场开展业务?
- (3) 公司为非住宅类别开发的房地产类型有哪些?是否涵盖除写字楼、零售空间、购物中心、酒店和娱乐设施以外的细分市场?

2. 主要市场中房地产需求的驱动因素有哪些?

- (1) 在公司的各个主要市场中,不同的消费者类别和细分市场供需情况如何?
- (2) 某一特定细分市场、消费者类别或地点是否存在供大于求或供不应求的情况?
- (3) 消费者在做出购买决定时,对位置、质量、开发商信誉、定价、房产总成本、融资借贷和付款方式等因素的相对重视程度如何?在各个地区,不同类别或细分市场的消费者是否还看重其他关键因素?
- (4) 公司在多大程度上会根据客户需求进行房地产定制?
- (5) 公司如何在定制水平与成本超支和时间逾期二者间进行权衡?
- (6) 公司房地产需求的周期性和季节性程度如何?

3. 住宅类房地产需求的驱动因素有哪些?

- (1) 不同细分市场和地区的未售房屋库存达到何种水平?
- (2) 公司的首先聚焦于哪个细分市场?是否因地区而异?
- (3) 与主要市场的收入水平相比,房价水平如何?
- (4) 在公司的主要市场中,拥有房屋与租赁住房呈现出怎样的动态变化?
- (5) 监管环境对住房金融市场的增长具有多大促进作用?
- (6) 住房融资的普遍程度、以及获得住房贷款的难易程度如何?
- (7) 首付要求和信用评估规范有多严格?
- (8) 建筑许可证发放、住房开工率和未售库存的近期趋势各是什么?
- (9) 消费者信心和就业状况与新房销售、建筑许可证发放、住房开工率和未售库存的相关性如何?

4. 在非住宅市场,房地产需求的驱动因素包括哪些?

- (1) 就企业在建筑物和其他基础设施方面的可自由支配支出来看,存在着哪些趋势?
- (2) 哪些行业正在推动写字楼及其他非住宅地产的需求?
- (3) 写字楼空置率、未售库存水平是多少?商用地产价格呈现怎样的趋势?
- (4) 商业信心指标与入住率的相关性如何?
- (5) 如何轻松快速地为不同用途的物业重新配置?例如,为大型银行设计的传统大型办公空间的房产,是否可以转换为多个较小的工作空间,以满足初创企业的办公需求?

5. 哪些因素在推动主要市场的房地产价格上涨?

- (1) 房地产的位置、类型和质量以及便利设施的可用性会对价格产生怎样的影响?
- (2) 买方自筹资金购买与借贷购买的房产比例各是多少?
- (3) 转售房地产市场的规模和流动性如何?
- (4) 住房信贷的可用性和付款方式的便捷性会对价格产生怎样的影响?
- (5) 流动性和信贷条件会对价格产生哪些影响?
- (6) 与主要市场的其他资产类别相比,将房地产作为投资工具的看法如何?
- (7) 房价是否存在周期性?公司如何管理周期性的影响?
- (8) 在等待最佳投标人(最高价)和维持少量待售房产库存之间,公司如何进行权衡?

6. 按消费者类别、细分市场和地域划分,收入与利润的组成结构如何?

- (1) 按消费者类别、细分市场和区域划分,其收入与利润各占多大比例?
- (2) 按消费者类别、细分市场和区域划分,利润率有何不同?

7. 业务的长期驱动因素包括哪些?

- (1) 主要市场的人口增长率、年龄中位数和抚养比率各是多少?
- (2) 主要市场的房屋拥有率是多少?
- (3) 主要市场的平均家庭规模和家庭形成率各是多少?
- (4) 主要市场的城市化和人口迁入率是多少?

8. 哪些投资驱动型因素预计会影响结构性需求?

- (1) 购买自用房产与持有投资性房产的比例各是多少?
- (2) 私营部门和家庭的债务水平各是多少?其中住宅和非住宅抵押贷款的比例如何?

9. 哪些消费驱动型因素预计会影响结构性需求?

- (1) 影响主要市场上房屋和财产所有权的各种社会、文化和经济因素有哪些?

10. 哪些监管驱动型因素预计会影响结构性需求?

- (1) 关于住房和经济适用房的现有、即将或预期立法和监管要求是什么?
- (2) 住房和房地产开发的投资者、建筑商和购买人是否享有任何税务优惠?
- (3) 哪些细分市场可能从这些驱动因素中获益?

11. 市场集中度水平如何, 这会造成新的参与者的准入障碍?

- (1) 按消费者类别、细分市场和区域划分, 前三大和前五大开发商的占有率分别是多少?
- (2) 促进或阻碍新参与者进入的因素有哪些?
- (3) 作为房地产开发商, 运营需要哪些审批和许可证?获得这些许可的难易程度和成本各是多少?
- (4) 公司要获得熟练的管理层、工程技术人员以及在特定市场里有成功执行项目经验的团队的难易程度如何, 成本是多少?
- (5) 现有或拟议的劳动法规或移民法规是否会影响公司在特定地区执行项目的的能力?

12. 哪些市场和监管因素在影响主要市场的新房供应?

- (1) 估计可用于开发的土地面积有多少?首选地点是否存在足量所需规模的地块?
- (2) 在计划开发的各个地点, 持有土地的集中或分散程度如何?
- (3) 关于土地所有权相关信息的清晰度、可靠性、透明度和可获取性如何?
- (4) 土地功能区分规定的普遍性和限制性如何?它们会对开发成本和时间产生怎样的影响?
- (5) 获得必要的审批和许可证难易程度如何?通常需要花费多长时间?
- (6) 通常的交易成本(如登记费、印花税、专业费用、法定税费等)占房产价值的百分比各是多少?

13. 公司土地储备的规模和概况包含哪些详细资料?

- (1) 在各个主要市场上, 公司的土地储备是如何分配的?
- (2) 地块与民用、社会和经济基础设施之间的距离有多远?
- (3) 与竞争对手相比, 公司土地储备的概况(如位置、邻近性、市场溢价等)如何?

14. 房地产融资市场的成熟程度如何?

- (1) 投资者参与主要市场的渠道有哪些: 房地产投资信托基金(REIT)、房地产上市交易基金(ETF)、混合房地产基金(CREF), 以及基础设施基金?
- (2) 各类投资者(零售、高净值个人、机构、退休基金等)参与房地产市场的程度如何?

15. 政府的房地产开发政策具有多大帮助作用?

- (1) 在主要市场中, 政府对房地产开发和参与房地产开发的政策立场是积极的、还是消极的?
- (2) 推动政府政策立场和活动水平的主要目标是什么?
- (3) 政策立场、声明、规定、以及执法的清晰度、一致性和可信度如何?
- (4) 政府政策的某些组成部分是否会影响需求、扭曲市场活动或影响房地产价格?

16. 公司在运营措施方面表现如何?这些措施与同行相比有哪些优势和劣势?预计这些措施将如何发展演变?

- (1) 按总建筑面积和价值计算, 公司出售的房地产投资组合规模的增长率是多少?
- (2) 每平方英尺的平均售价呈现何种趋势?
- (3) 购房者的预期变化有多快?
- (4) 公司如何掌握和管理购房者不断变化的偏好?

17. 公司成本结构的主要组成部分包括哪些?

- (1) 建筑材料和物资的成本占销售价格和总成本的比例是多少?
- (2) 按消费者类别、细分市场和区域划分, 材料和物资成本有何不同?在此方面是否存在瓶颈问题?
- (3) 公司如何对其成本的各个组成部分进行有效控制?公司在此方面采取了哪些客观度量指标来进行绩效评估?
- (4) 公司及时完成项目和向客户交付房产的业绩记录如何?
- (5) 各个项目时间逾期的程度如何?逾期对财务和其他方面产生了哪些影响?

18. 公司如何管理营运资金需求?

- (1) 提高营运资金的首选模式是什么?
- (2) 营运资金采用了怎样的货币组合?
- (3) 营运资金的加权平均成本是多少?
- (4) 预计营运资金的货币组合与成本将如何演变?
- (5) 营运资金成本对利率和汇率波动的敏感程度如何?
- (6) 公司在特定项目、消费者类别、细分市场或地区开展的业务, 营运资金水平是否需要高于其他项目?

19. 公司如何有效利用资金?

- (1) 获取土地储备和开发房地产之间的资本分配策略是什么?
- (2) 公司怎样保持目标财务杠杆水平? 公司是否成功将其杠杆率保持在这一范围内? 例外情况发生的频率如何?
- (3) 按消费者类别、细分市场和区域划分, 资产周转率是多少?
- (4) 不同消费者类别、细分市场和区域的开发周期各有多长?

20. 公司在财务措施方面表现如何? 这些措施与同行相比有哪些优势和劣势? 预期这些措施将如何发展演变?

- (1) 对于不同的消费者类别、细分市场和地理位置, 按销量(楼层面积、单位数量)计算的平均销售价格和收入增长率是多少?
- (2) 收入现金流是如何构成的? 它们是否与基于时间或项目重大事件商定的时间表挂钩?
- (3) 毛利率、营业利润率和净利润率各是多少?
- (4) 这几项利润率对利率和汇率波动的敏感程度如何?

21. 公司在管理劳资关系方面的历史记录如何?

- (1) 加入工会的员工比例是多少?
- (2) 与劳工事务相关的主要市场和监管挑战何在?
- (3) 过去是否曾发生过劳资纠纷? 公司是如何处理这些情况的?

环境、社会与治理

22. 公司在ESG(环境、社会与治理)原则、实践方法和历史记录方面的详细资料包括哪些?

- (1) 在项目实施过程中, 公司在降低能源使用度、用水度、排放强度、材料消耗、废料产生、以及整体环境和生态足迹方面, 采用了何种战略及实践方法, 历史记录如何?
- (2) 公司开发房产在正常运作期间, 与行业基准相比, 能源消耗、排放、用水量和废料产生强度等方面的情况如何? 为减少这些问题, 公司采取了哪些措施?
- (3) 公司是否已获得或计划获得美国绿色建筑委员会(USGBC)制定的能源与环境设计先锋奖(LEED)评级等认证?
- (4) 为监控能源、水和其他公用事业的消耗情况, 公司房产中配备智能电表的比例如何?
- (5) 当项目需要拆除已建结构时, 通常会回收多少物料? 处理拆除过程中所产生回收物和残余物的程序是什么?
- (6) 在可能的情况下, 是否会在项目中融入适应当地气候的特征?
- (7) 在建筑物施工过程中使用了多少本地采购的可回收环保材料?
- (8) 公司对参与其项目的劳工的安全保障和公平待遇方面过往记录如何? 死亡人数、停工天数和受伤人数相对项目雇用总人数的比例是多少?
- (9) 公司分包或外包的工作占总工作量的比例是多少?
- (10) 公司劳动力中的本地人口比例是多少?
- (11) 公司通常为项目现场办事处投入多大的维护费用及安保支出?
- (12) 在公司销售、拥有、管理和开发的项目组合中, 环境、社会与治理原则涵盖的规模和比例是多少?
- (13) 公司是否曾经为获取土地使用许可、开发许可或建筑审批, 而面临腐败、贿赂、或是提供不当引诱等指控?
- (14) 公司是否曾因未获得事先批准或违反批准的计划而遭受指控、调查或处罚?
- (15) 公司是否建立了关于ESG(环境、社会与治理)、以及可持续发展等原则的成文政策, 来指导房地产开发议程?
- (16) 公司在政治捐款方面的相关政策和过往记录如何?



银行业

了解银行业的投资基础

作者:卢俊东博士(Alan Lok, 特许金融分析师, 金融风险管理师)、朱暖晖(特许公认会计师公会)、古鲁普拉萨德·贾姆巴纳森(特许金融分析师, 金融风险管理师)

业务范围

银行在我们的生活中扮演着至关重要的角色。其活动是经济体有效运转的基础——事实上,它们往往是一国股票市场最重要的构成要素。

这里所说的银行,不仅仅指我们所熟悉的、平时存取钱的分支机构,而是对整个行业的统称,可以细分为多个业务领域,包括但不限于:消费者银行与财富管理(又称“零售银行”)、批发银行(又称“机构银行”)和国库等业务。

经济表现

我们从最高一级着手分析。在评估任何银行时,我们首先要考虑的第一个维度是,其业务所在经济体的经济表现。这将直接影响到信贷增长和资产质量。当经济蓬勃发展时,这两个因素往往表现较好。尤其需要留意,银行的贷款账目与一国GDP变化的相关性,以及贷款账目中不同部门的表现。

收入来源

银行可从各种来源产生收入。如果我们从利息收入着手,需要考察的关键数字将是净利息收入(和收益率)。净利息收入(NII)是银行放贷所得与其资金成本之间的差额。较高的净利息收益率通常体现了贷款账目的盈利能力。但是, **该数字只有对照贷款质量,才能评估资产的信贷价值。**

就此而言,评估存贷款增长对利率变化的敏感性,并与银行同业相比较,就是很好的检验方法。此外,明智的做法是,考察银行的存贷款比率(即存款为贷款提供资金的程度)和银行资金来源,特别是低成本存款(经常账户和储蓄账户)占总资金组合的比例。

接下来,应当评估手续费和佣金收入。这类收入来自各种不同渠道,包括企业咨询服务、交易佣金、投资银行业务和财富管理服务等、汇款,以及销售第三方金融产品所产生的佣金等。

此外,银行还产生交易收入,这类收入既非利息也非手续费,通常来自债券、外汇兑换、利率、衍生产品和股票等方面的交易。

在这些收入来源中,交易收入通常表现出具有最高程度的波动性和风险,而净利息收入则是最为稳定的经常性收入。最后,银行持有和管理的投资也会带来收入。

作为投资者,您还应关注银行的成本结构以及成本收入比的变化趋势。员工支出通常是银行成本中的最大组成部分。

如果您想要评估银行所有业务部门的表现,就必须考察其股本回报率以及资产回报率。这些收入来源的可持续性,也是在考虑投资银行股票前应当考虑的另一个重要因素。

专门服务

银行的业务构成和规模各不相同。有些银行提供全面服务,有些则提供专门服务。对私人银行来说,其主要市场中的富裕人群数量、及其产品和服务质量都至关重要。流失率、手续费收入变化趋势(包括这些收入反复发生的频率等),都是值得注意的其他重要指标。对于投资银行来说,其创收的性质更加多变,收益取决于交易利润及其并购交易渠道,因此需要考虑随之而来的风险和过往业务表现。

风险意识

银行业务的本质决定了有必要对风险进行审慎管理。面对信贷、市场和运营相关挑战,银行的实力可以通过与银行整体风险加权资产(RWA)相关的、一级资本和二级资本的资本充足率进行衡量。与贷款账面总规模相比,银行持有的不良贷款金额,以及针对这些贷款维持的拨备水平,也是帮助您了解相关风险的重要参数。

一些银行可能有表外负债,如项目合作伙伴关系或提供第三方担保,但在各自的地方监管框架下,银行没有义务披露这些负债的具体细节。表外负债往往潜藏着风险。流动性覆盖率,即高质量流动资产占净现金流出量的比例,则是衡量银行能否有效管理任何流动性冲击的另一个重要指标。

银行绩效还进一步受到其业务地理分布以及客户群构成的影响。这些因素会对银行的风险和贷款增长潜力产生一定影响。与特定国家、行业或客户群体接触,可能会带来诸多增长机遇,但也会影响银行的风险状况。

机遇与威胁

近年来,技术和数字化在银行服务领域的普及,既带来了机遇,也构成了威胁。这里,需要考虑以下几个问题:银行是否会利用技术促进跨业务部门和地区的扩张?技术应用是否会提高服务水平,为客户提供新产品,并降低服务成本?

另一方面,P2P网络、金融技术的发展以及加密货币的出现等新时代技术,可能给传统银行生态系统带来颠覆性影响。

另一个需要投资者充分关注的重要属性是,银行在主要业务市场的服务渗透率。通常,作为结构性影响因素,服务渗透率的程度在市场和产品层面上将不尽相同,这在发展中市场尤其如此。

最后,随着全球金融危机十周年的临近,银行依然受到监管机构的密切监督,全球各地的立法者都在考虑旨在控制银行活动的各种措施。然而,面对这种不确定性,在预期的变革之前,很多机构已经开始进行“自我监管”。鉴于此类活动会直接消耗合规成本,因此有必要了解银行已经采取或即将采取哪些措施,确保银行在严格的合规框架内运营。

如欲了解投资银行和私人银行等特定子行业的相关研究要点,请参阅我们指南的相应部分。





银行业的独特之处

- 对宏观经济环境和货币政策高度敏感
- 风险管理是银行行业的核心
- 优化不同业务之间的资本配置至关重要
- 需要对每项业务采用独特的方法, 增加总体的复杂性

主要风险:

- 资产质量恶化、地缘政治影响
- 对违规行为采取强有力的监管惩罚措施

行业考察通用问题

1. 银行提供哪些不同的产品和服务?

- (1) 银行在哪些业务部门(如零售、商业、投资银行和私人银行)开展业务?
- (2) 不同业务部门之间的收入与利润分配是多少?
- (3) 银行是否将这些业务视为非核心业务?如果是,银行采取何种策略管理非核心业务?

2. 银行在哪些地区开展业务?

- (1) 银行业务的地域分布情况如何?
- (2) 来自不同业务地区的收入与利润各占多大比例?
- (3) 国内市场与国际市场的业务份额各是多少?
- (4) 银行是否将这些地区或国家的业务视为非核心业务?如果是,银行采取何种策略管理这些非核心地区或国家的业务?

3. 银行非利息收入的比例是多少,以及采取哪些策略来有效管理这些收入来源?

- (1) 产生手续费收入的业务有哪些(如账户相关收费、汇款、支付、第三方产品销售佣金、担保、托管和保管服务以及资本市场咨询等)?
- (2) 产生非手续费、非利息收入(如交易和投资收入)的业务有哪些?
- (3) 按地区划分,产生非利息收入业务的收入与利润各占多大比例?
- (4) 非利息收入不同组成部分的季节性和波动性如何?
- (5) 银行采取哪些策略来降低或管理非利息收入的风险和波动性?
- (6) 非利息收入业务的整体策略是什么?银行是否计划扩大、缩小或保持这类业务在整体组成结构中的占比?

4. 产生经常性收入与产生非经常性收入的业务之间的分配是多少?

- (1) 产生经常性收入(如利息收入)的业务部门有哪些?
- (2) 哪些业务部门可能无法产生经常性收入(如手续费收入)?
- (3) 随着时间的推移,经常性收入来源和非经常性收入来源之间的组成结构将如何发展变化?
- (4) 未来三到五年,银行管理这一组成结构的策略是什么?

5. 主要市场的GDP增长和经济活动将如何影响银行的信贷需求和存款?

- (1) 贷款账面增长率与主要市场GDP增长率的变化密切相关程度如何?
- (2) 相对于整体经济增长和构成银行贷款组合的不同部门的增长,这种相关性如何?
- (3) 这些部门在主要市场中的经济增长前景如何?

6. 利率和流动性变化对银行业务有何影响?

- (1) 利率变化如何影响存贷款增长?这种关联是否与利率水平和变化程度无关?
- (2) 净利息收益率(NIM)和净利息收入(NII)对过往利率变化的反应如何?未来是否会延续这种关系?
- (3) 贷款账目中固定利率和浮动利率贷款的配置比例是多少?
- (4) 过去是否出现过因利率变化而造成流动性压力的情况?如果是,银行是如何应对这些情况的?
- (5) 银行的资产负债管理(ALM)情况如何?为充分利用利率变化同时保持有效的流动性,银行是否进行了动态管理?

7. 银行的资金成本情况是多少?与同业相比如何?

- (1) 低成本的资金来源(如经常账户和储蓄账户存款)在总存款中的占比(即CASA比率)是多少?
- (2) 新增存款的成本与现有存款的成本相比如何?
- (3) 银行经常账户和储蓄账户(CASA)构成的变化与利率变化的关系如何?
- (4) 银行CASA构成的稳定性与同业竞争对手相比如何?

8. 在银行的主要市场中,银行服务的可获得性和可负担性如何?

- (1) 开立和经营银行账户以及借款的流程难易度如何?
- (2) 行业内的交易成本水平是多少?与银行的服务成本相比如何?
- (3) 市场如何看待银行的客户服务质量?是否存在基于自营或第三方市场研究或调查对银行形象的客观评估?

9. 银行提供哪些数字化服务?

- (1) 银行的数字化服务产品与同业竞争对手相比如何?
- (2) 银行在多大程度上利用数据分析工具,来提高营销效率和有效性、向客户追加销售或交叉销售各类产品和服务,并提供量身定制的个性化服务产品?
- (3) 银行是否提供数字/移动钱包、电子账单支付等在线支付服务?
- (4) 客户是否愿意为数字服务带来的便利或价值支付额外费用?

10. 在业务开展地区,银行在不同业务领域的市场份额是多少?

- (1) 银行在这些业务和地区是否有扩大市场份额的计划?
- (2) 银行是否有计划进入新的业务领域或地区?
- (3) 技术在多大程度上促进了向其他业务细分领域和地区的扩展?为实现这一目标,开展了哪些具体的技术辅助型举措,包括等待执行的举措?预期将取得哪些收益?

11. 银行网络在主要市场的渗透及地域扩展程度如何?

- (1) 不同银行产品和服务在主要市场的渗透率是多少?
- (2) 银行业如何有效利用市场提供银行服务?整套服务和产品的承销是否一致?
- (3) 银行网络的渗透率和覆盖范围与该行业整体相比如何?
- (4) 银行是计划在现有客户基础上进行更深入的渗透,还是服务更广泛的客户群?如果这样,制定了什么样的扩张策略?

12. 该银行是全球还是国内具有系统重要性的金融机构(SIFI)?

- (1) 适用于此账目业务的自救准备金是多少?

13. 银行预计新时代技术(如加密货币、P2P网络和其他金融科技的发展)会带来多大以及何种类型的颠覆性影响?

- (1) 新时代技术带来的潜在威胁是什么?
- (2) 哪些业务和收入来源最可能受到这些技术发展的影响?
- (3) 银行是否预计到这些技术会带来的任何潜在机遇?如果是,计划采取何种策略来充分利用这些机遇?
- (4) 使用在线和移动平台获得银行服务的客户比例是多少?

14. 银行主要市场中的社会、经济和人口年龄结构,对采用技术辅助型解决方案有多大帮助作用?这种情况正如何发展演变?

- (1) 人口的年龄中位数是多少?
- (2) 电脑、智能手机和互联网的普及率是多少?
- (3) 人口对技术的整体看法和态度是什么?
- (4) 在通过普及银行服务并促进使用银行服务来推动普惠金融目标方面,技术可能在多大程度上发挥一定作用?

15. 影响新银行进入市场的各种因素有哪些?

- (1) 在主要市场取得银行牌照的难度有多大?
- (2) 管控资本要求、发起人股权、外国投资和所有权规范的准则是什么?
- (3) 在主要市场开展业务的准入成本有多高?
- (4) 按美元计,吸引新存款的市场成本是多少?
- (5) 每个新客户的合规和日常管理费用是多少?

16. 主要市场中银行业的竞争水平和市场集中度如何?

- (1) 有多少家银行在主要市场中开展业务?该银行在这些市场中的业务份额是多少?
- (2) 面对新进入者或竞争对手采取差异化战略所带来的快速颠覆,银行受到了多大程度的保护?
- (3) 在主要市场的银行领域,管控并购的规范是什么?
- (4) 新进入者通过并购途径进入该行业的难易度如何?

17. 贷款账目对经济周期性和高风险部门的风险敞口程度有多大?

- (1) 银行对不良贷款(NPL)的客观定义是什么?
- (2) 周期性和高风险部门的不良贷款水平是多少?
- (3) 与不良贷款总体水平相比如何?
- (4) 不良贷款覆盖率是多少?
- (5) 银行的不良贷款水平、比例和覆盖率与本地和全球同业相比如何?

18. 银行的表外负债有多少?

- (1) 担保、信用证、衍生品合约及其他表外风险敞口的具体情况是什么?
- (2) 这些负债中有多少属于或有负债?预计其中有多少、且何时会成为真正的负债?

19. 银行在运营指标上的绩效如何?与同业相比,表现如何?预计将如何发展变化?

- (1) 过去几年中,贷款增长的变化趋势是什么?
- (2) 贷款增长对利息收入和资产质量产生了什么样的影响?更快的增长是否会导致较低的利息收入和/或较高的不良贷款?
- (3) 不同类型的贷款(如抵押贷款、商业和个人贷款)和存款的收益率是多少?
- (4) 净利差率(即生息资产的收益率减去借入资金的利率)预计将怎样变化?
- (5) 净新增资产在不同业务和地区的变化趋势如何?
- (6) 过去几年,净新资产与总资产之比的趋势如何?
- (7) 不同业务在不同地区的成本收入比是多少?
- (8) 客户、贷款、存款、员工/分支机构平均资产和各分支机构平均员工数等指标是如何发展变化的?

20. 银行的盈利能力衡量指标是如何累积的?盈利能力与同业相比如何?预计将如何发展变化?

- (1) 银行的净利息收益率是多少?
- (2) 在股本回报率(RoE)、有形股本回报率(RoTE)和资产回报率(RoA)等关键指标方面,银行的盈利能力与同业相比如何?
- (3) 不良贷款拨备的成本是多少?对盈利能力有何影响?
- (4) 中长期的盈利前景如何?

21. 银行贷款账目的资产质量稳健性如何?与同业相比如何?

- (1) 不良贷款比率和覆盖率各是多少?
- (2) 风险成本是多少(即列入损益表中的受损资产调整总额占未偿贷款总额的比例)?
- (3) 银行管理不良贷款的具体策略是什么?这些措施有多成功?近期和中期的行动计划是什么?
- (4) 各主要市场对资产质量进行分类的监管要求是什么?

22. 银行有多少监管资本?有哪些不同的组成部分?

- (1) 银行持有多少调整后普通股和额外一级资本?
- (2) 银行持有多少二级资本?包含哪些证券?是否包括可能被逐步淘汰的享受祖父条款的证券?
- (3) 在计算调整后普通股权益时,采用的标准和假设是什么?

23. 银行是如何规定资本要求、流动性和偿付能力标准的?

- (1) 银行的普通股一级资本充足率(CET1)、普通股二级资本充足率(CET2)和总资本充足率(CAR)、流动性覆盖率(LCR)和净稳定资金比率(NSFR)分别是多少?这些比率与监管要求相比处于什么样的水平?
- (2) 与业务、地理分布和货币结构类似的同业相比,这些比率如何?

24. 银行采用何种方法计算风险加权资产(RWA)?

- (1) 监管机构要求银行采用的巴塞尔标准是什么?
- (2) 如何计算风险加权资产(即信用险加权资产;是采用标准化方法,还是内部评级方法)?
- (3) 监管机构要求的额外标准和准则是什么?

25. 银行采取何种方法评估和计算信用风险?

- (1) 如何评估借款人的违约风险,如何分配风险权重?
- (2) 遵循的资产质量分类规范和假设是什么?
- (3) 评估和报告不良贷款的频率是怎样的?
- (4) 如何评估银行担保和意向书(LoI)等表外项目的风险程度?

26. 银行面临的市场风险有哪些方面?

- (1) 如何评估利率风险对风险加权资产的影响?采用的假设是什么?
- (2) 资产和负债的货币组合是什么?如何评估汇率波动对风险加权资产的影响?
- (3) 表外承诺项目和使用对冲等金融衍生工具带来的风险(包括交易对手风险)敞口有多大?
- (4) 过去几年中,证券减记占结构性信用组合总额的比例是多少?

27. 银行面临的各种运营风险因素有哪些?

- (1) 如何评估欺诈行为导致的潜在损失?银行应对这一损失有何经验?
- (2) 由于技术、安全问题和安全事件导致服务中断的频率有多高?如何评估为应对这些意外开支所需的经费?
- (3) 银行是否发生过电脑系统因黑客入侵而导致运营、交易或客户数据丢失或被盗的情况?为应对此类事件,已采取哪些措施或拟议采取哪些措施?
- (4) 银行应对运营风险的其他因素有哪些?
- (5) 评估各种运营风险因素采用了什么方法?为评估此类风险,采用的是巴塞尔协议规定的标准方法,还是高级方法?

28. 银行对股东资本回报的理念是什么,采取了何种方法?

- (1) 有关红利、回购和收购的理念是什么?
- (2) 如果有多余的资本,未来计划如何使用?

29. 技术帮助银行提高运营绩效的程度如何?

- (1) 为提高流程效率、降低运营成本和改善托收,银行采取的各种技术辅助型举措有哪些?
- (2) 为与客户互动并应对其问询和问题,向他们提供了哪些具体的数字渠道?客户是否可以只通过数字渠道进行互动,而无需使用线下和传统渠道?
- (3) 技术正如何帮助银行提高向客户提供的服务可获得性、减少问询响应时间,并以多种语言提供对接和服务?
- (4) 在向传统上没有开立银行账户的客户提供服务方面,技术辅助型解决方案能提供怎样的帮助?这些客户可能生活在服务欠缺的地区,很少使用银行服务使用,通常进行小额交易,或对使用传统银行渠道不放心。

30. 在帮助银行更好地管理风险方面,技术发挥了怎样的作用?

- (1) 运用技术帮助防止、发现和消除欺诈的方式有哪些?
- (2) 银行是否利用技术提高信用评估的速度、准确性和可靠性?
- (3) 银行是否正利用其他数据(如社交媒体使用情况),来评估没有信用记录的潜在借款人的信用风险?
- (4) 银行是否正探索利用区块链技术,来开发认证、数据保护、欺诈预防和网络安全解决方案?

31. 在声誉、诚信和透明度等方面,银行在同业中的管理历史表现如何?在业务增长、拨备和销售实践方面,银行的运作风格有多激进?**投资银行相关问题****32. 投资银行提供哪些服务?过去10年收入的组成结构是什么?**

- (1) 手续费和交易收入的组成结构是什么?
- (2) 股权业务(公开发行、私募配售、并购咨询、承销等)、债务业务(银团贷款、过桥贷款、夹层贷款)、固定收益产品(债券发行)、货币和大宗商品业务产生的手续费收入比例是多少?
- (3) 一级市场(首次公开发行(IPO)和后续公开发行(FPO)与二级市场(投资研究、证券经纪)的发行产生了多少手续费收入?
- (4) 在主要市场的不同资产类别和产品中,银行的手续费收入占比是多少?
- (5) 不同资产类别(股权、债务、固定收益、货币、大宗商品和替代产品)产生的交易收入各占多大比例?

33. 拟议中交易的具体情况是什么?

- (1) 在不同的资产类别和地区,拟议中的交易有多少?所涉及的融资金额是多少?
- (2) 过去几年中,银行在不同资产类别和地区的拟议交易规模和转化率(赢得交易占拟议交易的比例)是多少?
- (3) 银行的交易转化率与同业相比如何?

34. 在主要市场的并购和IPO活动水平如何?

- (1) 推动银行在这一领域的产品需求的因素有哪些?
- (2) 并购和IPO活动的周期性和季节性如何?
- (3) 预计该细分市场的未来业务(交易的数量及规模、手续费收入)如何?

35. 银行是否参与自营交易?

- (1) 银行指导自营交易活动的理念是什么?
- (2) 为确保任何不利的发展不会影响其他业务并威胁银行的生存,银行如何管控风险?
- (3) 与同业的交易活动以及银行其他业务相比,自营交易的风险和盈利能力如何?

36. 银行不同产品的市场份额如何?

- (1) 按交易数量、累计交易规模和累计手续费收入计算,银行在主要市场不同资产类别中占有多少市场份额?
- (2) 银行是侧重于某些行业或地区,还是在某些行业或地区很强的影响力?对此采取了何种策略?
- (3) 银行在行业排行榜和排名中处于何种位置?

37. 银行主要市场的家庭储蓄水平如何?

- (1) 这些存款有多少投资于金融资产和资本市场?
- (2) 预计未来这些趋势将如何发展变化?

38. 投资银行业务的成本结构和盈利能力如何?这些业务与同业和银行其他业务相比如何?

- (1) 收入成本(包括奖金)比是多少?用股本回报减去股本成本计算的利润率是多少?
- (2) 这些指标与同业相比如何?

39. 风险价值状况如何?与同业相比如何?

- (1) 银行具体采用什么方法评估风险价值状况?

私人银行和财富管理相关问题

40. 手续费与利息收入的组成结构如何?

- (1) 向客户提供哪些不同的服务(如财富管理、税务规划和遗产规划)?
- (2) 从不同服务中收取的手续费收入各占多大比例?
- (3) 被视为经常性收入的手续费收入占比是多少?
- (4) 非经常性收入的波动性和风险性如何?如何管理波动性?
- (5) 银行是否披露在不同客户细分群体(如基于总财富划分的高净值人群和超高净值人群)和地区所管理的客户资产规模具体情况?如果是,资产规模通常市值为多少?

41. 银行的资产管理规模(AUM)和构成如何?

- (1) 资产管理规模在不同资产类别、客户细分群体和地区中的分配是多少?
- (2) 所管理的客户资产通常市值是多少?
- (3) 在不同的地区,对不同资产类别、资金类型和客户细分群体收取的资产管理费范围有哪些?
- (4) 主要市场的资产管理规模份额和手续费收入份额是多少?
- (5) 从不同客户细分群体获得的收入(手续费和利息收入)各占多大比例?

42. 主要市场中,富裕人群(即高净值和超高净值人群)的规模是多少?它将如何发展变化?

43. 支持银行客户关系管理战略的因素有哪些?

- (1) 客户细分采用了哪些维度(如财富的金额、来源和年限,客户的年龄和地理位置等)?
- (2) 客户流失率通常是多少?银行如何识别客户流失原因并最大限度地减少流失率?
- (3) 如何衡量客户关系经理的有效性?
- (4) 一个客户关系经理通常服务多少客户?
- (5) 通常一个客户管理经理一年能产生多少手续费收入?
- (6) 银行在奖金发放方面采取的战略和政策是什么?银行的做法与行业惯例相比如何?
- (7) 员工成本与手续费收入的比率是多少?员工成本中固定和可变(奖金)成本构成的比例是多少?

44. 技术帮助扩展服务产品和扩大客户群的程度如何?

- (1) 银行如何使用技术辅助型解决方案来提高客户关系经理的效率?
- (2) 是否有计划根据零售财富管理产品的思路,利用技术为可投资资产规模小很多的客户提供财富管理解决方案?

环境、社会与治理(ESG)

45. 银行的ESG原则、实践和历史表现如何?

- (1) 银行是否将ESG指标作为发放贷款和投资决策的一个筛选因素?
- (2) 未能通过ESG筛选的贷款价值和比例是多少?
- (3) 根据ESG指标管理的自身资产管理规模、客户资产管理规模、金融工具、投资类房产和自营交易活动的价值和比例各是多少?
- (4) 如果为客户提供投资研究和建议,在此过程中是否纳入了ESG指标?
- (5) 银行是否承担或投资对业务ESG相关方面所涉及的各种风险开展研究?如果是,开展此类研究活动的战略是什么,投入了多少资金?
- (6) 银行是否进行小额信贷投资?过去几年这类投资的价值是多少?
- (7) 为确保对业务所在地区弱势群体的金融普惠性,银行采取了哪些措施?
- (8) 银行的信息安全政策和战略是什么?如何保护客户隐私并确保其数据安全?
- (9) 银行是否有政策,反对与被指控侵犯人权的实体、或在存在侵犯人权的冲突地区开展业务的实体进行商业合作?
- (10) 银行或其员工是否曾因任何原因被监管机构、客户或股东指控、调查、审判、处罚、罚款或达成和解?过去10年发生此类事件的具体情况是什么?
- (11) 过去10年,银行在反竞争行为、反垄断和垄断行为相关的法律诉讼、罚款与和解方面的支出和罚款是多少?
- (12) 各种法律诉讼中有争议的资产总额是多少?
- (13) 银行对政治捐款的政策是什么?历史表现如何?

电信业

深入了解电信行业的投资基础

作者:卢俊东博士(Alan Lok, 特许金融分析师, 金融风险管理师)、朱暖晖(特许公认会计师公会)、古鲁普拉萨德·贾姆巴纳森(特许金融分析师, 金融风险管理师)

对于想进军电信行业的投资者来说,了解影响该领域相关公司绩效的关键经济、运营和监管因素非常重要。这些因素不仅因国家而异,公司与公司之间也不尽相同,具体取决于各公司所提供的服务类型——是固网业务、移动业务,还是二者皆有。不过,所有电信企业都面临着数据增长和在线服务激增带来的诸多契机。对于发展中市场的运营商来说,较低的市场渗透率能够提供长期发展机遇。与此同时,发达国家运营商最重要的事项,则是跟上技术进步的步伐、保持与时俱进。总体而言,该行业具有以下特点:激烈的竞争、高昂的资本支出需要量(至少长期以来如此),以及严格的监管干预等。

需求驱动因素

在电信服务领域,值得关注的问题之一便是需求的价格弹性。对于移动运营商而言,价格往往无法完全自行决定,但同时仍具有一定相对弹性。因此,价格敏感度是投资者需要考量的一项重要指标。

其中,数字化带来的新时代服务的贡献越来越重要,这些服务包括统一消息(unified messaging)、协作和内容生成。公司在这些领域的定位可能对收入前景产生深远影响。

此外,服务产品的吸引力、覆盖范围和质量也十分重要。固网运营商的定位情况,可以通过考察终端用户的构成情况、以及语音和数据之间的收益分配比例进行衡量。

在移动细分市场,运营前景受到收入构成的影响,其决定因素包括用户类型(例如零售用户与企业用户)、数据用量和计费安排(预付费或订阅)。最近,移动细分市场在总数据消费中所占的份额越来越大。然而,整个市场正在不断发展;数据的使用已全面大幅增加,企业正在考虑如何从客户行为中获取信息并将其转化为直接收益。

市场地位

电信公司的经营格局受到竞争和监管环境的巨大影响。投资者除了考察电信企业与现有对手竞争的轻松程度外,还应考察各种市场准入障碍。此外,市场中运营商的数量也会对绩效产生一定影响:或许只有少数竞争性企业,抑或市场整合的时机已然成熟。

当然,该行业的机制并不完全依赖于供需关系。从竞争和许可的角度看,监管机构所起的作用必不可少。定价可能会受到监管机构议事日程的影响,运营商必须满足特定的技术或覆盖范围要求。目前,通信市场的结构已悄然发生变化,Skype或WhatsApp等依托互联网(OTT)的服务导致竞争加剧,因此,投资者需密切关注由此产生的后果。

结构性影响因素

城市化水平、市场渗透率和客户购买力,是电信业发展非常重要的长期驱动因素。这些因素是用户增长的重要先决条件,可以通过考察人均可用资金和电信服务使用情况进行评估。在提高需求和市场份额方面,对技术和分析法的有效利用也发挥着巨大作用。

在这样的竞争环境中,该行业的一项独到之处就是扩展非语音服务。除企业市场的增长外,数据、融合和内容捆绑已成为固网运营商重要的收入驱动因素。其中一些领域——比如数据,对无线运营商来说也紧密相关。然而,移动领域更具体的问题是智能设备的可用性和可负担性,以及具备能力开发网络或技术升级路线图,以避免系统过时。

与上述所有因素都联系在一起的是,网络硬件虚拟化的出现,它具有跨部门的影响。这种服务提供商基础设施的新模式只需要较少的资本密集型设备,而是更多地基于软件,由此可以降低对资本投入的需求——未来,该模式可能会被证明是一项差异化因素。

绩效衡量指标

投资者可利用以下指标来衡量目标公司的运营状况。每用户平均收入(ARPU)的发展趋势、及其对价格随用户净增加而变化的敏感度,都是追踪衡量电信公司财务健康状况的关键

指标。用户获取成本和流失率则可以体现市场竞争带来的影响。

此外,投资者还需要考察目标公司的资产负债表实力。由于该行业可能会出现较高水平的资本支出,因此投资者应密切关注债务总额和自由现金流等因素。

针对固网公司,需要关注的领域之一就是不同于无线通信企业的成本结构。对于移动运营商来说,可用频谱的数量与相关许可制度的性质也是不可或缺的考量因素。





行业考察通用问题

1. 向用户提供的服务的性质和组合是什么?

- (1) 推动用户获取的主要因素有哪些?
- (2) 后付费和预付费设置之间的用户群和新增用户比例各是多少? 以及按客户类型(即零售客户与企业客户)划分的用户群和新增用户比例各是多少?
- (3) 目前向客户提供的服务类型和组合(如语音、消息传送、数据和内容)都有哪些?
- (4) 公司是否借助网络和生态系统数字化,正在提供或计划提供统一消息传送、协作和内容等全新服务?
- (5) 公司是否为客户提供数字渠道,以便让他们参与并解决自己的问题? 客户是否有可能只通过数字渠道进行互动,而不用借助线下和传统渠道?
- (6) 目前公司采用的收益模式是什么? 订购套餐模式与按使用量付费模式的构成比例如何?
- (7) 这些服务的销售情况如何? 公司预计的增长情况如何?
- (8) 机器对机器(M2M)细分市场的用户群占多大比例? 增长趋势是什么?
- (9) 在提供这些服务方面,公司的竞争对手是谁? 公司应对竞争的策略是什么?
- (10) 公司获取客户的成本是多少? “获取成本”项下的主要支出有哪些?

2. 数据使用的范围怎样,类型是什么? 其主要驱动因素和局限性有哪些?

- (1) 主要市场中数据使用的驱动因素有哪些?
- (2) 提供数据的经济成本(包括最后一英里连接、频谱、中继成本,以及Skype和WhatsApp等OTT服务造成的名义利润损失)是多少?
- (3) 公司网络的数据容量是多少?
- (4) 在提供数据服务方面是否存在瓶颈或制约?
- (5) 捆绑和无限制使用计划在市场上的普及度如何? 公司提供的服务产品与竞争对手相比如何?
- (6) 银行等服务提供商发出的M2M自动警报的消息发送和数据使用产生了多少需求?
- (7) 物联网(IOT)辅助型应用程序带来的数据需求占多大比例?

3. 在公司的主要市场中,通信服务的价格敏感度如何?

- (1) 随着单位价格的变化,需求会变化多少? 不同的服务有何不同?
- (2) 为响应不同价格点的价格变化,需求的变化程度是稳定的,还是在不同的价格点上有所不同?
- (3) 主要市场的竞争是否主要基于价格水平?
- (4) 如果不是基于价格水平,产品和服务差异化是如何发挥作用的?
- (5) 公司在主要市场的服务与竞争对手有何不同?
- (6) 公司的差异化战略如何随所提供内容的类型(语音与数据)和所服务的终端用户类型(零售用户与企业用户)的不同而变化?

4. 公司获取客户使用情况和行为的各种数据点有哪些?

- (1) 公司如何将使用数据转化为直接收益? 为更好地利用这些信息,公司正在考虑哪些潜在的其他选项?

5. 网络覆盖范围和质量会如何影响对公司服务的需求?

- (1) 从人口覆盖面和地域分布来看,公司的网络覆盖范围与竞争对手相比如何?
- (2) 相对于其他运营商,消费者如何看待公司的网络质量和覆盖范围? 是否有行业研究或市场调查来证实这些看法?
- (3) 网络质量和覆盖范围的改善在多大程度上提高了对公司服务的接受度?
- (4) 使用量对网络质量的敏感度与对价格的敏感度相比如何?

6. 新参与者进入该行业并参与竞争的难易度如何? 面临的准入障碍有哪些?

- (1) 新进入者面临的监管障碍有哪些?
- (2) 新进入者建立网络并开始提供服务需要哪些投资?
- (3) 新进入者是否有可能颠覆公司的市场地位? 这些参与者会采用哪些不同的举措?
- (4) 公司的主要市场是否允许发放移动虚拟网络运营商(MVNO)许可证? 如果是,这种模式的成功率有多大?
- (5) 新参与者或移动虚拟网络运营商的加入是否影响了公司业务发展? 公司计划如何应对这些挑战?

7. 监管影响通信服务需求的程度如何?

- (1) 本质上倾向于事前监管还是事后监管?
- (2) 运营商是可以自由决定定价,还是由监管机构推动定价?
- (3) 监管制度是否体现了技术中立原则?
- (4) 监管是否涵盖服务质量(QoS)规范?
- (5) 是否有在服务欠缺地区提供服务的监管要求(例如,是否有普遍服务义务)?

8. 监管变化会如何影响公司的业务部门?

- (1) 因监管问题而对业务产生影响的具体实例有哪些?
- (2) 过去,公司是如何应对监管变革带来的影响(如果有的话)?
- (3) 公司应对未来监管干预的准备情况如何?

9. 各主要市场的互连使用费(IUC)分别是多少?

- (1) 互连使用费的监管立场是什么?
- (2) 是否实施不对称的互连使用费制度? 如果是,对公司财务的影响是什么?
- (3) 预计互连使用费将如何发展变化?

10. 各主要市场的通信服务渗透率是多少? 这些服务是如何发展演变的?

- (1) 通信服务的人均可用性和使用率(在连接数量、语音和数据容量方面)是多少?
- (2) 这给新用户增长留下了多少潜在空间?
- (3) 通信服务的人口支出在GDP中的占比是多少??

11. 各主要市场的城市化水平和居民购买力如何?

- (1) 在主要市场,城市人口的比例是多少? 预计未来将如何变化?
- (2) 主要市场的每用户平均收益(ARPU)与人均可支配收入相比如何? 预计未来将如何发展变化?
- (3) 影响主要市场通信服务需求的其他长期人口、社会或宏观经济因素有哪些?

12. Skype和WhatsApp等OTT服务带来的威胁程度如何?

- (1) OTT服务取代语音和消息传送等传统通信服务估计带来了多少损失?
- (2) 通常,主要市场的总数据消耗量有多少是OTT服务产生的?
- (3) 公司应对OTT服务颠覆的策略是什么?

13. 公司利用数字化带来的机遇的战略是什么?

- (1) 为提高营销效率和有效性、优化定价、提供量身定制的服务产品、减少客户流失率和改进收款,公司利用数据分析法的程度如何?
- (2) 数字解决方案如何有助公司监测其网络的利用水平并优化容量部署? 其结果提高了多少效率? 降低了多少成本?
- (3) 公司是否预计网络硬件的虚拟化会日益增加? 对资本需要量、需求、成本和竞争可能产生的影响是什么?
- (4) 公司计划如何集成传统的IT系统,或使其具有互操作性,以充分实现数字化无缝运营? 实现这一目标面临的挑战是什么?
- (5) 公司领导层如何在执行其数字战略的同时应对组织和员工队伍挑战?
- (6) 公司是否已计划参与信息技术服务、内容和金融服务等邻接服务? 提供这些服务的首选运营模式是什么(公司内部、独立业务部门、伙伴关系)?
- (7) 作为一项策略,公司是打算创建和维护自己的平台来提供和分配各种服务,还是寻求与现有平台实现互操作性?
- (8) 公司在与开放平台合作以及使用标准和技术方面的便利性如何?
- (9) 公司对网络中立的立场是什么?

14. 主要市场的用户净增数和流失率分别是多少?

- (1) 过去三年平均用户流失率是多少? 它是如何发展变化的?
- (2) 导致用户流失的关键因素是什么?
- (3) 公司在客户满意度方面的历史记录如何? 如何追踪和衡量满意度水平?

15. 主要市场的每用户平均收益(ARPU)和实现率是多少? 它们是如何发展变化的? 对定价的敏感度如何?

- (1) 语音和数据的预付制和后付制ARPU分别是多少?
- (2) ARPU是如何发展变化的? 公司的期望是什么?
- (3) 数据使用量的增加和无限制通话计划的引入会如何影响ARPU?
- (4) 能否量化服务价格下降对ARPU的影响? 使用量是否上升到足以维持ARPU的水平?
- (5) M2M细分市场的ARPU和使用量(短信和数据)各是多少? 它们是如何发展变化的?
- (6) 每个细分市场的平均实现率(收入减去成本)是多少? 使用量和定价变化对它的影响如何?

16. 公司在服务质量规范方面的表现如何?

- (1) 公司在提供各种服务方面的表现与基准和与其他运营商相比如何?
- (2) 公司是否曾因未能遵守服务质量规范而受到警告或罚款?

17. 公司的资本支出需要量是多少? 就资本效率、自由现金流、杠杆率和利润率而言,公司所处位置如何? 公司过去在这些方面的情况如何? 预计未来将如何发展变化?

- (1) 公司长期以来的资产回报率表现如何? 预计未来将如何发展变化? 这些期望可能面临哪些风险?
- (2) 内部应计项目(业务现金)与外部融资分别满足了多少资本支出需要量?
- (3) 重置性资本支出与增长性资本支出花费的资金比率各是多少?
- (4) 公司的运营利润率是否会随着增长性资本支出的增加而增长? 从业务模式的角度看,其运作方式是怎样的? 运营利润率增长的可持续性如何?
- (5) 如果过度的增长性资本支出仍然导致运营利润停滞不前,这种不利局面会持续多久? 这对整合有何影响?
- (6) 以息税折旧摊销前利润计,公司的净债务状况如何? 未来这一比例可能会如何形成? 公司管控杠杆率并保持良好偿债能力的计划是什么?

固网电信公司

18. 在主要市场运营的纯固网运营商有多少?

- (1) 是否有统一的通信服务许可证制度,允许运营商获得提供语音、数据和内容服务的单一许可证?
- (2) 来自无线通信提供商的竞争水平如何?

19. 在主要市场中,固网宽带在总数据消费中所占的份额是多少?

- (1) 固网宽带服务在主要市场的增长情况如何?目前的趋势中长期能否持续下去?
- (2) 公司在整体固网宽带服务中的市场份额是多少?
- (3) 固网宽带服务作为一个业务部门是如何发展演变的?具体而言,作为公司的一个收入来源,它是如何发展变化的?

20. 主要市场的固网宽带增长与移动数据相比如何?

21. 公司将内容服务捆绑在一起的策略是什么?预计实现这些服务规模化将面临哪些挑战?

- (1) 公司是否提供捆绑式的内容服务以及语音和数据?
- (2) 如果提供,来自捆绑式服务的收入在经常性收入中占多大比例?公司如何看待这部分收入未来几年的发展变化?
- (3) 在实现这些服务规模化时,公司以及行业面临的具体挑战有哪些?

22. 按客户群划分,语音和数据使用的构成比例各是多少?

- (1) 公司每项服务带来的收入分别是多少?
- (2) 零售用户和企业用户之间的语音和数据使用构成比例有何不同?

23. 与无线通信相比,成本结构如何?预计它将如何发展演变?

- (1) 成本的各个组成部分是什么?
- (2) 与其他固网及无线通信提供商相比,成本结构如何?

无线电信公司

24. 公司主要市场的频谱是如何分配和定价的?

- (1) 频谱是与许可证捆绑在一起,还是必须单独购买?
- (2) 主要市场采用何种定价模式来分配频谱和发放许可证?频谱是拍卖、根据收入分享分配,还是按固定成本分配?
- (3) 每兆赫频谱的获取成本是多少?
- (4) 通常,频谱分配或授权给单个运营商需要多长时间?延期或续约过程如何?
- (5) 现有运营商与新运营商的频谱分配过程有何不同(如果有的话)?

25. 公司拥有的频谱包含哪些详细信息?

- (1) 公司拥有多少频谱?
- (2) 拥有的这些频谱位于哪些波段?
- (3) 在每个波段中,处于首选的较低频率(能提供较大的覆盖范围和更好的室内接收)的频谱占多大比例?
- (4) 在行业层面上以及对公司来说,每百万用户可以使用多少频谱?
- (5) 在许可经营区域,公司的频谱覆盖了多少人口?
- (6) 公司拥有多少未使用的频谱?公司打算如何将这未使用频谱转化为直接收益?

26. 市场整合面临的阻力有哪些?

- (1) 公司在其开展业务的国家或省份持有多少许可证?
- (2) 公司在每个许可经营区域、国家及省份的市场占有率分别是多少?
- (3) 每个许可经营区域的竞争激烈程度如何?
- (4) 在每个许可经营区域,提供服务的运营商通常有多少?各运营商的市场份额是多少?
- (5) 市场整合面临的阻力有哪些?
- (6) 整合过程中面临的监管障碍有哪些?
- (7) 在许可经营区域内、以及地区及国家层面上,监管机构是否对用户份额、收入份额以及频谱拥有量规定了上限?

27. 移动数据消费的情况如何?

- (1) 在主要市场中,移动数据在总数据消费中所占的份额是多少?
- (2) 移动数据的人均使用量是多少?
- (3) 人均消费的增长速度是多少?
- (4) 公司客户的人均使用量和增长与行业趋势相比如何?
- (5) 移动数据增长与固网宽带相比如何?

28. 各主要市场智能设备的可用性和可负担性如何?

- (1) 智能手机在各主要市场的普及率是多少? 增长前景如何?
- (2) 智能手机在主要市场和不同客户群体(按人口年龄段和社会经济类别划分)中的价格承受能力如何?
- (3) 是否有补贴智能手机成本的策略,从而提高消费者对智能手机的接受度? 如果有,成本效益方程的运作方式是怎样的?

29. 按用户类型(零售用户与企业用户)和按订阅类型(后付费与预付费)划分的收入和利润构成比例分别是多少?

- (1) 每个用户和订阅类型的ARPUs是多少?
- (2) 每个细分领域的实现率是多少?
- (3) ARPUs和实现率与同行相比如何?
- (4) 预计ARPUs和实现率将如何发展变化?

30. 为实施技术和网络升级,公司制定的路线图是怎样的?

- (1) 在2G/3G/4G网络上运营的公司网络分别有多少?
- (2) 4G/5G网络的部署路线图是怎样的?
- (3) 在支持下一代网络推出的主要市场上,设备生态系统的成熟度如何?

31. 公司发展企业细分市场用户群的战略是什么?

- (1) 企业用户的ARPUs、实现率和流失率与零售用户相比如何?
- (2) 是否有发展细分市场业务的具体战略?

环境、社会与治理(ESG)方面**32. 公司的ESG原则、实践方法是什么? 历史记录如何?**

- (1) 在降低服务和运营的能源强度、用水强度、排放强度、废物产生、以及整体环境和生态足迹方面,公司采用了何种战略及实践方法,历史记录如何?
- (2) 使用替代或可再生能源进行运营(特别是用于运行网络设备、移动塔站和数据中心等设施)的程度如何?
- (3) 公司如何确保对其使用的网络设备和客户使用的设备进行可持续的产品生命周期管理? 公司是否从报废设备中回收材料,或为回收材料提供便利?
- (4) 公司如何确保安全处置客户的电子设备及营运产生的电子废弃物?
- (5) 考虑到服务提供商和客户在整个行业广泛使用电子设备,公司是否在探索技术解决方案,以减少更换硬件的频率,并考虑进行软件升级?
- (6) 对于来自塔基站和客户使用的无线设备的电磁辐射(EMF)对健康的潜在危害,公司的立场是什么? 是否有研究项目或与其他组织合作对此进行调查?
- (7) 公司如何确保对客户设备贴上适当标签,以显示电磁辐射水平?
- (8) 在电磁辐射、备用电源设备噪音、光学危险(由于光纤电缆连接活动时暴露在激光下)、到偏远站点出差和工作,以及火灾风险等环境下,为确保员工和承包商安全,公司采取了哪些举措?
- (9) 为确保公司收集和储存的客户数据的隐私及安全,公司采取了那些措施? 是否有侵犯客户隐私或数据的行为?
- (10) 对于第三方利用公司网络发送营销推广信息,公司的政策是什么? 客户是否可以选择不退出或对此类推广信息进行管理?
- (11) 在获得批准、许可证、频谱或其他方面,公司是否面临与反竞争行为、反垄断和垄断行为、腐败行为有关的指控、调查、诉讼或其他法律程序?
- (12) 公司是否曾因某种原因受到通信监管机构的罚款或警告?
- (13) 鉴于通信基础设施往往被视为一种战略资产,为防止遭受破坏并尽快从天灾人祸造成的不测事件中恢复,公司采取了哪些措施?

房地产投资信托基金

深入了解房地产投资信托基金 (REITs)

作者:卢俊东博士(Alan Lok, 特许金融分析师, 金融风险管理师)、朱暖晖(特许公认会计师公会)、古鲁普拉萨德·贾姆巴纳森(特许金融分析师, 金融风险管理师)

行业分析引言:投资决策框架

公司成功的关键,在于能否有效实施其商业模式。这需要优化有限资源的配置,产生可持续的现金流,用于新的产品、技术和服务投资,以应对更广泛的竞争格局、或是社会变革与重大趋势,并针对不断发展变化的宏观经济、监管和政治环境,制定恰当的响应措施。

不同行业所需的商业模式往往截然不同;即使在同一行业内,增加企业价值的商业模式也可能各具差异。

为帮助投资者对目标公司进行恰当的尽职调查,我们制定了一个分析框架,旨在梳理以下几个方面:

- (1) 相关因素对目标公司是否具有促进作用;
- (2) 管理层能否有效实施其商业模式或价值创造战略,同时对外部环境做出恰当回应。

该框架针对特定行业量身创建,并纳入了与这些行业中专业人员的访谈发现。

房地产投资信托基金行业

房地产投资信托基金(REITs)是一类拥有收益型房地产资产组合、并通常管理其运营的投资工具。REITs采用单位信托模式,可以将众多投资者的资金汇集在一起。这种结构为投资者提供了几项有利条件:进入门槛较低、能够接触到多元化的房地产资产池、并且具有较高流动性;在该领域进行直接投资则无法获得上述优势。

大多数REITs都公开上市交易,并且宣布将90%以上的收益用于派发股息,以满足当地证券监管机构对REITs的特定利润要求。因此,REITs提供了稳定的经常性收入来源,可作为一种高股息品种,而非获得资本收益的投资渠道。我们认为,有效和准确的基本面分析,可帮助投资者确定其经常性收入是否稳定,以及(或者)是否呈长期上升态势。

REIT通常专注于特定类别的投资性房地产。REITs的一些常见分类包括:办公及商业类REITs、零售类REITs和工业类REITs。

REITs的基本面

在基本面的各维度中,一些要素属于所有REITs的共性,而有些则是某类REIT(如工业类、商业类或零售类等)的独有特征。

需求驱动因素:投资组合配置情况和租户构成情况是决定REIT如何实现收益的关键驱动因素。

前者涵盖的属性包括:投资组合中房地产的位置吸引力(毕竟,影响房地产价值的最关键因素是“位置、位置,还是位置”)、细分目标,以及相对于市场要求的房地产供应渠道质量等。

对于后者(租户构成情况),投资者应考察整体入住率、平均租赁期限和周转率等因素。此外,租户(尤其是主力租户)的商业前景和信誉,不仅有助投资者预测未来需求的潜在变化(及其对经常性收入的潜在影响),也有助投资者最终预测每单位收益分配(DPU)的增长情况——这是股息公告的关键指标。

而与特定REITs相关的其他相关指标,如房地产与目标客户的物理邻近度,也需要投资者引起注意。例如,住宅区与零售类REITs郊区购物中心之间的距离,以及熟练劳动力的住宅与办公及商业类REITs A级中央商务区写字楼之间的距离,在推动REIT的收益方面发挥着至关重要的作用。

市场定位:相同房地产类别中的竞争对手数量及其相对市场份额,影响着REIT的定价能力。例如,在其他条件相同的情况下,私立医院行业中拥有垄断地位或具有较高集中度的医院运营商,经营状况通常很好。

而政府出售土地的多少,可能也是房地产供应的一项关键性限制因素——这将决定现有企业维持定价的能力。

结构性影响因素:REIT创新和适应市场结构性变化的能力,对于实现可持续发展具有至关重要的影响。例如,自动化程度的提高可能会影响对工业类REITs的需求,而消费者青睐网上购物的转变,则可能会直接影响零售类REITs的收益潜力。

绩效指标:投资者在评估某类REIT的财务健康状况时,需重点关注其营运利润率、收益率和杠杆率。

净营运收入(NOI)是收益的一部分,也是房地产价值的一部分(也称为“资本化率”),反映了REIT的创收潜力。运营基金(FFO)和可分配基金(FAD),可作为租金总收入和投资组合价值的一部分进行评估,反映该基金的股息收益率。而资产负债比率、利率和固定费用偿付比率,则是投资者追踪某款REIT时应采用的主要财务杠杆衡量指标。

在定性层面上看,高级管理层的专业程度(包括收益增值性收购的良好记录、财务绩效及时坦诚地发布)表明,其成功执行REIT沟通战略的可能性较大。

不同REITs类型的绩效驱动因素

零售及购物中心类REITs

需求水平:在零售领域,重要的影响因素包括支撑实际收入发展趋势的经济健康状况,以及消费增长情况。实际人均收入的增长,加上消费者信心的提高,决定了家庭消费的能力和意愿,在决定购买电子产品和家具等大件商品时尤其如此。反过来,这些因素也会影响租户的经营绩效,从而影响房地产需求和租金水平。此外,为确保运营绩效,投资者还必须考虑整个REIT投资组合的租户组合情况。多元化的组合(即没有一个主力租户构成REIT收益的很大一部分)表明,收益集中度风险较低。同样,投资者可能还应当考察投资组合中的房地产数量——数量越多,某项资产所产生收益的集中度也越小。

长期驱动因素的变化:电子商务的增长正对实体零售商产生越来越大的影响。网上购物给这些零售商的经营绩效带来了不利影响,其中一些企业受到的冲击尤为显著。

零售类REITs的管理人员能否妥善应对这一发展趋势?从纯零售向零售+娱乐模式转变,是一些管理人员对其购物中心的定位。实践中,娱乐和食品饮料店与商品销售的比例已开始向前者倾斜。

对于特定的零售空间,房地产与成长型商圈的邻近度至关重要:消费者可能更青睐靠近其居住地的郊区购物中心。而诸如充足的停车安排等其他考量因素,则可能会影响客流量及零售商的收益。

A级办公及商业类REITs

投资者在考察该细分领域时,需要考量的关键因素包括就业增长前景,特别是白领阶层的就业增长前景,这将影响对A级商业空间的需求,以及新建A级写字楼的修建速度,以增加供应。这两个因素在一定程度上都受经济表现影响。

因此,投资者应评估REIT主要市场写字楼翻新及租赁成本的发展趋势。投资组合配置情况和租户组合也有助于投资者衡量REIT收益前景。同时,与中央商务区、机场或郊区的邻近度可能也是投资者需要考量的因素之一,因为某些投资组合将享有地理优势。

此外,投资者还需要兼顾其他一些发展趋势,其中包括自动化对就业增长和工作空间需求的影响。向远程办公转变和共享工作空间的出现已充分体现了这一点。

工业类REITs

房地产需求和租金对经济投资周期的敏感性,是工业部门投资者应关注的一个关键领域。

制造业增长、资本投资和仓储需求会影响收益潜力。这些因素可能会受到对外贸易绩效和全球化的影响。同时,投资者也需要关注租户组合情况:那些租赁工厂和仓储的租户的增长前景与竞争力,可能对投资组合的回报起着决定性作用。而通往主干道、铁路、港口和机场的便利性,则有助于进一步促进房地产的吸引力。

投资者还应密切关注,自动化正如何改变企业在工厂空间方面的发展目标。与此同时,电子商务的增长也影响着仓储行业的发展动态,并为充分利用这一增长领域提供了机遇。

最后,投资者需要注意,拥有最容易受商业周期变化影响、且租期较短的租户的工业类房地产,通常被视为是风险较高的投资类别。而另一方面,拥有租期较长、且通常商业活动不受经济波动影响的租户的房地产,则被认为是更安全的选择。

住宅类REITs

不同的经济、社会和人口因素,可能会影响住宅类房地产的租赁需求和价格。其中包括收入水平、不断变化的就业状况或模式,以及家庭规模和组成情况。此外,无论是租赁还是房主自用,可负担能力都发挥着重要作用。

房地产投资组合与需求状况的匹配度,当然还有位置,都是投资者需要进一步考量的因素。交通连接的质量,以及与社会基础设施和工作地点的邻近度,则可能决定房地产的吸引力,进而决定着其价值和租赁价格。

此外,投资者还应考量有关经济适用住房和租金管控的政府政策,以及税收制度的结构。但同时应注意,需求动态也可能受到爱彼迎(Airbnb)等“聚合商”和共享生活空间提供商的影响。

01 需求驱动因素 影响收益及盈利能力的因素



02

市场定位 与外部因素(包括竞争对手、供应商、客户及监管机构)的互动



行业分析

房地产投资信托基金

03 结构性影响因素 需密切关注的更广泛长期发展趋势

04 绩效指标 追踪财务和运营健康状况的衡量指标



行业考察通用问题

1. 相比其主要市场的整体供需情况,公司所处位置如何?

- (1) 公司主要面向哪些不同的细分领域,如住宅和学生公寓类REITs、零售类REITs、商业和办公类REITs,以及工业类REITs等?
- (2) 未来3-5年,预计主要市场将新增多少套租赁房产?是否有足够的需求来吸收新房产的预期供应?
- (3) 供需不匹配在主要细分领域发生的频率如何?这种不匹配的程度通常如何?这一趋势在过去5年里是如何发展演变的?预计未来3-5年将如何发展演变?
- (4) 对于给定的额外供应单元,租金通常会下降多少?其过去情况如何?
- (5) 租金在供不应求期间的增幅是否与供大于求期间的降幅相同?

2. 就其租户构成情况而言,公司所处位置如何?

- (1) 不同地点、细分市场、房地产规模和质量的租户周转率通常是多少?
- (2) 公司优化租户周转率的策略是什么?
- (3) 空置物业再次出租前的等待期通常有多长?
- (4) 等待期和租金收益率之间的权衡程度如何?是否存在影响定价能力的具体因素?
- (5) 在不同的细分领域和市场中,租金优惠或折扣是多少?
- (6) 租赁协议的期限通常是多久?
- (7) 协议签署的基础通常是固定租金,还是浮动租金?如果是后者,如何确定调整浮动租金的频率和费率?
- (8) 固定租金和浮动租金租赁之间的租金收入占比通常各是多少?

3. 租赁协议的调整时间表如何均匀分布?

- (1) 这些调整是在一段时间内错开进行,还是一起进行?
- (2) 现有协议的费率调整速度有多快?
- (3) 提前终止合同的通知期通常是多久?是否有任何相关处罚?
- (4) 对于长期租金协议,是否有定期的中期审查规定?
- (5) 是否有寻求入住的租户等候名单?如果有,在特定时间,平均有多少租户在寻求入住?通常等待时间是多久?
- (6) 公司选择租户时采用的标准选择准则是什么?选择准则是否因不同的细分领域、地点和物业规模而各不相同?如果是,具体的选择准则是什么?

4. 根据地点、细分市场、房地产的规模和质量,贵公司投资组合的情况如何?

- (1) 在不同的地区和位置,按房地产的数量、规模、价值以及租金收入划分,房地产投资组合的结构占比各是多少?
- (2) 与竞争对手相比,公司现有房地产和未开发房地产的位置如何?
- (3) 公司投资组合中的平均房地产年限是多少?
- (4) 其租金和收益率与公司同行相比如何?
- (5) 在不同的地点、细分市场和房地产年限之间,这种比较有何特点?

5. 在永久业权基础上和租赁基础上持有的土地之间,房地产投资组合的占比各是多少?

- (1) 作为永久业权持有的房地产所占所持土地的占比是多少?
- (2) 来自永久业权房地产与租赁房地产的租金收入比例各是多少?
- (3) 租赁非永久业权土地的实体有哪些,如政府机构、私人个人、机构或公司?
- (4) 这些租赁房地产的到期情况如何?
- (5) 管理这些租约的协议有哪些延期或续约条款?
- (6) 租约不能续约或延期的风险是什么?管理不续约风险的策略是什么?

6. 就土地储备的规模和概况而言,公司的定位如何?

- (1) 储备的地块位于哪些特定区域?
- (2) 各地块开发后的具体目标细分市场是什么?
- (3) 与竞争对手相比,公司土地储备的情况如何?

7. 公司增长战略的主要特点是什么?

- (1) 在开发和收购房地产之间,公司首选的增长方式是什么?
- (2) 公司如何决定进入特定细分领域和市场的方法?
- (3) 两种方法都涉及哪些潜在风险?如何应对这些风险?
- (4) 开发房地产通常需要多长时间?开发时间因细分领域、规模和位置而有何不同?与同行所花时间相比如何?
- (5) 公司优化其房地产投资组合回报率率的策略是什么?如何决定何时出售和购买不同的房地产?
- (6) 迄今为止,公司在房地产处置所获溢价或资本收益方面的历史记录如何?

8. 公司为租户增加价值以及提高收益率的策略是什么?

- (1) 维修保养费用占租金收入的比例是多少?公司如何确定在不同需求之间的优先顺序?
- (2) 公司在改善房地产方面花了多少钱?用于这些改进的资本支出带来了多少增量收益?

9. 不同细分领域的房地产使用年限通常是多少年?

- (1) 公司如何管理因使用年限到期、位置不受客户和租户青睐等因素而导致的房地产过时问题?

10. 发挥推动作用的宏观经济和人口因素有哪些?预计这些因素将如何发展变化?

- (1) 预计公司主要市场的长期经济增长率是多少?
- (2) 这些市场的人均收入增长和消费趋势是什么?
- (3) 主要市场的人口平均年龄、预期寿命和抚养比率各是多少?

11. 影响公司主要市场新房地产供应的各种市场及监管因素有哪些?

- (1) 可供开发的土地面积估计有多少?在首选位置是否有合适面积的足够地块?
- (2) 分区法规的普遍性和限制性程度如何?由此对成本和开发时间产生了怎样的影响?
- (3) 在选择开发的不同地点,所持土地的集中度或分散度如何?
- (4) 有关土地所有权信息的清晰度、可靠性、透明度及可获得性如何?
- (5) 获得必要批准和许可的难易度如何?通常需要多长时间?
- (6) 通常的交易成本(包括登记注册费、印花税、专业人士费用及法定征税)占房地产价值的百分比是多少?

12. 根据房地产所有权规模,公司主要市场的集中程度或分散程度如何?

- (1) 在给定的细分领域、市场和子市场中,通常有多少REITs在运营?
- (2) 在每个细分领域、市场和子市场中,排名前三或前五位的参与者所占份额是多少?
- (3) 在不同的细分领域和市场中,公司在市场份额方面所处位置如何?
- (4) 公司从其规模 and 市场份额中获得了怎样的定价或议价能力?

13. 限制公司从事非REIT活动的法规有哪些?

- (1) 要想有资格成为REITs,从房地产相关来源和活动中获得的收入占比最少应达到多少?
- (2) 允许从非房地产企业赚取的收入份额上限是多少?
- (3) 投资/持有房地产的资产比例是否有最低限制?

14. 是否有最初打算供其他类型租户使用的某个细分领域的房地产情况?

15. 公司运营所在地区是否允许外商拥有土地及房地产?

- (1) 对外商拥有和投资土地及房地产有何规定和限制?
- (2) 允许外商拥有和投资REITs的程度如何?

16. 公司在吸引和留住顶级管理团队方面取得了什么样的成就?

- (1) 管理团队的经验及历史记录如何?
- (2) 管理团队的规模与公司房地产投资组合的规模相比如何?与行业标准相比如何?
- (3) 员工成本和管理支出占总支出的百分比是多少?该数字与同行相比如何?

17. 公司房地产的质量与同行相比如何?

- (1) 公司房地产的收益率与不同细分领域和地点的市场收益率相比如何?
- (2) 在不同细分领域和地点,每平方米的净营运收入(NOI)是多少?

18. 公司在经营绩效方面的历史记录如何?该绩效与同行相比如何?

- (1) 通常使用的租赁类型、速度(租赁数量和出租的空间面积)及结构是什么?
- (2) 公司投资组合的加权平均租期是多长?
- (3) 整个投资组合以及不同细分领域和市场的同店入住率是多少?
- (4) 在不同的地点、细分市场和房地产质量方面,现有租户和新租户的单位续租租金的增长率是多少?该增长率对续租和新租有何不同?
- (5) 投资组合中的现有房地产租赁净营运收入增长率是多少?
- (6) 新房地产的租金收益率和净营运收入利润率与现有同类房地产相比如何?如果有差异,公司预计这些差异何时会趋同?
- (7) 公司通常为主力租户提供多少优惠或折扣?这对定价能力、总体收益率和利润率有何潜在影响?

19. 公司财务绩效的详细情况如何?与同行相比如何?

- (1) 运营基金(FFO)占总租金收入和投资组合价值的比例各是多少?
- (2) 调整后运营基金(AFFO)和可分配基金(FAD)占总租金收入和投资组合价值的比例各是多少?
- (3) 运营基金和可分配基金的利润率和收益率各是多少?
- (4) 净营运收入的利润率和收益率(即资本化率)是多少?
- (5) 计算运营基金、调整后运营基金和可分配基金的方法是什么?

20. 公司的财务杠杆和支付能力怎样?

- (1) 用于监测不同杠杆指标(包括息税折旧摊销前利润/利息成本、资产负债比率和固定费用偿付比率)的目标范围是多少?

21. 公司是否制定有正式的股利政策?

- (1) 股利政策的具体内容是什么?是否有股利支付率?
- (2) 该政策与业界现行做法相比如何?

22. 利率波动对公司绩效和分配有何影响?

- (1) 首选的债务/融资结构是什么?
- (2) 固定利率支付与浮动利率支付的债务各有多少?
- (3) 有关对冲利率风险的政策是什么?公司是否使用利率掉期等工具来应对风险?
- (4) 在过去3-5年中,债务和资本总额的加权平均成本是多少?与同行相比如何?
- (5) 利率每变动一个基点,利息成本可能如何变化?

23. 公司融资能力的详情如何?

- (1) 有抵押债务与总资产的比率是多少?
- (2) 无负担资产与无抵押债务总额的比率是多少?
- (3) 债务的到期时间表和货币面值分配情况是怎样的?
- (4) 各信用评级机构对发行人和证券的信用评级是什么?
- (5) 信用评级随时间推移是如何发展演变的?与行业整体信用状况相比如何?

零售及购物中心类**24. 推动房地产需求的因素有哪些?**

- (1) 公司房地产距离成长型商圈(即购物者和寻求娱乐的人经常光顾的地方)和人口中心有多远?
- (2) 就停车位而言,可用车位的增长与私家车登记的增长相比如何?

25. 不同的宏观经济、社会和人口因素会如何影响主要市场的需求?

- (1) 主要市场的经济主要是由投资驱动的,还是由消费驱动的?
- (2) 这些市场的家庭财富和可支配收入水平是多少?
- (3) 实际收入增长的趋势是什么?
- (4) 消费支出增长的趋势是什么?
- (5) 这些市场中的家庭债务总额是多少?其中有多少属于消费者抵押贷款部分?

26. 零售渠道组合的定位如何?随着电子商务的出现,它在主要市场中是如何发展变化的?

- (1) 电子商务交易在主要市场的份额是多少?预计它将如何发展变化?
- (2) 零售业网店开张/店面增加的总体趋势是什么?公司租户的前景如何?
- (3) 主要市场的零售渠道组合(大型超市和超市/百货商店/便利店)是如何发展变化的?
- (4) 零售商在渠道组合中管理客户流失的策略是什么?
- (4) 零售商在渠道组合中管理客户流失的策略是什么?
- (5) 这些策略将如何影响零售领域的需求?

27. 拼车业务的增长可能会如何影响停车位需求?**28. 租用公司房地产的租户情况如何?**

- (1) 租户每单位面积的销售额通常是多少?
- (2) 租户的租金支出占其销售额的比例是多少?
- (3) 在不同类型的入住者(如服装、电器及电子商店、杂货店)中,租户组合的多样化情况如何?
- (4) 销售非选择性产品和服务(如食品、常用品、药品、教育服务)的租户,在投资组合中(就空间和租金收入而言)的占比是多少?
- (4) 销售非选择性产品和服务(如食品、常用品、药品、教育服务)的租户,在投资组合中(就空间和租金收入而言)的占比是多少?
- (5) 被评为投资级或以上的租户有多少?如果未评级,公司如何评估其信誉?

29. 在主要市场中,从纯零售模式向零售+娱乐模式的潜在转变可能产生什么样的结果?

- (1) 公司的主要市场是否正在向混合零售+娱乐模式转变?
- (2) 与纯零售模式相比,混合模式的商业前景如何?在未来3-5年里,该模式将如何发展演变?
- (3) 这种转变会对所需房地产的情况(即位置、规模)产生什么影响?
- (4) 公司的投资组合配置情况对于采用这种不断发展演变模式的适合度如何?
- (5) 这种向混合模式转变将如何影响入住率和收益率?
- (6) 公司计划如何利用这一趋势发展业务?

办公及商业类**30. 公司物业距离中央商务区、郊区和机场的远近程度如何?****31. 白领阶层的就业增长前景如何?**

- (1) 在主要市场中,预计将推动工作空间需求的行业有哪些?
- (2) 具体而言,预计哪些地理位置的需求将显著增加?与这一前景相比,公司房地产所处位置如何?
- (3) 在公司拥有房地产的市场上,预计是否会关闭业务?由于有可能关闭,对入住率和租金会产生多大的影响?
- (4) 公司主要市场办公资本支出/租赁成本的趋势如何?这将如何影响贵公司房地产的需求和租金?

32. 自动化的兴起对就业增长和工作空间需求有何影响?**33. 租用公司物业的租户情况如何?**

- (1) 根据其运营性质(如工业公司、金融服务公司、专业服务公司、后台服务公司和政府机构的办公室),租户分布如何?
- (2) 租户组合是如何根据其业务规模划分的:个人专业人士、小型企业、中型企业,还是大型企业?

34. 公司物业租户的信誉如何?

- (1) 被评为投资级或以上的租户有多少?如果未评级,公司如何评估其信誉?

35. 向远程办公的就业转变,以及共享工作空间(如WeWork)提供商的崛起,可能带来什么影响?

工业类

36. 公司房地产距离主干道、铁路、港口和机场的远近程度如何?

37. 影响工业类房地产结构性需求的宏观经济因素有哪些?

- (1) 工业类房地产需求对更广泛经济投资周期的敏感性如何?
- (2) 主要市场的平均投资周期是多长?它是如何发展变化的?
- (3) 公司有否采用指标来评估主要市场的资本投资前景?

38. 主要市场的制造业活动状况如何?未来的发展前景如何?

- (1) 制造业在公司主要市场经济中的占比是多少?构成这一细分领域的主要行业有哪些?
- (2) 本地制造业生态系统在这些市场的全球竞争力如何?
- (3) 工业机器人和自动化的日益普及可能如何影响对工厂空间的需求?

39. 电子商务的兴起会如何影响对仓储空间的需求?

- (1) 基于电子商务的交易在公司主要市场的份额是多少?预计将如何发展变化?
- (2) 目前电子商务行业使用了多少仓储空间?主要参与者通常是拥有仓储空间,还是租用仓储空间?
- (3) 公司如何看待未来几年电子商务行业需求的不断演变?其中有多少可能通过租赁或基于租赁的业务来实现?
- (4) 公司打算如何充分利用这一机遇?

40. 租用公司物业的租户情况如何?

- (1) 根据其运营性质(如食品加工、电子设备制造商、药品制造、汽车及零部件),租户分布如何?
- (2) 由对外贸易推动的仓储空间需求有多少?
- (3) 被评为投资级或以上的租户有多少?如果未评级,公司如何评估其信誉?

住宅类

41. 推动公司房地产需求的各种因素有哪些?

- (1) 公司物业距离中央商务区、中转站及其他社会基础设施的远近程度如何?
- (2) 按不同社会经济类别划分,以及就其职业/行业/就业性质(如工厂工人、上班族以及专业人士)而言,租户情况如何?

42. 就业状况会如何影响主要市场的租赁需求和价格?

- (1) 根据公司经验,失业率每变化一个百分点,房地产需求通常会变化多少?
- (2) 出租给企业租户与个人租户的单位数量和租金收入的比例各是多少?如何比较这两类租金收入的收益率和稳定性?
- (3) 通常情况下,在需求受到就业状况变化的影响之前,滞后时间有多长?
- (4) 就业状况改善后,需求通常需要多长时间才能恢复常态化?
- (5) 就业状况恶化和改善这两种情况对需求的影响程度是否相同?
- (6) 新出租对租金有何影响?
- (7) 租赁协议的典型期限是多长?
- (8) 现有协议的费率调整情况如何?

43. 就业的结构性变化会如何影响住房需求?

- (1) 就业性质的发展趋势是什么?是否有向临时雇佣和合同雇佣方面转变?
- (2) 普通员工更换工作或调动的频率如何?随着工作调动越来越频繁,劳动力的流动性是否越来越大?
- (3) 这些趋势对人们买房与租房的偏好有何影响?
- (4) 教育贷款的普遍程度如何?这些因素影响劳动力市场新进入者买房与租房选择的程度如何?

44. 宏观经济、社会和人口因素会如何影响主要市场的需求?

- (1) 在公司的主要市场中,典型的家庭规模有多少人?
- (2) 家庭组建率是多少?它将如何发展变化?
- (3) 租金与家庭收入水平的比率是多少?
- (4) 预计未来3-5年及以后的收入水平将如何发展变化?
- (5) 预计这些趋势将如何影响需求和租金?
- (6) 对经济适用房与高端住宅的需求正如何发展变化?
- (7) 如果预计收入水平会随着时间的推移提高,这可能如何影响对拥有更好设施的大型住宅单元的需求?

45. 主要市场拥有住房的趋势是什么?对租住房屋的影响是什么?

- (1) 主要市场的房屋拥有率是多少?
- (2) 居民在买房和租房之间的偏好是什么?是否存在有利于拥有房屋而非租房的文化因素?
- (3) 与租房相比,拥有房屋的经济负担能力如何?在主要市场,购房价值与收入水平相比如何?
- (4) 观察到的收入水平与拥有房屋之间的关系是什么?人们通常更青睐于买房而非租房,是否有某种收入水平的考量?
- (5) 主要市场的家庭债务总额是多少?其中属于住宅抵押贷款的占比是多少?
- (6) 住房融资在主要市场的普遍程度如何?获得住房贷款的难易度如何?
- (7) 监管环境对住房金融市场的增长有怎样的促进作用?
- (8) 首付要求和信用评估规范有多严格?
- (9) 主要市场的税收结构会如何影响拥有房屋和租房之间的动态关系?这可能如何发展变化?
- (10) 长期而言,房屋拥有率将如何影响房屋租赁需求?

46. 与潜在租户的需求相比,公司房地产的配置情况如何?

- (1) 不同细分领域的租户青睐的住宅单位类型是什么?面积是多少?
- (2) 公司拥有的房地产与这一需求的匹配度如何?
- (3) 公司是否专注于为特定的细分领域提供服务?
- (4) 不同细分领域的供需情况如何?
- (5) 特定细分领域的住房是否存在结构性供应不足?如果是,公司是否已制定利用这些差距的策略?

47. 政府有关住房的政策立场是什么?对公司业务的影响是什么?

- (1) 是否有法规要求对某些地区进行分类以降低租金?
- (2) 主要市场是否有租金管控规定?
- (3) 公司投资组合容易受到这些要求和规定影响的程度如何?
- (4) 这些要求和规定对租金率和收益率可能产生何种影响?

48. 爱彼迎(如Airbnb)和共享生活空间提供商(如WeLive)的崛起,对贵企业有何影响?

学生公寓类

49. 推动房地产租赁需求的因素有哪些?

- (1) 学生住房类房地产距离其服务的校园有多远?
- (2) 招生人数和新生人数对学生住房需求的敏感性如何?
- (3) 这类房地产所服务的大学/院校招生人数和新生人数是多少?

50. 宏观经济、社会和人口因素会如何影响主要市场的需求?

- (1) 高等教育在公司主要市场的普及度如何?预计高等教育的毛入学率将如何发展变化?
- (2) 与收入水平相比,高等教育的承受能力如何?
- (3) 主要市场的学龄人口规模有多大?预计将如何发展变化?

51. 与潜在租户的需求相比,公司房地产的情况如何?

- (1) 这些物业可以满足哪些类型院校的需求?具体来说,它们服务的目标群体是本科院校、研究生和研究型大学、职业学校、医学院/法学院等职业院校,还是多学科大学?
- (2) 属于这些院校的学生的社会及经济状况如何?公司房地产情况是否与此相一致?
- (3) 这些院校的招生季节是什么时候?公司新的房地产开发计划是否与这些院校的招生季节大致同步?
- (4) 学生在这些院校学习的课程通常持续多长时间?

52. 聚合商(如Airbnb)和共享生活空间提供商(如WeLive)的崛起,对贵企业有何影响?

环境、社会与治理

53. 公司的环境、社会与治理(ESG)原则与实践各是什么,历史记录如何?如果将房地产开发和施工活动外包给第三方,公司对其ESG方法和披露有何期望?

- (1) 公司在降低建筑物和建设项目的能源强度、用水强度、排放强度、废物产生,以及整体环境和生态足迹方面,采用了何种战略及实践方法,历史记录如何?
- (2) 公司是否已获得或计划获得美国绿色建筑委员会(USGBC)制定的能源与环境设计先锋奖(LEED)评级等认证?
- (3) 公司租户中,配备智能计量能源和其他公用事业应用程序的租户占多大比例?
- (4) 建筑物施工过程中使用了多少本地采购的可回收环保材料?
- (5) 当项目需要拆除已建结构时,通常会回收多少材料?处理拆除工程所产生的回收物和残余物的程序是什么?
- (6) 公司是否曾因违反分区规范、侵占生态敏感土地或改变土地用途而遭受指控、调查或处罚?
- (7) 公司是否曾因侵略性、胁迫性或欺诈性的征地行为而遭受指控、调查或处罚?
- (8) 公司在涉及房地产建筑施工和维修的劳工安全性和公平待遇方面的历史记录如何?
- (9) 公司是否曾因未获得事先批准或违反批准的计划而遭受指控、调查或处罚?
- (10) 公司在政治捐款方面的相关政策是什么?历史记录如何?
- (11) 公司是否曾经为获取土地使用许可、开发许可或建筑审批,而面临腐败、贿赂、或是提供不当引诱等指控?
- (12) 公司是否建立了关于ESG(环境、社会与治理)、以及可持续发展等原则的成文政策,来指导房地产开发议程?

公用事业行业

了解公用事业行业投资基本面

作者:卢俊东博士(Alan Lok, 特许金融分析师, 金融风险管理师)、朱暖晖(特许公认会计师公会)、古鲁普拉萨德·贾姆巴纳森(特许金融分析师, 金融风险管理师)

当电力首次进入千家万户时,引发了强烈反响。人们难掩欣喜和惊讶,尤其是轻按开关,黑夜立刻变得一片通明,的确令人难以置信。不过,在着迷于电力照明的同时,人们又开始对其心生厌恶——明亮耀眼的电灯替代了昏暗的煤气灯和烟雾缭绕的蜡烛,房屋居所中的肮脏污秽也变得一览无遗。20世纪正是由此拉开序幕。

这个故事使我们反思,发电和其他公用事业(如自来水供应、污水处理等)带给我们日常生活的深远影响。对于将现代公用事业服务视为理所当然的消费者和投资者而言,这一警醒十分必要。为此,我们再次回顾公用事业行业的源起,从而在剖析相关企业时提出恰当问题。

行业的垄断常态

大约一百年前,当公用事业机构开始创建其商业模式之时,自然垄断便成为了一种合理选择。与蒸汽机相比,汽轮机在发电效率和可扩展性方面都大大优于前者。而交流电的出现,意味着发电站从此可建在远离消费人群的地方。这些进步均表明,电力公司业务能够集中在一家生产商手中,该企业则需要通过规模效应来降低单位成本。其他成本效益还包括:通过扩大收入基础分摊维护费用,以及将发电机安置在农村地区以减少土地投入。

对于战略性行业的自然垄断,具备提价权的监管机构无疑成为了安抚选民的重要角色。它们在定价决策和公司运营方面发挥着重要作用。

以下是公用事业一些传统的行业属性:

- 效率驱动:实现规模化发展可大幅降低单位成本。
- 高度管控:定价决策权掌握在监管机构手中。
- 庞大的资本支出:变压器、汽轮机和发电机都是体积庞大、结构复杂的设备,无法在短期内置备齐全,从而形成了巨大的行业进入壁垒。
- 公用事业行业的自然垄断:自来水和污水处理行业与此类似,规模越大,单位成本就越低。

电力与人(以及投资者)

大多数人认为公用事业纯粹是指发电。但实际上,该行业还包含很多细分领域,发电只是其中之一;长途输电将其产生的电力向外输送,并最终通过配电商将电力打包出售给消费者。

发电厂一旦顺利建造并开始运行,往往会产生非常稳定的现金流,因为电力本身属于必需品。虽然公用事业机构被剥夺了定价权,但它们仍能得到保证,根据其所发电量获得一个保底价格。此举确保了自然垄断无法持续带来市场优势——即使这些垄断经营十分高效。

因此,公用事业企业往往会受到追求稳定红利收益的投资者青睐。这类投资者将股权投资作为市价稳定的一种永久债券。

供应中断

然而需要注意的是,设法打破行业垄断的力量也在日渐壮大。一些人认为,传统的辐射式电网模式——即由中央发电机组通过复杂的输电线网将电力送至千家万户,显得过于死板和单向。

随着当今现代技术的发展,传统的发电模式可能会从目前的集中模式转变为分布式模式,——即整个发电网络变得高度模块化。电网将会由若干可分离的小型微电网组成,各个微电网可自行独立发电。

查阅财务资料

一旦确定对特定的电力公司具有投资兴趣,投资者即可详细了解其业务状况和收入构成:明确公司提供的不同产品和服务,以及各项业务的地理分布情况。不同国家的监管和税收政策将各不相同,这也可能会影响企业的盈利和分红能力。

投资者不仅需要了解目标公司市场范围内的客户构成(包括家庭用户和工业或商业用户),还需要注意不同地理位置的客户行为是否存在差异。客户行为可能会受到季节因素的影响——例如,新加坡由于气候的恒定性,居民用电量变化不大;但在香港,夏季大量使用空调会导致用电量飙升。

此外,投资者可能还需要明确定价方面是否存在区别(哪些用户群体分别支付最低价和最高价),以及不同费率的确立依据。需要了解的其他一些相关信息还包括:可再生能源或低排放能源的使用情况,以及有关质量和污染控制的规定等。

经济效益

从业绩的角度来看,投资者需要重点关注目标公司的指标包括:

- (1) 历史支出效益(实际支出与分配支出);
- (2) 在不同地区的不同终端用户类型中,每个客户的用电量;
- (3) 产能利用率。

展望未来

投资者需要深入考察,目标公司运营所在每个地区的市场竞争态势。例如,在公司主要市场中,是否存在本地、地区或国家性的服务垄断。而在一些大国(如美国),各州的法律法规也不尽相同。

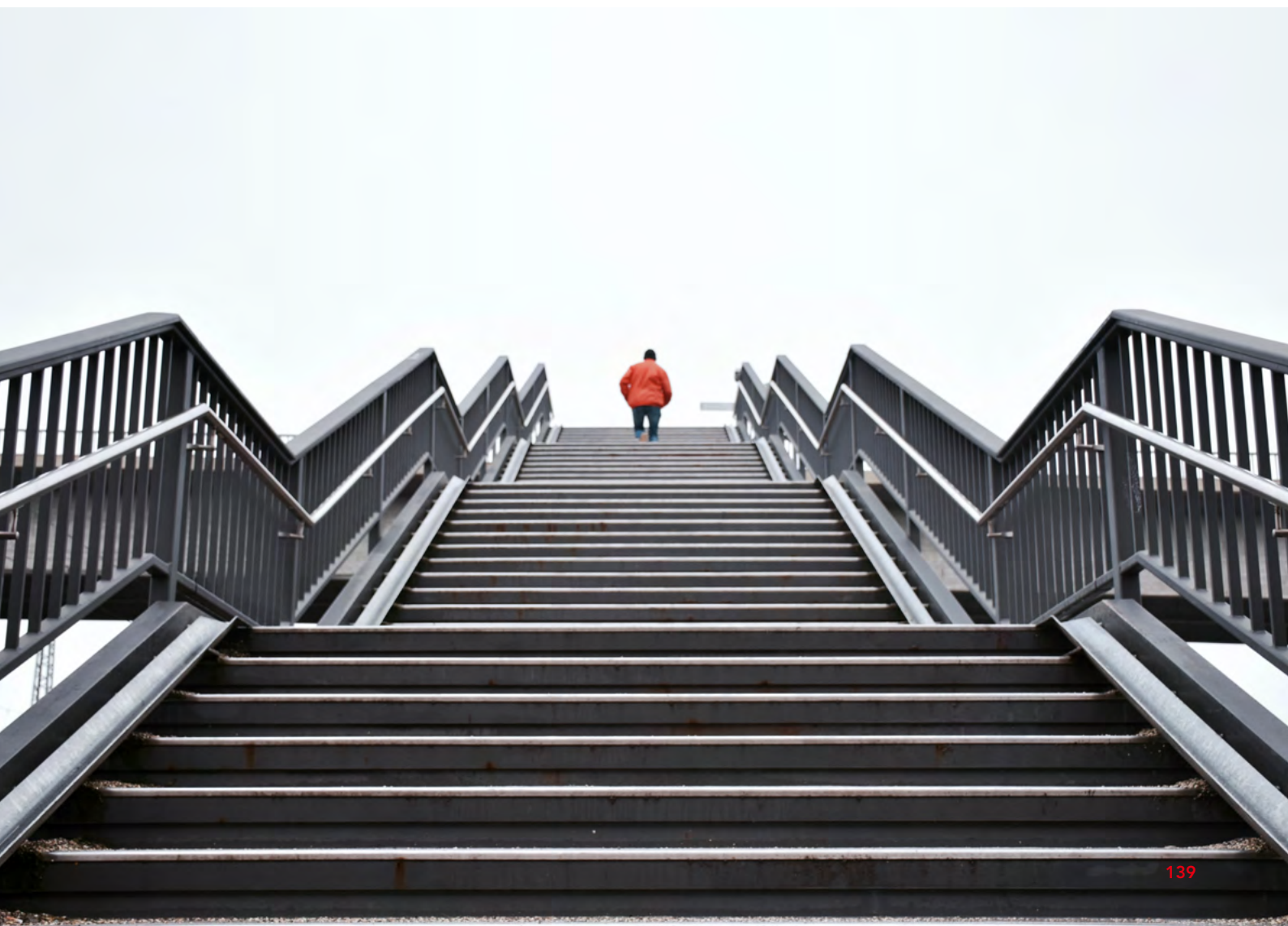
同时,投资者还应注意,监管机构是否打算引入或激化竞争。投资者必须仔细评估未来各种变革可能产生的影响,以及目标公司计划如何有效应对这些影响。

环境、社会和公司治理原则

环境、社会和公司治理(ESG)原则是影响企业财务绩效和商誉表现的另一个重要领域。投资者可从财务着手,了解目标公司为ESG相关方面分配的资本支出。就事故处理相关成本而言,投资者需确定目标公司是否因发生泄露、溢出或其他类似事故而受到处罚。此外,投资者还应了解公司相关的客户教育政策,如公司是否鼓励采用新的设备或流程来提高运营效率,同时减少浪费。对于发电企业来说,投资者需了解它们在未来5年、10年或20年使用可再生能源的可能占比。对于污水处理公司来说,投资者则需要了解供水和污水处理公司产生的不同回收物质,重点确定从所处理的单位污水中回收的水的品质和数量。

长期驱动因素

最后,投资者应评估公用事业行业的长期驱动因素,并预测这些驱动因素的发展变化。同时考量未来人口增长趋势和城市化水平,以及消费模式的潜在转变。



01 需求



季节性



客户情况



产能利用率



收入构成

06

环境、社会和公司治理(ESG)因素



浪费与排放



可再生能源



水处理及再利用



当前用水量



对环境违法行为进行罚款和处罚

05 商业运营



运营效率



公共与公私合作



公用事业许可证状态



终端连接



服务质量

02 结构性影响



当地法规



自然垄断



运营地区



准许收益率(AroR)



受监管资本价值(RCV)

03 绩效评估



定价结构(城市与农村)



净债务与RCV的比率



资产周转率



现金与收款管理

04 衡量增长预期



城市化



人口增长率



人均消费率



需求驱动因素



投资计划

行业分析

公用事业行业

行业考察通用问题

1. 目标公司业务概况和收入构成的详情如何?

- (1) 公司提供哪些不同的产品和服务?
- (2) 公司主要的运营地区有哪些?

2. 公司运营所在市场的客户情况如何?

- (1) 按终端用户类型(如家庭用户、工业与商业用户)划分,客户数量的构成比例各是多少?
- (2) 不同地理位置的客户行为和需求状况有何不同?

3. 公司服务需求的驱动因素有哪些?它们正如何发展变化?

- (1) 各个终端用户细分群体的关键需求驱动因素是什么?
- (2) 不同终端用户类型和不同地理位置的客户行为及需求概况有何不同?
- (3) 影响需求的其他因素有哪些?

4. 企业服务需求受季节性影响的程度如何?

- (1) 观察到的企业服务需求季节性程度如何?
- (2) 天气状况对需求的影响有多严重?
- (3) 鉴于服务需求的季节性变化,公司如何优化产能利用率和营收?

5. 影响公司服务定价的因素有哪些?

- (1) 在公司运营所在地区,影响服务收费的因素有哪些?
- (2) 是否存在基于终端用户类型和地理位置(城市与农村)的差异化定价?
- (3) 如果存在差异化定价,公司如何确定定价差异?
- (4) 支付最低费率和最高费率的用户分别属于哪一类型?

6. 该行业采用的不同定价模式有哪些,如成本加成定价法、市场主导定价法等?

- (1) 公司运营所在市场采取了哪些定价模式?
- (2) 公司采用了哪些定价模式?是否受到监管机构的影响?
- (3) 供应商可以赚取的价格利润是否有上限?

7. 该行业的长期驱动因素有哪些?预计未来将如何发展变化?

- (1) 公司主要市场的人口增长和城市化水平前景如何?
- (2) 整体GDP和制造业的增长前景如何?
- (3) 公司服务消费模式是否存在可预见的重大变化?
- (4) 各类产品和服务的人均消费分别是多少?
- (5) 公司所需的自然资源(煤炭、天然气、淡水等)是否充足且价格合理?

8. 监管机构如何看待竞争?

- (1) 在公司主要市场提供的所有服务中,是否存在本地、区域或全国性的垄断?
- (2) 监管机构是否打算引入或强化竞争?
- (3) 监管机构可通过哪些潜在方式促进和推动竞争?
- (4) 监管机构目前正在考虑哪些方案?
- (5) 其中哪些建议有望产生实效?何时会产生实效?
- (6) 未来各种变革可能产生哪些影响?公司打算如何有效应对这些影响?

9. 促进或阻碍新参与者进入的因素有哪些?

- (1) 公司提供的哪些产品、服务和公司的哪些运营地区最具竞争力,哪些竞争力最低?
- (2) 在获得许可的各个地区,公司提供的服务是否受到单一或多项许可的严格监管?
- (3) 哪些实现了全面竞争的服务不存在对于资本的经营许可要求,哪些则有较高要求?
- (4) 通常情况下,有多少家参与企业会就各类服务在不同许可地区的单一经营许可展开竞争?
- (5) 对于给定的人口规模、客户数量或消费总量,市场新进入者需要多少初始投资?
- (6) 在公司运营所在市场,公私合作(PPP)模式是否较为普遍?该模式的优劣势分别是什么?
- (7) 公私合作模式的落实程度如何?未来是否有望进一步增加?

10. 影响公司绩效的监管驱动因素有哪些?

- (1) 公司的资产基础是否受到监管?用以确定受监管资本价值(RCV)的方法、依据和假设各是什么?
- (2) 资产账面价值与受监管资本价值之间的差异,将对定价和成本产生何种影响?
- (3) 偏离假设会带来哪些风险?对公司财务的影响是什么?
- (4) 是否具有任何现行的准许收益率管理机制?准许收益率的确定方法和依据各是什么?
- (5) 受监管资本价值和准许收益率是否因服务类型不同和地区不同而各不相同?
- (6) 受监管资本价值和准许收益率的审查频率如何?下一次审查何时开始?

11. 公司主要市场中的终端连接服务是否未受捆绑?

- (1) 哪些服务或服务链组成部分未受捆绑?
- (2) 在公司获得许可的各个地区,获得经营许可的终端连接运营商通常有多少家?
- (3) 许可数量如何确定:是依据人口规模还是消费总量?
- (4) 在公司获得经营许可的地区存在多少竞争对手?
- (5) 终端连接服务商通常在哪些因素上(成本、便利性、质量等)面临竞争?
- (6) 现行法规是否允许同一许可持有者在给定的许可地区提供所有服务(捆绑式服务)?
- (7) 哪种模式的利润更丰厚:是提供捆绑式服务、单独提供服务,还是只提供一种服务?
- (8) 法规的所有方面是否有利于以捆绑或非捆绑的形式提供服务?
- (9) 在公司获得许可的地区,其他竞争对手是否向客户提供免费电表?这对公司业务有何影响?公司是如何应对的?
- (10) 智能电表在公司获得许可地区的应用情况通常如何?
- (11) 拥有智能电表与没有智能电表的消费者之间的消费模式有何差异?

12. 公司是否应遵守成果交付激励(ODI)机制的要求?

- (1) 在公司获得许可的地区,服务生态系统的哪些组成部分应遵守ODI机制的要求?
- (2) ODI机制是必须强制执行,还是基于客户或供应商的自由选择?
- (3) ODI机制具体涵盖了哪些成果?
- (4) 基准价值如何确定?
- (5) ODI机制对超额完成业绩或业绩不达标的奖励或惩罚分别是什么?
- (6) 公司利润对ODI机制下可能的奖励和惩罚范围的敏感性如何?
- (6) 公司利润对ODI机制下可能的奖励和惩罚范围的敏感性如何?
- (7) 消费者是否能通过某种机制监测自身的消费模式?
- (8) 公司认为消费监测机制的可用性,对消费者行为以及公司在ODI机制下的表现有何影响?

13. 公司是否应遵守费用分配机制的要求?

- (1) 费用分配依据的是营运支出还是总支出?
- (2) 营运支出和总支出的具体构成分别是什么?
- (3) 费用分配是如何确定的?
- (4) 费用分配的调整频率如何?
- (5) 费用分配对超额完成业绩或业绩不达标的奖励或惩罚分别是什么?
- (6) 公司利润对费用分配机制下可能的奖励和惩罚范围的敏感性如何?

14. 公司在运营指标上的表现如何?与同行相比情况如何?预计未来将如何发展变化?

- (1) 与市场中具有相似背景和规模的同行相比,公司的服务需求增长和价格实现情况如何?
- (2) 公司支出效率(实际支出与分配支出)的历史表现如何?
- (3) 在计费 and 收费期间,公司的费用回收率是多少?
- (4) 公司如何应对违约或延迟付费的情况?

15. 公司在财务指标上的表现如何?与同行相比情况如何?预计未来将如何发展变化?

- (1) 公司的收入增长、息税折旧及摊销前利润(EBITDA)以及息税前利润(EBIT)各是多少?
- (2) 按产品和服务划分,公司的收入和利润结构占比各是多少?在公司运营的主要市场中,针对不同终端用户市场的收入和利润结构占比又有何不同?
- (3) 公司的资产收益率是多少?

16. 监管机构建议的资本负债比率(即净债务与受监管资本价值比)数值范围是多少?与此相比,公司的实际资本负债比率是多少?

17. 公司在资产有效利用方面的历史表现如何?

- (1) 从资产周转率来看,公司的资本利用效率如何?
- (2) 根据公司估算,产生一美元收入和利润所投入的资本支出分别是多少?
- (3) 公司厂房和设备的使用寿命一般是多长时间?
- (4) 公司如何优化基础设施的使用寿命和更换周期?
- (5) 公司在此方面的实践具有哪些独到之处?
- (6) 公司基础设施全面更新所需的资本支出是多少?

18. 公司未来数年的投资计划包含哪些详细内容?

- (1) 公司未来数年投资和更新设备更新的计划是什么?
- (2) 为支持上述投资,公司计划如何募集资金?
- (3) 资金募集将对公司的资本负债比率产生哪些潜在影响?
- (4) 在投放新产能时,公司将如何确立和挑选设备、建造和工程服务供应商,并让他们也参与新产能的投放工作?

19. 公司在服务质量上的历史表现如何?

- (1) 过去几年中,公司服务中断的频率如何?中断了多长时间?
- (2) 公司采取了哪些措施来预防、检测和补救服务中断情况或突发事件?
- (3) 通常情况下,对于给定的客户群体和所提供的服务规模,公司每年会收到多少故障投诉?
- (4) 公司对这些故障作出响应和纠正的平均时间是多少?
- (5) 公司的技术支持解决方案在多大程度上用于此目的?
- (6) 公司如何跟踪和衡量客户的满意度水平?

供水和污水处理

20. 公司在不同的运营地理位置提供哪些服务？

- (1) 公司在其主要市场提供以下哪些服务：水处理、废物处理、管道、网络管理、计量和计费？

21. 这些服务产生了哪些回收物质？

- (1) 从所处理的单位污水中能够回收多少洁净水？水质如何？
- (2) 回收的其他材料(回收物质)有哪些？是多少？
- (3) 回收物质的价格是多少？

22. 公司服务的需求驱动因素有哪些？这些因素正如何发展变化？

- (1) 公司在来自工业市场的需求中所占的份额是多少？
- (2) 水质、污染管控及相关方面的法规对需求有何影响？
- (3) 对能源或资源的回收、或回收能源和资源的利用，是否存在影响公司服务需求的任何强制要求？

23. 该行业的长期驱动因素有哪些？预计未来将如何发展变化？

- (1) 人均用水量 and 人均废水产生量分别是多少？
- (2) 供水或污水处理基础设施是否可能变得更加分散？
- (3) 公司主要市场的制造业是否由用水密集型和废水密集型产业主导？这些产业产生每10亿美元GDP所消耗的水量和产生的废水量分别是多少？

24. 促进或阻碍新参与者进入的因素有哪些？

- (1) 该行业在水处理、污水处理、管道、网络管理、计量、计费、收费和其他服务方面的监管程度如何？

25. 公司在运营指标上的表现如何？与同行相比情况如何？预期未来将如何发展变化？

- (1) 公司在服务家庭数量、供水量和处理污水量方面的增长情况如何？
- (2) 每单位供水和处理水的收入增长情况如何？
- (3) 产能利用在水处理、污水处理、管道和回收工厂等可用设施总量中的占比是多少？

26. 公司在服务质量上的历史表现如何？

- (1) 管理供水质量、处理后污水和回收物质的基准是什么？
- (2) 公司在这些受监测领域的表现如何？历史表现如何？
- (3) 公司是否发生过污水泄露事故？这些事故产生的影响是什么？

电力企业

27. 公司在不同的运营地理位置提供哪些服务？

- (1) 公司在其主要市场提供以下哪些服务：发电、电力交易或批发、传输、配送、电网开发、网络管理等？
- (2) 公司在经营活动中回收了多少剩余能源或物质(工艺用热、高压蒸汽、粉煤灰等)？

28. 公司服务需求的驱动因素有哪些？正在如何发展变化？

- (1) 来自工业市场的需求占比是多少？
- (2) 有关可再生能源或低排放能源使用的强制要求，对公司服务需求产生了何种影响(视所用能源的类型而不同，如煤炭、太阳能等)？
- (3) 影响公司服务需求的其他因素有哪些？

29. 该行业面临的长期驱动因素有哪些？预期未来将如何发展变化？

- (1) 人均用电量是多少？
- (2) 公司主要市场的制造业是否由能源密集型产业主导？就产生每10亿美元GDP所消耗的能源而言，这些产业的能源密集性如何？
- (3) 公司对从集中式发电(热能、水能、核能)向分布式发电(太阳能、风能)模式转变有何看法？

30. 公司是否经营核能发电厂？

- (1) 公司如何看待核裂变作为一种发电方式的长期前景？
- (2) 在切尔诺贝利和福岛核泄漏事故的背景下，公司对全球公众观点和政治舆论的变化有何看法？
- (3) 公司认为核聚变何时将成为切实可行的能源来源？

31. 公司对可再生能源在能源结构中的作用有何看法？

- (1) 在目前集中式发电模式下，未来5年、10年和20年，可再生能源在能源结构中的可能占比是多少？
- (2) 基于大规模存储技术的潜在突破性发展，公司的观点将发生哪些变化？
- (3) 如果未来发展趋势更倾向于分布式发电模式，公司观点又将发生哪些变化？

32. 促进或阻碍新参与者进入的因素有哪些？

- (1) 能否对不同服务(发电、交易、传输、配送)的监管程度进行说明？

33. 公司在运营指标上的表现如何?与同行相比情况如何?预期未来将如何发展变化?

- (1) 对于不同的终端用户类型和不同的地区,公司客户数量、供电总量以及客户人均供电量的增长情况如何?
- (2) 对于不同的终端用户类型和不同的地区,公司单位供电量的收入增长情况如何?
- (3) 产能利用在总可用发电量、输电容量和配电容量中的占比分别是多少?
- (4) 在发电能源类型和发电站位置不同的情况下,上述占比将有何不同?

34. 公司在服务质量上的历史表现如何?

- (1) 在电压稳定性、峰值负荷处理等方面,公司的供电质量如何?
- (2) 公司控制供电质量、可靠性和一致性的基准是什么?
- (3) 公司在上述受监测领域的当前表现怎样?历史表现如何?

环境、社会和公司治理(ESG)

35. 公司ESG原则和实践的具体内容是什么?历史表现如何?

- (1) 基于不同类型发电能源(河流、水库、地下水、煤炭、水力等)提供的产品和服务(供水、污水处理、发电)的排放强度分别是多少?
- (2) 可再生能源在能源使用中的占比是多少?抑或通过可再生能源产生的能源占比又是多少?
- (3) 公司运营的用水量强度如何?其中淡水和净化水分别是多少?

- (4) 安装了智能电表应用的客户占比是多少?
- (5) 因漏水而损失的淡水量是多少?占总供水量的百分比是多少?客户人均损失量是多少?
- (6) 在输配电过程中损耗的电量(T&D损耗)是多少?
- (7) 使用过的淡水有多少得到回收和再利用?
- (8) 公司是否利用相关机器、设备、装置和流程来提高能源和资源效率水平并降低浪费?是否鼓励客户采取同样的行动?
- (9) 公司单位产品和服务产生的废物和废水(粉煤灰、放射性废物等)程度如何?
- (10) 其中有多少废物实现了回收或用作其他用途?
- (11) 公司如何确保危险、不可重复使用、不可回收和不可生物降解的废物得到安全处理?
- (12) 对于给定数量的客户关系,公司每年记录在册的废水和污染物排放事故有多少起?
- (13) 公司为ESG相关业务的投资分配了多少资本支出?
- (14) 公司因泄露、溢出或其他类似事故而产生的总费用(包括补救和罚款)是多少?
- (15) 公司因运营中断、基础设施损毁或修补支出等事件而产生的总费用是多少?
- (16) 在公司所服务的客户群中,导致诉讼、起诉或索赔的事故有多少起?相关费用在收入中的占比是多少?
- (17) 公司在享受补贴的市场、以及采取电网回购或定价结构受管制的市场中,所产生的收入占比是多少?



后记

本报告分别针对21大行业的商业模式分析框架并非万能解决方案。相反,这只是着手点,旨在帮助投资者分析基本面时提出问题、向更合适的方向深入探究。提出合适的问题非常重要,因为每一行业都有其独特属性,只有充分了解方能确定合理估值。

尽管如此,仍有一个值得分析的领域适用于所有行业,更具体地说,适用于所有企业,这就是“公司治理”。事实上,我们在尝试总结良好经营企业的重要特征时,总会想起约翰·迈伯格(Johan Myburgh)说过的一句话:“公司治理并非是简单地判定对错,它远比这更加细致入微。”

“细致入微”一词会引起人们的关注。我们考察“公司治理”概念的主要原因之一,正是为了帮助行业专业人士充分理解:确保做正确的事并非只需逐项核对任务列表,而是一种更微妙且更具根本性的行为。下面我们就将对此展开探讨。

发现意义

公司治理(CG)对有些人而言,是提及过多次数、以至于失去其意义的流行口头语。对另一些人来说,这只是理论概念,在真实的商业世界没有任何应用价值,更不会对企业营收和利润产生实质性影响。毕竟,公司治理原则只是监管机构采用的工具,繁琐、实施成本高昂、限制性很强,而且只适用于大型跨国企业。情况的确如此吗?

答案是否定的。我们的研究反复表明,企业无论大小,**采取公司治理最佳实践有助于创造各种价值,不仅有利于企业自身发展,更能造福整个社会。**

是的,造福社会。我们现在应拓展思维,思考问题时不再局限于董事会或合规事宜。不过这一改变也不能操之过急,后文我们会对此进一步讨论。

治理关系

本质而言,公司治理界定了管控各种关系的规则,包括管理层和员工之间、以及企业和与之互动的其他实体(如客户、供应商、顾客、监管机构等)之间的关系。公司治理决定了指导原则,有助企业公平地实现各方面目标,同时有效控制风险。

现实中,理想的公司治理环境并不存在。良好的公司治理并非要达到完美,而是一种发现运营问题、公开面对并加以解决的持续过程。如果一家企业声称自己做到了完美的治理,那很可能是夸大其词。

拥抱透明度

良好公司治理的第一项、或许也是最明显的优势,表现在文化方面。物以类聚,人以群分。如今,消息传播得非常快,如果人们认为企业具备由精英管理、令人满足的职场文化,就会吸引并留住各类人才。相反,若企业造成负面环境,充斥着不公、内部权力斗争、或者拒绝坦诚面对内部问题,那么恶劣名声往往会令其失去最优秀的员工。简单说,业务蓬勃发展的企业,公司治理往往能够培养最有才能、充满激情的员工。

追求透明度还可为企业带来可衡量的多重回报。透明度也被一提再提,我们已习惯于企业领导者(更不用说政治领袖)承诺进一步开放和加强问责,但却往往无法兑现。实际上,真正追求透明度文化的企业具有很大优势,其原因如下:

首先,股东们对此非常认可。如今,股东已变得越来越富有经验,能够迅速发现并惩罚不透明的行为。其次,拥有健康的内部控制和个人问责机制,有助企业打造良性循环,激发股东更大程度的参与,愈加有效地监测和衡量绩效,进而激励企业完善风险控制。反过来,良好风控有助企业筹集较低成本的债务资金(毕竟,收益和风险成正比),并且在并购谈判中充分利用良好声誉带来的溢价。

总而言之,良好的公司治理能为股东创造更大的价值。

全局视角

公司治理带来的价值不仅局限于单个企业。从更全面的视角看,当良好的公司治理实践遍及整个社会并深度融入文化,将在多个层面上促进整体经济发展。

目前,全球资本都聚焦于质量。风险判断决定着国家和企业的信用评级,而对于治理水平的看法在一定程度上影响着风险评估。展示出优秀治理的企业可以吸引更多高质量的资本;否则,未能执行的企业只能被迫以较高成本在开放市场筹集资金,以更高利率销售债券或以大幅折扣发行证券。

较高成本的债务直接影响着企业、乃至整个经济的竞争力。随着时间的推移,缺乏透明度的企业将被逐出市场,抑或被迫改善公司治理或增强企业社会责任(CSR),以提高竞争力。这有助形成良性循环,激励企业更富道德责任感和进一步强化问责制。

从长远看,资本无疑会流向能够最充分利用它的企业和经济体,从而为股东创造更大价值,吸引更多投资,最终减少资本市场的浪费和损失。

实际应用

或许这听起来不切实际或过于理想化。但如果您的确抱此想法,就应认识到,该模式并不要求特定行业或市场中的每一家企业都采用最高的公司治理标准,只需足够多的企业这样做即可。

假设存在可用于投资某特定市场或行业的资金池,那么资本往往青睐于具有较高公司治理和企业社会责任标准的企业。因此,这会对缺乏这些标准的企业构成威胁,从而强化这一循环。这并非理想主义,只是市场力量在发挥作用。

我们已经注意到,很多企业为提高透明度和实施良好治理做出了很多口头承诺。显而易见,声称自己拥有最高治理标准的企业,要么运营着能创造最大效益的企业社会责任项目,要么设计出了最具前瞻性的环境和社会治理战略。

但真正兑现这些承诺的企业却屈指可数。

加剧问题复杂性的现实在于,公司治理并非是一套“放之四海而皆准”的流程。适用于制造业企业的实践或许并不适合娱乐业公司。同样,在不同国家从事相同行业的企业,可能会受到文化规则的束缚,导致某些实践不会取得切实成果。

实践中,公司治理理论和具体实施之间可能存在巨大差距。

切实应用恰当的公司治理标准,离不开本地专业知识、以及寻找折中方案和恰当平衡点的能力。

由于行业特征(乃至企业所处的竞争环境)可以补充或替代传统的公司治理机制,因此各个行业对良好公司治理有着差异化理解。此外,在多个国家开展业务的企业会受到各国制度和文化的约束,这或将再度成为传统公司治理机制的补充或替代。

例如,出于历史原因,各国家建立了不同的公司所有制结构,因此也需要采用相应的公司治理机制。一些国家的银行可能与上市公司有着密切联系,甚至持有少数股权,从而增加了其在董事会中的监督权;而在有些国家,这种关系却较为罕见。

在一部分国家,大多数公司都拥有控股大股东(与家族或国家相关)。上市公司与其控股股东之间的大规模关联(具有联系)交易在这类市场非常普遍,因此需要公司治理机制以确保这些交易不会损害小股东利益。

相比之下,在大多数公司持股较为分散、且没有控股大股东的市场中,上述担忧或将没有那么重要。因此人们普遍认为,公司治理不存在可直接复制套用的原则。

尽管如此,经合组织仍提出了六项公司治理通用原则,其中四项涉及企业自行斟酌决定的机制,另外两项则与企业开展业务所处环境息息相关。这些原则于1999年首次发布,并于2004年和2015年先后经过2次修订。它们已成为企业、投资者和监管机构参考的国际基准,并被金融稳定委员会和世界银行采纳。当然,在这些通用原则中,不同国家的监管当局拥有很大的自主权,可根据实际情况采用不同、甚至更严格的规则。下文将对这六项通用原则逐一说明。

1. 股东权利和公平待遇以及关键所有权功能

该项原则强调了股东权利、全体股东(无论是大小股东还是外资股东)是否都得到了公平对待,以及在此等权利受到侵犯时,保障各类股东有机会获得救济的重要性。

股东权利的基本理念是,股东应当可以自由、无障碍的行使其权利。股东权利包括参加年度股东大会的权利、获得应得红利的权利、投票前查阅公司文件并获得充足信息和有关意见的权利、以及实际行使投票权(在线投票或累积投票)的权利等。因此,表现出良好公司治理的企业应促进提高此类事务的透明度。

此外,该项原则还强调了平等对待全体股东的重要性。这可以通过以下方式实现,包括:建立有助小股东对公司事务发表意见的机制、执行打击内幕交易的政策、制定防止公司资产被不当使用的保障措施、以及实施缓解不同类别股东间利益冲突的政策。

2. 利益相关者在公司治理中的作用

根据该项原则, 公司应充分认识到自身对不同利益相关者的责任。这些利益相关者包括员工、投资者、债权人、供应商、客户、当地社区、政策制定者和政府监管机构等。该项原则近几年已变得越来越重要, 往往被称为企业的环境、社会和公司治理 (ESG) 政策。

因此, 近年来, 各种股票市场都要求加强对ESG实践的披露。目前人们的普遍认识是, 无论监管要求如何, 从企业角度看, 强烈的企业社会责任感和对可持续发展的重视, 能够提高企业声誉, 从而或可带来更好的机遇, 实现长期盈利并创造股东价值。虽然此类实践千差万别, 但全球范围越来越多的企业已纷纷认识到投入资源和精力兑现社会承诺、实现可持续发展、以及造福社会的重要性。

3. 信息披露与透明度

采取上述原则离不开信息披露与透明度, 这是良好公司治理实践的基础。归根结底, 企业应当提供充足信息, 向各类股东和其他投资者保证, 企业管理者的一切行动均以公司最大利益为上。良好实践强调了应当利用所有可用渠道向市场参与者传播相关信息。这些信息包括但不限于: 企业管理者相关背景、企业财务信息和绩效、企业所有权结构。践行良好公司治理的企业应当就所有重大事项提供透明的信息披露, 同时确保持续向股东提供最新信息。

4. 董事会责任

具体而言, 这是决定权在企业手中的最后一项原则, 涉及企业董事会在治理方面的责任。该项原则旨在确保企业获得恰当的战略指导、管理层受到董事会的有效监督、且董事会对企业及其股东负责。企业的日常运营通常委派给高级运营执行团队。股东选举产生董事会, 以监督企业运营情况, 同时监督和管控管理团队如何履行其职责。董事会成员负责制定有助股东利益最大化的相关政策和指导原则。

该项原则涵盖了董事会的各种活动, 比如: 成立委员会以监督企业各职能部门开展工作, 确保董事会的独立性, 提高董事会成员多元性 (如背景、国籍和性别等) 以确保能够发表各种不同意见, 制定董事会会议的议事规则, 以及为履行职责向董事会成员提供哪些资源等, 不一而足。

5. 确保有效公司治理框架的基础

经合组织采用的其余两项原则不在企业控制范围, 而是关系到企业运营所处的大环境。这两项原则强调了市场监管环境的重要性, 以及各种金融机构在保障良好公司治理实践方面发挥的作用。

如果整体市场框架不受法治的约束, 如果缺乏有效的监督和执法, 如果制度框架不能提高市场透明度、且不利于高效的

资源分配, 那么将很难切实实施良好的公司治理。要想实现较高的公司治理标准, 法律、监管和制度因素起着重要作用。这一整体公司治理框架与立法、法规 (包括强制和自我监管) 以及其他或可源于文化和历史传统的企业实践息息相关。因此, 这些因素可能存在较大的国别差异, 这进一步凸显了公司治理没有“一刀切”的模式。

此外, 整体监管框架也在不断与每个企业的实践相互作用、相互影响。近来很多市场采纳的一项实践与此概念密切相关, 即“遵守或解释”规则。根据该规则, 企业可以不用严格遵守某些法规的规定, 但必须公开解释这样做的理由。

当然, 随着引入他国的最佳实践——无论这是集中实施监管趋同的结果, 还是跨境投资和国际并购带来商业实践互相借鉴的结果, 监管环境也在不断发生变化。

6. 机构投资者、证券交易所和其他中介机构

最后一项原则有关金融中介机构在投资链不同阶段可发挥的作用, 以便改善企业层面的公司治理。在现代经济发展中, 这些金融中介机构是独立的决策者, 往往可以接触到企业的最高管理层和董事会, 因而扮演着影响公司治理实践的重要角色。

例如, 机构投资者可以决定是否在企业中行使投票权, 并且可以披露做出此等决定的理由。相比小股东, 金融中介机构具有更强的监督能力。他们对潜在大部分股票进行投票的可能性, 会对企业的公司治理实践产生重大影响。这些机构在行使此等职责时应当披露潜在的利益冲突, 包括但不限于: 财务顾问、股票分析师和股票经纪、债务评级机构以及其他提供分析或投资建议的金融机构之间存在的潜在利益冲突。他们应当遵守内部交易规则。股票市场则应确保公平、有效且透明的定价实践。

总体而言, 金融中介机构在促进良好公司治理方面的作用, 既是自上而下的监管结果, 也是自我监管和广泛采纳行业实践的结果。随着这些机构加大对全球上市公司的持股比例 (例如, 养老金体制改革导致养老金投向证券市场的比重更高), 他们在确保所投资企业实施良好公司治理方面所能发挥的潜在作用也在增加。

上述内容简要介绍了广泛采用的OECD公司治理原则。虽然其他机构也总结过类似的原则, 但在分析全球范围的公司治理实践时, 该原则考虑到不同的制度环境, 提供了良好着手点。

最后再谈三点看法总结。首先, 这些通用原则为评估不同司法管辖地区企业的公司治理实践提供了有用基准。在这些原则框架下, 不同的市场和企业或可采取不同的实践来实现相同的目标。

第二,良好公司治理并非静止状态,而是不断发展演变的动态过程。随着越来越多企业采用当前最佳实践,新的要求将基于国际最佳实践和经验逐渐出台。一个很好的例子是,近来全球范围对企业社会责任、可持续发展和ESG实践的日益关注。即使企业目前采用的是良好公司治理实践,几年后,可能也会发现其治理标准已经过时,并且可能对企业声誉和股价产生不利影响。因此,企业必须认真对待公司治理,与时俱进,了解最佳实践的最新发展动态,这一点非常重要。

第三,随着不同市场股票交叉上市日益普遍,这一做法给监管机构带来了更大挑战,要求他们竭力确保管辖范围内所有上市公司严格遵守共同的公司治理高标准。

至此,我们提出的21个行业商业模式问题分析框架系列即将告一段落。但是,我们仍将继续探索公司治理及其对企业商业模式的影响。在后续亚太区金融研究平台(ARX)发表的研究成果中,我们将深入探讨所有企业(无论处于何种市场或行业),都应具备普遍适用的治理特性。在本系列后面部分,我们将展示一系列不同行业的真实案例。

我很高兴受邀撰写该后记。

为帮助投资者更好地分析目标公司并更好地开展尽职调查,自2018年起,特许金融分析师协会和ACCA就开始携手合作,一道制定这一行业分析研究框架,将深入研究和行业专业人士访谈相结合。截至本文撰写时,我们已经:

- 举行了15场行业分析讨论会、学术会议和在线研讨会;
- 组织了12场面对面专家小组讨论;
- 录制了10个理财教育视频。

在此过程中,我们非常感谢投资者及理财教育委员会(IFEC)、新加坡证券交易所以及亚太地区各地方社团的大力支持和充分肯定。得益于他们的影响力,我们能够接触到更加广泛的受众并开展相关宣传教育,最终造福社会。

在此,我们衷心希望,结合本框架中针对具体行业的ESG问题和上述公开发布内容,能为您提供一个全面框架,助您分析审视目标公司的公司治理稳健性。

学海无涯。希望在亚太区金融研究平台上与您相见!

阿里斯·斯托伊蒂斯教授(Aris Stouraiti)
香港浸会大学公司治理与金融政策中心主任

卢俊东博士(Alan Lok)
特许金融分析师,金融风险管理师
特许金融分析师协会道德培训与职业准则总监

斯特拉托斯·波利塔契斯博士(Stratos Pourzitakis)
特许金融分析师协会社会倡导和参与总监

我非常荣幸能成为工作团队的一员,同时也非常高兴能为这份声望如此之高的杰出研究成果贡献自己的绵薄之力。

最后,我想借此机会宣布,基于上述分行业研究成果的说明视频大部分已经录制完毕,可以在特许金融分析师协会亚太区金融分析平台(www.arx.cfa)上浏览这些短视频。

未来,我们将组织更多活动并推出更多公开发表的研究成果。因此,我强烈鼓励所有利益相关者充分利用所有这些资源,在提升自身专业工作的同时,使投资组合实现难以企及的超额回报。

祝您投资生涯一帆风顺!

李日昌(Scott Lee)
亚太区金融研究平台高级总监

作者

卢俊东博士(Alan Lok)

特许金融分析师, 金融风险管理师

朱暖晖

资深特许公认会计师

古鲁普拉萨德·贾姆巴纳森

特许金融分析师, 金融风险管理师

致谢

Mary Leung, CFA
Head, Advocacy, Asia Pacific
CFA Institute

Scott Lee
Director, Asia Pacific Research Exchange
Senior CFA Institute

Stratos Pourzitakis, PhD
Director, Society Advocacy Engagement
CFA Institute

Joshua Wu, CFA, CAIA
Vice President, Multi Asset Dealer
Maybank Kim Eng

Chan Fook Leog, CFA
Executive Director, Advocacy
CFA Society Singapore

Fred Wong, CFA
Founder and Chief Investment Officer
efusion Capital Limited

Prof Aris Stouraitis
Director, Centre for Corporate Governance &
Financial Policy
Hong Kong Baptist University

Clara Melot
Sustainable Finance Specialist
Zoological Society of London

Eleanor Spencer
Palm Oil Technical Advisor
Zoological Society of London

T.S. Mahadevan
Manager
CRISIL

Margaret Mak, FCCA
Chief Financial Officer
Fairwood Fast Food Ltd

Keith Siu, FCCA,
Chief Financial Officer
Maxim's Caterers Ltd

Hamilton Cheng, FCCA
Executive Director, Finance and Operations
Chow Tai Fook Jewellery Group Limited

Keith Hon
Senior Manager, Investor Relations
New World Development Company Limited

Mustamir Mohamad
Group Chief Financial Officer
Sime Darby Berhad

Renaka Ramachandran, FCCA
Chief Financial Officer
Sime Darby Plantation Berhad

Lim Cheong Guan
Executive Director
Top Glove Corporation Berhad

Shafiq Abdul Jabbar
Group Chief Financial Officer
Astro Malaysia Holdings Bhd

关于ACCA

ACCA全称为特许公认会计师公会。作为一家蓬勃发展的国际专业会计师组织,我们秉承严格的专业要求与道德标准,在全球**178**个国家和地区拥有**233,000**名会员与**536,000**名未来会员。在中国,ACCA拥有**28,000**名会员及**167,000**名未来会员,并在北京、上海、广州、深圳、成都、沈阳、青岛、武汉、长沙、香港特别行政区和澳门特别行政区共设有11个办公室。

ACCA为世界各地、各行各业的有志之士创造机遇,使他们在财会、金融和管理领域成就卓越的职业生涯。ACCA专业资格旨在培养战略商业领袖,以及兼具前瞻性思维,集财会、商业和数字专才于一身的专业人士,实现组织可持续发展和社会繁荣。

自1904年成立以来,ACCA始终秉承为公共利益服务的使命。我们坚信:财会行业是社会发展的基石,对促进经济、组织和个人发展与繁荣意义重大。强健的全球财会行业能够造福社会,因为它能够建立坚实可信的财务和商业管理,打击腐败,确保组织恪守商业道德,推动可持续发展并提供出色的职业机会。

通过广受认可的前沿研究,ACCA剖析当前议题,洞察未来趋势,引领行业发展。

了解更多资讯,敬请访问ACCA网站:

英文:www.accaglobal.com

中文:cn.accaglobal.com

关于CFA协会

CFA协会是全球投资专业人士组织,为专业修养及认证设定标准。该组织支持在投资市场合乎道德的行为,也是全球金融界知识的可靠来源。我们的目标就是创造一个将投资者利益放在第一位、市场以最高效运转和经济增长的环境。CFA协会在全球164个国家和地区拥有超过170,000名CFA特许资格认证持有人。CFA协会在全球设有9个办事处以及161个当地会员协会。

如欲了解更多资讯,请浏览www.cfainstitute.org或关注Twitter@CFAINstitute和Facebook.com/CFAINstitute。



