

## 祝振駒

翹騰投資管理董事總經理，特許財務分析師。  
曾經在外資及本地投行研究部擔任分析師及主管達14年  
之久，專長於中小型股研究。  
後轉職擔任對沖基金經理，2010年創立翹騰。  
筆者博客：[blog.sina.com.cn/raymondj2011](http://blog.sina.com.cn/raymondj2011)



雄鷹  
展翅

Columns  
美術：任耀楠

# 尋找特許權業務公司

港股自2010年開始一直在上落區間徘徊，除了因為宏觀問題外（即中國經濟放緩），另一最大缺欠是市場缺少擁有特許權業務（Business Franchise）的公司。何謂特許權業務？簡單地說，擁有特許權業務，即是業務上有足夠護城河，自家品牌或技術，能經得起不同經濟周期考驗，而繼續持續成長的公司。

## 管理獎勵架構需完善

筆者認為她們必須符合以下條件：一、上市業績紀錄：除非上市一刻已經擁有藍籌級數的規模，中小型企業必須有5年以上業績紀錄，投資者才會有較足夠財務數據及公司管治歷史，作為參考判斷。二、一定的市場佔有率，盈利及市值規模：市場佔有率到達某水平（通常30%至50%），經濟規模效應出現，成本大降，競選者便難以進入市場。筆者認為中國公司盈利需要達到10億人民幣和市值超過10億美元才算有點規模（包括業務及市場流動性）。

三、定價能力：單靠代工收入，從事組裝的工業公司，或者靠打價格戰者一定不入此列。擁有定價能力者，必須建立自我品牌，或者坐擁自家開發的獨有技術，又或者能不停創新及開發科技產品者。換句話說，其產品及服務必須能達到獨一無二。另一類就是某些受國家保護行業的國企，因為擁有壟斷性地位，國內外競爭者均不能挑戰其地位。

四、業務放大性：很多硬件科技公司必需要不停增加**資本性開支（CAPEX，見96頁財經詞彙）**興建新廠，才能保持競爭優勢，所以自由現金流長期出現負數。此類公司通常受制於經濟周期，業績難以保持穩定，故估值也難以突破。高估值的科技公司一般都是業務放大能力強者，如軟件開發商，半導體設計商，例如是擁有用戶平台的互聯網公司。此外就是擁有品牌者，她們可以將低經濟效益的生產工序外判，專注市場推廣，將產品定位及售價提升。五、積極的管理獎勵架構：積極進取的公司

必須有完善的管理獎勵架構，所以民營企業比較有彈性及優勢。筆者看到少數能做大做強的公司，都是由於專業管理層擁有股份或股權，或者公司有清晰的獎金分紅方案。經歷管理層買斷的公司，大多數之後都能創出理想業績。

## 公司管治良好保權益

六、良好的公司管治：少於5年的上市紀錄，很難確定大股東是否保障小股東權益。例如公司賺錢是否願意分紅或回購股份，大股東是否願意在低位增持，管理層是否胡亂增發配股或者從事難以自圓其說的關係交易等等。七、積極的投資者關係工作：大部分基金都不會長期持有透明度低或者不願意接見投資者的公司。要獲得基金垂青，公司必須僱用主動及熟悉公司業務的投資者關係團隊或財務總監，向投資者定時解釋業務方向及財務。RM



“少數能做大做強的公司，都是由於專業管理層擁有股份或股權，或者公司有清晰的獎金分紅方案。經歷管理層買斷的公司，大多數之後都能創出理想業績。”