FSSA INVESTMENT MANAGERS
首域盈信



亞洲增長基金通訊

「若無藝術，現實的殘酷將令世人難以承受。」愛爾蘭劇作家蕭伯納

在過去數月，我們都備受殘酷的新現實折磨。以「殘酷」來形容並不為過：金融市場在貪婪和恐懼的狂潮中波動，而我們這些市場參與者則遊走於歡欣和絕望之間。我們對此並不感到意外；人生和市場甚少如此渾然一體。

我們在上期客戶通訊的總結指出，結合科學與藝術是實踐投資的最佳方法；具體來說，就是實際數據與未來可能性的融合。多月來的市況正好說明投資者在這兩方面的取捨：短期盈利數據急跌，同時市場卻憧憬長遠前景亮麗，兩者之間有著明顯差距。

「危中有機」是老生常談；但我們身處危機時，總不會感覺到機會的存在，從來都不會。儘管外界把新冠肺炎視為戰役，但這個比喻不大恰當，正如英國前首相邱吉爾（Winston Churchill）所說：*「如果你正身陷地獄，不要停步，繼續前進。」*因此，與大部份日常需要工作的人士一樣，我們亦邁步向前。

期間，我們經歷3月份的金融市場恐慌低位，4月份由資金帶動的購買熱潮，以至5月份的假定新冷戰局面，我們已經鼓起勇氣，堅定展望未來。我們對所持有公司的質素，特別是財政實力感到安心。我們累積的集體經驗是另一個有力證據，因為本公司已多次成功克服一次性經濟災難。

不論現實環境如何暗淡，假以時日回望，我們持有的公司的企業價值仍然顯著增長，持續為客戶帶來長期穩健回報。另外，鑑於我們擁有穩固的客戶基礎，這類時期（當事過境遷，我們可以安然回顧時）其實讓我們有機會作出正確的配置。

科技股在最近數月造好，電子商貿、網上服務和無現金交易逐步取代傳統的選項。社會層面上，在家辦公的情況增加。文化方面，我們可以說本土化將取代全球化；虛擬則會取代實體。因此有意見認為：全球化已死。

然而，現代生活方式可能經歷的巨變，其實大部份早已出現，現在只是加速進行。畢竟，手工食品和精釀啤酒已很常見，只是資本模式的最新另類發展。網上娛樂、串流服務、訂餐應用程式和網上零售商蜂湧出現，早已預示戲院和購物商場將會沒落。

市場早前已經反映這些趨勢，從以網上業務為主的騰訊、Naver、阿里巴巴和京東的興起，以至業務涉及實體智能手機的聯發科技、ASM Pacific和大立光電等公司。一直以來，外界都視台積公司（TSMC）和三星電子（SEC）為這方面的亞洲巨擘。

至於我們的亞洲投資組合，大部份公司（只有少數例外）都一如預期受到新冠肺炎的嚴重而廣泛衝擊。由於所有企業都承受相同的壓力，因此公司可能錄得一、兩季的虧損便顯得不及往常般重要。儘管盈利預測已大幅下調，但實際表現可能會更加遜色。

毫無疑問，市場將持續波動，前景仍然不明朗。從我們的投資程序可見，不受這些事件影響，堅守信念才是唯一合理的行事方針：採取長期投資觀點，並緊記質素永遠較估值重要；這個策略至今行之有效。我們認為更大的風險在於，一旦偏離我們的投資理念和經驗，我們將受大市的極端情緒、新聞消息和短期雜訊所影響。

若採取這些行事方式，我們或會作出一些日後感到後悔的短期決定。在當前環境下，我們更應該前瞻未來三至五年的前景，預測今後的狀況。當然，這些只是想像，但我們認為前景應該不俗；在這個情況下，我們的建議與往常一樣：進一步強調質素，特別是財政狀況和現金流。然後買入實力最佳的公司。

另外，除了優質股票外，這個時期還有哪些另類選擇？現金、黃金或房地產？然而，「全資產泡沫」（everything bubble）之下，所有資產的價格在發生這次危機前已經普遍處於高位。此外，全球央行迅速採取大規模應對措施，實際上已為所有資產價格帶來支撐。

就此而言，這次的真正區別可能在於政府和官僚架構將會顯著膨張，而商業受干擾的程度也會普遍上升。事實上，出現這些情況的機會甚高，但我們會說，說這些情況其實早已發生。

正如不少意見指出，「及時」和最高效的生活方式意味著體系內通常不會有過剩情況。至於強制醫療保險、福利和休假等的未來前景，隨著企業轉為聚焦於減少冗餘和維持業務穩健，營運資本和稅項將會增加，勞動成本勢必上升。

暫時而言，當前轉變造成的通縮效應顯而易見，而且令人關注，但是從供應和需求的角度來說，當中不少變化長遠將會刺激通脹。過去20至30年，我們根本無須擔心這些事情。

各國政府將就這些問題立法；我們亦認為監控人民的國家數目將會增加。權力通常是不可逆轉－國家權力竟然能夠如此輕易和迅速膨脹，情況令人驚訝。既然西方國家的政策明顯失靈，若說中國的經

濟模式（包括國有企業和大政府模式）日後可能被視為更可取的制度，亦不算匪夷所思。

我們不難想像，將來的本土法律和民族主義法規將設法保障當地製藥公司等，而政府會將國內生產總值的固定百分比用於預防疾病，以及儲備個人防護設備和糧食等。這些都是冗餘，不能增加效率，但是開支將會因此增加，並為經濟帶來更深刻的轉變。

與公司會面時，我們發現即使是現在（經過數月之後），仍有部份公司對情況幾乎一無所知。諷刺的是，隨著全球多國相繼推出封鎖措施，經濟數據似乎每況愈下，公司現在正精簡規模，以配合新的經濟實況。此外，貨幣寬鬆措施將開始減少，更遑論可能出現第二輪感染。

因此，我們強調管理團隊和業務的質素。我們有信心所持有公司的財政實力能夠支持它們繼續生存，其業務亦能保持重要性（某些業務顯然將會消失），因此相信它們在三年後普遍可取得理想表現。

最新估值

雖然價格極端波動，但我們整體上對投資組合持倉仍感安心。儘管部份持倉錄得顯著跌幅，但我們並無對投資組合作出重大變動。我們認為股價跌幅已超越長期業務前景受損的程度，反映市場一直存在投資機會（目前可能仍有）。

在年初爆發新冠肺炎之前，我們亞洲投資組合的市盈率約為23倍，高於十年估值中位數約20%。雖然這個水平屬於區間的頂端，但鑑於股本回報率中位數偏高，達17%，加上近乎零成本的資金氾濫，這估值看來仍算合理。

相對而言，現時的市盈率（假設盈利正常）約為20%以內的高雙位數（大概是18至19倍），略低於十年中位數。另一方面，歷史股本回報率微升至18%（可能在今年回落，但我們預期兩至三年後會回升），而我們最近把握跌市機會為投資組合新增持倉。

我們把表現極佳的公司套現，或是沽出下跌的股票，換入跌幅相等但我們認為前景較佳的公司。毫無疑問，現時的盈利預測較往常更像一門藝術；外界的唯一共識是大部份預測並不準確。情況確實如此，但我們認為「大概準確」遠比「完全錯誤」優勝。

當市場只是充斥著歇斯底里的情緒，一片混亂，那麼一個理論框架或能提供評估估值水平的基礎。以上述投資組合的估值數據計算，在較正常的環境下，盈利率（1除以市盈率）約為4%至5%。假設現金流相同，意味現金流回報亦會相近（儘管受資本開支影響，現金流回報率一般並不相同）。

雖然股市氣氛每天都反覆波動，但理論上，股價是這些未來現金流的淨現值。誠然，估值可以長期偏離基本因素，但最終亦會以數據為依歸。根據這個觀點，若企業失去一整年的盈利，我們亞洲投資組合的內在價值理論上應該下跌約5%。這個計算結果與現實完全不符，但能夠在股價急跌時為我們提供一些依據。

有些較悲觀的意見估計，經濟基數會重新調整，過去二至三年（甚至是三年至四年）的國內生產總值增幅將會消失，而我們可以從中了解股價內在價值可能受到的影響。從另一個角度來說，鑑於個別市場已經下跌20%至25%，股價早已反映相當嚴峻的前景。

因此，除非您認為所有企業（甚至全球）已永久失去增長潛力，否則股價回升是意料中事。雖然這種不堪設想的情景並非不可能發生，但我們認為出現的機會不大。淨現值和貼現現金流量反映另一個事實：企業的大部份價值將在遙遠的未來出現，遠超這次疫情影響所及。計算數據的分析師都知道，終值通常會包含容差系數（fudge-factor）。

另外，市場可能正反映經濟體系的債務水平，以及某些企業能否繼續經營；這看來很合理。然而，亞洲企業的財政實力普遍強勁，因為它們沒有好像美國公司般利用公司資金回購股份，而我們投資組合的大部份公司都持有淨現金。

投資組合活動

儘管基金對持有的公司感到樂觀，但由於致力把握無差別拋售的機會，因此基金在過去六個月的投資較以往主動。預期上述主動投資水平不會持續，我們相信投資組合週轉率將自此回落。

我們新增多項持倉，包括Central Pattana、華潤置地、維他奶國際、浙江蘇泊爾和Vinamilk。值得慶幸的是，我們在3月市場恐慌期間建倉後，這些持倉均表現理想。最近數週，我們亦增持少量騰訊控股、Seek和京東。

對於增持上述三隻股票，或許令人想到凱恩斯的名言 — 想法隨實際情況轉變而改變，亦令我們注意到基金仍未緊貼全球趨勢。部分人士會懷疑這是否代表互聯網公司股價已經見頂。我們希望不是，亦認為不是。畢竟，不少相關公司只是披著互聯網外表的消費公司，而消費公司一直是投資組合的核心持倉。

儘管如此，過往這類新經濟公司的業務模式、管治和估值等方面均令我們不敢貿然投資。正如上文所述，這次疫情顯然應會導致全球工作和娛樂方式出現永久改變。我們察覺這趨勢已有一段時間，新經濟公司的前景亦顯著改善，而我們的研究結果略為紓緩此前的憂慮。新經濟公司的近期業績或可進一步印證上述觀點。

我們已大幅減持Newcrest及多家表現造好的公司，特別是日企Pigeon和大金（Daikin），藉以套現作上述增持。與此同時，基金亦減持台積公司（但仍是最大持倉）、Naver和華僑銀行等倉盤。

我們轉投牛奶國際（Dairy Farm）、Brambles、AmorePacific Corporation、Universal Robina Corp及大立光電等公司。此外，我們完全沽清長江和記實業，並增購李嘉誠家族顯著增持的長江實業。

新持倉

過去多年，我們多次與Central Pattana和維他奶國際會面，並一直看好這類企業，但估值水平常常令我們卻步。事後看來，我們早應買入這兩家公司；同時，兩者股價在3月走弱，使估值降至平均水平以下。我們認為它們是優秀企業。

Central Pattana（CPN）擁有40年歷史，在泰國零售購物中心市場佔主導地位。該公司具有多個我們物色公司時一般追求的優秀特色。首先，該公司由享負盛名並值得信賴的家族持有50%以上股權，但由專業人士營運；而且業務強勁，長期以來一直締造價值增長。其次，該公司財政狀況穩健，負債比率約為50%，現時估值似乎頗為合理。

CPN目前擁有34座商場，當中15座位於曼谷。除了一座位於馬來西亞外，其餘偏佈泰國各地。我們認為CPN的表現可反映中產階層冒起，特別是鄉村消費增長趨勢。儘管如此，集團銷售額近半來自曼谷，而且該公司佔泰國零售銷售約20%。該集團長期錄得增長，而且幅度可觀，現時同店銷售增長更達到每年約2%至3%。

目前，CPN的市賬率約為1.5倍，而房地產公司的估值一般較資產價值存在折讓。商場出租率為92%，約三分一的銷售來自食品和飲品業務。雖然疫情影響公司業務，但鑑於旅遊業通常佔總銷售15%至20%，因此疫情影響應屬短暫。該集團在以往的逆境中表現強韌，例如政治分歧和曼谷炸彈襲擊事件。

Vietnam Dairy Products（通稱為Vinamilk）是一家我們一直密切注視和曾經多次會面的企業。投資組合持倉怡和合發（Jardine Cycle & Carriage）自2017年中以來成為其股東，持有11%股權。近期Vinamilk股價低迷，而且增長放緩，為我們帶來增持機會。

Vinamilk成立於1976年，於2006年上市。儘管屬於國有企業，但自1992年以來一直由同一位行政總裁掌舵。在私有化及與越南政府互動方面，梅嬌蓮（Mai Kieu Lien）女士管理極為妥善。該集團以私營方式營運，回報出色，並以20%至30%之間的中雙位數複合增長。事實上，營運溢利率高（22%）、股本回報率強勁（保持於36%）及公司的絕對規模（市值86億美元），均是過往令我們卻步的因素。

該集團的利潤遠高於另一隻乳業持倉中國蒙牛，主要原因是兩者的銷售和市場營銷成本存在顯著差距。預期蒙牛的利潤率將有所提升（目前約為6%），但仔細分析Vinamilk及行業結構後，我們認為Vinamilk的盈利能力應具可持續性。市盈率現時跌至20倍，顯得具吸引力。我們相信增長率有望再次提高，回報率亦可回升至雙位數。

近年乳業的信譽好壞參半，但Vinamilk始終專注於產品質素，並從西方國家進口奶粉。此外，Vinamilk在2006年自設牧場／農場以供應新鮮液態牛奶，目前35%奶源採自內部。財政上，該公司資產負債表大致維持淨現金水平，自由現金流強勁。鑑於越南政府有資金需要，因此派息比率達80%，反映公司利益與股東一致。Vinamilk的現時回報率約為4%。

無論是分析追蹤還是研究，浙江蘇泊爾均是基金初步涉足的公司。我們小量建倉，並趁低增持。該公司是中國廚具市場翹楚，也是中國小型廚房電器市場第二大公司，由法國上市的SEB集團持有81%股權。SEB集團旗下品牌包括 Moulinex、Krups、好運達（Rowenta）及特福等。SEB集團在2016年新近收購的WMF（來自德國）是專業廚具和咖啡機的市場龍頭。

蘇泊爾對上述品牌的消費產品均擁有使用權，但商業對商業範疇（專業咖啡機）例外。母公司SEB不會收取特許使用權費用，並致力把旗下中國業務集中由蘇泊爾經營。WMF的中國品牌使用權於2017年按賬面值注入蘇泊爾。

蘇泊爾能幹的專業管理團隊（獲授有限制股份作鼓勵）帶領公司取得卓越往績。過去14年，銷售額平均每年錄得23%增長（僅於2012年錄得銷售下跌），股本回報率平均為17%，已動用資本回報率為33%。即使在2008年／2009年金融危機期間，蘇泊爾亦表現強韌，維持雙位數增長和穩定的利潤率。

蘇泊爾的財政狀況強勁（4億美元淨現金），並可產生充沛的自由現金流。鑑於目前中國小型廚房電器的人均銷售貨值僅為4美元，而美國、日本和韓國則為20美元，我們相信整體市場有望維持穩健增長（高單位數）。

儘管各方面均看似正面，但蘇泊爾仍須克服一個重要難關：過去有報道指蘇泊爾前東主兼主席在2007年向政府高級官員行賄，以促成SEB收購蘇泊爾。經慎重考慮後，我們相信上述事件屬單一個案，並未反映企業普遍存在貪腐文化。

我們曾與蘇泊爾的前僱員交談，他們表示見證到SEB對環境、社會及管治（ESG）程序帶來的深刻變化（「有如翻天覆地」）。此外，使我們感到安心的是SEB獲譽為行內ESG指標，蘇泊爾作為SEB的附屬公司，亦需遵守與母公司相同的高標準。

新購入持倉華潤置地由華潤集團持有61%股權，是一家特別的混改企業，即以商業模式經營的國企。華潤置地於1994年創立，1996年上市，而控股公司華潤集團的歷史悠久顯赫，可追溯至新中國成立前的1948年。

華潤置地是一家國營企業，但作為歷史最長的「紅籌股」之一，該公司長期以商業模式及高標準經營。事實上，自2000年代中以來，母公司華潤集團持續以優惠價格向華潤置地注入土地儲備，以擴大華潤置地的規模。這個過程大致完成，華潤置地現已成為中國第十大發展商。

2018年底，華潤置地營運51座商場，合計總樓面面積為9,200萬平方呎，另有52座興建中的商場，總空間料可增加一倍。與西方國家的情況相反，儘管中國的電子商貿滲透率偏高，華潤置地的商場業務持續錄得強勁的雙位數同店銷售增長。過去四年，租金收入複合增長率為19%。

短期而言，新冠肺炎疫情顯然對非必要開支造成影響，華潤置地的管理層已調低業績預期，對2020年的前景偏向審慎。然而，未來五年經常性收益佔利潤的比例有望由現時20%增長至約三分一。目前該公司的估值較賬面值存在輕微溢價，但較重估資產值存在約40%折讓，反映隨著發展成熟，新開業的商場具備增值空間。總括而言，我們認為風險回報顯得合理。

香港市場方面，我們新增維他奶國際的持倉。任何曾居於香港的人士，無不熟悉這家企業。該公司於1940年成立，現時已發展為知名本地品牌。成立初期，該公司產品以豆奶為主，其後產品組合擴展至涵蓋廣泛飲品，特別是即飲檸檬茶。目前，中國市場佔銷售70%，佔集團整體利潤約75%。創辦人羅氏家族仍然控制30%股權，但在過去十多年公司一直以專業方式管理。

維他奶國際短期增長放緩，拖累股價顯著回調，我們趁勢建倉。然而，中國業務增長率過往和現時均持續處於20%以下的中雙位數水平，而且中國的植物類和非牛奶飲品前景向好，與全球其他市場相若。該集團持續擴張，新工廠預期將於2020年中啟用，而且對比未來五至十年的發展機會，公司的絕對規模（市值40億美元）似乎較小。該公司的現金水平高於負債，亦令人感到安心。

除了騰訊控股（中國投資組合的長期配置）外，我們也新增京東和Seek的持倉。京東是中國電子商貿零售商，並與亞馬遜（Amazon）一樣，擁有大部份自營基建設施，而非只是協助第三方進行銷售。京東的營業額持續以每年15%的步伐強勁增長，同時恆常投資龐大。

京東與不少中國互聯網公司一樣存在多個問題，例如雙重股份類別（創辦人以15%股權控制78%投票權）、可變權益實體（佔利潤10%），以及發行股份獎勵員工（每年約1%）常常帶來攤薄效應。另一方面，該公司可產生充沛現金流，具盈利能力，並且展現增長趨勢，意味著遠期市盈率可在未來數年回落至20倍。

澳洲（核心市場）上市公司Seek引起的爭議較少。Seek先後收購JobsDB和JobStreet（均是東南亞主要網上招聘公司），於香港、新加坡和馬來西亞確立領先市場地位，並於中國主要網上招聘公司智聯招聘擁有61%控股權。我們相信，受惠於網絡效應，單是中國業務便可增長數倍。亞洲市場目前合共佔綜合銷售58%。

該公司並非一帆風順 — 淨負債比率為83%；但其締造現金能力強勁，我們認為該股在首季急跌後提供可觀投資價值。

表現回顧

早於近期市況走弱前，我們便已對持有過多銀行有所警惕。過去12個月（疫情爆發前），我們相繼沽出開泰銀行（Kasikornbank）、星展銀行和大眾銀行，但事後看來，我們應進一步減持。我們仍持有華僑銀行、HDFC Bank、Kotak Mahindra Bank、Bank Central Asia（BCA）、Housing Development Corporation及Axis Bank。上述所有股票均與全球銀行業一樣顯著回落。

具體而言，印度HDFC Bank的股價已跌至罕見的低水平。2009年3月錄得的2.4倍市賬率是過去15年的絕對估值低位，而賬面值和股本回報率的長期增長率約為20%。鑑於上述數據處於極低水平，該股不難展現可觀升幅。整體而言，我們相信實力雄厚的印度私營銀行仍可進一步延續長期增長趨勢。

母公司Housing Development Corporation表現亦有所回落，但在撰寫其2019財年年報評論後，我們認為該公司顯然已擺脫非銀行金融機構面臨的困境，該公司亦重申將秉持核心經營理念和程序。該公司曾在2018年籌集資金，並沽售附屬公司套現，加上已為未來可能出現的問題貸款作出超額撥備入賬（一級資本比率為17.3%），因此我們相信該公司對經濟下行應已作好準備。展望未來，該集團面對的競爭應會減少；以各部份估值總和計算，我們認為該集團的估值顯得吸引。

另一方面，Kotak Mahindra Bank（KMB）股價現時處於令人安心的高水平。儘管年初表現失色，但該行表現遠優於同業，因此目前股價或許再次印證其質素。然而，現時KMB的市賬率為4倍，估值看似昂貴。過去十年，KMB的市賬率曾一度升至5倍（2019年底），亦曾在2009年全球金融危機時跌至1.5倍的低位，而過去十年的平均市賬率則為3.8倍。

創辦人Kotak先生的股權由30%攤薄至29%，並須按印度儲備銀行的要求，在8月底前減至26%（其投票權上限為15%）。銀行業一切均關乎往績表現；只要Kotak先生掌舵，其凡事三思而行的態度均會令我們對該行感到安心。該行資本雄厚，在最近集資10億美元後一級資本比率達20%。

至於其他印度持倉，我們持有眾多資訊科技服務公司，其中最大持股仍是Tata Consultancy Services（TCS）。這些公司均面對短期利淡因素，但我們認為這行業將成為印度大規模社會數碼化的主要受惠者。我們一直樂見：銀行業的科技開支佔收益5%至6%，而整體企業的科技開支佔收益約為1%至2%。不難相信未來十年這個情況將出現顯著改變。

短期內，對所有資訊科技公司而言，尤其是美國上市的Cognizant，挑戰在於業務倚重金融服務業。Cognizant的估值存在折讓（15倍市盈率），而且在新任行政總裁Brian Humphries領導

下，公司可望扭轉業務狀況。即使是市道最暢旺的時期，扭轉業務也絕非易事。儘管如此，我們曾與新任行政總裁會面，並對其抱有好感；他認為長久以來Cognizant均管理不善（我們亦有同感）。

Godrej Consumer Products最近使基金團隊有所困惑。我們一直看好印度消費公司的增長前景，但Godrej的近期業績和資本配置（於不少地域進行多項收購）未如理想。財政狀況看似不俗，但複雜性和外匯組合或會帶來若干挑戰。過去三年的核心純利一直持平。

另一方面，Godrej的印尼業務向好，非洲業務應可從低基數改善，原材料的利好因素亦有望為利潤率帶來支持。營運溢利率錄得19%，表現正面，股本回報率理想，長期回報亦優秀。2020年3月止季度的最新銷售數據欠佳，市場應已反映大部份疲弱表現，但隨著貿易回復正常，收益和增長有望強勁回升。

東盟國家表現依然強韌

鑑於亞洲金融危機／ 全球金融危機與殭屍企業末日同時在東盟市場重演，我們對有關市場的持倉甚少。印尼BCA的表現甚佳；另一方面，Indocement的股價在過去數月下跌一半，但其擁有正淨現金，由德國企業Heidelberg擁有控股權，而且派息率可觀。現時Indocement的企業價值約為每公噸80美元，較重置成本存在40%至50%顯著折讓。這些數據反映該股估值處於週期低位，因此我們予以增持。

我們認為增長應會再度加快。印尼的水泥市場已完成整合，75%產量由兩大公司控制（Semen：50%，Indocement：25%）。中國進口水泥、價格回落和需求疲弱等因素導致近年增長放緩，但長期增長一直保持於20%以下的中雙位數水平。

投資失誤 ？

怡和合發是另一家面對挑戰的公司，股價基本上處於20年低位。該集團表現優於旗下印尼公司Astra（毫無疑問是由於印尼交易所買賣基金的影響），但Astra仍佔集團估值約65%。無人知道印尼經濟何時可改善，但鑑於印尼市場的規模，若經濟未見改善，將令人感到意外。

怡和合發的其他大型資產包括Vinamilk、Thaco及新加坡汽車業務，分別佔估值約10%、8%和7%。現時各部份估值總和並不吸引，在Astra下跌後，該集團較總和估值的折讓只有6%。

與此同時，其母公司怡和洋行的架構複雜，該綜合企業持有怡和策略控股的85%股權，而怡和策略控股亦持有怡和洋行58%股權。經重估的資產淨值已跌至每股50美元（與現時股價相若），反映整體估值下降，尤其是怡和策略控股。

綜合企業似乎已不合時宜，不幸的是過去十年怡和洋行成為例外的估值陷阱。儘管如此，考慮到目前市場環境，我們看好其業務組合，尤其認為牛奶國際和Astra的估值應屬非常吸引。

事實上，正如上一期通訊所述，牛奶國際表現不濟。然而，問題業務持續好轉，牛奶國際有望在生活回復正常和經濟復甦下成為主要受惠者。牛奶國際股價已回落一半，目前顯得吸引。於永輝超市及Robinson Retail的20%股權共佔牛奶國際市值一半，其股價目前處於我們的預測水平，即2019財年核心市盈率13倍。

根據2020年首季最新業績，利潤再度下跌，7-11、美心和健康與美容業務（萬寧和Guardian）均受防疫封鎖措施衝擊。美心業務受壓尤其顯著，去年佔牛奶國際的利潤為8,000萬美元，而2018財年則為1億美元。若按大家樂相同市盈率進行估值（現實是美心的業務較佳），美心市值應為20億美元，佔牛奶國際市值的三分之一。另一方面，宜家傢俬（IKEA）及超級市場業務的業績轉佳。

展望未來三年，核心業務市盈率目前為13倍（若超級市場業務利潤率回升至3.5%，則為9倍）。重點是現時核心業務估值相當低，但要回復昔日水平並不容易。綜觀全球各地，這類企業的市盈率均偏高；至於牛奶國際，我們相信其出色的行政總裁正採取適當政策，支持集團長遠可持續增長。

北亞地區略為好轉

我們相對小量的日本持倉表現良好，尤其是與其他市場比較之下。Fanuc的表現穩健，反映業務和定位俱佳。在新冠肺炎疫情令世界停擺前，汽車和智能電話領域轉弱，早已拖累利潤和利潤率下降25%。

然而，盈利能力（利潤率）仍處於20%以下的雙位數水平，而且財政狀況穩健，擁有50億美元淨現金。該集團有望在2020曆年第二季繼續錄得盈利（過去20年未曾虧損），同時我們可假設其盈利可望見底。

中國市場佔銷售25%，而且當地需求仍然「堅挺」，亞洲其他地區則佔20%。回顧2008年／ 2009年，利潤曾下跌70%，但在短短四年便已回升，並一舉突破此前高峰。近期業績確認今個年度不會大幅倒退，但2021年3月止年度利潤似乎很可能再度回落（幅度不大）。無論如何，我們相信Fanuc的表現可在其後反彈（若您對資本週期，以及特別是汽車／ 科技業抱有信心）。

LG化學（已轉為集中生產消毒搓手液）方面，這家基本化學品公司的表現遠超我們預期（2019財年息稅前利潤增長7%），LG Electronics相關業務重整架構亦帶動材料業務轉虧為盈。合併計算後，上述業務抵銷其他業務的虧損（及撥備），而且電動車相關分部已提升產能。

整體而言，2019財年利潤顯著下跌，但市場憧憬業績將會反彈。預期電動車電池將出現轉捩點，電量有望在2021年底前由70千兆瓦增至120千兆瓦。雖然化學品業務利潤率很可能放緩，但石腦油（石油相關產物）價格下跌應帶來助益。以目前股價計，2021財年市盈率為20倍，意味股價已反映相當大部份利好消息。

科技業持倉方面，雖然曾多次與大立光電進行會議，但該公司仍難以捉摸。然而，其長期往績、盈利能力和回報均給予我們信心。2020年首季指引一如預期平淡，例如即將推出的新項目和產品型號，但資本開支維持不變，而且財政狀況（即營運資金）轉佳。2019財年結束時，錄得淨現金30億美元（佔市值20%）。

我們認為目前所有投入定必會促進即將到來的5G和科技浪潮，因此大立光電近期估值下調應可視為投資機會。在經濟衰退的環境下，市場可能會傾向購買價格較低的大眾市場產品，但該公司仍繼續進行高度複雜的自由曲面多片式鏡片研製。我們認為增長將會重臨，特別是未來三年可提供合理升幅，而且該公司的財政狀況穩健。

中美兩國的隔閡增大，增添市場憂慮，在這情況下，聯發科技成為另一隻表現出色的科技股。除了5G技術及推陳出新的科技外，該公司擁有我們經常物色的特質：財政狀況強勁（50億美元，佔市值20%），管理層卓越，以及長期往績優秀。

雖然聯發科技是一家超前沿技術公司，但其符合我們所有的要求，令我們能安心持有。高通（雖然是美國公司）亦不容低估，而且始終須面對中國明顯和即時的新競爭威脅。

該集團的增長領域（用於Alexa、Google Home、電玩遊戲、雲端、人工智能和虛擬實境應用程式的晶片）應可受惠於與日俱增的利好環境，而整體增長有望保持雙位數。儘管如此，該股表現相對出色，現時歷史市盈率為25倍，未來市盈率約20倍（接近最近十年區間的上端），但股本回報率為8%至9%，僅為6、7年前的一半。

中國大型家電生產和出口商美的集團亦表現造好。考慮到競爭、折扣和減價優惠各方面因素後，美的集團的表現令市場喜出望外。近期2019財年業績和2020首季數據均令人安心，該集團表示在原材料和效能成本回落的情況下，生產成本現時處於近年最低水平。

該集團的市場份額似乎有所增加，尤其是網上市場。庫存有所減少，而該集團預期利潤率維持平穩。海外訂單迅速反彈，該公司仍預期出口佔銷售的份額將未來三年進一步增加，由2019財年的42%增至50%。不過，佔銷售43%的空調業務競爭仍然激烈，物業市場放緩是顯著利淡因素。

市場普遍認為強者愈強，美的集團有望成為更強大的企業。這似乎言之有理。該集團目前擁有淨現金60億美元，即市值10%。我們相信該集團應可保持相當強勁的盈利增長。

另外，香港中華煤氣表現向好，但鑑於增長輕微，取得佳績出乎市場意料。2019財年業績疲弱，而且該集團的槓桿水平頗高，淨負債比率為50%，並有借貸40億港元。除了政策和定價存在風險外，新能源分部（受惠高油價的業務）亦受近期油價走勢拖累。

每次檢視該股時，我們均感到憂慮，特別是其高昂估值。我們一直減持套現，並伺機增購前景較佳的企業。

展望及總結

「轉變、轉變、再轉變；難道情況還不夠壞嗎？」
巴麥尊勳爵（Lord Palmerston）

就此而言，我們從不認同巴麥尊勳爵百多年以前對香港的批評：*「這是一座房子都沒有的荒蕪之地，它永遠不會成為貿易市集。」*我們明白他為何對轉變之快感到不滿，而借鑑香港的情況，我們確實應該質疑極端的情緒。

這正是我們在過去六個月對市場的體驗。儘管發生了不少事情，但我們並無因此而徹夜難眠。但坦白說，某些股價走勢真的令人不寒而慄。幸而，在股價跳動的背後，真實的業務表現其實遠為穩健。

長遠來說，正如您從近期的投資組合變動所見，我們仍專注於絕對回報增長，並認為持有一個由優質公司組成的多元化投資組合，是實現這個目標的最佳方法。一直以來，我們以「由下而上」的方式挑選公司，逐一納入投資組合，甚少考慮指數配置。

儘管優質公司最初的跌幅幾乎與負債沉重、管理不善和估值過高的公司相若，但這種情況通常在金融恐慌和大規模拋售的初期出現。然而，隨著時間流逝，投資者將回復理性，市場再次站穩陣腳，而那些由具實力的管理團隊經營、資本結構合理和較具韌力的業務通常會較快復原。

我們相信這個過程已經開始，我們投資組合持有的多個倉盤已在最近數週收復失地。不過，股市與實體經濟之間的分歧再次引發*「這次不同」*的說法，意味著回升勢頭可能無法持續。對此我們無法肯定，甚至不敢想像將會出現這種情況。可是，我們承認市場仍處相當不穩的狀態，有可能會測試新低。我們滿懷希望前行，但步伐仍然謹慎。

至於新冠肺炎疫情，亞洲國家認真抗疫的態度已是眾所週知。我們似乎正在擺脫最嚴峻的經濟封鎖時期，但我們相信，世界其他地區也將會重啟經濟。香港方面，我們有過應對非典型肺炎的經驗；儘管有關亞洲社會凝聚力與西方自由主義的論點已經耳熟能詳，但我們相信全球都會擇善而行。

與此同時，隨著全球逐步適應新常態，我們祝福各位客戶和讀者身體健康，生活愉快。

一如既往，我們歡迎各位提出意見和建議。

資料來源：數據來自公司年度報告或投資者報告。歷史估值和比率來自 Bloomberg。 我們已將“FSSA亞太股票客戶通訊”更名為“FSSA亞洲增長基金客戶通訊”。所有觀點和意見均為首域盈信資產管理提供。如非註明,數據截至2020年6月3日。

免責聲明

本文件所載只屬一般性資料，並不包括亦不構成投資或投資產品建議。有關資料來自首域投資（「首域」）認為可靠的來源，而且在發表本文件時為準確的資料，首域並無就有關資料的中肯、準確、完整或正確作出明確或隱含的聲明或保證。首域、其任何聯營公司、任何董事、主管人員或僱員概不就任何因使用本文件而直接或間接引致的損失承擔任何責任。

本文件僅供一般參考，並不可視為提供全面的資料或特別建議。本文件所述意見為發件人在發表報告時的觀點，並可隨時予以修訂。本文件並非銷售文件，且不構成投資建議。未取得具體的專業意見前，任何人士不應依賴本文內容，及/或有關資料所載的任何事宜為行事基礎。未經首域投資預先同意，不得複製或傳閱本文件的全部或部分資料。本文件只可於符合相關司法管轄區的適用法例下使用及/或收取。

本文對具體證券的提述（如有）僅供說明用途，不應視成建議買賣有關證券。本文提述的所有證券可能或可能不會在某時期成為基金組合的部份持倉，而持倉可能作出變動。

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

首域投資（香港）有限公司是First Sentier Investors投資管理業務的一部分，該公司最終由全球金融集團三菱日聯金融集團（“MUFG”）擁有。First Sentier Investors（包括不同司法管轄區內的多間公司）在澳洲營運並以首域投資在其他地方營運。

MUFG及其附屬公司對本文件包含的任何聲明或信息概不負責。MUFG及其任何附屬公司均不保證本文中提及的任何投資或公司的業績或履行償還資本。本文中提及的任何投資並不是對MUFG或其附屬公司的存款或其他負債，而投資存在投資風險，包括收入和資本損失。