客户通訊
2021年1月

FSSA INVESTMENT MANAGERS
首域盈信



亞洲增長基金通訊

「包容異議的自由才是真自由。」
羅莎•盧森堡（Rosa Luxemburg）

概要

在撰寫上期的客戶通訊時，我們陷於新冠肺炎的陰霾中，現實生活與投資世界甚少像這樣緊扣。恐慌拖累市場急挫，當時的市場交投明顯受短期焦慮左右，未能真正反映亞洲地區的長線升值前景。

眾所周知，市場會迅速反映各項消息。雖然憂慮瀰漫，而且負面新聞不減，但市場很可能已消化大部分利淡因素。事後看來，這個結論也許是理所當然，但2020年的情況確實如此。事實上，自上期通訊以來，亞洲增長策略取得強勁的絕對回報，考慮到現時投資氣氛熾熱，市場的風險似乎變得更高。

我們早前指出，在過去短短十個月間，全球發展加快了十年。從多方面來看，這個說法日漸成真。科技行業和「新常態」的蓬勃發展有目共睹。不過，現在看來，這只是當今世代加快顛覆傳統的又一例子。畢竟，亞洲區近日處於此變革的前沿。

對於一心想看清未來形勢的投資者而言，前路無疑充滿挑戰，而各大權威專家分析的結果亦然。大家都看過反烏托邦式的喪屍片。封城措施持續、過於寬鬆的貨幣政策、赤字增加、空前的債務負擔、社會混亂，加上可能爆發新一輪冷戰，均拖累經濟前景。此外，利率長期處於低水平（零利率）亦導致估值上升。

在整體不明朗的情況下，我們難以作出宏觀分析，但認為投資者最好避免陷入盲目的樂觀情緒中。環球市場估值無疑有不少泡沫，但同時我們亦知道泡沫可能會延續。特別是，雖然目前的經濟和貨幣環境屬近年罕見，但產出缺口意味通脹或許仍然乏力。

隨著疫苗推出，我們似乎有理由假設環球市場未來（可能是六個月內）將轉趨正常。同樣，按照以往經驗，如果市場在好景實際來臨時（而非單憑對未來經濟好轉的預期）才爆發拋售，亦是意料中事。一如以往，我們需要留意眾多因素。

與此同時，我們將貫徹以往的做法，聚焦所投資公司的管理團隊和業務質素，並密切監察公司的資產負債狀況。尤其重要的是，正如我們在2020年3月並未受市場的悲觀情緒左右一樣，我們會繼續保持冷靜，在估值處合理水平時入市。

投資組合活動

我們的投資組合向來具韌性，不論市場季節均能錄得增長，但2020年上半年，投資組合活動較往常頻密。在新冠肺炎疫情擾亂絕大部分市場及公司運作之際，我們順利將部分持倉轉投到另一些股票。

從上而下來看，我們將資金從較具韌力的防守型企業轉移至易受經濟影響的落後股票。我們按此策略增持和減持各類現有持股，藉此調整投資組合。事後看來，此策略有利下半年回報，此後投資組合的活動大幅減少。

具體而言，我們新增京東、騰訊和Seek等多間互聯網企業的持倉，並買入更容易跟隨經濟週期波動的數間公司，例如日本的發那科（Fanuc）和印度的Voltas。我們已觀察上述企業一段時間，而市場這輪任意拋售正好為我們帶來吸引的入市機會。

在6月份的上期通訊中，我們詳述了投資上述互聯網公司的理據。這些公司的盈利隨後顯著增長，帶動回報表現，而市盈率亦隨著市佔提升而擴大。隨著客戶被迫從實體店轉向虛擬平台，這些公司的市佔率可望繼續增長。正如大家經歷的那樣，網購已經成為主流。

至於投資組合的其他現有持股方面，新冠肺炎導致我們沽售了香港中華煤氣等具韌性的公用股，以及台灣的統一企業消費品集團等，同時我們亦增持多隻印度銀行股。我們把握機會新增數間股價受挫的旅遊相關公司，包括資生堂和上海國際機場。

新持倉

上述的旅遊相關公司某程度上是我們投資組合的異數，原因是這些公司的業務受重創，而且尚未擺脫困境。在買入這些公司的股票時，我們難免要分析旅遊業的宏觀復甦程度，但另一方面，這兩間公司資金充裕，而且管理方針保守，能否東山再起將主要取決於中國市場和該國的旅客。

在這方面，我們頗具信心。我們有理由相信，中國休閒旅遊業將迎來強勁反彈和長遠持續增長，在這方面，資生堂和上海國際機場均處有利地位。另外，在買入資生堂的同時，我們亦沽出愛茉莉太平洋集團。

我們之前只持少量愛茉莉太平洋股票，而資生堂則是明顯較為成熟的大型國際品牌。我們認為資生堂的復甦速度將較快，同時我們對無法與愛茉莉太平洋展開有效互動感到失望。我們曾在會議和信函中向愛茉莉太平洋表達多項對其資金管理的憂慮，並建議公司更專注發展電商業務。然而一如所料，愛茉莉太平洋對此不感興趣，而這在韓國並不罕見。及至最近，市場傳出消息，指該公司可能終於展開改革。

資生堂

資生堂同樣急需重整，幸好有關工作已進行得如火如荼。資生堂是日本首屈一指的化妝品公司，業務遍佈全球，可惜在日本和中國以外的大部分市場發展均未如理想。事實上，該公司的毛利率高達約80%，問題是其固定成本相對較高，因此在疫情期間受到沉重打擊。資生堂的業務已見復甦跡象，惟2020年很可能仍會錄得累計虧損。

話雖如此，資生堂的中國業務在2020財年延續強勁表現，佔集團總銷售比例更升至30%。一般而言，中國遊客佔資生堂在日本的收入和旅游銷售中相當大的一部分，當中部分業務已轉移至中國國內的免稅店。按正常化基準計算，中國市場很可能已佔集團利潤超過40%。

不過，資生堂的美國和歐洲業務同告虧損，按正常化基準計算，集團整體的經營溢利率僅為10%。相比之下，同類企業歐萊雅和雅詩蘭黛的利潤率逼近20%，就連韓國的LG生活健康（LG H&H）利潤率亦達到15%。不過，平心而論，資生堂在日本市場的盈利能力毫不遜色，中國市場的利潤率亦略高於10%。

資生堂先後委任來自可口可樂的行政總裁和財務總監，並以格外著重經營溢利率增長的全新方針創造機遇。公司的新任財務總監尤其重視改善效率和資訊科技系統，同時從投資回報率（ROI）的角度檢討現有業務。

資生堂的2019財年市盈率為37倍，遠期估值倍數偏高。然而，公司為管理團隊注入新動力之餘，亦相當注重利潤率表現，加上中國業務有望復甦，因此我們對資生堂抱有信心。儘管公司股價已從3月的低位回升近30%，我們預期經濟環境恢復正常將進一步刺激股價。

上海國際機場

我們曾持有上海國際機場，並在該股早前成為外國投資者愛股時，趁著估值大幅上調的機會沽出。2020財年新冠肺炎肆虐，上海國際機場就像資生堂一樣錄得經營虧損，即使國內旅遊活動多少抵銷了疫情的影響，其整體業務（包括聯營企業）達致收支平衡的機會極微。

上海國際機場是中國的國企，這類企業普遍經營效率偏低、存在利益衝突問題，管理決策由政策主導，但在逆境時卻會得到政府支持。無論如何，在2019年中大幅提高容量後，上海國際機場的財務狀況依然強勁，並且持有淨現金。

在新衛星廳建成後，上海國際機場的零售空間增加一倍。該項工程出乎意料地準時完工，而且未有超出預算，現時浦東機場的客運量增加至每年8,000萬人次。鑑於有關資產屬於國家所有，市場不時猜測政府會注入分開持有的上海虹橋舊機場和多條跑道。

跨國旅遊復甦將有利上海國際機場，因該領域佔其收入50%。考慮到容量擴大，加上機場與免稅店營運商之間修訂了收入分成條款，我們預期機場的盈利將會回升，並打破2019財年的歷史水平。展望2022財年，上海國際機場的市盈率將達到25倍，與先前的平均水平相若。

Voltas

我們新增印度最大的空調企業Voltas。我們對印度本地經濟的長遠增長前景保持樂觀。Voltas為塔塔集團旗下的企業，該集團同時擁有本策略最大持倉之一的Tata Consultancy Services（TCS）。Voltas的遠期估值不低，2022年末的市盈率約為35倍，不過公司的增長及轉型潛力甚高。

印度社會日益富庶，料將大大刺激對空調的需求，中國市場（一如以往）是行業具備潛力的例證。此外，印度和中國在喜馬拉雅山爆發地緣政治矛盾後，印度政府限制中國進口貨品，刺激Voltas的短期銷售。公司相信，未來數年的複合增長率將介乎12%至15%。

印度的空調滲透率只有約6%，中國則高達65%，兩者相差接近十倍。縱然印度市場競爭加劇，中國生產商的攻勢卻明顯受阻。在空調市場上，經銷商、服務和聲譽是關鍵，這亦構成部分打入市場的障礙。另外，在2018年底，Voltas集團亦與土耳其的Arcelik組成合資企業，進軍洗衣機和雪櫃等白色家電市場。

基於Voltas顯赫的品牌聲譽和現有分銷渠道，多元化似乎是明智的策略。與此同時，公司正改善資金管理，不久前決定分拆項目部門（中東的機械工程／ 安裝業務）。與競爭對手一樣，Voltas有關業務的回報和往績均乏善可陳，但撇除這一點，公司持有淨現金，未來數年的回報和增長可望反彈。

持倉增減

印度銀行股的股價集體跌至十五年來低位，我們大幅增持有關股票，同時沽售新加坡華僑銀行（OCBC）。華僑銀行無疑是管理完善的企業，如今該行的股價也只是略高於賬面值，股本回報率更達10%至12%，但我們認為印度各大銀行的增長軌跡較佳。儘管印度大部分人口已擁有銀行戶口，上市銀行依然面對資金限制，同時行業競爭明顯減弱。

鑑於這次經濟低迷期間，升幅過度的多間較進取型的印度私營銀行（特別是Yes Bank），股價已明顯回落。非銀行金融機構亦轉趨保守，預料此情況將有利其他私營銀行的增長和利潤表現。目前，HDFC Bank、Housing Development Corporation、Kotak Mahindra Bank和Axis Bank仍是我們的最大持倉。

至於中國方面，雖然我們在不到一年前才買入浙江蘇泊爾，但由於對電商競爭加劇的擔憂日漸加劇，我們已悉數沽售有關股票。隨著中國邁向電商新時代，品牌的影響力和韌力也面臨著愈來愈大的壓力，原因是競爭對手能夠直接接觸消費者。隨著我們增持電商股，並且審視與有關企業會面的結果，我們對製造商前景的信心減弱。在沽售時，我們成功賺取些微利潤。

雖然略微減持台積電（TSMC），但該股仍然為我們的最大持倉，而該公司執行營運策略的表現依舊無懈可擊。台積電的表現傲視同儕，論技術緊隨其後的則是三星，兩者一直爭奪外部客戶。我們依舊認為台積電是全球最佳企業之一，而且其和TCS一樣，為我們提供投資於日常生活中各項科技的廣泛機遇。台積電無疑是隻週期性股票，但該公司的2021財年遠期市盈率（將迎來智能手機升級潮）仍為25倍。

另一邊廂，中國經濟復甦亦推動日本上市資本品製造商發那科的表現。在新冠肺炎拖累股市下跌時，我們大手增持發那科，並減持日本防守性消費品企業嬌聯（Unicharm）。整體而言，我們持有的消費品企業（例如統一企業和嬌聯）大致維持不俗表現，符合原先預期。

發那科

本質上，我們透過發那科涉獵汽車和科技製造業，特別是智能手機和電腦市場。該公司是中國最大的工業機械人供應商，銷售增長和復甦步伐同樣強勁。鑑於中國市場日漸成熟和富裕，對自動化的需求將不斷增長，利好因素可望持續。現時，發那科有30%銷售額直接來自中國。

在爆發新冠肺炎前，由於中國的資本投資週期放緩，發那科早已陷入低潮。在疫情後，經濟重拾增長，市場恢復正常，預料未來數年集團將會受惠於更多週期性增長利好因素。有見及此，發那科的股價表現出色，2023年的遠期市盈率達到32倍。

同樣，聯發科技亦見強勁反彈，市盈率再次逼近以往高位。該集團剛踏入新一輪5G晶片週期的增長階段，我們相信其就像發那科一樣，盈利仍然具上升潛力。本年度的5G晶片需求應會增加一倍（2億件至4億件），而整個市場由三星電子、高通和聯發科技所瓜分，競爭強度尚處於可控範圍。

聯發科技的絕對遠期市盈率不算離譜，但我們應該緊記，作為快速跟隨者（fast-follower），其使命是找出龐大的利潤池，再透過參與其中使之枯竭。聯發科技的財務狀況穩健，在市況低迷時能成為公司的必要保障。目前，該公司仍是基金的主要持倉。

智能手機和5G

台灣智能手機鏡頭製造商大立光電的表現較遜色，是拖累我們整體表現的最大因素之一。我們相信，問題在於4G電話過渡至5G的所需時間太長。與此同時，大立光電持有淨現金，預測市盈率略高於10倍。我們已增持該股，惟暫時未見成果。

我們亦持有聲學元件和鏡頭製造商瑞聲科技及設備製造商ASM Pacific的少量股票。在年初減持倉盤後，目前兩間公司合共只佔投資組合的1%。我們預期5G週期加速將可令這些公司受惠。

另一方面，我們在Cognizant的股價大幅反彈後減持有關股份，亞洲增長策略另外透過TCS和Tech Mahindra大量投資於資訊科技服務行業。我們亦略微增持中國蒙牛乳業和美的集團。蒙牛的利潤率持續高企，而美的集團的估值則維持於相當合理的水平，2022財年的市盈率為21倍。

最新估值

在市場假設未來兩年的企業盈利將趨向正常下，透視估值普遍上升。在爆發新冠肺炎前，亞洲增長策略的市盈率約為23倍，較十年估值中位數高出約20%。

當時，投資組合的股本回報率中位數為17%，因此我們認為估值合理。相比之下，亞太區市場指數的市盈率為13倍，股本回報率卻僅為10%。我們一直相信「一分錢一分貨」的道理。

假設盈利增長率為6%至7%，票面息率為3%，投資組合的預期年度總回報率為8%至10%(依據我們的估算)，相比起全球其他資產類別，我們認為亞洲市場較具吸引力。無論如何，正如我們後來發現並定期從新興市場觀察到的那樣，到了3月市場跌入谷底時，我們投資組合的市盈率急跌至只有17倍。

隨著之後市場反彈，按照我們最樂觀的預測，現時投資組合的市盈率達到28倍。與歷史水平相比，現在的絕對估值顯然較高，不過原因乃是企業盈利受壓和投資者普遍將價格推高所致。作為對比，展望未來12個月，市場指數市盈率亦同樣提高至17倍，但股本回報率仍然停留在10%。換言之，我們的投資組合繼續維持獨特優勢，而且還可能擴大了領先差距。

儘管市場的可持續增長率或會下跌，但在作出調整後，我們投資組合的股本回報率有所改善，並升至約18%。我們十大持股的股本回報率處於21%的較高水平，佔基金總值的約43%。

在各國政府「不惜代價」致力維持零利率兼注入流動性下，投資組合的估值較高亦情有可原。事實上，與其他投資選擇相比，我們的投資組合可謂甚具吸引力。

我們投資組合的股本回報率理想，反映其質素不俗。按照我們的經驗，在市場處於高位時，組合質素往往是保障資金的關鍵。在新冠肺炎引發的拋售潮中，投資組合最終強勁反彈，再次證明了上述觀點。同時，我們並無出現急需現金的情況，亦未有對持股企業的抗跌能力感到擔憂。

企業表現回顧

京東維持優秀的執行能力，就算增長率開始從高位回落，集團相信未來潛力仍舊可觀。的確，在我們買入京東，並於上期通訊介紹該公司時，我們是看好其與亞馬遜相似的重資產直銷方針，這有別於阿里巴巴依賴第三方平台的模式。

正如我們早前指出，中國在多方面領先全球，即使當地的電商滲透率高於其他國家，整體競爭環境仍屬良性。中國的線下零售發展遜色得多，電商業者成為唯一的全國性零售商，與西方市場逐漸沒落的實體零售企業形成對比。可以說，中國一馬當先步入了新時代。

有鑑於此，中國的電商業者著手開展實體零售業務，以建立全渠道銷售模式（特別是雜貨業務），而發達國家的情況則正好相反，這亦是中國創新實力較強的原因之一。另一方面，從阿里巴巴的例子可見，中國企業亦可能要面對較大的監管風險。目前我們尚未持有阿里巴巴。

京東在過去12個月表現出色，股價升近一倍。在我們首次買入京東時，其遠期市盈率約為20倍，但2022財年的預測市盈率已增至30倍。京東正推動業務專業化，其創辦人退居幕後，而集團亦成功把握資本市場機遇，令股東們受惠。本年較早前，該公司回購20億美元股份，其後再以高估值分拆附屬公司京東健康。

京東過去幾年的純利率介乎0.7%至2.2%，如今集團以中高單位數利潤率為目標，似乎相當合理。京東仍然持有淨現金，可變利益實體架構僅佔利潤的10%。相比之下，騰訊的可變利益實體佔40%至50%，不過我們於騰訊的持股只維持於1%至2%的低水平。

Seek

上期通訊亦提到，我們新增了澳洲網上招聘上市公司Seek的持倉。Seek在澳洲、香港、新加坡和馬來西亞均是市場霸主，並於中國主要網上招聘公司智聯招聘擁有61%控股權。Seek的亞洲業務合共佔盈利約40%，當中，中國佔集團盈利的10%至15%。

近日，智聯招聘捲入爭議，有沽空機構發報告，指控整個行業刊登虛假的招聘廣告。對我們來說，這相當於電商企業誇大總商品交易額（GMV）數據。在詳細分析有關指控和聯絡智聯招聘後，我們認為其回應令人放心，未有試圖模糊焦點。我們與管理層溝通時，亦留意到他們與企業利益整體保持一致，而且具備良好的長線思維。

縱然經濟活動萎縮同樣對Seek的盈利構成嚴重打擊，但其股價仍表現不俗。話雖如此，於2019財年，該公司的市盈率高達51倍，而當時基礎純利率為16%，計及撇銷和虧損後的純利率為12%。此外，根據Seek訂立的長遠願景，該公司打算在未來五年將銷售額提高超過一倍。隨著經濟復甦和利潤率恢復正常，Seek應能實現強勁增長，但其2024財年的市盈率仍然高達32倍。

投資失誤和牛奶國際

牛奶國際繼續跑輸其他股票，並且成為影響表現的最大元兇之一。在過去12個月，我們多次與該公司及其最大的非上市聯營公司會面，但情況未見太大變化。受惠於新冠肺炎疫情，牛奶國際最棘手的東南亞雜貨業務好轉，同時公司正進行業務轉型。

由於疫情導致封城持續，牛奶國際的其他主要業務（7-11、萬寧零售藥房和美心食肆）未能擺脫困境，我們認為公司轉型實屬好消息。在7-11業務接近收支平衡之際，萬寧的利潤倒退，美心更錄得重大虧損。牛奶國際有怡和洋行作後盾，因此並無資產負債風險，我們預期該公司會是經濟恢復正常下的大贏家。

以透視基準計算，牛奶國際估值吸引，其市盈率約為13倍，可惜股份流動性較低。在公司盈利明顯改善前，我們預期股價不會出現反彈。按照現時發展，公司表現可能要到2021年下半年才會好轉，故此預料會繼續拖累投資組合的表現。然而，我們看好牛奶國際的策略、管理層和業務組合，相信公司最終能夠收復失地。

展望及總結

「最非主流的行為並不是抵制主流，而是獨立思考。」
彼得•泰爾（Peter Thiel）

展望未來，自滿就是最大的風險。於不足九個月內，市場從極度恐懼變為一片歡欣，情況令人憂慮。投資者變得傲慢自大，並且過分相信順週期理論。多間特殊目的收購公司[1]冒起，而市場亦確信央行會提供支持。客戶對帶來可觀絕對回報但相對表現落後的企業的容忍度亦相對下降。按照我們的經驗，上述跡象均代表我們需要審慎行事。

儘管存在上述問題，股價亦遭抬高，大部分投資者卻無法離場，而投資亞洲市場的理據和相對估值吸引的企業早已不是秘密。這時候，我們可以做的就是避免陷入樂觀情緒，並且保持冷靜，確保投資組合多元化，至少足以像小草般頑強地應付市場氣候的任何變化。

我們仍然重視企業的資產負債表現，這項方針在2020年首季市場下挫時曾經發揮作用。股價暴挫固然是令人痛苦，幸好我們從來毋須憂慮旗下企業的償債能力，因此能夠增持多隻暴跌的股票。要伺機入市並非易事，而如果您開始擔心企業能否生存，獲利機會也許就更為渺茫。

我們繼續將焦點放在絕對回報上，儘管投資組合的整體表現與主要亞洲指數截然不同，我們樂見其未有明顯跑輸大市。我們認為，維持投資組合與指數之間的差異日益重要，理由是當非理性的市場因素退去時，被動策略將對指數持股構成重大影響。這亦解釋了我們為何要不顧一切地採取由下而上的投資方針，力求物色最佳的企業投資機遇。

正如我們在上期通訊的結尾提到，我們滿懷希望前行，但步伐仍然謹慎。我們祝願各位未來一年身體健康，生活愉快。

一如既往，我們歡迎各位提出意見和建議。

[1] 特殊目的收購公司（或稱「空白支票公司」）是指並無商業營運的空殼公司，其成立目的單純是透過首次公開發售籌集資金，藉此收購其他現有企業。

資料來源：公司數據來自公司的年報或其他投資者報告。資料截至2020年12月31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。有關資料來自首源投資（「首源」）認為可靠的來源，而且在發表本文件時為準確的資料，首源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。首源、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。未經首源投資預先同意，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，此文件由首源投資(香港)有限公司發行，並未經香港證監會審閱。首源投資及首域盈信資產管理是首源投資 (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。

首源投資 (香港) 有限公司是首源投資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。首源投資在不同司法管轄區內有多間公司。

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。