FSSA Investment Managers
首域盈信



客戶通訊

首域盈信亞洲增長

2021 年 6 月

「樂觀主義就是縱身陷困境仍盲目堅信一切安好。」

—— 伏爾泰

概要

新冠肺炎持續肆虐，但對市場的影響已告一段落。儘管疫情在現實生活中帶來許多塗炭生靈的惡耗，但對投資者來說情況卻是少有地看好。為了應付「空前」威脅，政府開始印鈔，樂觀氣氛形成利好因素。對投資者來說，大家更傾向認為做一個愚昧的樂觀投資者較巧智但看淡的投資者更可取，正正因此，市場在大部分時間亦錄得正增長。

此時此刻，世界各國繼續面對疫情來襲，並自行封鎖地區。然而，撇除所謂的「復甦概念股」，人人都在期望全球市場能夠重拾疫情爆發前的輝煌。我們對當今的市況並不陌生，央行動向、發鈔速度及通脹繼續是主導因素。

> 我們在上期通訊中指出，如果市場在好景實際來臨時才爆發拋售，而非單單基於預測便沽出股票，也絕不足為奇。現在利率上升，大量債券遭到拋售，加上市場錄得股票輪動，足證市況有所改善。

投資輪動？

比擬債券類的股票在貼現率下降時最能受惠，只是如今表現不濟。其中，最具投機性質、受惠於疫情及獲得投資者追捧的科技股均遭到重創。部分企業以股民的憧憬和盲目信心支撐股價，這些涉及高收入倍數及整體潛在市場概念的股票，更是承受特別嚴重的影響。

目前的市況與疫情前相似，兩者的分別在於現時的企業債務較多、公共財政狀況欠佳，而且市場估值普遍較高。從政策角度來看，若然疫情最終帶來廣泛轉變，使得政府加強對市場的干預、提高稅收及增加監管，相信亦是意料中事。

另一方面，西方國家最近爆發社會動盪，或會引發一場文化革命。雖然局勢可望於短時間內緩和，不過這次事件可能象徵著社會開始出現永久性的世代轉變，驅使大眾重視勞工多於資本、關注環境、社會及管治（ESG）議題多於利潤，並選擇社會解決方案多於企業解決方案。我們相信，在十年後，一切便自有分曉。

一如以往，投資者需要留意眾多因素。幸好，我們也知道大部分憂慮均是非必要的。根據過往的觀察，我們所害怕的事情十居其九都不會發生，因此大家實在毋須擔心。本著這個思路，我們繼續看好市場前景。

> 我們認為，我們所擁有的企業大多能在三年、五年或十年時間內顯著成長。

誠然，當負面消息頻出，保持樂觀似乎是瘋狂之舉。然而，筆者在 1970 年代長大，所以有資格指出當時的情況更為惡劣。自那時起，我們迎來了各項創新、人類進步及企業財富成果。即使我們並不了解現在的全球宏觀情況，但從投資組合的角度來說，我們相信一切盡在掌握之中。

投資組合動向

由於上述因素，我們盡量避免改變投資組合。聽起來，這個策略似乎有點消極平淡，而且過於保守。可是，很多人都忽略了，投資組合過度變更和不斷買賣才會真正損害投資回報。當前市場增長有限，這套理論更加適用，故此我們嘗試以不變應萬變。眾所周知，要無為而治絕非易事，投資者往往難以遵循此項原則。好消息是，我們成功實行策略，至少在這方面達成了目標。

自上期通訊後，我們並無於投資組合中加入新公司。同時，投資組合的集中度卻有所提高。我們持有的企業數目減少 4 間至 38 間，十大持股的佔比達到 45%。上期通訊提到，ASM Pacific 及瑞聲科技合共只佔投資組合的 1%。在今年的上半年，我們已經沽出該兩間公司的股票。另外，我們亦出售了華潤置地及 LG 化學。

多年來，LG 化學表現理想。可惜，在電動車及電池供應商熱潮下，其股價升至我們的長期公平市場估值（FMV）。我們認為，投資者的信心程度反映他們普遍看好企業發展。其後，LG 化學的股價下滑至目前的較合理估值水平。

與此相比，我們於華潤置地的投資成績不及 LG 化學。開發住宅物業難以圖利，而且中國的政策風險日益增加。縱使華潤置地的經常性收入持續上升，其盈利貢獻比例仍然較低，只有不足 15%。華潤置地的部分業務表現較佳，而且更易預測。該公司的估值具備吸引力，但比起以高價買入優質企業，我們在買入低價股票時往往會承受更大損失。

另一項值得留意的投資組合活動，是我們將聯發科技的持股比例從 6% 減少一半至 3%。過去五年，聯發科技的業績及股價表現均非常不俗。我們在該公司陷於低潮時買入股票，當時考慮了其長達 20 年的驕人創新記錄及成就。時至今日，聯發科技達成了我們的大部分期望，而且 5G 換機週期亦告展開。

聯發科技的收入及利潤同見回升，加上近期業績強勁，公司銳意大幅增加派息。我們對其決定感到滿意，不過也認為有關消息已經全面反映於股價之中。聯發科技的經營槓桿較高，意味著估計利潤率可能還有上升空間。我們相信該公司將於未來三年維持強勁增長，故此繼續持有適量股票。

在沽出上述公司後，我們將資金注入其他的現有投資。具體而言，我們增持了京東、Godrej Consumer Products、資生堂、大立光電、Voltas 和高知特（Cognizant）。其中，以京東和 Godrej Consumer 的持股變化最為明顯，兩間企業從以往佔比不足 3%，搖身一變成為投資組合的 20 大持股。

資生堂繼續是主要的復甦股代表，實力有待發揮。同一時間，台灣智能電話鏡頭製造商大立光電尚未擺脫困境。Voltas 和高知特的執行能力符合預期。表面上，Voltas 的估值較高，相反，作為資訊科技服務集團的高知特則具備估值吸引力。

投資理念

絕大部分人都會同意，未來充滿未知。常言道，要作出預測本來就不容易，要預測未來更是難如登天。我們也知道，近期表現通常是不久後將來的最佳指標，因此投資者紛紛學會了以圖表推算未來趨勢。問題是，市場能夠迅速高效地消化各項消息和投資預測。

所謂投資，就是希望於現在投入確切數量的資金，以換取日後未知數額的回報。在這個過程中，投資者將要放棄消費樂趣和眼前利益。投資的價值會隨著時間變化，而價格會每日波動，對投資者構成壓力。為了感到安心，我們以不同的投資預測說服自己。有鑑於此，金融服務企業大多專注於提供各項預測。

推測後市走向是一項高難度任務，大部分金融機構會採取合理策略，透過難以理解及過分複雜的流程嘗試達成目標。結果，投資界難免會日益重視精確多於準確、追求短期表現（例如季度回報），並且依賴專家推斷未來發展。其次，在資訊科技進步下，投資者亦逐漸採用極度複雜和非傳統的貼現現金流計算方法，而非簡單直接地以常識作出判斷。

然而，今日新聞往往是明日黃花，大部分消息、傳聞和噪音都與市場發展完全無關。在當前社交媒體盛行的年代，源源不絕的新聞、分析及投資意見使我們接觸到更多無用的資訊。我們應該明白，大多數的市場消息均無助我們作出更明智或更全面的決定。

話說回來，這並不代表市場上缺乏放眼長線、推動社會進步及支持企業發展的重大結構性投資主題。舉例來說，中產階級壯大、消費增加、人口老化、醫療保健改善及科技革新都是不錯的投資選擇。就像其他投資者一樣，我們亦致力發掘明顯的利好趨勢，並且避免不利因素。

質素

> 話雖如此，我們發現（也可以說是證實了），只要專心買入優質企業，便能有效應對變幻莫測的未來。其中的原理非常簡單：無論在任何環境，一流的企業都能在市況較佳時蓬勃成長，並在市況惡劣時抵禦衝擊。

優質企業最明顯的特點就是擁有高股本回報率（ROE），並具備相對穩定及可持續的合理增長率。我們會留意企業的中長期股本回報率和增長率，即最少三至五年的表現。

具體而言，在建立優質的業務及推動回報上，企業的人才（尤其是管理團隊）扮演著舉足輕重的角色。當然，每項因素均有其作用，只是各自貢獻不一。此外，部分業務亦較其他業務更容易預測，例如消費必需品業務便較資本品更為穩定。最後，我們亦觀察到一些企業質素欠佳，而我們會避免投資於該類公司。畢竟，並非所有企業都值得我們買入。

我們認為，企業的可持續發展策略（例如實質的環境、社會及管治數據）可以大致反映公司的持久營運能力，其中包括經營與發展許可，以及抗逆能力。根據我們多年的觀察，假如企業善待僱員、適當繳交稅項及符合經營規定，自然便會領先其他公司。從目前起計的十年，相信該類企業的表現將會更為出色。

估值

另一方面，我們從未有系統地買入低價的股票。我們相信一分錢一分貨，質素向來都與價格掛鈎。相比起來，我們更傾向以適當或合理的價格買入理想的企業。然而，歷年來的息率及資本化率下跌，使得我們眼中的合理價格亦隨之變動。說到底，所有投資的價格都取決於貨幣價格。

假設我們的分析正確，而且我們以合理的價格買入優質企業，那麼，結果便非常明顯。下文將會介紹我們的數項觀察。長遠而言，我們相信客戶回報的每年絕對增長率能夠達到 8-10%。在過去 30 年，我們都能做到這一點，但當然，往績並不能保證未來表現。在投資者眼中，更重要的是回報水平遠超通脹，而且領先市場和其他投資選擇。

驟眼看，我們的回報水平不算突出。不過，我們依賴複合效應，並持續動用所有資金進行投資，這才是我們維持穩定回報的秘密。在複合效應下，每年增長 8% 意味著我們的資金會每九年增加一倍。要是年度回報率達到 10%，投資者只需七年時間便能賺取一倍的回報。

保本

在投資時，大家同樣要明白，我們最大的敵人就是自己。人類是社會性動物，特別是投資者，他們的行動往往會順應市場週期。有見及此，面對週期和價格壓力時，投資者經常會作出差劣的決定。

基於我們投資的企業具備良好質素，由上而下推動的跌勢一般不會造成永久的資金損失，只會帶來短暫影響。優質企業通常可於較短時間內復甦，甚至於艱難的環境中把握機會。換言之，我們的投資組合較能抵抗逆境，令部分投資者感到安心。

> 在市場蕭條時，例如是今次疫情期間，假如投資者擁有高質素、估值合理和資金充足的企業，將較不易被恐慌控制。對投資者來說，最困難之處是遵守以不變應萬變的基本原則，忽視市場上的其他機遇。如果投資者的投資組合具備實力和抗跌能力，他們便可更輕鬆地堅守原則。

總括而言，我們的目標是買入估值合理的優質企業，然後盡量避免改變投資組合的構成。這項方針簡單直接，可是實行起來並不容易。

投資組合的股本回報率

由於遵守上述的原則，我們的投資組合自然有別於市場及指數，而其中一項最主要及明顯的分別就是投資組合的估值。從表面上看，我們投資組合的估值遠遠拋離市場水平。

以市盈率計算，投資組合的估值為 2022 財年盈利的 24 倍。相比之下，MSCI 亞洲（日本除外）指數和 MSCI 世界指數的市盈率分別只有 14 倍和 18 倍。我們認為，該項差距反映投資組合和指數各自成份股的不同質素。然而，我們又如何證明這一點呢？

最簡單的方法就是比較投資組合和市場的透視財務指標。舉例來說，投資組合的預測股本回報率為 20%，高於亞洲市場的 11% 及 MSCI 世界指數的 12%。更重要的是，投資組合的十大持股（佔比 45%）股本回報率亦高達 26%。至於另一項估值推動力 —— 增長率方面，預期未來數年投資組合的每年增長率為 16%，同樣高於指數的 13%。



上述所載為普遍預測數據，並誇大了實質增長，原因是疫情後的基數較低，導致預期增長顯著反彈。我們認為，以正常基準計算，投資組合真正的實質盈利每年增長率約為 8-12%，與過往水平相若，股息率則約為 2-3%。由此推斷，在市盈率不變的情況下，未來數年投資組合的預期絕對回報率將會達到雙位數。

按照各項數據，往後幾年的整體市場增長率應會處於合理水平，預料週期性業務將從疫情低潮中強勢反彈。值得一提的是，在新冠肺炎爆發前的五年，市場的盈利增長率為零。這也許令人難以置信，但實情的確如此，可見要捕捉週期性企業的買賣時機絕對不易。

企業盈利能力

在評估投資質素時，我們不妨了解是甚麼因素造成投資組合和市場之間的股本回報率差距。正如大家所料，兩者的分別源於我們採取有系統的投資方針，力求買入結構性盈利能力高於平均的公司。舉例來說，我們投資組合的透視毛利率便達到 41%，超過市場水平的 23%。

我們投資組合的除息稅前盈利率（EBIT）為 23%。按純利計算，投資組合的透視利潤率為 16%，遠高於指數的 9%。剛才指出，我們透過投資流程賺取上述回報。然而，我們亦會考慮各項投資的特點，優先買入特定企業和行業。

行業配置 ...

我們的投資組合以特定行業為主，其中，消費品企業的比重最高。按照 MSCI 的分類，消費必需品和非必需消費品企業的佔比達到 25%。問題在於，我們認為創科實業、怡和洋行和上海國際機場應該屬於消費主導型企業，而 MSCI 則將上述公司分類為工業企業。

家得寶（Home Depot）佔創科實業銷售額的 50%。同時，中國的本地及國際旅客應為上海國際機場帶來重大利好因素。雖然怡和洋行是綜合企業集團，怡和旗下的兩大公司（怡和合發及牛奶國際）均為消費品企業。除此以外，我們亦將印度冷氣機製造商 Voltas 分類為消費品公司，反觀 MSCI 將其分類為工業企業。倘若計及上述公司，投資組合的消費品企業佔比將上升至 35%。

同樣地，根據 MSCI 的分類，資訊科技企業僅佔投資組合的 25%。不過，MSCI 將 Naver、騰訊及 Seek 分類為通訊服務公司，我們卻認為這些企業更應該放入資訊科技公司類別。儘管如此，我們的分類也不盡正確。事實上，這三間公司都是資訊科技平台企業。

上文提到的企業佔投資組合不足 10%。無獨有偶，這些公司亦是受到亞洲消費者日漸富裕和中產階級冒起所推動。我們認為，MSCI 將京東分類為非必需消費品企業，正好印證以上觀點。如果將一眾企業計算在內，資訊科技公司實際佔投資組合的約 35%。

... 看法因人而異

我們通常將投資組合內的資訊科技公司分為三類，分別是資訊科技平台、硬科技（hard-tech）及資訊科技服務企業。當中，硬科技公司會為環球跨國企業製造零件及提供服務，讓每個人得以受惠。在投資組合中，最著名的硬科技公司包括台積電、聯發科技、大立光電及研華科技，合計比重約為 15%。

於以往的客戶通訊中，我們多次討論資訊科技服務企業。目前，我們的投資組合持有多間推動全球數碼化的印度跨國公司，總佔比約為 10%。在疫情下，該類企業得益於多項額外的利好因素。我們相信，這些公司均是優質企業，並且能夠帶來豐厚回報、強勁現金流及持續錄得淨現金。我們所擁有的資訊科技服務企業包括 Tata Consultancy Services（TCS）、Tech Mahindra 和高知特。

我們投資的另一個主要行業是金融業，總佔比約為 25%。我們的金融業投資以印度的私人銀行為主，我們也曾經詳細討論過該類公司。現時，這類高股本回報率的企業仍然擁有龐大的增長空間。儘管近期印度的情況不容樂觀，令當地居民受到影響，但大部分企業表現穩健。我們相信，疫情有助減少銀行界的競爭對手，有助鞏固我們所投資企業的領先地位。

在上述的三大行業以外，投資組合的其他持股合共只佔 5%，其中包括我們認為具備吸引力的個別公司，例如日本機械人製造商發那科（Fanuc）、印尼的 Indocement，以及泰國購物中心擁有者 Central Pattana。發那科的最大增長動力來自中國，在資訊科技（尤其是智能電話）和汽車業資金投資週期復甦下，該公司的業務迎來重大優勢。

現有持股的最新狀況

京東及 Godrej Consumer 是我們大幅增持的僅有兩間重要企業。過去六個月，京東股價暴跌，而且中國資訊科技平台企業普遍受到負面消息衝擊。螞蟻金融上市觸礁，其後，母公司阿里巴巴亦捲入風波，突顯有關行業面對的政策風險。

對現有的大型企業來說，監管及審查收緊不一定是壞事。特別是，阿里巴巴開放平台及可能採取較溫和的競爭手法，預料將能帶來大致正面的影響。另外，我們也欣賞京東改善企業管治、邁向專業化（擁有人劉強東辭任），進而提高盈利能力。

要是企業未能賺取利潤，將難以吸引我們投資。就像昔日的亞馬遜一樣，雖然京東具備盈利能力，不過其自由現金流率約達 4%，超越投資組合平均值的 3%，才是我們看好該公司的主因。

另一方面，我們亦質疑京東未必能按預期實現線性利潤率增長，理由是這類企業需要增加投資，方可吸納市佔和應對日漸增加的監管審查（例如零工工人權利、假期、退休金等），情況與西方社會相同。

繼續落後的企業

至於 Godrej Consumer 方面，我們是該公司的長期股東，可惜其近年表現乏善可陳。我們認為，有關情況反映世代轉變、競爭加劇，以及集團無法有效地執行策略，從而達成宏大的目標。

現在，Godrej Consumer 的主要家族股東由第四代家族成員組成。隨著他們退居幕後，並聘請更多專業人士管理主營業務，我們預期集團將可扭轉劣勢。最近，Godrej Consumer 更委任了印度聯合利華（Hindustan Unilever）一名備受推崇的前管理人擔任行政總裁。該項利好消息令市場憧憬公司前景好轉，刺激股價上升。

大立光電及牛奶國際繼續是股價表現最差的企業。我們認為，牛奶國際維持良好的執行能力，而且集團的行政總裁麥殷（Ian McLeod）亦成功推動業務轉型。問題是，疫情明顯對消費零售企業構成沉重打擊。縱然牛奶國際的股價已經見底，其業務依然受壓，故此該公司出乎意料地成為我們最大的「經濟重啟及復甦」主題股。

宏觀來看，大立光電的市佔率大幅流失。然而，該公司認為其智能電話鏡頭依然稱霸高檔市場。現時，大立光電的估值下跌至一般製造商的水平，因此我們增持了有關股票。大立光電維持著可觀的盈利能力，而且資產負債狀況理想，我們相信其前景將一片光明。



展望及總結

> *「心存懷疑絕不好過，但深信不疑卻更加荒謬。」*
>
> —— 伏爾泰

有人說，出色的基金管理需要破格地結合自大和自卑的心態。假如要達成目標，我們將要平衡兩種矛盾的思維，而完善的投資理念及流程能夠發揮重大作用。過去 18 個月，透過不斷重溫我們的基本原則，我們得以作出更明智的決定，並避免過度調整投資組合。可以說，這是一段值得回味的時光。

面對各項科技革新，加上數碼化浪潮持續淘汰舊有的知名企業，投資者比以往更應抱持事事質疑的態度。新趨勢未見減弱，並繼續對各行各業帶來重大威脅和機遇。列寧也說過：我們可能會經歷平平無奇的數十年，也可能會在數週內經歷數十年一遇的巨變。

這次的新冠肺炎疫情便是一個好例子，科技界對此感受尤深。我們於上回通訊中亦提到，在短短十個月間，全球發展加快了十年。我們對整個投資組合的持股大致維持信心，不過我們也明白到輕敵自滿的風險。正如上文所說，心存懷疑絕不好過，可是在目前的情況下，這種心態或許仍然具有價值。

就像面對萬事萬物一樣，平衡是關鍵所在。對大部分人來說，去年是黑暗時期，但我們同時也非常幸運。最起碼，在投資市場中，我們以盲目的樂觀換來了豐厚的絕對回報，讓我們於這一年滿載而歸。

最後，我們再次祝願大家未來一年身體健康，生活愉快。一如既往，我們歡迎各位提出意見和建議。

資料來源：企業數據來自公司的年度報告或其他投資者報告。截至 2021 年 5 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。