FSSA Investment Managers
首域盈信



客户通訊

專注於基本面的投資方針

2025 年 3 月

於 2024 年，我們的亞洲股票策略帶來預期回報，長期往績維持穩健。儘管不明朗因素籠罩市場，而且區內的復甦情況不一，我們投資組合的持股普遍堅挺。即使中國經濟放緩、地緣政治問題引起關注，以及各地的選舉結果爆冷，個別領域仍能取得增長。

我們不會試圖猜測宏觀事件或政治局勢的發展，惟我們深信未來一年將延續去年的情況，市場應會繼續受到不明朗因素所影響。美國總統特朗普推出的政策，加上其「美國優先」的理念可能造成極大混亂（正如我們已看到的那樣），並產生深遠的後果，影響中美關係以外的領域。然而，在各類消息引發的市場波動下，我們留意到動盪之中的機遇。

正如以往所言，我們的核心投資理念之一，就是優質企業的長期表現應能領先市場。根據我們的經驗，最成功的企業均擁有完善的管治措施、卓越的業務實力、長期的增長機遇、強大的競爭優勢及穩定的財務狀況。我們將這套信念視為投資理念的基礎，在這數十年來的投資生涯中從未改變。

鑑於上述方針，我們未有擔心貿易戰及關稅問題，反而加倍專注執行由下而上的企業基本面分析。縱然令人憂慮的因素有不少，但我們相信，若企業擁有高效的管理團隊及良好的往績，他們將能在不同週期中找到持續增長的方法。優秀的企業能夠應對挑戰，而不少公司已經發展出多元化的供應鏈及客戶基礎。

我們最終的首要目標是長遠提升客戶的資本，同時平衡風險。當股票的價格下跌時，我們將能以較低的估值買入優質公司，從而創造更大的安全邊際 (Margin of Safety) 及改善長期回報。

與企業交流是成功的關鍵

我們將大部分時間花在約見企業上，並利用鄰近亞洲各地的地理及交通優勢，逐步加深與企業管理團隊的關係。去年，我們的分析師拜訪亞洲各地的企業。我們分別展開了三次印度及台灣之旅，而且每一至兩個月便到訪中國。下文將會分享我們在考察過程中的主要得著。

在投資流程中，我們重視與企業的面對面會議及實地研究之旅。透過這些活動，我們不單能坦誠討論企業的經營模式、增長策略及發展方向，更可深入了解公司未來可能出現的長期挑戰及機遇。這些會議有助我們分析企業的質素，判斷他們的管理層是否與少數股東的利益保持一致。

按照研究結果，我們只將 40 至 45 間企業加入亞洲股票投資組合。然而，我們的觀察名單通常包含 160 至 180 間公司。表面來看，我們挑選的企業數目不多，不過我們認為，只有極少數企業具備長遠成功所需的條件。我們相信並非所有企業均值得投資，而且我們謹守投資紀律，意味著無論企業的增長機會或估值有多吸引，我們都會避開存在管治危險訊號、可持續發展有問題或未有善待持份者的公司。

我們是採取由下而上的方針，而且不受指標影響的投資者。除非企業符合質素標準，否則我們毋需勉強作出投資。在此投資方針下，我們能夠把握市場上的最佳機遇，亦意味著我們的亞洲股票投資組合反映了區內最具潛力的選擇。

中國的增長領域

我們曾在去年 9 月的中國市場通訊提到，近年中國經濟放緩及樓市陷入低迷，導致整體市場出現變化。在此環境中，廉價週期股及國有企業表現出色，惟我們投資組合持有的優質增長股成績未如理想，就連股息率有吸引力的企業也不能倖免。

在我們多次到訪中國時，我們未能及時體會到經濟不景的嚴重程度，及其對投資組合內消費品企業的影響。我們後來意識到在通縮環境下，消費者不會因收入增加而選擇品質更好的較高檔產品，相關消費模式的假設不太可能出現。就此，我們對消費品企業的持股作出整合，並沽清擁有多座商場的房地產發展商華潤置地。

撇除短期的疲弱，我們認為有理由對中國的市場前景感到樂觀。隨著政府推出刺激經濟及增長的政策，預期今年市場對監管措施的關注將會減少。此外，中國的十年期政府債券收益率達到 1.6%，[1] 盈利收益率差距日益擴大。在此情況下，投資組合所持有的企業自由現金流率超過 5%，顯得更加吸引。

[1] 資料來源：Factset，截至 2025 年 2 月 17 日

假如考慮往後五至十年的發展，我們仍然相信擁有強大品牌的企業能夠超越同儕，原因是雖然消費者較以往挑剔，他們卻會花更多錢購買部分商品及服務，這種趨勢應有利安踏體育及華潤啤酒等一眾企業。我們亦觀察到，中國的消費者傾向追求體驗，國內外的旅遊活動皆見增長。再者，為了抵銷國內市場不振的影響，中國企業紛紛開拓海外業務，例如搬遷生產設施及發掘外國客戶。這些結構性增長趨勢未見減退跡象，而且過去數年企業評級下降，使得風險回報狀況變得吸引。我們發現，投資組合持有的多間中國公司都出現了趁低吸納的機會，包括網易、申洲國際及深圳邁瑞生物。

即使市場向下調整，多個領域依然迎來增長。去年，騰訊及美的集團均表現不俗，而兩者皆是我們亞洲股票投資組合的主要持股。我們已經持有騰訊多年，該公司在多個領域交出了漂亮的成績表。新遊戲過審數目上升，同時多項高利潤業務，包括視頻號及小店電商服務錄得顯著增長。該公司亦沒有自滿懈怠，而是不斷為微信開發新功能，以改善變現率及業務質素。[2]

面對經濟乏力，騰訊的純利處於健康水平，毛利率持續上升，足證其增長能力。該公司的管理層相信，他們的業務組合以利潤率較高的服務為主，盈利能力將可進一步提高。於 2024 年，騰訊回購超過 1,000 億港元的股份（相當於 2023 年股份回購規模的兩倍），加上派息比率健康，料可增加股東回報。考慮到騰訊的預測市盈率接近 15%，我們認為估值依然合理，故此決定增持倉位。[3]

近年原材料價格上漲、需求欠佳以及企業減少存貨，均對美的集團構成衝擊，但該公司還是取得不錯的成績。在中國市場上，美的集團穩佔各類主要家電產品領域的第一或第二位，並受惠於升級週期縮短及更換電器的需求上升。雖然中國的房地產市場及整體經濟前景欠明朗，美的集團卻預測國內家電市場增長率達到高單位數。我們認為集團的估計合理，而且政府推出的以舊換新補貼應能帶來正面影響。

儘管美的集團規模龐大，其營運效率及盈利能力卓越，並能產生可觀的現金流。去年，集團的盈利業績堅挺，出口需求抵銷了國內市場蕭條的影響。特朗普勝出總統選舉後，關稅上升的威脅令人擔心集團的海外業務發展，不過北美洲只佔其 2023 年家電業務總收益的 7%，相反亞洲（中國除外）、歐洲、中東及非洲等地的佔比則超過 20%。

除此以外，美的集團的全球供應鏈分佈於廣泛地區，約 20% 家電產能位於中國境外，集團更打算將外國產能比例提高至 30%。美的集團早就設立了 17 個海外研發中心、22 個海外生產廠房，並於中國境外聘用超過 35,000 名員工。若然關稅上調，我們認為美的集團可將成本轉嫁消費者，或將生產工序搬遷至更適合的國家，藉此妥善應對問題。

總括而言，即使經濟增長放緩，中國仍能提供吸引的投資機遇，特別是長線選擇。我們亦認為，經營完善的企業將可適應環境及提升實力，最終在克服挑戰後變得更強大穩健。這些企業通常能夠提高市佔率，並於市場充分注意到他們的強大基本面後，帶來穩定的長期回報。

改革創造正面成果，惟印度銀行業面對不利因素

去年我們三次到訪印度，包括在 6 月的大選剛結束後。在這次選舉中，印度總理莫迪贏得第三個任期，可是他所屬的政黨未能取得絕對多數席位。縱使部分人對選舉結果感到失望，但我們並不擔心印度的政局問題。歷年來，印度曾由不同的政府及政黨管治，部分政府只掌權短短數週，也有一些政黨領導國家超過十年。儘管印度的政局相當複雜，當地經濟仍然能夠持續進化及成長。

印度政府推出的多項措施，例如商品及服務稅（旨在簡化國家及地方稅收）、統一付款介面（將多個銀行賬戶整合至單一手機應用程式）及 Aadhaar 系統（印度的個人電子識別碼），均明顯有助提高經濟效率。在疫情爆發前的十年，印度的增長緩慢；然而上述改革現正開始發揮效用，應能支持該國的結構性增長。

有別於中國市場，近年印度表現良好，但目前個別市場領域的估值偏高。我們已經減持高露潔棕櫚（印度）（Colgate-Palmolive (India)）及 Godrej Consumer Products，這兩間消費品企業的市盈率介乎 50 至 60 倍。考慮到印度的人均消費率及商品售價較低，我們相信兩間企業擁有廣闊的成長空間。儘管我們對上述兩間公司的長期投資理據依舊成立，但我們仍傾向避開估值偏高的公司，以免陷入泡沫。

話雖如此，按照由下而上的角度分析，印度依然於亞洲提供最吸引投資理念的市場。在我們的亞洲股票投資組合中，十大持股的其中兩間企業分別是印度的頂尖私營銀行 HDFC Bank 及 ICICI Bank。考慮到他們的存款業務實力雄厚，而且印度的銀行業正由低效的國有銀行所主導，我們相信這兩間銀行能夠繼續提高市佔率，同時維持吸引的資產回報率。

過往數年，ICICI Bank 是投資組合表現最出眾的企業之一，業績維持強勁。在 ICICI Bank 積極改革管理層及企業文化後，我們買入了該行並持有超過五年。以往該行不惜一切換取增長，這種激進的文化曾令我們卻步。但在 Sandeep Bakhshi 獲委任為行政總裁後，他們加倍注重長線發展，而且變得更審慎及關心風險問題。從該行的表現中，我們可以看到上述轉變的成果，現時該行的資產質素及增長指標均領先業界。

在我們與 ICICI Bank 的行政總裁見面時，他提到各項改革對業務流程的正面作用。例如過去該行對中小企的貸款基本上都是以財產作抵押，因為無法取得有關借款人現金流的資料。但在審批貸款的過程中，信貸主管可以查閱到企業的商品及服務稅備案文件、信貸機構的評分、於 Aadhaar 獲取資料及物業記錄，意味著他們可以更嚴格地批核貸款。

憑藉資金成本優勢，ICICI Bank 能夠實現均衡的貸款增長。有別於銀行同業市場上放貸的公司，他們毋需被迫增加高風險的貸款業務，以維持淨息差。Bakhshi 先生重視潛在風險，並思考該行如何能夠持續跑贏同業。在各項紛擾下，該

[2] 資料來源：本文的所有企業數據來自公司的年度報告或其他投資者報告。截至 2025 年 2 月 17 日或另行註明

[3] 資料來源：財務指標及估值來自 FactSet 及彭博。截至 2025 年 2 月 17 日或另行註明

行的整體表現穩定。我們已採取措施控制持倉規模，而該行仍是我們的重要持股。作為市場龍頭，我們相信 ICICI Bank 的估值合理。

我們亞洲股票投資組合的另一核心持股是 HDFC Bank，其為印度最大的私營銀行，貸款及存款業務市佔率超過 10%。這 30 年來，該行的管理層持續審慎地管理風險。正因如此，在不同的經濟週期中，該行都能維持高於業界的資產回報率。

我們持有 HDFC Bank 多年，一直欣賞該行的管理團隊及他們謹慎地追求逆週期增長的做法。去年，該行的表現受到多項因素所拖累，故此落後於同業。不過，我們認為有關問題只屬暫時性質。

近年 HDFC Bank 與經營按揭貸款的母公司 Housing Development Finance Corp 合併，有望提升這間金融綜合企業集團的實力，並改善長遠回報。不過這兩間金融機構擁有龐大複雜的架構，整合業務所需的時間較預期為長。此外，集團亦公佈了進取的增長預測，而在未能達成目標時，市場難免感到失望。

在此之後，我們與 HDFC Bank 的管理層見面，重新調整期望，對該行盈利現正預測變得更樂觀。過往三年，HDFC Bank 選擇減少無抵押貸款市佔率，以致盈利放緩及評級下調。與此同時，有關市場的增長速度亦不算理想。該行經常發現，客戶在借款的三至六個月後申請加借，這為市場前景敲響了明顯的警鐘。

在存款業務疲弱之際，如果 HDFC Bank 積極吸納淨息差較高的無抵押貸款，可能會比較輕鬆；但一如以往，該行選擇逆勢而行，而我們相信這項決定將有利日後發展。隨著銀行體系的流動性收緊，優質客戶開始陸續回歸 HDFC Bank，反觀其他銀行則要承擔信貸成本上漲壓力。由於小型銀行及非銀行金融企業的無抵押貸款增長較快，因此市場形勢轉變可能對他們造成較嚴重的影響。

由於 HDFC Bank 的規模較大，預期該行的增長將不及過去的 20% 以上，惟我們仍然相信其是亞洲最值得買入的優質企業。在我們的亞洲股票投資組合中，該行繼續是主要的持股。

然而，多項不利因素籠罩印度的銀行業，我們也注意到當中的風險。在我們與印度企業開會期間，提到監管機構對銀行施加壓力，以控制他們收取客戶的費用。監管機構對銀行合規及技術的干預增加，同樣代表銀行需要付出更大的成本。換言之，淨息差可能從現時的高位回落，而信貸成本或會從極低的水平上升。我們亦討論了銀行業面對各種阻力，難以將國內生產總值佔比控制於目前水平。在種種因素下，各大銀行可能較難維持以往的增長空間。

未來五年，印度銀行業的前景也許更具挑戰性，但投資於當地最大型及實力最強的銀行將能帶來好處。基於上文提到的因素，小型銀行將更難承擔高昂的成本，並且失去收入來源，銀行業或會迎來新一輪整合潮。另外，縱使增長機遇未必如先前一樣容易預測，我們依然相信新的利潤池將逐漸形成。有鑑於此，我們看好作為長期核心持股的 ICICI Bank 及 HDFC Bank。

印度綜合企業集團 Mahindra & Mahindra（M&M）扭轉劣勢，同樣為投資組合表現帶來正面影響。我們曾與該集團的主席交流意見，而且取得重大成果。於 2021 年，他們委任了 Anish Shah 擔任行政總裁，標誌著集團發展的轉捩點。在上任後，Shah 撤換了執行委員會的大部分成員，再聘請各國人才填補空缺。他為集團的各項業務訂立了清晰的資本回報規定，並迅速決定處理非核心及質素欠佳的業務，使集團的財務表現大幅改善。

這三年間，M&M 終止了 15 項業務，並再次進入增長模式。集團亦更加專注經營核心業務，包括汽車、農業、金融服務及資訊科技服務。該類業務的長期利潤往績昭著，往後數年有望顯著擴大規模。

現在，M&M 的管理層明確知道集團的優勢所在。他們在相關領域擁有可觀的增長空間、龐大的業務規模，而且能有出色的表現。然而，基於該類業務性質及歷史遺留的問題，集團的增長之路將不會一帆風順。好消息是，在近年多次與管理層會面後，我們相信公司是朝著正確的方向發展。

台灣人工智能熱潮背後的玄機？

於 2024 年，我們的團隊成員亦曾三次到訪台灣。在與各企業見面後，我們不難理解為何人工智能引發廣大關注。舉例來說，在我們與台積電開會時，他們的管理層提出「普及計算」的未來願景，即將各類設備連結起來，並不斷收集、傳送及處理數據。屆時，舊有技術節點尚有生存空間，而新型設備將依賴先進技術，以便持續學習及推陳出新。「普及計算」是一個熱門的概念，我們曾與不少人士交流有關問題，而他們預測在 2026/27 年前看到去中心化的人工智能模型面世，將數據及流程分佈於實體網絡上。

台積電是我們亞洲股票投資組合的核心持股，亦是人工智能發展的主要受惠者。來自人工智能的需求「極為殷切」，加上機械人及其他行業推動半導體需求增加，我們預期台積電的收益及利潤將持續上升。事實上，強大的需求形成了「賣方市場」，使客戶願意支付高價，藉此確保供應。台積電的 3 納米先進製程技術領先同儕，歷年來公司均能穩定上調產品價格，反映其擁有強大的競爭護城河。

台積電成功的關鍵之一，源於卓越的營運水平，但我們認為，該公司值得投資的最核心原因，是其採用純晶圓代工廠的經營模式。由於台積電不會與客戶展開前端技術的競爭，客戶毋需顧慮知識產權轉移問題。反過來說，台積電能夠緊貼最新的技術趨勢，且不用擔心技術過時。這種經營方式能夠提高台積電的經濟韌性，並鞏固其於生態系統的霸主地位。

過去 12 個月，台積電是投資組合表現最好的企業之一。現時，該公司是台灣以至亞洲最大的企業，並且位列全球十大公司。儘管台積電是資產密集型企業，其股本回報率維持吸引力。在經營槓桿及較高的利用率推動下，公司的盈利能力接近記錄高位。台積電的客戶集中度也超越以往水平，反映科技行業的集中度較高。然而，在台積電的管理層對前景維持信心之際，我們卻憂慮整個行業被人工智能熱潮沖昏頭腦。有見及此，我們減持了台積電的股票，不過該公司仍是各投資組合的重要持股。

在人工智能熱潮中，台灣的科技公司普遍都經歷了重估，而台積電並非唯一受惠的企業。在其他因素放緩之際，不論是晶片設計商、設備製造商，或是測試設備商，各大企業一般都認為人工智能為業務提供了主要的增長動力。除了台積電外，我們還持有兩間集成晶片設計商，分別是聯發科技及瑞昱半導體，去年他們均表現不俗。聯發科技是全球首屈一指的智能電話晶片供應商，而瑞昱半導體則專門提供大眾市場連接解決方案，例如無線網絡、乙太網路 (Ethernet) 及藍牙。人工智能應用從雲端運算擴大至設備上運行的人工智能代理，兩間企業應能從中受惠。

我們早於多年前開始留意聯發科技，見證該公司於不同週期中的表現。在聯發科技經歷高低起伏時，他們的工程師人才及盡心盡責的管理團隊往往能夠設法把握下一個「重大機遇」。該公司曾經推出用作讀取 CD 的電腦光碟機，之後發展 2G 數據機晶片，成為智能電話供應鏈的一員，受惠於每年的技術升級，直至在 2015 年至 2017 年與中國低成本競爭對手爆發價格戰，以致陷入困境。

於 2016 年，即使聯發科技的短期表現欠佳及股價暴跌，我們仍然買入相關股票，原因是我們憧憬該公司能夠像先前一樣捲土重來。

其後在 2018 年，蔡力行從台積電跳槽至聯發科技，並領導公司專心打好基本功。我們相信在他掌舵後，聯發科技的企業質素有所提升。他提升了公司的執行能力，使利潤率更加穩定。他亦及時推出 5G 及 Wi-Fi 7 產品，同時主導公司與全球企業建立合作關係，例如在汽車領域與 Nvidia 結盟、在智能眼鏡領域與 Meta 聯手、與 Google 開展小型項目，以及與一家超大規模企業進行特殊應用集成電路（ASIC）項目。該項策略與台積電不謀而合，兩者都是利用多元化的合作夥伴，從而穩步開發頂尖技術。

聯發科技專門提供低功率的連接解決方案（5G 數據機）及多媒體晶片，而公司亦持續投資於新領域的研發。為了實現增長，他們的管理層認為有必要發展多元化業務。在短期內，該公司計劃進軍高檔的旗艦產品市場，全面轉型成更國際化的企業。雖然未知有關措施能否發揮作用，但一旦事成，公司的盈利增長率料會上升至突破 10%。

另一方面，瑞昱半導體並非高檔晶片設計商，但其增長往績良好。過去 10 年，該公司的收益年均複合增長率約為 13%（以美元計）。

現時無線技術已經相對成熟，而且高度商品化，供應商之間的差異明顯。鑑於中國晶片設計商經常低價促銷，令競爭加劇，瑞昱半導體開始更專心發展增值產品，並針對技術要求較高的應用，例如邊緣人工智能設備及人工智能眼鏡。瑞昱半導體現正朝著價值鏈上游移動，預期入行門檻提高將能擊退競爭對手。此外，受惠於產品組合的優勢，該公司應能提升利潤率。

人工智能及相關應用明顯引發熱潮，我們對該項技術的前景仍有不少疑問。企業的人工智能投資達到驚人的水平，就像我們近期所見，低價模型顛覆行業的潛力可能超乎想像。暫時來看，我們期待其他企業出現更多穩定及可持續盈利的訊號。正如之前的手提電話熱潮一樣，我們估計人工智能產生的大部分利潤只會流入少數企業。然而，我們尚未知道哪些公司能夠成為長遠贏家。

展望

於 2024 年，不明朗因素籠罩亞洲及全球市場，這些因素料將延續至新的一年。在特朗普勝出美國總統大選後，投資者普遍認為美國的政策將不利於新興市場，而特朗普已經推出了一連串行政命令及提高貿易關稅。儘管如此，我們未有嘗試預測地緣政治或宏觀政策發展，反而繼續專心發掘值得長期投資的高質素企業。

在短期內，企業及投資者需要適應新的常態，預期市場可能出現波動。不過，我們有信心能夠長期持續為客戶創造可觀的回報。以加權平均基準計算，我們持股企業的股本回報率約為 19%，未來數年的盈利增長率應介乎 10% 至 15%。投資組合的市盈率約為 18 倍，自由現金流率為 6% 至 7%。考慮到預測增長水平，我們認為上述估值合理。

免責聲明

本資料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，而且在發表本資料時為準確的資料，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。在法律允許的範圍內，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資料而直接或間接引致的損失承擔任何責任。

本資料僅供一般參考，並不可視為提供全面的資料或特別建議。本資料所述意見為發件人在發表報告時的觀點，並不一定為首源的觀點，並可隨時予以修訂。本資料並非銷售文件，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資料內容，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，不得複製或傳閱本資料的全部或部分資料。本資料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，此資料由首源投資（香港）有限公司發行，並未經香港證監會審閱。於新加坡，此資料則由首源投資（新加坡）發行（公司註冊號碼 :196900420D）。此廣告或資料並未經新加坡金融管理局審閱。

首源投資，首域盈信資產管理，盈信投資，RQI Investors 及 Igneo Infrastructure Partners 是首源投資（香港）有限公司的商業名稱。首源投資（註冊編號 53236800B），首域盈信資產管理（註冊編號 53314080C），盈信投資（註冊編號 53310114W），RQI Investors（註冊編號 53472532E）及 Igneo Infrastructure Partners（註冊編號 53447928J）是首源投資（新加坡）的商業部門。首源投資（香港）有限公司及首源投資（新加坡）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 及其附屬公司對本資料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資料中提及的任何投資或公司的業績或履行償還資本。本資料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。