

## 客戶通訊

# 亞洲股票迎來零回報風險， 還是投資良機？

2024 年 6 月

「投資市場持續處於不明朗及動盪的狀態，能不受明顯事件的影響，並著眼於出乎意料的狀況，方能賺取回報。」

(Markets are constantly in a state of uncertainty and flux, and money is made by discounting the obvious and betting on the unexpected.)

—— 著名投資人及慈善家索羅斯<sup>1</sup>

George Soros, renowned investor and philanthropist.<sup>1</sup>

## 市場迎來無回報的風險，還是投資良機？

在上期的通訊，我們對過去十年亞洲市場的絕對回報表現感到惋惜。科技、台灣及印度市場都被視為必然的投資選擇，而其他投資則不太重要。但展望未來，我們有理據對前景感到樂觀。

話雖如此，最近仍有客戶提出一個合理的問題，那就是「為何我們應該留意新興市場呢？」在經歷多年缺乏利潤的增長後，部分客戶將眼前的新興市場投資機遇視為無回報的風險。我們亦為自己的投資結果負責，因此能理解這些客戶的想法。

然而，正如我們之前提到，當大部分投資者認為某項資產不值得投資時，通常代表我們距離見底不遠。當市場產生上述觀點評論以及出現肆意拋售資產時，往往亦是市場處於谷底（甚至是最低點）之時。

在大多數賣方離場後，市場便能輕易強勢反彈。嚴格來說，距離上期通訊不足六個月的時間內，中國市場以至香港市場均已經回升超過 20%，如預期一樣進入了牛市。市場似乎再次出現歡樂的氣氛？！

毫無疑問，未來的發展是關鍵所在。上期通訊我們總結市場前景頗為黯淡。遺憾的是，整體市場的變化或改善跡象有限。事實上，儘管股價已經回暖，基本面卻有可能繼續變差。

中國的經濟模式偏向以供應面為中心。政府不太可能推出具體的刺激消費政策，而即使該類措施出現，消費應會維持偏弱；原因是樓市風暴的規模極大，而其所佔家庭財富的比例極高。

整體上，中國的市場狀況繼續充滿挑戰。從政策角度而言，就算白宮尚未易主，地緣政治緊張局勢亦會持續升級。不過，市場一般會為天真的樂觀者帶來驚喜，而非厚待腳踏實地的悲觀者。

未來的事情無人知曉，但資產分配者將需為其作出最好的選擇。與此同時，我們相信我們已做好分散投資，並特別留意資產負債狀況較好的企業的同時，亦盡量避開美元債務。此外，我們亦在三大重要因素中取得平衡，包括管理層誠信及能力、業務實力及韌性，以及對合理估值的追求。

根據我們的經驗，優質企業往往能從市場逆境中脫穎而出。由於競爭減少，他們能夠提高市佔率及股東回報。矛盾的是，資本成本普遍上升也對該類企業有利。按照由上而下的角度來看，印度市場面對的挑戰較中國更大，但時間證明，我們應該留意由下而上的投資成果。

## 投資組合活動

過去六個月，首域盈信亞洲增長策略的投資交易組合活動增加至 9%，年度化率為 27%，符合我們上期通訊的預測。我們估計，未來的投資組合活動應會減少。縱使面對困難，我們嘗試按照自己的建議，增持中國企業及減持印度資產。

在採取這些措施後，整個投資組合的集中度有所上升，持股企業從 35 間減少至 34 間。現時，十大持股佔策略的 53%，而以往的比重處於 40% 區間的高位。

<sup>1</sup> <https://www.entrepreneur.com/en-in/entrepreneurs/7-leadership-quotes-by-the-man-who-broke-the-bank-of/252874>

針對中國市場，我們進一步考慮整體消費前景，以致我們對純國內公司的持股重心出現變化。在上期通訊中，我們討論過部分想法及新的持倉，我們亦將構想付諸實行。

過去的六個月，我們只買入了兩間新公司，分別是台灣的統一超商及新加坡的星展銀行。華僑銀行早就是我們的十大持股之一，該行終於將大東方控股（佔基金1%）私有化，作價較股價高出40%。

我們樂見該項交易落實，惟收購價較隱含估值折讓30%，反映了亞洲深度價值投資的不對稱風險。我們認為，收購價至少對華僑銀行的資金管理有利。

上述兩間新加坡銀行的股本回報率急速上升，當中星展銀行的存款業務較為廣泛，因此股本回報率較高。我們估計利率持續高企，與市場的新預測一致，但兩間銀行依然具有合理的吸引力，特別是考慮到他們的回報政策。

基於之前討論到的問題，加上早前我們減持股份，過去六個月，我們沽清了怡和洋行（Jardine Matheson）、資生堂及上海國際機場。我們繼續持有牛奶國際，並於近日重新買入怡和合發（Jardine Cycle & Carriage）。

在疫情過後，中國的境外旅遊市場未見太大起色。資生堂及上海國際機場受到中國免稅市場變化所拖累，其中海南島的發展及競爭加劇，尤其對資生堂及整體化妝品行業構成影響。

統一超商是全球公認的最佳7-11經營商，我們曾經持有過該公司，並因估值問題及增長放緩而沽出股份。隨後，統一超商的評級下降，增長亦開始回升，我們亦相信其維持著良好的業務質素，驅使我們買入1%持股。

## 騰訊及友邦保險

在上期通訊中，我們詳細討論過騰訊的情況。騰訊一直具備強大的實力，但該公司應較難長時間延續增長及發展。另外，正如我們所指出，騰訊亦面對著可變權益實體問題及由上而下的政策風險。

現在回想，在政策風險及嚴格的監管措施終於出現時，我們已經準備好把握股價相對疲弱的機會。儘管騰訊的情況相對複雜，不過公司的管理層與股東利益一致、資金管理完善，而且估值較低，故此吸引力不俗。

我們也注意到，在2023年聖誕期間，中國全面改變遊戲監管政策，其後更撤換主要官員，可能象徵著行業恢復正常。當時，我們認為如果投資者大舉回歸中國市場，估值處於十倍的騰訊應具備吸引力。

在此情況下，我們大舉買入騰訊的股份，使其成為目前投資組合的第二大持股。鑑於微信的強大業務尚未充分變現，加上近期騰訊業績良好及產生大量現金流，我們對公司的成績及表現感到滿意。

另一方面，我們大幅增持友邦保險，令中國市場的投資增加。該公司仍然只佔我們投資組合約3%，但已較略高於1%的低位顯著增加。過去十二個月，友邦保險的股價下跌超過一半，引起了我們的注意。

雖然人壽保險市場極為複雜，我們卻一直看好友邦保險。簡單來說，自1919年在上海成立以來，友邦保險展現出卓越的韌性。即使在2008年，友邦保險的母公司友邦集團陷入危機，客戶依然未有停交保費，可見業務相當穩健！

憑藉出色的保險及銀行業務，友邦保險建立了優秀的往績，並贏得公眾信任。在討論金融行業時，我們永遠無法清楚知道一間銀行的資產情況；而同樣地，我們也無法全面掌握一間保險公司的負債資料。

我們認為，友邦保險的市盈率估值已經跌至吸引的水平，而且該公司的中國業務尚有增長空間（有關業務是唯一原本由外國企業控制100%股權的中國公司）。此外，香港保單採用美元作為計值貨幣的做法，亦繼續形成有利因素。

中國對香港施加資金管制，明顯為友邦保險帶來監管風險，但此風險一直存在，世事難以兩全其美。香港只能選擇進一步與中國融合，並承擔所有影響，或者面對更多的障礙。目前而言，後者似乎未會發生。

## 美的集團及台積電

我們亦增持了美的集團，該公司繼續是我們的主要持股，比重達到5%。出口增長、進口替代及資本投資皆形成了強大的利好因素，而且公司的絕對估值良好，與股東利益維持一致。另外，公司的年報表現不俗，物業完工量與銷售量比率值得留意。

與此同時，我們也輕微增持之前討論過的台積電。該公司繼續是我們的最大持股，比重達9%。有人可能會質疑，台積電多年來都是深受歡迎的熱門投資選擇，這不過是順應市場的決策。事實上，台積電的市盈率極低，是我們持股中「最便宜」的股票之一，加上其增長可觀，以致我們決定增持股份。

台積電的管理層持續締造佳績，而且推動多元化發展。除了明顯的地緣政治及人工智能主題風險外，公司分散經營地區也肯定會對回報造成影響。我們認為，有關措施的作用將會延續多年，但當前尚未反映於市場上，故此值得我們留意。

我們增持的企業還包括印度的Axis Bank及Mahindra & Mahindra。在以往的通訊中，我們已經具體討論過兩間企業，他們的投資理據發展符合我們預測。兩間公司表現不俗，同時業績持續改善，因此估值不算過高。

## 其他變動

我們大舉增持騰訊及友邦保險，部分資金來自我們減持中國蒙牛乳業及華潤啤酒。其中，蒙牛更換了領導層，同時競爭對手伊利集團的近期業績顯示，牛奶/乳酪產品市場遇上挑戰。

我們曾經質疑蒙牛的資金分配安排，他們應該改用目標更明確的分配措施。蒙牛的評級急速下滑，可惜我們預期國內消費及高檔化浪潮將繼續面對重大不利因素，使我們大幅減持股份。

參考日本的例子，往後數年的消費市道未必理想。如果企業未能建立無可匹敵的業務優勢（先假設這種東西真的存在），或出色的資本管理，未來可能要繼續面對困境。基於蒙牛是國有企業，公司與股東利益的一致程度永遠是未知之數。

相比之下，華潤啤酒的表現較佳，但一眾啤酒公司均專注推動產品高檔化。我們對華潤啤酒收購一間酒廠的決定仍然抱持質疑，不過公司擁有強大的管理團隊，而且啤酒行業集中度較高，繼續構成利好因素。話雖如此，我們已將該公司的持股比重減少至 2%。

在中國市場的其他投資方面，立邦油漆未有受到樓市蕭條所影響，並繼續維持良好表現。儘管如此，我們還是減持了該公司的股票。我們亦削減了印度的銀行業投資，包括出售 HDFC Bank 及 Kotak Mahindra Bank。Kotak 的股價急挫，我們已將該行的比重下調至 2%。

菲律賓企業 Universal Robina Corp (URC) 的整體業務持續增長，惟投資表現欠佳。考慮到菲律賓的市場環境日益艱難，我們將該公司的投資比重再次降回 1%。此外，我們也輕微減持了發那科 (Fanuc) 及維他奶。這兩間公司的比重一直較低，大約佔 1%。

## 投資組合指標

投資組合的集中度提升，推動基金的透視股本回報率改善，此為一項重要的投資指標。目前，投資組合的整體股本回報率從 20% 提高至 23%，十大持股的股本回報率為 24%。按照 MSCI 所有國家亞洲（日本除外）指數計算，市場的股本回報率維持於 12%。

簡單來說，本策略的預測市盈率現為 22 倍，高於市場市盈率的 14 倍。換言之，假設所有因素相同，我們正以 50% 的溢價買入企業，並賺取領先市場一倍的回報，因此我們認為質素溢價具有吸引力。

我們相信企業盈利仍然受壓，但我們持股企業的盈利能力大致良好。鑑於我們堅持投資於優質企業，並積極避開劣質公司，這也是意料中事。

我們的印度企業比重只從 33% 輕微下跌至 32%，反映個別持股的強勁表現，特別是高露潔 - 棕欖（印度）(Colgate-Palmolive (India))、Godrej Consumer Products 及 Mahindra & Mahindra。表面上，我們的中國投資比重從 12% 增加至 16%。然而，從經濟來源的角度分析，有關比重卻維持於大約 30% 區間的中段。

我們繼續大量投資於消費品行業，未來數年的收入水平上升，而且該類業務通常回報可觀，應會帶來不錯的成績。不過，消費品行業於去年拖累投資表現，整體比重從 31% 微跌至 30%，當中 19% 為消費必需品公司。

前文提到我們沽出了中國蒙牛乳業及華潤啤酒。同時，印度的消費必需品企業股價上揚，導致該類投資持續增加。我們只持有兩間非必需消費品企業，分別是美的集團及 Mahindra & Mahindra，我們認為兩者均表現堅挺。

然而，如果考慮經濟比重，我們的非必需消費品持股還應該包括被分類為工業公司的創科實業及怡和合發 (Jardine Cycle & Carriage)。在我們輕微增持股份及經歷股價上漲後，創科實業所佔比重升破 4%。怡和合發 (JCNC) 是新加坡上市公司，但 85% 的經濟收益來自印尼，並佔我們投資組合的 1.5%。

另一項重大變動涉及通訊服務行業。在我們買入騰訊及 Naver 的股份後，通訊服務行業的比重上升至 9%。我們的資訊科技投資比重為 22%，而在我們減持印度的銀行後，金融行業的比重溫和下跌至 23%。

## 犯下錯誤及落後的企業

在上期通訊中，我們討論了跟從市場對中國主流看法的問題。即使我們不同意中國在整體上不適合投資的說法，我們也發現投資這個市場並非易事。這數年來，投資者對中國市場的態度搖擺不定。

正如我們所指出，我們竭力預測未來三至五年的發展方向，並避免受到由上而下的噪音所影響；這是因不少市場看法似乎是合理意見。不過，我們依然嘗試保持樂觀及開放的態度，這也是我們投資騰訊的原因。

我們認為，這次的市況有別於以往，而且更多證據表明情況已經出現變化。事實上，我們日漸發現，相比香港市場，我們更看好中國市場。香港很大機會因中國債務通縮而引發房地產市場主導的低迷而受到影響（而這種情況已經發生）。

鑑於上述情況，我們的目光又再回到牛奶國際上。隨著牛奶國際的業務基礎改變，我們必須討論該公司對投資組合表現的負面影響。牛奶國際的評級下跌，幸好如今終於出現明顯的改善跡象，而且與股東回報的一致程度持續提高。

我們認為牛奶國際現已迎來了逆轉，不過股價尚未反映業績回升，原因或許是公司的情況將會再次轉差，或公司於新加坡上市及流通量較低，以致投資者根本不在乎。我們相信，牛奶國際的低潮已經過去，惟距離復甦或有漫長路。

## 展望及總結

「當情況越壞，逆轉的難度亦越小，上升空間也更可觀。」

(The worse a situation becomes, the less it takes to turn it around, and the bigger the upside.)

—— 索羅斯<sup>1</sup>  
George Soros.<sup>1</sup>

在上期通訊中，我們總結指出當估值下跌，觸發極端的悲觀情緒時，我們總能找到樂觀及積極思考的有力理由。現在回想，雖然當時並不明顯，但這個結論其實不難理解，反彈往往於市場低谷出現。

儘管市場迎來反彈，暫時卻未有太多經濟轉型的證據。出口及投資增加繼續提供市場好轉的主要動力，不過我們也預期政策出現正面變化，而且投資者更加注重回報。

然而，整體股市環境維持疲弱將構成壞消息。另一方面，國內生產總值增長也許放緩，但企業的資本成本上升、財務表現改善及嚴格的管理紀律往往能夠推動市況改善。

在目前情況下，優質企業的競爭較少，而且投資者更注重企業的穩定性、持續性、往績記錄、管理層能力，甚至是生存能力（即資產負債表狀況），因此我們預期優質企業表現較佳。在過去的艱難時期，這些因素通常有助我們維持較好表現。

我們認為，投資組合的表現領先以往大部分時間。鑑於整體股本回報率理想，我們對由下而上的選股流程抱持信心。特別是，在當前不明朗期間，我們將繼續參考企業的人才、業務及合理估值因素，然後作出投資決定。

在逆境期間，我們的策略應會表現較好。不過，我們更樂意看到絕對回報的改善，即使此項指標在最近十二個月相對落後。

一如以往，我們感謝長期客戶，特別是他們最近的支持、信任及耐力。

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。財務指標及估值來自 FactSet 及彭博。  
截至 2024 年 5 月 22 日或另行註明。投資組合的持股比重以四捨五入的方法計算（截至 2024 年 4 月 30 日）。

#### 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首域盈信資產管理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）有限公司的商业名稱。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）的商业部門。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。