

## 基金經理問答

# 首域盈信 東協全市值策略

2022 年 4 月



**Rizi Mohanty**  
基金經理

我們的基金經理 Rizi Mohanty 於 2016 年加入首域盈信資產管理，並成為專注於東南亞市場的高級投資分析師。Rizi 現時是首域盈信東協全市值策略（前稱首域盈信星馬增長策略）的基金經理。

首域盈信星馬增長策略於 2021 年 12 月正式名為首域盈信東協<sup>1</sup>全市值策略，以反映組合的可投資範圍變化。目前，該策略可以投資於範圍更廣的東南亞資產，包括印尼、馬來西亞、菲律賓、新加坡、泰國及越南的上市企業。

### 為何會轉用更廣的東協投資範圍呢？此變動是何時執行？

本策略歷史悠久，多年來經歷過數次演變，這一點非常有趣。本策略於 1969 年創立，當時是渣打銀行附屬公司渣打單位信託管理（Chartered Unit Trust Management）旗下的新加坡增長基金。於多次收購及改名後，到了 2002 年，本策略成為首域投資（現稱首源投資）的一部分，並由首域盈信資產管理團隊負責管理。

在本策略首次推出時，新加坡及馬來西亞同屬一個股票市場。在 1990 年代初，新加坡發展迅速，馬來西亞則是最大的新興市場之一。鑑於新加坡及馬來西亞的經濟規模龐

大，並且搭上了時代的順風車，專注於這兩個國家的投資組合能夠交出漂亮的成績表。

可惜，在此之後，新加坡市場萎縮，馬來西亞亦慢慢進入去工業化時代。這次投資組合改變投資範圍，以納入東協國家，為我們帶來了更全面的機會組合。東協的人口總數相當於新加坡及馬來西亞的 15 倍，國內生產總值較兩國高出四倍以上，更有利的人口結構及更高的增長率可為我們的機會組合提供支持。此外，改變投資範圍亦會顯著增加優質企業選擇。

我們就所有策略採用相同的由下而上投資方針，並會對全部潛在投資對象展開詳細分析及基本企業研究。作為過渡措施，我們買入了數間新公司，亦沽出了吸引力相對遜色的企業。於 2021 年 12 月，投資組合已全面轉型為東協投資組合，因此往後的週轉率應會大幅降低。

### 你認為東協市場有何吸引之處？

我們採用由下而上的投資方針，不過我們的選股流程會參考多個廣泛的投資主題。第一個主題是區內的人口結構。東協國家的勞動人口持續增長，情況就像長期坐擁人口紅利的印度一樣，我們期望有關因素可以幫助東協吸引更多企業，從而創造新職位、改善國民收入及帶動消費力提高。人口和收入增加應會形成龐大的日用品及服務市場，為食品、飲品、超級市場及銀行業創造機會。

第二個投資主題是數碼化普及，這項趨勢相信會是未來五至十年東協地區最大的增長推動力。數碼化發展將會有利東協各國，而區內人口最多及國民年齡最低的印尼、越南及菲律賓有望在這方面獨佔鰲頭。作為由下而上的投資者，我們還是需要尋找值得投資的優質企業，可是我們相信市場數據顯

<sup>1</sup>東協的官方名稱為「東南亞國家協會」

示該區擁有巨大潛力。最近 10 年，南韓、美國及中國的「新經濟」企業迅速增加，並且成為市場主流。與此相反，東協各國的「新經濟」企業佔比卻可能不足 10%。

過去兩年，東協企業逐漸成熟及進入公開市場，令新上市公司的數目加快增長。近期上市的企業例子包括地區性網約車及外賣平台 Grab，以及印尼最大的企業對企業電商交易平台 Bukalapak.com。

東協上市企業的例子還包括東南亞最大的遊戲及電商平台 Sea Ltd。該公司於 2017 年底率先進入資本市場，其總部位於新加坡，並在美国掛牌。然而，這間公司實際上是一間以印尼為主要市場的東協企業。我們曾經就 Sea Ltd 展開研究，並密切追蹤其發展情況，只是至今為止，我們都未有投資其中。究其原因，是我們不能理解投資者為何願意忍受該公司的高估值，同時忽視其單一遊戲產品，以及在眾多新國家發展電商業務時產生的風險。在這些風險的影響浮現時，企業的估值可能會下跌，導致風險回報比例變得更吸引。雖然會否發生上述情況尚是未知之數，我們依然樂意遵從投資流程，等待預測成真才入市。

數碼化浪潮的另一個受惠者是我們持有的奕豐集團有限公司，其總部設於新加坡，為一間頂尖的網上財富管理平台。該公司以低於銀行的收費提供多元化的投資產品選擇，讓客戶透過互聯網享受方便的服務。奕豐集團由林長征於 2000 年創立，直至現在，他仍然在公司扮演領導角色，並且是最大股東。隨著越來越多個人及理財顧問轉用網上服務，公司的在管資產上升至 140 億美元，並有望延續增長。我們看好奕豐集團的管理團隊、業務及長遠增長機遇，但考慮到公司估值偏高，我們決定減持股份。

第三個投資主題是東協國家擁有大量業務領先的優質企業，不過其投資市場卻備受忽視，只有少數經紀商提供該區的投資選擇。由於投資者普遍偏好北亞市場，東協上市公司的外資擁有權比例已經跌至十年來的低位。從投資角度來說，這無疑是個好消息，原因是當地市場的不少低市值優質企業均具備理想的增長潛力。

## ■ 你能舉出上述投資機會的例子嗎？

在中國，一個出色的經營構思會有大量企業家和資本提供者爭相複製。相反，東協市場只有少量參與者提供有限資金，故此競爭較為溫和。

以我們投資組合中的喜力馬來西亞（Heineken Malaysia）及嘉士伯馬來西亞（Carlsberg Brewery Malaysia）為例，這兩間釀酒商輕鬆壟斷市場，合共取得約 80% 的市佔率。兩間企業的擁有人均是出色的全球釀酒商、採用合理的競爭策略、資本回報率極高。同樣地，喜力於印尼的附屬公司 Multi Bintang 亦佔當地啤酒市場的 60%，於 2021 年的收入只有約 1.75 億美元。這類市場結構在其他地區實屬罕見。

另外兩個例子分別是新加坡的亞洲徵信有限公司及馬來西亞的 CTOS Digital。在不少市場中，負責企業及個人信貸調查的徵信機構都是由政府擁有，或者屬於全球性企業，例如 Equifax 及益博睿（Experian）等。與此相比，東協國家的信貸調查市場較為獨特。鑑於企業傾向委託規模最大及發展最成熟的信貸調查機構負責有關工作，亞洲徵信有限公司和 CTOS Digital 成功壟斷市場，並賺取驚人的資本回報。

我們亦擁有嬌聯印尼（Unicharm Indonesia），該公司由嬌聯日本（Unicharm Japan）擁有 60% 股權，而我們的亞太區策略早在多年前已經熟悉及買入了嬌聯日本。嬌聯印尼稱霸嬰兒紙尿片、女性衛生用品及成人失禁用品三大市場，市佔率超過 40%。在人口約 2.7 億的印尼市場中，該公司的收入只有 6 億美元，人均收入為 2.2 美元，遠低於日本的 21 美元及鄰近泰國的 8 至 10 美元。基於以上比較，我們相信嬌聯印尼擁有巨大的增長空間。

嬌聯在大部分市場的發展史都是從嬰兒紙尿片業務開始。透過推出更多利潤較高的女性衛生用品，公司持續改善產品組合。最終，在人口老化的大趨勢下，成人失禁用品業務會佔上風，並帶來最多的利潤。往後五至十年，估計嬌聯印尼將會跟從類似的發展模式，以推動未來的收入、盈利能力及資本回報增長。受惠於投資者較少將印尼視作投資目標，嬌聯印尼的市盈率低至 12 倍的吸引水平。我們認為這是一個黃金機會，並相信該公司能夠將規模擴大至目前的數倍。

## ■ 投資組合有哪些主要持股？你買入這些股票有甚麼原因？

東協策略的三大持股包括星展集團、怡和合發及中亞銀行。我們本身持有星展及怡和合發，在改變投資範圍後，我們亦大幅增持了中亞銀行。

星展是東協地區首屈一指的銀行。我們在不久前與該公司開會，並繼續對其抱持樂觀態度。星展的行政總裁高博德（Piyush Gupta）於 2009 年上任後，成功幫助公司轉虧為盈。在他的帶領下，星展的財富管理、貸款市場佔有率及數碼服務組合均大幅改善。過去五年，面對銀行利率低至零的挑戰，星展的每股盈利年度增長率依然達到 10%，平均股本回報率為 11%。於 2021 年，該公司的股本回報率升至 12%，而且利率增加應會進一步推動股本回報率上揚。

怡和合發由怡和洋行集團持有 75% 股權，並且是該集團於東南亞地區投資的控股公司。怡和合發的逾 80% 盈利及價值來自阿斯特拉國際（Astra International），這間印尼汽車市場龍頭是怡和合發與豐田汽車及本田汽車合夥經營的企業。這十年來，汽車及電單車需求疲弱，競爭加劇，但阿斯特拉國際成功提高市佔率，足證其業務實力。我們相信，當汽車銷量從疫情谷底反彈時，阿斯特拉國際的盈利將會水漲船高。印尼的汽車滲透率仍然處於低位，每 1,000 人只擁有約 85 輛汽車，可見當地市場存在增長空間。我們亦看好怡和合發在越南投資的優質企業，例如越南數一數二的汽車公司長海集團（THACO）。在越南，每 1,000 人只擁有 25 輛汽車，市場滲透率甚至低於印尼，因此長海集團應受惠於越南的財富增長。投資者只需支付略低於怡和合發賬面值的價格，便可投資於上述全部及其他業務，我們認為該公司的風險回報比例吸引。

投資組合的另一隻主要持股是中亞銀行。該行為印尼的優質銀行，擁有全國成本最低的存款業務，而且不斷投資於科技及客戶服務，藉此領先現有及潛在競爭對手。中亞銀行的貸款文化保守，並致力於持續穩定地提高盈利。該行的盈利能力出色，預料能夠維持高賬面值增長，同時避免承擔太大風險。印尼的信貸滲透率及家庭債務較低，估計可於未來數年支持該行發展。

## 你對東協地區的企業質素有甚麼看法？ 這些企業又有甚麼變化？

東協的六個主要國家（新加坡、馬來西亞、印尼、越南、菲律賓及泰國）約有 4,000 間上市公司，當中約有 1,100 間企業的市值超過 2.5 億美元，剛好符合我們投資企業的流動性標準。然而，如果要考慮我們對企業質素的要求，可供投資的企業數目將會減少至只有 150 至 200 間。

我在 2014 年任職於前公司時，開始研究東協各國的企業。根據我的經驗，區內不少公司的質素未如理想，與我們的利益一致程度較低，而且董事會架構存在問題。幸好，首域盈信資產管理不受指標影響，我們毋須將特定企業加入投資組合，可以將不符合質素要求的企業剔除在外。舉例來說，在篩選企業的擁有人時，我們能夠避開印尼或菲律賓某些管治往績較差，並且涉及大量關聯方交易的家族。

話雖如此，我們也留意到個別企業積極推動世代交替，並安排專業人士擔任管理層，例如菲律賓的 Universal Robina Corp (URC)。

URC 的管治往績乏善可陳，直至創辦人的兒子吳詩農於 2000 年代起擔任主席接管業務，集團的企業管治標準才得以提高。最近，吳詩農更邀請了李歐文成為 URC 的首位外來行政總裁。李歐文是菲律賓公民，他曾於寶潔公司 (Procter & Gamble) 擔任不同職位長達 30 年。在加入土生土長的本地企業 URC 後，他引入了跨國公司採用的各項流程及嚴格標準，為 URC 提升表現及擴大規模發揮重要作用。我們傾向認為，憑藉歷史悠久的家族擁有權制及由專業人士管理業務的安排，URC 的企業質素將可更上一層樓。

## 你對東協市場的環境、社會及管治議題有甚麼看法？

在分析環境、社會及管治議題時，我們採取與首域盈信資產管理其他策略相同的方式。於評估管理層往績及發掘值得投資的優質企業時，我們不會改變投資流程或投資理念，也不會作出妥協。我們的環境、社會及管治標準並非因地而異。我們不會為發展程度較低的市場降低標準，亦會對個別家族及企業避之則吉。

說到底，我們希望投資於可以持續發展業務的公司上。舉例而言，我們經常被問到有關怡和合發的問題，該公司是我們持有的唯一一間經營採煤承包及棕櫚油業務的企業。我們曾與怡和合發的管理層交流，討論他們可以如何減少附屬公司 United Tractors 旗下的煤炭業務。怡和合發的管理層已經承諾不會進一步投資於煤炭業務，他們會致力發展其他領域，包括可再生能源及基建資產。縱使我們依然要監察該公司的表現，可是我們對其抱有信心。

煤炭業務仍然是印尼經濟的重要部分，估計佔該國內生產總值介乎 5% 至 6%。<sup>1</sup> 考慮到減少煤炭使用對社會及發展目標的影響，有關過程將需要時間，但我們相信減煤是必然的

趨勢。當局已經制定了多項條例草案，相信將可加快變革步伐。事實上，所有東協國家都在推動再生能源發展。即使個別國家的進展較慢，整體發展方向維持正面。

同樣地，我們接觸的不少企業都了解它們承擔的廣泛環境、社會及管治責任。以喜力馬來西亞及嘉士伯馬來西亞為例，這兩間公司均是全球性企業在東協國家經營的附屬公司，它們只需遵守相同的全球標準（例如釀造過程中的用水量標準等），故此情況相對簡單。除此以外，東協國家的家族企業亦正改善環境、社會及管治表現。舉例來說，URC 便制定了減少糖分、鈉及飽和脂肪的營養目標及包裝目標（現時的可回收包裝佔比為 75%），並採取更合乎道德及可持續發展要求的採購措施。

## 東協一度獲吹捧為「亞洲新虎」，為何增長不再呢？

在 1970 年代，新加坡經歷急速的工業化發展，並成為初代的「亞洲之虎」。到了 1980 年代及 1990 年代，馬來西亞及泰國等地均嘗試仿效以出口帶動增長的模式。然而，外債水平、資產負債狀況及管治表現欠佳的問題埋下隱患，觸發亞洲金融危機，令投資者受到重創，貨幣市場更是首當其衝。結果，不少人從此抗拒投資於東協市場。

另一方面，中國剛好於 2001 年加入世界貿易組織，並且一躍成為「世界工廠」，其規模之大，叫一眾東南亞國家難望項背。大家最常提到的例子，便是電子產品出口商從馬來西亞遷移到中國。

時至今日，投資者普遍不會再留意東協地區的長期或結構性主題，而他們往往事出有因。舉例來說，東協國家推行深入結構性改革及改善人力資本的進展緩慢。此外，過去 10 年區內的人力資本增加，尤其以印尼最為明顯，可是依然低於當前發展階段應有的水平。個別國家政局不穩，亦構成令人擔心的問題。

好消息是，在經歷亞洲金融危機的陣痛後，東協經濟體的政府官員變得更稱職、央行採取審慎政策、金融系統穩定運作，而且負債不多，有別於其他一眾新興國家。市場亦有傳言指「大宗商品超級週期」即將來臨，但有關因素屬週期性，我們不會對此抱有期望。商品價格高企可能有利印尼及馬來西亞等淨商品出口國。不過，在未來 10 至 20 年，各國只有透過提高生產力、效率及職位數目，才能帶來可持續增長。在這方面，數碼化有望成為重要的利好因素，就像其他國家一樣。與此同時，全球供應鏈企業採取「中國加一」的策略，也會有利東協國家發展。

無論如何，我們的目標仍然是發掘及投資於可以持續增長及估值吸引的優質企業。我們認為，東協各國的整體企業質素持續改善，可供投資的範圍超越以往。儘管區內還是有需要避開的地雷，我們相信該市場能夠為放眼長線的投資者帶來潛在增長良機。

<sup>1</sup> 資料來源：採掘業透明度倡議 (EITI)

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 2022 年 3 月 31 日或另行註明。

#### 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。