

## 客戶通訊

# 首域盈信亞洲增長

2022 年 5 月

「過去不堪，現在不幸，但謝天謝地，我們沒有未來。」

*(The past is terrible, the present is catastrophic. Thank goodness we don't have a future.)*

—— 美國諺語

### 災難時期

在去年的同一時間，面對源源不絕的負面新聞，我們發現投資者很難對回報保持正面樂觀。來到今年，市場的情況與上年相似，只是較為複雜。唯一的好消息，大概就是企業的估值大幅下降。

不少人以為，財富管理需要擁有預測未來的能力。不過，即使我們能夠未卜先知，市場對各項消息的反應通常較難預測。對客戶來說，資產管理更重要的是建立能夠抵禦市場逆境的投資組合。為了實現這個目標，我們會以企業的管理質素作為主要指標，將股本回報率視作最常用的數據基準，盡可能地投資於最優質的企業之中，專心在市況惡劣時發揮保本作用。

正如大家所料，市場會自行調節。縱然真實世界的壞消息經常會被市場放大，可是當投資者沽出股票後，他們往往會後悔自己錯失黃金機會。這十多年來，停滯的通脹、極低的利率及不斷發鈔的政策均為推高企業估值。

### 利好因素與不利因素

值得注意的是，現時整體經濟不景、平均估值倒退及負面因素增加，為我們帶來了更大的挑戰。眼前的種種消息令人回想起 1970 年代的暗淡歲月，當時政策及通脹憂慮同樣引起廣泛報導，股票市場普遍表現欠佳。

上述情況一般代表著增長放緩及估值倍數下滑，投資者需要更審慎地挑選股票。問題是，我們未必有太多的應對經驗，原因是大部分人在遇到 70 年代的那場危機時年紀尚小。有鑑於此，我們應加倍重視市場風險和更專心地避免虧損，而非單純地追求回報。

對於亞洲投資者來說，這套方針也許過分靜觀其變、順其自然。然而，無論通脹高企是短期現象與否，能夠努力將每年的絕對回報維持於高單位數至低雙位數之間，已經算是不錯的成就。目前投資組合的年度收益率接近 3%，相信大部分投資回報將繼續受到盈利增長所推動。

當然，如果全球市場還有前景可言，投資者樂觀情緒所引發的估值上調將進一步刺激回報上升，並在合理時間內帶來理想表現。此刻，優質股票的角色仍是無可取代，我們大可感到放心。

市場的未來動向並不在我們的控制範圍之內，但雖然負面消息與日俱增，我們代客持有的企業還是有不錯的價值，而且我們有信心估值將遠高於現時，甚至是高於三年、五年及十年後的市場預測。

### 投資組合活動

我們奉行成熟的投資理念及方針，儘管環球市況劇變，我們的投資組合活動繼續像平常一樣，維持於較低水平。在上期通訊中，我們主要討論投資組合獲利沽貨的情況。當時我們並無任何新增投資，在沽出了四項持倉後，策略持有的企業數目達到 38 間。與此相比，現在市場為我們帶來了更多入市機會，投資組合的持倉較為均衡。

在這段期間，我們買入了三間新企業，並大幅增持兩項較小的持倉，使其成為主要配置。我們新買入的企業包括印度的高露潔-棕欖 (Colgate-Palmolive) 和 Mahindra & Mahindra，以及中國的華潤啤酒，而我們顯著增持的公司分別是日本的立邦油漆 (Nippon Paint) 及新加坡的怡和合發 (Jardine Cycle & Carriage)。當前，投資組合合共持有 37 間企業，當中十大企業佔比約為 42%，低於先前的 47%。

相比起以往，投資組合的集中度輕微下降。在市場輪動期間，我們致力回收資金，調整不同企業的持倉規模。這次，我們全面沽出了另外四間企業的股票，其中兩間公司屬於直接撤資，分別是台灣的統一超商及日本的嬌聯 (Unicharm)。

我們早於多年前買入統一超商及嬌聯，甚至持有經營台灣 7-11 的統一超商長達十年以上。至於嬌聯則是經營尿片及女性衛生產品的消費品企業，其與統一超商同樣擁有應對艱難時期的防守能力。眼見其他公司的股價跌幅更大，我們沽出了估值倍數相對較高的統一超商和嬌聯，藉此套現獲利及將資金投放在新買入的公司之中。

## 京東及騰訊

本策略賣出了騰訊及京東，以減少對中國電商行業的投資。我們在大約一年前沽出所持有的少量騰訊股票時，投資組合未有造成明顯的虧損。相反，我們在最近數月出售京東的股票時，卻就此蒙受損失。

考慮到我們在兩年多前才買入京東，而當時正值疫情爆發初期，我們不太滿意有關投資的表現。在上期通訊中，我們曾經對京東的前景表示樂觀。問題是，近期京東的表現令人擔心，導致我們產生不同的看法。就算在細閱京東最新的年報後，我們的部分疑慮得以消除，我們還是未能完全放心。

我們之前以為，京東正持續改善管治質素及照顧股東利益，加上增長前景理想，因此估值具吸引力。我們亦留意到，京東的可變利益實體架構佔利潤比例只有 10% 至 15%，較同業為低，而且其對持續線性增長的預期正面，甚至可能是過分樂觀。

根據京東的年報，公司的管治表現確實有所提升，但主要原因是其於香港進行第二上市所致。另外，中國的監管環境變得不明朗，而且集團的架構越趨複雜，也使得公司更難照顧股東利益。再者，就像眾多互聯網企業一樣，京東的創辦人亦已退任為公司主席。

在這段期間，京東成功利用高估值的優勢籌集資金，可是這種做法有利有弊。一方面，京東能夠取得大量資金及顯著擴大規模，另一方面，我們於集團層面的權益卻遭到攤薄，而且新業務的擴張及成立初期虧損也大幅增加。

此外，我們亦認為京東面對的競爭環境變得更激烈。中國的電商滲透率本就不低，而且就像其他國家一樣，疫情可能使得需求提前。不管怎樣，市場或許已經充分反映了上述的各項增長憂慮。

## 京東股價是否吸引？

事實上，京東的增長預期繼續維持正面。未來三年，公司的收入複合年均增長率計將接近 20%，在 2022 財年至 2025 財年期間，經調整純利更有望從 22 億美元增加至 55 億美元。上述的預測絕非天荒夜談，但在考慮相關的不明朗因素後，我們認為，即使京東的隱含市盈率倍數較低，相對於公司帶來的機遇，其潛在風險依然較高。

全球不少分析師仍然按照非 GAAP<sup>1</sup> 基準評估增長型公司。在估計企業利潤時，他們不會將以股份支付的薪酬和其他

成本計算在內。當市場氣氛熾熱時，特別是市況向好期間，無人會認真留意企業的增長預測。問題是，在當今的環境下，市場相信會將更多目光放在企業的實際估值之上。正因如此，我們認為京東的價格可能高於市場普遍接受的水平。從現金流的角度來看，增長放緩亦意味著公司的自由現金流大幅減少。

與大多數零售商一樣，京東的正現金流主要來自公司按最多 90 天的信貸期向供應商付款，與客戶支付現金以購買產品之間的時間差，有關現金流的佔比達到 80%。從其他企業的例子中，我們可以發現，銷售放緩會對公司的營運資金產生嚴重負面影響。

綜合以上各項因素，我們的結論是京東的情況較其他公司複雜。話雖如此，我們的團隊成員曾經就此展開激烈辯論。有同事仍然看好京東的經濟護城河優勢，並相信該公司有能力的提高行業市佔率，故此京東繼續是部分投資組合的持股之一。我們的團隊亦不斷就上文提到的問題與京東交流意見。正如我們不厭其煩地指出，投資的過程比結果更重要。

接下來，我們將會分析亞洲增長投資組合新買入的中國企業華潤啤酒，以及大舉增持的日本上市公司立邦油漆的投資理據。華潤啤酒和立邦油漆早就是我們的觀察對象，只是先前我們一直認為這兩間公司的估值過高。

## 中國啤酒

中國啤酒市場的集中度較高，行內只有五間公司。當中，華潤啤酒獨佔鰲頭，市佔率約達 31%，而緊隨其後的是青島及百威集團 (Anheuser-Busch InBev)，市佔率分別為 23% 及 19%。這三大啤酒商瓜分了 75% 的市場，形成健康理性的良好競爭環境。

自 2014 年起，中國的啤酒銷量持續下跌，再次與全球市場唱反調。長久以來，中國的啤酒淡而無味、質次價廉，平均售價及利潤只相當於國際啤酒商的一半及三分之一。隨著中國的國內生產總值上升及中產階級崛起，啤酒行業迎來了高檔化、現代化及擴大單位經濟效益 (unit economics) 的機遇。

現在，華潤啤酒尚有 60 間廠房。縱然啤酒銷售增長不算明顯，但在啤酒廠不斷整合的過程中，公司的利潤率和盈利能力均大幅提升，回報亦見改善。這數年來，華潤啤酒的高檔產品銷售佔比迅速增加。在 2019 年，公司與喜力中國 (Heineken China) 合併，而喜力於其中擁有 21% 股權。之後，高檔產品的營業收入佔比逼近 20%。

在華潤啤酒的年度報告中，公司集中討論優質增長及盈利能力問題。儘管華潤啤酒是國有企業，在目前情況下，這卻並非壞事，而且華潤集團素來經營完善，回報水平與私人公司相若。

華潤啤酒的行政總裁所獲評價甚高。他擁有營銷行業的背景，並於 2001 年加入公司。作為企業的領導人，他事必躬親，採用有系統的方式實施清晰明確的策略。華潤啤酒的資產負債狀況穩健，公司不單持有淨現金，更具備不俗的現金產生能力。短期而言，由於鋁罐等包裝材料佔啤酒產品銷售成本的 50%，投資者擔心投入成本上升，將對股價構成短暫影響，為我們帶來投資機會。

<sup>1</sup> 非公認會計原則



一直以來，啤酒商都像眾多消費品企業一樣，透過提高平均售價，將成本轉嫁消費者。鑑於華潤啤酒的毛利率約達 40%，成本上漲對純利的影響有限。我們觀察華潤啤酒已有一段長時間，但在這十年，投資者才開始追捧該公司。

按照相對保守的假設及只有 25 倍的市盈率倍數計算，我們認為公司的估值增長空間不小，並有機會帶來穩定可靠的實際回報。眼見疫情持續引起憂慮，我們開始買入華潤啤酒的少量股票。作為傳統上的穩定型企業，該公司將會是我們於短期股價疲弱時的增持對象。

## 油漆行業

我們討論過立邦油漆，甚至曾經買入該公司的股票，只是其架構複雜引起了我們的關注，而且在照顧股東利益及控制權方面，公司也存在問題。立邦油漆是亞洲最大的油漆製造商，公司的一半利潤來自中國。雖然立邦油漆的名稱容易令人誤會，其業務亦遍佈廣泛地區，不過該公司實際上是受到一個新加坡家族全面控制。

在 60 年前，由吳氏家族擁有的吳德南集團（Wuthelam group）與立邦油漆的日本母公司成立合資企業，藉此發展日本以外的業務。我們曾經憧憬，吳氏家族能夠理順立邦油漆的擁有權架構，將日本以外亞洲業務的直接權益用作交換，以取得日本母公司於立邦油漆的更多持股。

在經歷董事之間的糾紛後，上述交易最終於 2021 年 1 月完成，之後吳氏家族便於立邦油漆中持有 59% 的直接控制權。受惠於該項交易，公司擁有者、股東及企業本身的利益更趨一致，並更符合我們的期望。現時，立邦油漆由專業團隊負責管理及營運，他們將公司與日本業務看成是一個整體。

過去一至兩年，在各項不明朗因素影響下，立邦油漆的股價表現相當不濟。近來，該公司更受到多重不利因素所拖累，包括投入成本上漲、材料價格增加及中國房地產市場疲弱等。中國油漆市場現正爆發激烈的價格戰，可是估計情況不會維持太久。短期來看，立邦油漆的業績應會繼續受壓。然而，油漆行業具備高回報及消費品企業的特質，我們認為毋須太過擔心。

我們相信，立邦油漆的現金流具備吸引力。在十年後，公司的規模將會遠勝此時。另外，於 2022 年 3 月，立邦油漆再次表示銳意實現中期策略，並對增長及利潤率抱有信心。當前，企業對企業的業務及新建樓宇工程主導著中國的油漆市場。

我們預期，整體中國市場將會像其他行業一樣，受到消費者粉飾家居的熱潮所推動，而這項變化將會對企業的利潤率、現金流及盈利能力產生重大影響。即使我們預期立邦油漆的利潤表現將繼續承受壓力，只要純利率達到雙位數（即符合先前預測），公司的股價便會有明顯的上升空間。有見及此，我們趁低增持立邦油漆的股票。目前，該集團佔我們投資組合的比例達到 3%。

## 東盟<sup>2</sup> 市場的投資

在中國市場蓬勃發展之際，我們持續留意東盟地區落後的差距，並發現東盟的問題在於該區相對缺乏增長及機會組合有



限。在東盟市場的企業中，我們曾經介紹過怡和合發。這十年來的大部分時間，我們持有該公司的少量股票。以往，怡和合發對本策略的貢獻微乎其微，到了今時今日，該公司已經成為我們的十大持股之一。

過去六個月，東盟市場的絕對及相對表現均大有起色。從策略上看，不少企業開始將生產工序搬離中國，使得越南成為最大贏家。此外，最近的商品價格增長及通脹前景，亦對擁有豐富原油及棕櫚油資源的印尼及馬來西亞有利。

怡和合發的主要資產包括阿斯特拉國際（Astra International），是印尼最大的汽車製造及零售商。我們向來看好阿斯特拉，但多年來這間公司都是表現平平。隨著東盟地區擺脫疫情，我們預期經濟會復甦，公司的多項業務表現亦將大幅好轉。阿斯特拉佔怡和合發整體估值約 80%。該公司本身是一間綜合企業集團，業務涵蓋重型設備（小松製作所（Komatsu））、種植園，以至小型採礦業務（煤炭及黃金）等。

阿斯特拉旗下煤炭業務的盈利貢獻比例持續減少，而且公司未有作出進一步的資本承諾。雖然環境、社會及管治表現未見改善，不過集團總是表示要兼顧全球及西方國家強調的環境目標，以及印尼的長遠社會和發展需要及目標。我們相信，該公司正朝著正確的方向前進。

事實上，這數年來，怡和的高層經歷世代交替，並顯著提高管治水平，以致其對環境、社會及管治發展的整體態度出現變化。剛好，怡和合發的另一項主要資產是其擁有 27% 權益的越南最大私人企業長海集團（Thaco）。作為當地首屈一指的汽車製造及零售商，該公司同樣是一間綜合企業集團，而且擁有物業權益。

<sup>2</sup> 東南亞國家聯盟

怡和合發亦於越南最大的奶製品企業 Vinamilk 中持有 11% 權益（我們於當中直接擁有少量股權），並於泰國上市的 Siam City Cement 中持有 25% 權益。同時，集團仍然於新加坡及馬來西亞擁有平治汽車（Mercedes）的經銷權。在阿斯特拉表現帶動下，集團的近期業績出色，利潤料會強勢反彈。

作為控股公司，怡和合發的債務達到 15 億美元，意味著怡和可能於未來數年進行集資活動，而公司亦已表明有關意向。儘管如此，過去六個月，我們決定大幅增加持股。縱使公司股價已見增長，考慮到其價格僅僅高於賬面值，而且市盈率只有約 10 倍，我們認為公司估值依然具有吸引力。現時，怡和合發的收益率為 5%。

## 印度牙膏企業的投資

在本策略中，印度企業的整體佔比高達 30% 以上。正如上文提到，我們增持了高露潔 - 棕欖（印度）及 Mahindra & Mahindra (M&M)。這些新增持倉的資金部分來自我們所減持的 Housing Development Corporation 及 HDFC Bank。在該兩間公司終於宣佈合併後，我們的總持股比例達到 11%，處於過高水平。

就像我們新買入的中國企業一樣，高露潔 - 棕欖（印度）和 M&M 在多年前已經是我們的密切監察對象，我們更曾經投資過 M&M。高露潔擁有強大的盈利能力，可惜近來增長較慢。直至不久前，公司的股價表現都相當平淡，有別於大部分消費品企業。不過，我們相信集團的業務前景正在好轉，而且牙膏產品的表現相對穩健。我們早就發現，高露潔的最大問題是公司持續委任外國人擔任行政總裁。這些行政總裁只會在印度停留三年，之後便會調回跨國經營的母公司及獲得升職。

在我們眼中，上述安排會妨礙企業維持一致的方針及制定長遠策略。近年，印度本地的牙膏企業 Patanjali 成功利用天然產品開拓市場，使得高露潔表現失色，可見本地的領導團隊能夠幫助企業取得成功。幸運的是，高露潔還維持著超過 50% 的市佔率，而且回報不俗。

基於上述分析，我們很高興地看到高露潔於兩年半前委任了一名印度人出任行政總裁。另外，公司亦展開業務擴展計劃，透過棕欖品牌進軍個人護理市場，並採取更積極的措施推動增長。去年，我們買入了高露潔 - 棕欖的少量股票。之後，就像我們所預料般，於 2022 年 3 月，集團宣佈行政總裁將會調職至美國及擔任更重要的集團級別職位，情況與過往如出一轍。

不同的是，這次他的接任人將會是來自印度聯合利華（Hindustan Unilever）的一名本地女性高層，而她曾經任職該集團長達 23 年，於離職前負責經營家居護理業務。由此可見，公司的做法出現了變化，也許會與以往有分別。我們有信心，高露潔 - 棕欖甚至可以加快改革步伐。

從策略上看，棕欖的家居業務持續受到忽視，集團的母公司已經決定投放更多資源發展印度市場，這次橫向招募本地人才相信會產生正面的市場反應。不過，不明朗因素當然亦會帶來影響。

與此同時，就像眾多企業一樣，短期的投入成本上升將會拖累現在及未來高露潔 - 棕欖的利潤率。然而，公司的業務毛利率高達 70%，並能及時將成本壓力轉嫁消費者，故此問題不大。我們預期高露潔的領導層擁有更完善的增長思維，而公司估值較其他消費品企業更為吸引，導致我們增持了有關股票。

## 工程企業

Mahindra & Mahindra 是知名的印度綜合企業集團。該公司歷史悠久，讓人津津樂道。我們向來佩服 M&M 的擁有人家族，而且欣賞他們的股東回報往績顯著和管治水平出色。最近十年，我們曾經持有 M&M，並直接擁有過 Tech Mahindra，而該公司是整間集團的主要價值來源。近日 M&M 股價上揚可能令人驚訝，但其實公司的估值僅僅是恢復至三年前的水平。

先前 M&M 的估值暴跌，不單顯示公司的核心拖拉機及汽車業務受到疫情嚴重衝擊，以致短期數據惡劣，更反映集團的資本配置安排引起市場廣泛關注。事實上，我們與集團積極討論其過度擴展的問題已有一段時間。越來越多證據指出，公司胡亂分散投資，以致產生風險，而且缺乏資本紀律及對回報的重視。

好消息是，隨著新行政總裁上任，M&M 終於開始正視問題。這次事件正好說明，在企業價值大跌時，如果我們主動展開議合工作，與願意照顧股東長線利益的所有人家族溝通，將可產生不錯的成果。正因如此，我們喜歡與態度積極的企業擁有人家族合作。他們不單長期守護企業價值，而且願意適時退位讓賢，交由專業的管理人才負責業務營運。

M&M 尚有不少值得改善的地方，惟我們相信集團的估值不算太高。由於市場的預期較低，相信該公司擁有龐大的上升空間。我們留意到汽車行業出現明顯的復甦跡象，同時 M&M 的管理層正致力實現進取的目標。我們先前已經買入了該公司的少量股票，並於其後將持股比例增加至 3%。

## 減持股票及投資組合指標

上文提到，在市場輪動期間，我們調整投資組合的持股。在沽出數間企業獲利後，我們將所得資金用於新的投資上。當中，我們減持的公司包括 Seek、Voltas、Tech Mahindra 及台積電。

在我們沽出股票後，上述公司的股價有所下跌，可是其估值仍然高於歷史平均值。話雖如此，台積電繼續是本策略的最大持股，而其他公司各自所佔的比例已經減少至約 1%。在上期通訊中，我們分析了投資組合的透視估值，之後該項數據大致保持不變。

截至目前，本策略的市盈率跌幅約達 10%，投資組合的股本回報率維持於 19%，十大企業的股本回報率則為 22%。相比之下，市場的市盈率約為 13 倍，股本回報率為 12%，足證本策略的估值吸引力略勝市場。

我們認為，這一點不容忽視，原因是在部分情況下，企業的利潤持續能力將會有助我們在艱難的環境中繼續賺取回





報，而且很明顯，企業的資產負債狀況及管理團隊的智慧亦會扮演重要角色。對我們來說，這些因素是企業質素提升的推動力。

事實上，企業的管理質素能夠帶動回報，甚至具備保障回報的重要作用。在我們展開投資流程及當中的可持續發展分析時，我們一直相信企業質素與良好的環境、社會及管治標準掛鉤。優秀的人才及企業會採取正確的行動，反之亦然，而我們理想中的投資對象需要具備良好質素。

毫無疑問，通脹會造成短期影響。不過，本策略的透視毛利率達到 40%，高於市場的 26%，令我們感到放心。此外，我們的純利率為 20%，相當於市場的兩倍，再次證明我們投資的企業質素普遍較佳，而且盈利能力較高。

## 策略的國家投資比例

我們曾經提到，MSCI 的企業分類具有誤導性。按照我們的投資流程，我們會採取由下而上的方式逐一選股，而不會受到指數影響，因此我們會以經濟風險基準將企業分類。例如，我們擁有的立邦油漆、發那科（Fanuc）及資生堂（Shiseido）便分別歸類為中國的油漆、機床及化妝品企業。

根據 MSCI 的分類法，我們於中國市場的投資佔比只有 5%。鑑於市場消息頻傳，我們的客戶大概會為此感到高興。然而，從上述例子可見，這項分類法具有誤導性。我們經常指出，在分析我們的持股時，應該把香港和台灣包括在內，將大中華地區當成一個整體。對於台積電和其他

跨國企業而言，這個做法未必正確，但至少比 MSCI 的分類法合理。

換言之，在計算中國經濟風險時，要是我們計及本策略持有的日本企業，我們於中國市場的投資佔比實際上是略高於 42%。另一個有趣的例子是印度。我們介紹過當地的跨國資訊科技服務商 Tech Mahindra 及 Tata Consultancy，高知特（Cognizant）的情況與該兩間企業相似，分別是這間公司在美國上市。

簡單來說，雖然本策略的印度投資比例看似達到 35%（包括高知特在內），在剔除資訊科技服務企業後，我們在該國的投資佔比只有 25%。當然，25% 其實不低，在過去六個月，我們亦增加了對印度市場的投資。正如之前提到，即使東盟市況持續好轉，我們於區內的經濟風險合共僅佔 12%。與此相比，日本（不包括中國）、韓國及澳洲的佔比分別為 3%、4% 及 1%。

## 行業比重

同樣地，投資者也經常對行業的分類方式感到混亂。在上期通訊中，我們解釋了為何在實際經濟風險基準下，怡和洋行、創科實業、Voltas 及上海國際機場屬於消費品企業，而非 MSCI 分類下的工業公司。這次，我們亦將怡和合發納入消費品企業之列。在加入高露潔 - 棕欖（印度）、華潤啤酒及綜合企業集團 Mahindra & Mahindra 後，本策略的消費品企業整體佔比從 33% 提高至 38%。假如按照官方指數分類法，消費品股的佔比則由 25% 上升至 26%。

我們的資訊科技投資輕微減少至 29%，並繼續以硬件企業為首，佔比達到 14%，當中包括台積電、聯發科技、大立光電及研華科技等。資訊科技服務佔本策略的 10%，在出售騰訊後，電商平台的佔比減少至只有 5%，例子包括按照 MSCI 分類屬於通訊服務公司的 Naver 及 Seek。另外，儘管京東是電商平台，我們一直將其合理地分類為消費品企業。

隨著我們減持 HDFC 集團，金融行業的投資佔比從 25% 略減至 22%。本策略的「其他」類別投資包括於泰國經營購物中心的 Central Pattana、Indocement、立邦油漆及發那科，佔比從 5% 增加至 8%。Central Pattana 是消費品企業，而非房地產公司。至於其餘三間企業，我們認為應該繼續分類為材料及工業企業。

## 錯失先機及犯下錯誤

我們討論過京東，但在投資組合的價值下滑後，局勢已經出現變化。我們認為，當前的關鍵是要分清楚永久損失的資本及報價上的虧損。至今為止，拋售潮影響整個市場，而且不斷升溫。

參考過往經驗，在爆發全面拋售潮的初期，股票價格會普遍向下，我們通常會與其他人一樣陷入困境。然而，在之後的數個月，市場會逐漸恢復正常，優質企業將較快開始反彈。

從表現歸因的角度來看，牛奶國際及大立光電繼續是拖累長期回報的主要股票。牛奶國際的執行能力符合預期，可惜正當我們以為其業務明顯改善之際，疫情造成了嚴重衝擊。在我們眼中，牛奶國際的價值仍然遠高於現時股價。縱然公司表現未如理想，我們亦不感到擔憂。

相比之下，我們持有的大立光電股份較少。智能電話市場萎縮，蓋過該公司的經濟優勢。大立光電的估值水平接近製造業公司，多於科技公司。我們依然看好該公司的復甦前景。

## 展望及總結

「人類正站在有史以來最重要的十字路口前，一條路通往絕望的深淵，而另一條路則通往毀滅，但願我們有作出正確決定的智慧。」

(More than any other time in history, mankind faces a crossroad. One path leads to despair and utter hopelessness. The other, to total extinction. Let us pray we have the wisdom to choose correctly.)

—— 活地·亞倫

於 1979 年，活地·亞倫在美國的一場畢業演講中說出了以上的名言。現在，我們繼續在這個十字路口前徘徊。在事隔多年後的今日，我們身處的環境也許不算惡劣。不過，部分人可能持相反意見，認為目前的情況明顯地差。令人失望的是，人類正不斷犯下同樣的錯誤。

就像馬克·吐溫所說，歷史不會重演，只是會驚人地相似。唯一不變的是我們，就算我們終日強調要追求進步，最近發生的事件偏偏證明我們在原地踏步。世界不再和平，我們亦認清了人類未能從歷史中學到戰爭的惡果，或明白兩國相爭最終只會導致悲劇。

同樣地，大家也留意到金融市場不斷在樂觀和悲觀之間搖擺，而且情況可能更加嚴重。究其原因，再次是因為人類長久以來都在貪婪和恐懼之間掙扎。我們理應變得成熟，但就像知名金融哲學家及作家 James Grant 所指出，科學及工程領域都能累積進步，可是金融領域只能不斷循環 (Now progress is cumulative in science and engineering, but (remains) cyclical in finance.)。

上述觀察似乎有點悲觀，幸好只要我們保持冷靜，未來還是充滿希望。世界繼續轉動，即使我們身處現代社會，我們每日面對的真實世界，以至市場狀況仍然萬變不離其宗，人生經驗豐富的讀者應該不會感到陌生。

我們能做的，就是了解眼前情況、耐心靜候機會、專注於資產保值、盡可能買入最優質的企業，並努力應對各項挑戰，而這亦是首源投資致力實現的目標。一如以往，我們感謝客戶對我們的信心及耐心。

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 4 月 30 日或另行註明。

#### 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。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。