

## 客戶通訊

# 首域盈信亞洲增長

2022 年 11 月

「我們是實用主義者。我們不會執著於任何意識形態。這個方法有效嗎？我們先試試看。如果可行，那便繼續下去。如果不行，我們就另作打算，嘗試其他方法。」

*(We are pragmatists. We don't stick to any ideology. Does it work? Let's try it and if it does work, fine, let's continue it. If it doesn't work, toss it out, try another one.)*

——新加坡前總理李光耀

### 新加坡時代？

李光耀可以說是一個備受爭議的人物，但他大概比任何人都更了解國家權力及人性。正因如此，新加坡經常被人批評，同時也獲得不少稱讚。無論如何，新加坡日益強盛是毋庸置疑的事實。

作為新加坡的前總理，李光耀清楚知道自己所屬的人民行動黨為何能夠合法執政。他指出：「一個政治制度的價值，最終取決於其能否協助社會創造有利條件，以改善大多數人的生活水平。」

他的話包含了一切的關鍵，而且通過時間的考驗，為所有政治派別提供了通用的經濟發展成功模式。無論是奉行社會主義，或是資本主義都不是重點，亞洲及全球各國均採用了上述原則。結果，過去 30 至 40 年，我們受惠於強勁的經濟利好因素，並見證市場及投資回報增長。

然而，出於多項原因，近年全球社會的撕裂變得嚴重，鴻溝越發擴大，意識形態的影響加深。政治及安全問題獲得的關注多於經濟發展，就連普遍不算富裕的亞洲地區亦未能倖免。我們會否迎來持續及重大的世代轉變，暫時是未知之數。不過，不少人都認為變化在所難免，相信各位讀者也一定有自己的看法。

我們的舊有信念及常識將會受到挑戰。隨著通脹上升，資本勢必要為勞工讓路，財富的再分配有望變得更平均。最起碼來說，企業增長可能會放緩，資本回報率也會下降，然後資本成本上升將為估值帶來壓力。就像不少人所指出，未來的經濟重演 1970 年代的情況，而非延續近期的趨勢，絕不是天方夜譚。

投資者面對的各種不利因素持續增加，市場環境仍將充滿挑戰。好消息是，長遠的經濟前景還是值得期待。在經歷企業估值暴跌後，此刻的市場情緒確實是負面的。這次我們遇上的全球重整將是 30 年來的第五次，之前四次分別是 1997 年的亞洲金融風暴、2000 年的科網股爆破潮、2008 年的全球金融危機及 2020 年的疫情衝擊。

逆境終會過去，重要的是全球經濟及我們的投資回報將會持續增長。我們一直重視企業的財務實力、領導層及業務質素，意味著投資組合能夠維持穩定的表現。我們持有的企業毋須籌集資金，而且能賺取經常性盈利，有助我們針對惡劣市況建立更大的緩衝。

利率急升及營商環境變差，亦對實力較強的企業有利，甚至可以幫助他們提高市佔率。此外，市場洗牌也能為倖存的企業帶來優勢。假如我們相信之前只是序幕，那麼投資高質素的股票便是保護及增值財富的最穩健方式。至於其他合適的投資選擇，我們也許不容易察覺，可是市場情緒悲觀及企業估值偏低，往往預示著理想的未來回報。

### 投資組合活動

近日，投資組合的活動增加，截至 2022 年九月底的年度化變動高達 33%。考慮到我們的投資期通常介乎 3 至 5 年，而且較少調整持股，投資組合的明顯變化令人意外。相比之下，我們的投資對象變動較小。從年初起至數個月前的七月，投資組合的週轉率處於 20% 的正常水平。

投資組合出現變化的原因，在於我們更積極地沽出股價造好的企業及買入表現落後的公司，並更致力發展投資組合抵禦

衝擊的能力。於今年的餘下時間，我們預期投資組合的買賣活動將會減少。這六個月來，我們買入了六間新企業及沽出兩間公司，使得本策略持有的企業總數達到 40 間。現時，十大持股佔投資組合的 41%（上次為 42%），反映我們的投資高度集中。

我們最近買入的新企業包括華僑銀行、Infosys、ICICI Bank、LG 生活健康、Kalbe Farma 及 Singapore Telecom。當中，只有華僑銀行獲得我們大手買入，投資比重達到 3%，高於其他企業的 1%。另外，我們亦沽清了印度的 Voltas 及澳洲的 Seek。正如六個月前的上期通訊所述，我們早就賣出了該兩間企業的大量股票。

這次我們買入的股票大多是先前擁有過的公司，只有 ICICI Bank 屬於全新的投資，而有關交易的資金來自我們減持 Axis Bank。ICICI 的轉型計劃成果斐然，Axis 則繼續發展公司重整業務，兩間銀行同樣表現出色。近期 Axis 的成績不俗，ICICI Bank 也維持著理想的表現。

## 華僑銀行

華僑銀行一度是我們的主要投資對象，只是我們於多年前便不再持有該公司的股票。在大約兩年前，來自滙豐大中華區分部的黃碧娟加盟華僑銀行。縱然該行未有出現令人震撼的變化，我們注意到他們較以往更重視推動增長及提高科技水平。在此方面，星展顯然是行業龍頭，領先一眾新加坡同業。不過，未來情況可能不再一樣，疫情及當地的監管機構無疑加快了銀行業的改革速度。

一般來說，我們會避開有銷售目標的銀行，原因是該類銀行可能帶來風險。然而，這些銀行的改革步伐應會較快。華僑銀行意識到他們與最大競爭對手之間的業務量差距，兩者的估值差異超越以往水平。毫無疑問，新加坡的財富管理業正在不斷增長，反觀香港政策及政治發展方向引起的憂慮加劇，資金繼續流出。

整體而言，銀行業的核心貸款業務回報率終於開始超越過去十多年的水平。市場再次面對資金短缺，遠期曲線出現，銀行將能藉著承擔風險來換取回報。此外，信貸週期亦會帶來廣泛影響。回顧以往，平均信貸成本約為 25 個基點，而且從未出現結構性或持續趨勢，導致信貸文化受到質疑。

作為實際上的央行，新加坡金融管理局負有監督的責任。最近貸款增長停滯，疫情令投資者變得審慎，為市場提供緩衝，形成利好的環境。假如信貸撥備達到 1%（即 30 億新加坡元），便會相當於全年利潤的一半。不過，儘管經濟狀況大幅變差，有關數字亦不會成為常態。就算是在 1997 年亞洲金融風暴時，我們遇上了近代最壞的經濟環境，信貸成本的最高位也僅是 1.43%。我們認為，華僑銀行的市帳率低至 1 倍，股價已經反映了部分不利因素。

華僑銀行與星展銀行的估值相差甚遠，只是我們認為兩間銀行的分別不大。星展的回報肯定較高，可是從估值差距的角度出發，如果華僑銀行能夠提高股本回報率，便有望引發正面的市場反應，而我們認為該行具備改善回報的能力。假設華僑銀行將股本回報率增加至 12%，即使依然不及當今星展的水平，該行的上漲 / 下跌空間也會相當吸引。

## Infosys

我們持有多間資訊科技服務企業超過十年，當中的 Tata Consultancy Services (TCS) 一直是五大持股之一。資訊科技服務行業是疫情的主要受害者，企業的收入水平卻竟然未有太大變化。疫情確實令需求提前出現，同時科技在日常生活中的普及程度也日益提高。

各項科技無處不在，加上銀行的科技投資佔收入 6% 至 7%，高於普通企業的 1% 至 2%，意味著資訊科技服務行業將會迎來長期的利好趨勢。舉例來說，目前 TCS 便為瑪莎 (Marks & Spencer) 提供後勤及前線管理服務，包括樓層佈局、流動應用程式及物流管理等。然而，經濟衰退及成本壓力往往驅使企業押後投資及盡力縮減開支。

以固定貨幣匯率計算，Infosys 仍然預測 2023 年三月的收入增長率處於 14% 至 16% 的理想水平，估計雲端及各項工序的數碼化轉型將不斷加快。企業需要追上科技發展，各國政府亦會使用更多保安及監控解決方案，反烏托邦式經典電影的情節逐漸變成現實。

企業的增長率料會放緩，不過印度盧比貶值構成長期利好因素，支持出口商的收入表現。未來三年，估計增長率將會跌至介乎 5% 至 8%，但應足以支持絕對回報率。

## LG生活健康

就像以中國市場為主的眾多企業一樣，LG 生活健康也面對艱難的環境。Amorepacific 及 LG 生活健康曾經為我們帶來利潤，可惜最近表現欠佳。在韓流盛行時，韓國的音樂、時裝及電影備受追捧，無疑使該國的化妝品成為流行大熱。現在這些產品變得過時，大多數負面影響已經反映於公司的股價之中。

LG 生活健康旗下擁有多間企業，於國內的家居及飲品業務（即韓國本地的可樂業務）維持相對良好的成績。該公司的化妝品業務過分依賴中國市場，尤其是佔三分之二化妝品業務盈利的后品牌。該類產品對中國的依賴程度應會逐漸降低，只是調整的過程並非一蹴而就。

LG 生活健康擁有出色的長期往績，而且重視上述問題。假以時日，公司的管理層應能推動業務穩定發展。LG 生活健康的優勢相當明顯，其不單擁有卓越的品牌，更經營全面及廣泛的業務。公司的估值已經跌至 15 年來的低位，化妝品業務的市銷率為 1 倍。

LG 生活健康需要解決繼任人的問題，在長期擔任行政總裁的 Cha 先生交棒後，公司也許可以採取全新的振興方針。除此以外，我們還持有資生堂。該全球品牌的實力明顯較強，但中國的經營環境亦為其盈利帶來挑戰。

## Singapore Telecom

我們持有過 Singapore Telecom (SingTel)，並於數年前沽出股份。當時，該公司的表現偏向負面，其後業務更持續萎縮。隨著增長率跌至低位，SingTel 基本上就像公用事業公司一樣。為了刺激增長及發展新業務，該集團更作出多項錯誤的資本配置決定。



在 2021 年，SingTel 委任袁坤滿先生擔任新的行政總裁。他負責釋放企業價值及改善回報，為公司帶來轉變的契機。袁坤滿先生於 SingTel 任職多年，曾經帶領本地消費品業務分部交出漂亮的成績表，並擔任數碼總監一職。這次，他的主要目標是利用資本配置、成本削減及資產出售等措施，藉此提高公司的股本回報率。

SingTel 是一間綜合電訊企業集團，早前公司進行多項逆週期投資，包括趁低吸納 Bharti 的供股股份，然後於股價上升後減持股票，因此取得較佳的成績。問題是，即使公司的投資表現不俗，其所屬的行業還是會面對增長阻力。

我們預期 SingTel 的現金流將會改善，而且估值獲得股息率支持。我們亦估計公司的股本回報率可從低位回升，帶動估值造好。由於 SingTel 集團的估值較合理的分類加總估值大幅折讓 30%，其風險回報狀況相對吸引。現時，公司佔本策略的比重略高於 1%。

## Kalbe Farma

我們曾於多年前持有 Kalbe Farma，可是印尼市場欠缺增長，拖累公司近年停滯不前。印尼的整體消費疲弱，不過在成功推出國民健康保險計劃後，當地的醫藥行業出現了正面變化。

在此環境下，Kalbe Farma 的利潤率維持堅挺，純利率達到雙位數水平。公司的家族擁有人更持有 60% 股權，與股東的利益維持高度一致。Kalbe Farma 的資產負債狀況表亦顯示，公司持有的淨現金相當於市值的 8%，並可產生龐大的現金流，自由現金流率達到 3% 至 4%。

Kalbe Farma 在處方藥、非處方消費保健產品、營養產品及分銷業務之間維持適當的平衡。政府的醫療保健開支增加，料會利好公司發展。相反，新監管制度則會帶來負面影響。

Kalbe 是印尼最大的醫藥企業，在市場恢復正常後，估計公司的盈利增長將會重回昔日水平。如果公司的收入增長率升至 10%，即高於過去 5 至 7 年年均複合增長率的 6%，同時利潤率不變及遠期市盈率達到 20 倍左右，公司的股價應有合理的上升空間。

## 減持股票及投資組合指標

正如上文所述，這數個月來，我們考慮過現有的不利因素，決定積極減持股票。舉例來說，我們沽出了創科實業、Naver、發那科、台積電及聯發科技，而且減持逆市上升的 Mahindra & Mahindra、怡和合發 (Jardine Cycle & Carriage) 及上海國際機場。

於 Housing Development Finance Corporation (HDFC) 宣佈與 HDFC Bank 合併後，我們亦減持了 HDFC，原因是在交易後兩間企業的投資比重將合共達到 11%。一般來說，本策略的最大持股比重最多達到 6% 至 7%，而在任何情況下，持股比例均不應超過 10%。在我們減持股份後，HDFC 及 HDFC Bank 的合計投資比重依然高達 8%。

另一方面，我們趁低吸納了華潤啤酒、怡和洋行 (Jardine Matheson)、立邦油漆及資生堂。上述公司早就是我們的投資對象，而且長遠前景不俗，近期估值亦處於更合理的水平。



簡而言之，本策略的估值相對吸引，市盈率不足 20 倍（介乎 18 至 20 倍），低於一年多前的 25 倍。當然，企業的盈利繼續下跌，可對估值構成影響。不過，我們所投資的公司利潤穩定，而且我們重視企業的絕對盈利能力及毛利率，相信有助對抗通脹壓力。

投資組合整體的透視股本回報率維持於 20%，輕微低於十大持股的 23%。儘管本策略的估值遠高於市場可比較市盈率的 11 至 12 倍（參考 MSCI 亞洲（日本除外）指數），但我們認為一分錢一分貨，我們的絕對回報表現反映本策略物有所值。在目前的市場下，投資者需要抵抗誘惑，切勿犧牲投資組合的質素，以低估值的企業取代優質公司。

「以質素換估值」看似是合理之舉，但根據經驗，優質企業的表現多數領先低估值的公司。更重要的是，在市場復甦時，只有高質素的企業才能持續增長及增值財富。我們也相信，以宏觀角度分析股市絕不容易，甚至稱得上是難如登天。鑑於投資者不太可能準確捕捉市場風向的變化，我們的原則是積極對抗逆境，並且避開市場熱潮。

## 國家投資...

MSCI 的分類通常以企業的上市國家為依據，而非經濟利益的所在地，故此本策略的國家投資比重不能完全反映現實。我們曾經討論過有關問題，並指出立邦油漆應該歸類為中國企業，而非日本的物料公司。同樣地，多間香港企業的經濟表現亦明顯受到中國所影響，不少台灣科技公司則依賴全球及中國市場的需求。

僅於 12 個月前，當我們與客戶開會時，他們還會好奇為何我們的中國企業比重較少。到了今天，情況剛好相反，我們持有的中國企業只佔 10%，客戶反而覺得這是一項優勢。話雖如此，我們並不認為投資組合缺乏中國市場的投資，原因是我們買入的企業仍然於當地擁有大量經濟利益。

由於中國的經濟規模相當於其他亞洲國家的總和，我們反其道而行，找出不受中國需求影響或依賴該等需求的投資可能更為容易。最明顯的選擇就是印度，該國佔本策略的比重達到 35%。另外，大部分東南亞國家亦符合有關條件。問題是，多間新加坡的銀行在華經商，而除了怡和合發 (Jardine Cycle & Carriage) 外，怡和洋行 (Jardine Matheson) 集團的成員公司也擁有大量中國業務。

總括而言，本策略的東南亞投資比重達到 17%，當中最主要的新加坡及印尼分別佔 8% 及 6%。至於北亞方面，在我們持有的日本企業中，最少一半公司依賴中國市場，佔本策略的 6%。我們的香港企業投資比重達到 15%，該類企業完全依賴中國遊客及經濟需求，並且明顯受到現行的防疫清零方針所影響。

由下而上地看，投資組合起碼一半的香港企業直接與中國市場掛鉤。綜合上述分析，假如以經濟利益劃分，估計投資組合的中國市場比重最少達到 40%，明顯屬於較高水平。事實上，考慮到中國的經濟規模，有關數字還可能是過分低估。

## ...及行業比重

就像我們的國家投資比重一樣，本策略的行業投資比重也暗藏玄機。在我們的投資組合中，消費行業所佔比重最高。事實上，自六個月前的通訊後，消費行業的佔比進一步增加，從之前的三分之一升至約 40%。根據 MSCI 的分類，我們的消費行業投資比重達到 27%，但在我們眼中，怡和集團 (Jardine Group)、創科實業，甚至上海國際機場都是依賴消費者的企業。

在該類公司中，絕大部分企業 (75%) 經營消費必需品業務，其餘的非必需消費品公司包括冷氣機製造商美的集團、汽車製造商怡和合發 (Jardine Cycle & Carriage)，以及拖拉機兼汽車製造商 Mahindra & Mahindra。這六個月來，我們還增持了印尼的 Kalbe Farma (醫藥製造商，同時亦是非處方產品及奶粉生產商)、LG 生活健康及華潤啤酒。

在減持 HDFC 集團之餘，我們亦增持了華僑銀行，使金融行業的投資佔比提高至 26%。我們買入的金融企業大多是業務簡單的零售銀行，越來越多證據顯示，該類銀行的核心業務回報終於開始上升，不過信貸業務依然缺乏驚喜。另一方面，我們投資的保險商佔比達到 5%，當中包括香港的友邦保險及新加坡的 Great Eastern。

就像大家所預料般，我們增加消費企業比重所用的資金，主要來自沽出科技企業的所得款項。在上次通訊中，科技企業的佔比達到 29%，反觀現在只有 23%。按照目前情況來看，科技企業的比重可能還不算低，可是約有一半公司為資訊科技服務商。Tata Consultancy 繼續是我們最主要的持股，只是我們也新買入了 Infosys 及增持 Tech Mahindra。

我們持有的通訊服務企業又稱為資訊科技平台商，該類公司的比重從 5% 進一步下跌至 3%。在增持 Singapore Telecom 之外，我們亦沽出了 Seek 的全部股票。另外，於 Naver 收購持續產生虧損的美國電商公司 Poshmark 後，我們也減持了 Naver，其後該公司的股價暴跌。

我們理解 Naver 收購 Poshmark，以便建立長期的行業優勢。不過，該項交易明顯會攤薄盈利，而我們原先期望，公司的新管理團隊將會加倍嚴控成本及重視短期回報。這次交易也正好提醒我們，該類企業的文化並不特別著重成本紀律及回報表現。他們的目標仍然是追求增長，或者就像朱克伯格 (Mark Zuckerberg) 所說，他們希望「快速行動、打破陳規」(Move fast and break things)。

## 錯失先機及犯下錯誤

投資組合整體表現欠佳，唯有印度及部分東南亞國家的投資維持堅挺。有人可能會對此感到失望，惟本策略的情況並非個別例子。美元強勢導致市場暴跌，以絕對價值計算，股價逆市上升的企業只屬少數。

我們曾經指出，在大市逆轉之初，沽貨通常是主流。當市場全線向下時，首當其衝的都是規模最大及流動性最高的企業，即全球基金持有少量股份的公司。然後，在 6 至 12 個月內，情況通常會有所變化。

舉例來說，香港封關便對牛奶國際 (Dairy Farm) 造成格外嚴重的影響。該公司成功解決了原本的超市業務問題，並帶動其復甦，可是款待、藥房及 7-11 便利店業務卻普遍依賴遊客及整體經濟發展。

於第三季，香港的本地生產總值下跌 4.5%，意味著本港經濟陷入衰退。在疫情過後，雖然香港應可像新加坡一樣復甦及蓬勃發展。香港正在面對難題，但營商環境及更重要的企業股價已經反映了最壞的情況。不過，我們亦未見到香港出現復甦的早期跡象。

經濟形勢持續逆轉及全球步入衰退，我們檢討了主要投資對象的持倉規模，造成本策略的多元化程度上升及集中度下降。具體來說，我們繼續將創科實業及 Naver 視為優質企業。然而，基於不利因素加劇，我們認為未來 12 至 18 個月的適當投資比重將會是 3%，而非 5%。





## 展望及總結

「人生的本質在於變化。當我們不再改變、失去適應能力、無法作出調整、有效地應對新形勢時，就是死亡的開始。」

(Change is the very essence of life. The moment we cease to change, to be able to adapt, to adjust, to respond effectively to new situations, then we have begun to die.)

—— 李光耀

投資者及基金經理均清楚明白，我們需要隨時適應、調整及應對各項事件，以配合身邊環境的變化。當中，最有效的方法就是承認我們無法準確地預測未來。作為替代，我們可以投資於高質素的企業及往績良好的管理團隊，從而坦誠地面對各項事件，再嘗試對沖有關風險。

無論在任何環境中，優質的企業及管理團隊都能找到方法，應付各類事件及其不利影響。換句話說，我們期望他們制定出最佳的應對措施，確保我們所投資企業的整體可持續發展及增長。有見及此，我們會與企業保持交流，試圖更深入地了解他們的文化。當然，我們也會分散投資。

過去六個月，我們在極短時間內經歷了大量事件，包括部分意料之中及明顯會發生的事件，例如企業估值下降、政策及監管壓力等。不過，在各項通脹、利率、經濟衰退及政治問題下，全面的趨勢逆轉大概剛剛起步，而且有望長期持續。

我們將會密切留意事態發展，有關情況肯定會對投資組合的部署及絕對回報產生影響。眾所周知，李光耀認同馬基維利的主張，惟他在管治新加坡時也要遵守多項不成文限制。縱觀歷史，不受限制的權力一般無法帶來可持續的經濟發展，因此這些限制相當重要。

我們預測，經濟壓力與日俱增，市場很可能會重新平衡，英國剛出現的迅速調整便是一個好例子。要實現真正的可持續發展，政治環境以至是意識形態最終必須能夠為人們帶來繁榮富裕的生活。就像本文開端所說，李光耀往往會問：「這個方法有效嗎？」

上述道理全球通行，只是個別地區可能會較快作出調整。現在，我們繼續抱持樂觀的態度。在上次通訊的結尾，我們提到投資者應該再次將目光放在保本上，並指出我們急需發掘及投資於最優質的企業之中。

我們需要集中精力避免虧損，而非賺取回報，兩者的區分相當明顯。在該次通訊後，全球面對更大的挑戰，但至少企業估值變得更能反映實際的經濟情況。最後，我們感謝客戶對我們的耐心、信心及支持。

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 10 月 31 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，且不构成投資建議。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。