

客戶通訊

不顧價格，追求質素？

2022年12月

「事實上，我沒聽說過我們將會發展電動車充電業務。我真的不知道你從哪裡聽到這個消息。目前，一切都是在發展階段。我們仍未到達有實質成果可以公佈的時候[.....]沒有產品，沒有收益，甚麼也沒有！」

(I am not aware of us getting into EV chargers, actually. I really don't know where you're getting this information. At this point of time, these are all in the developmental category. We have not come to a stage where we'll be able to report anything solid. [...] There are no products, no revenues, nothing!)

以上是印度一間電動馬達公司財務總監被激怒後的話，當時他正嘗試向出席公司最近一季業績公佈的賣方分析師解釋，儘管傳言之鑿鑿，公司卻沒有從事電動車業務，至少在短期內並無有關計劃。然而，經紀商的看法未有受到他的言論所影響，他們堅持公司能夠把握未來電動車行業的強勁增長。無論公司的管理層是否同意他們的分析，他們依然信心十足！

在去年的其中一份通訊中，我們討論過印度企業上市泡沫。投資者將業務模式與中美同業相似的多間公司吹捧成「印度版的傳奇企業」，但該類公司卻往往是估值過高，而且利潤欠奉。之後，企業上市潮消退，市場一片狼藉。單是其中四間新上市的企業，便有約值110億美元的股票將於本月結束首次公開發售禁售期；而該等企業的股份價格已從近期高峰下跌50%，為股民送上了一份「節日大禮」！

與此同時，另一市場泡沫或將發生。上文提到的電動馬達公司就是一個好例子，這間公司的估值遭到推高，預測市盈率高達60倍。這種市場泡沫有別於之前，往往牽涉具有良好往績及回報較高的成熟企業。這類企業的管理團隊通常由優秀的人才組成，故此是我們關注及潛在投資的公司。過去數

年，多間印度企業的估值突然飆升至高位，追上通常只有軟件即服務 (Software as a Service, SaaS) 新晉企業或電動車初創公司才能達到的水平。另外，某間水管公司的已動用資本回報率理想，而且增長往績出色，可是現時的市盈率竟然高達64倍。印度一間頂尖黏合劑製造商的市盈率同樣達到73倍，而之前我們一直看好及投資於該公司。我們還買入過印度首屈一指的雜貨零售商。我們非常欣賞該公司，並破例於五年前成為其固定股東，但因估值原因而出售股份。自此，這間公司的股價進一步上升四倍，當前的市盈率達到驚人的90倍。在金融業中，信譽卓著的HDFC Corp也失落了印度最大非銀行金融公司的寶座，被一間市賬率高達8倍的公司所取代。由此可見，估值大幅增長的企業實在多不勝數。

就像應對企業上市泡沫時一樣，我們堅守投資紀律。我們相信，假如及一旦投資者離場，上述公司的股價將顯著下挫。不過，「優質股泡沫」與上市泡沫的不同之處，主要是當這類企業的估值回落至合理水平後，我們會願意代表客戶買入及長期持有股票。

另外，我們不斷在印度發掘到具潛力的新投資。印度市場規模龐大，上市企業數目多於5,000間，我們持續將符合質素標準的企業加入觀察名單，現已涵蓋超過200間公司。舉例而言，在印度市場上，我們買入了當地數一數二的冷氣機製造商，而未有選擇市盈率達到64倍的水管公司。印度家庭擁有冷氣機的比例只有5%，低於發達市場例如美國¹的超過90%，意味著該冷氣機製造商的滲透率偏低，加上公司的市佔率增長往績不俗，在未來十年內可望迎來更龐大的機遇。更重要的是，該公司的估值亦較為合理。另一方面，市場認為上文提到的電動馬達公司受惠於電動車發展，推動公司的市盈率升至60倍，該項熱潮也為我們創造了投資於其他企業的機遇。例如，印度引擎潤滑油龍頭Castrol India被大幅調低評級，原因是投資者堅信該公司的所有業務均依賴內燃引擎車，因此前景欠佳。然而Castrol India的業務來自現有的汽車，而非新車銷售。往後數十年，印度汽車仍會以傳統內燃引擎車為主，Castrol的業務量可望維持穩定增長。再

¹ 國際能源署，特定國家擁有冷氣機的家庭比例，2018，IEA，Paris <https://www.iea.org/data-and-statistics/charts/percentage-of-households-equipped-with-ac-in-selected-countries-2018>, IEA. License: CC BY 4.0

者，該公司早就推出全面的電動車潤滑油產品，並且計劃進軍電動車充電站市場。長期而言，我們相信該公司的管理團隊很大機會會為業務實施轉型。而暫時來說，Castrol India 仍然是一個理想的投資選擇。該公司的已動用資本回報率突破 200%、手上持有淨現金、過去十年的每股盈利年均複合增長率 (Compound annual growth rate, CARG) 達到 7%、派息率處於 5% 的健康水平，而且在我們首次投資時的市盈

率只有 11 至 12 倍。除了上述公司外，我們的投資組合及觀察名單還有不少具備潛力的企業。

正如我們於 2022 年八月的近期通訊中指出，我們的投資組合表現處於這十年來的巔峰。未來兩年，預料投資組合加權盈利增長將介乎 18% 至 20%，三年平均已動用資本回報率超過 35%，市盈率低至 21 倍。有鑑於此，我們對投資組合的前景充滿信心。

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 11 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。