



## 2021 Q1 中原博立投資組合經理評論 - 致客戶夥伴的信

2021年第一季度已經過去了，這個季度我們看到了市場的大幅波動，首兩月股市表現異常狂熱，但其後新經濟股因美國10年期國債息率抽升而大幅回撤，我們的組合在過程中從高位也有一定回撤。

縱使我們手上沒有水晶球，但是按照多年經驗所得及市場情況判斷，我們認為市場還是處於牛市之中，因為熊市的出現總伴隨經濟的大幅下滑（譬如去年疫情剛出現時）、流動性出現收縮或者通脹短期迅速飄升而導致大幅加息。但是，暫時而言，因為實體經濟在疫情下半場正在恢復中，市場流動性暫時依然充裕。我們當然會密切留意以上三個因素的變化，並持續作出更新看法。

我們是市場的老兵，曾經經歷過太多這樣形式的回調，但是這種回調是健康的，是能夠令股市回歸理性，避免積聚巨大的泡沫而爆破，動搖牛市之根基。雖然我們不期望大幅度回調經常發生，但是我們深知股市大跌時期的操作策略會對我們長期回報率產生關鍵影響。我們不會盲目跟紅頂白，追高殺跌，我們選擇的策略依然是中長線投資優質增長股，並於合理估值或以下買入，買入後便盡量持有，直至公司不再符合優質增長股的條件，或股價已明顯高於估值才果斷賣出部分或全部持股。

在此，我們希望透過這封信件，來說明目前組合的投資情況，以及對當下宏觀局勢的觀點和思考，並分享相關的投資策略和方向，希望能讓你更瞭解當下的局勢情況，也保持著對長期投資的信心。

### 投資組合最新情況

在這季度中，我們的組合從季中的高位也經歷了一段不少的回調。雖然我們在增長股出現大幅回調前，已經分段於1月中後的時點主動沽出或減持港交所、思摩爾及部份醫藥股等股票。我們在秉承價值投資的同時，也會提升對宏觀經濟情形變化的敏感度。但是，我們依然認為這次回調是健康的，過快的升幅對組合長期穩定增長並不是好事；同時我們作為長期投資者，短期的波幅無礙我們長期取得好成績，我們手上持有之公司均是優秀的公司，優秀的公司經歷回調後總會隨著業績帶動創出新高。

我們鑒於美國10年期國債息率上升，已嚴謹地審視組合內每一持股，為所有持股進行較保守（Conservative）的估值考慮，進一步賣出部份估值較不吸引之持股，稍為增持現金，並耐心留意增持核心持股的機會，希望組合注碼更專注（Focus）在核心持股上。我們不能預期股市會何時會回復平穩，因為這取決於市場對於美國10年期國債利息的預期變化及其最終的目的地，也要配合公司的估值消化，這中間需要時間去找到一個新的平衡點。我們預期組合內之公司會繼續交出亮麗的增長，只要給予多一點耐心和時間，估值溢價將會被高增長撫平。

我們預期2021年第二季度的股市還會表現反覆，因此騰出的現金並不會急於入市；同時我們也會適量地調整組合的構成比例，會適當地加入一些增長較為平穩、估值較低之增長股，譬如最近被納入組合之中信國際電訊，以期在進攻與防守中取得一個優秀的平衡。

### 博立以平常心來面對股市的短期波動

我們團隊是以深度閱讀見稱，每天花上最多的時間並不是在股票機前面看著股價變動、也不是在忙著交易，而是將時間和精力放在閱讀有意義之年報、書籍及文章上。最近，我們分別地讀到兩位成功的創業家張一鳴（字節跳動之創辦人）及段永平（步步高之創辦人及著名華人投資家）論述「平常心」之重要性，希望藉此分享給大家。

張一鳴剛剛於3月30日，在公司9週年慶上，發表了演講《平常心做非常事》，分享了他對於「平常心」的思考：如何以平常心對待自身、公司業務、行業競爭、成功和失敗。他在講話中提到：「過去一年跟很多同事有交流，我覺得保持平常心的人，比較放鬆，內心沒有扭曲，觀察事物細膩，實事求是，比較有耐心。他們往往更能把事情做好。大多時候，人在沒有偏執或者雜念的情況下，都能夠有很好的判斷。有個說法是「本自具足」，保持平常心才能做出非常之事，我們週年的主題是「Remain Grounded, Keep Aiming Higher」，我的理解這兩句意思是相似的，只有心態越平穩，才能紮根越牢，才能夠有魄力有想像力去做更難企及的事情。」

而段永平也曾經提過：「平常心其實就是在任何時候，尤其是在有誘惑的時候，能夠排除所有外界的干擾，回到事物的本質（原點），辨別事情的是非與對錯，知道什麼是對的事情。」

我們之所以在此信件中提出平常心的原因是因為投資者在投資的過程中稍不留神，也會失去平常心，尤其是在股市出現激烈震動或者回調時，人總少不免會出現毛躁、懷疑、不安等情緒，導致最終的行動有違原意，甚至做出一些與自己堅持的理念相反之衝動行為。平常人大多很難有平常心，平常心實際上就是不平常心，對誰都不是件容易的事。只要我們能理性思考，保持耐心，便能較容易維持平常心。

我們會盡力以平常心來面對股市的短期波動，因為我們深切明白投資的根本是買公司、買管理層、買生意模式，而不是單純地買一個股票號碼。同時，我們是以長期思維去看問題，盡量以三至五年之周期去看投資，除非股票估值過高或者基本面發生重大變化，不然我們將盡力長期持有優秀公司，分享長期利潤；再者我們擁有其他一般投資公司所缺乏之巨大優勢，我們的客戶夥伴是市場中為之少數的優秀投資者，一方面對博立團隊交付巨大的信任，同時也願意付出耐心等待公司價值成長，以中長期思維去進行投資。因此，我們與客戶夥伴均會以「年」，而不是以「月」或「日」去判斷投資成績，因為我們是股市的長期投資者，我們難以要求每一家投資目標均能在短時間內提供可觀回報。同時，我們也認為以中長線思維去判斷公司的發展方向，遠比判斷未來數個交易日的股價走向容易。投資價值需要耐心等待去積累，價值只會遲到，而從不會缺席，我們挑選之投資目標均是優秀公司，我們會以平常心去作最理性的操作，爭取長期優秀回報。

### 當下的投資策略

我們深信價值投資是長期有效，但是請不要忘記任何長期有效的方法都有短期的波動。我們投資的信心是建立對公司的管理層、商業模式和公司基本上，而不是建立在股價的上漲身上，因為股價必然會有上下波動的時候。因此，在長期而言，我們選擇之優質增長股或許會有階段性跑輸市場的時候，但是這並不會影響我們的長期成績。

我們在剛剛過去的業績中，篩選出一些初步看來很不錯之公司，我們將在往後的時間逐一深入研究，以期能夠找出一些優秀公司，進而納入組合之中。同時，我們也因為個別公司公佈了業績，更新了最新的看法和估值，並且在投資注碼上有所調整，其中一個例子為頤海國際，我們已持有頤海多年了，也一直很認可公司的管理層和經營策略，而股價上也帶來數以倍計的回報，但是公司剛剛公佈的全年業績大幅不如我們預期，管理層在業績會上也坦誠承認了問題之所在，並責成會盡力改善業績，但是我們也根據最新業績情況適當地調低預期及估值，縱使我們認為長期而言頤海依然是好公司，但是現階段並不是好股票，因此我們會為持股比例較高之舊客戶夥伴減持，新客戶夥伴暫緩買入持股。

最後，我們在增長型公司急劇回調後，反而會樂觀一些，風險已經大幅度地釋放了，當然這並不代表股價將立即大幅反彈，但是總體而言股價應該會逐步回穩。

### 耐心等待投資價值之積累

我們對中國經濟和資本市場的長期前景是樂觀的，相信會有一批優質公司不斷壯大和成長。對於一些新加入博立之客戶夥伴而言，或許短期的市場波動帶來暫時性之虧損，但是請不要過份擔心，股價的變動會帶來短期的波動性，但是這無損我們的組合長期達至增值的目標。我們的目標依然很明確，就是在盡力保障客戶資產穩健性外，同時盡力爭取最佳回報。我們有足夠信心以年度計算的話，我們能夠取得不錯之成績，畢竟自博立於2017年7月創立以來，我們的組合以年度計算的話，已連續4個年度均取得「正」回報。

執筆之時，團隊內的Larry剛誕下麟兒，在此感謝各位客戶夥伴滿滿的祝福。Larry定必在照顧好家庭的同时，繼續一如以往與其他團隊成員一樣，將源源不絕的熱情注入投資管理工作上。Larry也承諾會成為兒子的好榜樣，用心做好專業、用心管理好客戶夥伴之資產，以不辜負所托。

我們將始終如一，堅守價值，創造回報。

聲明：本報告的資料僅作參考之用，並不構成任何投資建議，或構成任何回報保證，並且有關內容可能隨時更新。中原資產管理有限公司相信本報告所載資料是準確及可靠，但不保證其準確性。所有提供的資料及分析源自歷來的資料，閣下不應將之視作選擇投資的全部根據。本公司對任何人士因直接或間接使用此等資料及內容所引起的可能損失或損害並不承擔任何責任。投資者應注意，投資產品價格及其收益可升可跌，過往業績並不代表將來業績保證。中原資產管理有限公司、其董事、管理層、僱員、顧問或員工不會保證投資產品的表現。