



2020 Q4 投資組合經理評論 - 致客戶夥伴的信

2020已經過去了，全球實體經濟在疫情下深受打擊，但同時各國央行均推出了天量的量化寬鬆措施去為疲弱的經濟注入動力，令股市表現亮麗。我們的組合在2020年也取得很不錯的成績，但是我們從來也與客戶夥伴反覆強調，看一個基金經理的能力除了看牛市的升幅如何，更重要的是需要看他在熊市時他如何保障到客戶的資產，如何做好風險管理。

今年以來，我們認為整個投資表現應該以兩個階段呈現給客戶夥伴審視，其中一個階段是2020年第1季度(Q1)時，當時疫情迅速籠罩全球，全球股市更於3月時大幅下挫，恆指在Q1下跌-16.5%，我們的組合在不運用任何槓桿及衍生工具下，只透過優秀選股及階段性部署沒有槓桿成分的恆指逆向ETF作為對沖，我們的組合在Q1只輕微下跌低單位數字。其後在第二階段，於3月底時我們因應美聯儲推出無限量寬，歐美等地開始以封城等措施應對疫情，而同時股市估值已大幅下挫，我們逐步退出對沖，適時加強組合的進攻力，也順利享受了自4月以來的升浪。

執筆之時，疫苗已經陸續面世，但是近日再度傳來變種病毒在英國等地出現。暫時而言，慶幸的是我們只看到病毒的傳播力更強，病毒株還未出現變異，已開發之疫苗應該還能有效應對。除了中國以外，亞洲地區、歐美等地依然深受疫情影響，我們依然認為疫情還會籠罩著世界好一段長時間。疫苗接種計劃還需時甚久，估計2021年下半年才能完成較大規模的接種，而要達至全球群體免疫估計最少需時1年以上的時間，經濟的V型反彈最快也可能是今年年中才會出現。

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，我們的組合在季初也經歷了一段回調，但是我們認為這種回調是健康的，過快的升幅對組合長期穩定增長並不是好事。其中，回調較為明顯的版塊是醫藥，原因是市場擔心集中採購或醫保談判會為創新藥、醫藥研究(CRO)或醫藥器械行業帶來毀滅性影響，但是我們一直盡力堅守這方面的投資，只是適量地調配注碼，這是因為我們認為中國未來的醫藥發展空間巨大，只要公司能夠一直堅持以長期思維去達至創新，創造具競爭力之產品，依然能夠享受很不錯的利潤。

同時，物業管理股在期內也反覆下挫，主要是受到源源不絕的新增IPO供應影響，市場從已上市之公司分流了一部分資金，於是我們進一步去蕪存菁，將注碼集中投資在龍頭碧桂園服務(6098)及增長較快的永升(1995)身上。尤其是碧桂園服務，我們依然長期看好，並認為最近的配股集資能夠進一步加強其在業務上的領先優勢，我們短時間內看不到增長走到盡頭，反而認為物業、城市管理等等領域存在巨大的增長潛力。

近期，中國明顯收緊對科網巨企的管制，譬如陸續推出反壟斷法、社區團購“九不得”等指引。短期而言，毫無疑問會對相關行業的估值帶來一定負面制約。但是，我們深信反壟斷的初衷並不是要壓死科網巨頭，只是希望營造一個更加健康、公平的競爭環境，這樣對國家經濟的長遠發展才會更為有利。我們期待科網巨頭可以更重視產品內容、改善技術、改善營運效率，甚至是用戶體驗，而不是單純以規模效應去補貼、排他競爭、殺熟等，這樣長期而言他們的護城河將更深、更穩固。唯有能配合政府思維，能夠創造價值之科網巨頭將可以繼續實現增長，這是考驗管理層和團隊實力的最佳時機。我們並不認為科網行業不再值得投資，只是短期股價表現應該存在一定壓力，為了令投資資金更具效率，我們不排除階段性減持部分科網公司的持倉。

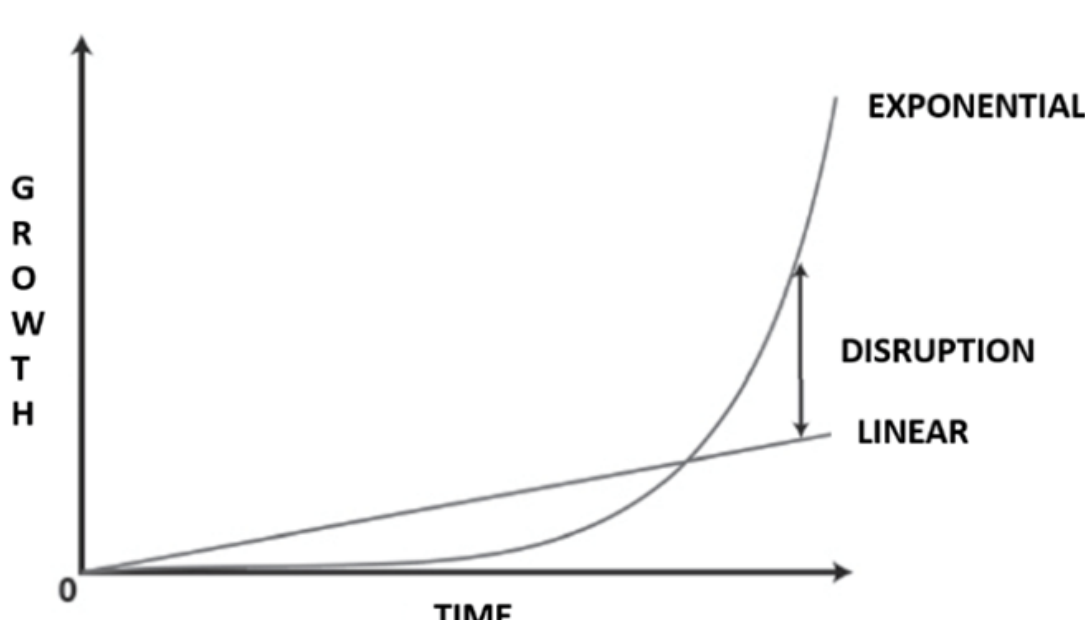
至於美股方面，我們也是繼續把投研重心繼續放在三大能力圈內(新經濟、大醫療、大消費)，但由於個別股份之估值相對昂貴，我們會耐心等待機會納入更多優質投資目標至組合之中。

博立致力成為長期思維的勝利者

我們認為博立的組合可以取得長期的成功，其中最主要的原因包括：

1) 投資界普遍以短綫思維去看待公司，分析師以季度業績、每月數據去判斷一家公司的增長潛力，又或者被短期的消息面影響對公司長期競爭力的判斷，這樣便提供了絕佳的投資機會讓我們擁有長期思維的投資者在較低估值時收集優質股票。

2) 投資界很多時候會低估某些優質公司之成長性，因為分析師主要也是依賴公司提供未來增長指引(Guidance)，或者他們在估算未來增長潛力時也傾向以較保守的綫性(Linear)估計，而不是拋物綫性(Parabolic)估計，這樣在對未來增長估算時便會顯得過份保守，低估了公司的巨大增長潛力。



3) 我們坦誠地承認自身無法把握股價的短期波幅，大部分投資者均希望能夠把握每次的股價高低，但是真正每次做到「高位沽、低位買」的人又有多少呢？根據我們的長期投資經驗，我們不難發現最能賺到可觀利潤的方式就是與優秀的公司一同成長，優秀的公司總能超越你的原來預期，持續創造價值。我們希望組合內可以擁有更多猶如騰訊股之優秀增長股，長期帶來數以倍數計的升幅。

4) 我們也經常查找不足，永不滿足，止於至善，相信投資本身就是一個不斷學習的過程。我們不斷透過閱讀海量的書籍、反覆思考每一個決策過程，從而務求每一年也能做到表現的躍升，其中渴望能持續提升自身的思維界限、風險管理或資金注碼配置的技巧。我們的目標一直非常明確，我們會嘗試比肩頂級運動員，日復日、年復年投入巨大心力去訓練，同時也不會因為一次冠軍、一個獎牌而感到滿足，我們的動力就是源自渴望不斷衝破自身界限。當我們檢討2020年的表現後，真切地認為在投資注碼分配上可以做得更好，如果能夠分配更多資金在確定性高、上升潛力巨大之投資目標上的話，我們整體投資表現可以更佳。我們已於剛剛過去的一個月重新制定了一份新的投資目標評分制度，其中會深入考慮如商業模式、公司成長性、替代成本、激勵機制等多個環節，我們團隊成員會就著每個研究的投資目標進行嚴格評分，然後再通過會議深度討論，最終達到80分以上的投資目標的才有機會被納入組合之中，而達到85分以上的投資目標的需要作出更進一步的深度研究。同時，投資注碼也需要與評分相匹配，我們衷心期望新的評分制度能夠協助我們進一步改善表現。

當下的投資策略

我們從來不懂得對股市走勢作出預測，我們只專注在公司的基本面分析。我們會繼續密切留意公司的估值，留意個別股份會否出現過熱的跡象，一旦去到那個位置我們會毫不猶疑作出減持。同時，我們也會關注市場的資金情況，暫時而言，疫情還未完全過去下環球央行還是要繼續維持寬鬆的貨幣政策，這令市場資金非常充裕，也某程度令到投資者願意付出較高估值去買入優質資產。只要公司能夠交出增長，估值也應該能保持著，我們暫時對總體投資市場依然維持樂觀的看法。

在投資佈局上，我們會更多考慮疫情下半場、經濟逐漸回復正常的環境。我們一方面認為疫情橫跨的時間相當長，因此民衆的消費習慣或模式已經作出了重大改變，部分新經濟公司將長期受益，哪怕疫情受控後增長趨勢也不會明顯放緩。有研究顯示，人類需要66天的時間去形成一個新習慣；但這次疫情已帶來超過300天的影響，試問新消費習慣怎能不根深蒂固呢？因此，我們依然長期看好電商平臺對消費的滲透、移動支付或遠程醫療的發展空間。同時，個別行業明顯受疫情影響，但我們會密切留意他們的恢復狀況，並不排除適量一些傳統行業，以同時把握後疫情時代的增長趨勢。

我們曾於第三季度的信件中提及將於首階段將美股配置在25%左右，執筆之時，美股已佔到我們組合NAV近20%了，我們將持續豐富美股的覆蓋，並於今年進一步陸續提高相關比例。港股、美股依然有不少具備潛質之新股上市，我們已率先研究了部分精選目標，也不排除待他們上市陸續納入組合之中。我們過往與客戶夥伴溝通時曾提及組合一般會維持持有30隻股票或以下，鑒於加入了美股投資，我們會將適當地將限額提升至40隻股票。但是，請放心的是，我們的核心持股依然會維持較高比例的持倉，並不會過度分散而影響到投資回報。

耐心等待投資價值之積累

我們經常告訴客戶夥伴應該以「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，我們也認為以中長綫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，我們有信心他們在中長期會帶來優秀回報。

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。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。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。我們衷心感謝每一位客戶夥伴對我們的信任和支持，就是你們背後這份信任，讓我們有信心以長期思維去操作投資組合，並致力成為股市的長期優勝者。

中原博立在去年年底聘請了兩位具備潛質之年輕分析員，分別是Heidi Fu及Gordon Choy，他們具備激情、好奇心及優秀分析能力，已持續地為我們組合尋找到不少有潛質的投資目標。他們即將進一步提供貢獻，將會陸續參與Youtube訪問及在博立網頁上撰寫分析文章。

最後，個別客戶夥伴曾詢問何時是較適合的時間去加注在博立上之投資。首先，我們對未來股市的走向不能作出保證，但是我們卻能保證定必用心管理好客戶夥伴的每一分、每一毫。第二，在客戶夥伴每次新增資金後，我們不會急著立刻將資金一下子全部投放在股市上，我們會以一貫的選股準則和估值標準，分階段慢慢投入資金，以客戶夥伴的最大利益為依歸。最後，我們希望每一位客戶夥伴在投入新資金時也以中長綫思維看待，長綫獲利的機率總是巨大的。

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。