



2020 Q3 投資組合經理評論 - 致客戶夥伴的信

全球疫情持續呈分化現象，個別地區如中國等已重啓經濟並展現非常不錯的復蘇；但是某些西方國家在嘗試重啓經濟後再次見到疫情蔓延，暫還未見受控。同時，世界各地也加緊疫苗的研發，估計最快有望在第四季內正式推出；但要滿足全球人口的接種計劃估計還需一至兩年的時間，因此疫情還會籠罩著世界好一段長時間，我們依然認為全球經濟活動的重新擴張或不如市場預期般樂觀，經濟的V型反彈最快可能是延遲至明年中才有機會出現。第四季的市場焦點除了疫情外，美國大選也是重點關注事項。執筆之時，美國已舉行第一場總統辯論，選舉最終結果暫未可知。在此，我們希望透過這封信件，來說明我們目前組合的投資情況，以及我們對當下宏觀局勢的觀點和思考，以及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

一如以往，我們的投資策略主要分為兩個思路：一方面我們堅守手上的新經濟、大消費及大醫藥板塊；另一方面我們在選擇投資標的時，也會同時考慮公司業績確定性和能否長期適應疫情後的新時代。在第三季內，我們組合中的重點持倉如物業管理板塊、生物醫藥、新經濟股份在早段帶來不錯的回報，升幅大幅領先於大市；隨著市場進入9月份展開調整，我們的組合也不能避免地跟隨下跌，縱使回調幅度也一直較大市為低。我們認為這是一次健康的調整，過急的升勢反而不利股市的長遠發展，股價如果過分透支未來的增長前景，只會形成泡沫。暫時而言，我們不認為市場估值已達泡沫價，適量的回調會令估值重回一個更合理的水平，我們對股市的中長期走勢並不悲觀。

再者，市場也有論調指出今年增長型股票大幅跑贏價值型股票，因此未來價值型股票將會重獲投資者的青睞，有機會跑贏大市。但是，我們對此不以為然，因為從來增長率（Growth）也是價值投資（Value Investing）衡量估值的一個重要部分，而今年部分所謂價值型股票如滙控等的股價低迷，不是單純的風格或資金轉換，更多是反映公司基本面的惡化。滙控在金融海嘯後已受到各方面的衝擊，譬如淨息差收窄（全球進一步向低/負利率）、監管成本不斷上升、商業模式被虛擬銀行、支付平臺顛覆等，再加上突如其來的疫情再為原來已疲弱的身軀補上一刀，因此股價下跌是可以預期的。

我們不會盲目追求市場熱點，也不會將投資標的簡單二分法為增長型股票或價值型股票，我們心目中的選擇依然是那些擁有優質管理層、處於高速增長賽道、同時兼備業績確定性的優質股份，因此我們組合最近也加入了一些傳統行業如亞洲區海陸運輸龍頭海豐國際等優秀公司作中長綫投資。

同時於中期業績後，我們也適量地減持了部分板塊之持股比重，其中比較明顯的是雅生活及個別醫療器械股。雅生活是屬於物業管理板塊，我們繼續堅定看好這個板塊的中期發展，這次減持更多是反映是我們對個別倉位的調動。雅生活現時的估值並不昂貴，但是在完成中民的收購後，市場或許擔心其後續的發展，始終其母公司並非那些增長迅速的內房，而再作大型收購的難度頗高，因此在股價上或會比其他同業為弱，我們適量減持後已將資金轉投其他投資標的上。

至於醫療器械方面，我們減持了春立（全數）及微創（部分），主要是因為國內集采的力度較預期為大，同時我們希望在倉位上更聚焦，因此最後傾向保持微創及其他醫療器械股份。我們中長期的思路沒變，始終認為具備優秀研發能力，同時能持續推出有競爭力產品之公司，將可以在國內實現國產替代，甚至出口全球。

選舉年的宏觀局勢

最近的市場回調主要是受以下三個因素影響：

第一，政治環境不好。隨著美國大選的靠近，市場開始不斷Price-in風險溢價；同時兩邊候選人在競選期間也有機會打出不同的嘴炮，也會為市場帶來不安。我們手上沒有水晶球，也未能準確預測誰會當選。猶記得上屆特朗普確認當選後，原來市場當下立刻下跌，然後便在稍後展開一個長期的上升浪，出乎意料地帶來一個美好的股市蜜月期。我們認為美國大選只會為股市帶來一個短期的困擾，中長期股市走勢更多還是聚焦在個別公司之增長上。如果從中長期去看的話，我們更多認為選舉年帶來的只是噪音，而我們更希望如果美股市場因為突如其來的氣氛轉變而下跌，反而會為我們帶來更好的美股建倉機會。

第二，流動性衰退。某些地區如中國等因為經濟的復蘇已陸續減低財政及貨幣政策上的支援，這實屬合理，政府應會考慮保留子彈以為日後可能發生的危機留下空間，有進有退，但這間接會令原來極度寬鬆的流動性帶來收縮。而歐美等地雖還未走出疫情，但是從以美聯儲為首的央行已未見資產負債表進一步擴張，因此我們也可以判斷央行沒有繼續為市場注入源源不竭的流動性，這也會壓制了短綫估值的進一步上移。但是，從中長期去看，環球會繼續維持低利率（美聯儲指出2023年或之前不考慮加息），同時因疫情而放出的寬鬆流動性也不會在短期內收回，因此我們有理由相信股市的較高估值會維持好一段長時間，只要公司能夠交出增長，估值也應該能保持著。

第三，市場情緒低迷。這個因素更多是反映在香港股市上，個別傳統股份如滙控及內銀股等在9月份屢創新低，甚至個別內房如恆大地產等也曾傳出資金鏈問題，也影響了市場的整體氣氛。暫時而言，恆指的P/E估值為10.8倍左右，位處於平均之下，如無重大不利因素，股市應該較難跌穿今年3月份之低位。在個股方面，我們更多的是看到健康調整或者板塊輪動，股票的動力並不算太差，我們手中部分持股還在9月份內創出新高，因此我們不會因為低迷的市場情緒而影響到對持股的判斷和信心。

當下的投資策略

我們當然也致力爭取每一個季度均能取得正回報，但是同時我們並不會為了爭取短期回報而放棄長期利益。具體意思是我們只會關注公司的長期變化，而不會花太多心神去預測短期股價波動並嘗試獲利，甚至頻繁地調動倉位去不斷追逐短綫市場熱點。我們對持股之Q3業績比較有信心，組合現時還是較大側重在中國股票，中國經濟的恢復是非常明顯的，後續的市場行情應該是由業績推動來替代流動性推動，反而更健康些。

如我們的核心創新藥投資百濟神州一樣，有投資者曾指出這家公司多年來花了股東很多錢，卻遲遲還未創造巨大的盈利，為何還值得投資呢？如果對於一家創新公司要求實現短期的營利，那麼做法很簡單，就是不應該繼續花錢去做研發創新，反而應該平庸的去選擇盈利，假如百濟神州當下砍掉所有研發項目和優秀的研發團隊，只留下已商業化的單抗PD1產品，那麼公司應該能即時實現盈利，但是它還剩下什麼投資價值呢？價值並不是單看公司的短期盈利價值，而是更應該關注長期競爭優勢價值。因此，我們只會參考短期的股價走勢，但是並不會單純以股價走勢作為決定倉位去留的關鍵因素，我們更多是關心公司的商業模式、經營策略或業績等領域，如非以上因素之改變，我們更多傾向是保留持股，或留待更好的新投資標的出現才作更換。

港股今年剩下的時間還有不少具備潛質之新股上市，我們已率先研究了部分精選標的，也不排除待他們上市陸續納入組合之中；同時我們也正在繼續豐富美股之研究，希望在第四個季度內可以完成數個主要板塊的研究，這樣在往後將提供更豐富的選股選擇予我們組合。

耐心等待投資價值之積累

在這季度中，我們的組合繼續展現很不錯的表現，再次逆市取得正回報。我們會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），同時放眼美股市場，希望能夠持續納入更多優質投資標的至組合之中。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，我們挑選之投資標的均是優秀公司，我們有信心他們在中期會帶來優秀回報，而市場在回調後只會變得更健康，獲得收益只是遲早之事。

另外，我們欣然宣佈中原博立全權委託投資管理服務已於9月內正式開通投資美股權限，我們將把握機會在美股市場回調時積極建倉，按部就班地買入優質公司。同時，隨著管理資金量的提升，我們將珍貴的資源放在聘請投研人才上，以期帶來更佳的潛在回報，這才不辜負客戶夥伴的期望。中原博立已於第二季度內成功聘請兩位具備潛質之年輕分析員，他們將為我們團隊注入新動力，為我們帶來更多優質的分析。

最後，我們早前獲天窗出版社垂青，將會就博立的投資風格及思路著書分享，新書將有望在年底前推出。我們衷心感謝各位客戶夥伴的長期支持，待新書出版後定必郵寄送上以作寄存，聊表心意。

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、董事、管理層、雇員、顧問或員工不會保證投資產品的表現。