



## 2020 Q2 投資組合經理評論- 致客戶夥伴的信

全球疫情持續蔓延，但是某些國家已見受控，經濟也陸續重啟。同時，隨著聯儲局和歐洲央行等均推出無限量寬，資金已貪婪地湧進市場，多國的投資市場均回升至疫情前的位置。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

一如我們第一季的季報所述，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受惠疫情後的新時代。

在第二季內，我們組合中的重點持倉如物業管理板塊、美團、平安好醫生及阿里健康等股份均帶來優秀的回報，升幅大幅領先於大市。有個別投資者或會認為這是投資市場的風格轉換，從價值型投資轉向增長型投資，但是我們卻不以為然，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。我們期望為組合持續找到更多擁有優質管理層、高速增長賽道、同時兼備業績確定性的優質股份，讓公司的持續成長為組合帶來長期的推動力。

如果把我們的投資組合比喻為一隊球隊的話，我們希望球隊是既帶有優秀進攻，也帶有優秀防守。一隊球隊要獲勝可以有很多方法，譬如可以大打進攻足球，無論最終比數是4：3或者6：5也好，只要比對手多入一球或以上便可勝出。作為球迷，你很可能會認為這是一場精彩的賽事；但是當你作為教練、球員，甚至球隊班主時的心情應絕不好過。如果我們將故事場景套在資產管理上，投資者很可能在過程當中飽食驚風散，因為組合一來表現呈現極大波幅；二來在組合大幅下挫時，客戶繼續持有的心理壓力異常巨大。

我們的目標一直非常明確，我們除了要進攻了得外，也要盡力做好防守，在風險和回報之間取得一個優秀的平衡。我們期望球隊是以3：0、4：0的方式去贏得賽事，在盡量不失球的情況下攻入更多入球；就如我們希望在熊市時也盡量要做到絕對回報；在牛市時也要賺取一個較理想回報。因此，我們的組合在第一季股市大幅下挫時曾展現不錯的防守力，該季只錄得低單位數的跌幅；而當市場穩定下來，我們的組合在第二季內已率先創出新高，並持續領放大市。

### 疫情下的宏觀局勢

期內以聯儲局為首的各國央行向市場投入了天量的資金，而其中只有少部分資金是流進實體經濟內，更多的資金是流進股市之中。執筆之時，美國超過一半州份的疫情正在上升，每日宗數重上3萬宗以上；這某程度上也是能夠預見之事，畢竟以總統為首的美國人大都缺乏科學根據和理性思維，抗疫工作盡是遲緩和混亂。我們將要持續監察疫情的進一步發展，同時我們認為經濟活動的重新擴張或不如市場預期板樂觀或者順暢（Smooth），經濟的V型反彈較大可能是延遲至明年年初才有機會出現。

我們現在預期宏觀局勢將以兩個方向發展，詳情如下：

情景一：倘若疫情再度影響經濟，聯儲局的工具箱還有「法寶」可供使用。譬如聯儲局可以考慮參考歐洲央行的做法，推行負利率措施；亦可以參考日本央行的做法，在現時直接買入債券以外，再加入直接購買股票ETF去支持股市等。相信在特朗普政府的威脅/要求下，聯儲局將會用盡一切方法，不計較成本或長期負面影響下救援股市及經濟。這樣可以預期的是，我們手中持有的優質股票會繼續吸引資金追捧，估值走得更高，同時股市與實體經濟更加脫鉤。

情景二：倘若疫情陸續受控，相信一眾央行將會減慢釋放源源不絕的資金，資金面的動力將會逐步減退，這樣將短期內限制股市的升幅。

於我們看來，暫時情景一發生的概率應較大，至少針對美國市場而言，因此股市在極度寬鬆的貨幣政策下應該較難出現像今年3月時的崩盤情況，大市應該在震蕩中呈現上升趨勢。當然，我們會不斷針對市場發展的形勢，持續修正我們的看法，並不會因為預設立場而不作改變。

### 當下的投資策略

我們現時的投資組合基本上聚焦在新經濟、大消費和大醫療三個領域，手上持有的公司均是行業內的頂尖份子。慶幸的是我們的選股也獲得市場的認可，譬如第二季內一眾醫療器械和創新藥的升幅可人，我們認為這些公司的業務將持續受惠國產替代、市場滲透率提升，在中國市場還有極大的發展空間。

但是，在投資組合表現可人時，我們也會時刻提醒著自己，要不時留意股市的資金動向，股價走高後估值會否已達偏高水平等因素，須非常注重防範風險和控制倉位水平。我們手上持股雖然均以中長期佈局的心態持有，但倘若隨著股價不斷上升，導致未來一年的潛在回報低於15%或以下時，我們將果斷停止買入或增持，並考慮在適當時候稍作或全數減持。我們將時刻秉承價值投資的理念，勇於在市場恐懼時買入股份，也勇於在市場貪婪時賣出股份。

我們致力投研能力一直領先於市場，在市場形成共識前率先已看到公司的真實價值。以美團為例，我們去年年末在iMoney訪問中也提到作為一個全方位生活化平臺，美團的市值在中期絕對值得上萬億，而當時美團的市值還在5000億以內。這個1萬億的數字目標絕對不是拍腦袋隨便得出來的數字，而是我們通過嚴謹比較美團與其他科網巨頭的估值、經營模式、護城河、發展軌跡等因素綜合得出來的結論。對於手上持有的公司，我們會反覆思考其發展會否在往後的時間再上一個臺階，市值再做一個躍升。簡單來說，究竟市值百億之公司能否上千億？市值千億之公司能否上萬億？我們希望在公司市值還小時已率先佈局，並且分享其高速成長時帶來的股價上升動力。但是，請務必留意並不是每家公司均有機會變為千億、甚至萬億的公司，因為其所處的行業賽道、商業模式、管理層思維、團隊能力等因素均會帶來不同的結果。以最近在港作第二上市的網易為例，其核心主要依賴遊戲，缺乏騰訊股擁有微信、QQ等社交化平臺，估值是很難上萬億的，現在的市值已很難再大幅上漲，潛在空間不大。反而，在美上市的中概股拼多多或許潛在空間更大，因為阿里巴巴的電商經驗已證明能支撐上萬億的市值，拼多多的行業賽道足夠廣，其商業模式更具社交化，配合其創始人的執行力和遠見，市值絕對有機會在現階段再上一個臺階，這樣便值得我們花上寶貴的投研時間去作深入研究。

這些機會並不常見，但絕非罕見，我們認為在港股市場、甚至即將開啓投資的美股市場依然存在著不少機遇。

### 把握美股投資新機會

在這季度中，我們的組合展現很不錯的進攻力，連續三個月月份錄得正回報，並跑贏大市。

我們現時把投研重心放在三大能力圈內（新經濟、大醫療、大消費），希望能尋找最佳的投資標的，把握不同產業的長期增長趨勢，適當地配置不同優秀公司，同時以分散投資方式去規避風險，組合中持有的都是優質的公司股票。

另外，我們欣然宣佈中原博立全權委託投資管理服務將於8月內可正式投資美股市場，我們將在往後的時間利用電郵作進一步的通知。美股市場深度夠、投資選擇廣，具備不少具有顛覆性創新（Disruptive Innovation）基因之公司，他們運用創新科技去顛覆舊有產業，大幅提升效率。我們把一直行之有效的選股方法應用在海外市場，已在這段時間內精心挑選了數家優秀公司，將會根據市場形勢及估值，按部就班地投入美股市場，初步份額以不高於客戶夥伴的25%資產淨值為基準。

同時，中原博立現時也正在聘請分析員（Research Analyst）。當我們現在有了一定規模和業績基礎，我們第一時間不是去「打廣告」，期望尋求更多客戶；而是繼續修煉內功，打好基礎，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。

我們將始終如一，堅守價值，創造回報。

聲明：本報告的資料僅作內部參考，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。中原金融集團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，基金單位價格及其收益可升可跌，過往業績並不代表將來業績保證。中原金融集團有限公司、董事、管理層、雇員、顧問或員工不會保證投資產品的表現。