



## 2021 Q3 中原博立投資組合經理評論 - 致客戶夥伴的信

2021年第三季中港股票市場風起雲湧，中國政府針對多個行業的監管政策紛紛出臺。我們組合中的持股雖然只有小部分處於風眼界別之中，但是整體投資表現難免有所回落，在第三季度錄得暫時性的虧損。但是，我們組合的今年至今（YTD）回報依然遠遠優於恆指，其中這是在我們適當地分散在三個主要界別（新經濟、消費及醫療）、優質股份的抗跌能力較佳及部分資金已投資在美股之中。我們很有信心這個季度的虧損只是短暫，組合在逆市中已展現非凡的防守力。

在此，我們希望透過這封信件，來說明目前組合的投資情況，以及對當下形勢的觀點和思考，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，組合無可避免地錄得暫時性虧損，但是我們認為回調幅度是可控的。我們於季度內進一步整合中國新經濟板塊的持股，其中沽出了阿里巴巴（9988），主要是因應政策及公司基本面的變化，導致此股之評分低於組合的最低要求，因此我們主動調整倉位。同時，我們現時中國新經濟板塊的持股比例不足10%，其中尤以騰訊（700）及美團（3690）為主力，主要是對他們抱有充足信心和他們是行業內少數依然是由創辦人主理之科技公司。

至於消費板塊方面，我們的投資主力還是放在汽車經銷商和物業管理上。汽車經銷商短期或受到晶片短缺的消息影響，但是我們務必強調適量的供應緊張是利好經銷商的銷售和毛利，同時這是供應問題，而不是需求問題，內地居民對豪華車的需求依然巨大，行業內也存在大量的收購整合機會。對於物業管理行業，我們只會傾向投資龍頭碧桂園服務（6098）。碧桂園服務於最近一個月雷厲風行地進行了兩個收購，正正反映了公司的志向和執行力，果敢於行業低潮時用價值投資思維進行長期佈局。這些收購將會是可一不可再，同時也為公司未來數年種下堅實的增長基礎。

關於醫療板塊方面，我們的投資主力今年以來大都依然是維持正回報，縱使期間從高位有所回調，但是其中部分持股如百濟神州（6160）於季內還曾創出歷史新高。我們相信中國醫藥行業還是具有巨大的發展潛力，其中的推動力如研發能力持續進步、人口老化、醫保支出保持增長等多個因素還是正向地影響著行業，我們需要做的是牢牢持有未來贏家和把握機會在低位不斷增持贏家，未來回報會是巨大的。

組合中的美股佔比於期內上升，其中這是由於持股股價上升和我們主動增持個別股份，其中重點持股如SEA（SE）及Shockwave（SWAV）在不知不覺間已成為組合中的第二及第三大持股。我們不排除在往後的季度持續優化美股部分的持股，一方面是個別公司的基本面或者估值出現變化，另一方面也是我們主動希望持股更集中，將注碼放在更優質的公司上。

長期而言，我們繼續積極在三大主力板塊，新經濟、消費及醫療中尋找長期贏家，同時我們的選股標準對港股或美股同樣適用。

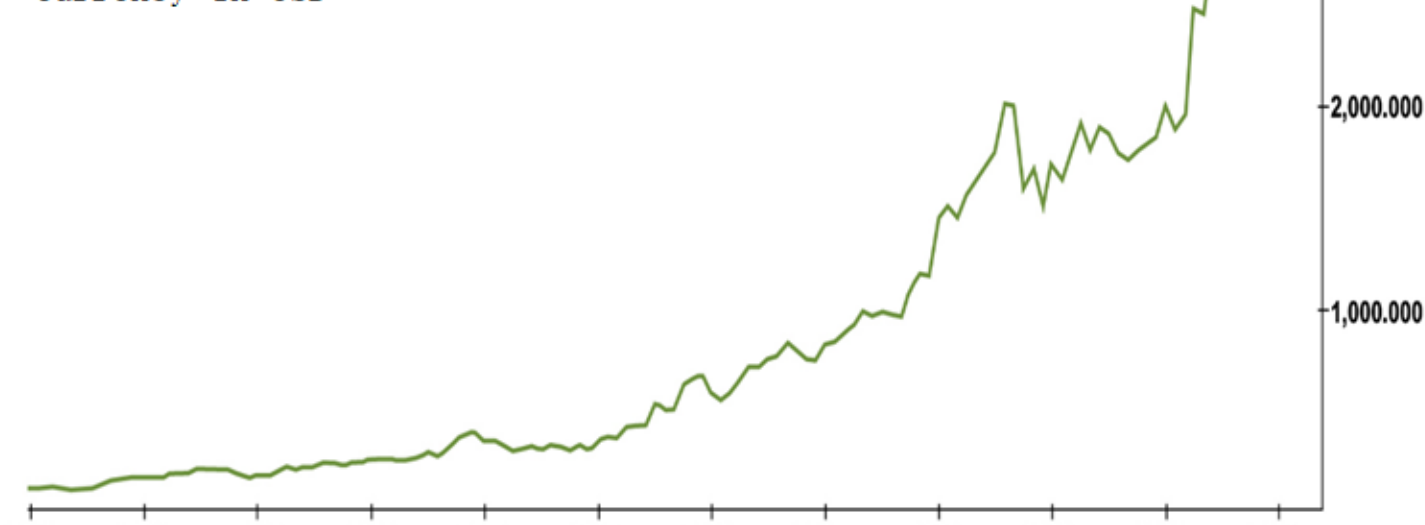
### 長期聚焦投資優質增長股能穿越牛熊

哪怕是股市長期向上，中間也必定會有回調的時候，甚至在其中出現階段性的熊市。從歷史經驗上看，以美國的S&P 500指數為例，平均每兩年便會出現一次10%或以上的回調；平均每四至五年便會出現一次20%或以上的回調。

由於股市不時會有回調，因此很多投資者均期望能夠通過預測或感覺，股市即將調整前便先行賣出股份以逃避潛在損失。不單如此，更多投資者是在股市一旦出現回調時便立即賣出股份以保障資金，希望待調整過後才重新入市。於是，我們不時會聽到有投資者說：「我認為公司股價將會在未來幾年遠遠高於現價，但是我認為短期股市有機會回調，股價或者有一至兩成的下跌空間，因此現時應該先行賣出股份。」而事實上，他們很多時會因此錯過一個絕佳的投資機會，因為優質股份縱使有回調，但是長期的增長卻是驚人的。最經典的例子如Amazon等，自2010年至今，他曾經遇過不少次的經濟危機、政府政策監管、潛在市場競爭加劇、推出產品/服務失敗收場、業績不似預期等，股價每次也會回調不少，不過長期看仍能穿越牛熊，回報超過17倍，若自1995年上市至今，回報更逾千倍。



Currency in USD



資料來源：Yahoo Finance

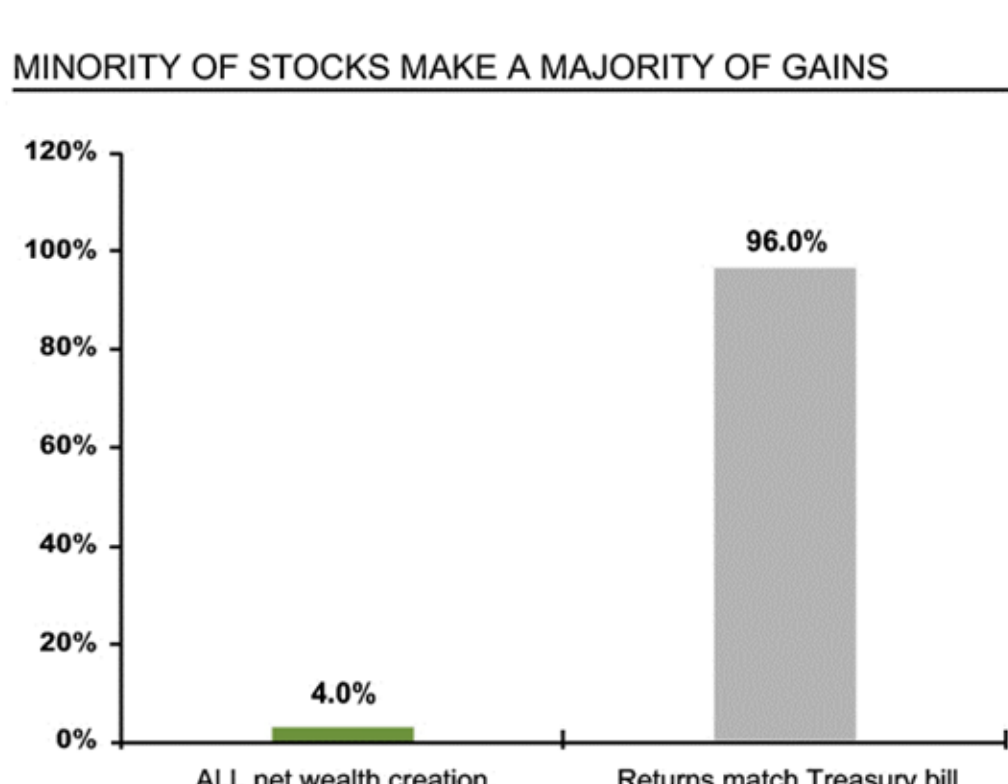
歷史經驗告訴我們，不斷嘗試對市場作出預判（Time the market）反而會損害組合長期收益。投資者總是希望完美地做到高賣低買，但是實際上大部分人均無法做到，最終只能追高殺跌，買賣買賣卻換來零和遊戲，甚至更差的情況。

一些例子如2020年般，有部分投資者於三月時認為疫情嚴重，股市有機會下試更低位置；但是股市卻從三月底開始反覆上升，然後他們便一直持有現金及無法再度入市，白白錯過了一個絕佳的投資時機。

因此，在股市長期波動下，我們認為最好的投資策略是長線投資在可以穿越牛熊的新世代優質增長股。事實上，投資長期要取得理想回報，選股是最重要的一環。買入的不是優質企業，或不在預期合理回報下買入，需要作出「後置式被動風險管理」（如止蝕），效果事倍功半，經常出出入入，長線不易賺取合理回報，甚至賺不到錢。我們通過選股評核機選取優質增長企業，並在預期合理回報才買入作投資，此為「前置式主動風險管理」，這樣才是最負責任，為長線投資的根本。留意企業優劣，和股價短線波動，可以完全沒有關係。

有統計指出於1926年至2016年間（下圖），美國股票市場全部財富只由4%的上市公司創造，可見長線投資聚焦的公司不需很多。我們透過對目標公司作深度調研，以核心評分系統作多面考量，在風險與回報間取得平衡下，嚴選最優質增長企業進入投資組合，並以相對集中方式持有相關股份，務求帶來優秀回報。

### MINORITY OF STOCKS MAKE A MAJORITY OF GAINS



Source: H. Bessembinder(2018). "Do stocks outperform Treasury bills?" Journal of Financial Economics, volume 129, pp. 440-57, Julius Baer

### 當下的投資策略

宏觀方面，我們比較關心的是環球通脹數字及聯儲局的退市計劃，因為這會影響央行的貨幣政策、資金成本及估值水平，我們暫時密切留意的指標是各類型商品及服務的價格，還有美國10年期債息的情況。總體而言，我們認為只要通脹數字不是急速颯升，整體環球資金鏈還是相對充裕，股市或會不時有所回調，但是整體格局還是以上升為主線。

同時，我們也會關注中國針對各個行業的政策變化及以恆大地產為首的地產債務問題。對於地產債務問題，我們認為風險是可控的，因為這是中央主動希望刺破恆大的債務問題，這並不是黑天鵝事件，從來真正的危機就如地震一般不能被人類提前預測。地產行業是進入寒冬，但是這種主動地認清問題並讓部分過高紅桿之企業承擔風險，短期是會帶來陣痛，但是長期來說對經濟及資本市場皆是好事。至於政策方面，我們主觀地認為中央的政策高峰已在剛過去的第三季出現了，配合經濟周期的回調，我們認為資金鏈在第四季將會較為寬鬆，為市場帶來較佳的投資氣氛。從適應或把握政策變向，同時中國多年來有多次的政策變化，但是沒有改變的是經濟持續向上。優質公司總能適應或把握政策變向，不斷尋求獨有的發展機會。博立作為管理團隊，被賦予的責任便是為客戶夥伴在承擔合理風險取得優秀回報，我們過去數年的選股已證明不少優質公司在宏觀環境不斷變化下依然取得以倍數之回報，具體例子有汽車經銷商美東汽車（1268）及藥物研發公司藥明生物（2269）等。我們於8月底時曾經向客戶夥伴發出特別評論信件，其中提到過去20年中資股份在經歷過明顯下跌後，其後1年期、3年期及5年期的回報均是正數，而且回報同時也是超卓的。我們預期中港股市短期或仍有沽壓，惟由於目前恆指估值已跌至多年來的相對低位，再跌空間不多。我們認為隨着不明朗因素淡化，加上明年政策環境改善、經濟恢復增長及企業盈利向好，中港股市表現於未來15-18個月是值得期待的。

但是請留意一點，我們並不是宏觀經濟的專家，我們會繼續將大部分精力放在公司投研上，策略依然是中長線投資優質增長股。我們會繼續在各地市場中尋找高質素之增長型企業，並期望在合理估值或以下把他們納入我們的投資組合之中。在剛過去的季节，我們重點研究了美國的軟體即服務（Software as a Service, SaaS）行業，基本上把大部分公司均深入去研究了一遍，其中有少部分公司在評分準則上已達至要求，唯一被納入組合的阻礙只剩下估值一欄。我們不會急於在估值昂貴的情況下出手，反而會耐心等待，並樂見美國市場出現調整，我們將把握機會加入新的優質精選股份。

組合現時的港股比例略高於美股，我們從來沒有固守地設下界限，只要哪個市場能夠找到優質的投資機會，我們便會果斷出手，因此不排除往後美股的比例甚至會高於港股。我們之前一直為組合留下現金，一方面是為平衡組合的攻守，另一方面是心儀股份估值還未達至吸引水平，但是我們現時認為某些股份逐漸/已進入射程範圍，組合中的現金將會在未來3至6個月逐步被投放於市場之中。

### 現時為長線投資的絕佳時機

我們希望藉此再次感謝每一位客戶夥伴，你們全都是投資市場中最優秀的投資者，因為大家均以「長期思維」去思考投資，並且用極大的信任將資金交託予我們管理，尤其是在最近股市短期表現欠佳和動盪不安之時。部分客戶更身體力行地加大投資，希望把握當下的投資機會進行長期佈局，將更多資金交予我們團隊作管理。

當博立團隊管理的資金越多，我們更需要維持高質素的客戶夥伴群。我們會以最開放、最透明的態度去解釋博立的投資思路、選股方向，同時希望尋求堅信相同投資理念的客戶夥伴一同向前邁進。客戶夥伴均衷心明白投資表現不能以「日」或「月」去衡量的，而是應該以「年」作判斷。波動並不等於風險，股價短期表現從來都是隨機的，我們有信心和能力在長期帶來超額回報。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。

我們團隊一直信守以下規條：

1. 估值是必須關注的。好公司不等於好股票，只有在估值合理或以下時，好公司才等於好股票。
2. 我們關注的更多是公司盈利或現金流的長期提升，而不是單純期望估值提升。
3. 如果我們看不懂一家公司的商業模式或獨特之處，我們寧願錯過也不會盲目買入。
4. 我們樂於持有現金，耐心等待優秀的投資機會出現。

以上規條能夠讓我們在股市處於亢奮時保持清醒，同時也能夠提醒我們組合在納入任何股份前均必須通過深度調研和深刻理解。我們目標長期投資在那些商業模式出色、行業格局清晰、競爭力強的優質公司上。

執筆之時，我們的新私募基金產品「中原博立新世代增長基金」正在處於募集資金階段，目標投資為全球股票，主力面對專業投資者（Professional Investors）及機構性投資者（Institutional Investors）。我們喜見產品在如此動盪的市況下依然獲得不錯的反應，並獲得個別高淨值客戶、家族辦公室及慈善基金的青睞。如果有客戶夥伴希望瞭解更多產品的詳情，歡迎與我們直接聯絡。

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。

© 中原資產管理有限公司。版權所有，翻印必究。