



2021 Q4 中原博立投資組合經理評論 - 致客戶夥伴的信

2021年即將過去了，我們將迎來新的一年。今年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，各個行業均面臨巨大的挑戰。縱使我們組合在前三個季度中展現不錯的防守力，但是第四季內個別主要持股面對新出現的逆風而錄得明顯跌幅，因此組合最終錄得博立成立以來首次的年度虧損。

在今年的逆勢下，博立的業績表現相對欠佳，或許給你們帶來不少擔憂。但是我們深知一時間的落後、階段性的回撤是總會在某些年度發生，我們依然有信心和有能力能夠帶領博立迎難而上，重拾升軌。在此，我們希望透過這封信，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，組合錄得虧損，因為我們主力的持倉如藥明生物（2269）、碧桂園服務（6098）或SEA（SE）均錄得20%或以上的回調，其中藥明生物是受到估值收縮及美國當局有機會制裁的消息拖累、碧桂園服務則是受到整個內房板塊的持續負面消息影響，而SEA則是因為第三季度業績中遊戲分部的增長放緩、個別重倉持有的基金關閉而觸發大幅下跌等。

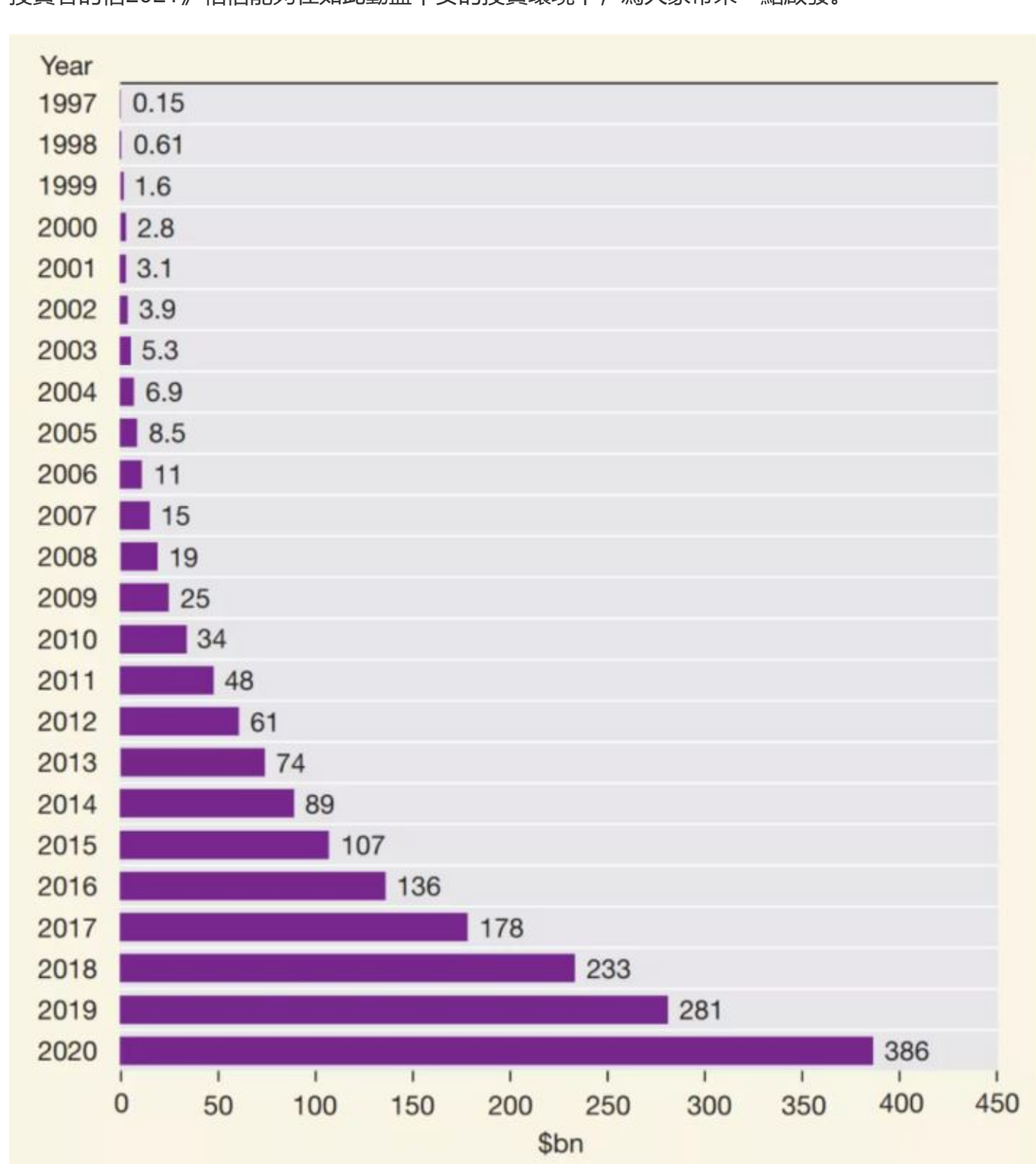
從來，我們也有把中國政策風險考慮在內，我們也會因應最新的政策轉向而調整組合。我們已投資中港股市多年，多年來也應對過無數次政策變化，譬如最近的例子如2018年的遊戲版號暫停、近年醫藥行業的「帶量採購」等。但是，今年政策變化之「多」和「快」卻是我們首次遇見，基本上多個行業均受到不同程度的管制或整頓，導致不少資金因不明朗因素增加而至少暫時退場，相關公司的股價大幅下挫，只剩餘少量板塊，如新能源、金屬、軍工等行業不受影響。我們認為自身在政策敏感度上存在不足，未能準確預測這次中央政府的改革決心和對多個行業的整頓是長期和手法激進的，因此在降低港股的比重和力度上存在改善的空間。儘管我們已在年內適度地減持最受影響的新經濟股份如阿里巴巴(9988)、拼多多(PDD)等，但是整體倉位的調整還是不夠及時。

除了政策敏感度不足外，我們還意識到估值上存在改善的地方。縱使我們在年初的時候曾經把握市場情緒極度高漲的時候，減持了部分持倉如富途（FUTU）、港交所（388）、思摩爾（6969）及個別生物醫藥股等，而當時的考慮點主要是它們的估值過高。我們一直的判斷方式為：如果一家公司的目標回報（IRR）於明年少於15%時，我們會定義為過於昂貴，會積極減持。但是，港股今年是熊市級別的跌市，再好的公司也會出現估值大幅回調的情況，令回顧看我們在估值上顯得不夠保守。我們或許過於專注在公司的質素上，反而對估值變化的敏感度上存在不足的地方，因而在減持股份或調整倉位上不夠及時。

公司兌現價值的過程並不會平坦的，短期會面臨不確定性。同樣，短期回報也會受到不同的情況影響，譬如市場資金風格轉換、市場宏觀環境變化等，但是這無礙他們於中長期（三年）取得優秀的成績。經過這一段市場回調後，疊加我們主動減持部分信念較低的持倉，我們深信組合內的公司估值已經基本合理。我們有信心，這些公司在未來三年有望實現一個較高確定性的盈利複合增長。

Baillie Gifford的投資哲學

Baillie Gifford (BG) 是我們一直非常尊敬和關注的投資機構，其合夥人James Anderson將於明年第二季正式退休。在其長達20年的管理時段內，他為投資者帶來了約1500%的回報。他最新親筆撰寫的《致投資者的信2021》相信能夠在如此動盪不安的投資環境下，為大家帶來一點啟發。



James在信件開首便放置了上圖，相信客戶夥伴第一眼就能夠辨認出來，這是亞馬遜（Amazon）的年度收入數字。這些數字實際上低估了亞馬遜的成績，因為第三方會計準則比較保守，其20多年的年複合增長高達41%。自從數字科技的出現，這種可持續的高速增長模式和規模效應越來越明顯，最早的典型案例是微軟（Microsoft），它在上市35年後依然保持高速增長。

他也提到當今世界存在高度不確定性，而且在多年的選股和投資過程中，股價回調是經常的和嚴重的，回調40%甚至是常態，股價走勢圖看起來是從左下至右上的平滑上升，但是當投資買入之後即時情況往往便不是如斯。如何在云云股票中識別到具備傑出潛力的公司？如何在股市下跌時保持信念去持有優質公司以賺取複息增長？James認為最偉大的投資往往具備以下特徵：公司具有無限的增長機會，從不自我設限；由創始人來領導公司；具有鮮明的經營哲學，通常是從第一性原理出發而獨創出來的。他在信中提到這些特點是能夠在早期的亞馬遜中辨識出來的，只要投資者細心閱讀Jeff Bezos的1997年致股東的信，就能夠從中看出他是一個兼具野心、耐心、有獨特思維的創業家。但是為何BG在2005年才充分認識到亞馬遜的潛力？James坦承地指出他也曾犯上對市場波動太敏感、太過追求短期業績、太過著重控制回調幅度，因此很難成為堅定的持有者。

他認為長期投資的好處多不勝數，但是有一個看起來似乎異常重要的推論卻被忽視了。有效市場理論認為，所有可得信息都包含在股價中了，只有新的信息才起作用。這被用來證明對企業盈利公告、宏觀經濟新聞等消息的追逐是合理的。但是如果投資者相信所有信息都已體現在股價中，同時又認為短期投資業績至關重要，這就留下了一個思考的空間。BG早在2014年便第一次投資特斯拉（Tesla），當時主要是觀察到電池性能改進和電動汽車製造學習的規律和速度，無論在學術研究和現實中均看到了變化。未來必然在某一天，電動車將比燃油車具有更高性能和更便宜，更不用說更環保。而當特拉斯是海外市場的唯一玩家，於是BG當時的買入決策異常簡單易明，只需買入後耐心等待回報。但是倘若當時BG過於重視短期消息，譬如特斯拉某個季度的業績將不好、馬斯克（Elon Musk）又再次口無遮攔等，將會錯過一個極高可能性的回報投資。

投資的核心問題，不是增長還是價值的取捨，不是市場估值水平的高矮，也不是短期的經濟變化，而是理解變化、變化怎樣發生的、發生了什麼以及他們的影響。股票的長期價值取決於其長期產生的自由現金流，但是對於現金流將會是多少，投資者只有最少的和最模糊的線索。在一個深刻變化的年代，將無法單純拿著短期市盈率（PE）倍數來判斷估值。

我們引述James的信件，是希望在短期極度波動的市況和充滿噪音的大環境下為大家帶來一種信念。優秀的投資回報背後往往也不是一帆風順，投資如是，人生同樣亦如是，一輩子順風順水從來只是少數，更多的是在磨難中不斷成長、不斷求變、不斷應對一場場硬仗，最後才取得成果。市場上的投資者各施各法，最重要還是要清楚了解自身能力和信念。長期投資用短線策略操作，或短線投資用長線策略操作，反而會帶來不理想的投資結果，投資能夠保持一致性及紀律，是非常重要的事情。

當下的投資策略

12月美國突然公布比市場預期提早結束買債，並加快來年加息的步伐，加上中美關係自兩國元首視像會議的短暫蜜月期後迅速轉差至另一個層次，疊加市場形成對醫藥公司有機加入制裁名單的預期，我們因此重新審視組合內持倉的長期投資價值，衡量最新預測回報及風險後，對投資組合作出了一些調整。

總體而言，我們希望組合的成員風格更加均衡。過往組合較為偏重於高增長型行業、高增長型公司，但此類公司大多時候盈利基數相對較小或是還處於虧損之中，我們無法用傳統估值方式如PE等輕易測算，反而更多時候需要用上市銷率（PS）、分類加總估值法（Sum-of-parts）等方式去嘗試測算。但是在利率預期攀升及市場資金逐步收緊（提早結束買債）的情況下，投資市場將會以較保守的估值方式去審視不同投資項目，這些較高估值、難以準確估值的公司將面對估值下調的壓力。我們現時將投資組合的成員主力分為三大類：第一類為高估值類公司，這些公司的經營歷史相對較短，同時盈利基數較低，還處於高速增長行列，估值相對較高；第二類為非傳統估值類公司，這些公司遠景可人，但是大都還處於虧損之中或我們無法用PE來測算其估值，例子有初創生物醫藥公司、某些互聯網公司等。以整個投資組合而言，我們目標將第二類及第三類公司控制在一定比重下，這樣將有助於我們的長期表現更加穩定，同時也能更有效安渡未來宏觀經濟的環境變化。於是，客戶夥伴應會看到組合於12月內一系列調整，我們將組合中第二類及第三類的比重主動降低，其中優先選擇那些估值相對昂貴或業績難以在短期內實現的公司來出售，先騰出部分資金讓我們稍後再增持第一類的那些。

初步而言，我們暫時認為2022年美股的投資表現還是值得期待的，縱使股市已攀升多年了。畢竟美國的經濟基調還是非常良好，而且加息某程度是反映經濟處於健康成長的軌跡之中，過往在加息的周期中的表現並不差。同時，美國企業的盈利增長動力還是很強，個別公司的估值不便宜，但是增長確定性還是較高，依然會吸引資金流入。我們會繼續積極發掘美股的投資機會，並預期美股佔整個組合的比例會進一步提高。

至於香港股票市場，無論從哪個角度去審視也好，現時的估值定必是便宜的，關鍵是資金需要時間和明顯看到政策的轉向才會重新流入。我們不會對港股短期表現有任何期望，較為務實的做法是密切觀察政策面的變化，一旦有明顯放鬆的苗頭，估值收復才有機會出現。至於中國A股市場，內地經濟開始有放慢跡象，一方面受到疫情影響，另一方面受到房地產、互聯網等多個行業的不利消息影響，不過近日中國政府開始降準及變相減息，並預期今年會以降準及減息以推動經濟增長，因此我們會密切留意國內股市的投資機會。

同時，我們也進一步優化了我們的估值模型，我們會同步審視公司未來數年的基本情況（Base case）和悲觀情況（Bear case），基本情況是指我們會假設一個穩健和保守的增長和估值水平，而悲觀情況則是指我們會假設一個極度悲觀和負面的增長和估值水平。為此，我們已充分考慮到未來加息和資金收緊所帶來的估值壓力，希望最終被納入的投資目標除了在基本情況下獲取不錯利潤外，在悲觀情況下也能為組合帶來回報，盡量令投資組合立於不敗之地。更嚴謹的估值模型或許會使我們錯過一些投資機會，但是我們是樂於犧牲這些機會來換取更穩定、更高確定性的回報。

組合中的現金佔比已相對較高，同時手上持有的均是我們具備信念之股份。我們不預期現金水平會進一步提高，反而希望在新一年陸續把握機會將資金重新投放在新目標之中。

博立會迎難而上，在新一年打好反擊戰

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，尤其是在今年組合表現欠佳和市場動盪不安之時。客戶夥伴均衷心明白投資表現不能以「日」或「月」去衡量，而是應該以「年」作判斷。波動並不等於風險，股價短期表現從來是隨機的，我們有信心和能力在長期帶來超額回報。

但我們從不會為表現欠佳而開脫，博立現時的目標依然非常明確，在困難的市況下盡力保護好客戶財富及減少虧損；同時我們認為投資不是短期的事，過去在博立的歷史上，也曾經出現與現時類似的時刻。回顧2018年，當年港股自年中開始大幅下挫，基本上該段時間開戶的客戶夥伴無可奈何均會遭遇到虧損，但是最終在往後的時間也陸續取得正回報。任何行之有效的投資策略也有機會在短時間失效，但是這不會是長期的事。我們衷心明白你們的擔憂，長期投資中總有一些年份感覺是差一點，但是我們總是耐心面對，我們作為管理者，依然相信中期而言，能夠交出不錯的回報給予每位客戶夥伴。我們有信心和有能力能夠帶領博立迎難而上，我們會深刻反思本年度做得不好的地方，並且進一步優化投資策略，持續尋求進步。

我們個人在投資上的財富均是與客戶夥伴一同投資，利益高度一致；我們依然對前景具備信心，稍後將會在1月中特別為客戶夥伴召開一場視像研討會（請留意稍後的確實通知），希望在如此波動的市況下多給客戶夥伴一點信心，我們衷心地願你們的最開放、最透明的態度去解釋博立的2022年投資思路和選股方向，讓大家堅守信念一同向前邁進。

最後，關於內地A股投資方面，中原證券現正在處理相關的後期手續，會在一個月內正式開啓服務，我們已開始物色投資目標。初步我們的投資比例並不會高於組合資產淨值的20%，並且選股數目上不會多於5隻。

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，過往業績並不直接代表將來業績。中原資產管理有限公司、其董事、管理層、雇員、顧問或投資者不會保證投資產品的表現。