



從何物色增長？

現時看來，似乎所有市場人士一致認同，全球經濟放緩，並可能持續減慢，中國不再以雙位數字的步伐增長。歐洲經濟仍面對困境，而美國似乎僅存一線希望。如果這還不夠糟糕：在商品價格急跌後，新興市場（中國除外）持續受挫。

從這裏自然又引申出一個問題：在名義國內生產總值處於低位的情況下，投資者仍可以合理的價格物色增長可觀的公司嗎？我們的部份投資組合持股變得昂貴。此外，由於增長稀有，有關數據顯示現時「優質」及「增長」股同樣非常昂貴。

作為長線增長型投資者，我們傾向長線持有我們看好的公司 — 一般持股五年，甚或十年或以上。問題是在任何時間，股票估值均可能遠先於基本因素反映在市場上 — 對短線投資者來說，這可能是一個沽售訊號；但對長線投資者而言，市場在顯著調整後亦展現入市良機。當然，在市場調整期後，並不擔保股票仍具增長潛力。

我們的目標是以合理（或折讓）價格物色增長型公司，並密切注視其增長至吸引的「潛在」市值。正因如此，我傾向著眼於當前的市值，而非傳統的估值數據，例如公司的市盈率¹或市帳率²。於我而言，最理想的是物色能於一段可預見的時期內，由市值低於10億美元增長至高於100億美元的公司 — 即所謂的「10倍股」。儘管市值100億美元的大型增長企業，長遠來說亦可望增長至1,000億美元，但要識別該等企業則更為困難。有多困難？我們的團隊提出一個問題以測試這個理論：全球各地有多少市值1,000億美元或以上的企業，其市值在十年前低於100億美元？答案頗為令人震驚（請注意，要達到此增長水平，必須錄得約26%的複合年增長率）。根據彭博資訊的數據，在現今全球68,000家上市公司中，只有一家公司符合上述要求。然而，由十年前市值10億美元增長至

現今超過100億美元的公司數目則顯著較多，合共有40家。即使如此，數目仍少於該範疇1%的十分之一。我相信，市值較低的增長型公司對比「超大市值」的企業，能夠提供較多投資機會。

今天的增長前景

讓我們簡單環顧當前的宏觀經濟環境，以評估現時的「增長」前景。當我衡量一家公司的增長時，通常會著眼於其銷售增長，而非同業可能較為常用的每股盈利增長³。個人認為，評估銷售增長較切合亞洲的市況。

研究顯示，撇除部份過去的學術研究，銷售增長與「名義」國內生產總值增長之間的相關性似乎相當密切。對比之前十年，全球增長在過去四年顯著放緩。令人驚訝的是，2015年的名義國內生產總值錄得負增長，更導致銷售增長錄得負數。投資者或會認為：亞洲公司的銷售增長遠高於環球同業。是也，非也。

與其他地區比較，亞洲的名義國內生產總值增長無疑較高。然而，亞洲的銷售增速在2015年亦以更大的幅度放緩。

物色增長有多困難？

在今天宏觀經濟環境放緩及增長公司估值上升的情況下，物色增長型公司會否較五年前困難？要回答此問題，我先進行一個簡單的篩選，以確定在過去三年每年錄得最少10%銷售增長，而且三年平均股本回報率達20%或以上的公司數目。

圖1顯示過去十年的篩選結果。首行的股票數目表示在特定年份終結時，符合上述準則的公司數目：例如在2015年，共有199家公司在過去三年的每年均錄得10%或以上的銷售增長，而且三年平均股本回報率達20%或以上。在2005年及2006年，達到此準則的公司



「日本的增長型公司數目在過去五年顯著上升，而南韓公司幾乎榜上無名。」

圖1. 無論經濟狀況如何，增長機會在過去10年保持穩定水平

增長股數目在日本上升，在大部份其他國家則呈下跌趨勢

每年年終的增長股篩選

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
股票數目	43	90	206	204	221	180	192	209	202	251	199
投資範疇（市值>1億美元）	5,527	5,968	6,786	4,606	6,189	7,129	6,465	6,898	7,455	8,016	8,295
佔投資範疇%	0.8%	1.5%	3.0%	4.4%	3.6%	2.5%	3.0%	3.0%	2.7%	3.1%	2.4%
印度	4	11	83	70	96	83	76	78	61	69	57
日本	4	7	13	27	11	9	7	8	16	23	29
中國	2	4	12	17	22	30	34	34	39	31	27
印尼	5	4	12	15	12	13	11	18	15	21	18
台灣	2	3			1		13	10	12	17	11
香港	6	15	23	20	20	12	17	12	19	21	9
馬來西亞	2	2	8	12	13	7	3	6	4	9	9
澳洲	6	20	24	23	29	16	12	12	12	13	8
巴基斯坦			1	2	7	6	4	9	6	7	7
泰國	9	15	17	6	3	2	3	6	6	15	7
孟加拉										6	4
越南							1	4	3	5	4
菲律賓			1				7	6	3	1	3
新加坡	2	8	9	8	4	1	3				2
斯里蘭卡								3	4	4	2
柬埔寨										1	1
新西蘭			1							1	1
哈薩克			1	1						1	
澳門										1	
南韓	1	1	1	3	3	1	1	3	2	5	0
小計	43	90	206	204	221	180	192	209	202	251	199

資料來源：彭博資訊

數目偏低，但在2007年開始穩企於約200家的水平。由此可見，在過去五年銷售增長可觀的公司平均數目，與之前的五年期間並無分別。對增長型投資者來說，這實屬好消息，因為挑選表現最佳公司的機會均等。其他觀察所得的結果包括：日本的增長型公司數目在過去五年顯著上升，而南韓公司幾乎榜上無名（原因不是增長低，而是股本回報率低）。以增長計算，印度仍穩佔榜首，但公司數目在過去五年下跌。此外，亞洲「前緣」市場，包括越南、斯里蘭卡、孟加拉和

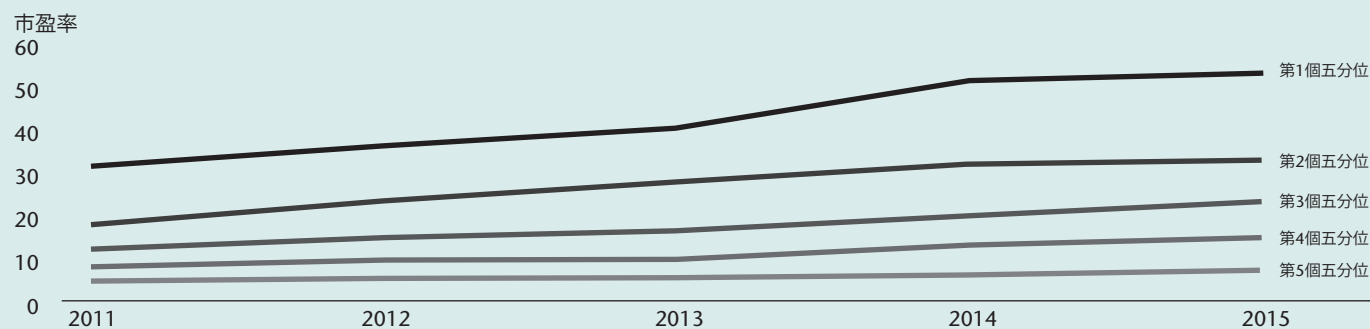
巴基斯坦的增長型公司亦正續步增加。

估值

現時獲 MSCI亞洲（日本除外）指數涵蓋的增長股，估值高於歷史平均水平兩個標準差4，屬自2007年超級商品潮高峰期以來首見，且在過去12年僅出現過一次。然而，估值往往被市盈率最高的公司所扭曲。若我們把整個市場（亞洲所有市值超過1億美元的上市公司）以市盈率的五分位劃分，便可見處於較低五分位的公

圖2. 最低層的五分位可能展現增長機會.....

最昂貴與最便宜股票之間的差距擴大



資料來源：彭博資訊

「在名義國內生產總值處於低位的情況下，投資者仍可以合理的價格物色增長可觀的公司嗎？」

司增長率相同，但估值較為合理。明顯地，首五分位公司的市盈率幾乎是2011年的兩倍，而同一組別其他公司的市盈率均處於高水平，並且相當穩定。

另一個發現是規模龐大的傾向，首五分位的中等市值公司遠較第5個五分位公司龐大（圖3）。部份原因是

投資資金流向市值加權指數內的大市值公司。從另一個角度來看，儘管基本因素（增長率及股本回報率）與大市值企業相同，但與小市值公司比較的折讓可觀。主要的結論是無論經濟環境如何，與昔日比較，現時處於較低五分位的增長公司（主要為第4和第5個

圖3. 高估值股傾向為大市值公司

截至2016年5月3日

	市盈率	市值	修訂-1年 增長率：Y	修訂-1年 增長率：Y-1	修訂-1年 增長率：Y-2	修訂-1年 增長率：Y-3	3年平均 股本回報率
第1個五分位中位數（55隻證券）	54.46	24億美元	20.06%	23.96%	25.93%	24.91%	27.02%
第2個五分位中位數（54隻證券）	34.43	13.8億美元	23.80%	20.94%	27.74%	30.05%	26.87%
第3個五分位中位數（54隻證券）	24.39	13.6 億美元	19.21%	22.33%	26.86%	27.65%	24.76%
第4個五分位中位數（54隻證券）	15.41	7.5441億美元	17.24%	23.36%	24.81%	30.35%	25.49%
第5個五分位中位數（55隻證券）	8.19	4.5050億美元	24.81%	28.22%	32.09%	34.99%	24.23%

資料來源：彭博資訊

過往我們亦能把握相關市場機會。舉例來說，我們發掘了一家管理層穩健，且定價能力優於環球品牌的中國公司。事實上，該公司在2010年是在增長型範疇中估值最低的公司之一。受惠於利潤率擴張，繼而長遠帶動市盈率擴張，使該公司的市值增長相當矚目，而我們相信，唯有在該股市值較低時以折讓價買入，才能把握獲利的機會。

無容贅述，實際的研究分析在篩選過程完結後，才真正展開。困難之處是要在芸芸「假裝」增長型公司中，物色真正的增長型公司。要預測一家現時市值10億美元的公司，能否在十年內發展為一家市值100億美元的企業殊非容易。然而，利好的消息是現時市場上展現的機會並不遜於十年前，而我們確信亞洲增長型公司的前景仍然亮麗。

Taizo Ishida

銘基亞洲基金經理

1 市盈率是一家公司的現水平股價與每股盈利比較的估值比率。

2 市帳率用以比較一隻股票的市值與其帳面值，以該股票的當前收市價除以最新季度的每股帳面值計算。市帳率較低可能表示該股的估值偏低。

3 每股盈利是指一家公司每股股份應佔的年度利潤（除稅及所有其他開支後）。每股盈利以利潤除以已發行的平均股份數目計算。

4 標準差是一系列數據偏離其平均值的數學測量方式。對投資者而言，標準差應用於一項投資的年度回報率，以量度該項投資的波幅。

往績並不保證未來表現。



Matthews Asia

披露及備註

本文討論的觀點與資料是截至此報告出版日期，可能出現變動及未能反映作者現時的觀點。本文所述的觀點代表於特定時間內對市場情況所產生的評估，只屬意見，閣下不應倚賴本文件作為特定投資或整體市場的建議。本文所載的資料並不構成買賣特定證券或投資工具的建議。投資於國際及新興市場可能須面對額外風險，例如社會及政治不穩定、市場流通量不足、匯率波動、高波幅及監管制度不完善等。本文件所載述的資料取自從數個在編彙本檔時相信是可靠及正確的來源，但對於資料的完整性或準確性並沒有任何聲明或保證（明示或暗示）。銘基國際投資公司概不就使用本資料所造成的任何直接或相應而生的責任或損失承擔任何責任。

本文件在新加坡，只提供予新加坡證券及期貨法第304節項下的機構投資者，以及新加坡證券及期貨法第305節項下的相關人士，兩者的定義均遵從有關法例所述。本文件不得在新加坡傳送或分發予散戶投資者。

本文件由銘基環球投資（香港）有限公司發出，並未經證監會審閱。如果您是區分為香港的專業投資者，請直接聯絡銘基環球投資（香港）有限公司，了解更多關於銘基亞洲基金的資料。

本文件在英國只可提供予專業投資者和合格交易對手（按英國金融市場行為監管局的定義）。在任何情況下，以上文件都不能轉發至英國以內任何非專業投資者和合格交易對手（按英國金融市場行為監管局的定義）。Matthews Global Investors (UK) Limited受英國金融市場行為監管局的授權和監管，發表以上文件，註冊牌照號碼FRN 667893。

本文件為中文翻譯版本。如英文版和中文版之間有任何差異，一概以英文版為準。

本文件未在任何監管機構註冊或批核。本文件不公開發行，及只供機構/專業用途。

©2016 Matthews International Capital Management, LLC銘基國際投資公司

G.MATAI—2016年6月

電話: +1 (415) 954-4510
電郵: globalfunds@matthewsasia.com
網站: matthewsasia.com

香港:
電話: +852-3901-0880
網站: hk.matthewsasia.com