



## 亞洲小型股展望

亞洲小型公司在七年前經歷環球金融危機後顯著揚升。當時，企業的盈利動力強勁，而且投資者的承險意欲高漲。時至今日，市場對亞洲小型股的投資意欲，及以其作為一個資產類別的看法，確實趨向複雜。市場認為投資風險已升溫，懷疑論者再度高呼「數據不可信」。投資者宜重新評估目前的市場轉變，並考量亞洲小型公司的前景。儘管小型股市場充斥著不同消息及表現波動，但對如我們般的主動型基金經理來說，該範疇仍展現不少投資機會，可從中物色股價吸引的優質公司。

### 轉變因素

轉變是恆久的定律，而在過去七年的情況更為極端化。現時，部份亞洲行業及公司幾乎已面目全非。在資產類別層面，我們察覺到以下四項明顯的轉變：波幅加劇、市場的「懲罰性」日增、增長日漸匱乏，以及可投資範疇擴大。

- ❁ 表現反覆是小型公司的共同特點 — 這主要由於小型股流動性薄弱和市場認為企業盈利的可預測性較低（及風險較高）。自約2009年以來，大部份波幅加劇的情況均源於外圍衝擊，最近的例子是出乎意料的英國脫歐公投結果。我們從樂觀的角度看待這些市場波幅和外圍衝擊。對於我們聚焦於優質股的投資理念我們抱有信心 — 所持的公司皆具備產品、管理層及財政狀況強勁的特點，而在大部份情況下都有能力隨著時間轉變調整步伐，並於各個週期持續錄得增長。我們視市場波幅為投資良機。
- ❁ 市場的懲罰性日增 — 以估值為例，便宜的估值在過去足以為股價提供支持。因此，一隻備受追捧的優質股，即使表現偶爾反覆，亦可望獲得股

價支持，有機會再次證明其實力。但是在近年，投資者不願深究其受壓原因，傾向沽售持倉，而不考慮其價格及估值水平。有關沽空投資者的報道日增無疑促成上述心態，而若干成功交易的報道，更令投資者的憂慮情緒惡化，形成「先沽後問」的普遍趨勢。這促使我們進行更嚴謹的公司分析。這亦突顯某隻股票的市盈率偏低，並不一定反映該股具投資價值，可能這最終只是一個價值陷阱。貼現現金流的內在價值公式明顯體現上述觀點，該公式說明價值與現金流及現金流增長的關係密不可分。內在價值對增長的敏感度非常高。我們相信盈利增長是長遠帶動股價上升的主因，這意味著投資者不會以過高的股價入市。我們致力避免盈利下調，正好解釋為何我們傾向看好經常性及／或可預測現金流比重較高的公司。

- ❁ 名義國內生產總值增長偏低的全球新趨勢，使物色增長型公司更具挑戰 — 雖然挑戰日增，但我們並未感到重大的威脅。首先，我們相信只要竭盡所能，仍有可能去蕪存菁，物色增長型公司。其次，整體增長股減少的必然結果是確實具備增長的公司越見稀少，因而更顯「珍貴」（意即投資者更願意以高價買入）。當然，其風險是增長股的估值日趨昂貴。利率低企無疑令相關情況惡化，整體估值即使在增長減弱的環境下仍然上升。雖然部份小型股的估值過高，但情況並非極為嚴重。我們採取的估值方針旨在區分個別增長股之間的質素和可持續性。
- ❁ 可投資範疇擴大。單計亞洲小型股範疇，不包括日本和澳洲（市值低於30億美元），便涵蓋15,592隻股票，數目龐大而且遠高於三年前該範疇的股票數目（13,227隻股票），而七年前更



## 「向外國投資者開放中國A股市場， 為小型股範疇注入大量新公司。」

只涵蓋10,660隻股票。再深入探究，自2009年以來，美國只有1,368家公司上市。誠然，投資範疇擴大並不同於優質公司的比例上升。然而，透過審慎的篩選程序，加上「從下而上」的基本因素分析，我們認為投資範疇擴大的淨影響是增長股的可選數目增加。尤其令人鼓舞的是，在自2009年以來新上市的亞洲公司當中，58%屬服務、消費及工業相關公司。此外，向外國投資者開放中國A股市場，為小型股範疇注入大量新公司，不但提供令人振奮的新主題，亦為投資組合帶來分散投資的優勢。我們曾多次到中國不同的城市進行考察（偶爾到訪偏遠的城市），不但旨在收集相關資料和與A股公司管理層會面，亦希望提高我們對投資於一個新市場的信心。

### 不變因素

可幸的是，亞洲小型股指數的質素差異並無轉變。一般來說，質素差異反映於股價表現。以香港的小型股範疇（市值低於30億美元的公司）為例，我們的分析顯示，優質公司—簡單定義為股本回報率處於首十分位的公司，在長期來說（三年）的表現顯著領先股本回報率處於最低十分位的公司。我們認為，說明小型股並非同質和互為相關的資產類別的離差，看來不會減退，這亦突顯選股及主動管理的重要性。

先解答這個問題的「轉變」部份。不變的是我們致力物色（並相信已作出適當投資）小型公司的特點。我們的使命是投資於具備廣泛及可持續優勢的公司；而我們的信念獲歷史往績支持—這些公司即使面對困境，仍然將繼續增長。我們相信以合理的估值買入該等股票，應可提供穩健的風險回報水平。

此外，穩健的管理團隊亦是我們的聚焦點。量度才能略帶主觀，我們的重點除了在於評估資本配置、問責性及與少數股東利益一致的報酬計劃外，更包括對團隊營運專才的分析。大部份分析將會圍繞利潤率波幅。我們希望看到的不單是利潤率波幅偏低的往績，亦希望長遠來說企業具備推動利潤率上升的能力。這顯然不但取決於公司管理層，亦取決於該企業的產品或服務、定價及管理成本的能力。而在目前的通縮環境下，企業的主要吸引力更尤其取決於其定價能力。

選股程序的另一個重要部份是過濾利淡因素，例如缺乏透明度及「創意」會計方法。我們看好的企業特點包括簡單、可預測及願意作出長遠投資的證據。因此，若出現關連人士交易或「創意」會計方法等因素，我們的自然反應是加倍審慎。特別是若關連人士為該公司的客戶及／或分銷商。

我們看淡缺乏特色及週期性／盈利可預測性偏低的公司。此外，我們傾向選擇的公司均擁有槓桿偏低的共同特點。有些人可能認為在現今如此低的債務成本下，這個因素不再重要。然而，在目前波動的市況下，我們不希望因為以債務融資的業務擴張或收購碰壁而陷於困境—促使企業削減股息或再投資比率下跌。

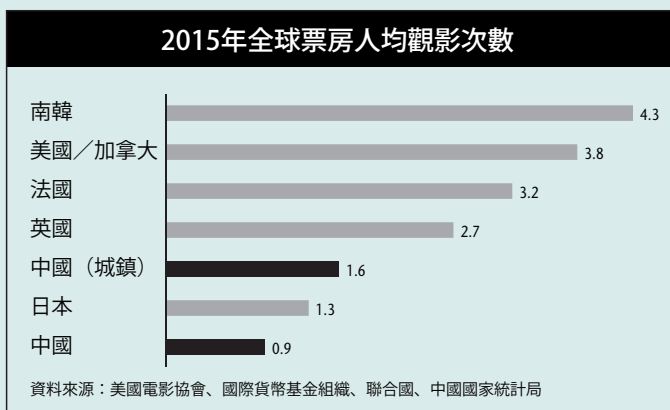
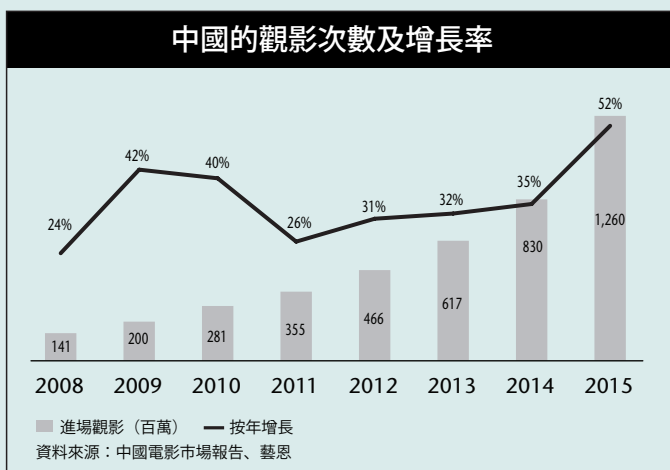
亞洲的中產級層持續擴張，因此我們仍然看好服務型的輕資產行業，以及在下列行業品牌強勁的消費公司，例如運動服裝、消閒、消費銀行、化妝品、旅遊、電子商貿及健康護理。然而，值得注意的是，雖然我們傾向投資於品牌公司，但我們察見在亞洲，聚焦於服務及成本的原件生產商展現相當吸引的投資機會。部份原件生產商的特性是傾向把其生產線遷移至成本較低的地區，例如越南和柬埔寨。投資於這些專注出口業務以賺取美元的公司，亦可進一步分散投資組合持倉。

### 市場展望

為把握較富裕的消費者基礎，加上有需要抵銷工資增長（社會日趨富裕的副產品），亞洲市場出現提升生活質素相關行業日增的發展趨勢。

電影業便是這類行業之一。舉行來說，中國的票房收益在2010年至2015年期間，以34%的複合年增長率升至66億美元。同期，全球票房的複合年增長率僅為4%。此外，預料中國即將超越美國，成為全球最大的票房市場。獲取內容的自由度上升，加上內容製作投資日增，亦有助滿足市場對電影的需求。中國在2012年放寬由荷里活進口電影的限額，由每年20部增加至34部。雖然中國的人均觀影次數飆升，但現時的比率—在2015年僅為0.9，對比之下，南韓和北美洲分別為4.3及3.8—加上市場期望進一步放寬進口內容，可望為中國整體電影業帶來亮麗的前景。

「每個決定都包含策略性和戰術性部份，程度視乎所考慮的因素和其重要性而定。」



隨著亞洲市場的需要由簡單的維持生計轉變為滿足欲望（和滿足欲望的途徑），人們對個人健康意識和身心健康的態度亦隨之改變。現時，亞洲人對做運動的意欲和習慣日增，帶動觀賞運動節目和運動相關行業的發展，由運動衣履品牌以至科技相關的健康設備均發展蓬勃。中國公司致力爭取備受矚目的足球和籃球比賽的電視轉播權，以及收購歐洲球隊和運動賽事的少數及多數股權。

從飲食習慣改善可見亞洲市場另一個明顯提升生活質素的趨勢 — 該趨勢在已發展國家已漸趨成熟。無可否認，中國在過去確曾出現廣泛的食品醜聞，由受污染的嬰兒奶粉以至添加危險劑量殺蟲劑和抗生素的蔬菜及肉類。然而，民眾普遍對健康飲食的意識亦逐漸提高。例如，民眾的消費模式逐漸轉變，減少購買碳酸飲料（汽水），轉移購買較健康的奶類和植物製（

大豆及椰子）飲料。保健產品、維他命及其他被視為有利腸道健康的產品例如益生菌的銷量持續飆升（以及生產商的數量激增）。這情況在亞洲俯拾皆是。南韓等部份國家的情況更為極端，肌膚護理、頭髮護理及身體護理行業如雨後春筍。南韓民眾亦因執迷於改善「外表」而聞名，是全球整形外科手術率最高的國家之一。我們的研究發現，越來越多亞洲上市公司不但致力滿足上述在區內日漸發展的趨勢，亦致力滿足已發展國家的相同趨勢。

一如已發展國家，提升生活質素、民眾日漸富裕及日益長壽本身亦可能帶來負面影響。明顯的例子是與生活方式相關的疾病漸趨普遍，例如心臟病和糖尿病。根據世界衛生組織在2016年刊發的一份報告，在2014年中國佔全球人口19%，但共有1.1億人患有成人糖尿病，佔全球糖尿病人口超過30%。這相當於約10%患病率，而1980年則少於1%。綜觀中國的糖尿病情況，絕大部份患者均屬二型糖尿病，主要由不健康的生活方式和肥胖導致；相反，一型糖尿病的患者主要是兒童和年輕成人，一般被視為先天性或遺傳性疾病。高度創新、專注質素並具成本優勢的健康護理裝置生產商日增，以滿足這些當地及環球趨勢（因而締造出口機會），而有關裝置包括心律調整器以至血糖監測系統。

此外，我們感到鼓舞的是市場不斷浮現傾向接受轉變的企業思維，同時本身亦出現迅速的實際轉變，例如自動化及行業結構。

鑑於企業急需抵銷工資增長，因此自動化的投資金額可觀，特別是在中國。在十年前，由於勞動人口龐大和工資便宜，加上投資回收期長，所以中國生產商都不願意投資於自動化工序。相反，現時生產商不但有意投資於自動化工序，甚至願意支付溢價購買最佳的進口設備（機械人、軟件及立體打印機等）。

雖然市場不時變化，而且風險仍然存在，但我們相信對「由下而上」選股的主動型投資者，甚至需符合高門檻要求的投資者來說，現時的可投資範疇龐大，他們仍可於亞洲小型公司中物色吸引的投資機會。

**Jeremy Sutch**  
銘基亞洲  
高級研究分析師





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10月

電郵: [globalfunds@matthewsasiasia.com](mailto:globalfunds@matthewsasiasia.com)

香港:  
電話: +852-3901-0880  
網站: [hk.matthewsasiasia.com](http://hk.matthewsasiasia.com)