



Stuart Parks
亞洲股票總監
Invesco Perpetual
駐英國漢利(Henley)



重點

- 2018年的盈利增長大致上樂觀
- 我們對區內的展望觀點，是基於本土消費、環球經濟增長、利率及基建支出
- 科技及銀行業，以及韓國都有不少估值吸引的投資機會

亞洲股市在2017年揚升，主要源於企業盈利強勁。雖然2017年的盈利增長預測在年初處於約10%的偏低水準，但其後在年內向上修訂到20%。多項因素帶動預測回升，例如：全球經濟穩步擴張、美國總統特朗普(Donald Trump)沒有對市場造成衝擊、部分亞洲市場的債券收益率（孳息）下跌，以及盈利估值略為重估。

企業盈利在2018年的前景如何？

景順認為，2018年的盈利增長前景大致正面。於年內，市場對2018年盈利增長的普遍預期逐步上升，目前接近10%的水準。最近，中國的2017年第二季業績刺激有關預測走高，因為期內約三分之二的企業表現都優於預期¹。另外，印度市場²方面，投資者對2018年全年企業盈利的普遍預測在夏季大幅下調，其後略為向上修訂。展望後市，鑒於印度政府推行大額鈔票改革（2016年11月），並引入商品和服務稅（2017年7月），促使上年度的資料下跌，因此當地的企業盈利增長應可受惠於按年比較基數較低。

展望2018年，主導亞洲企業盈利的關鍵因素包括：本土消費（特別是中國）；全球經濟增長；利率環境和基礎設施（基建）開支。在工資增長的支持下，預料中國消費將維持強勁，而印度經濟以非常緩慢的步伐增長，也有望帶動當地消費增加。此外，景順認為消費可能繼續相對疲軟，尤其是韓國、馬來西亞和泰國的債務積壓，使這些國家難以刺激消費大幅上升。基建開支無疑是大部分發達市場（成熟市場）的增長動力，也是支持亞洲增長的因素之一。舉例而言，「一帶一路」的基建專案旨在促進亞洲區內以至其他地區的跨境貿易。在近期的全國代表大會上，國家主席習近平也強調「一帶一路」計畫，可見隨著這個計畫的實施，市場將在2018年出現更多刺激因素。

從板塊（行業）角度分析盈利增長前景，也有其可取之處，特別是聚焦於亞洲科技和金融行業，兩者所佔的市場比重合共遠高於50%。有關行業在2017年的盈利增長強勁，預料這股趨勢可在2018年持續。而支持銀行行業的主要因素是：隨著經濟回升，營業額展現輕微增長；利率走高，促使淨利率差距擴大；以及壞賬撥備規定仍然偏低。至於科技行業，著重資本紀律和減少競爭確保最大型企業可把握需求顯著增長的趨勢，例如：三星電子和臺灣積體電路製造股份有限公司。此外，個別互聯網公司憑藉互聯網滲透率提升，推動業務賺取更多利潤。因此，整體來說，預計盈利增長在2018年仍相當吸引，但不及2017年般表現強勁。



預計盈利增長在2018年仍相當吸引，但不及2017年般表現強勁

區內的重要主題是什麼？

中國。中國對整個亞洲區的前景至為重要，而當地的國內生產總值增長迄今仍處於穩定的理想水準（即2017年第三季實質國內生產總值按年增長6.8%³），主要源於政府實行刺激經濟政策和收入持續增長。國內生產總值資料顯示，消費增長依然強勁，零售銷售在過去12個月增長約10%。另外，政府致力重整經濟，以脫離投資主導增長模式，並在有關方面取得進展，消費佔國內生產總值的百分比連續七季（截至2017年第三季）高於60%⁴。

儘管債務水準依然偏高（中國的債務與國內生產總值比率仍是270%⁵），但本土儲蓄率可觀，為銀行體系持續帶來流通性，意味著經濟在短期內陷入衰退的可能性不大。另外，中國面對與上述

情況相關的隱憂，即資本外逃促使外匯儲備受壓，會否導致貨幣貶值。這將推動當局必須上調利率，繼而遏抑經濟增長。基於政府作出干預，外匯儲備目前靠穩，而全球經濟增長回升也確保中國出口增長反彈，以增加外匯儲備。

印度。亞洲區內另一個重要主題是印度的改革進程。在2017年，雖然企業盈利增長遜於預期，但印度股市表現理想。綜觀景順所投資的國家，印度在總理莫迪管治下展現最佳的改革動力：政府實施商品和服務稅的進展良好；稅收增加；破產法獲得批准，標示著銀行整頓資產負債表的重大舉措；政府在2016年實施大額鈔票改革，促使黑市規模縮減；以及印度政府近期對國有銀行實行資本重整計畫，應確保實力較強的銀行加快貸款增長。

投資者仍抱有信心，認為這些改革正提高經濟的潛在增長率，應可在長遠支持盈利走高，同時有助控制通貨膨脹以及財政和經常賬赤字。景順認同這個觀點，但如果有關改革實際上未能帶動經濟增長在2018年轉佳，投資者將開始質疑印度企業是否應當存在估值溢價。



我們認為不少亞洲公司的市場估值並未反映其於盈利增長、締造可觀自由現金流和增派股息方面的能力

何處物色投資價值？

綜觀景順旗下不少投資組合，科技是相對指數的最大偏重行業。就科技行業而言，由於中國以消費推動經濟增長，因此國內互聯網公司的盈利增長亮麗，預料這股趨勢將在2018年持續。消費

者迅速應用手機網上程式，而願意革新社交媒體、遊戲和電子商貿等網上服務的企業已成為主要參與者。景順顯著投資於有關公司，因為市場過度懷疑有關公司維持強勁長期增長的能力。至於科技硬體持倉方面，景順看好財政狀況穩健、能締造可觀自由現金流和具有增長潛力，但估值仍被低估的公司。舉例說，景順看多(看好)三星電子，雖然其股價表現強勁，但相對於主要業務前景，其估值仍被低估。

我們看好銀行行業，原因是近年貸款增長的極端水準下降（例如：韓國和新加坡），以及積極確認不良資產（例如：印度）的銀行體系將較為優勝。以印度為例，我們青睞資本雄厚的私人銀行，有關銀行的估值已跌至吸引的水準，例如：印度工業信貸投資銀行(ICICI Bank)。私人銀行僅佔借貸總額的30%⁶，因此仍有潛力取得國有銀行的市場份額，並致力在客戶服務、效率和信貸評估方面取勝。

至於能源行業方面，雖然油價的短期前景仍然未明，但我們已物色若干吸引的投資機會，即使在油價偏低的环境下仍能賺取收益。舉例而言，景順看好中國海洋石油的前景，該公司從事中國石油業務，預計應受益於管理層專注盈利能力和資產回報。此外，景順相信該公司的石油儲備尚未獲市場充分認同。

另一個吸引的投資意念是韓國（南韓），其一直是亞洲區內估值最便宜的市場⁷。韓國存在折讓，部分源於週期股所佔的市場比重較高，以及朝鮮（北韓）政府的挑釁行為帶來不明朗因素。然而，韓國過往的企業管治狀況欠佳，也是有關市場存在折讓的主因。對比亞洲區的平均值⁸，

韓國企業的平均股息支付率（派息率）偏低，正好說明上述現象。然而，景順認為這個情況開始改善，為估值帶來正面影響。首先，三星電子已轉為實行資本回饋政策，訂明最少50%自由現金流將以股息和股份回購形式回饋股東。作為韓國最成功的企業，三星作出更多有利股東的行動，可能使其他商業集團紛紛仿效。此外，國民年金公團是不少韓國公司的大股東，其也開始更積極爭取較佳的股東回報。

看淡的市場領域

從地區角度來看，景順仍對馬來西亞市場感到憂慮，因為當地尚有不少長期問題仍待解決。在有關問題得到處理前，景順將因其估值偏高、增長偏低和政治不明朗因素而繼續回避這個市場。

另外，基於企業股息率通常略高於市場平均值，因此投資者早前樂於付出溢價以賺取收益，但經過這段時期後，景順認為若干抗跌類股目前仍過於昂貴。若利率確實逐步上升，買入有關股票的理據將進一步減弱，而其估值被高估的情況將更為明顯。

總結

總括而言，景順認為亞洲市場在2018年仍有上升空間，與盈利增長趨勢相符。市場普遍預測2018年的每股盈利增長為10%⁹，但須視乎全球經濟環境能否持續表現溫和。我們認為這個環境有利選股機會，而不少亞洲公司的市場估值並未反映其於盈利增長、締造可觀自由現金流和增派股息方面的能力。

1 資料來源：Bloomberg L.P.，2017年11月。

2 印度市場以MSCI印度指數為代表。

3 資料來源：Bloomberg L.P.，2017年11月。

4 資料來源：新興顧問集團(Emerging Advisors Group)，截至2017年6月30日。

5 資料來源：中華人民共和國、國際貨幣基金組織、國家報告(Country Report)編號17/247，2017年8月8日。

6 資料來源：中信里昂證券、Indian Financials、行業展望(Sector Outlook)，2017年10月25日。

7 資料來源：Bloomberg L.P.，2017年11月。

8 資料來源：Bloomberg L.P.，2017年11月。

9 資料來源：Bloomberg L.P.，2017年11月。

重要信息

所有數據截至2017年10月31日。本文件擬僅供景順意圖提供的人士而設，只作數據用途。本文件並非要約買賣任何金融產品，亦不擬且不應分派予公眾人士、或以此作為依據。不得向任何未獲授權人士傳閱、披露或散播本文件的所有或任何部分。本文件的某些內容可能並非完全陳述歷史，而屬於「前瞻性陳述」。前瞻性陳述是以截至本文件日期所得數據為基礎，景順並無責任更新任何前瞻性陳述。實際情況與假設可能有所不同。概不保證前瞻性陳述（包括任何預期回報）將會實現，或者實際市況及／或業績表現將不會出現重大差距或更為遜色。

本文件並無將任何個人的投資目標、財務狀況或其它特定需要納入考慮。我們鼓勵投資者在作出投資決定之前，應考慮個人投資目標、財務狀況及需求的適切性。

閣下應注意本文件：

- 可能包含談及非本地貨幣的金額；
- 可能包含並非按照個別人士所居住國家之法律或條例所準備的財務信息；
- 可能並未討論涉及外幣投資的風險；
- 並未討論當地稅務議題。

本文件呈列的所有數據均源自相信屬可靠及最新的數據源，但概不保證其準確性。所有投資均包含相關內在風險。請在投資之前獲取並仔細審閱所有財務數據。

文內所述觀點乃根據現行市況作出，將不時轉變，而不會事前通知。有關觀點可能與景順其他投資專家的意見有所不同。

於部分司法管轄地區分發和發行本文件可受法律限制。持有本文件作為營銷材料之人士須知悉並遵守任何相關限制。本文件並不構成於任何司法管轄地區的任何人士作出未獲授權或作出而屬違法之要約或招攬。