

iMONEY 智富

Issue
631

1200億基金掌舵人
惠理 蘇俊祺

香港30年 最大經濟危機 股樓應變策略

1200億基金掌舵人
惠理 蘇俊祺

蘇俊祺 Profile

現職：惠理集團聯席主席兼聯席首席投資總監

事業：

- 2019年4月獲任命為集團聯席主席
- 2012年6月兼任集團副主席
- 2010年7月升至聯席首席投資總監
- 2009年3月獲升為副投資總監
- 2005年升為惠理基金的高級基金經理
- 2004年晉升至惠理基金的基金經理
- 1999年5月加入惠理集團擔任分析員

獎項：

- 《指標雜誌》2017年基金年獎中獲得年度傑出基金經理（大中華股票組別）
- 在2011年與謝清海榮獲《亞洲資產管理》2011 Best of the Best 亞洲區年度首席投資總監雙冠軍

學歷：

- 澳洲新南威爾斯大學商業碩士
- 新西蘭奧克蘭大學商學學士

香港 最大經濟 股



30年 齊危機 樓應變策略

本港社會運動已持續逾 5 個月，至今仍未見平息迹象，近月關於本港經濟的壞消息一浪接一浪，第三季本地生產總值（GDP）跌幅擴大至 3.2%，採購經理指數（PMI）跌至 10 月份的 39.3，最新失業率也升至 3.1%，意味全民就業不再。於本港金融界打滾 20 年、掌舵近 1,200 億元資產的惠理集團（00806）聯席主席兼聯席首席投資總監蘇俊祺，在接受本刊獨家專訪時坦言，目前本港經濟正面臨過去 30 年以來最大的危機，更直指如社會事件遲遲未解決，最壞的情況或會有一半的旅遊業從業員失業，將拖累本港整體失業率升至 10%。

但是，奉行價值投資的他認為事件最終會過去，當零售市道未來重回正常的消費水平，零售股會有不錯的增長空間，透露現時已逐步小量吸納零售股。

事實上，蘇俊祺對未來一年的股市前景持樂觀態度，惠理基金至今仍處於滿倉狀況，旗艦股票基金「惠理價值基金」截至 10 月回報 22.6%，表現跑贏恒指，反映其全攻型策略奏效。他在訪問期間分享了五大投資主題，讀者不妨從中汲取贏家心法，為來年投資作好部署。

撰文：林衛、陳詠妍

攝影：梁健騰

其他圖片來源：彭博社、法新社

美術：高卓威

本港經濟形勢篇

蘇俊祺：
30年最壞情況

自今年6月以來，由反修例爭議引發的社會運動已持續近半年，警民衝突頻繁，隨着示威規模持續擴大，並蔓延至多個地區，訪港旅客人數銳減，本地消費意欲也大降，旅遊、零售及酒店業首當其衝。過去數月，香港經濟的壞消息一浪接一浪，月初公布的本地生產總值（GDP）繼第二季按季收縮0.5%後，第三季跌幅擴大至3.2%，連續兩季按季倒退，意味香港已陷入技術性衰退，各界也相信第四季表現會更差。同時，本港採購經理指數（PMI）由9月份的41.5，進一步跌至10月份的39.3。

本港經濟面對內憂外患，政府統計處日前公布今年8至10月最新失業率達3.1%，較7至9月份的2.9%上升0.2個百分點，創兩年來

新高之餘，更有上升趨勢。其中餐飲業失業率達6.1%，創下6年來新高；至於零售、住宿和餐飲業的失業率也達5%，創2017年初以來新高。商務及經濟發展局局長邱騰華日前也指，近期多項大型活動取消或延期，料涉及逾74萬人次，對旅遊業影響尤其負面。

失業率最壞見10%

成立於1993年、由有「股壇金手指」之稱的謝清海創辦的**惠理集團**（00806），是亞洲最大的獨立資產管理公司之一。集團聯席主席兼聯席首席投資總監蘇俊祺接受本刊獨家專訪，分析本港目前的經濟情況，在金融行業擁有20年經驗的他，也坦言現時香港經濟面臨過去30年以來最大的危機，他表示：「香港有幾個主

要行業，每個行業受的影響也不一樣，但如果你將所有行業加起來，我們計過數，現時香港經濟面臨過去30年以來最大的危機，對經濟及就業來說影響最大。」

當中他對本港失業率最為擔心，他解釋指，香港約280萬就業人口中，約10%人士從事旅遊業，另有10%人士從事零售業，就算不計餐飲業，單是旅遊及零售行業已佔本港就業人士很大部分，我們很擔心失業率在未來數個月大幅上升。同時，我們見到很多中小企都是『捱緊』，他們雖然未見有收縮及關閉業務，但如果這情況持續多一個季度，我相信很多公司都未必『頂得住』，每個月也在蝕錢的話，可以蝕到多少個月？」

蘇俊祺指，目前本港約30萬的

旅遊業從業員，如社會事件維持長達一年時間，假設旅客人數跌一半，由於旅遊從業員人數跟旅客數字有直接關係，故他相信有一半的旅遊業從業員，即約 15 萬人面臨失業。而零售消費行業的情況雖然未如旅遊業般差，但業務較集中於旅客的零售行業可能較差，估計香港的零售消費額可能跌 10 餘%。「以上數字合起來計算，本港整體失業率最壞情況有可能升至 10%，因為單計旅遊行業，如一半旅遊業相關人數失業，也會拉動整體失業率升 5 個百分點，再計入現時 3.2% 的失業率，失業率最基本也升至逾 8%。」

未見外資撤出香港

本港經濟前景極不明朗，不少意見認為明年首季的情況將最為嚴峻，蘇俊祺認為，如事件能於短期內解決，經濟可能在明年首季見谷底。但更悲觀的情況是，如事件持續至明年底，經濟最壞的情況當然不會在明年第一季發生，「現在很多中小企



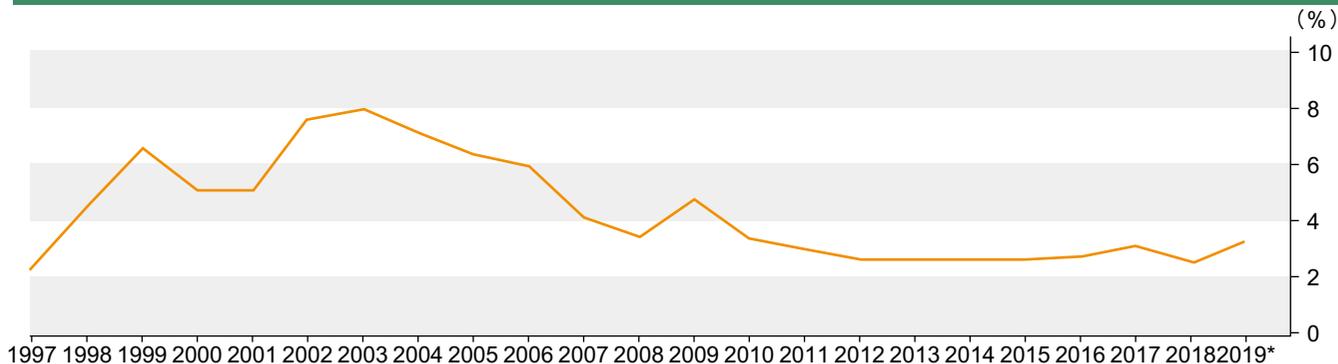
也在蝕錢中，但始終會有一日撐不住。」他也不排除未來會出現公司倒閉潮，特別是餐飲行業，「現在很多的餐飲業（非上市）已跌六、七成生意，但業主又不肯減租，而且有不少舖位的租金處於最高峰，那有可能生存得到？我覺得未來數個月很大機會出現餐廳大規模倒閉的情況。」

社會事件重挫本港旅遊、零售及飲食業，但蘇俊祺指未見到外資撤出香港的情況，「外資都是『睇生意』，如果有生意都會繼續做，而一

些在香港設置總部的外資，我們暫時看不到他們撤出香港。」他續稱，在香港從事旅遊業的外資不多，零售消費行業則有外資參與，但相信她們不會撤出香港，可能會收縮業務。至於事件對金融業的影響相對不大，「在香港從事金融業的外資，其在香港的業務主要較受股市影響，從股市交投來看，對她們的影響不大。」

以惠理的生意為例，蘇俊祺指社會事件未有對公司生意帶來影響，「公司管理基金的金額仍十分穩

本港整體失業率走勢 (圖一)



註：上述數字為年度計算

* 為 2019 年 8 至 10 月數字

解讀：今年 7 個 9 月失業率維持在 2.9%，自 2011 年起的 8 年來，失業率也低於 3%，近乎全民就業。隨着今年 8 月至 10 月份失業率終升至 3.1%，意味全民就業不再，其中一個重災區為零售、住宿及膳食服務，期內失業率達 5%。

據政府統計處有紀錄以來的數字（由 1982 年起計算），本港失業率最高的時間為 2003 年沙氏後的 5 月至 7 月季度，當時失業率創下 8.7% 的歷史高位，有約 30 萬人失業。

定，始於人們需要為自己持有的資產進行投資，也見不到投資者存入的資金有下跌。我們的產品仍有需求，只是人們購買的產品有轉變，投資者的取態可能轉為投資全球性的產品，或進行分散風險投資，或找一些低風險投資項目，較為着重息率。」惠理集團的資金流由年中至今持續穩定，截至10月底，目前公司的資產總值達152億美元（約1,200億港元）水平。

旅客消費必會重臨

蘇俊祺強調，上述失業率大升的預測是基於最壞及最悲觀的情況，在他的角度而言，他認為社會事件始終會有過去的一天，「香港不可能長時間沒有旅客來，不可能長時間沒有人消費，當事件過去後，旅客及消費也會重臨，當然未必可回到以往的高點，即使生意能夠回到以往的八成，其實對這些行業已有很大的幫助。」

吸本港零售股時機

本港零售行業步入寒冬，政府統計處本月初的數據，9月零售額按年下降18.3%，連續8個月下挫，一眾本地零售股今年第三季股價大瀉，其中珠寶首飾品牌周大福（01929）於第三季股價跌逾19%，本地化粧零售股莎莎國際（00178）期內更大跌逾22%，從事快餐行業的大快活（00052），期內跌幅也達17%，而上述3隻股份股價最近才回穩，於10月初至今，股價分別跌5%、升2.4%及跌7.8%。對於奉行價值投資的惠理基金而言，目前是趁低吸納本港零售股的好時機。蘇俊祺表示：「現在香港四大支柱行業：旅遊、零

售、金融及物流運輸，我認為以旅遊及零售業的影響最大，現在的市況影響到人們購買日用品及消費意欲，但最終他們也會出來消費。這件事雖然仍未見到曙光，但我相信事件最終會過去，當零售市道未來重回正常的消費水平，很多零售股會有不錯的增長空間。」

他不諱言，集團現時已等待入市時機，更指目前基金依然「滿倉」（Fully invested），「我們都是看有沒有平的股票，有平的股票就 Fully invested，沒有平的股票，我們就不會 Fully invested，現在市場是有平的股票。」那處可以找到平的股票？蘇俊祺指跟半年前大有分別，「現在平的股票集中在香港相關的股票，反觀內地股票沒有大變化，投資者都見到香港發生的事，不會影響到內地股票的基本面。」

「我們的理念是價值投資，同時也是『人棄我取』，整個團隊都做很多功課，每一個行業、每一隻股份也會睇。」他透露，目前惠理集團較關注本地零售股，「過去數個月，我們

幾乎調研過所有零售公司，現時正睇時機去增持股份。」

如何於云云本港零售股挑選出最具反彈潛力的股票？蘇俊祺坦言要逐間研究，「有些公司的店舖為自置物業，有些公司的店舖是租賃的，同一個行業也有很大分別。同時也要分析公司架構，有些零售公司有四至五成的業務來自內地，只有約五成生意在香港，受事件的影響就少很多。我們現在見到的情況，是很多業務主要集中在香港的零售股，股價已從高位跌了一半。」

已逐步吸納零售股

不過，現階段惠理集團只是少量吸納零售股，未有大舉入市，主要有兩大原因，「第一，我覺得要等事件有曙光出現，第二，是由於本港零售商受的影響真的很大，業績都未必太好，我相信受影響程度比一般人估計的影響高出很多，我們不知道何時才是最低位，但作為價值投資者，只要我們覺得有合理的回報，就值得去投資，故一直有逐步購入少量股份。」



樓市不確定 不沾地產股

隨着近來示威行動再升級，加上政府放寬按揭保險樓價上限約一個月，市場已消化有關正面消息，市民置業意欲明顯有所放緩，上周六、日（16日及17日），新盤市場未有全新盤開售，期內只錄得約30宗成交，較前一個周末約86宗成交，大跌約65%。二手方面，交投也於低位徘徊，據中原地產數據，十大屋苑在過去的周末錄得7宗成交，較上周雖多3宗，但仍屬個位數交投量，繼續於低位徘徊。



內地買家不再來港

值得留意的，是近日新盤撻訂的個案似有上升趨勢，單是周一（18日）一天，市場已連錄7宗撻訂個案，其中**佳明集團（01271）**青衣明翹匯，於一天內錄得4宗撻訂發展商沒收訂金約114萬元，目前該盤已累錄7宗撻訂個案。**長實集團（01113）**與市建局合作發展的中環My Central也出現「撻大訂」個案，單位於12樓F室，成交價1,964萬元，買家於已繳付15%樓價，換言之獲殺訂高達294萬元。

事實上，社會情況不穩，發展商也押後推出全新盤步伐，嘉華國際旗下啟德嘉峯匯原定於上周開價，最後也未有如期推出。而掛着「月月有樓賣」旗號的**新鴻基地產（00016）**，過去兩個月也未見有全新盤登場。

對於本港樓市前景，蘇俊祺指目前充滿不確定因素，「現時社會運動事態發展較難估計，如最差的情況出現，失業率或升至10%，現時的樓

價水平相信難以支持。事實上，目前樓價一般人已難以負擔得起，同時現在很多置業人士是剛性需求，購入單位是自用而不是投資，後市情況要看人們份工『穩不穩陣』，才會考慮置業。」

「如事件在之後的時間解決，市場出現最差情況後，樓價從最高位跌約15%，之後會平穩發展。但如情況一直持續，失業率升至10%高位，很多人對香港失去信心，甚至移民，如這情況出現，樓價跌幅可能會更大。」但從另一角度看，也有支持樓價的因素，「現在全球多國政府進行QE，也處於低息環境，香港土地也缺乏，住宅處於供不應求的局面。」

過去本港樓市被內地資金撑起，蘇俊祺相信內地買家不會再來港買樓，惟相信內地資金不會撤出香港房地產市場，「我認為內地人不會撤出香港樓市，他們購入香港物業後就會傾向長綫持有，不會沽出。但會不會再有內地買家來港買樓？我相信未

必會了。不過，香港的住宅本身處於供不應求的情況，單計香港人的需求，現在香港的土地供應也未必足夠，內地人不再來港買樓的影響也不會太大。」相對於豪宅，他相信中小型單位的需求仍大，「豪宅樓價看似沒有跌太多，但事實上根本是賣不出，市場沒有需求，如你要賣出的話，可能要減價三成才以。表面上豪宅的抗跌力高，但實際上並不是。反而1,000平方呎以下的住宅是有剛性需求，如新盤每次銷售也能成功售出數百間，有一定需求。」

至於本港地產股，他說現時集團未有沾手，主因是現時樓價已很高，樓市也充滿不確定性。「就算現在香港樓價稍為回調，但仍是全球樓價最高的地區之一，如果你用現在的樓價去計算地產股估值可能是平，但樓價是否能保持在這水平？我是不確定的。確定性是我們投資最重要的前題之一，如不確定的話，我寧願不沾手。坦白說，我真的不知道樓價會怎樣走。」

全攻型策略 買五大主題

Action 篇

目前，惠理基金明顯採取「全攻型」策略，基本維持滿倉狀態。蘇俊祺解釋，市場確實存在一些不確定性，如全球經濟放緩及中美貿易戰，不過這些風險一定程度已反映在估值之上，而且衡量過風險與機遇因素，對未來一年中港股市表現仍感樂觀。

中美貿易談判至今裹足不前，有消息更指今年內可能無法達成首階段協議。當問及貿易戰的最新看法，他坦言「好難預測」，但因市場早已把最壞情況作出評估及量化其風險，料大市再試今年8月低位的可能性不高。「貿易戰爆發了一段日子，很多分析員、經濟學家已經將不同情境對經濟、企業盈利的影響計算出來，所以再超越最差情況的機會不大。」

舉例，早前就有分析估計，若美國向2,500億美元的中國商品徵收25%關稅，預計會令中國國內生產總值（GDP）增速減少0.27個百分點；最壞情況向5,500億美元商品全

面徵收30%關稅，則會將中國GDP增速拖低0.66個百分點。

流動性增 撑起經濟

在他看來，事情未必向最壞的方向發展，說不定有好過預期的可能。最明顯，面對全球經濟增長放緩，央行紛紛重施故技，開動印鈔機，提振經濟。較早前，歐洲央行將息口調低至負利率，自11月起每月購買200億歐元的債券；美國聯儲局亦在10月開始每月購入600億美元的短期債券，直至明年第二季。「我覺得這些流動性會令經濟不至於太差，可能會比想像中好很多。」他說。

更重要的是，市場流動性增加，不單會舒緩經濟下行的壓力，同時資金須尋找出路，多少也會流向資本市場。「其實，我們見到有資金陸續回流至新興市場，例如在境外上市的中資股，在過去幾星期都有幾十億元流入。」他又預計，若美元在稍後進一步回軟，資金流向將更利好中港

股市，「如果美國明年經濟增長有所放緩，美元強勢未必可持續，這樣會利好新興市場，或者一旦貿易戰達成一些協議，都會是中資股獲重估的催化劑。」

中國仍有力穩增長

中國方面，最近公布一系列經濟數據均差過預期，如零售銷售、固定資產投資等，確實令人憂慮中國經濟或會一蹶不振。對此，蘇俊祺相信中國政府仍有充足的政策空間來穩住經濟增長。

「穩增長是中國政府的首要目標，年初中國推出2萬億元人民幣的專項債，在9月已經完成任務，料第四季度可能會繼續增加，又見到一些地方已鬆綁房地產政策，如限購令。」

他覺得，中國經濟會在第四季觸底，說不定GDP增速會見5.8%至5.9%，而這水平將會相當接近官方的「底線」，預料屆時會有更多刺激

措施出台。「當局手上還有很多手段，包括減息降準，增加流動性，所以明年中國經濟不需要太悲觀。」

中港股市估值便宜

當然，光是刺激措施、流動性也不夠，作為價值投資者，蘇俊祺更看重估值和基本面。的確，中港股市的估值相對便宜，只須配合一些催化劑，已不難有好表現。根據統計，中國A股2020年預測市盈率只有11.3倍，幾乎全球是最便宜的股市，同時，企業盈利增長也不差，明年A股的每股盈利增長可達到13.8%，高於美股的10%（見圖二），反映中資股確實有條件做得更好。

「增長快，估值最平，就是一個比較樂觀的因素之一。另外，港股估值更誇張，現在已接近過去30年爆發危機的估值水平，亦解釋了為何我們會滿倉的原因。」他說。

截至10月止，惠理的旗艦股票基金「惠理價值基金」表現不錯，年至今的回報達22.6%，遠勝過恆指表現，證明「全攻型」的策略奏效。右表可見，基金的十大持股之中，不乏今年長升長有的牛股，包括台積電、美團點評（03690）、貴州茅台（滬：600519）及美的集團（深：000333）等，也是基金跑贏的主因。

五大投資主題可買

毫無疑問，惠理向來精於「由下而上」揀股，通過對不同公司進行探訪，務求更準確掌握公司及行業資訊，從而發掘出優秀公司。根據這套「由下而上」的原則，蘇俊祺歸納了五大投資主題，跟讀者分享，包括

消費升級、科技與5G、中國教育行業、中國醫藥健康行業及線上服務平台。

「這些主題都有共通點，長綫來看，其盈利增長有保證，也受惠於中國經濟的結構轉型，同時不會受短期經濟波動和貿易戰影響，5大主題佔我們基金持股超過50%。」

1. 線上平台想像空間大

先說線上服務平台。由惠理基金近月的持倉變化，足見基金對這個主題的看好程度，當中的美團點評在9月才打入十大持股，至10月的排名由第六位升至第三位，比重達5.4%。美團為中國生活服務電子商務平台，最為人熟悉是其外賣訂餐服務，公司在周四（21日）公布第三季業績由虧轉盈，非通用會計準則（Non-GAAP）純利達19.4億元人民幣，遠超市場預期，收入增長44.1%至274.9億元人民幣。

蘇俊祺十分看好這類平台，稱其業務和收入具有很大的想像空間。數據顯示，2018年有關餐飲套餐、美容服務和KTV預訂等線上預約的滲透率只得3%、11%和14%，相比服飾和電子產品達到40%以上的滲

透率，顯然尚有很大的發展空間。

訪問期間，他舉例休閒娛樂市場會是個新增長點，包括預訂Party room、親子活動等，加上美容服務，市場規模達到4萬億元人民幣，而且每年有中高雙位字增速，錢途可謂無可限量。「如果上述金額40%通過線上預約平台進行營銷，即是1.6萬億元人民幣的市場，基於現在電商龍頭抽取10%佣金的假設，如果預約平台抽10%至15%的佣金，收入可達2,000億元人民幣。」

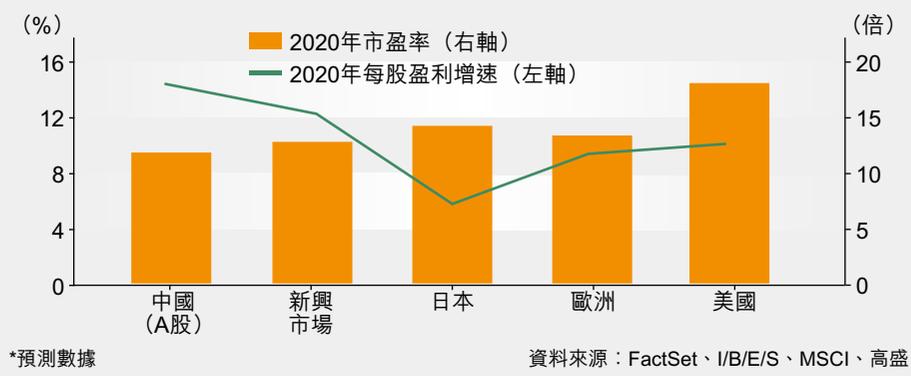
2. 5G 增長可達 3 至 5 年

再看就是5G概念，主角是台灣上市的晶圓代工台積電。台積電穩佔惠理基金持股的三甲位置，過去6個月的持股比重持續增加，由6月的增3.5%升至10月的6%。

他不諱言，基金過去兩個月不斷增持台灣的科技股，一來這類科技股的估值具吸引力，以半導體股份計，目前台股估值較A股尚有40%的折讓；二來由於貿易戰的關係，很多中國企業改在國內尋找零件供應商，在這個過程中不少找上了台資廠商，間接令台灣的科技公司受惠。

不說不知，今年來台股表現跑贏

中資股更值博（圖二）



區內股市，台灣加權股價指數衝破11000點，創29年以來的新高，當中佔指數比重超過20%的台積電，實在功不可沒，台積電股價自年初至今累漲37%，處於歷史高位。

事實上，台積電表現如此標青，皆因其技術在晶圓代工行內屬超班，以致定單源源不絕。據了解，最大勁敵三星電子在7納米製程仍未解決低良率的問題，而英特爾（INTC）則停留在10納米製程，令台積電幾乎主導7納米的市場；值得注意的是，當晶片面積愈小，代表其性能會愈高，亦愈能減少耗電。

受惠蘋果新手機的需求刺激，台積電公布10月收入按年升4.4%至1,060.4億新台幣，創單月歷史新高；管理層稱，公司已投入資源在5納米和3納米的製程，料5納米可在明年量產。有消息指，蘋果、高通等公司將會採用其5納米製程。

在他看來，晶片、線路板（PCB）、線路設計及感應器（Sensor）都會受惠於5G的發展。有研究預測，全球上網設備數量會由2018年的91億台增至252億台，主要因5G網絡盛行，網速提升和應用大幅增加，推動了不同裝置的需

求，當中需要大量的零件供應。

蘇俊祺說：「投資者可能低估了5G的潛力，或者以為5G只是建造一個網絡，但網絡建成後，市場還會推出很多相關的產品，未來增長可以持續3至5年。」至於，將來的5G應用會包括智慧城市、雲端遊戲、AR無人駕駛、物聯網等。

3. 消費升級 受惠中產化

另外，他又看好消費升級，白酒股是表表者。究其原因，中國年收入超過20萬元人民幣的中產人口，自2015至2020年每年呈20%增長，至2020年後，每年新增人口約1,100萬，料這些人口會願意花錢追求更高檔的產品。

「舉例白酒消費，一瓶300元的白酒，佔中國白酒市場不到1%，相對於其他發達市場，日本的高端酒佔差不多5%、美國佔16%，全球平均也佔5%，可見白酒仍然有很大的升級空間。」除此之外，消費升級不單在於調高售價，龍頭企業更可以透過研發創新、擴大市場份額來提升利潤。

4. 兩準則買好醫藥股

值得注意的是，本來中國醫藥板塊

向來是惠理的重倉股，今年曾打入十大的股份有**石藥集團（01093）**，惟近期基金有減磅的跡象，基金內醫療保健股的比重由5月的16%降至10月的9%。

蘇俊祺解釋：「雖然我們長綫看好這個板塊，但我們最近卻在減持，因為有些創新藥公司的估值高於平均值1個標準差，所以先行獲利。但是，我們覺得醫藥板塊的周期十分明顯，我建議投資者可在回調時買入，並長綫持有。」簡言之，若往後有不利醫藥股的政策出台，或許是個趁低買入的好時機。至於甚麼為之好的醫藥股？他稱，要揀研發能力強的創新藥公司，當中有兩個準則供讀者參考，一是在研的新藥產品線（Pipeline）夠不夠豐富，二是參考公司研發費用佔收入比重，一些研發能力強的公司，每年會將10%以上的收入用於研發，金額可能多達10至20億元。

5. 高等教育供應缺口大

最後是中國的高等教育。他看好民辦大學、職業學校的前景，皆因目前高等教育的供應尚有很大缺口，如「十三五」規劃中，2020年高等教育的入學率須達到50%，估計須新增75萬個學位，或興建50至100間學校才能滿足需求。更重要是，目前國內民辦大學的學費偏低，平均一年學費為1,700美元，遠低於韓國6,643美元，以及美國21,189美元，可見學費上調的空間巨大，足以拉動行業增長。翻查惠理基金的中期報告，確實持有不少教育股，如**東方教育（00667）**、**中教集團（00839）**、**希望教育（01765）**等。RM

惠理價值基金十大持股

股份	行業	持股比重
阿里巴巴（BABA）	零售業	8.9%
台積電（2330）	半導體	6.0%
美團點評（03690）	零售業	5.4%
貴州茅台（滬：600519）	食品飲料	4.7%
友邦保險（01299）	保險	3.8%
建設銀行（00939）	銀行	3.5%
上實環境（00807）	公用事業	3.4%
創科實業（00669）	資本品	3.2%
美的集團（深：000333）	耐用消費品	2.8%
騰訊音樂（TME）	媒體與娛樂	2.8%

資料來源：惠理基金10月報告