



# iMONEY 智富

訂電子iM



專訪



China P.06

專訪  
當紅哈佛教授  
Niall Ferguson

\$8300

聽一堂  
金融演講

Wealth  
P.72 P.06

趨勢報告  
iM House View

頁岩氣概念股  
股市年底衝刺

# 施永青管理基金 年賺30%

操盤手曝光 何偉立

# 公開5隻愛股



專訪

# 施永青管理基金 年賺30%

## 操盤手曝光 何偉立 公開5隻愛股

無論是管理中原地產還是基金公司(天駿資產管理公司(Legends Asset Management))，中原地產創辦人施永青均落實「無為而治」，因為無為，才令其有份管理的天駿中國基金，截至今年10月底，錄得近30%的回報，大大跑贏同行的3.9%，亦稱冠同儕。

到底「冠軍基金」操盤手何偉立(Marko Ho)是如何創造佳績？他接受本刊訪問時透露，好成績是因為揀中多隻爆升的中小型股份。

2013年將至，他建議可以在消費、機械設備及內房股中尋寶，以捕捉中國經濟周期轉勢的機遇。

撰文：鍾劍瑩、柯慧琳 • 攝影：王嘉昌、周穎瑤  
美術：張仲賢 • 其他圖片來源：彭博社、法新社





## 施永青 Profile

### 現職

- 中原集團創辦人，免費報章《am730》創辦人

### 事業

- 2011年1月：正式退休，淡出地產業務，現仍為中原集團董事
- 2009年將手上持有的45%中原股權全數捐給「施永青慈善基金」，當時估計約值40億元
- 2005年創辦免費報章《am730》
- 2001年成立中原集團，並收購同業利嘉閣地產
- 1978年與中學同學王文彥創辦中原地產代理
- 1976年開始在地產公司工作
- 1968年中學畢業後在左派學校教書8年

## 何偉立 Profile

### 現職

- 天駿資產管理投資總監

### 事業

- 2010年創立天駿資產管理
- 2008年擔任法國興業資產管理基金經理，期間他管理的事件驅動型中小型股中國基金，在同類基金中排名一直前3位
- 2004年擔任華富嘉洛資產管理副基金經理兼高級研究分析師，使用長/短倉策略，分析面涵蓋香港和中國AB股市場

### 學歷

- 香港大學工商管理學士(榮譽)學位







## 樓市篇 施永青：港樓形勢春節後定奪

今年以來港股極難炒，莫說是專業的對沖基金經理，連大仔沙都鮮有錄得佳績，但是，截至10月底，有一隻成立僅兩年的對沖基金——天駿中國基金卻能錄得29.69%回報，大幅跑贏MSCI中國指數的11.2%。

能夠跑贏MSCI中國指數，非由明星級基金經理管理，而是由何偉立管理。他是誰？他是天駿資產管理投資總監，他因擅於捕捉可翻身細價股而錄佳績。其實除他外，基金另一管理人，來頭可不小，此人就是中原集團創辦人施永青。

問施永青對基金表現是否滿意？他笑說：「今年確實做得相當不錯，

好多基金都做得唔好。」問施老闆哪來時間管理基金？施永青說：「基金我有份做管理，但並非全職，每月跟他們傾投資大勢，市場的變化，對政經環境的變動有份提意見，平均一個月開會一次，但我沒有參與揀股。」

### 能付五成首期才應買樓

眾所周知，施永青擅於捕捉樓市趨勢，若他的看法與基金經理的意見背馳，該聽誰？他說：「若看法不一，沒所謂。不一樣才對，一樣的話，他找我開會幹嗎？若他的意見等於我的意見就不用開會了，意見有不同才會衝擊。」

刻下，因政府推出延長額外

印花稅(SSD)期限及買家印花稅(BSD)，這「雙辣招」令本港樓市有所下調，特別是成交萎縮，未知施永青有何看法？他說：「政府出招後，成個市場萎縮了很多，多達六成幾七成生意，我不是與最高那個月比，和最高那個月比可能不見了七成、八成生意。未來，交投並不容易升，要過了農曆年後看定些才可估計。」

記者問樓市會否再跌？「交投一定會繼續跌，價錢會因為交投少而『企唔住』，每個月都有一定的人需要套現，套唔到現惟有平賣。」那現在仍可以上車嗎？施永青說：「某日出席電台節目，有對夫婦問我，現在樓市那麼貴怎辦？我話當樓價偏離合



低市盈率(PE)不一定會升，高的亦不一定會跌，視乎下個轉角位的催化劑出現未。」

「現時樓價已達歷史高峰，樓市與股市同樣有周期，2003年至2007年股市大幅跑贏樓市，2007年第四季是轉捩點。而樓市急升至今有9年，以紅磡黃埔花園為例，呎價由5年前的4,000多元升至現時的8,000多元，貴的程度已返到1996年至1997年，故無論是自住或投資，也不是入市好時機。」

樓市是否見頂？「樓價已在一個比較高的位置，但我不是說樓價即刻跌，現時令樓價跌的催化劑未出現，升市原因是供應不夠，利率低，負利率及經濟好。但現時經濟開始轉弱，另外兩個原因基本沒變，供應起碼到2014年尾才會多些，通常香港樓要2年半至3年才建成，最快2014年尾，故供應不會增加。」

### 買樓自住應等一會

「利率方面，坊間覺得要到2015年中才會加息，但我覺得會早些。但短期內我仍覺得無加息條件，負利率環境會持續，供應亦不足，經濟轉弱則不足以推低樓市，我覺得樓市Cycle(周期)會長過股市好多，而且轉角位比較容易睇，但現在仍未到。」

他嘗試以類似股市市盈率的指標來測樓市，他說：「我將樓價指數除人均收入(GDP Per Capita)，得出

一個Ratio(比例)，現在這Ratio已企在1996年、1997年，或1980年、1981年的位置，但並不代表樓市即刻會爆，我是說樓貴，貴時沒必要買。」他個人亦未持有物業，以示貫徹始終。

何偉立續說：「樓市升了那麼多年，過去3年至4年已跟收入脫節。由2009年首季推出第一輪量化寬鬆措施(QE1)計算，樓價升85%，但人均收入只升15%，有很大的落差。樓價升但收入追不到，夾硬在高位去買，除非你確信收入可追回，否則好危險，萬一有任何風吹草動如經濟向下，可能會有好多問題出現。」

「我覺得，就算要買樓自住，都可以等一等。因為買樓自住對絕大部分人來說，是一生人最大的投資，無必要在一個比較高的位進行。2003年至2007年這麼多年不買，去到2008年、2009年股市跌你都不買，去到2012年這個位才追，我覺得時間上是錯過了。」

理價格時，你可以先租樓。現在我建議他們俾多些首期，俾到五成，若俾唔到五成首期，即是叫他不要買。」

不買樓的話，將資金調往投資股票好嗎？施永青說：「我不是說投資股票不好，不過一般人不懂做投資，對普通人來講，投資股票的難度比投資樓市更高。」正因投資股票難度高，他將揀股的工作交給何偉立。

### 現在不是入市時機

問何偉立會否受施永青影響而改變揀股策略，他說：「不會。舉樓市為例，施生看樓市較樂觀，但想法無大衝突，我不會覺得樓市現在即刻就冧，還有一段時間，只是認為現在偏貴，樓市跟股市是倒轉的，樓市偏貴股市就偏平，但偏平卻不代表會升，

◀施永青認為投資股票的難度比投資樓市要高，故揀股工作交由投資總監負責。

◀何偉立身體力行，自己並未持有物業。





# 股市篇 何偉立：買入具催化劑股

成立於2010年10月的天駿資產管理，在對沖基金界算是較年輕的一員，不過短短兩年間，其天駿中國基金今年至今取得逾29%的回報，在同類基金中表現稱冠。

天駿中國基金目前的基金規模約3,000多萬美元（約3億港元），屬中小型對沖基金，主要投資於中國市場的股票，並採用股票長短倉（見iknowledge）的方式投資，並且會有少量期指、期權的操作。

何偉立為公司投資總監，負責旗下天駿中國基金的投資及選股策略。自立門戶以前，何偉立累積了達十年的投資經驗，例如他於2008年至2010年間在法興資產管理出任基金經理，曾參與管理的事件驅動型中小型股中國基金，期間一直是同類基金中表現的頭3名。

據對沖基金資料庫Eurekahedge數據在投資大中華地區的股票長短倉對沖基金排名中，天駿

亦有好成績。若按年初至今的回報計，在110隻同類對沖基金之中，天駿的表現排在第二。至於彭博的資料顯示，截至今年10月底，天駿中國基金的回報達29.69%，在同類對沖基金中排首位，大幅跑贏同業平均約3.9%的回報。以新晉的基金而言，成績確實不俗。

2011年是基金成立後首個派成績表的年度，該年港股呈先高後低格局，出乎市場預期，故不少老牌對沖基金都損手離場，據彭博的數據顯示，天駿中國基金該年亦錄得-19%的回報，表現僅略優於大市。

## 5項操盤致勝之道

能由2011年的負回報一路趕上，至如今基金不但有正回報，且表現跑贏大市及不少同業，可見何偉立操盤本領有其過人之處。從訪問中，可歸納出他的投資之道，共有5項。

### 1. 做逆行者 逢低買進

何偉立笑指，今年基金的長倉以

及短倉方面表現皆不錯，但主力還是做長倉，「我覺得股市估值是偏低，做法其實好簡單，偏低的時候，持有更多些（股票），偏高時就沽多一些。」

事實上，早在去年8月時，大市走勢開始轉下，不少基金都選擇「出貨」，何偉立則反其道而行之，入市買股，後來大市於2011年底逐步下挫，拖累基金表現，但及至今年，這些股票走勢回勇，令今年基金有好表現。「其實愈跌得急，你就要愈大膽去買，到股價升的時候，再慢慢沽出去都未遲。下下都升了先去追，跌了又沽出，你不會做得好，要做得好就要掉轉來做。」

### 2. 尋找股票催化劑

除了要做一個「Contrarian」逆流而上，何偉立在選擇股票時，估值是否便宜固然很重要，但還會想想該股會否出現一些股價催化劑。

舉個例，過去曾是市場熱炒的太陽能板塊，近兩年因行業產能過剩，故不少太陽能股股價表現不佳。何偉



## iknowledge

長短倉是指基金管理者同時買入及沽空股票，以賺取價差。部分基金會採用配對交易(Pairs Trading)的方法達至長短倉策略，其做法是首先選擇過去股價表現具有關聯性的兩隻股票，例如在同一個行業之中，從歷史表現計，當股票A上升時，股票B也會隨着上漲，反之亦然。若發現在某段期間，股票A與股票B的股價走勢突然背馳，如當股票A向上升時，股票B沒有跟隨甚至下跌，便可先沽空跑贏的股票A，同時買入跑輸的股票B，以賺取中間的差價。



立卻在這個疲弱的板塊中，物色到興業太陽能(00750)的投資價值，單計今年8月至今，興業的股價升幅達112%，反觀其他太陽能股如保利協鑫(03800)及陽光能源(00757)，股價仍然反覆向下。

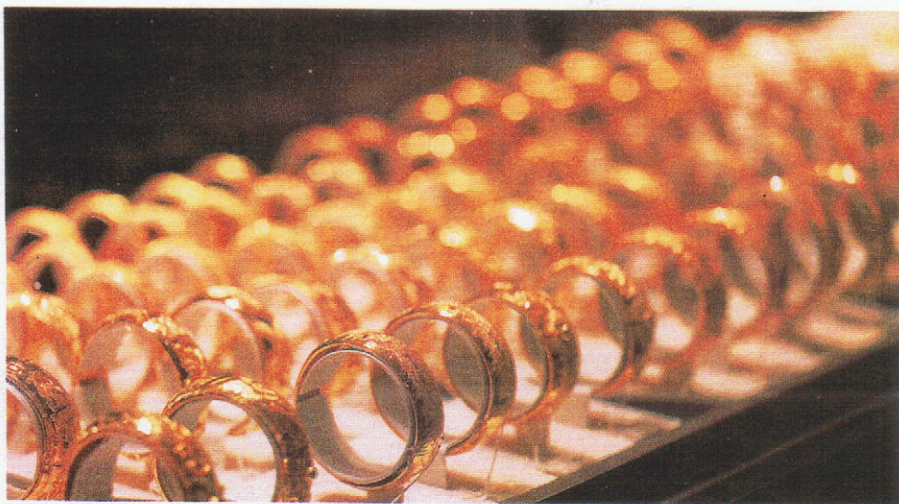
「今年太陽能業上游、中游都唔掂，因為其產業鏈中由生產多晶硅、多晶硅片、太陽能電池模組等都出現產能過剩。然而產能過剩的結論，是太陽能產品會跌價，就好似其他科技產品如電腦般，當產品跌價時，普及率會上升。」

「生產太陽能產品的會死，但負責安裝的會生存。若我是幫客戶在天花裝太陽能板，而不是做生產的，塊板愈便宜對我愈好。興業太陽能主要是做安裝部分，產品價格落對她們是有好處的，今年太陽能股都跌，但她一路逆市升。」

他又以較少人留意的科技股巨騰國際(03336)為例指：「巨騰較為冷門，可能大家沒怎麼留意，但她是全球最大的筆記本電腦外殼生產及銷售公司，全球的市佔率達30%，即10部筆記本電腦中，有3部是她做出來的。原本她的生意已經不錯，再加上今年推出的Ultrabook及Windows 8，令她的業務會突然間『好勁』。」

回看巨騰今年的股價表現，雖然今年1月初低見0.9元，但其後走勢反覆轉強，至周五(30日)計股價至今累升2.5倍。

另外，今年金價一度跌至每盎司1,550美元的低位，何偉立當時認為金價有望再上，持有金礦股例如招金礦業(01818)可直接受惠於金價的上升。後來，金價果然由1,500美元回



▲金礦股如招金的股價對金價走勢十分敏感，今年5月以來金價重拾升勢，招金股價亦跟隨上漲。(彭博社圖片)

升至如今1,700美元的水平，同期招金的股價升幅亦達4%，成績不賴。

### 3. 龍頭龍尾股皆可買

今年初不少內房股都處於歷史低

位，故天駿的基金當時亦購入了一些內房股，包括最好的行業龍頭，以及行業內最差的股份。何偉立解釋指，這個做法與市場熱炒一個板塊的慣例有關。「因為通常市場資金走入去買

## 報章撰文論政經

何偉立除了是基金經理外，他的另一身份是新力量網絡理事，新力量是論政團體嗎？他說：「是獨立的智囊組織，在公共財政上給政府意見。主要是政府未行或者社會不太清楚，我們卻看到的問題，然後拿出來討論，等社會上多些議論，諸如成立財政穩定基金、將波動收入平滑化，所謂的波動收入就是賣地收入、印花稅及投資等收入，點如何平滑化？我們早已幫政府計好數。又建議不要派糖，派糖是好無效率的。」

「我們現在定期在《明報》寫稿，4個人輪流，他們分別是呂

大樂、葉建民、方智恒及我，一人一星期。開山祖師是運輸及房屋局局長張炳良，因他已加入政府，所以交由呂及葉接手。」那加盟新力量網絡是否為從政鋪路？

「談不上鋪路，純粹是覺得做投資的，要做得叻就一定是樣樣都去學，要去知，不單只各行各業，連政經局勢、社會發展都要有個想法，而這個想法其實應該建基於一堆數據。我以前出過書(《財經拆局2》)又寫過專欄，以為不過是寫東西，點知寫的時候，要將有關香港的資料整理一番原來很困難。」



一個行業，一定先買龍頭如中國海外(00688)、龍湖地產(00960)這些，當龍頭股炒到一定水平，資金『搵唔到食』，就會掉轉頭去炒那些板塊中最差的，那一下的升幅會很厲害。」

#### 4. 只買自己熟悉的股

天駿中國基金可投資港股、A股及B股，但目前其投資組合內主要為在本港上市的股份，有小量流通量較好的B股，A股則欠奉。究其原因，在於何偉立認為要選擇自己熟悉及信任的公司去投資。

他的基金組合內亦有不少本港企業，全因作為一個「香港仔」，他相信自己對本港企業的了解，比內地基金經理有優勢，但反過來對A股市場的投資，則不及內地基金經理了解。「投資股票不只是看公司的基本因素，還要看其背後的資金流向，例如誰在買賣，公司最近會否做路演？見過甚麼投資者？這些你可能都不知道。」他補充指，既然不及內地基金經理了解A股市場，故不如留在自己較熟悉的港股市場更好。

#### 5. 持防守股作平衡

市況近年變幻莫測，何偉立任組

▶雖然太陽能上游及中游產業鏈面對產能過剩，產品跌價的問題，但這反過來有助提升太陽能產品的使用普及率。(法新社圖片)

#### 何偉立愛股名單

股份名稱	業務	周五收報 (元)	年初至今股價 變化 (%)	2012年 預測PE (倍)	2012年 預測PB (倍)
創科實業 (00669)	電動工具及地板護理配件生產及銷售	15.26	+91	17.3	2.3
興業太陽能 (00750)	光伏建築一體化設計、製造及安裝	5.33	+114	7.2	1.4
中聯重科 (01157)	混凝土機械、起重機械、環衛機械製造及銷售	9.97	+19	6.9	1.5
招金礦業 (01818)	金礦開採	13.14	+6	17.1	3.7
巨騰國際 (03336)	筆記本電腦外殼生產及銷售	3.15	+254	7.1	0.7

資料來源：彭博

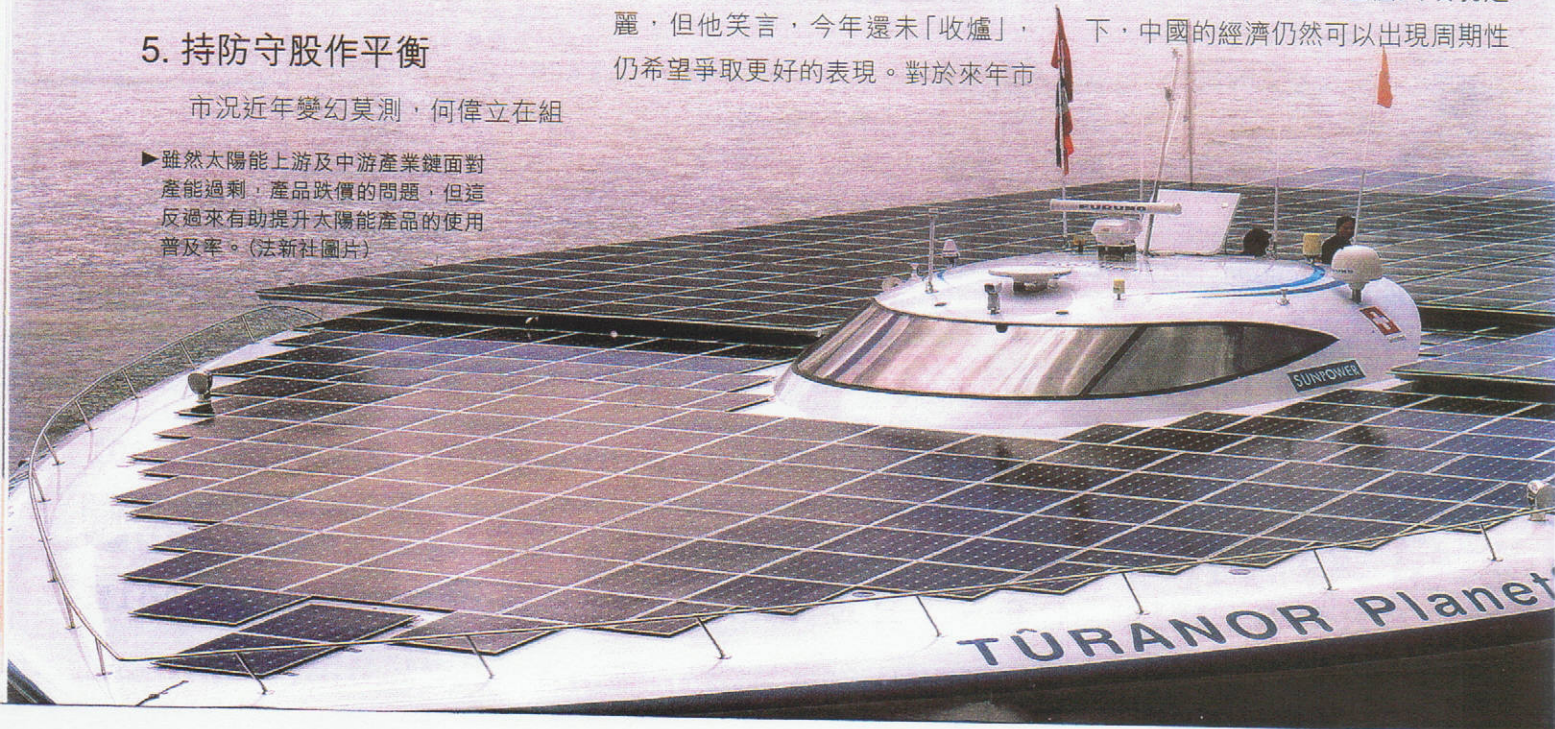
合中，亦持有一些較具抗跌力的股份，以作平衡。他指出，媒體股具有頗佳的抗周期能力，是穩陣之選。「其實我睇過一些研究數據，發現媒體股在經濟Down Cycle(下行周期)時，其盈利抵禦力是最高的，尤其是電視，在美國或中國，電視(股價)跌的時候跌好少，但升時就升得好好。」

#### 中國經濟呈周期性上升

雖然2012年尚餘1個月便完結，而何偉立管理的基金至今的表現亮麗，但他笑言，今年還未「收爐」，仍希望爭取更好的表現。對於來年市

況，何偉立認為仍然審慎樂觀，其持倉以長倉為主，相信「升的機會大過跌的」，其中一個原因，是他認為中國的經濟已出現一個Cyclical Upturn(周期性上升)。

他續指，最近兩年，不少外國的基金都在看淡中國，因中國有不少問題尚待解決，例如經濟結構有問題、人口紅利快將消失、國進民退等等，但投資者要分清楚，中國的經濟確面臨一個Structurally Downturn(結構上的下調)，即經濟增長速度在下降，但不可忽視的是，在這個大環境之下，中國的經濟仍然可以出現周期性







▲內地樓價溫和向上，成交暢旺，對內地房地產商，買家及中央政府而言，目前內地樓市是一個平衡狀態。(彭博社圖片)

的上升。

事實上，隨着人民銀行在今年上半年連番下調存款準備金率及減息，向市場放水後，何偉立認為中國的經濟周期於今年5月左右已開始轉勢，目前已進入上升周期。他指出，無論是新增貸款還是貨幣供應等先行指標(Leading Indicator)，在今年5月及6月時已到達低位，但直至9月左右才出現反彈，令其後股市有較佳的升幅。

### 消費機械設備股值博

他續指，目前內地貨幣供應仍處於低水平，故經濟的周期性上升仍屬起步，在這環境下，一些能受惠這個上升周期的股份，在未來半年會較有機會翻身。

其中，過去1年股價表現低殘的非必需品消費股及機械設備股，除了估值十分便宜，當中的龍頭股有望受

惠內地經濟進入上升周期，都屬於「翻身股」行列。

「過去兩三年，市場不斷講消費股如何如何(好)，我們其實一路看淡消費股多過看好的，但來年我覺得消費是一個可以增持的行業。」何偉立認為，內地的零售股經歷了近兩年

的下行周期，銷售增長放緩、存貨積壓等負面因素，其實已反映在股價之中，令這些消費股的估值已由早年的廿倍市盈率，降至現時的數倍。

他認為一些消費股如服裝及鞋股的品牌在內地確有其價值，只要將之前的非理性擴張等壞消息消化得七七八八，加上出現好過預期的消息，股價便有機會翻身。

### 內房股接近買入時機

最後，今年表現不俗的內房股，未來半年仍較有機會。何偉立認為，內房股最重要是能將項目出售，現時內地樓市處於一個平衡的狀態，「樓價不會失控上升，但又不是沒有升幅，買家會覺得自己好似『着數咗』，房地產公司最重要成交暢旺賣到貨，政府又有交代。宜家維持這個狀態，我覺得政府不會出招。今年初內房升了一輪，當人人都說要買內房時，其實(股價)就到頂，現時靜咗半年都沒有人講要買內房，我覺得就差不多了，有些內房股價已破了頂。」JM

## 天駿基金以長短倉為主

天駿資產管理投資總監何偉立管理的天駿中國基金分為股票長短倉、即日期指及期權3個部分，其中股票長短倉主要投資於本港股市，並專注於內地公司，約佔基金的八成至九成，即日期指操作主要以程式主導，而期權方面則較多變化，例如長假期多的時候會多開短倉，賺取期

權金，也會做跨價交易(Spread Trading)。目前市場一些對沖基金，主要是以盈利為目的，基金經理一般會同時操作兩個或兩個以上的金融交易工具，並在其中賺取差價。手法可以分為5類，分別為長短倉、市場中性、可換股套利、環球套利和期貨管理5種。而天駿則以長短倉為主。