First State Stewart
首域盈信

首域盈信亞洲一亞太區股票

亞洲投資通訊

2016年5月

- 首域亞洲創新基金投資於亞洲（不包括澳洲、新西蘭和日本）證券。
- 首域亞洲增長基金投資於亞太區（不包括日本）證券。
- 首域亞洲創新基金及首域亞洲增長基金投資於新興市場股票涉及的風險，可能高於投資於已發展市場的風險，包括價格急劇波動、流動性風險及貨幣風險。 投資者有可能損失所有的投資。
- 閣下不應單憑本文件作出投資決定。除非推介本基金的中介機構認為該投資適合您，並已詳細解釋它如何符合您的投資目標，否則 閣下不應作出相關投資決定。

上期通訊撰於2015年10月，距今本期通訊相距剛剛超過半年。期內，投資管理團隊感到障礙重重，市場活動看似頻繁，但進展卻乏善足陳。

地球依然如常運轉。去年10月，我們認為不應再為損失而忐忑不安，而應開始聚焦可能獲得的收益。市場出乎意料地讓投資者得償所願，其後更大幅反彈。

「別忘記：只有死魚才隨波而流。」

—英國作家蒙格端奇（Malcolm Muggeridge）

市場在大量免息資金流入下趨升，而大市急漲削弱我們的短期回報；我們對此處之泰然。雖然我們並不採取宏觀策略，但我們似乎再次面對更高的風險，回報則進一步下跌。

我們難以相信市況將否極泰來；在這個環境下，明確的逆向投資立場看似合適，而我們亦根據這個觀點配置投資組合。

本期通訊將提供我們的最新觀點，以及下列各項：

- 地區基金的表現及最新資訊
- 過去六個月的回顧
- 現時投資組合配置
- 投資失誤
- 我們的憂慮
- 展望及結語

基金的表現及最新資訊

雖然首域亞洲創新基金及首域亞洲增長基金在過去12個月均錄得資本虧損，但兩者仍然表現穩健。值得注意的是，涵蓋所有市值的首域亞洲創新基金表現優於規模較大的大型股亞洲增長基金。

就首域亞洲創新基金及首域亞洲增長基金而言，兩者的主要差別在於首域亞洲增長基金採取「領先」策略。基金只可投資於公眾持股量高於15億美元的公司。相反，首域亞洲創新基金的投資範圍較廣，能夠涉足規模較小的公司，而其奉行「所有股」投資策略。

首域亞洲創新基金的澳洲持倉是利好表現的主因。出口商進一步調整評級，在匯價轉弱下，這是的可預測市場反應。另一方面，首域亞洲增長基金只持有澳洲金礦公司Newcrest。

我們近期相當依賴這種小型公司效應。目前，兩項基金的相似程度高於平常；我們沽出一些小型公司，部份甚至在虧損的情況下出售，但我們認為在現時的週期階段，不能只憑膽色獲利。我們繼續持有全部Newcrest股份，並仍然堅定看好其前景。我們將一如既往，在通訊稍後部份分析該公司。

在過去六個月，我們期望進一步提升投資組合質素。在預期市場即將出現波動時，我們不妨自覺地思考未來數年的潛在利淡因素（和隨之而來的利好因素）。我們略為改變印度的配置，減少整體持倉數目，上移市場資本曲線的位置，繼而增加（特別是上月）所持現金的水平。

概覽

若從「由下而上」的角度分析公司，從考察會面所得的消息繼續每況愈下。媒體廣泛報道中國經濟在2016年首季獲注資一萬億美元[1]的消息，一如預期般帶來短暫的刺激作用，其金額之高令人咋舌。股票和房地產市場率先受惠，但我們認為這種強力措施難以持續。正如美國經濟學家斯坦（Herbert Stein）指出，如果某種情況不能永遠持續，最終便會停止。

當然，停止的方式、時間和原因在目前備受爭議。不論是由於匯價疲弱而觸發的亞洲危機式的急速爆發，或是較緩慢的日本式聚爆，我們認為都不重要，而其結局可能是兩者兼備。不管最後發展如何，目前的風險與回報環境顯然不利股票投資者。

與過去12個月不同，我們繼續錄得優秀的絕對回報，這確實出乎我們意料之外。基於全面披露的需要，我們在宏觀預測方面的往績不值一哂。不過，一個失靈的時鐘每天都能準確報時兩次，而我們似乎故意在夢遊中步向新一輪經濟危機，完全無視亞當史密斯（Adam Smith）的存在。

不過，更重要的是，即使我們失誤亦無關痛癢，雖然這樣說來未免令人納悶。我們在這方面的運氣不俗，因為我們只需要投資於最強的亞太區公司。我們假設不管環境如何，卓越的管理團隊和優良的公司終能繼續發展，而過往經驗亦證明這個假設正確。我們只要確保所持有的公司都符合這個假設。

根據我們的分析，市場已經習慣擴張的貨幣政策，並對風險升溫的情況感到麻木。人們對政府解決問題的能力深信不疑，對生於1970年代英國的人來說只會感到可笑。外界一般把央行視作無上權威，這當然是欠缺理性和失實之說；央行的唯一成就只是推高資產價格。

金融市場不乏「若然如此」的故事，香港近期便傳出一個引人入勝的例子。香港島渣甸山是一個景色怡人的高尚住宅區，當中一幢大宅早前以6.5億港元（8,300萬美元）[2]出售，業主原先出價7.5億港元，而他是在1992年以350萬美元買入該物業。我們反思一下，便可發現其中荒謬和不當之處，亦深知這股趨勢難以持續。

金融斯德哥爾摩症候群

全球似乎已經屈服於鋪天蓋地的金融版斯德哥爾摩症候群。根據常理，人質應該反抗綁匪的威脅，我們知道以貨幣貶值及增加負債來處理債台高築的問題並不正確，亦知道最後可能悲劇收場。不過，隨著時間流逝，我們已經習慣了現況，更成為了同謀。

事實上，這個情況早在意料之內，從政策角度來說亦與全球央行的期望和行動一致，而我們這些儲蓄人士及資金配置者只能被迫屈服。借鑑日本的經驗，身處當前境地的我們能作出明確的結論：措施並不奏效，唯一效果是推高估值，儘管經濟增長明顯下跌（零增長？）。我們認為轉捩點即將來臨，只是時間問題。

放諸四海皆準

全球經濟活動停滯不前，貿易減少，債務持續增加。政府以人民之名承擔風險，而我們都知道並未為這些風險而獲得回報。事實上，民眾並非懵然不知，他們發現權利受剝削，對政治和經濟階層的憤怒升溫亦是預意料中事。

社會暴力增加、信心崩潰、美國的儲蓄率上升、金價趨升，以及政治激進主義興起正好清晰地反映這些跡象。特朗普（Donald Trump）、習近平的強硬共產主義領導和歐洲右翼政治再度崛起，亦印證相同的情況；近期的菲律賓總統大選也是另一個鮮明例子。

若您相信政治推動政策，繼而影響經濟，全球政策出現如此廣泛的轉變確實值得注視，正如在1980年代初期興起的列根－

累積表現 (%)

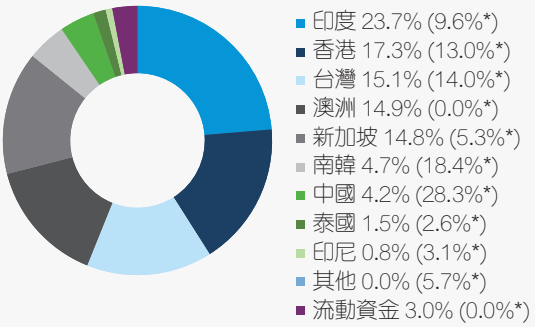
	成立以來	5年	3年	1年	年初至今	6個月	3個月
首域亞洲創新基金	280.3	27.3	17.4	-8.1	2.8	1.1	10.6
MSCI綜合亞洲（日本除外）指數	148.6	-3.3	-1.5	-18.3	0.9	-2.9	9.2
首域亞洲增長基金	286.3	17.3	5.6	-10.2	1.3	-2.8	9.4
MSCI綜合亞洲（日本除外）指數	167.9	-3.3	-1.5	-18.3	0.9	-2.9	9.2

資料來源：理柏，截至2016年4月30日。
首域亞洲創新基金類別（美元－累積）；成立日期：2002年10月18日。指標：MSCI綜合亞洲（日本除外）指數。
首域亞洲增長基金類別（美元－累積）；成立日期：1999年8月5日。指標：MSCI綜合亞洲（日本除外）指數。

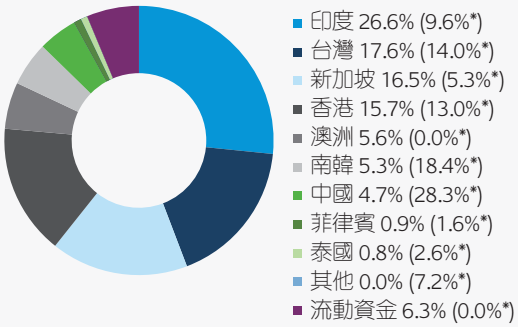
1. 資料來源: 新華財金社截至2016年第一季。
2. 資料來源: 英文虎報截至2016年5月5日。

國家配置

首域亞洲創新基金 (所有股)



首域亞洲增長基金 (領先)



資料來源: 首域投資，截至2016年4月30日。 *指標: MSCI 亞洲(日本除外)。

戴卓爾陣營。新自由主義政策的鐘擺（自由貿易、開放邊境、市場擔當仲裁者）已經轉向了一段時間，並一如預期埋下自毀的種子。

我們不禁會問：為何奉行市場為先、小政府，以及嚴謹財政和債務政策的信條，竟會淪為現時的干預政策和國有資本主義。美國前總統列根說過，英語中最令人恐懼的一句話是：「我是政府人員，我來幫忙。」此言非虛。

我們難以掌握未來局勢將如何發展，但發生巨變的先決條件已經形成。不過，我們認為首先必須破局，而短期可能出現的一個或以上結果包括貨幣貶值、通縮和估值或會顯著轉勢。我們知道需要謹慎處理期望，但目前看來恐慌（甚至是非常恐慌）是明智的策略。

利淡及利好因素

大市在過去六個月反覆波動，而我們的基本觀點並無顯著變動。雖然中國的應對政策在意料之內，但同時鞏固我們的立場。根據市場的傳統智慧來解讀：當環境維持不變，而風險似乎有所改善時，現實正好是背道而馳。

在我們悠然自得之際，風險（通常包括估值）往往處於最高水平。我們當前面對恐懼情緒高漲，但市場仍然造好的異常境況，令人難以安心。由於利率過往從未處於這個水平，後市發展或有不同。隨著中介人強調「現金是垃圾」，投資者現時的選擇確實有限。

雖然中國的國內生產總值數據錄得增幅，但我們仍難以察覺明顯的（如有）由下而上增長。我們過往曾經指出，但那些有關經濟重組的膚淺評論令人難以消化。中國經濟仍由出口及投資主導；當然，消費及服務業的力度一如預期轉強，走勢亦將延續，但我們認為這不足以推動整體經濟增長。

出口競爭力仍然是關鍵因素，但人民幣及一般成本在近年大幅上升，削弱中國人民銀行的相對優勢；我們憑直覺亦知道這個情況。除美國外，大部份其他國家及不少直接競爭對手的貨幣已顯著轉弱。與此同時，靈活的勞工法例、能源價格下跌，以及外界對知識產權的關注日增，亦有助改善美國的競爭力。儘管美元轉強，但我們仍能見證企業重返美國市場所帶來的實質成果。

中國失業率持續偏低仍是其關鍵政策優勢之一；增長及經濟發展正好支持這項假設的因素。為達到這個目標，支撐中國工業及出口仍然是核心政策，儘管外界熱烈討論新經濟及服務業。我們認為債務增加及缺乏重組進度只會延長壓力。不論如何，貨幣貶值依然是最可能出現的結果。我們維持對中國作小量投資。

為此，最近不少評論集中於發生第二次亞洲危機的可能性。目前確實出現大量相似的特徵，包括債務和物業價格停滯；相反，現時的美元企業債券較少（特別是中國以外的市場），更沒有與奇蹟經濟（或相稱的評級上調）相關的評論。然而，值得注意的是，中國的現況與1989年的日本相似。

日本及中國

當年的日本與現今的中國一樣，兩者均成為新聞焦點。各界仍然普遍認定，中國的經濟規模最終都會超越美國，繼而順理成章主導全球。現在，中國企業每隔一週便發表一項全新的環球收購行動，情況與當時的日本相同（現時誰還記得小說及電影《旭日追兇》？）；連鎖酒店麗笙集團正是最新的收購目標。另一方面，我們必須注意（同時亦帶點神祕），中國目前在全球經濟及出口的佔有率與日本在1989年時非常相似。

當然，後來發生的事已是眾所週知的歷史。對日本來說，這是逾25年前的往事。然而，在這段期間，全球其他市場已經重組經濟，並維持迅速的創新及發展步伐，不少企業的表現亦非常優秀。回報錄得高水平的複合增長，甚至部份日本企業亦然。我們當然知道倉海桑田（例如柏林圍牆已經倒下），但相似的情況可能多於差異。關鍵在於若我們由於關注宏觀經濟因素而坐以待斃，便會損害眾人的利益。

再者，事後看來，日本經濟崩潰何足懼哉；我們當然可以此為鑑，就中國現今的評論反思。現時有關中國的評論出現兩極化：一方面是一切安好，投資者應繼續買入；另一方面則是末日即將來臨。然而，發生這兩種結果的機會不大。參照經濟史實，並根據上述與日本的對照，我們可能面對一系列耐人尋味的後果。

基於上述原因，加上我們致力避免對資本造成永久損失，我們將繼續積極吸納出口股及以美元為收益的股票。換言之，我們對台灣和科技公司的投資普遍增加。此外，我們仍然關注東盟市場；我們早在1996年發生亞洲金融危機之前已經明白，不論事態結果如何，對區內其他國家來說，與中國為鄰就像與大象同眠般危險。

我們仍持有大量香港及新加坡上市公司股票，但重點在於這些公司的業務通常分佈於廣泛地區。例如，怡和集團的公司通常被納入新加坡的股票指數，但該集團的總部設於香港，並擁

有基礎廣泛的地區業務。新加坡電訊的情況亦然，新加坡市場只佔其利潤的25%。

整體而言，印度仍是我們持倉最高的國家，持倉的百分比更進一步增加。然而，最近一次實地考察印證我們早前的憂慮。雖然印度央行行長表現卓越，能夠掌握改革進度、維持財政紀律及累積儲備，但我們認為印度盧比難以繼續一枝獨秀。或許早在意料之中的是，印度當地經濟似乎正在顯著放緩。

事實上，多項因素導致印度經濟放緩，包括：通脹下降、雨季降雨量偏低、農業商品價格回落及流入的黑錢減少。就此而言，印度的情況與兩年前的中國略有相同之處。當中部份因素屬一次性質，但估值偏高下我們不容有失。我們進一步減持依賴內部需求的公司，並增持非常優質和具全球競爭力的出口商。

現時投資組合配置

投資組合在過去六個月變動持續，隨著時間過去，加上債務水平高企導致風險升溫，我們過往的觀點更趨鞏固。綜覽兩項基金的十大持倉，變動似乎高於平常。**Tata Consultancy Services**（印度：資訊科技）及**Dr. Reddy's**（印度：健康護理）是兩項主要的新持倉。除了已經持有一段時期的**Infosys**外，我們現在增加Tata Consultancy作為資訊科技的持股。

由於近期股價疲弱，首域亞洲創新基金新買入Dr. Reddy's，而在首域亞洲增長基金的持倉規模則增加一倍。我們亦繼續增持Tata Consultancy Services（TCS）；它是首域亞洲增長基金的新持倉，首域亞洲創新基金也在現有持倉之上大量增持該股。減持股份方面，我們全數沽售**長江實業地產**（香港：金融）。

首域亞洲創新基金方面，**利豐**（香港：非必需消費品）跌出十大持倉行列，主要受股價進一步疲弱的拖累。首域亞洲增長基金略為減持**LG Chemical**（韓國：材料）及**HDFC Bank**（印度：金融），導致兩項股票亦跌出十大持倉行列。首域亞洲增長基金方面，我們繼續增持**新加坡電訊**（電訊服務），成為該基金全新的十大持倉之一。我們亦為兩項基金增持**台灣積體電路製造公司**（台灣：資訊科技）。

我們再度看好Tata Consultancy，主要由於早前曾經實地考察其孟買辦事處。每次與該公司會面時，我們的信心都獲得再三肯定，並認為應該增持其股票。我們認同資訊科技發展日趨複雜，強度亦持續上升，而且在企業緊密相連，對科技漸見依賴下，大型公司將能繼續獲取市場佔有率。

同類觀點亦見於1970年代，當年的說法是：使用國際商業機器（IBM）的服務便萬無一失。雖然TCS的規模龐大，但仍然游刃有餘，更何況TCS目前的市值只及國際商業機器的一半。TCS的市盈率處於20倍以下的高幅度雙位數字，但業務錄得雙位數字的增長，淨現金多達40億美元（相等於市值的6%）。

我們基於同樣原因買入**Tech Mahindra**（印度：資訊科技），我們在過去六個月曾與該公司會面數次，欣賞管理該公司的家族。市場關注短期的業務增長前景，使該公司及整個行業在早前受壓。另外一項基本理據是，這些公司不再是純粹的資訊科技外判商；Infosys為空中巴士公司設計機翼，而Tech Mahindra亦協助美國一家商用飛機製造商設計機身。

在全球十大汽車製造商中，有九家都是Tech Mahindra的客戶。資訊科技與工程之間的界線已漸趨模糊。展望未來，我們深信軟件對汽車製造業的影響將遠超金屬硬件。雖然這個說法有點天馬行空，但這些資訊科技外判商有望發展為自動化公司。Tech Mahindra的預期市盈率為14倍，盈利增長達雙位數字，我們認為相當吸引。

資訊科技外判商及非專利藥物公司

與印度數家藥物公司一樣，Dr. Reddy's跟美國食品及藥物管理局發生衝突。在某程度上，這是系統問題；食品及藥物管理局顯然打壓在美國當地市場取得可觀利潤的公司，藉此發出改善整體質素的明確訊息。我們對Dr. Reddy's束手無策的表現感到失望，但樂見其家族五年來首次增持股份（自2015年5月起買入1,300萬美元股份）。

與此同時，最初吸引我們看好該公司的因素保持不變。以佔印度銷售額的百分比計算，Dr. Reddy's用於研發的開支比重為同業中最高（由2014財政年度的9%增至12%），而以美元絕對值計算，所動用的金額僅次於**Sun Pharmaceutical**（2.5億美元）居第二位。此外，它們是拓展生物仿製藥市場最快的公司之一。該公司股價在過去六個月下跌三分一，現時的預期市盈率處於20倍以下的高幅度雙位數字。雖然其增長前景欠明朗，但我們看好公司管理層將在未來數年開拓擴展業務的方法。

我們在上文提到已經沽售長實地產（當然是在該股跟隨大市反彈前）；房地產市場日漸呈現觸頂的跡象。儘管置業意欲在近期回升，但實質物業成交量下跌，負擔能力亦已轉弱，即使利率已降至歷史低位。部份香港發展商透過減價刺激銷情，但我們認為整體前景仍然欠佳。供應量終於增加，政府亦已在多方面採取遏抑需求的財政措施。

現時，大部份香港投資物業公司的市帳率為0.5倍，長實地產則為0.7倍。由於該公司以地產發展作為主要業務，其盈利或會迅速下跌。在控股公司**長江和記實業**（香港：工業）層面上，我們與長實地產主要股東李家誠先生的利益較為一致。事實上，我們相信原有的重組計劃旨在讓李氏家族進一步減持亞洲的投資，尤其是房地產方面。

我們廣泛增持新加坡電訊，特別是最近與該公司會面後。部份投資者認為該公司的股票類似現金，這個觀點亦不無道理。我們相信該公司將繼續以單位數字的速度增長（3%至5%），預期市盈率為16倍，股息收益率略低於5%，使之較現金更吸引。此外，該公司認為數據收益已足以抵銷短訊及話音收益的跌幅。若情況屬實，該公司的前景可望好轉。

印度內部經濟轉弱

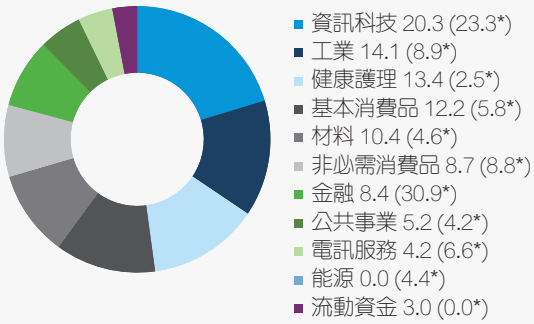
再談及印度的情況，我們顯著減持內部消費品業。具體來說，我們減持**Godrej Consumer**（印度：必需消費品），儘管該公司持續錄得極佳的營運表現，尤其是非洲等海外市場。該公司的預期市盈率升至相當偏高的40倍，我們日後可能有機會以較低價格再度增持。我們基於同類原因，為首域亞洲創新基金減持**Marico**（印度：必需消費品）。

首域亞洲創新基金最終亦沽售**Tata Global Beverages**（印度：必需消費品）。我們非常看好這家印度公司，更加上它持有印度星巴克的50%股權。不過，問題在於該公司集中於擴張國際及地區業務，尤其是Tetley的茶品業務，忽略了締造股權收益率。我們認為該公司最終能夠提升回報表現，但所需時間或會長於我們所願意付出。

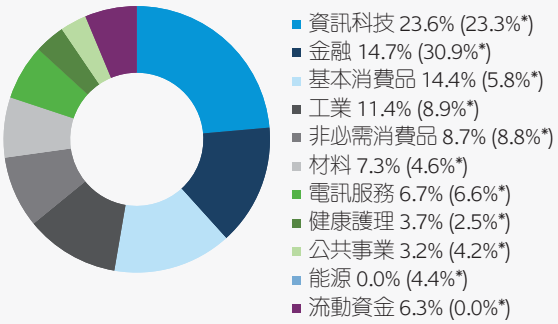
我們再次基於估值原因而減持HDFC Bank的投資，但我們更

行業分配

首域亞洲創新基金 (所有股)



首域亞洲增長基金 (領先)



資料來源: 首域投資，截至2016年4月30日。 *指標: MSCI 亞洲(日本除外)。

大幅減持**Kotak Mahindra Bank**（印度：金融）的倉盤。我們於近期與上述銀行會面，兩家銀行均表示目前的經營情況嚴峻。兩家銀行正經歷數十年以來其中一個最具挑戰的境況，確實應審慎思考對策。另一方面，印度銀行業改革在經濟發展中仍屬必要，而且有望取得適度進展。我們正密切關注有關發展。現時，部份國有銀行顯得吸引。

已變現和未變現的投資失誤

相反，我們已進一步減少投資於中國市場。我們於過去六個月內已悉數沽售青島（中國：非必需消費品） －我們已於上一期快訊表達對該公司的憂慮 － 以及旺旺（中國：基本消費品）的持倉。兩項出售均錄得虧損，因此我們可以直接將有關買賣分類為投資失誤。

失誤主要分為兩種：已變現和未變現。對於未變現的失誤，我們可以說勝敗還未有定論，但我們都明白不沽售虧損的持倉，將比太早出售錄得收益的持倉帶來更大損失。我們時常質疑有關持倉，對於我們這種涉獵多種範疇企業的投資者，經常提問絕對能帶來裨益。

就上述兩家公司而言，我們目前（可能已稍遲）認為有關情況好轉前會進一步惡化。事後說明，我們最顯著的失誤是以過高的市盈率買入有關持倉。以絕對水平計，這市盈率顯然過高，而且隨著兩家公司的增長率急挫而變得完全不可持續。我們曾經指出增長將如何令投資者度過難關，這亦是為何「價值投資」如此困難。有人曾這樣評價：普遍來說，沒有增長，就沒有價值。

在這個難以發掘增長的投資世界中，我們應重新確認增長的重要性。令我們感到意外的是，

即使在年內，中國的啤酒銷售仍然按6%至7%回落，而青島約一個季度的盈利源自政府補助。長遠而言，我們認為啤酒價格和利潤將會上升，但在目前盈利下跌的情況下，21倍的市盈率仍然顯得昂貴。至於旺旺，雖然其品牌實力出眾，但我們對該公司的分銷主導性質和仍然甚高的盈利能力日益感到憂慮。

時至今日，企業可能需要實行品牌管理和更多西方的快速消費模式，以及願意投入資金（研發、廣告及推廣）來提升未來盈利，方可帶領公司取得下一階段的增長。事實上，並非只有旺旺面對上述情況。隨著中國經濟「收縮」，加上出現全新運輸通道、物流服務改善和社交媒體的影響力增強，所有企業均需要改變現有業務模式，情況與1970年代美國公司面對的境況如出一轍。

純粹基於上述原因，我們繼續看好統一企業（台灣：基本消費品）。該公司未必成功轉型，但至少理解現況，而且似乎試圖改變它們的營商方法。相反，我們對評級顯著下降的**蒙牛乳業**（中國：基本消費品）維持現有持倉不變，同時大幅增持**高鑫零售**（基本消費品）。

中國仍然面對困境

由於察見蒙牛乳業目前的資產負債表包含十億美元的財富管理產品，我們對增持該股的意欲減退。不過，以往我們可能會就此原因而作出增持。除電子商貿外，**高鑫零售**面對多項挑戰，但長遠而言我們認為其至少可維持一家國有超級市場連鎖店。高鑫零售現時的市盈率為17倍，而市值為65億美元。英國四/ 五大雜貨零售公司之一的Tesco雖然面對不少困難，仍然擁有190億美元市值。

我們增持以香港為總部的**怡和洋行**（新加坡：工業）。我們曾於上一期快訊詳細討論有關公司。我們繼續看好怡和洋行，而市場開始對該公司於增長上遇到困難感到意外，但我們對此毫不意外。我們的信心來自該公司業務多元化，以及其資本配置的往績。我們為首域亞洲創新基金買入**怡和策略**（新加坡：工業），其股份交投偏低，僅適合涵蓋所有市值公司的基金。

我們亦曾於上一期快訊討論Jardine Cycle & Carriage（新加坡：非必需消費品），並為多隻基金買入該公司。怡和透過怡和策略稍微增持Jardine Cycle & Carriage的股權至75%。Jardine Cycle & Carriage的業務繁多，包括已被市場大幅下調估值的印尼Astra。我們認為從任何合理的長遠角度來看，Astra旗下的多項業務活動（由汽車和重型設備以至房地產和銀行業）將有助公司持續取得佳績。

現時，Jardine Cycle & Carriage的市盈率為15倍，估值相對吸引，較根據分類加總估值法計算的估值存在折讓，而且公司於越南和東南亞日益建立多項具吸引力的業務。集團顯然將該公司定位為拓展東南亞（近期買入Siam City Cement的25%股權）和越南業務的主要公司。我們對這些發展感到十分振奮。

我們繼續增持**牛奶國際**（新加坡：基本消費品），其行政總裁近來首次以個人名義買入價值100萬美元的股份。牛奶國際的業績仍然相對失色，尤其是旗下的新加坡和馬來西亞超級市場表現持續疲弱。雖然公司股價局部反彈，但仍然遠低於數年前的水平。牛奶國際其中一個亮點為持有由伍氏家族經營的美心飲食集團50%股權（佔利潤約20%）。美心集團已由家族

十大持股

首域亞洲創新基金 (所有股)

	基金比重 (%)	指數比重* (%)
Newcrest Mining	7.5	0.0
Infosys	6.0	1.1
Haw Par Corp	5.2	0.0
HDFC Bank	4.6	0.0
Taiwan Semiconductor (TSMC)	4.6	3.8
Tata Consultancy	4.3	0.6
CK Hutchison Holdings	4.2	1.1
CSL	4.2	0.0
Dr Reddy's Laboratories	4.0	0.2
Hong Kong & China Gas	3.5	0.4

首域亞洲增長基金 (領先)

	基金比重 (%)	指數比重* (%)
Newcrest Mining	5.6	0.0
Infosys	5.1	1.1
Taiwan Semiconductor (TSMC)	4.9	3.8
CK Hutchison Holdings	4.2	1.1
Singapore Telecom	4.1	0.7
Tata Consultancy	4.1	0.6
Dr Reddy's Laboratories	3.7	0.2
Hong Kong & China Gas	3.2	0.4
Li & Fung	3.0	0.1
OCBC	3.0	0.7

資料來源: 首域投資，截至2016年4月30日。 *指標: MSCI 亞洲(日本除外)。

第三代傳人伍偉國接任管理層，而伍先生於2014年獲委任為怡和董事會成員。

增持優質股

我們對於投資**香港中華煤氣**（中國：公共事業）仍然感到樂觀，但目前其利潤增長微不足道。這主要由於油價大幅走低，使燃氣價格相對偏高，拖累中國工業用氣的增長。中國的燃氣價格基本上由政府訂定，由於近期政府下調燃氣價格，因此其產量開始明顯回升。鑑於該公司的增長偏低，其22倍的市盈率顯然頗為昂貴。

然而，污染絕對是中國的政治問題。政府要求企業轉用潔淨能源（包括燃氣），意味著內地的政策框架應維持利好燃氣業。近日，我們為首域亞洲創新基金買入**港華燃氣**（公共事業）（由香港中華煤氣持有61%）。母公司已增持股權，目前預測市盈率僅8倍，而市賬率回落至0.8倍。即使扣減一次性接駁費費用，市盈率亦只有15至16倍，我們認為仍然顯得吸引。

雖然我們並未進一步增持利豐，但我們認為其估值相當吸引，預測市盈率只有約為13倍，而且現金流正在好轉，股息率亦達6%至7%。儘管美國零售市道嚴峻，所有零售企業均發出盈利預警，但我們相信有關公司的主理家族將作出正確決策。他們近期似乎已開始對危機有所醒覺，目前已積極削減成本，並於近期出售一項價值3.5億美元的亞洲健康護理產品分銷業務。

上述交易的售價估值吸引，有助利豐減少三分一債務。分析師趁有關消息調低對該公司的預估，導致其股價回落。我們認為有關分析根本毋須理會，因為該項出售顯然是利好消息。你大可以說我們對利豐的投資是一項失誤。事後看來，我們確實是過早買入過多倉盤，但我們仍然認為目前下定論是言之尚早，而利豐的財務狀況和家族（他們亦持續買入股份）表現令我們感到安心。我們對有關持倉未感過份憂慮。

事實上，在西方市場缺乏通脹和東方市場成本上升的情況下，有關公司的相對表現已算穩健。若經濟體系重現通脹（美國已出現明顯跡象）和中國的成本壓力下降，我們不會感到意外。我們擬增持有關公司，但承認其業務顯然已今非昔比。

對採購業來說，互聯網、環球市場表現持平、適時採購模式和需求分散產生的長尾（Long-tail）均為明顯的結構性變動。這些情況意味著我們對利豐的投資很可能是一項失誤，但對於別人說該公司的業務已徹底失敗，我們卻不表認同。當人們抱持這種看法（這次情況不同）時，現實往往未必如此。

台灣方面，我們增持最看好的美元出口企業，包括**巨大機械工業**（非必需消費品）、**台達電子**（資訊科技）及**華碩電腦**（資訊科技）。上述三家企業都在掙扎力求增長，而市場的估計可能尚未反映其業務放緩的程度。台達電子和華碩電腦均在適應電腦年代後的世界，但巨大機械工業卻受中國增長放緩影響。誠如我們在上一期快訊所討論，上述三家企業都備受家庭用戶支持，對此我們仍然抱有極大信心。

部份新增倉盤

我們買入較具爭議性的流動電話晶片製造商**聯發科技**（台灣：資訊科技）（類似高通的公司）。多個基金均新增有關倉盤。聯發科技的股價每過一段時期便會急跌。雖然該公司的技術能迅速趕上發展，但其業務確實處於最尖端的科技領域，因此每當科技出現轉型，其多會面對挑戰，例如流動電話科技由2G轉型為3G，以及如今穩步轉型至4G。我們一直看好該公司，主要源於其往績和管理層實力。

然而，在股市上升週期，該公司一般估值偏高，尤其是這類公司在下一個週期便會出現產品變動，因此估值偏高的情況更加嚴重。因此，我們已有一段時間並無持有該公司股份。然而，每次與他們會面後，我們都認為下個週期跌浪將是買入良機。當下已是下個周期跌浪，但當然這次並不一樣（很可能真的不一樣）。因為在高端市場，高通已經實施減價，而中國的低端市場亦出現新的競爭對手（展訊），意味著這個行業的經營環境較以往嚴峻。

聯發科技近期業績疲軟（銷售可觀但利潤疲弱），但公司擁有35億美元淨現金（佔市值35%），而且市賬率為1.3倍，令我們感到安心。無論如何（儘管這資料參考性不大），該公司的預測市盈率為13倍。我們再次認為聯發科技一班富有才華和合作無間的員工將帶領公司度過難關，因此買入該股，而時間可證明一切。再說，聯發科技並沒有帶給我們太大憂慮，因為基金持有該公司投資約2%而已。

部份出售項目

其他投資組合變動包括沽售馬來西亞的**Axiata**（電訊服務），主要由於其增長疲弱、競爭對手重振表現（Maxis）和馬來西亞政府的頻譜付款政策令糊造成不利影響。在市盈率相對偏

高的情況下，我們憂慮該公司缺乏增長；政府基金持續買入該股意味著我們可以理想價格沽售。韓國方面，我們減持**LG Chemical**（金融），但仍然看好該公司。更重要的是，我們沽出**三星火災海上保險 (Samsung Fire & Marine)**（工業）和**新韓金融 (Shinhan Financial)**（金融）。整體上，我們一直減持金融股。

新韓金融無疑是韓國表現最佳的銀行。問題在於，當地銀行、電訊及電力公司的主要目的並非為股東締造回報，這情況較韓國的大部份行業更為嚴重。國家利益和行業（出口業）的競爭力似乎更是企業進步的主要衡量標準。新韓金融的估值非常吸引（8倍市盈率、0.6倍市賬率和7%回報率），而且企業管理妥善，但根據我們所得的一切資訊，我們認為這很可能是估值陷阱。我們沽售該公司時錄得虧損，顯然是另一個投資失誤。

我們對三星火災海上保險的投資備受更大衝擊，因為我們一向持重該公司的倉盤，而且於集團擁有顯著股權。公司估值亦相對吸引，現時股價幾乎相等於內涵價值。這個問題在於該公司缺乏一致的利益和近期企業行動，這些都可從最新的年報得知。

雖然之前已有所提及，但我們只想重申一點，三星生命收購Samsung C&T 4.8%股權（以換取三星火災海上保險的庫存股份）的交易顯然並非少數以股東利益為前提。有關買賣似乎更旨在促進Cheil Industries與C&T的合併。其後，三星火災海上保險就收購SC&T股權把虧損入賬。我們一直鼓勵企業取消庫存股份，而三星火災海上保險只是持續回購而非取消股份。隨著創立企業的李氏家族重新安排業務，未來似乎將出現更多交易。我們藉股價強勢而沽清獲利。

Newcrest與黃金

誠如我們早前所指出，我們每次會面或溝通時必須討論有關**Newcrest**（澳洲：材料）的投資。簡而言之，現時的Newcrest表現已接近我們首次買入其股份時所估計及期望。當然，金價則是另一回事。

我們原先在分析集團時出現不少失誤，如在金價投機買賣白熱化時（黃金電視真人騷和民眾出售黃金首飾以套現現金）仍然維持過多的倉盤。Newcrest是少數曾為投資組合整體表現帶來最大貢獻，但及後表現最為遜色的企業，表現可算是打成平手。

今時今日，我們面對的情況頗為不同，公司再次帶來最大的正面貢獻。不論近期表現，黃金似乎再度成為小眾投資者的對象（主要適合不安常理投資的人士）。在零息（存款甚至出現負利率）的環境下，持有黃金的機會成本亦顯著回落。

我們在上一期快訊中指出，我們發現採取「由上而下」的思維，但以「由下而上」的方式進行投資，通常都有助構建投資策略。根據上文分析，現時經濟增長疲弱，加上全球市場債務沉重，因此從風險角度而言，我們正考慮股票的替代品，實屬正常。替代品可能是債券、貨幣及現金。

然而，在缺乏回報的投資環境下，加上我們似乎面對越來越多風險，黃金別具明顯的吸引力。回顧過去，黃金一直是一種另類貨幣，而且擁有內在價值，尤其在投資者對經濟體系失去信心時。我們並非故唱反調或希望採取保守立場，但我們確實察見眾多原因，可能令投資者未來的普遍信心水平下降。雖然這情況未必未必會永久持續，但基於與企業溝通的所見所聞，就這個市場逆轉情況稍作保險似乎較為務實。

對Newcrest而言，亦有利好消息。該公司的行政總裁表現符合預期，業務大為改善。利希爾礦場的問題正在解決，該公司現時正締造龐大的現金流、致力償還債務，並將於不久將來再次派發股息。如今，他們擁有30年的儲備，而其經營總成本為行內最低。在整體行業走勢逆轉時，上述優勢不一定帶來很大幫助，但卻可支持Newcrest成為最能抵禦逆境的黃金礦場。

對黃金業說，我們懷疑估值數據是否有助分析。然而，作為一項保險檢查，值得一提的是，按目前的金價計算，該公司的未來現金流的淨現值相當於現時公司股價約為每股14澳元（按5%的貼現率計算）。如今，公司每股約為20澳元，反映溢價達40%。當然，這要視乎你認為黃金的走勢如何。

鑑於我們「由上而下」的憂慮，黃金價格可能走高，意味著Newcrest前景應保持亮麗。這次成敗的關鍵在於我們能否確保在市場處於高峰時減持目前的10%配置。我們認為能否拿捏這個時機是一門藝術，與淨現值無關。當然，所有人都是事後方知道何時是出售的時機。我們營銷部門錯失的最大機會，是由於基金無法做到事後孔明，往往總是這樣。

展望及結語

我們於先前已指出，一如生存之道在於求不死，投資竅門則在於避免虧損。為此，投資經驗一次又一次教導我們應放棄隨波逐流。我們都明瞭，趨勢可以頃刻間逆轉。

趨勢投資可以令人損失慘重，尤其在相對缺乏流動性和具連環相關性的新興市場上。鑑於我們在上文強調的若干憂慮，加上不按估值尋求增長股份之困難，我們認為現時投資者需要審慎行事。

在市場每隔一段時間便會出現泡沫爆破的環境下，我們為免虧損或為求保本，將以緩慢步伐取得切實回報。我們慶幸能置身於一個充滿活力和機會處處的投資世界，而週期將令各經濟體變得更強大。市場已太久未曾出現過週期逆轉。事實上，環球市場亦面對這種情況。

Luca Brasi

我們仍然致力避免虧損，多於取得盈利。我們認為目前應較任何時候都更關注下行風險。在上一期快訊中，我們的結論是憂慮有助投資表現，因為我們憂慮的情況九成都不會出現。但現在我們擔心這個比例正在下降，並對我們的投資組合表現不利。我們都竭力避免與電影《教父》中Luca Brasi有相同結局，就是作出犧牲。

免責聲明

投資涉及風險。過往表現並非日後表現的指引。詳情請參閱有關基金銷售文件，包括風險因素。本文件資料來自首域投資（「首域」）認為可靠的來源，而且在發表本文件時為準確的資料，首域並無就有關資料的中肯、準確或完整作出明確或隱含的聲明或保證。首域、其任何聯營公司、任何董事、主管人員或僱員概不就任何因使用本文件而直接或間接引致的損失承擔任何責任。本文件並不構成投資建議，亦不應採用作為任何投資決策的基礎，以及當作為建議任何投資。未得首域事先同意，不得修改及／或複製本文件所載全部或部份資料。

此文件乃由首域投資（香港）有限公司編製，並未經香港證監會審閱。首域投資及首域盈信亞洲是首域投資（香港）有限公司的商業名稱。首域盈信亞洲是首域投資旗下的亞太區股票基金投資團隊。