First State Stewart
首域盈信

首域盈信亞洲一亞太區股票

客戶投資通訊

2017年11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。

著名投資者鄧普頓（John Templeton）曾經戲謔：牛市的老生常談「這次不同！」是投資史上最代價不菲的四個字。

然而，這次真的不同，不是嗎？答案不能一概而論。利率降至歷來低位，加上央行大舉印鈔及通脹停滯形成獨特的環境，確實與過往不同，而且持續時間較預期為長。

另一方面，市場目前的投資氣氛高漲，估值與過往的牛市不遑多讓，情況並無任何不同。股票集中度、投資表現分歧和長期看淡股市的投資專家相繼投降，這些都令人聯想到2000年的科網股泡沫。

事實上，現時的牛市並非意料之外，因為全球經濟即將創下歷來第二長的擴張時期。此外，中國因素亦發揮作用；自2008年全球金融危機以來，內地以舉債推動的經濟增長佔全球國內生產總值累計增長的55%。與國內生產總值比較，中國的銀行體系規模是美國在全球金融危機發生前的四倍。

「牛市往往會在悲觀中誕生，在疑慮中成長；
因樂觀而成熟，因亢奮而死去。」
— 鄧普頓 （John Templeton）

正如鄧普頓指出，市場難免在不明朗的情況下攀升；每天似乎都有新的風險，幸而我們至今仍能全部克服。儘管利好的環境持續，但終有一天當某些事件發生，市場心理將驟然轉變。甚麼事件？何時出現？何處出現？無人得知。不過，在估值處於極端水平下，風險就在眼前。.

最近一期《經濟學人》雜誌以「牛市沖天」（The bull market in everything）作為封面標題，可說是給予全球「淡友」的襄助。古語說：「滿招損…時乃天道。」我們對後市仍然樂觀，但同時提防亢奮的投資氣氛及保本風險升溫。

本期通訊將提供我們最新的股票觀點，並將分析下列課題：

- 地區投資組合的表現和最新情況
- 過去九個月的回顧－持股買賣
- 投資組合配置
- 投資失誤
- 展望及結語

亞太區投資組合的表現和最新情況

我們在上期的客戶通訊指出，市場終於展現動物精神，並呼籲一眾投資者認真把握。綜觀過去一段時間，情況至今尚算不俗。雖然我們仍能取得可觀的絕對回報，但相對表現則進一步轉弱，而且逆轉的步伐迅速。事實上，我們最近的表現遜色；這雖然不幸，但在意料之內。畢竟，後悔總有理由。

鑑於我們認為風險在於永遠損失資本，而非偏離指標，因此我們對所取得的絕對回報感到欣慰。然而，我們感謝客戶在這段期間的保持忍耐和理解。人們常說：「不要時刻追求表現，才可取得長期表現」，我們對此深感認同。從某程度來說，由於我們奉行貫徹一致的策略，我們認為難免會出現這種時期。這一直是我們的投資理念，亦是企業傳統的重要核心。較難原諒的是當中一些非受迫失誤，我們將在下文詳述。

我們的長期客戶將會發現，相同的情況曾經出現，而我們能夠安然渡過，最終甚至取得佳績，表現迅速回升。正如各位讀者所知道：跌幅越大，反彈幅度越高。我們在1997年、2000年和2008年亦錄得同樣遜色的相對表現，大市似乎捨我們而去。不過，隨後必然發生某些事件，眾人再度把焦點由尋找投資機會轉移至市場風險。

累計表現 (% 以美元計算)

	3個月	年初至今	1年	3年	5年	成立以來
首域亞洲股本優點基金	6.5	31.3	24.3	29.5	59.2	610.6
MSCI亞洲太平洋(日本除外)指數	4.8	32.1	27.7	24.0	44.6	375.8
首域亞洲增長基金	7.1	22.6	16.3	16.6	33.0	362.7
MSCI綜合亞洲(日本除外)指數	6.0	37.1	30.4	29.6	51.8	284.5

資料來源：理柏，截至2017年10月31日。

首域亞洲股本優點基金 第一類 (美元 - 半年分派)；成立日期：2003年7月14日。基金年度表現：2.0% (2016年)；-2.8% (2015年)；13.7% (2014年)；4.3% (2013年)；24.6% (2012年)。

首域亞洲增長基金類別 (美元－累積)；成立日期：1999年8月5日。基金年度表現：-1.1% (2016年)；-2.4% (2015年)；13.1% (2014年)；-3.3% (2013年)；24.2% (2012年)。

大部份企業都擁有一個口耳相傳的創業神話，而且可信性往往令人存疑。例如，傳聞 (當然我們相信) 我們這個亞洲業務在創立之時幾乎被扼殺。在2000年科網股熱潮期間，Angus Tulloch (始創管理合夥人) 的表現一直落後於有關指數，使當時新的 (至今不變) 澳洲業務擁有人澳洲聯邦銀行有意解僱他。

這些表現數據真的只反映Angus力有不逮？可幸的是，科網股熱潮很快便成為科網股泡沫，而其表現亦隨之反彈。顯然，Angus不但沒有被解僱 (同樣，他近日挑了一個最理想的時機退休)；而最重要的是，他為我們取得管理協議，成就了今天的亞太區股票基金。

當然，許多人相信現今的情況截然不同，現時科技公司的盈利可觀，而且在實體經濟和市場均高度集中 (勝者全取)。無論結果最終如何，在亢奮的牛市期間，我們的表現通常顯著落後；觀乎這些科技巨企的絕對表現，不受指數約束的特性近日顯著拖累基金表現。

亞太區 (日本除外) 指數年初至今上升32% (截至10月底)，但幾乎三分之一的升幅僅由四隻股票帶動：騰訊、三星電子、阿里巴巴和百度 (雖然撇除上述四隻股票，該指數仍錄得22%非常可觀的升幅)。科技股的規模有史以來首次超越金融股，就亞洲市場而言，令人相當驚訝。現時，單計這四隻股票，已佔該指數比重17%。

回顧歷史，我們在市場飆升期間均奉行簡單而實際的規則 － 基金一般能錄得半數至三分之二的絕對升幅。然而，鑑於市場極度集中，加上若干失誤，我們在這個週期的表現難以與走勢急勁的基準相比，但預料在科技股熱潮逆轉後，基金表現將顯著轉佳。我們無法估計這股熱潮何時逆轉，而從部份公司的盈利能力，以及其與政府政策方向一致來看，現時的升勢似乎無可爭辯。

在這樣的環境下，基金近月溫和的相對表現升幅也許微不足道；但從某種意義來說，現時的趨勢推斷可能過於一面倒。另一方面，市場的集中程度及由程式推動的羊群效應，提供若干投資於小型公司的機會 (雖然這些小型公司只可納入我們的所有市值投資組合)。

正如鄧普頓質疑過去的牛市確定性，現時的市況似乎與昔日的過度樂觀與亢奮時期相若。今非昔比的情況在每個牛市都會出現，也無異於鄧普頓在1993年發表有關言論之時；然而，投資者的行為 (貪婪和恐懼) 最終帶動市場走向，這定律應不會有太大改變。最少，這是我們依賴的理據。

期間，我們以基金的核心理念、程序和投資往績為基礎。無論投資於任何公司，這些都是我們賴以成功的因素，並在過去三十多年行之有效。我們深信週期將會逆轉，並且一如以往，貪婪將逐漸轉變為恐懼。從現時的極端趨勢來看，我們相信這情況指日可待。

然而，我們持續審視基金偏見，檢討失誤，並一如既往沽售某些持倉以減少虧損。我們進行了一次嚴謹的投資組合回顧，並重新考察和審視了一些大型電子商貿公司。此外，無論「由上而下」的宏觀經濟環境如何，我們更專注於「由下而上」的股票機會。

正如2000年的市場分歧趨勢，現時與「熱門科技」相反的行業似乎展現投資機會。隨著市場集中度和被動資金流加劇，我們預期基金應可憑藉三至五年較長的投資年期取勝。

普遍來說，製造業和綜合企業等行業似乎特別容易受到投資抨擊 (這些公司不知道嗎？)，但與此同時，該等行業展現若干值得注視的長遠估值異常情況。Astra International、Telkom Indonesia、長江和記實業、牛奶公司、太古集團、美的集團、Hanon Systems、Techtronics、Comfort-Delgro和Ramsay Healthcare等公司均遭顯著調降評級。部份公司隨即回升；但就長江和記實業等部份公司而言，我們對其前景仍意見分歧，即使內部亦然。

科技業

隨著科技業逐步發展，許多投資者日益向我們提出疑問，為何不持有BAT組合 (百度、阿里巴巴和騰訊)。首先，我們確實持有這些倉盤；至少曾持有騰訊多年，但普遍未有為地區投資組合購入這些公司。在進一步研究並以全新角度再次審視我們的偏見後，我們後悔並無持有騰訊，但同樣地，我們認為若以目前估值買入騰訊，將會損害客戶的利益。

事後來看，騰訊在本已龐大的企業規模上仍能高速增長，實在令我們驚訝。我們的研究一直低估該公司的增長，因而時常對其估值感到猶豫。團隊的部份年輕成員認為我們應對騰訊的高估值照付如儀，或許他們的觀點正確。該行業面對的廣泛問題 (企業管治和保持一致利益) 並未構成阻礙，至少騰訊如是。

可變權益實體 (VIE) 的擁有權結構仍是一項挑戰。有關安排最初旨在促進外國投資者對敏感或具策略性的中國經濟範疇進行投資，包括媒體、電訊、電子商貿及遊戲業。具體來說，VIE結構旨在迴避中國禁止外國擁有權的規例，以企業管治的角度來看這似乎並非一個理想開始。

VIE是一項有效而合法迴避監管的框架，讓外國人可就其擁有權權益取得實質控制，並可分佔利潤，但並非透過營運公司的投票/ 擁有權直接取得。中國合約法並無具體解釋VIE結構，但明確指出若以合法形式隱瞞非法目的，法庭可宣佈該合約無效。有關情況似乎不甚理想。

這意味在極端情況下，若雙方發生衝突，外國投資者在持有資產的營運公司並無擁有權或有效股本權益。然然，在真正發生問題前，這些問題都不重要。然而，上述結構自新浪於2000年在納斯達克上市以來一直行之有效，而捍衛者時常抱有疑問：這些企業變得如此舉足輕重，中國政府為何還會希望擾亂有關安排？

此外，阿里巴巴和騰訊等企業已將旗下服務平台 (最具價值的資產) 轉移至VIE公司，以減低相關風險。儘管如此，這顯然是一個妥協，類似美國前總統克林頓就參軍權利提出「不問，不說」(Don't ask, don't tell) 政策的中國金融版本。出現任何不幸情況的機會甚微，但無疑並非零風險。

究竟在甚麼情況下才可能出現問題？也許從阿里巴巴於2012年與Softbank 和雅虎的糾紛可見一斑，當時馬雲將旗下支付寶業務撤出營運公司，據說事前未有諮詢當時公司的名義控股股東；反映若出現糾紛，外國股東勢必將倚賴中國股東。這是我們一直偏好騰訊的另一原因。所有資產均由一個結構持有，而且從企業管治的角度來看，管理層的往績紀錄亮麗無瑕。透過持有上市公司股權，公司管理層的利益與股東趨於一致。

阿里巴巴無疑是一家科技巨擘，而在某程度上，可說是亞馬遜（Amazon）、eBay、微軟（Microsoft）及PayPal的混合體。我們近日再度仔細審視阿里巴巴集團，同樣地團隊部份成員認為我們應持有這項投資，但另一方面，其中一名成員則以Enron的缺點與之比較。Enron是一家結構複雜的企業，擁有超過600家附屬公司，其部份會計方法看似過於進取（尤其是資本收益和虧損入賬方面）。公司管理團隊的利益亦非常不一致，旗下大部份主要附屬公司由私人及多家上市實體同時持有。整體來說，我們難以解讀公司的狀況。

儘管如此，馬雲確實是高瞻遠矚的人物，我們將密切注意其言論和公司狀況。舉例而言，在亞馬遜近日收購美國全食超市公司（Wholefood Markets）前，阿里巴巴早已過渡至全渠道零售及擁有實體資產。事實上，中國公司在許多方面已趕上美國企業模型，並在有關基礎上不斷改良和創新。

對比Facebook，騰訊旗下微信（Wechat）業務及（尤其是）與WePay的連繫較為創新；在電子支付業務方面，整體中國市場看似日益領先西方國家。阿里巴巴進行的電子商貿實驗，甚至是永輝超市等同類業務，似乎在西方尚未有可比擬的企業（或許亞馬遜？）。支付寶一直引領上述發展，但其已不再由阿里巴巴擁有。

總括而言，我們對阿里巴巴的複雜性，以及公司就擁有權和與小股東一致利益方面的部份決定感到困擾。雖然集團致力打擊「刷銷量」（假訂單）誇大銷售數據和在網站上售賣偽造商品，但該集團的低透明度令我們有所顧慮。儘管阿里巴巴估值吸引，但基於我們的管治限制和偏好直接一致利益，我們認為集團並非一項適合投資。

另外，三星電子是公司內部時常熱切探討的主題。我們在部份投資組合內持有相關倉盤，但僅佔偏低投資比重。雖然目前情況有所改變，但基於我們對環境、社會和企業管治及可持續發展的文化，現時應視該公司為明顯異類，特別是最近公司就貪污指控作出駭人聽聞的披露，以及管理團隊的整體操守。

我們近日在首爾與三星電子代表會面，該集團強調近期經歷重大變動。許多韓國人對此存疑，但最新的管理層變動或暗示公司出現轉折點。我們早前已察見公司對可持續發展的風氣態度，以及作為環球企業應有的責任出現實際變化。由於三星電子的大部份利潤顯然源於海外業務，而且逾50%股權由外國投資者持有，故集團不再以「我們是一家韓國企業」回應針對公司偏離企業慣例的任何批評，有助緩和市場的憂慮。

三星現時面對的問題轉趨平淡。雖然三星過去面對管治障礙，但在董事長李健熙及其永續危機的風氣下，公司一直在獨裁管治的環境下妥善營運，但在其病重後，便不再直接指揮公司的資本配置。另一方面，現時集團的三分之二利潤均源自傳統商品化記憶體和零部件業務：動態存取記憶體（DRAM）及NAND快閃記憶體。三星集團的利潤來源僅在短短三年內，由三分之二的智能手機銷售轉為零部件業務，確實令人驚嘆，但能否持續？

市場樂觀人士表示目前正處於結構性的超級週期，社會對數據的需求及科技發展加劇的趨勢反映有關週期應會持續。此外，市場的供應面高度集中，基本上由三星、海力士（Hynix）及美光（Micron）三家公司控制市場。DRAM及NAND記憶體的利潤分別佔65%及50%，而所有人目前均在推斷未來趨勢。

回顧過去，上述企業一直處於週期性階段，雖然這次或許真的不同，但我們有所懷疑。另一方面，市場普似乎普遍認為應盡量持有三星電子，但其回報水平能否持續實屬未知之數。此外，我們尚未對公司新管理團隊掌握確切觀點。若管理團隊希望改變企業文化，我們期望公司將委任外來人才，並籌組較具效率的董事會，但無論如何也難以仿效李健熙，他無疑是亞洲（甚至全球？）最成功的商人之一。

投資組合配置

於過去九個月，我們的整體審慎立場及投資組合配置並無顯著改變。回顧過去，韓國為表現帶來顯著貢獻確實令人喜出望外。您或許不會相信，但事實一再證明宏觀與「由上而下」觀點對「由下而上」的選股並無助益。這亦及時提醒我們，我們所做的越少，得出的投資決策卻越佳。

我們繼續增持數個現有主要倉盤，部份由於我們刻意忽視宏觀因素和地緣政治的雜音（尤其是北美市場）。我們在進行投資討論時加強迴避與特朗普有關的議題，因其對真實世界的影響（儘管其言論與怒火）與其在推特（Twitter）發表140字推文的影響似乎相若。

組合內部份股票活動帶來貢獻，特別是我們增持聯發科技、Tech Mahindra、OCBC、愛茉莉太平洋集團（AmorePacific Group）及LG Healthcare & Household等企業。其他企業方面，例如牛奶國際、國泰航空及Brambles，其尚未帶來可持續的重大貢獻。

我們亦新增多項持倉，其中部份早前透過國家基金以較有限的比重持有，或由少數（並非全部）地區投資組合所持有，包括Ramsay Healthcare、太古集團、美的集團、Hanon Systems、Comfort-Delgro、Bank of Central Asia（BCA）及Indocement。其他則是我們熟悉並趁股價回落再度投資的公司，通常是我們的潛在新投資出現短期問題，才會使其表面上顯得吸引，繼而促使我們進一步研究，包括開泰銀行（KasikornBank）及中國蒙牛乳業。

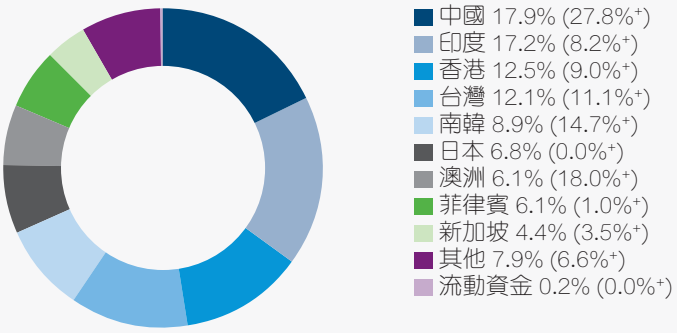
如上所述，我們認為股價目前並不十分吸引。通常是我們的潛在新投資出現短期問題，才令使其表面上顯得吸引，繼而促使我們進一步研究。無庸置疑，我們並不善於把握市場時機，並甚少能在低位入市（若能實現也僅是運氣使然），但長遠而言，我們的優勢在於能看透這些市場雜音，並深信這應是為表現增值的較明顯方式之一。

在上期投資通訊中，我們重申仍普遍看好出口商及賺取美國之收益的企業（儘管美國新總統上任），並認為這些公司均屬較具競爭力的亞洲企業。我們仍抱持這個觀點，而且尤其對台灣和科技股（電子商貿股除外）繼續持有相對較高的投資比重。有關觀點現時已成為主流觀點；當中不少公司的表現非常出色。

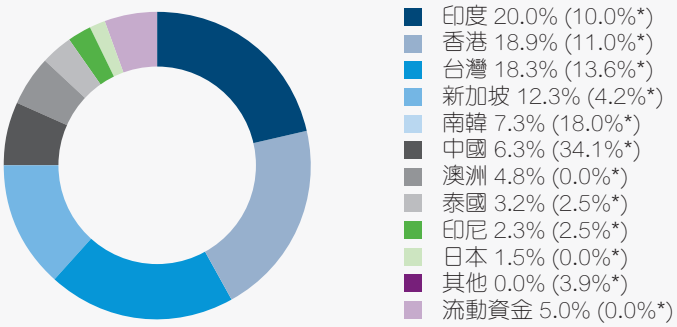
鑑於市場表現日漸分歧和集中，我們開始在東盟地區和小型公司物色並找到較具吸引力的機遇。具體來說，以絕對和相對值計，不少印尼公司的估值似乎相對吸引。雖然如此，我們仍看好環球具競爭力的企業和北亞地區。印度仍是我們最大的單一國家配置。

國家配置

首域亞洲股本優點基金



首域亞洲增長基金



資料來源：首域投資，截至2017年10月31日。
+MSCI亞洲太平洋(日本除外)指數
*指標：MSCI綜合亞洲（日本除外）指數

印度

印度的表現一直令人難以置信。當地推行大額鈔票改革及近期落實商品及服務稅的成效似乎日益減退，但我們能看透問題，並辨識到其所帶來的結構性利好動力，最終能對公營銀行計劃實行資本重整感到欣喜。印度缺乏資本開支週期，加上投資和就業增長偏低，而且國內生產總值持續增長帶來影響，使當地的投資主題日漸受到挑戰。另一方面，上述問題無阻當地市場估值大幅急升。

雖然當局尚未就價值達320億美元的壞賬掉期計劃確立細節，但目前出現中國式大整合方案，應會支持經濟持續發展、增長和促進消費。有關情況值得關注，因為印度消費企業目前的估值水平或甚至使中國分析師感到羞愧。事後來看，我們可能過早減持印度本土消費業的投資。

儘管上述資本重整計劃有利於印度，但會否利淡印度的整體私營銀行及估值？正如中國資金過度充裕的情況般，資本重整計劃並不會利淡印度的私營銀行及估值，而且進場門檻普遍偏高 — 為大部份股本回報率出現差距提供理據。此外，我們一直認為，由於銀行體系內三分之二的總資產均由處於困境的公營銀行持有，因此私營銀行具有龐大的長遠結構性優勢。

雖然我們預料競爭差距將會收窄，但私營銀行的優勢（及所有企業）將重回管理層質素。因此，我們認為有關環境並不會對投資主題構成負面影響。由於公營銀行僱員的薪酬待遇應繼續與公務員相若，私營銀行可望因印度經濟改善而最為受惠，因其在競爭環境加劇下可能失去優勢。

私營銀行遭投資者拋售的情況僅持續一天，而且跌幅低於5%。有關範疇的長遠機遇仍然可觀，因為印度逾半數人口均尚未接觸銀行服務。我們已略為增持HDFC Bank及Kotak Mahindra的倉盤。

非專利藥物公司

較為利淡的持倉方面，印度非專利藥廠表現轉淡，並每況愈下。我們近期與Dr Reddy's和Lupin的管理層會面，藉以重新評估持倉，思考投資理據是否仍然充份。

會面過後，我們認為市場結構已永久轉變，因此已沽清Dr Reddy's的持倉，但保留Lupin的較小量持倉。之前，我們認為美國食品及藥物管理局對印度藥廠的關注加深，並展開供應方面的調查，是由於藥廠業務日益蓬勃，市場佔有率持續擴大。我們相信上述觀點仍大致正確，但調查至今已約兩年，藥廠應對合規問題只採取局部措施，並未在行業形成風氣。

Dr Reddy's顯然仍致力達到上述新標準。數間工廠幾經辛苦終於達成美國標準，之後卻被德國政府就類似問題評為不合格，令我們感到失望，藥廠似乎須全面革新整體運作方式。Lupin的態度較為積極，但尚待解決的問題亦不少。

美國人口老化和日益富庶，非專利藥物應是解決美國醫療業問題的良方，但當地藥物批發市場已經歷鉅變。過去兩年，市場出現多宗併購交易，大型美國藥物分銷商數目由七間驟跌至三間。這是我們改變觀點的主要原因。

分銷商整合後，價格蠶食的速度加快，在2017年為20%以下的高幅度雙位數，而2018年則預測為20%以下的低至中幅度雙位數（原先為高幅度單位數）。非專利藥物價格從來只跌不升，於配方失去專利後首數年通常會跌80%。然而，現時跌價壓力更為沉重，數年前藥廠面臨專利懸崖（patent-cliff），令企業較難覓得機會生產藥效相當於同類藥物的"me-too"非專利藥物。

更甚者，美國現時充斥鴉片類藥物氾濫及其他問題，但若干美國公司公然抬價，使藥價日漸成為政治議題。Dr Reddy's（和Sun Pharmaceuticals）捲入美國近期的集體訴訟。Lupin似乎並未牽涉其中。綜合上述情況，非專利藥業看來正由順境走向逆境。

我們上次論及有關公司時，認為藥業面對的挑戰會減退，但現時對此已不敢肯定。因此，正如前述我們已沽售Dr Reddy's。儘管分析師預期該公司盈利將於2018財年強勁反彈，但我們未能如此確定。Lupin的持倉相對較新，我們過往亦曾經持有這股份。

資訊科技服務公司

資訊科技服務公司的股價表現一直頗為顛簸，但業務仍然穩健。普遍而言，業內收益溫和增長，但利潤率顯著上升。金融業是資訊科技服務業的最大客戶，佔其收益40%至50%，但仍面臨多項問題。電訊業受壓，而零售公司似乎仍保持觀望態度，並未預早應對電子商貿的威脅。

美國保護主義加深（尤其是H1B簽證[1]）的問題看來已有所緩和，政府終於明瞭有關政策的影響對全民均等，會引致業內價格全面上漲。另一方面，世界日趨數碼化，令企業不得不投資於電子商貿及流動服務。Tata Consultancy（TCS）的銷售中，數碼收益已佔20%，並於上半年按年增長26%。我們認為資訊科技的影響將日趨廣泛，令相關服務公司受惠，尤其是發展成熟的公司。

[1] 容許外國人在美國受僱的簽證計劃，申請人須從事專門職業，並持有高等學位。

鑑於我們對Infosys的集團管治感到憂慮，因此安排與時任行政總裁Vishal Sikka詳談。由於Sikka引薦入Infosys的前SAP行政人員大部份相繼離職，而且媒體報道不利消息（消息似乎來自創辦人），促使我們重新審視公司前景。經討論後，我們認為公司狀況應無法保持，因此沽售持倉。其後，Sikka辭任（公司尚未委任新行政總裁），我們亦為所有基金悉數沽售Infosys。TCS可能因此而獲益。

Tech Mahindra同樣受壓，收益及利潤率疲弱拖累股價下跌，公司為收購項目撇賬，進一步削弱其業績。於2017財年第四季（截至3月止），息稅前利潤率跌至僅8%，而全年計為11%。同業利潤率約為這個水平的兩倍。

我們與Tech Mahindra行政總裁CP Gurnani會面，儘管市場普遍認為公司利潤率僅會升1個百分點，但我們相信幅度遠不止於此。Gurnani表示，自己的職位「岌岌可危」。我們增持該公司股份，股價其後回升。我們期望升勢持續，而近期業績亦顯示公司經營出現轉機。

中國維持微妙平衡

中國萬事向好，再次證明宏觀預測並不足信。預測可能是人為堆砌，但共產黨十九大才閉幕不久，習近平於會上連任，若猜測市況會繼續昇平亦不為過。會後市況一直向好，然而，債務水平不斷上升，國內生產總值增長亦放緩。

當局制止內地若干高調投資者（大連萬達、海航集團及復星）於海外併購或投資，並關閉部份激進的龐氏騙局式保險公司，令人民幣顯著回升和股市反彈。十九大過後，或許市況不再單向發展，使政府推出刺激股市或其他措施。

我們較之前看好中國前景。中國債務水平高企，佔國內生產總值的250%至300%，相當於甚至高於過往令其他國家身陷危機的水平，但或許中國確實與別不同，至少以經濟層面而言如是。中國一如日本，債務以地方政府借款為主，但與其他地方不同之處，是中國政府實際上既為借方亦為貸方，最少銀行借貸肯定如是。

債務顯然形成風險，儘管上述做法最終可能難以持續，但目前債務水平或會繼續攀升。我們認為務實的方針較為可取，因此對中國採用類似用於其他地方的管治架構，即僅投資於往績、管理層及利益一致情況媲美亞洲其他地區的公司。

宏觀而論，中國政治主導經濟，但我們應仍能發掘若干合資格投資。具體而言，考慮到債務問題，我們主張物色具國際視野及出口盈利的公司。

誠如上一份通訊所述，並無國家可持續違反貨幣三為一體原則（貨幣匯價受控、貨幣政策獨立及開放資本賬）。中國的應對方法是打擊資金外流以控制人民幣匯率。當局最不願採取的行動是收緊政策和加息，但中國人民銀行行長周小川近期警告「明斯基時刻」（Minsky moment）或會臨到的言論，卻令人有所揣測。

我們與中國蒙牛代表會面，代表稱公司會引入新的股權獎勵計劃並撤換行政總裁，令我們於會後增加持股。我們起初並不看好，但就表現欠佳和管理不善的業務重整管理層，往往是業績轉佳的起點。人事幾經波折後，新的管理團隊為未來五年定下收益倍增的目標。

蒙牛與環球乳製品業相比，利潤率（2017財年約為6%）仍然疲弱。然而，中產階層日益喜好雪糕及乳酪，應可為公司帶來結構性動力，有望令利潤率升至雙位數。蒙牛主要競爭對手伊利的息稅前利潤率已達8%。即使如此，我們對股份突然獲估值重估仍頗感驚訝，並認為現時股份相當昂貴（2017財年市盈率為29倍）。

高鑫零售持續表現向好，同店銷售回升，但其尚未與任何電子商貿公司合作令我們感到意外。公司的估值仍屬合理，預期市盈率為21倍。牛奶公司持有永輝超市的20%股權，因此我們亦透過牛奶公司間接持有永輝超市股權。

永輝超市表現強勁，但現時預期市盈率已達40倍。若不計永輝超市，牛奶公司其餘業務現時市盈率為18倍，屬吸引水平，但亦可能僅顯示永輝超市估值過高。我們的中國A股組合曾持有永輝超市，但認為公司過於著重創業冒險，不以管治主導經營方針。

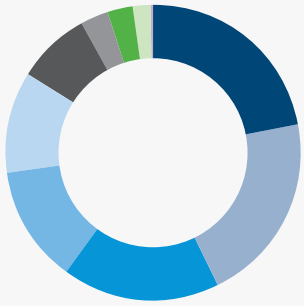
因著滬港通及深港通，A股市場逐漸開放，我們得以為地區投資組合直接投資於A股公司。整體而言，我們目前對A股市場投資額約為20億美元。雖然投資團隊若干成員每月均會到訪中國，但市場上3,200餘間公司之中，A股組合僅持有23間公司，可見我們頗為精挑細選。

我們所持的A股之中，以美的集團最為市場廣泛持有。該集團屬冷氣及大型家電（雪櫃/洗衣機）製造商，近期因收購德國上市機械人公司Kuka的95%股權及東芝（Toshiba）廚房電器業務而獲報道，其約40%收益源自出口。

美的成為環球品牌並非幻想，集團市值已達500億美元。我們買入公司股份時，盈利雖達雙位數增長，但預期市盈率僅為13倍。美的集團近期盈利增長強勁，股份獲估值重估，目前預期市盈率為16倍，但增長較高。

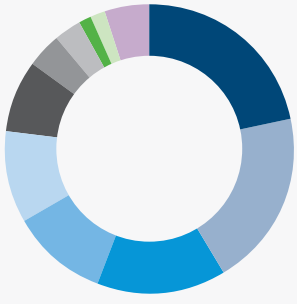
行業配置

首域亞洲股本優點基金



- 資訊科技 22.2% (26.7%+)
- 金融 20.7% (26.2%+)
- 基本消費品 17.4% (4.9%+)
- 非必需消費品 12.7% (8.0%+)
- 工業 11.0% (6.9%+)
- 健康護理 8.1% (3.1%+)
- 公共事業 3.1% (2.9%+)
- 房地產 2.8% (6.3%+)
- 材料 1.9% (6.8%+)
- 其他 0.0% (8.2%+)
- 流動資金 0.2% (0.0%+)

首域亞洲增長基金



- 資訊科技 21.7% (32.6%*)
- 金融 19.8% (22.8%*)
- 基本消費品 14.5% (4.3%*)
- 工業 10.9% (7.1%*)
- 非必需消費品 10.1% (9.2%*)
- 材料 8.1% (4.5%*)
- 電訊服務 4.0% (4.3%*)
- 公共事業 2.9% (2.9%*)
- 健康護理 1.5% (2.2%*)
- 房地產 1.5% (5.9%*)
- 其他 0.0% (4.2%*)
- 流動資金 5.0% (0.0%*)

資料來源：首域投資，截至2017年10月31日。
+MSCI亞洲太平洋(日本除外)指數
*指標：MSCI綜合亞洲（日本除外）指數

若要確切理解我們對大中華的投資，則討論亦應包括香港和台灣，以展示經濟實況。例如，香港中華煤氣50%盈利來自中國，而統一企業亦情況相近。中國/ 香港亦為友邦新業務增長的最大推動力。

聯發科技是台灣公司，我們於其形勢欠佳時增持，當時認為管理層實力雄厚，公司往績優秀，因此應能於短期內解決4G晶片流動電話的問題。該集團於過去20年經歷過四度盈利衰退，在2015年之前，盈利均能於一年內回升。今次已歷時四年，公司應可於2018年回復增長。

聯發的業務中，智能電話仍約佔一半，早前三個中國客戶（美圖、樂豐及小米）於高檔智能電話市場失利，令聯發流失市場佔有率，但聯發現正自高通（Qualcomm）奪取佔有率。中價市場方面，公司客戶（Vivo/ Oppo）的市場佔有率擴大，盈利亦似乎已觸底。集團股價已回升，但估值看來仍屬合理，現時為十大持倉之一。

所有市值投資組合意念

鑑於市場表現分歧令投資機會更為充裕，我們對所有市值投資組合作出多項調整，包括增持煤氣公司等多家企業。煤氣公司的主要股東為香港中華煤氣（66%），而儘管該公司於香港上市，其所有煤氣生產業務均位於中國。中國當局最近確認制訂城市燃氣產業的全新回報框架，其中資產回報率達8%，反映該行業的股本回報率可觀。此外，中國政府強調減少環境污染，意味煤氣的市場佔有率應能持續上升。

我們亦買入紛美包裝，該集團是一家業務性質類似Tetra Pak的中國公司。紛美包裝大約70%的銷售 來自本土，其中奶類公司是其主要客戶。自從紛美包裝於2010年首度上市以來，我們一直有所關注。隨著怡和洋行近期購入紛美包裝28%的股權，我們認為此舉可望為該集團帶來更多機會，同時提高財務紀律。我們預期盈利增長將頗為強勁，而估值（預期市盈率為15倍，收益率為 5%，並持有淨現金）亦看似合理。

菲律賓方面，我們買入Integrated Micro-Electronics，而該集團的主要股東是Ayala Corporation。Integrated Micro-Electronics是一家為歐美企業生產零件的電子/ 電器生產服務公司。綜觀消費者主導的菲律賓市場，我們難以物色性質相近的公司，而且Integrated Micro-Electronic低於 10倍的市盈率亦具吸引力。我們曾與該公司的行政總裁會面數次，而且市場其後對該集團投資於自動駕駛感到非常（可能是過度）振奮。

Integrated Micro-Electronics大約一半的收益來自汽車業，而該集團進行多宗收購後，可望錄得強勁增長。儘管該集團的規模不大，其業務已經遍及全球15個國家。經歷急劇重估後，估值現時為20倍，而我們已經出售部份持倉以鎖定利潤。

此外，我們亦投資於Cemex Holdings Philippines。Cemex於較近期上市集資，目前股價較招股價低60%。該集團現時的企業價值僅為每噸100美元，因此我們認為其估值吸引。此外，市場關注菲律賓有意從越南進口水泥，但僅屬較短期的憂慮，讓我們聯想到印尼在年初面臨的情況（最終證實為短暫因素）。該集團目前的股價低於賬面價值，預期市盈率約為12倍。鑑於Cemex是菲律賓第三大水泥生產商，產量達700萬噸，我們認為菲律賓較長期的基建主題應能利好其表現。最近，我們亦察見管理層增持股權。

我們新增多家斯里蘭卡公司。對大部份投資者（當然也包括機器）而言，斯里蘭卡這類小型市場往往因規模而被忽視。然而，就如印度一樣，斯里蘭卡擁有不少非常優質的家族公司。儘管斯里蘭卡經歷連年戰火，導致投資當地市場的門檻偏高，但它無疑是前緣市場。故此，我們的整體投資組合維持適度配置。

我們增持斯里蘭卡領先綜合企業John Keells，旗下業務包括具領導地位的酒店、品牌食品及超市營運商。儘管如此，該集團的市值僅為15億美元，而13倍的市盈率亦反映估值合理。此外，我們對Hatton National Bank新增少額持倉。該銀行的管理團隊年輕優秀，目前估值僅略高於賬面價值，預期市盈率則低於10倍，反觀其市場佔有率高達10%。須注意的是，Hatton National Bank的市值其實不足10億美元。

此外，我們對台灣的信邦電子及印度的Mahindra CIE Automotive新增少額持倉。信邦電子是一家工業線材製造商，擁有可觀的長期往績。該公司50%的收益來自工業及綠色能源業，而汽車業（電動車充電電纜）則貢獻10%。信邦電子的市盈率處於20%以下的中幅度雙位數字，故此我們認為其估值吸引。此外，該公司的股息率為5%，並持有淨現金。假若希望挑選管理審慎的家族公司，我們認為這家公司是一個好例子。

儘管Mahindra CIE擁有一個印度公司的名字，但其實它由西班牙的CIE-Group持有及管理。我們認為Mahindra CIE的估值吸引，尤其是對於印度公司而言，不過其規模相對較小，市值約為15億美元。我們欣賞Mahindra CIE管理層的環球視野，並預期該公司同時透過內部增長及收購，於未來三至五年顯著擴張。

韓國及若干機遇

韓國市場難以捉摸，而且於過去一年頻頻因負面消息而成為焦點。儘管如此，我們仍然增持韓國，直至較近期才沽售化妝品公司及若干LG集團成員以鎖定利潤。

正如上期通訊所述，雖然我們不會期望韓國推行廣泛改革，但當地企業往往能以不協調的步伐前進，並迎難而上，變得更為強大。改革似乎總是以被動而非積極參與的形式呈現。從這個角度來看，三星近期就拙劣的企業管治作出反應，應被視為正面消息，而非進一步看淡的證據。

雖然LG集團成員的名聲總是僅次於三星，但它們在過去一年表現非常出色，為整體表現帶來正面貢獻。LG集團成員的亮麗表現應能改變市場觀點，但當然，三星電子仍然跟LG處於不同檔次。在上期通訊，我們表示已增持LG Chemical，當時該公司的市賬率為1.2倍。時至今天，LG Chemical 的市賬率為 2倍（股本回報率為12%至13%），促使我們作出減持。

化學品業務表現極為出色。隨著油價趨跌，利潤率回升至接近歷史高位。此外，隨著中國銷售（佔營業額40%）復甦，業務亦表現強勁。然而，真正推動股價的原因，是投資者確信電動車電池業務的增長潛力。該集團已接獲約400億美元的遠期訂單，並將於未來三年合共投資50億美元於相關領域。

到了2020年（假若一切按計劃進行），我們認為電動車業務可望貢獻LG Chemical利潤的 20%。目前化學品業務佔盈利的95%，而且從過去五年可見，盈利明顯具週期性。我們認為LG Chemical是最出色的韓國企業之一，但目前估值似乎偏高。

在上期通訊，我們表示增持LG Household & Health（LGH&H），早前該股因中國旅客的免稅化妝品銷售

強勁而造好，促使我們作出減持。鑑於南韓部署「薩德導彈防禦系統」（THAAD），加上北韓試射導彈，中國實際上限制旅客到訪韓國，為我們提供增持機會。

LGH&H高達40%的利潤來自中國（包括在岸及離岸免稅店）。AmorePacific的相關比重更高，中國佔其總利潤約70%。我們先前預期股價需時一段時間始能復甦，因此LGH&H及Amore的股價於短時間內大幅反彈實屬意料之外。

投資者似乎對盈利倒退全不在意，並相信中國將帶來的長期結構性機會。兩家公司的估值均獲大幅重估，而且隨著中共十九大閉幕，中韓關係似乎再度破冰。

在九個月前，Amore的預期市盈率為23倍，而LGH&H則為約20倍。時至今天，兩者的預期市盈率分別為38倍和25倍。上述升幅部份源於盈利預測被調低，但兩者的股價以絕對值計均報升。我們認為目前估值過高，因此分別調低這兩家公司的持倉比重至約1%。

由於LGH&H約三分之一的利潤來自家庭用品，因此利潤相對穩健。然而，該公司相對不太 關注旗下商品透過平衡進口的方式進入中國，並以折扣價格出售對其品牌價值的長遠影響。相反，Amore特意限制個別顧客的購買數量。雖然此舉削弱短期盈利能力，但反映該公司對長遠品牌價值的重視及抱負。

此外，我們亦減持LG Corporation。作為控股公司，LG Corporation顯著比重的價值來自LG Chemical及LGH&H。這兩家公司再加上LG Electronics合共佔LG Corp的70%價值，同時佔其市值的150%（LG Corp幾乎沒有任何債務，槓桿比率只有3%[2]）。

韓國新增倉盤

我們新增若干韓國公司，包括Naver及Hanon Systems。我們曾經持有Naver。這家企業成立時的定位是韓國應對Google的產物，但現已透過NaverPay及其他不同平台廣泛涉足電子商貿，同時是Line的主要股東（可視之為日本版WhatsApp）。該集團決意拓展人工智能及自動駕駛等領域，意味短期利潤率難免受壓。

在3月份，Naver出現高層管理人員變動，其中主席兼創辦人李海珍改任環球投資總監。李海珍的新工作是確保該集團為轉型至汽車、家居及物件互聯網絡（又稱物聯網）作好準備，正如服務由個人電腦轉移至手提電話一樣。因此，Naver宣佈把資本開支從（過去五年的）2億美元上調至明年的5億美元。

Naver的股價近期同樣因管理層變動而表現遜色，而我們視之為買入這家現有業務強勁的企業的機會。Google在韓國並無業務，而且Naver的近期業績確認核心業務仍可望維持雙位數字的增長。若不計算Naver所持Line的79%股權，其核心韓國業務的現時市盈率約為18倍，而我們認為估值頗為合理。

我們在今年年初買入Hanon Systems，當時保護主義的風險升溫，導致其股價跟隨眾多汽車零件相關企業表現受壓。我們對該公司估值重估的速度感到意外，主要源於投資者對電動車的前景日漸感到振奮（就如LG Chemical的情況）。Hanon的業務是生產溫度控制系統（空調及供暖）。考慮到Hanon由韓國私募基金（Hahn & Co.）持有，我們認為兩者利益一致，因此預期Hanon的利潤率將會改善。

新加坡及印尼

新加坡方面，我們繼續增持怡和集團成員，特別是牛奶國際及Jardine Cycle & Carriage（JC&C）。JC&C的估值看似吸引，但目前股價升勢乏力，因為Astra集團（佔JC&C資產淨值75%）正面臨相對困難的短期貿易環境。三菱及一個中國汽車品牌（五菱）已經進入印尼市場，意味Astra的54%汽車市場佔有率將承受一定壓力。

我們對此未感意外，並認為Astra的偏高市場佔有率在長遠並不可持續。Astra被調低評級後，現時預期市盈率只有15倍，顯得具吸引力。與此同時，作為東盟成員的越南已作好自由貿易的準備，其中當局即將撤銷汽車關稅，導致JC&C當地汽車業務（Thaco）的盈利能力因減價而遭削弱。

作為越南最大汽車生產商，我們預期Thaco將提高銷量以抵銷相關影響。此外，展望未來數年，隨著胡志明市的大型核心地段逐漸開發，物業為JC&C盈利帶來的貢獻應會顯著增加。就規模及週邊環境而言，該址可媲美上海浦東。JC&C認為物業帶來的貢獻應能促使越南業務的利潤在明年開始回升。

新加坡方面，我們買入Comfort-Delgro。多個地區投資組合新增該股，但股價隨後急挫。要解釋股價下跌十分困難，因為原因據說是新經營商加入市場（優步及Grab），為其核心汽車出租業務帶來挑戰。然而，汽車出租業務只佔Comfort-Delgro約三分之一的利潤，而且我們其實已經預示到經營環境將轉趨困難。考慮到其他業務的穩健程度，我們認為投資者過份憂慮。

我們預期鐵路和巴士業務表現改善，尤其是後者從偏重風險資產的模式轉型為收費主導業務。新加坡的政局發展意味當地政府較注重服務，而非挑選最便宜的方案。這與人民行動黨過往的做法明顯不同。我們認為上述發展對Comfort-Delgro的利潤、現金流，甚至資本運用均帶來正面影響。隨著該集團旗下的地鐵（市區線）全面通車，並於人口稠密的市郊地區增設車站，我們預期鐵路利潤將明顯上升。

Comfort-Delgro的資產負債表持有淨現金，並締造10%自由現金流收益率及5%股息率（派息率為三分之二），而預期市盈率則為14倍。我們預期該集團與優步建立合作關係（已經宣佈進行協商），並認為其整體業務相對具防守性。與此同時，雖然市場競爭激烈，但我們預期相關情況僅屬短暫。我們對此並未過份憂慮，而且一直非常欣賞Comfort-Delgro管理團隊的實力。雖然Comfort-Delgro要扭轉表現可能需時，但他們應能找到方法。

印尼方面，正如上文所述，我們增持中亞銀行及Indocement。我們已經注視中亞銀行一段長時間，但往往因估值而卻步，並對該行的最終擁有權抱有懷疑。隨著股市普遍趨於昂貴，估值偏高的理據似乎變得相對薄弱。此外，中亞銀行的質素極高，意味我們應將其與印度HDFC及馬來西亞大眾銀行這類檔次的公司進行比較。汲取多年的經驗，我們知道買入估值昂貴而非便宜的銀行方為正確選擇。

從眾多因素來看，中亞銀行是印尼的大眾銀行。兩者均經營存款業務，並專注於特定人口階層。然而，中亞銀行的長期機會遠較龐大，而且印尼經濟經歷一段時間的緩慢增長後，我們認為相關情況開始改善。就如HDFC，中亞銀行的股本回報率約為20%，而且儘管市賬率接近四倍，我們預期賬面價值約每四年可增長一倍。和印度一樣，印尼的按揭市場規模非常有限。

[2] 槓桿比率是一個總體類別，用作描述某種形式的擁有人權益（或資本）對比公司負債的金融比率。

中亞銀行擁有嚴謹的信貸審批程序及穩健的長期往績。故此，一旦市場環境廣泛轉差，我們將果斷地予以增持。主要股東方面，有關持有57%股權的黃氏家族（Hartono family）的傳言日益正面；隨時間發展，我們認為創辦中亞銀行的林氏家族（Salim family，持有2%股權）的影響力並不構成問題。誠然，我們不相信林氏家族如傳言般是實質持有人。

對我們而言，Indocement是相對新建的倉盤。我們於2017上半年買入這家由Heidelberg持有的公司，當時股價曾經急挫。印尼市場的需求相對疲弱，而中國的安徽海螺水泥進入市場更令情況惡化。故此，當地水泥供應增加1,000萬噸，令投資者關注會否出現供應過剩的情況。然而，隨著印尼經濟改善，價格自此穩定下來。

Indocement的淨現金、4%股息率（派息率為35%）及每噸150美元的企業價值，均支持我們當時採取長期投資觀點，其中我們認為企業價值等同甚至低於重置成本。雖然我們對Indocement股價回升感到滿意，但其持倉比重相對偏低，在我們大部份地區投資組合僅高於1%。

其他買入的倉盤

利標品牌持續表現落後，差不多並無分析師覆蓋，現時非長期持有的股東（除利豐外）或已大致離場。隨著利豐分拆利標品牌的業務，後者的股價大幅下跌。利標品牌的數據混亂（過往收購的盈利能力支付條款〔earn-up and earn-out provisions〕），並更改財政年度的年結日期。然而，以絕對計算的進度理想，截至2017年3月（新財年年末），營業額增長為12%，息稅前利潤率從3%提高至4.4%，並可望在中期進一步升上5%至6%的水平。

我們與利標品牌會面，該公司一如既往地予人信心，但營運（及財務）槓桿水平偏高。其需要改善成本紀律，並進一步提高利潤率和錄得正現金流。近期該股在高成交額下回升，但並無股東增持的理據或跡象。利標品牌已大致回升至我們的買入水平，我們正密切監察該公司的情況。

如早前所述，我們過早減持新加坡銀行股。我們與OCBC會面後增持該股，我們亦持有其上市附屬保險公司Great Eastern Holdings（GEH）。OCBC執行業務策略的進展良好，並作出精明的決策，因而相對不受區內石油與天然氣業的不良貸款近期增加所影響。

現時GEH計劃把馬來西亞業務上市，該業務約佔其30%的利潤。雖然該公司可能選擇不執行上述計劃，但這計劃旨在滿足馬來西亞監管當局的要求。我們認為上市將凸顯集團的價值，並意味著現時相距潛在的私有化尚遠。GEH股價對比內涵價值的溢價不高，市盈率約為14倍，就新加坡/馬來西亞最大型（及管理妥善的）壽險公司而言具吸引力，而且明顯較我們普遍持有的友邦保險便宜。

泰國方面，我們再度買入KasikornBank。泰國銀行股的估值遭下調，現時Kasikorn顯得相對具吸引力。目前該銀行的預期市盈率為12倍、市賬率為1.4倍，股本回報率為12%。我們認為該股的估值合理，而且近期泰國經濟相對疲弱，但不少人士均認為環境將開始轉佳。

太古公司是另一隻值得提及的股票，早前我們新增該股的小額持倉；另外還有國泰，我們已持有該股一段時間並作出增持。國泰佔太古市值的相對一小部份（15%），儘管國泰因早前的燃油對沖決策而錄得虧損，而且當前的營運環境嚴峻，但我們對其前景頗為樂觀。

當（在20名分析師中）並無任何一名分析師對某股票給予買入建議，而且所有分析都預期該公司將錄得虧損，應可假設其股價已顯著反映眾多不利消息。國泰在六個月前正處於這種情況。這是另一家我們認為業務強勁，但短期走勢極為利淡的公司。

然而，隨著國泰撤換行政總裁（接任人為何杲〔Rupert Hogg〕，其以親力親為的良好形象見稱），加上燃油對沖的負面影響將在2018年下半年消退，以及貨運業務展現增長，若環境得以正常化，該股的價格將顯得便宜。我們假設情況將按照上述方向發展，而近期的環境確實有所改善。國泰的營業額為1,000億港元，但現時仍未錄得利潤。儘管如此，要大幅扭轉這情況的所需條件不多（主要視乎油價）。

現時太古公司的市賬率僅為0.5倍，與香港其他房地產投資者並無太大差別。然而，該控股公司的表現大幅落後於其上市房地產業務（太古地產）。我們了解原因何在。市場出現雙重折讓：該公司擴展海洋服務業務（石油與天然氣支援服務）的時機甚為不當；國泰面對其本身的問題；而且集團似乎欠缺目標明確的營運方向。

儘管如此，太古地產（佔集團市值約70%）擁有優秀的資產組合。太古廣場是集團的旗艦物業之一，並具有無可取替的地位。太古廣場處於港島所有鐵路線的匯集點，現時正進取地重新配置零售商戶。此外，該公司成功因應鯽魚涌重建而調整辦公室組合和東移，可望成為集團在未來十年的下一股收益動力。

太古公司致力廣泛提高管治水平。在過往，董事會的大多數成員由集團主要業務的高層人員組成，事後來看，這情況使董事會無法深入探討營運失誤，亦無法就投資決策作出正面批評。集團從外部委任新的企業發展總監（前McKinsey人員），他的職責為領導集團以檢討其結構、業務和策略。

預期太古公司將出現變動，而且是正面變動，最大的上升空間可能來自家族持有量最高的控股公司。太古公司非常注重其對比怡和集團（Jardine Matheson）的表現及改革的需要。海洋服務業務（及石油與天然氣）方面，在全球徹底棄用內燃機前，將必然最少經歷多一個週期。

投資失誤

我們的數項持倉可視作出現問題，上文已評論當中的一部份。我們關注的公司包括利標品牌、Giant、Comfort-Delgro和Idea Cellular，或許也包括Brambles和Lupin。如早前所述，我們對個別公司較有信心。

我們在過去較憂慮的部份公司例如Mediatek、Tech Mahindra、蒙牛乳業甚至是國泰等，均已在過去六個月扭虧為盈，並為投資表現帶來可觀的正面貢獻。

然而，有時候環境出現永久轉變，令情況變得遠為嚴峻。可以說，目前正值顯著創新和高度整體顛覆的年代，意味著我們應較過去更注重有關轉變。

利豐

要區分一家公司正經歷短期問題或永久受挫殊不容易。我們可以收集大量數據，但對錯通常取決於判斷而不是科學。我們希望判斷正確多於錯誤，並認為情況就是如此。

然而，有時候我們出現無可置疑的錯誤，因而需減少虧損。繼我們持有利豐超過十年後，現時已大致不再持有該股。令人惋惜的是，這利淡表現的影響屬永久性，而且必定是近期較重大的失誤之一。更不利的是，目前該股的價格已高於（雖不顯著）我們的賣出價。另一方面，而且明顯更重要的是，沽售利豐的資金已投放於表現顯著較佳的公司。這就是重點所在，一切都關乎機會成本。

我們認為美國零售業轉型，導致2017年至今有300多家零售商申請破產（多於環球金融危機期間），加上曾經是支柱的公司例如Under Armour（利豐的客戶）面對嚴峻環境，可能蓋過利豐「由下而上」的轉型效益。這些公司似乎終於（我們認為是姍姍來遲）推行削減成本措施。在這情況下，儘管利豐的銷售減少7%，但近期的業績反映利潤率提高並帶動利潤增長。

這是一個良好發展，但公司需要營業額增長，而削減成本措施無法進一步擴大，尤其是鑑於公司需投資於數碼化轉型。此外，在通縮環境下，我們憂慮集團的2%核心利潤率將更為脆弱。集團可能成功進駐電子商貿的供應鏈中心，但我們預期在重新構建業務時，情況可能頗為混亂。我們相信在環境轉趨明朗時，市場將提供機遇以再次投資於利豐。

事後來看，我們應因不明朗因素增加而減持利豐，但該集團擁有我們物色的多項企業特質，包括強勁的環球知名業務、優秀的長期往績、涵蓋多個世代的家族支持、管理層與股東利益明顯一致、管理層買入股份和妥善管治，以及可觀的現金流和派息。

在此情況下，我們偏向體諒公司的表現。利豐的特質是缺點也是優點，但這正是我們投資理念的核心所在。若利豐的管治欠佳，無疑我們會早已沽售該股，而這例子可能證明管治良好的公司通常享有較低的資本成本。回顧過去，在現時勝者全取的環境下，也許利豐管理層與我們同樣對困境感到驚訝。我們確實希望如此。

Idea Cellular

印度Idea Cellular是另一家出現問題的公司，這例子亦正好說明當資金充裕的競爭對手進入市場時，將會出現甚麼情況。Reliance Jio的成立規模達250億美元，從事免費電訊服務業務，一如預期般為業內公司帶來重大衝擊。Idea的股價大幅下挫。這例子的明確啟示在於，若坐擁龐大資金和連繫的集團帶來直接競爭，對持少數權益的投資者來說，迴避是最佳建議。事後來看，我們應更為審慎。

另一方面，若僅以股價升幅作為評估標準，繼早前Idea Cellular的股價回升後，其面對的問題便不及過去重大。我們與該公司的行政總裁進行長時間的會面，並非常欣賞其坦率。概括而言，我們在Idea股價急挫時增持該股，從心理而言這並不容易。這例子正好說明我們的投資程序，但期望這情況別經常發生。

我們並不認為前景一片明朗，但一直有信心Idea管理層可找到出路。該公司的行政總裁尤其優秀，他已經在構想各種可能性。這情況令人欣喜，但鑑於印度電訊業的結構複雜，因此也令人困惑。雖然有關構思不易實行，但簡單（而重要）的部份也不難理解。

Idea與Vodafone的合併進展良好，市場亦迅速整合，原有的八家公司可能減少至三家，分別為Bharti、Jio和Idea。若這情況發生於其他市場，股價通常會上升，所有投資者都能賺取可觀資本回報。股價確實上漲，Jio亦展現正常的走勢。基於Jio所作的投資，用戶平均收益最終可能升上顯著較高的水平。

然而，Idea在致力應對Jio競爭之時，亦可能持續失去市場佔有率；3G流動市場方面，Bharti和Idea可望在人口達14億的印度取得重大的市場佔有率。Idea的營運槓桿偏高並背負大量債務，但我們認為該股的走勢已見底，股價在過去數月回升50%。

估值方面，數據可能呈現各種狀況，只要略為上升或下跌，情況便截然不同。Idea是另一家市場普遍迴避的公司，而當市場期望甚低時，任何進展（不管如何溫和）都可能帶來重大升幅。只有少數投資組合持有Idea，但我們在近期基於相同原因為其他投資組合買入Bharti Telecom。無疑市況將持續嚴峻，我們認為Idea甚至可能（或應該）進行集資。作為紀錄，現時我們認為該股的合理估值為每股120印度盧比。若該股到達這水平，無疑將再度上揚。

沽售的部份持倉

沽售的持倉方面，我們已評論利豐、Infosys和Dr Reddy's。繼持有Ayala Corporation多年後，我們亦沽售該股。目前該控股公司對比資產價值的溢價處於異常水平，早前其新股發行價亦透露內部人士對估值的看法。

繼於日本與Shimano會面後，我們沽售該股，所有市值投資組合方面，我們沽售致茂電子、Hemas和Marico。印度方面，除Marico外，儘管我們對Godrej Consumer的前景仍頗樂觀，但因估值因素而沽售該股。

十大持倉

首域亞洲股本優點基金

	基金比重	指數比重+
Taiwan Semiconductor (TSMC)	6.3%	3.6%
HDFC Bank Limited	4.3%	0.0%
CSL Limited	3.5%	0.9%
Midea Group Co Ltd	3.5%	0.0%
Samsung Electronics Co Ltd Pfd Non-Voting	3.3%	0.6%
CK Hutchison Holdings Ltd	3.1%	0.6%
Oversea-Chinese Banking Corporation Limited	3.0%	0.5%
Housing Development Finance Corporation Limited	2.4%	0.7%
AAC Technologies Holdings Inc.	2.1%	0.2%
Dairy Farm International Holdings	2.1%	0.0%

首域亞洲增長基金

	基金比重	指數比重*
Taiwan Semiconductor (TSMC)	5.7%	4.4%
Newcrest Mining Limited	4.8%	0.0%
Oversea-Chinese Banking Corporation Limited	4.7%	0.6%
Tata Consultancy Serv. Ltd	4.1%	0.4%
Housing Development Finance Corporation Limited	3.9%	0.9%
HDFC Bank Limited	3.9%	0.0%
CK Hutchison Holdings Ltd	3.8%	0.8%
Dairy Farm International Holdings	3.7%	0.0%
MediaTek Inc	3.5%	0.4%
Tech Mahindra Limited	3.0%	0.1%

資料來源：首域投資，截至2017年10月31日。
+MSCI亞洲太平洋(日本除外)指數
*指標：MSCI綜合亞洲（日本除外）指數

澳洲及Newcrest

我們持有多家非常優質的澳洲公司（CSL、Brambles、Ramsay Healthcare和Newcrest），尤其是增持Ramsay。我們已持有該股一段期間，但隨著該公司創辦人Paul Ramsay在約三年前逝世，導致估值下降，我們進一步買入該股。Paul Ramsay的32%持股已轉交至一個慈善信託組織。Ramsay的70%利潤來自澳洲，並於早前進駐法國（佔利潤的20%）和英國（10%）市場。

Newcrest和黃金的表現經常不受大市影響。本年再次出現這情況，其走勢普遍與大市相反，是我們對其偏好的原因之一。不少人士都喜歡談論黃金，現時我們亦較少被問及為何持有黃金。我們認為黃金就像火災保險。

更重要的是，Newcrest行政總裁Sandeep Biswas在過去三年帶領公司轉型，我們認為市場並未給予應有的正面評價。該公司極為專注於把黃金轉換為現金，自Biswas掌權以來，Newcrest已錄得25億美元的自由現金流。

此外，Newcrest的產量有所增加，資本開支則減少，有助財政狀況於期內大幅改善。集團可望在數年內不再負債，與Biswas加入前傳聞需緊急供股的狀況截然不同。董事會的基礎得以鞏固，而且管理層與股東的利益更趨一致。

隨著（交易所買賣基金的）紙金逐步取代實金買賣，投資黃金確實面對不少批評；現時的市場話題是以加密貨幣作為新的實質資產。我們並不完全了解這些新貨幣，但市場似乎存在不少替代品，而且其價格表現意味著，即使加密貨幣是實質資產，卻在某程度上存在投機泡沫。

雖然無人能時刻準確預測未來，但我們仍然認為黃金前景應相當不俗，而且我們可於日後利用所得收益，轉投價格較低的股票。所以，黃金絕非一項永久持倉，同時我們認為Newcrest是所有持倉中管理最妥善的公司之一。

相反，Brambles的持倉在本年面對較大挑戰。我們在過去十年一直投資於Brambles，現時其行政總裁已是期內的第三位行政總裁。這家環球貨盤聯營公司應可把握環球國內生產總值增長的機遇，加上其派發的股息，意味著其可展現約雙位數字的增長。該股的預期市盈率為16倍，我們認為估值相對具吸引力。

我們在不久前與新任的行政總裁和財務總監會面，並認為Brambles是一家實力頗雄厚的公司，新的管理層應可改善營運狀況。行政總裁Graham Chipchase曾效力於Rexam，當時Rexam的包裝業務同樣不理想，最後他成功地顯著提高該公司的業務指標。Brambles的新任財務總監Nessa O' Sullivan來自Coca-Cola Amatil，我們對她高度重視。

新的管理團隊與我們的觀點一致，聚焦於自由現金流（過去我們曾擔心這因素）及已動用資本回報率，而不僅是增長。該公司應不再進行收購，甚至出售部份資產。公司總部和管理團隊均從悉尼遷往倫敦，鑑於美國和歐洲是該公司的最大市場，我們認為遷移亦是一項正面發展。

由於Brambles的最大客戶組別為快速消費品業，我們認為其相對具防守性。近期業績反映該公司持續增長，而新任行政總裁和一名獨立董事在市場上買入公司股份（總額分別為200,000至250,000美元），帶來進一步的正面訊號。近期我們在當前的較低價格水平略為增持Brambles。

展望及結語

我們在引言指出，本經濟週期為時頗長，經常出現引發憂慮的風險。我們沒有輕視保本風險，但同時發現一些截然不同的情況（可見於日本）。

現時，那些推測市場趨勢的機器和投資者看似天才，使我們相形見絀，但我們知道沉醉於成功的興奮，將使人失去思考能力。大市將持續轉變，無論環境有何不同，我們相信一切始終殊途同歸。

有鑑於此，我們可以從歷史找到有用而有趣的參考資料，因為人類及其行為是當中的共同因素。這正是為何莎士比亞的劇作至今仍能引發共鳴，深受觀眾喜愛，不斷重演的原因；它們深入刻劃人類各種貪婪和恐懼。從當前市況看來，貪婪情緒明顯高漲，並可能持續一段時間。

> 「除非您採取截然不同的行動，
> 否則無法取得卓越表現。」
> — 鄧普頓（John Templeton）

市場是人類的產物，總會受到人類情緒的影響。不過，某些人士對此並不認同，特別是科技世代；他們認為只要收集足夠的數據，便可以破解市場和股票之謎。他們相信掌握的數據越多，就越能洞悉一切。

雖然我們可以埋怨年輕人傲慢自大，勸告他們應該借鑑歷史，但這些反傳統的聲音讓我們注意量化策略的矚目表現，以及那些成功走在金融業尖端的公司；這再次反映了科學與藝術之間的無盡角力。

我們必須承認（特別是在事後），我們可能投放過多時間編製複雜的Excel試算表。那些模型最終可能完全錯誤，但填滿密密麻麻的數據，看來非常專業。相反，我們最近認為與公司會面交流更具助益。一般來說，破壞投資理據的並不是試算表，而是模型所用的假設和人們的決定。

毫無疑問，有人犯了錯誤。參考鄧普頓等前人的智慧，那些完全相信科學、數據和機器，以為這次真的不同的投資者，最後只會再次失望。或許當大數據主導世界時，情況將會截然不同（不少人士認為如此），但這一天尚未來臨。我們對此仍抱希望。

我們在上期通訊的結語指出，市場可能出現最後一場瘋狂升市，甚至是新興市場也可趕上升勢。我們當時認為這個期望或許過高，但事實是：全面牛市。

儘管牛市令人樂不可支，但它們就像吸收過多糖份，始終有損健康。借鑑歷史和個人經驗，這些升勢不會持續，我們必須提防可能出現的跌市。在這方面，我們繼續採取一些不同的行動，並把現時的遜色表現視作取得長期佳績的必然過程。我們這樣說並非由於自滿，因為我們以較過往嚴謹的標準審視自己和其他投資者；這是我們的日常工作。

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。

澳洲聯邦銀行（“銀行”）及其附屬公司對本文件包含的任何聲明或信息概不負責。 本銀行及其任何附屬公司均不保證本文中提及的任何投資或公司的業績或履行償還資本。本文中提及的任何投資並不是對本行或其附屬公司的存款或其他負債，而投資存在投資風險，包括收入和資本損失。