First State Stewart
首 域 盈 信

- 本基金主要投資於在亞洲地區（不包括日本）上市，或擁有註冊辦事處，或進行大部份經濟活動的公司的股票及股票相關證券。
- 基金投資可能集中於單一行業、國家、特定地區或少數國家／公司所以較分散投資組合更為波動及承受較大虧損。
- 投資於中小市值公司的股票的流通性可能較低且其價格更易受不利經濟發展的影響而大幅波動。
- 投資於新興市場可能較發達市場涉及更多風險包括流通性風險、貨幣風險／管制、政治及經濟不確定因素、出現大幅波動的可能性、結算風險、託管風險。
- 基金可涉及中國市場風險包括匯回管制風險、稅務政策的不明朗及互聯互通機制投資相關風險。基金可涉及人民幣貨幣及匯兌風險。
- 基金可運用金融衍生工具作對沖用途及有效率投資組合管理可涉及額外流通性、估值、交易對手及場外交易風險。
- 對於某些股票類別，基金或酌情決定從總收入中派付股息並於資本中扣除全部或部份類別費用及開支以增加可分派收入及實際上從資本中分派。這等同於退回或提取投資者原本投資的一部分或從該原本投資中獲得的任何資本收益可能導致每股資產淨值即時減少。
- 投資者有可能損失部分或所有投資。　閣下不應單憑本文件作出投資決定，請讀銷售文件包括風險因素了解詳情。

首域盈信亞洲
－亞太區股票
客戶投資通訊
2018年8月

首域盈信亞洲－亞太區股票

「失敗是多麼的重要。我們總把成功掛在口邊；然而，成功是阻止失敗或借鑑失敗經驗的能力，這種能力往往促使您邁向更大的成功。」
英國小說家喬安娜 • 羅琳 (J.K. Rowling)

在過去數年，許多時候我們都覺得自己是一個不折不扣的*痲瓜*[1]。黑暗力量（量寬[2]及機器的興起）顯然處於優勢。但是，我們相信舊有的方法；而不可思議的是，過去六個月市況顯著轉佳。當然，距離宣告勝利，還言之尚早。

嚴守紀律與固執不變，有時難以區分。有人或會說，在這個普遍視之為顛覆世代的環境下，更是如此。我們感到疑惑，兩者何時混為一談？但這卻是現代主義的傲慢。面對轉捩點，屈服於市況的壓力最強烈 – 即認同這次確實有別於以往，然後隨波逐流，買入獲市場追捧的資產。

只有在最後回顧過去，加上後見之明，市場觀察員才能在嚴守紀律與固執不變及成功與失敗之間作出判斷。幸而，我們緊守投資理念，設定行之有效的投資程序，並擁有長期優秀的往績。即使如此，儘管在投資路上擁有這些試金石和路標，但仍有滿腹疑惑之時。

我們在上一期客戶投資通訊亦作出相若的結論。回顧過去多個世紀，推動投資週期的人類天性和情緒並無改變。投資週期延長，但既往不變。也許略為新鮮的是，市場出現超主動的被動型投資，但這不過是誇大人性的脆弱而已。

「成功不是終點，失敗也非致命，重要的是有繼續前行的勇氣。」
英國前首相邱吉爾 (Winston Churchill)

因此，世界在變，但一切依舊。在現實世界，儘管所有市場評論均刺激投資者的情緒，但值得注意的是，至今並無發生不利或過於出乎意料的事件。每股盈利增長甚至優於預期。然而，回報離差顯著擴闊。

從目前來看，操控市場者似乎只是蹣跚而行。不用多久，利率便會跌至歷史低位，負債則升至前所未見的高水平。試想像若市場事件開始按其意願而行。可以想像的是，被動型投資的回報可能以複合形式下跌，正如其把握近日的趨勢締造正面的槓桿回報。

現時，一切看來相對平靜，但隱約感到宏觀狀況逐漸轉變。我們的絕對回報仍然不俗，相對收益亦逐步按月上升。致富之路步伐緩慢，這也許與美國作家海明威(Hemingway)對破產的妙論不謀而合：「兩種方式：先漸進，後突然。」

在美國，為解釋市場走勢，出現大量枯燥乏味的評論，都是有關對比增長股，價值股表現再度領先的分析。在證券分析之父班傑明 • 葛拉漢(Benjamin Graham)的投資聖經《證券分析》一書中，其序言引用古羅馬詩人賀拉斯(Horace)的作品《詩藝》(Ars Poetica)：「*現在沉淪者，來日將復興；現在榮耀者，來日將衰朽。(Many shall be restored that now are fallen, and many shall fall that now are in honor)*」。

我們認為這是一種人為的區別。兩者的關係非常簡單：相輔相成。沒有增長，便沒有價值，尤其在亞洲。否則，怎會令人感到不安。先回顧本土市場。綜觀美國，在過去十一年當中，共有九年增長股（儘管有所定義）的表現優於價值股。

這大致橫跨一整個十年，以及2008年全球金融危機後的整個時期。相反，我們的表現反映只有在最後兩至三年

1 在喬安娜 • 羅琳筆下的《哈利波特》小說系列，麻瓜(*muggle*)泛指沒有任何魔法能力的普通人
2 量化寬鬆

持續出現若干轉變。對看漲者來說，市場已出現無可逆轉的改變；現時，我們全都是技術性投資者。對其他投資者而言，這無異於存在已久的投資週期。資產分配者將會據此作出資產配置。

投資組合活動

自上一期通訊以來，亞洲投資組合的投資活動較往常為多，特別是新股及所有市值策略方面。意料之內的是，在小型股範疇，就三至五年持股期而言，投資組合的整體週轉率仍處於25%至30%的區間。

大型股策略的變動較為異常，但有關變動反映我們進一步以絕對質素為首要焦點。綜觀影響投資組合決策的機率和後果，專注保障資本蓋過若干公司的估值，例如利標品牌、Lupin和華碩電腦。

我們在過去約六個月期間，買入上海國際機場、大眾銀行(Public Bank)、高知特(Cognizant Technology)、星展集團、創科實業、Hanssem、Universal Robina Corporation和Axis Bank。所有買盤的比重仍相對細小，但我們在Hanssem下跌後增持其股份，並於上海國際機場揚升後減低持股。

我們悉數沽售新加坡電信(Singapore Telecom)、LG Corporation、捷安特、利標品牌、Lupin、國泰航空、華碩電腦及Ryohin Keikaku。部份持倉以虧損價出售；然而，我們認為其前景已惡化，而出售有關倉盤有助改善投資組合的質素。

購入倉盤

我們於年初購入上海國際機場的倉盤，該公司為內地上市中國A股，我們旗下不少策略目前已透過港股通機制靈活購入A股。我們現時持有冷氣機和白色家電製造商美的集團。在過去十年，我們受惠於投資團隊與上述企業進行的研究和會議。

上述兩家公司在我們購入後均表現出色，但我們認為不僅是因為中國A股獲納入多項MSCI指數（在2018年6月及9月分兩個階段納入）。在這類重大公佈下，投資者一般會出售倉盤而非買入；這個情況無疑再次成為事實。

我們未曾注意這些指數，但短期而言，納入A股的決定意味估值普遍上升。儘管如此，我們相信上述兩家公司的長遠前景應維持正面。上海國際機場是一家國企[3]，本質上應以漸進步伐發展，但該集團卻以商業手法營運。

上海國際機場擁有上海浦東國際機場的大部份股權。旅客在免稅店消費將會使股東回報受惠，這個關係明確簡單。機場的交通增長可觀，著陸費逐步增加，而且非航空收益（旅客消費購物佔三分之二）目前佔業務收益的半數。

該集團剛就特許專營權與主要免稅店續期，藉此提高利潤份額。此外，集團不但締造可觀自由現金流，而且沒有負債。然而，集團正進行擴建航站樓的大型工程計劃，資本開支達200億元人民幣，超出公司現有的固定資產基礎。

預料擴建工程將於2020年後完工。對比增加收益，其折舊與攤銷費用可能急增，因而成為團隊討論的主要議題。另一方面，集團具防守特質，市盈率由20%以下的雙位數字調整至20%的中端區間。

因此，我們已減持上述倉盤，削減步伐或許較以往迅速，但其股價大幅上升。至於美的集團，我們的經歷大致相同，該公司執行能力出色，而且繼續按20%以下的高幅度雙位數字增長。由於該股亦出現類似的評級大幅調整情況，我們已減持有關投資，但目前傾向增持倉盤。

韓國和日本

我們持有韓國Hanssem Corporation的倉盤較不利回報。Hanssem是一家提供全面室內設計、裝飾和安裝服務的公司，專注於廚房以至浴室的家具、電器、布料和設計。公司的往績和財政狀況同樣強勁，以家族形式擁有業務並錄得雙位數字的估值增長，因而顯得吸引。

我們於年初親訪公司，當時韓國房地產市場放緩，公司業務因而面對困境。此外，公司在上海開設大型門店，初期虧損拖累集團整體利潤下跌20%，但該門店正迅速步向損益平衡。

另一方面，該公司與韓國眾多企業的情況相若，已有多年回購股份的慣例，因而未能撤回這項措施。就Hanssem而言，這些股份目前佔公

3 國營企業

司股份基礎的25%。繼多番討論及敦促後，該公司似乎不可能採取主動措施，但或許能在將來實現。

我們的整體持倉規模細小，但韓國整體房地產股獲調升評級可望帶來長遠機遇。Hanssem表示儘管市況欠佳，但房市成交量回落為其前景提供遠為重要的動力。該股估值處於20%以下的高幅度雙位數字，促使我們予以增持。

雖然立邦塗料(Nippon Paint)在日本上市，但被視為一家亞洲公司，其半數銷售和利潤均源於亞洲（日本除外）市場，以中國的貢獻最大，佔純利約40%，該公司在內地的市場份額約為30%。立邦塗料與其最大股東陷入糾紛，但目前已達成正面解決方案。

我們已持有該公司一段時間，其最大股東為一個新加坡家族，本質上是以合營公司架構建立亞洲（日本除外）業務。在過去60多年來，吳氏家族累積持有40%股權，但集團董事會仍由日本人控制，並只集中於本土市場。

基於日本以外市場的增長，加上年初造價高昂的併購交易帶來動力，因此吳氏家族在控制權角力（我們所支持）中獲得對董事會的全面控制權。我們預料業務重整將促使管理層與股東利益更趨一致，因為新任行政總裁有望於未來數年大幅推動公司增長。

印度資訊科技服務與銀行業

我們買入高知特，雖然該公司在美國上市，但類近一家亞洲企業。該集團向全球市場提供資訊科技服務，與Tata Consultancy Services (TCS)和Infosys互為競爭。與其他同類企業相若，高知特增長受累於銀行業開支短缺。金融服務業佔公司銷售的40%。

具體而言，由於數家歐洲銀行客戶將部份業務調返內部管理，導致高知特的短期增長受壓。有關情況造成廣泛通縮，但預期這屬短期雜音，而且（所有）數碼化趨勢的長遠動力為行業和該公司提供強勁的結構性利好因素。

顯然，銀行及保險公司的資訊科技和技術開支佔銷售的5%至6%，但企業平均僅為1%至2%，故我們相信長遠機遇相當龐大。高知特亦在健康護理業擁有顯著市場份額（佔銷售30%），而且該集團向公眾承諾致力提升利潤率。

TCS經歷數碼化轉型。我們相信該公司最能把握嶄新機遇，主要基於其公佈與馬莎百貨(Marks & Spencer)和Transamerica展開價值10億美元的交易。在過去12個月，TCS成為我們的最大持倉之一。目前高知特的倉盤規模細小，因為我們對TCS和Tech Mahindra的龐大持倉構成限制。

我們以類似方式，於去年12月首度購入印度Axis Bank。我們早前曾聚焦於印度HDFC Corporation、HDFC Bank和Kotak Mahindra的私人銀行持倉。

Axis明顯遜於上述表現最佳的銀行。若銀行業忽略對質素的控制，將會造成重大危機。雖然市場對該集團評價嚴謹，但目前我們的多項策略均廣泛持有Axis。本質上，從往來與儲蓄賬戶比率[4]及成本的角度來看，公司質素由其存款業務可見一斑。

該行現任行政總裁Shikha Sharma於九年前加入（離任ICICI group後），致力建立一家表現出色的零售銀行。目前，Axis的存款成本和市場份額與HDFC差別不大，無疑頗算是一項成就。若Axis持有HDFC業務，前者市賬率可能為4倍，而非目前的兩倍。然而，Axis還須應對大額業務問題。

Axis的大額貸款業務使信貸成本急增。令人憂慮的是，其最終責任問題引發爭議，而且該行與印度儲備銀行就確認上述虧損出現不堪的爭論。在印度儲備銀行作出干預後，Axis開始籌集資本，並公佈在2018年第一季錄得虧損。該行將於年底委任新行政總裁。

我們認為上述問題目前大致步入尾聲。該行股本回報率未能在未來三年重返20%以下高幅度雙位數字的原因薄弱。投資者的記憶短暫，而該行的體系穩健。對比其他印度私人銀行，該倉盤規模相對細小。

4 往來與儲蓄賬戶比率 – 往來與儲蓄賬戶存款對比總存款的比率。往來與儲蓄賬戶存款比率越高，意味融資成本越低，因為銀行普遍向這些戶口支付微薄利息或零息。

儘管HDFC和Kotak Mahindra的營運規模不大，但均能維持出色表現，預料長遠結構性趨勢仍相當正面。事實上，由於印度儲備銀行更銳意促使銀行業確認虧損，令半數公營銀行目前未能放貸，有助提升上述銀行的競爭地位。

一家香港工業企業和新加坡銀行業

創科實業是另一家我們認識已久的公司。這是一家由德國人持有的香港上市企業，但公司主要在美洲經營業務。其主要客戶為Home Depot，佔公司銷售的50%。公司增長由Milwaukee電動工具所帶動，並與Stanley Black & Decker及日本Makita直接競爭。

公司業務持續強勁增長，旗下產品進行創新並發展至新產品領域，有助提振銷售表現。Pudwill家族持有公司30%股權，而專業行政總裁亦已就任一段時間。該公司是於過去20年持續擴大規模和增長的少數香港小型公司之一。

創科實業的估值目前頗高（市盈率處於20%以下的高幅度雙位數字），旗下業務亦顯著倚賴美國房屋市場。雖然我們未能確定公司的短期前景，但其能夠締造可觀現金流，而且現時擁有淨現金，表現令人相當滿意。

新加坡方面，我們曾因星展集團油氣賬目的信貸成本大幅上升而錯誤地出售該股，並於多年後重新購入。我們繼續對華僑銀行持龐大投資比重，其隨著時間締造相若回報。上述兩項倉盤的表現相若，但星展集團的質素持續改善。

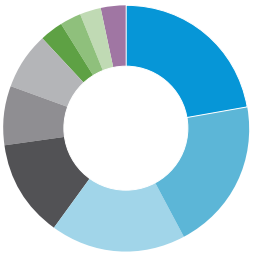
我們相信華僑銀行的立場較為保守，但星展則致力發展技術，於公司組織內加入有關策略。目前，我們難以闡述兩者的差異，但中期而言，星展對減低資訊科技成本表示樂觀，並展望股本回報率將由12%提升至14%。

兩家銀行的估值依然吸引，市賬率約為1.3倍，股本回報率介乎約11%至12%。星展銀行擁有融資優勢，其持有新加坡郵政儲蓄銀行(POSB Bank)，因此往來與儲蓄賬戶比率較高，但兩家銀行均有望受惠於利率上升。我們相信兩者均以保守策略管理業務，並受新加坡金融管理局嚴密監管。

行業配置

首域亞洲股本優點基金

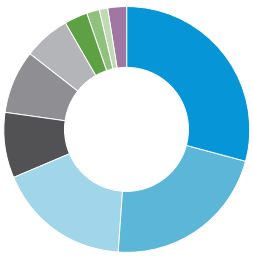
行業分佈



金融	22.3%	(5.5%+)
資訊科技	19.9%	(26.0%+)
基本消費品	17.7%	(5.7%+)
非必需消費品	12.8%	(7.8%+)
工業	7.7%	(6.3%+)
健康護理	7.5%	(4.4%+)
公共事業	3.3%	(3.0%+)
材料	2.7%	(7.2%+)
房地產	2.6%	(6.2%+)
其他	0.0%	(8.0%+)
現金	3.3%	(0.0%+)

首域亞洲增長基金

行業分佈



金融	29.4%	(22.8%*)
資訊科技	21.8%	(31.6%*)
基本消費品	17.6%	(5.0%*)
工業	8.5%	(6.5%*)
材料	8.3%	(4.7%*)
非必需消費品	6.2%	(8.9%*)
公共事業	3.1%	(3.1%*)
房地產	1.5%	(6.0%*)
電訊服務	1.1%	(3.7%*)
其他	0.0%	(7.7%*)
現金	2.5%	(0.0%*)

資料來源：首域投資，數據截至2018年6月30日。分配的百分比均被調整至一個小數位，百分比相加的總和可能不等於100%。
+指數：MSCI綜合亞太（日本除外）指數
*指數：MSCI綜合亞洲（日本除外）指數

馬來西亞和菲律賓

馬來西亞方面，我們新增大眾銀行持倉，這是另一家我們多年來熟悉的銀行，亦是我們為客戶於部份專設國家基金的持股。馬來西亞一直不獲亞洲投資者垂青，但一場動盪的選舉結果或許為這個國家帶來另一次轉機。我們現正拭目以待。

大眾銀行的管理模式相當審慎，其為一部份人口提供銀行服務，而且存款業務表現優秀，並繼續受創辦人兼股東鄭鴻標所控制。該銀行持續穩定增長，股本回報率介乎14%至15%，市賬率約為2倍。我們認為印尼中亞銀行(Bank Central Asia)的情況相若，但增長前景較佳。

至於菲律賓，我們新購入少量Universal Robina Corporation持倉，並正在緩步增加持股。這是另一家我們長久以來注視的公司，但錯過了在其規模較小期間買入的時機。近期，該公司面對困境，利潤下跌三分之一，因而為我們提供投資機會。

該公司在短期而言面對重大困難，但並非無法克服，而且在某程度上並不陌生。這家公司由家族擁有及經營，但規模增長速度過急，以致目前面對增長困境和更大競爭，特別是在本土咖啡市場。該公司於越南被指出現質量問題，亦是其中一項負面因素。

創辦人兒子吳詩農(Lance Gokongwei)接任主席，並透過Dairy Farm Philippines聘用專業的行政總裁（寶潔Procter & Gamble前行政總裁），因為牛奶國際集團已成為其合營公司夥伴。公司的優先處理項目是在生產、分銷和創新方面引入MNC[5]紀律原則。這是個完善的模式，我們也曾經看見成功例子。

印度Jyothy Laboratories、Britannia Industries及Marico正是一些例子，說明類似的家族業務加入專業管理人員後可錄得顯著增長。減少庫存量單位[6]、集中製造、改善物流及提升產品創新，都是部份較明顯可著手處理的項目。

我們沽售的持倉

我們在上期的客戶投資通訊中詳細談及利標品牌。我們把有關持倉規模減半後，最終沽清餘下投資，但錄得虧損。這次失誤的代價沉重，並提醒我們一般不傾向投資於零售業的原因。時尚服飾業可能是最難獲利的範疇之一。在毫無增長的情況下，缺乏成本紀律是最終的答案。

我們亦曾略為提及捷安特，而共享單車是有關行業所面對最顯而可見的困境。雖然這類單車不會對捷安特構成直接競爭，但投放於這個新興行業的自由資本整體上已導致回報扭曲。即使在現階段，該公司盈利依然受壓，因此我們悉數沽清有關持倉。

Lupin的持倉規模一向遠不及Dr Reddy's。鑑於Lupin所在行業開始反映美國FDA[7]檢測的影響，加上美國分銷商收緊條款，促使我們買入有關持倉。Lupin財務總監一直非常熱衷於討論新產品前景及公司業務回升的可能性，而且認為這個情況言之成理。

雖然這些公司在藥業方面擁有專業知識，但盈利下跌的步伐猶如股價跌勢一樣急速，意味這個行業甚至不存在評級具吸引力的優勢。我們認為美國分銷商的變化屬於結構因素，而且政治事件亦顯著影響美國藥品價格。基於有關行業升勢溫和，我們沽售Lupin。

電訊業

新加坡電信向來是我們所持有規模較大的倉盤，但我們在過去數年逐步予以減持。新加坡電信持有Telkomsel Indonesia的35%股權，是旗下最大的聯營公司，為其帶來投資及利潤貢獻，而我們與Telkomsel Indonesia會面後，在1月沽清餘下的新加坡電信持倉。

正如全球各地的電訊公司，隨著語音和短訊服務被數碼服務取代，新加坡電信已有一段時間面對增長挑戰。鑑於Telkom Indonesia近期公佈2018年上半年的業績表現欠佳，新加坡電信的增長及現金流似乎可能進一步放緩。此外，行業新貴意味當地競爭加劇。

澳洲方面，繼近期Telstra價值下挫後，新加坡電信全資擁有的Optus持倉表現可能也告失色。該公司利潤下跌，並不令人意外；而且我們認為其5%以上的收益率未能提供足夠的補償。從目前來看，新加坡電信可能相對較具防守性，但我們應有能力更勝一籌。

經過一連串戲劇性事件及刺激後，我們沽售國泰航空。該公司推行節省成

5 多國公司

6 庫存量單位(SKU) – 或可供出售的個別項目

7 美國食品藥品監督管理局

本的計劃，並減少燃油對沖，有助推動公司股價，但這是迫不得已的獲利方案。外表亮麗的企業，配以差強人意的業務表現，正是公司的寫照。我們透過太古集團維持有關投資，而國泰佔其資產淨值[^]約15%。

我們基於大致相同的原因出售華碩電腦。正如國泰航空一樣，華碩電腦的估值依然便宜，但製造手提電腦，同時於這個嚴峻行業內競爭，是該公司不可鬆懈以賺取利潤的方法。儘管華碩電腦擁有高股息率及低估值（核心市盈率為5倍），但我們認為顯然可物色其他更佳的企業。

再次聚焦韓國和日本

我們在去年12月悉數沽清LG Corporation。我們持該公司倉盤已有數年，估值便宜（較重估資產淨值存在50%折讓）亦難以抵銷業務缺乏優勢的問題。該公司似乎未能自給自足，其回報全部來自其他公司，透過主要持有LG Chemical及LG Household & Health Care以獲取利潤。

無論如何，我們仍然持有LG Chemical及LGH&H。LG Corporation持倉所帶來的成果合理，但我們一直視之為質素較低的持倉之一，而且該公司並無實質營運業務。我們認為LG Chemical及LGH&H的評價甚高，因此這個情況相當諷刺，而韓國的投資機會更是如此。

我們在過去數年持有三家日本公司。根據立邦塗料的資料顯示，亞洲市場為Unicharm及Ryohin Keikaku業務帶來至少50%的貢獻。我們過往亦一直持有Pigeon。正如不少日本股票，這些公司的估值似乎頗為昂貴。Ryohin Keikaku擁有無印良品，而後者在中國表現甚佳。該公司市盈率為30倍，我們基於估值理由而賣出有關持倉。

根據Ryohin Keikaku近期的業績顯示，其中國業務略為放緩，但長期前景看來仍然明朗。我們趁低吸納立邦塗料及Unicharm，而在估值合理的情況下，我們或會重新買入無印良品。同樣，我們亦樂於再次持有Pigeon。

投資組合配置

我們的整體投資組合配置並無顯著改變。印度依然是最大投資，而且這個地區似乎仍最易物色增長理想的優質公司，特別是資訊科技服務企業的增長再次加速，帶動股價回升，因而有利我們過去12個月的回報。

雖然Tech Mahindra繼執行情況在一段時間欠佳後，利潤率已見回升，並重新展現增長，但電訊業（佔公司業務的50%）依然疲弱，集團股價繼續存在折讓。

隨著中型公司遭大幅拋售，這些資訊科技公司受惠於印度本土股市愈趨嚴峻的環境。行業輪轉反映整體估值，並標示這個因素再次變得更加可靠（對比外在因素）。在印度持續出現雙赤字的情況下，印度盧比走勢逆轉可能帶來裨益。

我們一如過往所述，已削減對中國的直接投資，但這建基於「由下而上」的估值策略，而非任何市場先兆。我們對中國的憂慮仍大致相同。當地債務過於沉重，而且金融體系透明度不高。我們認為這些因素應與人民幣轉弱有關，而非源於其表現強勁。

國家配置

首域亞洲股本優點基金

國家分佈



印度	21.5% (8.0%+)
中國	16.5% (30.3%+)
香港	12.4% (9.2%+)
台灣	9.3% (10.8%+)
日本	8.6% (0.0%+)
南韓	7.5% (13.5%+)
澳洲	5.0% (17.6%+)
新加坡	5.0% (3.2%+)
菲律賓	3.8% (0.9%+)
其他	7.1% (6.5%+)
現金	3.3% (0.0%+)

首域亞洲增長基金

國家分佈



印度	24.2% (9.7%*)
香港	17.0% (11.2%*)
台灣	13.7% (13.2%*)
新加坡	11.2% (3.9%*)
南韓	7.5% (16.5%*)
中國	6.2% (37.1%*)
日本	4.4% (0.0%*)
澳洲	4.2% (0.0%*)
泰國	3.2% (2.5%*)
其他	5.7% (5.9%*)
現金	2.5% (0.0%*)

資料來源：首域投資，數據截至2018年6月30日。分配的百分比均被調整至一個小數位，百分比相加的總和可能不等於100%。
+指數：MSCI綜合亞太（日本除外）指數
*指數：MSCI綜合亞洲（日本除外）指數

8 NAV/RNAV = 資產淨值／重估資產淨值

其他投資意見

於管理投資組合時，我們奉行所有市值策略，投資於大部份相若的公司以作為大型股投資策略，但同時可靈活新增小型公司的投資。因此，我們的交易依據上文詳述的策略；但小型股方面，我們亦買入泰國TOA Paint、中國無錫小天鵝及印度Bosch Limited。

相反，我們沽售菲律賓Integrated Micro-Electronics、香港偉易達及越南FPT Corporation。我們在上期通訊中提及Integrated Micro-Electronics，這家汽車零件公司評級獲大幅調整。

偉易達是一家優秀的玩具製造公司，但這個行業並不那麼吸引。有關持倉前景頗為正面，但玩具反斗城面臨營運危機及互聯網巨擘的實力（例如亞馬遜）均顯示公司難以表現出色，即使擁有領先產品。FPT是規模細小的持倉，而且投資於越南市場時出現市場准入和流通性不足的複雜因素。我們或會因而面對更艱難的環境。

我們買入的持倉規模均相對較小。無錫小天鵝是美的集團之附屬公司，亦是中國第二大洗衣機公司。我們持有於深圳上市並以港元計價的B股。中國[9]初步向外國投資者開放市場，但這家公司早於1993年成立，成為了滄海遺珠。

美的集團在2008年成為最大股東，並於2014年提出股權要約，以取得控制權。我們假設美的集團很可能於日後把無錫小天鵝私有化，但這亦無關重要。我們對美的集團感到安心；而對比無錫小天鵝的A股及母公司估值，其B股價格存在重大折讓。

此外，無錫小天鵝的淨現金佔市值約45%，意味這顆特殊的資本市場遺珠的實際市盈率不多於5至6倍。我們假定這並非價值陷阱，因為該集團仍是美的集團唯一的洗衣機製造平台。

泰國及印度

我們投資於立邦塗料後，對TOA Paint產生興趣。TOA在1964年成立，但於2017年才上市，而且是泰國最大的塗料生產商，佔市場份額約50%。公司業務擴展至越南（佔10%）、緬甸、柬埔寨和印尼，並繼續由家族擁有75%股權。

目前，該公司約15%的銷售來自泰國以外地區，但銳意把海外銷售佔公司業務的份額提高至25%。公司的業務價值偏高，市盈率處於20倍的中端區間，但應展現強勁增長，而且在這個投資機會下，整體公司規模（25億美元）似乎相對較小。

Bosch India是另一家向來表現異常的企業，正如不少1970年代在印度上市的MNC。Bosch India是環球集團旗下唯一上市公司，並由母公司Robert Bosch持有70%股權。集團的往績紀錄優秀，而且價值按20%以下的高幅度雙位數字比率複式計算。其主要產品過往是電子燃油注入系統。

時至今日，考慮到上述因素，集團的70%銷售均來自動力系統零件。該集團現正生產電動車的動力系統。基於研發開支及往績紀錄，預期隨著行業轉變，集團將在未來五至十年成為主要生產商。

主要問題是其估值偏高。該集團的預期市盈率約為30倍，但市值已達85億美元。隨著印度進行現代化發展，特別是貨車車隊業，我們預期集團在未來數年將展現雙位數字的全年增長率。隨著集團重新專注於消費業務，我們預期市盈率將得以持續。因此，我們持有小額投資。

投資失誤

我們在上期通訊中談及對Idea Cellular的觀點，指出印度電訊業面對的困境。儘管Idea與Vodafone合併後佔行業市場份額約35%，但市值跌至只有80億美元。然而，合併事宜已獲審批，協同效益可望隨之出現。

Reliance所持有的Jio表現並無改善，Bharti亦同樣受壓。Bharti有更大的空間作出調動，因為該公司的非洲業務擁有一項寶貴資產，以及發射塔和其他可轉為現金的權益。上述公司並無締造自由現金流，但Bharti持倉明顯較強。

經扣除資本開支及利息償付成本後，這些公司似乎每年耗用約10至20億美元。Idea已籌集額外20億美元，並於公司合併後獲取來自發射塔銷售和股權的所得收益。值得商榷的是，Vodafone及Birla家族是大股東，但股本基數為70億美元，對比債務為160億美元。

概無關於Jio計劃上市的進一步消息，但總投資資本及累計損失必定接近500億美元。從套現與目前損失的機會成本來看，在我們現時身處的環境下，更好的例子寥寥可數。基於有關的槓桿效應，上述數字可以說是隨你所想。

Idea或許擁有足夠的資源，可在未來數年繼續經營，但若Jio仍未開始考慮盈利能力問題，該集團將面對若干艱難的選擇，同時將產生重大的引伸攤薄效應。由於我們在該公司價格處於較高水平時削減部份持倉，因此目前持倉規模為1%，但我們仍憧憬市場將會復甦。

9 中華人民共和國

十大持股

首域亞洲股本優點基金

股票名稱	%	股票名稱	%
Taiwan Semiconductor (TSMC)	4.7	Oversea-Chinese Banking Corporation	2.9
HDFC Bank	4.6	Samsung Electronics Co Ltd Pfd NV	2.6
CSL Limited	3.8	ENN Energy Holdings Limited	2.4
Housing Development Finance Corporation Limited	3.5	AIA Group Limited	2.3
Midea Group	3.0	Dairy Farm International Holdings	2.1

首域亞洲增長基金

股票名稱	%	股票名稱	%
Tata Consultancy Serv. Ltd	5.3	Newcrest Mining Limited	4.2
Housing Development Finance Corporation Limited	5.1	Dairy Farm International Holdings	4.1
Oversea-Chinese Banking Corporation	4.6	Kotak Mahindra Bank Limited	3.5
HDFC Bank	4.4	Uni-President Enterprises Corp.	3.3
Taiwan Semiconductor (TSMC)	4.4	Tech Mahindra Limited	3.1

資料來源：首域投資，數據截至2018年6月30日。
註：基金可能在同一家公司持有多個股本證券，這些證券已合併以提供基金在該公司的總持股。上述基金比重可能包括也可能不包括多種證券。

展望及總結

如上文所述，若我們未能跳出思考的框架，儘管我們著重保障資本，或會視自己為增長型投資者。就此而言，市場在過去數年充滿挑戰，但在零利率和自由資本的年代，也許這並非完全意料之外。

> 「失敗……是指向成功的路標。」英國作家路易斯(C.S. Lewis)

這使我回想起，在團隊於2015年分拆後不久，我們的前管理合夥人曾對我說，他「頗為憂慮我們的投資風格可能在一段時期內不獲投資者垂青」。時至今日，已經三年了。令人驚訝的是，他於2000年（在科技股急挫後並於週期低位）作出著名的Stewart Ivory收購，在事業高峰榮休。

您也許難以想像，但我們做到了；而且我們的投資理念和程序維持不變。這可能有點不可思議，但目前這個在2008年後為時相當長的牛市似乎已漸現疲態。現時的盈利增長強勁，可是支持市場氣氛的理據看來已逐一消退。

仍與大象同眠

投資於該範疇所指的一直是中國。我們曾指出所有投資者都與一隻越來越急躁的大象同眠。然而，今非昔比。印度作為以本土市場和消費帶動的經濟體，提供另一個擺在眼前的機會。然而，其估值已相當高。

中國的金融體系往往提醒我們英國政治家邱吉爾有關俄羅斯的一句名言：「這是一個謎，被神秘籠罩著，匪夷所思(It is a riddle, wrapped in a mystery, inside an enigma)。」投資於中國，可憑藉的路標甚少。猶如美國，中國之大，總能讓您找到支持您進一步作出投資的小道消息，甚至真憑實據。

市場對中國的恐慌經常出現，但假以時日，這情況可能會發生較顯著和長久的逆轉。甚至可能就在眼前？沒有人能預料，但無論在鄰近市場抑或事實上在全球各地發生，也不足為奇。無論「由上而下」或「由下而上」而言，中國金融體系的安全邊際都甚少。

較出乎意料的是，從市場來看，過去數年的市況頗為溫和，因為現實環境更令人憂慮。我們已倖免於不尋常和異常的市場事件，甚至對有關風險變得麻木，因此我們經常在眾多錯誤的警號中勇往直前。

只有時間才能證明一切，但現時我們對投資組合的資產配置感到滿意。若重啟正常服務，我們將會繼續為客戶締造可觀的絕對回報，而較顯著的趨勢逆轉可能進一步優化我們的相對表現。

歷史會為我們作證，我們希望把握市場持續走弱的趨勢，買入增長潛力較高的公司。這仍是主要的挑戰。與此同時，我們提醒自己，在施展連番獲取回報的妙計後，那些宣告勝利的*麻瓜*，或會被*食死人*[10]吞噬，猶如其被複合魔法所拯救一樣。

10 源自喬安娜•羅琳的《*哈利波特*》系列，*食死人*是一群男、女巫師，他們練習黑魔法，希望消除社區中的麻瓜和麻瓜出身（父母都是人類的巫師）。

重要聲明

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。

本文對具體證券的提述（如有）僅供說明用途，不應視成建議買賣有關證券。本文提述的所有證券可能或可能不會在某時期成為基金組合的部份持倉，而持倉可能作出變動。

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。