FSSA INVESTMENT MANAGERS 首域盈信



亞太區股票

「工業集科學與藝術的精粹於一身。」
埃德溫．蘭德（Edwin Land），寶麗萊共同創辦人

現代生活似乎充滿了極端的特質，分割和異議是當中明確的特徵。然而，我們活在變革的年代，大規模的技術革新為全球帶來徹底的改變。這是一個加速顛覆的時代；從政治到貿易，一切都被社交媒體誇張和放大。生活及社會以日漸加速的步伐前進。至於金融世界方面，利率處於二千年來最低的水平，同樣具革新意義和影響力。

除了有待商榷的技術優勢外，這些發展通常會帶來意料之外的後果。正如20世紀初的工業革命和美國冒起令世界經歷巨變，中國崛起和資訊科技的發展正改變我們的生活方式，影響世界的運作。一個顯而易見的結果是1970年代的意識形態再次出現，以及對折衷妥協的厭惡情緒升溫。雖然當中大部份可能是進步，但歷史提醒我們要謹慎行事。

隨著機器的出現，投資領域反而遭受打擊；不少金融評論都充滿焦慮和創傷情緒。儘管中國投資一直是首域盈信資產管理的整體焦點，但主動型基金管理及廣泛的商業模型都備受重壓；即使是對沖基金巨擘亦難逃厄運。增長型投資再次跑贏價值型投資，而外界一致認為，市場難免出現更多的低成本被動型投資和機器投資。演算法和AI[1]應運而生，使不少古老的定論亦要讓步投降。

本通訊過往已經分析了一些相關議題，特別是中國崛起、技術的影響力增加及亞洲的投資機會。由於我們著重保本，因此亦曾指出資本主義及企業日趨嚴重的危險因素。面對這個時代，嶄新的競爭、商業模式、自由資本和創新陸續出現，推翻我們一直奉為圭臬的真理，因此投資者仍然必須提高警覺。

我們該如何自處？大部份投資研究－包括首域盈信資產管理－都是以數字為依據。這些數字散發一種所有人都能感受到的真實感、舒適感和新鮮感。具備精準錯誤的Excel模型象徵數據及試算表唾手可得；事實上，它們現在已經自成一派。市場對數據預測形成迷戀的心態（「各位，季度業績報捷！」），一切都以短期業績和預期的對比為重心。雖然這個情況不足為奇，但其實無關宏旨。

反過來說，我們都認為「便宜」是一個眾所週知的概念，不論是從絕對或相對角度計算的市盈率或市賬率。然而，這是令人感到棘手或耐人尋味之處；因為業務質素才是重點，但它通常在混亂中最終被人忽視。在了解一家企業的質素優劣之前，投資者必定先問：「它的估值是否便宜？」畢竟，質素是一個主觀的議題和分析，估值則來自經驗判斷，也應是一個可知的概念。

真正的區別源於價格和價值之間存在明顯的差異。價格只是一個數字，但價值意味著投資者嘗試超越數字，從中了解業務的質素，例如該公司的三至五年前景，甚至是更長期的展望。在這個相當混亂的時代，面對如此不確定的環境，我們認為差異因素較過往更形重要。與買入估值便宜的公司所取得的回報比較，沽出估值昂貴的優秀企業肯定帶來更大的虧損。

那麼，我們應該如何看待企業質素？一方面，我們也可以將之簡化為數字，即是股本回報率。計算這個公式比率的科學看似簡單，但它是否能夠如實反映重要的資料？正如世事萬物，答案不能一概而論。若非如此，人類其實無法勝過機器。

問題的核心和機遇在於我們不能預測未來，也受到資本主義及資本主義者的內在本質所影響；無人能夠預知未來。與此同時，每當資本主義創造一個具吸引力的利潤池，資本主義者通常都會蜂湧而至，使之迅速消失。

因此，投資者的首要任務不僅要物色擁有高回報率的企業，也要純粹購買及持有那些能夠持續在遙遠未來以高回報率複合增長的公司。這便涉及第二個複雜因素：根據我們的經驗，箇中答案超出數字和電腦的理解範圍，至少暫時如是。

事實上，最重要的是結構程度較低的分析及討論，我們可以從中了解一家公司的管理能力、競爭優勢的持久性、整體業務和競爭環境的可持續性，而我們的研究亦奉行這個方針。由此可見，思維才是關鍵要素，而非數據計算；與神秘奧妙的試算表比較，這些思考分析顯得失準和含糊不清。

儘管機器開始能夠進行這類分析，但我們表現最佳的投資和最大的持倉主要是來自這個策略。因此，我們經常把首域盈信資產管理的研究過程形容為「井井有條的混亂」，就如一支凱旋而歸的足球隊。誠然，數字和計算有其重要性，但更關鍵的是管理、業務的可持續性和財務實力這三項因素，特別是資產負債表。

[1] 人工智能 Artificial Intelligence

當上述三項因素就位，我們只需要探索估值是否合理。我們相信全球市場仍在設法正確評估全球最優秀企業的估值，計算它們與較廣泛指數之間的溢價是否足夠（按平均值）；我們將根據經驗判斷其真確性。當我們發現這類企業，便會盡可能長期持有。只要正確掌握這些資料，我們應能作出適當的配置，為投資者締造長線的絕對和相對回報。

投資組合影響

隨著利率暴跌，估值普遍上升的動盪環境中，我們必須再次秉持審慎分析所持每家公司絕對質素的原則。我們過往曾經指出，在估值趨升時期，投資者不應由於專注相對價格（而非價值或絕對質素）而導致質素曲線下降。

事實上，我們的行動與此相反。我們把質素增加一倍，而在市場關注流動狀況時，此舉令基金集中性普遍上升，因為我們增持現有的較大盤倉。在各種「由上而下」的憂慮因素下，市場波幅在過去數月增加，因而令我們受惠，讓我們有機會增持一些估值吸引的優質企業。

由上而下的角度來說，印度的投資氣氛明顯逆轉。由於憂慮次級銀行倒閉（即非銀行金融公司），導致當地消費大幅放緩，估值普遍下降。貿易談判間斷進行，同樣拖累中國和科技業表現，受到在缺乏實質內容的新聞消息和推特帖文的影響而波動不定。

另一方面，香港社會身陷困境。除了中美貿易爭議外，當地社會動亂，市民對政府失去信心。我們把減持所得的現金轉投確信度較強的投資意念，當中以黃金和Newcrest顯著上揚；現金水平亦下跌。

投資組合估值

正如*《金融時報》*在最近發表嚴厲批評印度的專題系列報道指出，市場已經充份消化上述問題，我們認為現金水平偏低並不反映週期市況再次見頂。為此，我們重新審視投資組合與過往表現和回報的關係。在上次通訊中，我們只分析了十大持股的估值，而從投資組合的質素看來，結果令人安心。

就加權平均的角度來說，亞太區投資組合目前的遠期市盈率為2020財政年度的22倍，較十年平均值有20%的溢價。基於一般市場估值、利率和我們投資組合公司的絕對質素，實際差距可能會較大。為方便比較，市賬率為4.4倍（較十年平均值有溢價6%）。

相反，MSCI亞太區（日本除外）指數的遠期市盈率只有14倍。雖然該指數亦較十年平均值出現溢價，但幅度只有10%；市賬率僅為1.6倍，與十年平均值相若。儘管我們投資組合的估值一般明顯高於該指數，但令人振奮的是溢價並無大幅高於金融危機之後的過去十年水平。

我們認為估值較高的原因在於投資組合的質素，特別是在憂慮當前宏觀因素的環境下，企業盈利能否持續。如上文指出，我們相信無形但仍可驗證的因素－行之有效和協調一致的管理、良好的企業管治、持久的業務模式及穩健的財政實力－是建立一家強大企業，繼而利好股價表現的要素。

若再次把這些因素濃縮為單一數字，亞洲投資組合的股本回報率為17%，指數的股本回報率只有12%。與賬面估值比較，您或會認為投資者必須為質素付出更大代價，但溢價其實並無高於平常水平。就此而言，基於全球經濟和政治狀況，我們懷疑這可能是值得付出的代價。

至於增長方面，投資組合的五年每股盈利複合增長率為7%，而MSCI僅為1%。增加派息率只能令我們策略的回報率提升至高雙位數水平。展望未來，市場預期我們的投資組合回報在未來兩年增長15%，而該指數為12%。儘管我們未必相信這個預測，但我們預期所投資公司的表現不會遜於整體企業。

總括來說，我們認為並無為優質股票付出過高的代價，而且仍然可望繼續以可觀的幅度複合增長。正如我們上次指出，如果當局維持發行貨幣的政策，我們有機會跟上指數的表現；若貨幣政策正常化，我們則會保障資金，令相對表現數據上升，幅度可能相當顯著。

投資組合配置和活動

我們的整體投資組合配置維持不變，投資組合週轉率仍處於低水平。我們在今年較早時間買入一些週期性較強的技術主導公司（例如：AAC Technology、Largan和ASM Pacific），在市場憧憬5G投資前景下，這些股票表現理想，但相關的配置規模不大。印度仍是我們配置最多的國家，而隨著我們買入一些科技公司，台灣所佔的比重在過去數年有所增長。

正如我們在上期通訊指出，我們認為智能手機業所面對的問題可說人盡皆知，由市場飽和以至缺乏創新。不過，我們相信市場已充份反映這些不利因素。最近，市場已經開始專注於科技業（特別是5G業）短期盈利疲弱以外的因素。

雖然我們認為電訊系統從4G升級至5G或會帶來不少機會，但我們仍然質疑電訊營運商會否再次重新投資。由於互聯網公司已經取得3G技術帶來的大部份回報，您可能認為業者不會重新投資。不過，我們相信只要有一家公司開始投資，其他公司亦會跟隨。綜觀亞洲市場，不論是中國、韓國以至日本的企業都要執行策略要務，因此讀者不難理解為何我們一般不會投資於電訊供應商。

自發表5月份的通訊以來，我們出售了五項持股，當中三家公司（Comfort-Delgro、Hanssem及Godrej Industries）已於上期通

訊深入分析。我們經常笑說：我們談論（和撰文評論）一家公司越多，它的質素便越差；或至少是面對較多問題，我們的每週例會便出現這個情況。我們出售Godrej Industries之後，改為持有相關公司Godrej Consumer。另外，我們沽售泰國的KasikornBank和馬來西亞的大眾銀行。

期內，我們只新增了日本Fanuc Corporation的持倉，同時廣泛增持多項配置（包括五大持倉）。賣出活動淡靜；較重要的交易包括減持Newcrest、怡和洋行、Tech Mahindra及統一企業。

我們購入的持倉

我們看好Fanuc已有一段時間，但未有購入該股。Fanuc是全球最大的工業機械人生產商，近年旗下的科技（尤其應用於智能電話的技術）和電動單車均帶來強勁的利潤增長。該公司顯然受惠於工廠自動化的趨勢，特別在中國市場。

雖然該集團的業務強勁，但卻一直充滿神秘色彩。對投資者來說，Fanuc是一家頗為封閉、秘密行事、受特定群體支持和私隱度高的公司。由於我們的投資程序非常著重與管理層的互動，因此遲遲無法對該公司建立投資的信心。然而，在經歷利潤下跌和持續被批評後，或者如其他日本企業一樣開始著重股東利益，該公司近年的發展方向出現改變。

在2016財年，該公司的股息分派由30%增加至60%（最高為80%）。可能更重要的是，集團註銷了四分三已發行的庫存股票，佔資本近20%。此外，該公司計劃於五年內購回相當於20%利潤的股份，同時將已發行庫存股票限制於5%。這自然導致其股價急升，加上我們事後意識到它們的主要相關客戶已達到週期頂峰。

但Fanuc的改革不止於此。創辦人兒子在今年4月辭任行政總裁一職，改由一名家族以外的專業人士掌舵。創辦人兒子繼續擔任董事會成員，而家族亦只是象徵式持有股票。即使市場最初反應熱烈，但股價仍然急挫，因為在過去五年，公司利潤幾乎減半，而利潤率亦由2015財年的40%，下跌一半至低於20%。雖然利潤收窄，但公司未來市盈率仍然高於35倍。

另外，公司擁有差不多50億美元淨現金，佔其市值超過10%，而我們在與管理層互動方面亦取得進展。雖然公司利潤急跌，但基於其強勁業務和公司的整體質素，我們決定買入少量股份。若我們的信心提升，其後可能會增加持倉。

香港局勢動盪，加上貿易戰的困擾，讓我們以吸引價格增持長江實業、牛奶公司和創科實業。雖然創科實業強勢回升，但長江實業股價仍然只是賬面值的0.6倍，預期2020財年的市盈率更可能只有8倍，但撇除中港兩地的開發利潤，市盈率可提升至20倍。下文將更深入探討牛奶公司，其股價在較低水平靠穩。

基於貿易和中國市場的一般憂慮（經濟放緩、資本外逃和一般令人關注的議題），我們增持美的和統一企業中國等現有內地公司。中華人民共和國增長無疑出現放緩，但需求的質素卻有所提升，例如優質化的趨勢（從啤酒到麵食），與環球經濟發展模式相符。美的和統一企業均錄得強勁增長。

全球智能電話銷售持平，令科技業面臨挑戰。美國對華為發出禁令，加上中美兩國對立亦無助解決問題，拖累華為的盈利能力和股價。由於中國現正積極推行5G科技，而更多新的5G智能電話應在2020下半年推出，市場已反映未來環境將顯著強勁。

我們承認對這類週期性企業的信心未夠堅定，但由於已經研究追蹤這些公司多年，因而樂意在避險期間增持有關倉盤。此外，科技業的整體現金流和強勁的財務狀況讓我們感到安心。我們因而進一步增持瑞聲科技、大立光電和ASM Pacific，但合計在我們投資組合的比例不足5%。

我們到台灣積體電路製造公司（台積電）進行考察並閱讀其年報後增持其股份。鑑於摩爾定律（Moore's Law）已經挑戰物理定律的極限，相信台積電的競爭優勢有所改善。預料中國在未來五年競爭將會加劇，但從目前來看，相對英特爾（Intel）和格芯（Global Foundries）等公司，這些企業的實力已有所鞏固。現時台積電是我們亞太策略中最大持股。

三星電子（Samsung Electronics）顯然具備競爭力，但其採用緊隨者（fast-follower）的業務類型，意味將難以向客戶供應尖端科技。相反，台積電從來沒有與其任何客戶競爭。該公司的財務狀況仍然強勁，但估值已開始偏高，而且盈利能力未有顯著回升。

印度方面，當地公司的估值出現頗大的跌幅。除了增持現有的資訊科技服務持倉外（特別是Tata Consultancy Services［TCS］），我們亦增加對Axis Bank、HDFC Corporation和Godrej Consumer的配置。TCS繼續受惠於民眾日常生活數碼化，而我們亦樂於看見Axis Bank新任行政總裁Amit Chaudhry致力協助該集團恢復佳績。我們認為這是一個好例子，說明如何由久經歷練的行政總裁（Chaudhry此前任職於HDFC Life），為一家表現失色的企業注入活力。我們持有另一家資訊科技服務公司Cognizant的正面理據，現時尚未反映於較高的股價，但該公司近期業績令人鼓舞。

作為一個集團，我們多年來曾經持有與Godrej家族相關的不同企業。在過去12個月，家族旗艦公司Godrej Consumer的估值跟隨廣泛消費業急跌。雖然增長普遍放緩，但該公司的海外業務遇到障礙，特別在非洲市場。

管理層有信心扭轉目前局勢，而印度本土的防蟲業亦面對競爭缺乏監管的挑戰。預料這情況將會正常化。縱使我們認為最壞的時期已

經過去，但預料該公司未來三年的市盈率將會接近40倍。由於印度提供長遠的增長機遇，優質持倉的估值甚至高於亞洲其他市場。

我們沽售的持倉

我們在上期通訊討論對運輸和的士營運商Comfort-Delgro的疑慮。這個例子正好說明當一家現有公司面對科技顛覆，但擁有充裕資金會出現怎樣的情況。我們在公司受壓時買入其股份，當時市場有不少競爭對手加入，令公司的自由現金流收益率只有10%。即使面對經營困難，但優步（UBER）撤出新加坡市場，加上競爭減弱，讓我們出售Comfort-Delgro時獲取輕微利潤。

然而，這是一個好例子，說明了單憑估值而非從質化角度評估公司整體前景的弊處。雖然我們最終沒有錄得虧損，但主要依靠的是運氣而非判斷力。現在看來，即使當時前景欠佳，但入市價仍然處於足以讓我們獲利的低水平。毫無疑問，該公司的實力已受到削弱，意味其業務前景轉遜。長遠而言，相對於買入正在擴張的公司，這是難以獲利的策略。

我們亦討論過韓國的Hanssem集團，並表示我們正在減持有關倉盤。雖然有消息指該公司將會被收購，帶動股價從低位上升一倍，但我們在沽售持倉時仍錄得資本虧損。其後公佈的業績反映競爭對手，以及韓國樓市非常疲弱，令該公司實力受到打擊。公司的財務狀況給予我們信心，促使我們趁低吸納，但鑑於韓國的監管架構，以及市場普遍欠缺透明度，意味在投資前需有更多理據。

除此之外，我們在過去一年專注於流動性，特別是因為東南亞前景正在轉弱。由上而下的角度來看，基於息差收窄、利率趨於平坦和風險升溫，我們亦對銀行業持倉進行評估。信貸成本鮮有比目前更低的水平。因此，我們出售了泰國開泰銀行（KasikornBank），以及馬來西亞大眾銀行（Public Bank）。現時我們的銀行業投資僅限於印度和新加坡兩地。

投資失誤

在過去八個月，構成焦慮和負面影響的投資組合持倉，莫過於牛奶國際控股有限公司（牛奶公司）。多年來，我們代表客戶持有該公司股份。我們曾經在前一期的通訊討論該公司，其轉型計劃現已歷時24個月。

正如菲律賓Universal Robina聘用新任行政總裁Irwin Lee一樣，牛奶公司希望以外部專業人士麥殷（Ian McLeod），將跨國集團的營運模式引進管理欠善的企業。我們樂於看見擁有良好往績的管理人員領導顯露疲態，但基本因素穩健的公司。這一般會帶來正面結果，而我們也認為企業的成敗是取決於管理層的質素。牛奶公司已在十人管理層中撤換七人，並推出管理人員激勵計劃。

該公司在亞洲大部份地區經營廣泛零售業務，包括萬寧／ Guardian藥房、7-11、宜家傢俬（IKEA）、惠康／ 冷藏庫超市，以及與美心聯營的餐飲和餐廳業務。舉例而言，美心在香港和越南經營星巴克（Starbucks）。在上述企業中，有四家持續表現強勁，而在地區層面，北亞亦表現良好。然而，東南亞的超市業務表現不振。

就現代零售慣例而言，這個由怡和洋行（Jardine Matheson）持有的業務近年可說是嚴重管理欠善。從利用集團購買力、發揮自家品牌潛力、將存貨單位精簡化、以至把集團的物業、管理和資訊科技程序中央化，該公司均落後於最佳的業務標準。雖然這些是迫切的問題，但也非不能矯正。目前超市業務（收益為60億美元）整體應錄得虧損，相對於在2016財年產生1.94億美元的利潤（息稅前利潤率為3.2%）。

麥殷在2008年面對似曾相識的局面，當時他受聘於澳洲Wesfarmers，以扭轉連鎖超市Coles的劣勢。多年來投資不足，加上基本的零售細節備受忽略，令該公司失去市場份額和消費者的青睞。在引進新管理層和系統，以及行之有效的零售專業措施後，公司業務開始逐步復甦，其後更急速擴張。麥殷在Coles任職六年，並於上任後首18個月確立復甦的基礎，而我們亦受惠於持有Wesfarmers的股份。

麥殷在兩年前加入牛奶公司。他的策略性計劃包括大幅更換領導團隊、引入中央化多元品牌採購、物業磋商和處理程序（例如在新加坡由47項程序綜合為一個系統），可說是重施故技。繼管理層將焦點轉至新鮮食品和數碼化服務，我們認為牛奶公司在五年後可以像Coles一樣成功。

與此同時，香港目前形勢除了令旅客數目下降和經濟活動（尤其是外出用膳）大幅逆轉，對業務構成廣泛影響之外，牛奶公司旗下的美心食肆亦被示威者攻擊。滿目瘡痍的星巴克店鋪也令人難堪。雖然保險可以承受部份損失，但牛奶公司的股價已承受一定壓力。我們已增持該股，但預料股價不會迅速回升。

從正常化角度來看，我們認為公司目前估值具吸引力。假如超市業務能再次締造3%利潤率（不包括集團持有20%A股永輝超市），相信餘下業務目前的市盈率大概是13倍。這顯然是便宜的估值，但即使在社會出現動盪前，麥殷已預料需要五年時間才能扭轉局勢。事後看來，我們的投資失誤是對該股過於樂觀，以及持倉規模過大。

此外，我們於上期通訊亦提到增持AmorePacific Corporation，其利潤率已減半，而且銷售僅擴張兩倍。我們已經與該公司進行互動並商討策略，以更清晰了解其資本配置和中國的擴張計劃。經過三

年後，公司的利潤似乎已於較低水平靠穩，而股價亦大幅波動。儘管如此，我們預期對該公司維持相對較小的配置。

展望及總結

「科學中有藝術，而藝術中也有科學；兩者並非互相排斥，而是一個整體的不同領域。」
以撒．艾西莫夫（Isaac Asimov），作家

香港在1968年經歷對上一次大型社會動亂之後，新聞工作者Richard Hughes出版了名為“*Borrowed place, borrowed time*”的著作。除了惡名昭著的「賺錢至上」心態外，他在書中把香港形容為一個同時完全「不會自憐、遺憾或對未來恐懼」的城市。

隨著1997年來了又去，香港已不再是一個借來的地方，但可悲的是這個城市逐漸顧影自憐，對過去的遺憾和對未來的恐懼與日俱增。我們都是歷史的囚徒，但是面對每個週末在香港街頭上演的反烏托邦場面，只能在一定程度上相信宿命論，我們才可保持冷靜，繼續如常生活。此刻，香港比平時更像電影*Blade Runner*的場景。

不過，正如眾所週知，香港總能從逆境中重新振作，而從電視看到的畫面總較現實情況嚴重。在週日期間，公司如常營業。隨著中國開放市場，經濟繁榮發展，大部份公司早已減少在香港的業務。當然，我們不會輕視潛在風險，亦同意賺錢不是人生的全部意義。除了牛奶公司外，我們相信投資組合持有公司面對的影響至少仍處於受控水平。

一如往常，不論政治和社會最後如何發展，經濟學始終發揮效用；租金、房地產價格和經濟週期將繼續運作。儘管人力和情感成本已經很高，但我們認為香港的發展前景不會永久受損。我們都明白分析時不應受感情因素所影響，但正如我們嘗試把藝術和科學融合，以便作出更明智的決定，我們也期望香港社會能夠透過妥協讓步和加深了解，達成解決方案。

股票市場在過去十年的表現相對溫和，鑑於債務增加和利率急跌，回報大致不俗。在自由資金的麻醉下，所有資產類別的波幅下降。事實上，隨著更多投資者棄股投降，最後採取相同的行動，回報將出現複合式增長。

我們很幸運，增長型企業的表現特別優秀。無論如何，我們仍然把大量時間用於研究支持這些業務的質化問題－特別是人為因素，而不是純粹依戀於數字而被分心。

我們一直認為，質素（不論其定義如何）是締造卓越回報的最終動力，而這個觀點在今天更形重要。鑑於全球市場出現過剩和分化情況，即使大市從現時開始經歷極端波動的時期亦不足為奇。不過，借鑑過往經驗，我們知道在這種情況下，質素和確定性必定較估價重要，因為這些因素可以協助我們作出明智的決定。

隨遇而安，現況再次證明我們無法預知未來。若市場繼續緩步前行（這是至今最可能出現的結果），我們有信心投資組合將繼續取得相當可觀的絕對回報。畢竟，從我們目前亞太區投資組合的質素、增長和回報看來，其估值仍然合理。

不過，如果事態發展並非如此，在我們致力保本，並以三至五年作為投資年期的情況下，我們預計投資組合的長期相對回報將錄得可觀的增長；這亦是本投資團隊在過去30年所經歷的模式。

在我們重視質化研究的基礎上，本已強勁的絕對回報通常能夠增強，相對回報則受到亞洲金融危機（1997年）、科網股泡沫爆破（2000年）和最近的全球金融危機（2008年）等不時出現的市場崩潰所刺激。雖然如此，我們當然無法預知未來。

雖然從數學和科學的角度來說，未來將以數字的形式有序發展，但適當的懷疑態度和重溫歷史有助我們謹慎行事。就人類的狀況而言，我們相信可以繼續維持這兩種方式。一如既往，我們感謝各位客戶的不懈支持。

一如既往，我們歡迎客戶作出回應，亦樂意解答您的提問。

免責聲明

本文件所載只屬一般性資料，並不包括亦不構成投資或投資產品建議。有關資料來自首域投資（「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、完整或正確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。

本文件僅供一般參考，並不可視為提供全面的資料或特別建議。本文件所述意見為發件人在發表報告時的觀點，並可隨時予以修訂。本文件並非銷售文件，且不構成投資建議。未取得具體的專業意見前，任何人士不應依賴本文內容，及 / 或有關資料所載的任何事宜為行事基礎。未經首域投資預先同意，不得複製或傳閱本文件的全部或部分資料。本文件只可於符合相關司法管轄區的適用法例下使用及 / 或收取。

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。

於香港，此文件由首域投資（香港）有限公司發行，並未經香港證監會審閱。首域投資及首域盈信資產管理是首域投資（香港）有限公司的商業名稱。首域盈信資產管理標誌乃為 MUFG（定義如下）或其聯營公司之商標。

首域投資（香港）有限公司及首域投資（新加坡）是First Sentier Investors投資管理業務的一部分，該公司最終由全球金融集團三菱日聯金融集團（"MUFG"）擁有。First Sentier Investors（包括不同司法管轄區內的多間公司）在澳洲營運並以首域投資在其他地方營運。

MUFG 及其附屬公司對本文件包含的任何聲明或信息概不負責。MUFG 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 MUFG 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。