

首域盈信亞洲 - 印度股票

印度快訊

2016年1月

- 首域印度次大陸基金投資於印度次大陸成立或經營又或在當地擁有重大權益的企業所發行的證券。印度次大陸的國家包括：印度、巴基斯坦、斯里蘭卡及孟加拉。
- 本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。本基金的價值可能受投資於印度次大陸有關的風險所影響，包括稅法、政治、社會和經濟環境的變動。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。

這是首域印度次大陸基金的第四篇半年度快訊。我們旨在為投資者提供一篇廣泛的快訊，涵蓋當前意念和觀點、對既有持倉的見解及期內的投資組合變動。

焦點

在上一篇快訊中，我們曾探討投資程序的多個範疇，並指出我們致力迴避的個別失誤。根據過往經驗，墨守成規的策略未必可符合市場的複雜特質；在個別情況下，了解各種灰色地帶亦至為關鍵。在這環境下，我們致力找出個別持倉未盡完善之處，並闡述我們如何消除有關方面的憂慮。

在分析持倉前，我們應先把焦點集中於投資團隊。首域盈信亞洲由首域投資擁有（後者屬澳洲聯邦銀行旗下）。普遍而言，由銀行擁有的基金管理公司均被視為以銷售主導的機構，並經常面對資產增長（以締造較高費用收入）與受信責任（長期盡責管理客戶資產）之間的矛盾，因此評論人士或會質疑我們也同出一轍。假設我們分析旗下投資組合應否新增個別持倉，定當透過熱烈的團隊討論以識別投資理據。

然而，在探索灰色地帶時，基於我們由銀行擁有的往績相對較長（逾15年），加上旗下多隻基金在過去五年均未有提供予新投資者，正好作為我們保障客戶資產的佐證。此外，團隊酬金政策是另一個與客戶達成利益一致的途徑，其旨在提倡長期投資（部份酬金以基金的三年期和五年期表現為基礎），而且大部份酬金涵蓋與客戶共同投資（最少三年）的遞延獎金。另一方面，負責管理業務的委員會由投資團隊成員組成，來自銀行方面的監督不多。首域投資在多個層面均堪稱為模範母公司，

包括在合規和行政領域提供關鍵支援，同時樂意讓投資團隊帶領業務向前邁進。

再者，若客戶並不認同以我們作為其基金經理，那麼達致最高管治標準，以及與所投資公司利益一致的預期顯得不切實際。雖然我們的結構驟眼來看「未盡完善」，但我們相信更深入的分析可帶來截然不同的見解。

同樣地，首域印度次大陸基金（「基金」）的多項投資或於初時顯得未盡完善，但我們相信更深入的驗證有助其成為值得考慮的投資對象。

持倉的不利之處

國營公司 **Container Corporation of India**（工業）是基金在2015年底的十大持倉之一。我們憂慮大部份國營公司欠缺自主性和透明度，因此通常迴避有關公司。我們在過去五年與該公司管理層進行了20次會議，並聚焦於如何讓少數股東與政府達致利益一致。我們的投資理據主要源於該公司的業務具領導地位，因而逐漸認為即使其由政府擁有，也不會違背投資理據。由於 Container Corporation 是印度鐵路公司的業務分部，而官僚主義者均聚焦於客運列車業務，因此該公司在管理貨運業務時大致未受干預。舉例說，在過去五年，貨運成本（由印度鐵路公司所訂）合共上調約100%。儘管如此，按每標準箱貨運計算，Container Corporation 的息、稅、折舊及攤銷前利潤實際上於期內上升5%，顯示政府犧牲該公司的盈利能力以換取「國家利益」其實並不困難。Container Corporation 仍然是盈利能力最佳的印度物流公司（在2015財年的淨利潤率為17%），根據我們與其管理層的最近一次會議，該公司將聚焦於提高回報。在這情況下，該公司並不受到印度政府的政治干預。

大約十年前，當局向私人營運商發出新牌照，市場普遍預期這些私營企業將大幅搶佔由 Container Corporation

壟斷的市佔率。然而，十年過後，該公司在鐵路貨櫃領域的市佔率不但維持於74%，實際上更於過去五年上升。該行業正經歷週期性不景氣，自2008年以來，該公司的累計盈利僅增長27%，但期內的固定資產基礎擴大150%。

有關資本開支均來自營運現金流，而且公司的資產負債表仍錄得淨現金（約5億美元，相等於市值的15%）。展望未來數年，我們認為該公司的資產使用率將會提高，而盈利將錄得強勁增長。另一方面，週期性助力將成為額外的利好因素。

我們持有的另一家公司在五年內分別由四名行政總裁所領導，而且主要股東更向公司收取佔銷售5%的特許權使用費。這些都是我們從未忽視的警告訊號。然而，我們對此並不擔憂，因為有關公司是**Colgate Palmolive India**（基本消費品）。綜觀最近四名行政總裁，其中一人成為環球市場推廣總監（Mukul Deoras），而另一人（Prabha Parameswaran）則晉升為非洲及歐亞地區總裁。因此，高層管理人員並非因為能力不足而調職，而是高露潔集團認為當地的管理層表現卓越。雖然我們已向Colgate Palmolive India表示其需要更穩定的管理層，但該公司確實擁有優質業務，甚至可以自行營運。事實上，儘管Colgate India的管理層不斷易帥，但其市佔率持續上升（現時接近60%），而且已動用資本回報率逾180%，是締造現金能力最高的印度公司。在過去多年，其把佔銷售近16%的金額投放於廣告及教育民眾（特別是學童）有關良好口腔護理習慣的知識，從而建立頗為廣泛的優勢。即使寶潔（P&G）等跨國巨擘亦難以打破（寶潔在兩年前進軍印度，但市場佔有率低於1%）。我們只因短期估值顯著過高（市盈率高於40倍）而減持該股。

同樣地，我們亦探討跨國附屬公司在特許使用權和其他關連方交易所面對的風險，例如**Nestle India**（基本消費品）、**Hindustan Unilever**（基本消費品）、**SKF India**（工業）、**Linde India**（工業）及最近的**BASF India**（材料）。在這過程中，我們察覺到部份安排未盡「完善」，但於大部份情況下，純粹因有關安排而迴避這些股票將令我們忽略部份管理最佳的印度企業。因此，我們必須表揚監管機構印度證券交易委員會，其推行數項法律以提高企業透明度，讓少數股東擁有更大權力（例如透過逆向競價投標訂立除牌價格；若干規模以上的關連方交易需獲少數股東通過等）。

我們可指出大部份持倉的不利之處包括**Infosys**（資訊科技）主席過去與個別商業團體有所連繫（或涉及近期一名獲委任董事的政治連繫），令董事會面對信譽風險；**Dr. Reddy's Laboratories**（健康護理）根據文化/信任所作的回應，未能符合美國食品藥品監督管理局對自動化/程序主導工廠管理的預期；**Housing Development Finance Corp of India**（HDFC，金融）就僱員持股計劃的會計處理；**Godrej**家族運用**Godrej Industries**（材料）作為持股公司，以重組其於**Godrej Consumer**（基本消費品）和**Godrej Properties**（金融）的持股；以及**Bajaj Auto**（非必需消費品）財務報表上的飛機數目等。

當我們進行團隊討論或與有關公司的管理團隊會面時，都聚焦於這些灰色地帶。對方在會面時的回應質素，往往使我們對投資組合所持公司的不足之處獲得合理解釋。我們聚焦於公司的取態多於其言論。

投資組合變動

我們曾經探討**Eicher Motors**和**Godrej Group**等公司進行世代交替的效益。我們在去年新增**Skipper**（材料）的小額持倉，該公司正處於相近進程的初期，而下一代的家族成員將於管理層擔當更重要的角色。

Skipper在1981年創立，從事製造輸電基建及輸水管道，並承包工程、採購和建築項目。該公司現時由創辦家族的第三代成員掌控，並專注於把公司「專業化」。在過去數年，其已實施機構調整規劃的企業管理制度，並引入首項僱員持股計劃，而且尋求與大型環球公司合作。我們亦就僱員持股計劃的架構與該公司管理層會面，以促進專業管理人員與少數股東的利益更趨一致。對方就我們的提問作出正面回應，反映管理層願意聽取意見並顧及長遠發展。在過去五年，該公司收益的複合增長率為26%，純利為46%，而營運現金流為43%。**Skipper**的目標是於長期建立一家更宏大的環球企業，現時其規模仍相對較小（當前市值為2.38億美元），我們認為該公司具有龐大的增長潛力。

我們在年內新增**BASF India**的持倉（市值為4.76億美元）。**BASF**（在德國上市，市值為610億美元）在1890年首次錄得對印度的銷售，並擁有當地一家營運實體達73年。期內，該公司建立印度最大的專門化學品業務，而**BASF India**仍然是母公司旗下唯一一家上市附屬公司。

BASF India在2012年展開至今最龐大的資本開支計劃，吸引了我們注視。事實上，其於過去三年的投資已超越過往的累計資本開支（雖然金額約2億美元，但屬於合理水平）。根據我們的經驗，最優質的企業偏向作出這類逆週期開支以「建立護城牆」，藉此在長期派發優厚股息。由於新增產能尚未轉化為收益，因此負面的營運槓桿導致短期盈利欠佳。然而，若工業生產回升，我們相信**BASF India**將穩佔優勢。

在與管理層會面後，我們認為該公司不會忽視少數股東權益。**BASF India**的企業文化似乎並非向母公司「俯首稱臣」。事實上，我們得悉該公司一直於董事會會議上積極討論向母公司支付特許權使用費的問題。另外，該公司最高管理層的任期一般偏長。**BASF India**有意成為一家在印度營運的獨立法律實體，讓我們感到欣慰，該上市公司的少數股東可望受惠於業務加速增長。

在本年較早期間，我們亦新增**Delta Brac Housing Finance**（金融）的持倉，其為孟加拉首家私營房屋貸款機構。該公司是由三家當地金融機構和兩家國際營辦商合辦的聯營企業。上述兩名國際營辦商為**International Finance Corporation**（IFC）和**HDFC**，後者是基金最大持倉之一，因此我們對其非常了解。

孟加拉擁有1.6億人口，是全球人口最稠密的國家之一，從而為房屋貸款公司帶來龐大機遇 — 事實上，當地的按揭佔國內生產總值比率僅為4%，低於印度的一半及中國的四分之一。

我們與該公司管理層會面時確認，上述機遇受到保守的借貸文化所支持 — 我們認為這是投資於金融機構的必要元素。當地國營銀行的不良貸款比率逾25%，即使是最佳的私營銀行亦高於10%，而Delta Brac Housing在過去五年的平均不良貸款總額只有0.2%。因此，其市佔率在過去十年增長逾倍屬意料之內，並錄得24%的平均股本回報率。自我們新增該股的持倉後，雖然其估值大幅上升，但仍然是一家市值約2億美元的小型企業。我們樂意於長期繼續持有該股。

投資組合在近數月的重大變動包括悉數沽售 **Mahindra & Mahindra** (M&M, 基本消費品) 和 **M&M Financial Services** (M&MFS, 金融)，以及大幅減持**Tech Mahindra** (資訊科技)。雖然我們仍然認同Anand Mahindra建立和營運集團的方式，但與集團旗下公司的多次會面及近期的收購交易略為削弱我們的投資信心。我們將於下文作進一步闡述。

M&M的核心拖拉機和運動型多用途車業務均面對重大挑戰。與發展較成熟的市場如中國甚至美國比較，拖拉機是印度市場內少數滲透率較高的產品類別。在運動型多用途車領域，由於多家環球公司均推出新產品，導致M&M的市佔率從2012年的55%降至36%。

M&M是集團的控股公司，負責分配集團業務的資金。在過去多年，其把核心運動型多用途車和拖拉機業務所締造的資本，投資於電單車製造以至嬰兒護理零售等行業。事實上，現時公司擁有逾110家附屬公司（其年度報告厚達2,600頁）。即使計及Tech Mahindra和M&M Financial Services帶來的顯著利潤，該公司獨立業務（運動型多用途車和拖拉機業務）的純利仍高於整個實體的綜合利潤（包括所有附屬公司和聯營公司的應佔利潤）。我們認為其估值並未反映有關挑戰，並繼續較全球大部份汽車公司的估值存在溢價。

M&MFS是M&M旗下汽車的最大融資商，這角色似乎主導少數股東回報。在過去五年，Mahindra汽車的融資佔

其整體貸款的比例維持不變。綜觀母公司的產品類別（拖拉機和運動型多用途車），M&MFS的貸款組合幾乎只包括M&M汽車。繼與該公司管理層洽談後，我們認為這情況即使在長期亦將維持不變。

如早前所述，我們密切注視金融公司的風險胃納。M&MFS的不良貸款總額高於10%，反映其管理層的風險策略未及一眾同業般保守。在前政府執政期間，農村地區曾受惠於以標準作業程序(SOP)主導的補貼，我們認為當時M&MFS的取態或較為審慎，特別是此前當地曾於2008年至2009年經歷相近的資產質素週期。我們認為該公司並未汲取過去的教訓。

我們在數年前新增Tech Mahindra的持倉，當時其收購近乎破產的Satyam Computers。收購交易的協同效應帶動其利潤率上升，繼而推高估值。然而，我們並不看好近期Tech Mahindra的個別收購（其中一項為與母公司M&M作出聯合收購，雖然規模不大，但我們認為對M&M和Tech Mahindra而言，兩者均無理據聯合收購一家汽車設計公司）。

我們偏向對Infosys持有較大型倉盤，其可望持續受惠於新管理層上任。我們亦發現個別較小型的資訊科技公司擁有較佳的價值和增長潛力（部份情況受惠於管理層變動）。現時我們正建立有關公司的持倉。

投資組合及表現

由於短期的相對表現或未能持續（短期表現並非我們的重點所在），我們未能如過去般保障資本。儘管如此，我們仍然對投資組合內每家公司的長期前景充滿信心。近數週的調整讓我們可吸納部份看好的公司。在過去18個月的大部份期間，我們的平均現金水平接近10%，但隨著我們於近期買入股票，目前現金水平已下降至近5%。這並不代表我們摒棄對前景審慎的觀點，而是市場上出現更多具安全幅度的股票，我們一直耐心等待有關機遇。

首域印度次大陸基金

累積表現 - 以美元計算 (%)

	自成立日	5年	3年	1年	年初至今	3個月
首域印度次大陸基金	674.6*	65.7	64.1	5.1	5.1	0.6
MSCI 印度	368.8	-11.5	11.8	-6.1	-7.6	-0.9

年度表現 - 以美元計算 (%)

	2015	2014	2013	2012	2011	2010
首域印度次大陸基金	5.1	45.6	7.3	29.9	-22.3	30.7
MSCI 印度	-6.1	23.9	-3.8	26.0	-37.2	20.9

十大持股 (%)

基金	基金
Infosys	6.6
Nestle India	6.0
HDFC Bank	5.8
Marico	5.3
Dr Reddy's Laboratories	4.1
Godrej Consumer	4.1
Housing Development Finance	4.0
Kotak Mahindra Bank	4.0
Indoco Remedies	3.8
Hindustan Unilever	2.8
十大持股	46.5
總持股量	93.5
流動資金	6.5

資產分配 (%)



資料來源：理柏及首域投資，資產淨值對資產淨值計算(美元總回報)，截至2015年12月31日。
 * 首域印度次大陸基金 第一類 (美元- 累積) - 成立日期: 1999年8月23日。

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的資料，首域並無就其資料的中肯、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）有限公司的商业名稱。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。