

首域盈信亞洲 - 日本股票

日本快訊

2016年11月

- 首域日本股票基金投資於由在日本成立或於日本擁有重大營運並於受監管市場上市、買賣或交易的股本證券組成的投資組合。
- 本基金可能涉及投資、市場、流動性及貨幣風險。
- 本基金的價值的波動性可能會較大，原因是本基金承受單一國家的法律、政治及經濟狀況風險。
- 本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。金融衍生工具具有一定風險。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。

在過往報告中，我們曾探討部份日本市場的主要長遠投資主題。這些主題仍然大致維持不變。這是日本股票的第三篇定期快訊，我們將在本快訊闡述日本投資組合的部份主要持股，以及買入這些股份的投資理據。

於2016年，投資團隊進一步擴大對日本股市的投資範圍。年初至今，我們已與約180家公司會面及進行密集式企業考察計劃。

企業普遍展現利好跡象。在不同會議中，我們察見日本企業無疑正改變經營行為，以致力抵禦公司面對的結構性阻力。我們亦注意到，這些企業更集中於股本回報率和股東回報；有部分公司亦積極與投資者進行交流。

一如以往，我們認為「由下而上」的選股程序為物色長期領先企業的最佳方法。儘管經濟環境備受挑戰，但優質企業應會持續與其他同業表現分歧。

投資組合配置

投資組合配置方面，我們預期環球貿易疲弱、中國經濟令人憂慮及日圓持續升值為出口商帶來衝擊，因此減持外國業務比重偏高的公司。

我們在年初日圓估值偏低之際減持**SMC Corp**（工業）和**大金工業**（工業），主要考慮到環球貿易持續疲弱，將導致這些公司處於紀錄高位的利潤率和估值倍數面臨更大的下行風險。

此外，我們增持經營妥善，並可望持續錄得現金流和市場份額增長的本土企業，例如日本最大型藥房營運商之一**Tsuruha**（基本消費品）、提供公寓建築以至物業管理等一站式房地產服務的理財策劃顧問**Daito Trust**（房地產）、**TechnoPro Group**（工業）詳情將於下文闡述，以及健身俱樂部和商務酒店營運商**Tosho**（非必需消費品），該公司具備專注的經營策略、嚴謹的成本控制和敏銳的營商觸覺。

我們亦增持具備特定增長因素的公司，例如**Misumi Group**（工業，將於下文闡述）及良品計劃（**Ryohin Keikaku**，非必需消費品），後者擁有極簡主義（minimalist）生活風格

品牌（無印良品），我們曾於過去的快報提述該公司。

我們仍不看好，以及並無持有質素偏低的業務，即缺乏定價能力或勉力經營亦只能錄得遜色回報的公司，包括超大型銀行、商品和能源企業或貿易公司。另一方面，我們持有專門零售商、電子商貿企業、糖果糕餅品牌，以及領先個人護理公司等優質消費股。

長期投資主題方面，我們認為全球長遠人口結構轉變，以及提升效益的需求造成雙重打擊，應會惠及工廠自動化企業，因此我們投資於部份有關公司。

而且，我們持有能把握外判服務增長趨勢的企業。由製造生產外判以至中小企的業務程序外判均有助減低固定成本，從而可靈活應對供不應求的市場需求變化。

提倡優質產品和採用低成本部件帶動銷售量

全球領先工廠自動化零部件企業**Misumi Group**（工業）為投資組合的主要持倉之一。該公司提供一系列產品，協助改善工廠效能和降低生產成本。

我們看好**Misumi**的「輕資產」及「度身訂造」生產模式，可望締造相對偏高的利潤率。**Misumi**的產品目錄涵蓋逾1,600萬種零部件，其與小型零部件製造商建立夥伴關係，從而外判該公司約70%的生產。**Misumi**亦於中國和越南等低成本國家大量生產半製成品，其後於本土工廠進行度身訂造的加工程序。

Misumi已拓展海外市場以建立多元化的客戶群，其海外銷售比率由五年前約24%，增加至目前約46%。該公司顯著投資於中國工廠和物流中心，使盈利能力受短暫影響。

短期而言，我們認為鑑於資本需求，**Misumi**的擴展策略應會限制其利潤率上升潛力。然而，我們認為**Misumi**的業務模式，以及其重視低成本優質部件和交付迅速的實力具有吸引力。該公司亦可望持續受惠於自動化需求上升，因此我們藉市場疲軟而增持該公司股份。

燃料效益標準提高，可望為需求帶來支持

Nifco（非必需消費品）為投資組合的新意念。**Nifco**製造汽車塑膠零部件。該公司於每輛汽車所佔的部件比重穩步增長，主要源於汽車製造商趨向採用塑膠減輕汽車重量，以符合更趨嚴謹的燃料效益標準。

塑膠製造商如**Nifco**並不能單靠技術進軍市場，而需依賴與客戶的緊密合作關係。**Nifco**工程師於客戶辦公室內工作，以物色不同方案，並提出採用新塑膠產品代替金屬部件的建議。

由於**Nifco**為所有新產品設計（受專利權保障）的最終擁有人，該公司因而成為這些共同設計為本產品的獨家供應商。我們認為**Nifco**能向其他客戶銷售有關產品，從而節省成本和實現規模經濟，因此我們看好這家公司。

雖然**Nifco**估值吸引，但絕不便宜。相類於不少其他環球工業企業，**Nifco**的利潤率和盈利水平均處於歷史高位。然而，我們認為其擁有建議為本的業務模式、度身訂製的設計，以及於每輛汽車所佔部件比重持續增長的能力，加上利好因素，意味著該公司可望在經濟下行期間維持相對穩健。

研發和資訊科技開支提振TechnoPro

TechnoPro Group（工業）為一家科技人力資源和服務市場的領先企業，並顯著受惠於外判趨勢。於過去數十年，日本整體的「非正式」僱員（涵蓋兼職、臨時和合約員工）及派遣勞工（dispatched workers）（透過中介公司聘請的非直接受僱員工）人數持續上升。

TechnoPro在機器、電力/電子、軟件開發及資訊科技基建等多元化技術領域僱用約12,000名工程師。研發和資訊科技開支日增帶動市場需求殷切。我們看好**TechnoPro**投資於持續訓練計劃，此舉有助提升工程師的技術專業水平，可望為公司進一步增值。

日本的派遣勞工市場高度分散，有關情況可望推動**TechnoPro**的業務增長。雖然**TechnoPro**為業內領先企業之一，但其市場份額僅處於20%以下的低幅度雙位數字水平。新法例落實應會帶動市場進一步整固 — **TechnoPro**可藉收購交易增加員工人數，以及獲享尚未開發的專門技術。

公司管理層實力雄厚，並推行有利股東政策，我們亦看好該公司的開放文化。**TechnoPro**於2014年上市，其股價目前較同業存在折讓；鑑於公司具有增長潛力，因此我們認為其估值吸引。

提供另類外判模式

Relo Holdings（金融業）在員工附帶福利範疇提供全面承辦服務，其主要業務包括企業房屋管理、住宅物業管理、企業附帶福利及海外業務（例如人才派遣服務）。

雖然進入有關行業的門檻相對偏低，但業內公司面對執行困難，而**Relo**亦需致力改善有關問題。**Relo**旨在成為「世界級人才派遣服務公司」— 銳意使公司成為派遣服務和附帶福利方案的代名詞，並已制定積極進取的計劃，以實現有關目標。

我們看好公司優秀的管理層，以及其充滿活力的文化，認為有關因素可助**Relo**穩佔市場份額。我們亦欣賞公司與客戶企業建立長遠關係，從而獲得穩健的經常性盈利。即使經濟出現衰退，我們認為**Relo Holdings**仍能保持強韌。

表現回顧

首域日本股票基金自成立以來錄得優秀回報。

Misumi Group及**TechnoPro**均為基金的十大持股，而且不屬於指數成份股。兩者在六個月期間為表現帶來最大貢獻。**Nitori Holdings**（非必需消費品）亦為十大持股之一，該公司的銷售增長強勁，並在同業備受考驗時透過引入新店鋪模式維持擴張步伐。**Nitori**成功抵禦日本央行推行寬鬆政策導致日圓走弱的負面影響；並因推出創新產品而刺激利潤率創紀錄新高。

本土企業經營妥善

就如**Nitori**一樣，投資組合內不少表現最佳的持倉均以本土業務為主，即使外圍環境疲弱，亦能經營妥善。**Tsuruha Holdings**（基本消費品）及**Sundrug**（基本消費品）是日本兩家最大型藥房營運商，均擁有優秀管理層，並持續搶佔其他零售公司的市場份額，因而錄得強勁增長。我們看好其管理模式嚴謹、財政狀況穩健及財務往績卓越。

綜觀藥房業，我們的策略是持有全國首屈一指和主導行業整固的公司，例如進行併購及合併後整固往績優秀的**Tsuruha Holdings**；以及商業模式別樹一幟，並締造高回報的地區主導者，例如日本西北部的**Kusuri No Aoki**（基本消費品）。我們增持**Tsuruha**，並在今年夏季增持**Kusuri No Aoki**，當時市場充斥不安情緒，導致該公司股價回落至吸引水平。

時裝電子商貿平台**Start Today**（非必需消費品）亦為表現增值，其交易價值增長強勁，並公佈新加盟的零售商數目創新高。該公司透過改善客戶管理系統及促銷活動致力提升客戶關係，有助推動轉換率（把購物車商品轉換為實際訂單）。此外，該公司亦調高派息率至40%，同時主動回購股份，把股本回報率提升至60%。

日本的電子商貿滲透率低於其他已發展國家，但正穩步上揚。隨著日本消費者的思維轉變，加上**Start Today**在時裝市場佔主導地位，因此擁有充裕的增長空間。

個別股分困難重重

投資組合的部份持倉表現令人失望。**Gulliver International**於7月易名為**IDOM Inc**（非必需消費品），是一家二手汽車經銷商。該公司下調盈利預測及大幅削減股息，導致股價急跌。

Casio Computer（非必需消費品）因市場憂慮訪日旅客需求轉弱而報跌。然而，我們相信其股價調整過度，旅遊業僅佔公司收益約2%至3%，而且以目前約13倍的市盈率來看，估值顯得頗為便宜。日本特殊陶業（**NGK Spark Plug**，非必需消費品）從事生產燃油引擎專用火星塞及感測器，其股價因日圓升值而走弱。

展望

日本股市在過去一年高度反覆，部份源於央行政策失效、環球經濟疲弱及日圓走強。從日本工資和貸款增長乏力、通脹率下滑，以及結構性改革停滯不前可見，安倍經濟學（迄今）可說尚未見效。

儘管日本自1999年起落實接近零利率政策，但經濟體系的貨幣流轉率持續下跌。這可歸因於需求疲軟多於供應問題。鑑於推動企業利潤的環球貿易呆滯，加上日本企業的現金持量創紀錄新高，因此我們認為即使利率處於歷史低位，日本企業亦無意借貸。

另一方面，股本回報率改善是一個正面和長期的結構性趨勢。我們繼續察見明確跡象顯示企業行為正在轉變，公司焦點已轉移至提升利潤率、資本管理及股東回報。

此外，日本經濟對日圓走勢的敏感度低於大部份人所想，當地出口只佔國內生產總值的18%。然而，日本股市走勢跟隨美元兌日圓匯率，預料此現象在短期內應會持續，因為外國投資者的交易活動佔當地市場成交總額超過70%。

我們認為高波幅不僅提供以折讓價買入優秀企業的機會，亦可藉此觀察企業如何抵禦市況，從而了解其業務質素和管理層的執行實力。

由於環球經濟前景疲弱，而且市場認為日本央行的寬鬆貨幣政策已達上限，因此我們預計在短期內，日圓貶值或日本市場表現出色的機會不大。然而，個別優質企業的基本因素穩健，似乎與「由上而下」的宏觀因素脫鉤，故我們認為日本股市現時及未來的回報將繼續由個別選股主導。

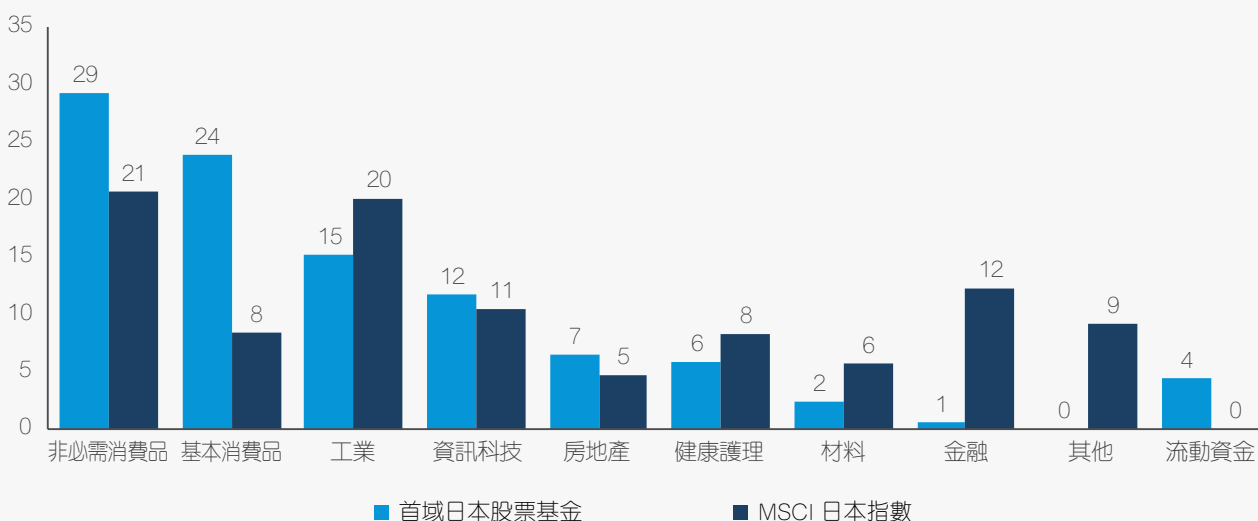
儘管近日行業輪轉反映市場將在短期內表現落後，但亦提供買入機會，我們把握目前的環境增持高度看好的倉盤。隨著市場再度聚焦於基本因素，意味著長期增長前景良好，而且財政實狀況穩健的企業應再度脫穎而出。

十大持股截至2016年9月30日

股票名稱	基金比重 (%)	指標比重* (%)	行業
Tsuruha Holdings	5.4	0.1	基本消費品
Ryohin Keikaku	5.2	0.2	非必需消費品
Start Today	4.4	0.1	非必需消費品
Daito Trust Construction	4.4	0.4	房地產
Misumi Group [#]	4.4	0.0	工業
Nitori Holdings	4.4	0.3	非必需消費品
TechnoPro Holdings [#]	3.8	0.0	工業
Hoshizaki Electric	3.7	0.2	工業
Tosho Company [#]	3.4	0.0	非必需消費品
Keyence Corporation	3.2	1.1	資訊科技

資料來源：首域投資。*指標：MSCI日本指數。
[#]截至末期為止非指標股。

行業分配(%)截至2016年9月30日



資料來源：首域投資。

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。