

# 首域盈信亞洲

## 印度快訊

2017年10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。

## 非理性亢奮

「我們的增長速度高於雀巢 (Nestle) 和聯合利華 (Unilever)，但它們的市盈率為40倍至50倍，而我們只有30倍。」我們早前與一家大宗化學品製造商會面，其行政總裁懊惱地如是說；她不滿投資者忽略其公司業務的潛質。在同一週，報章重點報道中型公司的發起人如何在過去12個月由於其持股的市值急升而成為億萬富翁的經歷。

一家在五年前成立的建築公司剛於上週完成首次公開招股，獲得186倍的超額認購，是印度自2000年以來認購量最高的上市新股。不過，市場反應如此熱烈並非個別例子。自2016年至今，印度約有50家新公司上市，當中不少取得空前成功，包括：中央證券託管服務 (Central Depository Services) 一家由政府控制的證券託管公司首次公開招股獲170倍認購，而且首日掛牌股價較招股價高出80%；Avenue Supermart 一家連鎖超級市場獲超額認購104倍，其股價自3月份上市以來上升四倍，現時的預期市盈率为76倍，是全球零售商估值最高之一，但仍然無阻賣方分析師預計2029年的市盈率为28倍，並將之評為「買入」，上升空間達50%；Au Small Finance Bank 的首次公開招股獲超過50倍超額認購，目前的市賬率高於7倍，相當於部份地區銀行的市盈率倍數。

一直以來，印度的家庭儲蓄金額頗為龐大 (約5,000億美元)，但當中只有少部份投資於金融工具，更遑論股票。當地政府在2016年11月推出大額鈔票改革計劃，促使家庭儲蓄轉至金融資產市場。過往，房地產及固定收益是印度投資者的重要資產類別。不過，經歷過去十年的亮麗表現後，大部份主要印度城市的房地產價格在近年停滯不前，甚至下跌，而基準債券券息率在過去三年亦由9%降至6.4%。有鑑於此，在選擇不多的情況下，企業和個人只有把儲蓄投放於股票。在2017年，每月平均有19億美元的資金流入當地股票互惠基金，相當於過去五年每月平均額的四倍。全權委託投資組合管理服務計劃 (印度常稱之為PMS) 的管理資產總值已增至一萬億盧比，反觀五年前只有500億盧比。在流動資金的推動下，印度股市顯然瀰漫一股狂熱氣氛。為替這個情況尋找辯解的理據，看好印度股市的人士會說：目前只有10%的家庭金融儲蓄投資於股票市場。此言非虛，但我們不能忽略事實上該比率在兩年前只有不足5%。我們有理由相信這個數字長遠將出現結構性增長，但外界現時似乎以為這股動力可以一蹴而就。我們過去曾經見證這種熱潮，不幸的是它總是落得慘淡收場。

在狂熱高漲之際，企業把握機會集資，為業務增長和減債提供資金。在2017年，透過機構配股和供股而籌得的總股本約為一萬億盧比，接近2010年創下的1.16萬億盧比的歷來高位，而在未來三個月尚有不少大型資本發行活動。在2010年之後的三年間，印度輕巧指數 (Nifty) 的回報 (以美元計) 下跌22%。在2010年之前，股本發行額於2007年升至高點，當時的企業透過在市場出售股票集資890億盧比，而輕巧指數在2007年之後的三年間報跌8%。我們聽聞一家大型金融公司成功以40倍市盈率和七倍市賬率在市場集資後，為相關銀行家舉行豪華派對，而該股的泡沫最後由原先撰寫報告，建議投資者買入的研究分析師戳破。

## 投資組合配置

我們避免參加令人心迷目眩的香檳派對，同時不希望忽略持股中具長期潛力的公司，儘管以短期前景看來，它們的估值可能高於合理水平。在這個環境下，我們認為基金投資組合的配置審慎，現金水平超過15%，這是我管理本投資組合以來最高水平。正如我在過往的信函中指出，這完全是「由下而上」分析的結果，而非由於我們嘗試捕捉入市時機 (在我們看來，這是徒勞無功之舉)。目前，我們對投資組合長期增長潛力的信念絲毫無減。若價格回落，我們樂意增持現有的公司股票，這是我們對這些持股的終極信心測試。

在這個環境下，我們顯著增持基金的最大持倉印度雀巢 (Nestle India) 及HDFC Bank。此外，我們仍能發現一些能夠在龐大市場內長遠取得優秀業績的小型公司。自六個月前匯報投資動向以來，我們曾與250多家印度公司會面。令人鼓舞的是，隨著我們早前考察印度的二、三線城市，以及印度次大陸的其他國家後，我們的可投資領域持續擴闊。我們的投資領域中，目前已有約200家公司通過質素篩選標準，反觀五年前只有不足100家公司。

正如早前指出，雀巢是投資組合的最大持倉 (佔投資組合的8.5%)。我們一直看好印度雀巢的業務潛力，相信它能發展至現有規模數倍以上。雀巢在印度經營超過100年，於包裝食品、嬰兒營養品及咖啡等產品穩佔領先地位。儘管如此，雀巢在印度的人均銷售額只有一美元，遠低於其全球業務的水平 (舉例來說，巴基斯坦為5.5美元，斯里蘭卡為10美元，美國為85美元)。母公司 (Nestle SA) 在全球擁有28個品牌，銷售額超過十億美元，而目前已經進軍印度的品牌只有八個。

在2011年至2013年間，雀巢印度投資逾六億美元使各類產品的產能提升一倍。不過，管理團隊並無集中增加市場份額和開發新產品，而是優先改善利潤率和優化庫存單位 (stock keeping unit)，結果導致銷售量下跌。事實上，2016年的總銷售量低於2009年，不少同業在期內的總銷售量則增加一倍。另外，該公司最暢銷的產品美極即食麵於2015年涉嫌違反質素標準，遭食物安全標準局暫時禁售。這次危機過後，當時管理雀巢菲律賓業務頗有表現的Suresh Narayanan成為雀巢印度17年來首位印度籍行政總裁；雀巢菲律賓的人均銷售額為25美元。

我們在上月與Narayanan先生會面，他銳意推動銷售量回復增長，並提升各個環節的市場份額。該公司在過去18個月推出43款新產品，當中不少的定價較低，以擴大消費者層面。用於宣傳新產品的廣告開支增加接近一倍，由過往佔銷售額的4-4.5%升至現時的8%，同時亦持續擴張分銷網絡。與此同時，為保障消費者的負擔能力，該公司自行承擔近期的投產成本升幅，而沒有像過往般轉嫁消費者。此外，美極亦重奪同類產品的領先地位。鑑於新行政總裁推動的各項改革措施，加上滲透率和人均收入有所增長，我們頗有信心雀巢印度應能發揮其長期潛力。我們同意若以明年的盈利計算，50倍的市盈率確實過於偏高。回顧20年前，雖然雀巢印度的市盈率僅為35倍，但由於當時的全球股票估值普遍較現時為低，因此相對來說可能更昂貴。無論如何，該公司的盈利在隨後十年內增長五倍，若投資者在1997年以長線投資的觀點來看，其市盈率實際只有七倍。不過，及至2007年，該公司的市盈率仍然處於37倍的高位。受上述問題所困擾，雀巢過去十年的盈利僅增長一倍。基於我們的研究結果及對行政總裁的信心，我們認為公司盈利可以再次加速增長。

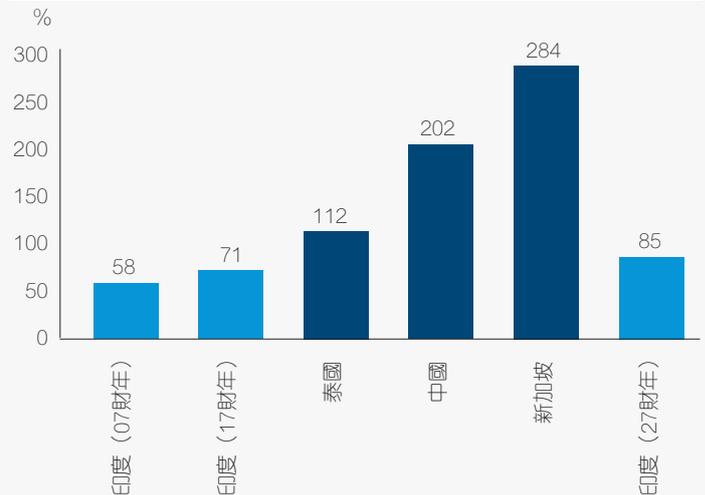
HDFC Bank是投資組合的第二大持倉 (佔投資組合的6%)。在2017年，印度的系統信貸增長跌至60年以來最低水平。面對這個環境，HDFC Bank的客戶存款和貸款持續每年增長超過20%，信貸成本亦偏低。這有助該銀行取得24%的增量貸款市場份額，遠高於僅有7%的整體市場份額 (以未償還貸款存量為基礎)；我們認為這個差距只會進一步擴闊。在最近的會議上，印度一家業務相當成功的非銀行業金融公司高層表示，規模較大和盈利較佳的貸款業務機會其實來自印度100大城市以外的市場。他指出，每當其銷售團隊嘗試進軍這些市場，唯一經常遇到的競爭對手便是HDFC Bank。

根據我們的經驗，隨著一個機構逐漸擴張發展，其成本結構通常變得缺乏彈性，決策程序亦趨於官僚化。不過，從我們與HDFC Bank管理層的會面看來，該銀行並無出現這個情況。客戶與銀行的互動方式正在轉變；現時大部份交易都透過數碼途徑進行，而非由銀行分行處理。由於HDFC Bank較同業率先投資於業務開發，因此能夠在不同渠道建立主導的市場份額。現時，在其平台進行的流動銀行交易數量已是所有銀行之冠。隨著龐大的數碼渠道取代分行交易，每家分行的僱員數目在過去五年減少20%。正當大型國有和私人銀行忙於應對資產質素及資本充足率的後遺問題，HDFC Bank管理層仍能集中鞏固客戶關係和提升盈利表現。有鑑於此，若我們從另一角度審視估值水平，便可發現短期估值偏高的情況掩蓋其長線投資吸引力。

在2007年至2017年間，印度的存款與國內生產總值比率由58%增至71%。隨著這股動力在未來十年以相同步伐增長 (由於選擇以金融資產而非現金作儲蓄工具的客戶增加，這個估計可能偏向保守)，存款與國內生產總值比率可望在2027年增至約85%，但這仍低於多個區內市場的存款增長。以美元計，印度的名義國內生產總值應能輕易每年增長約5%，略低於過去十年約8%的每年增幅。

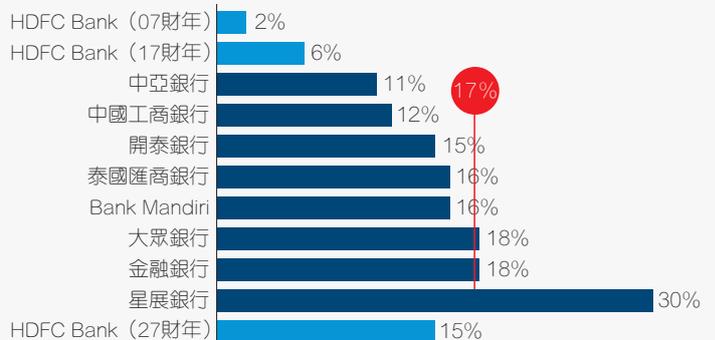
另一方面，HDFC Bank的存款份額由2007年的2%增加三倍至現時的6%；大部份實力穩健的地區銀行能在當地市場取得15%至30%的存款份額。由於大型同業正受壞賬偏高的問題困擾，我們認為HDFC Bank的存款份額可在2027年增至約15%。因此，即使市值與存款比率從現時的75%下跌超過一半至29% (大型地區同業的中位數)，投資者亦能在未來十年取得約120%的美元回報。

### 存款與國內生產總值比率



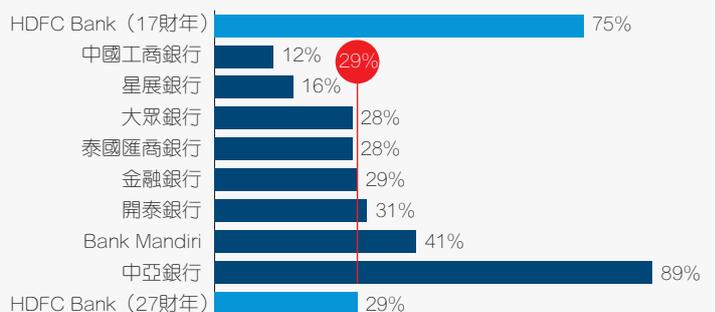
資料來源：彭博，瑞士信貸和里昂證券，截至2017年3月。

### 存款市場份額



資料來源：彭博，瑞士信貸和里昂證券，截至2017年3月。

### 市值與存款比率



資料來源：彭博，瑞士信貸和里昂證券，截至2017年9月。

正如上文所述，我們繼續物色目前規模尚小，但所屬市場龐大且分散的企業。隨著行業進行整合，這些企業在專注管理的團隊領導下可望脫穎而出，成為長遠贏家。我們認為小型公司蘊含深厚長期潛力，其中一個例子是**HealthCare Global Enterprises (HCG)**。

印度的癌症治療基建嚴重不足。當地只有一半的個案獲得診斷，而70%癌症相關的死亡個案源於病人未能得到治療。**HCG**由腫瘤學家Ajaikumar醫生創辦，在逾25年間建立了最龐大的癌症治療醫院網絡。該公司專注於單一範疇（腫瘤學），使其能夠吸引優秀的醫療專業人才。**HCG**一般會與醫生合組聯營公司或簽訂分紅協議。醫院的臨床作業由醫生負責，而**HCG**則提供基建、臨床研究及行政支援。上述合夥模式令**HCG**旗下醫院數目由2016年的14家增長至現時的24家。透過專注於治療癌症等單一的複雜專科疾病，**HCG**亦能締造吸引的經濟效益。**HCG**旗下的醫院一般只需12至18個月即可實現收支平衡，相比大型多元專科醫院的三至五年。印度極需有效且收費相宜的癌症醫療服務，加上**HCG**的單位經濟效益可觀，以及其管理層對營運的重視，應能促使該公司在未來數年日益壯大。雖然**HCG**是印度最大型的癌症連鎖醫院集團，但其市值只有3.5億美元，加上營運溢利在未來五至十年可能錄得倍數增長，因此我們認為其估值吸引。透過實地考察，我們亦擴大公司研究範圍至印度次大陸的其他國家（巴基斯坦、孟加拉及斯里蘭卡）。這些企業提供的機遇與印度相似：人口龐大且結構利好、市場滲透率偏低，而且估值往往更加吸引。

我們最近新購入兩家巴基斯坦汽車原件生產商 — **Pakistan Suzuki Motors**（日本鈴木汽車為主要股東）及**Indus Motor**（37.5%股權由豐田持有）。巴基斯坦是全球滲透率最低的汽車市場之一，每1000人當中只有15輛汽車，而印度及中國則分別為22輛和83輛。消費信貸一般能推動市場的汽車擁有率，但在巴基斯坦只有30%乘用車買家使用消費信貸，相比印度的70%。受累於政局和社會環境不穩及經濟增長疲弱，當地汽車業銷量在過去十年並無增長。上述情況在2016年開始改變，因為巴基斯坦政府引入新規例，鼓勵新企業進入市場，並縮短汽車訂單的等待期。儘管相關規例或會導致現有企業失去部份市場份額，但很可能促使行業規模擴大，長遠而言可望利好具備強勁市場地位的企業。

在三強鼎立的市場下，**Pakistan Suzuki**及**Indus Motor**合共佔市場份額達80%。在過去15年，雖然市場曾有多家企業進入，並經歷掙扎後退出，但仍無阻這兩家企業分別累積23%和30%每股盈利。鈴木在印度具有領導地位，而印度與巴基斯坦的入息水平和人口結構相近；豐田則於菲律賓、泰國及印尼等區內市場取得成功，反映兩家企業均穩佔優勢，可望受惠於巴基斯坦汽車滲透率日增的趨勢。**Indus Motor**的預期市盈率为9倍，股息率为7.5%，而**Pakistan Suzuki**的預期市盈率为8倍，股息率为2.5%（相比之下，**Maruti Suzuki India**的預期市盈率为25倍）。我們認為這兩家企業具吸引力，因其所屬市場擁有長期發展機遇、母公司實力雄厚，而且估值偏低。

## 伺機以待

基金的五大持股佔資產總值約27%，分別為雀巢印度、**HDFC Bank**、**HDFC**、**Kotak Mahindra Bank**及**Godrej Consumer**。這些企業的估值一向偏高：十年前，雀巢的市盈率逾35倍、**HDFC Bank**的市賬率为4.5倍、**HDFC**的市賬率達5.2倍、**Kotak Bank**的市賬率为5倍，而**Godrej Consumer**的市盈率亦高達25倍。這五家公司在過去20年以美元計締造27.5%的平均股東總回報（包括股息再作投資），相當於130倍的累積回報。印度在期內經歷了一連串事件，包括印巴戰爭、兩次銀行危機、三次大型股災、印度盧比貶值近50%、四次嚴重旱災，以及五名總理上台。

我們認為這些企業仍然具備持續增長的龐大機遇，可望繼續穩步擴張。與過去一樣，基於估值偏高而決定沽售上述持股並非明智之舉。事實上，我們希望增持相關企業，但將審慎地等待市場調整的入市機會。我們將保持耐性，持有大量可動用資金以伺機吸納。

## 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*	908.8	145.9	47.8	20.4	28.2	6.9
MSCI 印度	495.3	63.6	16.5	17.5	28.8	6.1

## 年度表現 - 以美元計算 (%)

	2016	2015	2014	2013	2012	2011
首域印度次大陸基金	1.6	5.1	45.6	7.3	29.9	-22.3
MSCI 印度	-1.4	-6.1	23.9	-3.8	26.0	-37.2

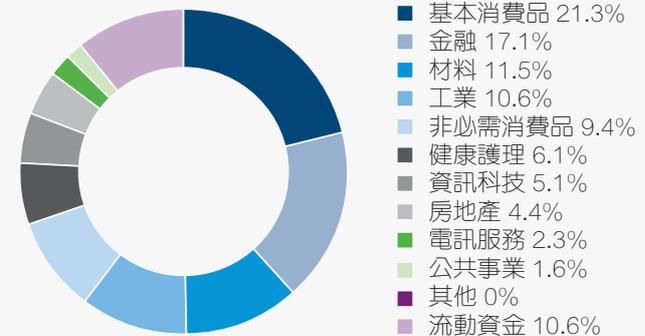
## 按控股市值

市值	< 1億美元	1億美元 < 2億美元	2億美元 < 5億美元	5億美元 < 10億美元	> 10億美元
持股數量	12	12	7	4	11
基金%	13.6	18.5	13.1	13.3	29.5

## 持股 (%)

	行業	基金
Nestle India	基本消費品	8.6
HDFC Bank	金融	5.7
Housing Development Finance Corporation	金融	4.7
Kotak Mahindra Bank	金融	4.1
Godrej Consumer Products	基本消費品	4.1
Tech Mahindra	資訊科技	3.6
Blue Star	工業	3.4
SKF India	工業	3.2
Lupin	健康護理	3.0
Jyothy Laboratories	基本消費品	2.7
<b>十大持股</b>		<b>43.1</b>

## 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2017年8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。