

首域盈信亞洲 — 日本股票

客戶通訊
2018年3月

- 本基金主要投資於由在日本成立或於日本擁有重大營運並於全球受監管市場上市、買賣或交易的股票及股票相關證券組成的投資組合。
- 基金的投資可能集中於日本或單一行業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。
- 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。
- 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。

持續的環球需求利好日本股票

日本股市於2017年大幅攀升，錄得自1990年代初以來的新高。全球貿易持續回升、國內行業暢旺以及成本持續優化帶動日本企業盈利增長遠好於預期。總括而言，上半年淨利潤按年增長約20%，遠超預測及一致預期。

從由下而上的角度分析，我們在與管理層的會談中獲悉，多個行業的需求穩步回升。精密儀器減速器生產商**Harmonic Drive Systems**因機械人需求持續上升，訂單按年大增117%。建築及採礦設備製造商**Komatsu**迎來「前所未見」的機器需求。半導體行業精密工具製造商**Disco Corp**表示，其收到的用於生產3D NAND¹芯片的機械訂單量預示著新的超級週期已經來臨。受科技創新及微型化帶動，電子零部件、傳感器及高性能計算芯片等其他行業的訂單亦十分充足。

2017年日本股市表現與日圓表現出現自安倍經濟學²問世以來的首次分道揚鑣。正如我們反覆重申，我們認為日本企業無須依賴低迷的日圓來創造亮麗的業績。與主流觀點相反，強勁的企業利潤往往伴隨

著堅挺的日圓（至少過去六個盈利週期是如此），因為匯率更容易受貿易收支而非投資資金影響。非製造業企業的利潤自1980年代初以來一直穩步跑贏製造業，目前的差距已擴大至約70%。長遠而言，貨幣表現的影響會被抵銷，日本企業的利潤自1994年以來已增長170%，而日圓兌美元同期則升值16%。

此外，過去數十年，日本企業的盈利來源已明顯改變。企業利潤日益來自內需型公司而非出口企業。我們已物色到多家增長迅速的日本內需公司（非出口商）並投資了類似企業，包括**Start Today**、**Tsuruha**、**Nitori**及**MonotaRO**。

我們的估值及突破創新力

日本股市的上漲已引發有關估值的憂慮。然而，儘管近期市場動盪，但基本面仍意外向好。勞工市場及產能日益緊張，而多個行業及地區的資本開支週期均見向好。日本企業已積累大量現金並在利潤水平錄得新高的情況下繼續去槓桿。同時，銀行已過度資本化。若經濟不存在過剩，泡沫從何而來？

按市帳率計算，日本股票的估值遠低於美國及歐洲股票。按盈利收益率計，相對於零利率及日本債券市場近三分之二的負收益率，日本股票的估值更具吸引力。

¹ 採用Negative-AND技術的快閃記憶體

² 基於日本首相安倍晉三所倡導的貨幣寬鬆、財政刺激及結構性改革「三支箭」的經濟政策。

然而，優質公司並不便宜。我們的日本投資組合的12個月遠期市盈率為24倍，東證指數³為14倍。東證指數的淨資產回報率(ROE)約為8%，未來兩年的估計盈利增長為7% CAGR⁴。同時，我們投資組合的ROE約為20%，估計盈利增長CAGR超過15%。論差距單以一年看似不大，但長期的差距勢必顯著。

我們的投資組合採取的主要策略為精心挑擇多家我們認為能在未來五至十年實現增長的公司，而忽略短期的干擾因素及行業／風格切換。在現今世界，我們認為放慢步伐，判斷市場長期趨勢及行業的整體驅動因素將受益無窮。市場的均值回歸趨勢已非必然，因為科技已改變傳統的供求經濟模式以及對於人工使用率及消費的古老思維方式。

不論一家公司的往績如何優異或議價能力如何強大，突破常規的後起之秀很可能後來居上，嚴重地削弱其優勢。成功一時難保成功一世。要想立於不敗之地，企業須積極求變，能夠靈活應對所產生的新機遇及挑戰。我們今天視為『優質』的特質未來可能變得一無是處，甚至有害。

在突破常規及企業加速創新的環景下，我們認為更重要的是尋找具備前瞻性（而非裹足不前），並積極投資於不受宏觀因素影響（尤其是因為我們認為許多經濟預測只有愚子才做）的新領域及新產品的公司。

我們希望持有的公司類型仍是管理完善、專營業務穩健及財務狀況保守的公司；更重要的一點是他們是行業領袖，具備先見之明，能把握趨勢並在競爭中立於不敗之地。

新增持股 — Komatsu和Isuzu

我們的投資方法一般選取股價高於市場均值的優質股。我們寧願為優質及可持續增長而支付較高的價格，也不願為圖價格便宜而犧牲質量。我們認為在市場過度樂觀時優質公司短期內可能表現落後，但在市場回歸基本面時，往往會取得較為出色的表現。此外，投資優質公司無需選擇入市時間的能力，需要的只是保持耐心和堅守信念的勇氣。

我們雖然注重質素，但不時會投資我們認為價值吸引並已出現見底跡象的週期性公司。去年，在產品需求出現回升跡象後，我們對領先的建築及採礦設備製造商**Komatsu**和世界第一大輕型商務車製造商**Isuzu Motors**建倉。

盈利處於低谷提供了買入Komatsu的良機。Komatsu是一隻優質週期股，公司在過去多個週期的往績一直相對平穩，相對於同業公司具備成本優勢，並憑藉嚴格的銷售紀律及成本控制維持較高的利潤率彈性。此外，Komatsu的採礦相關利潤多數源於銷售零件及服務，這意味著盈利相對平穩。

回顧2016年Komatsu收購Joy Global的時機可謂精準，當時正處於週期底部。兩家公司的產品與所覆蓋地區很少重疊；憑藉Komatsu在成本控制方面的優異往績 — 過去15年的固定成本大致持平，我們預計所收購實體未來的EBITDA⁵利潤率將達到類似的15%，雖然這當然並無法保證。

同時，行業整合進入寡頭時代，我們認為Komatsu已具備擴大市場份額的充分條件。過去十年投入使用的約40,000台採礦機械的更換需求應會帶動銷量上升，未來一至兩年的預計年銷量將由去年的3,000台增至4,000或5,000台。

除此之外，Komatsu所奉行的文化注重審慎、質量及成本優勢。例如，在商品超級週期，在競爭對手紛紛不惜一切擴張時，Komatsu卻按兵不動，不作激進的投資；在市場好轉時，Komatsu選擇專注於其核心客戶，而非通過降價擴大市場份額。

假設未來數年的營業額保持高水平的個位數增長而經營利潤率維持在15%的歷史高位，這將轉化為約13%的淨資產回報。當前的市賬率為2.2倍，處於過往區間的中間水平 — 並不特別便宜，但對於處於盈利復甦週期初期的優質週期股而言，亦不特別昂貴。

與Komatsu類似，我們去年買入**Isuzu Motors**，當時其估值處於歷史低位（不包括2008年全球金融危機）。鑒於海外需求開始回升及公司市賬率僅為約1倍，我們認為該股相對於Hino及Volvo等同業公司被低估。

³ 東證股價指數

⁴ 年複合增長率

⁵ 除息、稅、折舊及攤銷前盈利

作為勁強週期股，Isuzu一直受累於高油價及其主要的銷售地點東南亞國家聯盟（東盟）增長乏力（部分國家的銷量降至上個週期峰值的過半水平）。然而，儘管受週期性影響，Isuzu成功消化了原材料成本等外部衝擊，提升了利潤率。

復甦跡象現已出現，其中印尼的需求明顯回升。該公司計劃在當地擴大生產線，擴大與當地合作夥伴Astra International的經銷商網絡及增加售後服務。2017年，印尼的銷售增長超過10%，需求主要受公共建設帶動；預計2018年將加速至27%。

現任管理層看似明智而審慎，新總裁Masanori Katayama自2015年上任以來一直致力改善ROE及股東回報。自2000年以來僅有一次調降股息的情況，且近年來前後實施幾輪股份回購，令投資者享受穩健的資產負債表及強勁的現金流量產生能力所帶來的紅利。

表現及投資組合回顧

我們相信將日本股市視作宏觀交易或「價值投資」的觀念應該轉變。我們的日本投資組合投資多家受可持續因素帶動而實現持續增長的公司。

該策略的三年期表現源於我們的長期投資方針。期內，在市場下跌時，我們的日本投資組合在91%的時間內跑贏基準MSCI日本指數；在市場上漲時，在44%的時間內跑贏基準，總體表現率為58%。按絕對回報計，該策略於市場下跌時的表現為2%，基準為-32.5%；在市場上漲時的表現為68.1%，基準為70.9%。⁶

隨著該策略近期跨越為期三年的里程碑，我們回顧了期內為基金表現作出貢獻的部分公司。

國內消費品股**Start Today**及**Nitori Holdings**是對基金表現的主要貢獻者（因此否定了日本無增長的論調）。我們認為，Start Today有可能是日本最佳的時尚電子商務平台。ZOZOTOWN網站是日本少有的幾個產生高水平直接流量（而非通過搜索引擎）的網站，因此，其股價儘管已於2017年錄得巨大漲幅，但基於其未來5至10年的預期收入增長，仍具吸引力。

同時，採用垂直一體化業務模式，設計、製造及零售家具及軟裝飾的Nitori，即使與全球同業公司相比，往績依然卓越。該公司的銷量及利潤已增長30年，而擴張仍在延續，公司已開始在城鎮地區鋪設新店鋪。

自動化公司**Keyence Corp**及**Misumi Group**表現出色，因多個地區及行業的資本開支回暖。我們仍認為自動化發展是一個永久趨勢，而該等公司正是突破常規者。Keyence銷售勢頭強勁，且受惠於無廠直銷經營模式而具備高水平的利潤率（約55%）。同樣，Misumi的工廠自動化及VONA業務均錄得不俗的銷售增長。兩家公司有望繼續受惠於2018年的資本開支週期。

Asahi Intecc的盈利及市場份額繼續增長，因美國供應短缺（因颶風襲擊而中斷業務）導致導絲需求急劇加大及公司基本面發展穩健。在美國，Asahi與分銷商Abbot的合約將於2018年6月底期滿，這可進一步擴大其市場份額並在其轉向直銷模式後提升其利潤率。

期內最為拖累基金表現的個股之一為**Casio Computer**，已從投資組合剔除。Casio的大多數盈利來自手錶，其G-Shock及Baby-G系列的利潤率高達於23%。我們購買該股時其市盈率約為15倍，我們認為對於一家消費品公司而言該估值相對便宜。然而，我們低估了智能製備興起對全球手錶業的衝擊。因Casio努力創造手錶以外的新利潤增長點（系統設備、2.5D打印機及若干其他細分領域），以將業務多元化，公司產生巨大虧損，削弱了總體業務盈利。我們從中汲取的教訓是，若公司的專營業務迅速倒退，則吸引的估值或將不再是考慮的重點。

結論

最後，2018年環球經濟總體及日本本土企業盈利的基本面前景有望保持穩健，且經過近期的重挫後，估值已不再過高。只要通脹水平及利率低企，我們相信日本股市的環境仍然向好。

全球央行的超低利率體系及協同貨幣政策，已帶動新興及已發展市場廣泛及同步復甦，企業活動已從中受惠。

在日本，最近的數據顯示第三季產出增長2.5%，高於之前的預測，錄得連續第七個季度的增長。11月核心消費通脹按年升0.9%，儘管距離2%的目標仍有一定距離，但趨勢向好。

⁶ 按首域日本股票基金III類美元股份的月度表現計，截至2018年1月31日

這引發市場憂慮日本央行有可能提前削減量化刺激措施。然而，我們認為日本央行將錨定接近於零的JGB⁷孳息，未來的央行行長（不論是黑田東彥連任還是新行長上任）均將採納類似政策。

另一方面，作為由下而上型投資者，我們認為仍有大量機會購買優質企業，特別是因為我們的投資週期更為長期。展望未來，我們認為投資日本公司可為客戶提供具吸引力的回報。

十大持股(%)

	行業	基金權重	指數權重*
Keyence Corporation	資訊科技	6.3	1.6
Start Today Co Ltd	非必需消費品	5.4	0.2
Recruit Holdings Co Ltd	工業	4.8	0.7
Misumi Group Inc	工業	4.4	0.2
Tsuruha Holdings Inc.	必需消費品	4.1	0.1
Ryohin Keikaku Co., Ltd.	非必需消費品	3.8	0.2
Nitori Holdings Co., Ltd.	非必需消費品	3.6	0.3
Komatsu Ltd.	工業	3.1	1.0
MonotaRO Co., Ltd.	工業	2.8	0.0
Asahi Intecc Co Ltd	健康護理	2.8	0.0
總計		41.0	4.3

資料來源：首域投資，截至2018年1月31日。資源來源：*指數：MSCI日本指數。

累積表現 - 以美元計算(%)

	自成立日	1年	6個月	3個月
首域日本股票基金	46.3	48.7	24.5	12.2
MSCI日本指數	27.9	25.0	15.6	8.5

年度表現 - 以美元計算(%)

	2017	2016 [^]
首域日本股票基金	42.9	-2.7
MSCI日本指數	24.0	-1.3

資料來源：首域投資，資產淨值比資產淨值（美元總回報），截至2018年1月31日。以上基金指基金的不派息類別首域日本股票基金I類（美元累計），所列表現按美元總回報計（不派息）。[^]自成立日期至2016年12月31日之表現。成立日期：2016年9月6日。過往業績並不保證未來表現。

⁷ 日本政府債券

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。根據2001年《澳洲法團法》(Cth)，首域投資（香港）有限公司豁免持有澳洲金融服務牌照。其受香港證監會按香港法例規管，而香港法例與澳洲法例不同。

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。