

- 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

首域盈信亞洲
- 日本股票
客戶資訊
2019年3月

首域盈信亞洲 - 日本股票

放眼市場波幅之外

日本股市在2018年備受挑戰。雖然我們一般傾向評論所持有的公司，多於市場或經濟環境，但值得注意的是，去年85%的交易是經由電腦控制的自動交易程式、商品交易顧問¹和量化基金作出。

日本Topix指數的預期市盈率²跌至約12倍（接近2008年和2012年經濟逆轉時的水平），而外資流向加劇市場波動，年內遭沽售的現金、股票和期貨合約創新高，總值12.5萬億日圓。

綜觀我們的日本投資策略，約四分之一股票在去年第四季的交易量急增超過40%（但基本因素變化不大），投資組合逾三分之一持倉的交易量較公眾流通股份數目多出兩倍。

在市場錯位期間，我們認為重要的是放眼波幅之外，並堅守投資理念，而不是隨短期市況作出變動。因此，我們持續採取「由下而上」並且不受基準限制的建構投資組合策略，並維持偏高的主動投資比率。

最重要的是，我們一直專注尋求可長期持有的優質公司。根據過往經驗，只要基本因素再次獲得肯定，擁

有優質管理層、主導市場業務和財政狀況穩健的企業往往迅即反彈。長遠而言，至少在三至五年期，我們的目標仍是保本和為客戶帶來更理想的回報。

以更合理的估值提升組合質素

在過去一年，團隊成員幾乎每兩個月便前往日本一次，評估新的投資意念，重新檢視現有投資組合持倉，以及再次評估觀察名單上估值較為吸引的企業。

大部份持倉繼續錄得穩健盈利，我們與當中不少企業舉行會議後信心增加。去年市況波動為我們帶來眾多機會，以較合理價格買入財政狀況吸引的公司。以下為部份日本策略持倉增幅最高的例子。

主導醫療業網上市場營銷和媒體公司M3的估值跌至七年低位，為長線投資者帶來增持機會。我們增加有關持倉，該公司現時是投資組合五大持倉之一。

我們相信M3的網上服務可轉變藥品和醫療產品的銷售過程。目前，日本藥業公司在銷售代表和相關佣金方面

的開支佔每年市場營銷預算的大部份，網上市場營銷僅佔2%。相反，醫生在網上蒐集資料的時間是與藥業公司代表會談的兩倍，而且隨著數碼化日益普及，上述情況應只會有增無減。

藥業公司一直注視上述趨勢的發展，並日漸轉而採取更有效的市場營銷方法以保持利潤率。藥業公司透過M3醫療平台，以「按表現收費」服務直接向醫生推廣旗下產品，可以大幅降低聘用傳統醫療產品代表的成本。

過去15年來，M3已建立龐大的醫生用戶基礎，旗下服務亦有所擴展。M3平台主導小眾市場，目前在全球擁有超過400萬個醫生用戶。重要的是，M3可藉上述業務往來關係獲利－現金流締造能力高，轉換率為90%³。

隨著M3投資於新業務領域，並銳意在海外市場進行收購，我們相信其企業文化和創新思維應可確保公司持續增長。管理團隊謙遜踏實（創辦人兼行政總裁谷村格與其他員工一樣，座位設於辦公室的小隔間）；已動用資本回報率⁴和股本回報率⁵偏高，加上產生現金能力穩健，反映該公司作風審慎，應可持續推動公司發展。

1 商品交易顧問或期貨交易商
2 Price-to-earnings
3 按淨收入／自由現金流量計算
4 Return on capital employed
5 Return on equity

去年，該公司利潤放緩，加上市場普遍波動，導致股價疲弱。如上所述，我們增持有關持倉 – 把握我們認為屬短期定價異常的情況。我們相信M3處於市場顛覆趨勢的有利位置，未來五至十年可望成為一家規模更大的公司。

貝親(Pigeon)是另一家我們趁低吸納的公司。我們憂慮該公司對中國市場的依賴，因此早前曾沽售有關持倉。我們已關注貝親多年。該公司業務龐大，擁有備受信賴的品牌業務，旗下嬰兒和哺乳產品在同類產品中名列前茅。

貝親產品的主要客戶是著重給予子女「最好選擇」的母親，因此產品需求相對不受環球宏觀經濟憂慮的影響。該公司的收益來源相當多元化，約50%收益來自日本以外的市場。

中國仍是貝親的最大海外市場，預期每年增長率約10%。印尼子公司(於2017年合併)按年增長約20%，馬來西亞、泰國和新加坡(業務規模相當於市值約為10億日圓的大企業)亦持續顯著增長。公司主要透過在市場推出全新和優質產品，實現平均售價增長。

美國業務(貝親在2004年收購當地蘭思諾實驗室[Lansinoh Laboratories]的業務)方面，該公司仍有空間擴展利潤率，因為其專注發展耐用醫療設備⁶銷售渠道。目前，美國銷售以沃爾瑪(Walmart)、Target和亞馬遜為主，三者均是定價能力強勁的大型零售商。

在專業和善待股東的管理團隊經營下，貝親擁有強勁的財務往績，並持

續提高股本回報率及股東回報(過去十年中僅有一次錄得利潤減少；派息率已增至60%的健康水平)。我們與管理層的會面氣氛出乎預料的坦誠，期間談及曾經出現的失誤和挑戰，這在日本並不常見。

一如所料，對於貝親這類優質公司而言，即使去年出現調整，其估值仍不便宜。然而，鑑於市場競爭並不激烈，加上具備多項增長動力，我們相信貝親是可持有的最優質消費品公司之一。隨著業務擴展至東南亞，以及旗下二線品牌Lansinoh的業務增長成為日益重要的增長動力，該公司的營運溢利率可望持續上升。

另一個獲增持的公司是Relo Group – 日本規模最大的附帶福利和企業房屋管理服務供應商之一。由於當地勞動力結構性短缺，加上政府推出「同工同酬」指引，隨著企業尋求以其他方式挽留員工，預期附帶福利服務業將以每年約15%至20%增長。

附帶福利服務可分為強制和非強制性，後者通常外判予第三方(如Relo)承辦，因為第三方公司可靈活擴展服務規模。Relo的業務模式簡單直接：客戶公司每月為每位僱員向Relo支付固定費用，有關僱員便可以優惠價格使用多項服務(如酒店預訂和健身室會籍)。

附帶福利業務較單一但穩定，並且利潤高，所需的資本開支不多，而且收入大致屬經常性，因此已動用資本回報率可觀。Relo的附帶福利業務增長較其他服務迅速，但其餘業務組合極具防守性，在2008年環球金融危機期間，集團營運溢利僅下跌5%。

我們青睞該公司靈活應變的文化和增長心態。在近期的會議上，行政總裁中村謙一據報表示：「本公司的座右銘是錄得兩位數增長；沒有雄心壯志，就無法創新。」目前，Relo創辦人兼主席佐佐田正德負責監察公司的盡責管理工作，並且仍是公司最大股東。

Relo的市場規模潛力龐大：日本有三分之二的僱員為中小企工作⁷，當中附帶福利服務的滲透率低於10%。此外，儘管市場門檻低，但Relo的競爭者不多(我們亦持有Benefit One，該公司同樣專注於附帶福利業務，但估值遠高於Relo)。近期，Relo公佈業績，其利潤創新高，而且銷售增長穩健，證明公司策略和管理執行得宜。此外，隨著產品組合提升，Relo的業績表現可望推動估值重估。

管理催化劑；轉機在望？

去年，資生堂(Shiseido)出現好轉的跡象，促使我們為投資組合新買入該公司股份。資生堂是全球歷史最悠久、規模最大的國際分銷日本化妝品品牌之一，但其財政表現並非一帆風順，過往曾出現管理不善的情況。本土業務在近年才終止跌勢；總部與地區營運分部之間反覆推搡成本負擔，導致海外盈利能力不穩。

我們認為，資生堂在2014年委任魚谷雅彥為集團首位外聘行政總裁後，公司命運自此改變。魚谷先生此前任職於卡夫食品(Kraft Foods)和可口可樂日本(Coca-Cola Japan)等大型消費品集團，而是次委任獲資生堂的公司主席支持。

6 在美國，「耐用醫療設備」具有法律定義，因為客戶可以索回保險／醫療保險的費用。Lansinoh的乳房泵在此範圍內。

7 Small and medium-sized enterprises

魚谷先生自許善於溝通，喜歡與公司員工交談－不論是美容顧問，還是高級行政人員。他相信聆聽公司最基層員工的意見，是發現問題的最佳方法。上任行政總裁後數月，他到訪公司每一家銷售分店、研發中心和生產工廠－親力親為和有效領導的明證。

公司管治在此後多年有所改善，現時更貼近股東利益。僱員薪酬和獎勵與表現掛鈎，而非按年資釐定，而且公司的員工關鍵績效指標屬日本透明度最高者之一。隨著領導層直接明令改善公司多元性，資生堂成為日本女性佔領導層比率最高的公司之一。

經過一段時間後，魚谷先生已改變公司的文化和管理。表現不佳或安於現狀的經理人會被降職或改組到其他領域，並會由新的外部中層僱員取代。領導層從日本總部轉移到世界各地的區域中心。

與此同時，資生堂對品牌和市場營銷作出大量投資，為公司形象重新注入活力。目前，數碼科技佔公司市場推廣開支的三分之一，用以建立強大的網上業務網絡和發展電子商貿銷售。

資生堂削減品牌數目和小存貨單位(SKU)⁸，以支持享負盛名的產品發展，並且推出一系列創新產品，以增加旗下產品種類。

資生堂現時管理均衡的品牌組合，涵蓋世界同類產品最佳的護膚品和化妝品品牌。約54%的總收益源自高端品牌，這些品牌的盈利能力卓越，較能抵禦競爭，並且在中國快速增長。

資生堂去年的業績顯著改善；然而，市場憂慮中國的轉售商規管或會導致資生堂業務下滑，拖累其股價出現調整。我們認為，基於資生堂分銷渠道廣泛，上述衝擊對其影響有限，因此增持有關持倉。我們相信魚谷先生及其管理團隊具備實力，帶領公司渡過應屬相對短期的挑戰。

總結

我們的投資過程專注於物色擁有長期增長動力或盈利前景非常明朗的優質企業。投資組合內大部份公司的現金流強勁，財務狀況穩健，應可助有關公司在經濟衰退時渡過難關(並可望轉強)。我們所持公司的估值日漸合

理；內需型企業的盈利增長應可保持穩定。

此外，公司管治和股東回報應會持續改善。日本企業的財政狀況一直保持極度穩健(有別於以低利率槓桿的美國公司，日企甚少作槓桿)。年初至今的短時間內，企業回購已在年初創紀錄，股本回報率亦接近金融危機前的高位。

一如既往，投資組合的策略為物色若干數目的公司，我們相信有關公司的規模可於未來五至十年顯著增長，並可撇除市場短期雜音。儘管市況持續波動，而且市場氣氛無可避免受影響，但我們繼續專注物色可於長期帶來持續和可預測回報的企業。

宏觀方面，經濟增長或會如市場普遍預期般顯著減弱，但無人能肯定年內會否出現全球經濟衰退。不管專家評論員有何觀點，極端事件本質上是不可預測的。正如諾貝爾經濟學獎得主保羅·薩繆爾森(Paul Samuelson)所言：「在過去的五次經濟衰退中，股市作了九次預測。」

8 庫存單位－或單個待售物品

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。

十大公司持股(%)

股票名稱	%	股票名稱	%
Keyence Corporation	5.5	Pigeon Corporation	4.2
Recruit Holdings Co Ltd	5.2	Tsuruha Holdings Inc.	4.1
Relo Holdings Inc	4.6	Trust Tech Inc	3.4
Unicharm Corporation	4.2	Kao Corp.	3.3
M3, Inc.	4.2	Shin-Etsu Chemical Co., Ltd.	3.1

資料來源：首域投資，截至2019年2月28日。

累積表現 – 以美元計算(%)

	3個月	年度至今	1年	自成立日
首域日本股票基金（第一類 美元 累積）	-0.8	8.8	-11.7	28.5
MSCI日本指數	-1.0	6.1	-10.3	13.0

年度表現 – 以美元計算(%)

	2018	2017	2016*
首域日本股票基金（第一類 美元 累積）	-15.0	42.9	-2.7
MSCI日本指數	-12.9	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2019年2月28日。上述基金指首域日本股票基金（第一類 美元 累積）乃基金之非派息類別股份，該基金表現乃根據美元總回報（非派息）計算。

* 成立日至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。

重要聲明

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[簡報/文件/廣告]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[簡報/文件/廣告]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。

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亞洲是首域投資(香港)有限公司的商業名稱。

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。