

日本股票

團隊業務一切如常

在過去六個月，環球股市持續受到不確定性拖累。另一方面，日本首相安倍晉三宣佈將於今年10月把消費稅由8%上調至10%，令市場加深對經濟衰退的憂慮。

在這種情況下，我們重申，我們維持投資程序不變，仍然致力識別長遠可締造吸引及可持續回報的公司。我們堅守投資理念，不受短期雜音干擾，長時間評估已持有或有意買入的公司基本因素。

我們物色的公司擁有優質管理團隊，財政狀況穩健，並且擁有優秀長期往績，在下行週期仍能保持表現穩定。對日本市場而言，這些公司受長期增長趨勢帶動，而且不論廣泛經濟走勢如何，仍能表現出色。我們致力尋找可持續締造高投資回報率，並在獨特市場中採取專注策略的公司。我們偏好依賴經常性收益的業務模式，其偏高利潤率可在下行市況提供抗禦力。我們的持倉與指標顯著不同，並維持偏高的主動投資比率。

自上期客戶通訊以來，我們發掘了若干符合上述標準的新投資意念，並已進行三次日本考察研究。在今期客戶通訊，我們討論幾家不受增長趨勢下行影響的受訪公司。

在日本勞動力短缺的情況下尋找機會

日本就業市場持續緊絀，在2018年有153家公司因人手短缺而被迫結業。不少商店和服務已考慮縮短營業時間，而首相安倍已推出一項新的移民計劃，為勞工短缺最嚴重的行業引入兩項新的藍領工人簽證類別，以吸引海外工人到日本工作（儘管日本較保守的企業可能對此抗拒）。

隨著日本失業率處於26年低位，加上職位空缺與應徵者的比例處於44年的高位，爭聘年輕人才的公司致力促進更具吸引力的企

業文化。實際上，安倍晉三在2018年推出「工作風格」立法改革前，人們對工作/生活平衡的態度早已日漸轉變。

然而，勞工短缺並不是日本面對的唯一問題。在36個經合組織¹成員國當中，日本的勞動生產力僅排名第20位（根據每工時所創造的國內生產總值計算）。工時長，加上人口老化，均令情況惡化。隨著日本勞動力短缺日益嚴重，提高生產力成為當務之急；目前，日本企業普遍增加開支研發創新資訊科技方案，便正好說明這個情況。

不過，日本的資訊科技知識與能力出乎意料地偏低，是妨礙生產力提高的另一大因素。日本網絡安全大臣去年承認從未使用電腦，成為一時熱話。在生產力低、勞動力不足和自動化日益普及的完美風暴中，資訊科技方案成為某些行業的一線生機。目前，日本勞動市場是1970年代以來最緊絀，越來越多企業為提高效率而升級現有書面系統，因此我們致力物色可受惠於上述開支增加的企業。

我們已關注一段日子的雲端軟件公司Rakus正是這類企業之一。Rakus的目標客戶是中小企，由於這些企業的員工對資訊科技的認識尤其低，因此正是雲端企業的最佳目標。隨著勞工短缺，加上政府增加政策誘因，雲端服務的需求日益增加。

Rakus受惠於良性競爭環境，但我們認為Rakus了解客戶需要，是其優勢所在。該公司推廣有效及便利使用者的產品，並明白必須令客戶了解有關產品相對傳統紙筆系統的優點。Rakus的客戶基礎流失率低，客戶一般維持長期合作，並提供經常性收益，而且收益一直持續增長。

Rakus的旗艦產品是開支管理軟件Rakuraku Seisan，其過去十年的市場份額增長可觀。儘管產品取得成功，但管理層仍然大幅投資於廣告，並擁有一支銷售團隊主動與中小企接洽，以推廣雲端軟件

¹ 經濟合作及發展組織



的優勢。管理層明白，必須先拔頭籌才可在粘性市場吸引新客戶。海外雲端公司主要透過網上廣告和調查開展新業務，但這在日本通常並不可行。因此，Rakus 的銷售團隊採取面對面推銷，是相比同業另一優勝之處。

Rakus 在今年已調撥資源至的士和電視廣告開支，務求盡可能把廣告覆蓋至中小企東主，目標是推動收益和利潤在三年後實現 30% 的複合年增長率。雖然目前的廣告措施會影響短期的營運溢利，但預期有關策略可於未來數年帶來效益。

數碼記賬系統 Rakuraku Meisai 是一項較新的產品，但有可能成為重要的增長動力。市場上同類產品多以大公司為目標客戶，而 Rakuraku Meisai 則專為中小企量身定制。我們估計，可望受惠於記賬數碼化的潛在市場價值將達 200 至 300 億日圓。

我們早前曾持有 Rakus，並在 2018 年獲利套現，其後投資組合在今年初再次買入該股。我們之前或許過早沽售，因為儘管該股估值昂貴，但我們對其仍然信心十足。我們明白管理質素、業務實力和盈利增長前景明朗等因素，遠比短期相對估值重要。

Rakus 的管理層由創辦人兼總裁中村崇則領導，擁有明明的策略和長遠思維。中村相信 Rakus 具備優秀條件，以把握中小企日益重視科技效率的趨勢；我們對此表示認同。我們認為 Rakus 可望成為日本結構性勞工短缺和數碼化的顯著受惠者。

在近期的考察中，我們亦曾到訪日本第三大企業資源計劃供應商 OBIC。其核心軟件 OBIC7 是為人力資源和會計等企業支援功能而設計。OBIC 的業務已發展至瞄準一般擁有 500 至 1,000 名員工的大中型企業客戶，目前於該領域的市場份額佔 10%。最近，該公司已開始推廣旗下雲端方案，有關業務佔整體收益 10%，並按年增長 65%。OBIC 往績表現穩健，自 1998 年首次公開招股以來，每年的營運溢利均錄得增長。

我們認為 OBIC 在人事和營運方面擁有獨特的方針：只聘用新畢業生進入「公司大家庭」，以保存公司文化；而且大部份職能由公司內部負責。主席野田順弘於 1968 年創立 OBIC，野田家族持有公司 25% 的股權。過往，我們曾對 OBIC 的資訊披露不足而缺乏信心，但經過一段時間後，我們對該公司的認識加深，信心亦日漸增強。該公司的 EBIT² 在過去 20 年持續增加，目前接近 55% 的水平（名列業內前茅）。我們認為這反映野田家族的盡責管理能力卓越，而且致力提高公司盈利。

隨著 OBIC 的把目標客戶從中小企轉為較大型的公司，令目標客戶群減少，公司近年的客戶基礎規模保持相對穩定。現有客戶帶來的收益持續增加，可望帶動業績增長，從而延續 OBIC 締造高現金流量的往績，並可改善利潤率。OBIC 擁有一支優秀的內部銷售團隊，他們全面了解客戶的需要，並會主動向現有客戶推廣新服務和

功能。競爭對手一般使用第三方分銷商，這類分銷商不會像 OBIC 般認識客戶基礎，亦缺乏推動業務發展的動機。

OBIC 曾憑藉對本土市場了解的重大優勢，成功克服了經濟逆轉時期。在日本市場，為客戶量身訂製方案十分重要，OBIC 比外國競爭對手更深明此道。我們認為 OBIC 是另一家穩佔優勢的企業，可受惠於日本自動化方案開支增長的趨勢。

業務逐漸轉型；前景明朗

在另一不同行業中，我們看到零售商 Workman 透過擴大產品類別，大幅轉變其業務模式，因此新增對該公司的持倉。Workman 創立於 1980 年，至今在全國營運接近 840 間特許經營店，佔 15% 市場份額，是以優質價值和持久耐用聞名的可靠品牌。

該公司專營專業工作服裝，即建造和製造業的工作制服。這個業務模式讓公司在多個跌市期間均表現強韌，而且大部份客戶會每年兩季各更換低價制服和防護服一次，因此帶來持續穩定的收益流。僱主對工場安全日益重視，因此經常為僱員提供購買專業工作服的津貼。

在 2008 年出現環球金融危機期間，Workman 的表現相對穩定，而且 2009 年和 2010 年的盈利只錄得單位數跌幅。此後，日本在 2011 年發生東北地震和海嘯後，當地政府沿著東部海岸線進行重建，令 Workman 產品的需求提升。

Workman 了解到日本人口老化長遠可能會影響其產品需求，因此推出新店鋪模式－Workman Plus，以應對挑戰。新的 Workman Plus 店鋪選址更方便顧客，均座落於購物中心和市區，而非開設在公路旁邊。店鋪銷售低價運動和戶外服裝，目標客戶是一般購買 North Face、耐克 (Nike) 和安德瑪 (Under Armour) 等品牌的消費者。

Workman 成功利用設計堅韌耐用專業工作服的專長，將品牌推广至全新廣告受眾，而且零售價遠低於外國同類品牌。日本出現「休閒運動」³ 的長期趨勢，推動公司產品的需求上升，新店鋪明顯特別受到女士青睞（舊 Workman 店鋪一直無法招徠女性顧客）。

這種店鋪擴展模式令人欣喜。Workman Plus 的新店鋪已取得相當於原有 Workman 店鋪兩至三倍的銷售額，其店鋪開幕亦吸引媒體和網上博客關注。Workman 表示目前只會開設 Workman Plus 店鋪，並計劃在未來將舊有店鋪的經營模式轉為新模式，我們認為這是推動其業務長期增長的關鍵動力。鑑於 Workman Plus 的服裝價格便宜和具功能性，越來越受喜愛廉價產品的日本消費者歡迎，因此應有助建立品牌。在我們的日本企業持倉中，Workman 的投資回報率高達 34%，僅次於迅銷 (Fast Retailing) 的 38%，反映其整體業務持續增長的基礎穩健。

² 息稅前利潤率 ³ 是指在日常生活穿著運動服的趨勢。

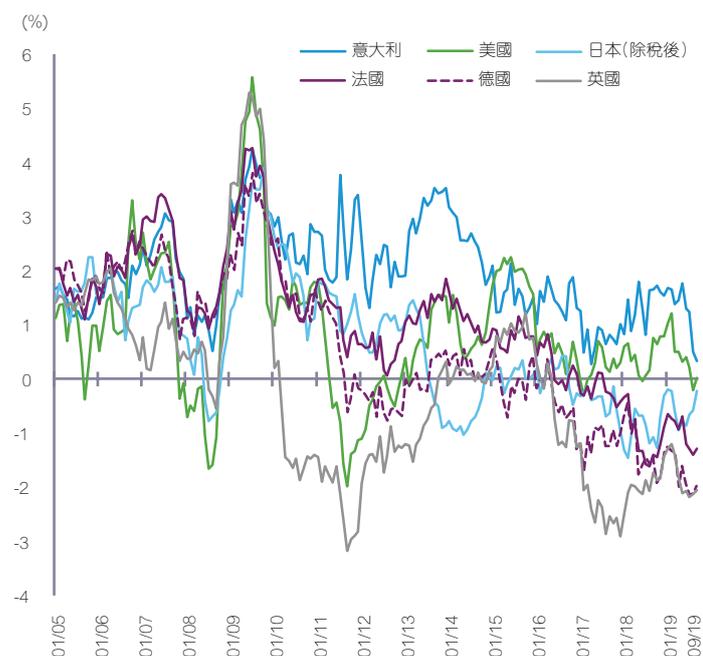


總結

自 2013 年以來，日本央行為實現其設定的 2% 通脹目標，一直積極購買日本政府債券和交易所買賣基金。截至 2018 年底，日本央行持有 78% 的日本交易所買賣基金，在政策干預的多年來購買金額達到 23 萬億日圓以上。此舉引起投資者憂慮，他們認為這樣的交易所買賣基金交易水平會推高價格，從而扭曲市場。然而，日本 TOPIX 指數的估值現正處於歷史低位。事實上，市場走勢受外國投資者活動的影響大於日本央行的購買計劃。

其次，由於環球債券孳息創下歷史新低，經濟停滯不再僅是日本的問題，「日本化」現象已蔓延至全球，為歐美帶來警示。目前，有 16 萬億美元的環球債券提供負孳息，佔總額的 30%，當中接近一半屬於日本債券。

個別已發展市場債券的實質孳息

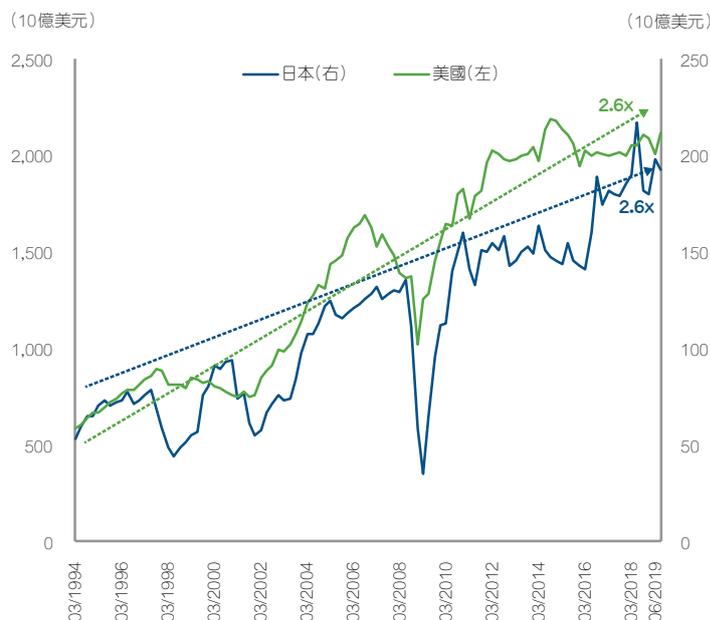


資料來源：德意志銀行，截至 2019 年 9 月。

因此，投資日本資產本質上被視為低增長投資。儘管如此，我們認為我們的持倉仍然具吸引力，因為我們一如以往按「由下而上」的基準進行投資，並聚焦於持倉公司的基本因素。在環球利率偏低的環境下，我們專注物色可締造持續和迅速增長自由現金流的企業，因為這是決定企業價值的關鍵指標。

事實上，即使日本經歷 20 年的低增長環境，但日本企業的盈利增長與美國不分伯仲，而且估值較為吸引。日本企業的生存和成功之道，是不斷尋找創新方式，以提高運營效率，而非依賴利好的宏觀環境。在這方面，日本企業或許較全球企業領先。

日本企業的盈利增長與美國不分伯仲



資料來源：財務省和美國經濟分析局。本圖數據是指日本當前企業利潤（除稅後但於派息前）和美國當前企業利潤（經存貨估值及資本消耗調整）。截至 2019 年 6 月底。

作為長線投資者，我們不受短期雜訊影響、不介懷無法預測的經濟衰退，不擔憂個別國家的地緣政治危機，均有助提高我們的整體絕對回報。我們繼續專注發揮所長，尋求具備優質管理、強勁業務、可持續盈利和穩健財政狀況的企業。我們認為這些企業最具優勢，可在未來五至十年內帶動客戶的投資增長。



免責聲明

本文件所載只屬一般性資料，並不包括亦不構成投資或投資產品建議。有關資料來自首域投資（「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、完整或正確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。

本文件僅供一般參考，並不可視為提供全面的資料或特別建議。本文件所述意見為發件人在發表報告時的觀點，並可隨時予以修訂。本文件並非銷售文件，且不構成投資建議。未取得具體的專業意見前，任何人士不應依賴本文內容，及/或有關資料所載的任何事宜為行事基礎。未經首域投資預先同意，不得複製或傳閱本文件的全部或部分資料。本文件只可於符合相關司法管轄區的適用法例下使用及/或收取。

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資產管理是首域投資（香港）有限公司的商业名稱。首域盈信資產管理標誌乃為 MUFG（定義如下）或其聯營公司之商標。

首域投資（香港）有限公司及首域投資（新加坡）是 First Sentier Investors 投資管理業務的一部分，該公司最終由全球金融集團三菱日聯金融集團（“MUFG”）擁有。First Sentier Investors（包括不同司法管轄區內的多間公司）在澳洲營運並以首域投資在其他地方營運。

MUFG 及其附屬公司對本文件包含的任何聲明或信息概不負責。MUFG 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 MUFG 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。