

## 客戶通訊

# 首域盈信日本策略

2021 年 10 月

### 概要

於 2021 年 2 月的上一次客戶通訊中，我們探討過即使預期市場會出現行業輪動，我們為何仍無購入純「週期性」股及所謂的「價值」股<sup>1</sup>。其後，東證股價指數於 2021 年 3 月見頂。當通脹從低谷回升時，通常會有利價值股及週期性股，無論有關影響有多短暫，先前受壓的行業均會重獲定價能力。有鑑於此，自去年 11 月疫苗研發取得突破以來，多個表現落後的行業都迎來強勁反彈，當中包括我們日本策略絕少持有的礦業、商品、貨運及銀行股。

由於上述業務具有商品化性質，加上其前景及長遠的增長可持續性較我們所投資的公司遜色，故此只能吸引投資者進行所謂「宏觀交易」(macro trade)。不過，儘管首域盈信日本股票策略並未持有該類股票，在疫苗接種率上升及經濟重啟推動的全球復甦當中，我們的策略依然能夠獲利。

**事實上，我們於回顧期間大幅增持了可望受惠於經濟活動增長的公司，包括不少首屈一指的半導體設備製造商、人力資源服務供應商及工廠自動化服務商等。**

另外，我們亦把握市場動向，在跌市時進一步買入多間公司，例如軟件即服務商及互聯網服務供應商。

**正如以往的通訊所提到，我們的目標並非市盈率較低的企業，而是具備優質企業特徵的公司。**

全球企業成本上升引起投資者憂慮，我們相信，如果企業的市佔率較高、定價能力較強，而且能夠持續推出創新產品及業務模式，將可更有效地保障客戶的資金。我們亦要求所投

資的企業作好防守部署，並在任何宏觀環境下維持中長期增長。根據我們的經驗，採用輕資產業務模式、經常性收入比例較高、能夠發掘新增長來源，同時持有大量現金的企業一般較能抵禦經濟衝擊。

**然而，最重要一點是企業需要擁有完善的公司文化及出色的人才，方能建立上述優勢，我們認為這兩項因素是企業長遠競爭力的最大關鍵。**

考慮到上述條件，在行業及風格輪動引發拋售潮時，我們增持了投資組合中的股票。在我們眼中，短期的市場波動並非「風險」，反而是趁低價買入優質企業的機會。

於 2021 年第一季度表現失利後，從第二季開始，首域盈信日本股票策略收復失地，最近數月的表現更進一步改善，當中有賴多項因素。首先，我們所持有的企業持續錄得可觀的收入／利潤增長，還有不少公司跑贏預期。第二，我們投資組合內多間備受忽視的企業逐漸獲得市場青睞，而廣大投資者認同我們買入 Rakus、Benefit One、Shift 及 Lasertec 的理由，就是對我們最好的回報。第三，市場對新冠肺炎變種病毒、停滯性通脹及聯儲局減少買債的恐慌日益加深，觸發全球投資者憂慮經濟復甦前景，並擔心週期性股能否將通脹壓力轉嫁給終端客戶。

**面對前所未見的情況，擁有優質業務及人才的企業，相信會較看似估值吸引的公司更能幫助投資者渡過難關。**

接下來，我們會先說明買入本策略兩大持股 Lasertec 及 Shift 的理由。我們於期內增持該兩間公司，兩者分別代表投資組合中的兩類重要投資，即經營持續增長型行業的全球

<sup>1</sup> 與 12 個月的每股盈利相比，股價較低的股票

小眾市場龍頭，以及經營低滲透率行業的本地革新者。在此之後，我們將會簡單介紹於日本進行的環境、社會及管治活動。

## Lasertec - 未來十年的利好因素

過去三年，半導體晶片的戰略價值大幅上升，而且更廣泛應用於數以百萬計的日常用品之中，包括智能電話、消費電子產品、超大規模數據中心及汽車等。隨著市場對運算能力、能源效率及可攜性的需求增加，整個半導體行業掀起微型化浪潮，逐步發展體積更小的晶片。

透過極紫外光（Extreme Ultraviolet (EUV) light）光刻工序（lithography），荷蘭企業 ASML 製造的設備可將電路刻印在晶片上。憑藉頂尖的技术，該公司能夠將半導體晶圓上的電路圖案縮小。我們相信，半導體行業即將展開新一頁，往後十年，極紫外光技術將會成為晶片製造商必備的主流技術。

各間企業正逐漸應用極紫外光技術。舉例來說，於 2019 年，台積電公佈了極紫外光技術應用計劃，積極為量產 5 納米<sup>2</sup>晶片鋪路。於 2021 年 1 月，該公司更宣佈史無前例的中期資本開支計劃，打算在 2021 年至 2023 年間投資 1,000 億美元。之後，英特爾（Intel）亦公佈未來十年的投資計劃，表示將會動用 200 億美元於美國興建兩座頂級半導體生產設施（「晶片廠」），並於歐洲投放 850 億美元。換言之，該公司的每年資本開支總額將會突破 250 億美元，高於 2018 年至 2020 年平均的 150 億美元。

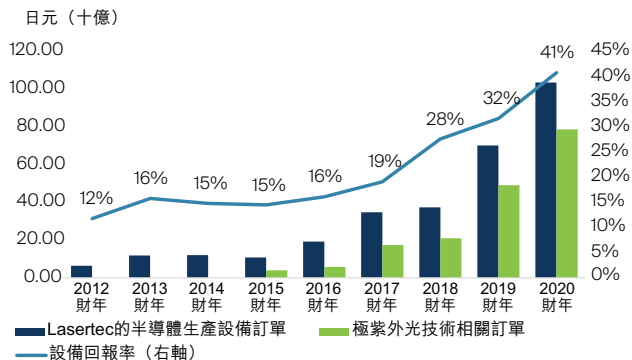
作為日本數一數二的半導體生產設備製造商，Lasertec 有望成為全球科技應用增長的大贏家。就像在極紫外光光刻機市場獨佔鰲頭的 ASML 一樣，Lasertec 也壟斷了與極紫外光技術相關的檢測系統行業，負責為台積電、三星及英特爾等全球晶片製造商提供服務。截至 2021 年 6 月止財政年度，估計極紫外光技術相關設備佔 Lasertec 總收入的約 53%，並佔其總訂單量的 70%。

我們認為，Lasertec 擁有日本市場投資者不能忽視的一項重要特質，那就是「匠人精神」（Shokunin Kishitsu），即致力提升技術的熱忱（該詞的實際含義遠遠不止於此）。

Lasertec 的首要目標從來不是要賺取最多的財務回報，相反，該公司真心希望「開創獨特的解決方案」，其企業使命的核心是與客戶建立長期合作關係。儘管 Lasertec 的盈利能力極高，這也是實行各種措施所帶來的結果，而非最初目的。該公司選擇集中精力，專心致志地經營最擅長的業務，只有在全球市場取得主導地位後，才逐漸擴展至核心產品的週邊領域。值得稱讚的是，縱然 Lasertec 獨佔了市場，卻仍然以合理價格提供產品，此舉有助其維持與客戶的長期合作關係。早在大家對極紫外光技術的廣泛應用產生信心之前，Lasertec 的海外競爭對手認為該項技術的「財務回報過低」，因此放棄開發。然而，Lasertec 繼續低調地投資技術發展，最終成為當前的全球龍頭。

最近五年，Lasertec 的銷售額年均複合增長率達到 36%。於 2020 財年，該公司的銷售額按年增長率更進一步升至 65%。雖然公司作風謹慎，但管理層公佈的 2021 財年訂單增長指引依然超過 40%。除此以外，Lasertec 採用輕資產業務模式，其財務狀況較同業更能抵禦市況不景的壓力。以 2020 財年為例，該公司的經營利潤率及股本回報率便分別達到 37% 及 41%。正因如此，與較常受到週期性影響的整體半導體行業相比，Lasertec 的增長較為穩定。

### 極紫外光設備的訂單增長及股本回報率趨勢



資料來源：公司資料（截至 2021 年 6 月 30 日）

競爭是 Lasertec 所面對的主要風險之一，幸好該公司擁有完善的研發文化，超過 70% 的僱員為工程師，而且其產品定價吸引，相信可形成較高的進入門檻。

## Shift - 顛覆資訊科技服務行業

日本的資訊科技市場規模達到 16 萬億日圓，其中軟件測試服務佔整體約 33%。話雖如此，日本企業習慣一手包辦軟件系統開發工作，導致軟件測試服務的外判比例低至 1%。隨著軟件系統變得成熟及複雜，第三方機構進行測試的難度不斷增加。

於是，Shift 的創辦人丹下大先生決定進軍這個尚未開發的市場，以提供較過往更高效及更低成本的軟件測試服務，方便一眾無意自行測試軟件，或缺乏所需品質保證知識的企業內部軟件開發人員。

另一方面，不少日本公司的資訊科技部門亦面對高技術工程師短缺的問題，所以無法掌握最新技術及推行新項目。這些企業會將整個工作流程外判予外界的系統整合商及資訊科技顧問，再由該類公司負責控制核心系統，並與下屬的服務供應商訂立高價的長期合約。

在數碼轉型的普及下，這種多層分判架構逐漸出現變化。企業管理層更加積極地應用新技術，並嘗試區分負責規劃、開發及品質保證的服務商，以改善項目管治質素。同一時間，系統整合商也開始專心提高現有工程師的價值。考慮到日本資訊科技工程師日益短缺，該類公司放棄經營測試業務。根據 2019 年日本經濟產業省的調查，預期 2030 年當地的資訊科技專業人員供需差距將擴大至超過 545,000 名，佔現時本地資訊科技工程師總數的約 45%。

<sup>2</sup> 納米 = 一米的十億分之一



自 2014 年起，Shift 一直為客戶提供軟件測試服務，並與他們建立了互信關係。該公司的目標是改革日本的資訊科技行業，取代上文提到的多層分判架構。Shift 的管理層推出了多項增值服務，包括顧問及軟件開發服務等，並力求成為一流的資訊科技服務商，使其能夠持續提高工程師服務的單價。結果，該公司的高技術工程師每年薪酬加幅約達 10%，可謂冠絕全行。Shift 採用與表現掛鈎的薪酬制度，有利公司從其他企業吸收薪酬增長較低的優秀人才。在良好的工作環境下，Shift 的僱員流失率只有 8%，低於行業平均的 11% 至 15%。

為了滿足不斷上升的服務需求，Shift 每年聘請 1,500 名工程師，而且打算在 2030 財年前將每年的招聘人數增加至 8,000 名，相信將能有效提升銷售額。

根據最近公佈的中長期計劃，Shift 將 10 年後的銷售目標定為 3,000 億日圓，年均複合增長率相當於 26%。

該公司亦有意透過嚴格管理的收購交易，開發全新服務及吸納更多工程師人才，藉此擴大業務。Shift 的管理層只會考慮買入業務範圍未有重疊的服務商、擁有多類客戶的主要供應商、即時利潤貢獻高於商譽的公司，以及收購價不高的企業。自 2019 年起，Shift 每年收購 5 至 6 間公司，並成功將收購對象與集團整合。

Shift 的高級管理層直接參與各項重大業務，他們採取的措施有助促進企業的可持續發展。該公司的行政總裁丹下先生銳意取代低效率的分判制度，並改善日本資訊科技工程師的工作環境，從而改革行業。與此同時，副總裁佐佐木道夫先生亦不時到訪銷售部門，與僱員分享新型的銷售技巧。佐佐木先生曾任職以銷售方式著稱的基恩斯（Keyence），他在最初加盟 Shift 時擔任獨立董事，兩年後獲委任為副總裁，反映公司將提升銷售能力視為長遠發展重點。

從 Shift 所委任的獨立董事中，我們亦可發現公司的管理層願意聆聽不同意見。我們觀察到，其他成功的日本小型企業亦具備相同特徵。Shift 的五名獨立董事均在金融和資訊科技服務等各個行業擔任過最高級別的行政人員，故此能為公司提供有關投資者溝通、業務策略及資訊科技行業趨勢的獨到見解。自 2019 年起，一眾優秀的董事持續推動董事會會議改革，並且在公司轉用審核及監事委員會架構後積極發表意見。有見及此，我們相信 Shift 具備可觀的長遠增長潛力。

## 日本的環境、社會及管治情況

於 2020 年 10 月，日本首相菅義偉承諾該國將於 2050 年前實現溫室氣體淨零排放。有關消息引起當地多間企業跟從，截至 2021 年 4 月底，已有約 40% 的日經平均指數公司訂立淨零排放目標，較 2020 年底增加一倍<sup>3</sup>。

另一方面，近期日本修訂企業管治守則，而且東京證券交易所建議實施改革，於 2022 年 4 月將股市重新劃分為三個新市場，分別是主板（Prime Market）、標準板（Standard

Market）及成長板（Growth Market），這兩項變化均顯示當地日漸重視環境、社會及管治議題。

未來，企業要於主板上市，必須遵守較其他市場更嚴格的企業管治規定、符合有關董事會獨立性及英語披露的最低標準，並且提供符合氣候相關財務披露工作小組要求的氣候相關披露。

日本的多間跨國企業（例如索尼（Sony）、資生堂（Shiseido）及東京威力科創（Tokyo Electron））早就推行了最佳的披露措施，可惜不少專注經營國內業務的公司在環境、社會及管治評分上表現較差，理由是第三方數據商往往以披露欠完善為名，下調該類企業的評分。

鑑於評分範圍、計分方式及比重並非統一，而且數據商對同一企業的最終評分各異，我們認為不能只以分數為準。

比起依賴不一致的評分，我們採用由下而上的投資方針，並將其應用於環境、社會及管治工作上，在過去一年與所投資的企業舉辦一系列專門的相關議合活動。

透過與企業的會議，我們了解哪些公司的使命符合環境、社會及管治價值，哪些公司是光說不做。幸運的是，參與會議的大部分日本企業均認同環境、社會及管治的重要性，這些公司的高級行政人員亦積極聆聽投資者的意見，力求建立環境、社會及管治的基礎框架。由於這些企業的環境、社會及管治發展才剛起步，我們重點介紹了其他公司採取的最佳措施，比較 GRI<sup>4</sup> 及 SASB<sup>5</sup> 的報告標準，並分享我們對於企業如何識別主要重大性議題的看法。

最重要的是，我們明白到即使日本企業缺乏披露及成熟的環境、社會及管治分類方式，也不代表當地公司未有考慮相關問題。事實上，我們投資組合的企業往往會迎難而上，主動克服日本社會中各項結構性缺陷。

特殊需要人士招聘服務商 S-Pool 便是一個好例子。該公司協助企業聘請殘疾人士，以符合法例要求。面對殘疾僱員流失率較高的挑戰，S-Pool 格外著重服務質素，成功於該領域建立良好聲譽，帶來可持續的盈利增長。S-Pool 更開展了碳排放額度交易及顧問業務，負責教育及幫助日本企業遵守環境、社會及管治披露規定。

我們會見的企業大多實施了必要的環境、社會及管治相關風險管理措施。例如，去年與我們見面的資訊科技及軟件企業便早就取得了數據保障證書，並且遵守嚴格的保安及合規協定。

在每次的議合活動中，我們都可以加深對投資組合企業核心基本面的了解，使我們更加相信環境、社會及管治研究是整個投資流程不可或缺的一部分。舉例來說，我們與 Shift 討論整間企業推行的僱員參與措施時，便更加深入地了解該公司工程師服務單價上升，以及其系統性「Top Gun」培訓計劃的情況。在奧林巴斯（Olympus）回收產品一事上，當公司委任新的全球品質保證主管，並表明已經採取具體措施處理問題後，我們亦對其品質控制能力重拾信心。

<sup>3</sup> <https://asia.nikkei.com/Business/Business-trends/Almost-40-of-Nikkei-225-companies-pledge-net-zero-emissions>

<sup>4</sup> 全球報告倡議組織

<sup>5</sup> 永續會計準則委員會

## 投資組合指標及總結

正如上文所述，我們於市況疲弱時增持最有信心的股票，相信將可持續改善投資組合的質素。於 2021 年 8 月底，投資組合的加權平均已動用資本回報率及股本回報率分別為 47% 及 19%，高於同期 MSCI 日本指數的 7% 及 9%。

我們的投資組合持股集中於定價能力較高及採取輕資產業務模式的公司，導致本策略的盈利能力指標遠遠領先相關的參考指標。舉例而言，我們所投資企業的平均毛利率及經營利潤率持續高於 45% 及 19%，反觀 MSCI 日本指數的成份股平均毛利率及經營利潤率分別只有 29% 及 9%。自本策略成立以來，我們一直維持上述的質素比率。

雖然我們的投資組合平均市盈率不低，但主要原因在於我們集中買入高質素的成長型股票，例如 Benefit One、基恩斯、Lasertec、GMO Payment Gateway 及 M3。憑藉持續的盈利增長及強勁的業務，這些企業於疫情期間獲得重估。我們投資組合中的多間公司（包括 Rakus 及 Raksul）均身處滲透率極低的行業，而且投放了大量資金提高服務知名度及鞏固領先的市場地位。鑑於這類企業的盈利能力需要 3 至 5 年時間才能追上正常水平，我們的投資推高了整個投資組合的短期市盈率。

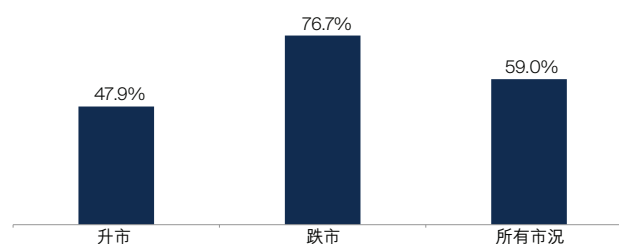
在疫情下，投資組合中依賴訪日遊客的企業，例如資生堂及花王（Kao）等化妝品公司的短期盈利受到衝擊。不過，我們相信這些公司擁有強勁的業務，並且維持理想的長期可持續發展能力，因此應能在旅遊業復甦後迅速反彈。此外，新冠肺炎疫情亦有助該類企業加快推動轉型計劃。以資生堂為例，該公司最近便宣佈出售三個表現欠佳的美國品牌。按照 2019 年的財務資料推算，該項出售交易及其他重組措施可為公司減少超過 200 億日圓的虧損。

最後，我們希望借用已故長線股票投資大師菲利普·費雪（Philip Fisher）的比喻，以說明本策略旨在為客戶的資金提供長遠保障及增長。基於我們獨特的投資方針及投資組合企業的性質，無論過去還是未來，本策略的相對表現均會不時出現短暫的劇烈波動。根據過往經驗，我們的投資組合主要會在典型的升市期間表現落後，並在跌市時展現保障資本的能力。如下圖所示，自成立以來，首域盈信日本股票策略在跌市及升市時跑贏市場的機率分別為 77% 及 48%，而綜合所有市況計算的領先機率則為 59%。費雪先生曾經舉出一個例子：

「要經營一間成功的餐廳，我們可以選擇供應貴價菜式，亦可以主打低價高質的食品，也可以提供匈牙利、中國或意大利等異國菜，當中每個做法都可以吸引到顧客。然而，如果餐廳一時供應貴價菜、一時提供廉價菜、或者突然只賣異國菜，那麼就算經營者有多出色，也都難以建立客源」。

就像餐廳會自行選擇特定顧客一樣，我們也希望假以時日，首域盈信日本股票策略能夠吸引與我們看法一致的長線投資者。

在不同市況下首域盈信日本股票策略的表現



這些為過往數字。過去表現並非未來表現的可靠指標。對以非美元為基本貨幣的投資者而言，回報或因匯率波動而增加或減少。首域盈信日本股票策略所有表現數據。資金來源 - Lipper IM / First Sentier Investors (UK) Limited。表現數據的計算包含費用，並包括扣除預扣稅後的再投資收益。表現優於指標的月份（自成立起至 2016 年 7 月 1 日：MSCI 日本指數除稅前的基準表現。2016 年 7 月 1 日至今：MSCI 日本指數除稅後的基準表現）。指標來源 - MSCI。自成立以來的表現數據按照 2015 年 2 月 2 日至 2021 年 8 月 31 日計算。

資料來源：企業數據來自公司的年度報告或其他投資者報告。財務指標及估值來自 FactSet 及彭博。截至 2021 年 8 月 31 日或另行註明。

#### 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。有關資料來自首源投資（「首源」）認為可靠的來源，而且在發表本文件時為準確的資料，首源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。首源、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。未經首源投資預先同意，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，此文件由首源投資（香港）有限公司發行，並未經香港證監會審閱。首源投資及首域盈信資產管理是首源投資（香港）有限公司的商業名稱。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。

首源投資（香港）有限公司是首源投資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。首源投資在不同司法管轄區內有多間公司。

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。