

# 首域盈信亞洲 — 日本股票

客戶通訊

2017年7月

- 本基金投資於由在日本成立或於日本擁有重大營運並於受監管市場上市、買賣或交易的股本證券組成的投資組合。
- 本基金的價值的波動性可能會較大，原因是本基金承受單一的法律、政治及經濟狀況風險。本基金所投資股票的價值可能受貨幣匯率波動所影響。本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。金融衍生工具具有一定風險。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。

## 在21世紀的日本尋找投資方案

日本的改革進度緩慢，加上經濟環境至今只有輕微改善，令「安倍經濟學」的支持者意興闌珊。除了改革力度不足外，人口老化、通縮環境和負利率都是投資者必須面對的難題。然而，投資日本時，投資者很容易受制於「由上而下」的利淡因素，因而錯失近在眼前的實際投資機會。雖然我們以此為鑑，並認同市場對宏觀問題的關注，但我們相信日本仍擁有眾多瑰寶 — 有些不為人知，有些則顯而易見 — 業務和管理理念與別不同，或展現致力逐步改變行事方式跡象的企業。

事實上，早前的日本考察之旅鞏固我們的長期觀點：日本正在轉變，但是以其獨有的方式和步伐進行。舉例來說，80%在日本Topix指數上市的公司現時至少擁有兩名獨立董事，比率高於2012年的30%，反映日本朝著正確的方向前進，儘管前路仍然漫長。在我們這次考察的公司中，全球汽車塑膠零部件製造商Nifco表示將聚焦於提升其股本回報率，並宣佈計劃出售《日本時報》(Japan Times)；外界一直批評這項週邊業務有損公司價值。此外，日本大型甜點公司明治(Meiji Holdings)現以雀巢(Nestle)為參考標準，更訂立10%營運利潤率作為在全球市場競爭的最低能力標準。

除了以上的正面發展外，我們亦認為在勞動力嚴重短缺下，日本的通縮環境可能即將結束。最近的失業率靠穩在2.3%的1994年以來最低水平，職位對求職人數比率則升至1.8倍的25年最高位。一直以來，工資增長停滯不前是日本經濟的最大難題之一，儘管其勞工市場趨於緊張。這個情況必須改變，而價格壓力開始出現一些上升跡象。日本最大型上門配送服務公司雅瑪多控股株式會社(Yamato Holdings)早前宣佈27年來首次加價，並考慮停止為日本亞馬遜提供即日配送服務。7-Eleven便利店總特許授予人Seven & I Holdings表示對近日為特許經銷商提供補貼的決定感到憂慮，故有可能加價。

最初，投資者可能認為日本企業的回報地位較低，或欠缺動力，互不協調。誠然，日本公司主要並非為股東，而是為所有持份者經營；而日本的管理風格建基於根深蒂固的企業社會責任思想，多於獲取最大利潤。另一方面，若我們能退一步想，便會發現即使當地經濟在1990年代經歷前所未見的崩潰後，加上人口老化和其後數十年的通縮，但日本在此過後仍有顯著的進步。

前往日本的旅客不時對當地發展讚嘆不已 — 不僅是現代化城市的吸引之處，例如交通暢通無阻、基建高度發展，以及環境衛生標準遠高於其他國家 — 還有越來越多日本企業將重心由戰後時期的數量主導理念，逐步走向質素主導的增長模式和創新技術。雖然這些改變可能只是逐漸出現，但我們不應低估逐步轉變背後的道理，也不能忽略這些改變長遠可能帶來進一步突變的事實。

在目前的顛覆時代，投資者或會質疑保守主義牢不可破的日本企業能否適應。我們對部份行業的日本企業感到樂觀 — 這類公司為我們創造投資機遇。日本公司特別善於累積型創新(cumulative innovation)，而非突變型創新(radical innovation)。這個觀點從日本公司現時在價值鏈的定位可見一斑：縱使日本公司在智能手機一役敗陣而回(新型號迅速取代舊型號)，但它們主導重要的零部件市場(技術發展以較漸進的步伐進行)。同樣道理，日本公司流失了家庭電器和時尚服飾等快速流轉消費品市場的佔有率，但在工廠自動化、汽車和商用空調等商業對商業市場擁有龐大佔有率。對這些市場來說，質素和安全較快速市場營銷來得重要，而審慎的消費者往往為日本企業提供充裕的產品交付期，讓公司把業務調整至配合嶄新趨勢和技術。

日本是一個講求順從和循規蹈矩的社會，管理質素和具特質的企業文化對公司表現的優劣至關重要，繼而影響其潛在投資回報。那些目標清晰的管理層似乎能夠透過個人魅力和氣勢激勵僱員，展現真正的領導能力。當然，這放諸西方國家(以及大部份其他市場)皆準，但「股票教派」(equity-cult)盛行意味商界通常重視回報；但日本的情況未必如此。正如著名發明家愛迪生(Thomas Edison)所說：「我這輩子從來未曾工作，一切都是我的興趣。」在日本文化中，僱員可以基於其他原因而爭取卓越表現，例如：力臻完美、使命感，或是追求和諧境界。

整體來說，大和民族止於至善的精神及鍾情於產品的性格，加上企業坐擁超過二萬億美元現金，將帶來吸引的投資機會，特別是我們重視那些尚在旅途的公司多於那些已經到達目的地的企業。因此，日本公司的前進方向使人相當鼓舞。

## 自動化和機械人：下一個工業革命

「未來的工廠只會有兩名僱員：一個人和一個頭狗。那個人負責餵狗，那頭狗則負責不讓那個人觸碰工廠設備。」

### —美國企業管理大師班尼斯 (Warren Bennis)

為解決人口老化的全球問題，以及精密技術與日俱增的挑戰，我們相信自動化將成為一個長期運動，由汽車和電子藉傳統製造業蔓延至製藥、食品和飲品及物流等一般行業。歐洲的「工業4.0」(Industrie 4.0)和中國政府最近公佈的「中國製造2025」策略均為這次運動提供支持。

事實上，製造業自動化並非新事物，機械人的應用現已到達臨界點。全球運作中工業機械人數量需要接近30年時間才可於2010年增至100萬台的水平，而預計該數字將在2019年達到260萬台。在未來三至五年，大型工業機械人和小型機械人的複合年增長率分別為10%及15%至20%，大型的日本自動化設備公司可望從中受惠。

這個增長預期建基於多項動力因素。首先是協作機械人的出現。這類小型的移動機械人主要與人類操作員互相協作，特別適合那些無意或無法付出龐大開支以安裝傳統自動化系統的中小型企業。

其次，機械人的智能水平和工作能力逐漸提升。透過掌握電腦運算能力的發展，新一代機械人安裝了視覺感應器和控制器，以便「觀察」四週環境作出判斷，無須再由人手重新調較。現時，裝有輔助視覺系統的機械人佔總數不足15%，但預期該比率將顯著增加，特別是汽車製造業以外的行業，因為行業的產品生命週期較短，而且程序標準化的程度較低。

最後，智能技術和網絡互連(稱為「工業物聯網」)的發展帶來新的應用程式，製造程序所使用的追溯、跟蹤及控制(TTC)系統便是其中之一。TTC可以具體指出程序問題所在，讓製造商迅速識別和修正問題，從而協助提升供應鏈管理的效益。目前，安裝於製造設施的TTC系統約佔全球總量的15%，預計在未來數年將顯著增加。

## Keyence Corp

Keyence Corp是一家主要的工廠自動化設備公司，生產感應器、雷射刻印機和機器視覺系統。我們認為該公司是這個行業首屈一指的公司之一，其建立穩健的企業文化，並聚焦於提供度身訂造方案的直銷業務，加上採取無廠房營運模型，這些因素都為公司帶來可觀的盈利表現、穩健的財政狀況、龐大的現金和優秀的投資回報率。

我們在2010年首次與該公司會面；當時公司出現高層人事變動，及後委任董事會中最年輕的董事山本晃則(Yamamoto Akinori)擔任社長。雖然Keyence是日本盈利最高的公司之一，但亦由於資本配置效率欠佳、股東回報政策欠吸引和海外業務比重偏低等備受批評。

不過，與公司多次會面後，我們發現其擁有不容自滿的獨特企業文化，並專注為客戶提供增值服務。另外，Keyence的組織結構相對扁平，著重「論功行賞」多於「論資排輩」，這在日本頗為罕見。公司以遵從嚴謹關鍵表現指標(KPI)的量化措施，以及質化措施(例如：交叉銷售其他部門產品的能力以發揮團隊精神)來評估僱員。整個評估程序建基於管理層認為產量和程序同等重要的信念，而我們認為這個觀點合理。

除訂立嚴格的標準外，Keyence一直能招募有抱負和積極主動的僱員，他們認同公司表現主導的經營理念；大部份

應屆畢業生較能接受這些價值觀。透過聘請「適合」的人員，Keyence無須強制執行紀律行為，反而能夠集中營造一個理想的工作環境。僱員自發爭取最佳表現，達成具挑戰性的目標，公司亦會以屬於行內偏高水平的報酬獎勵員工，因此該公司的員工流失率持續偏低。

其後，我們開始了解公司的業務優勢。Keyence採用直銷和無廠房的業務模型(與分銷商銷售模型相反)，並聘請技術銷售人員擔任「工程顧問」。這些顧問特別擅長為Keyence的產品開拓終端市場：他們會向客戶示範技術應用方法，並主動就客戶可能不認識的產品方案提供建議。雖然他們沒有針對特定的行業或產品，但只要客戶有需求，他們便會設計和銷售相關的方案。在這個顧問式銷售策略下，該公司的銷售額和每名僱員純利都位列業內最高水平。我們認為這是為Keyence帶來優秀盈利指標和長期可持續發展的主要無形因素。

在缺乏大型競爭對手的情況下，Keyence一直身處業界最前線位置，推出「暢銷」產品，並透過其易於使用的操作系統整合硬件和軟件方案。即使採用商品化硬件，後者仍可以提升該公司產品的效能表現。有鑑於此，Keyence被譽為自動化工業的蘋果公司(Apple)。

Keyence的業務模型為其帶來可觀的回報，繼而累積了一筆現金以緩衝市場不景時的影響，亦可用作收購業務的資金。與此同時，該公司奉行的表現主導企業文化，正是其締造卓越往績和推出創新產品的主因。總括來說，我們認為Keyence具備有利條件，能夠在市場擴張下滿足客戶對自動化設備日益增長的需求。

## Harmonic Drive Systems

我們在2016年12月新購入Harmonic Drive Systems的股份，該公司亦受惠於自動化和機械人的發展趨勢；其擁有應變波減速齒輪(strain-wave speed reduction gear)的全球專利權，行業的技術門檻頗高。綜觀機械人工業，該公司身處價值鏈的最上游位置。Harmonic Drive Systems的減速齒輪是機械人系統的重要零部件，佔機械人成本結構的最大部份。由於生產該零部件有利可圖，因此不少海外和日本的新業者都有意進軍這個非主流市場。專門製造另一類齒輪的主要自動化設備公司Nabtesco曾經嘗試研發可以加入競爭的應變波機械裝置，但最後無功而還。

有賴「產品為先」的思維，Harmonic Drive System得以發展減速齒輪業務，在市場建立領先地位。雖然應變波減速齒輪早於1957年發明，Harmonic Drive Systems是唯一一家成功開發和改進這項技術的公司。經過累積多年的創新技術，該公司持續改良應變波齒輪的設計和應用方式，這些努力亦使其建立了極難與之匹敵的產品和業務模型優勢。雖然面對新競爭者和代替產品所帶來的挑戰，但我們相信該公司繼續致力於研發，將有助維持其技術領導地位。

從投資角度來說，我們認為Harmonic Drive Systems是一項優秀的週期股，穩健的財務表現反映其業務優勢。在整個週期中，Harmonic Drive Systems取得約25%的已動用資本正常化稅後回報率，並締造強勁的現金流。由於該公司正擴張業務以滿足終端客戶漸增的需求，其現金流指標或受營運資金需要增加的影響而在短期內受壓。不過，我們仍有信心該公司長遠能夠收回初期資本支出。

過往，Harmonic Drive Systems的營運策略或許過於保守，在擴張產能方面行動緩慢，延長了產品交付期，但情況正在改變。公司管理層增持德國權益法附屬公司Harmonic Drive AG的股權，以回應歐洲對協作機械人的需求增長；提升產能

以推動未來的業務發展；以及加強研發力度，藉此開發更多使用不同機械裝置和物料的創新產品。

整體來說，Harmonic Drive Systems全意專注於核心業務，擁有理想的長期已動用資本回報率，加上管理層對未來增長前景的態度正面，我們認為它是一家值得長線持有的公司。

## 長遠而言具吸引力

我們注意到Keyence和Harmonic Drive Systems的估值並不便宜。從絕對和歷史角度來說，這兩家公司的市盈率已經接近歷史高位。儘管如此，我們認為它們較傳統公司具備更佳條件應對無可避免的經濟逆轉，因為兩者均擁有穩健的競爭優勢、高盈利的業務模型、強勁的現金流及健康的財政狀況。從基本因素的角度來看，隨著全球投資環境正經歷多個長期突變型轉移趨勢，目前無疑是長線投資者考慮持有上述企業的最佳時機。自動化技術（以及機械人）僅是眾多投資主題的例子之一。就此而言，我們靜待市場回落時在較安全的情況下增加持倉。

## 十大持股 (%)

	行業	基金	指數*
Keyence Corp	資訊科技	5.8	1.3
株式會社良品計劃 (Ryohin Keikaku)	非必需消費品	5.0	0.2
Recruit Holdings Co Ltd	工業	4.9	0.6
Start Today Co Ltd	非必需消費品	4.7	0.1
Tsuruha Holdings Inc.	基本消費品	4.4	0.1
三住集團 (Misumi Group)	工業	4.1	0.2
Asahi Intecc #	健康護理	3.2	0.0
Kusuri No Aoki Holdings #	基本消費品	3.1	0.0
Nitori Holdings	非必需消費品	3.1	0.3
大東建託 (Daito Trust Construction)	房地產	3.0	0.3
<b>總計</b>		<b>41.3</b>	<b>3.3</b>

資料來源：首域投資，截至2017年6月30日。\*指數：MSCI日本指數。#於期終時並非指數成份股。

## 累積表現 (%)

	自成立日	6個月	3個月
首域日本股票基金	13.1	16.2	9.1
MSCI日本指數	8.4	9.9	5.2

## 年度表現 (%)

	2016^
首域日本股票基金	-2.7
MSCI日本指數	-1.3

資料來源：首域投資，理柏，資產淨值對資產淨值計算(美元總回報)，截至2017年6月30日。上述表現是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2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。