

## 基金經理問答

# 日本 - 發掘投資市場中的「滄海遺珠」 (下半部)

2021年8月



**李青 (Sophia Li)**  
基金經理

基金經理李青 (Sophia Li) 於 2009 年以研究生身份加入首域盈信資產管理，投資範疇廣泛覆蓋北亞市場公司。李青現負責管理日本股票策略，為首域盈信日本股票策略基金經理。

### 最近數月，日本股市波動反覆。你怎樣調控投資組合的風險呢？

我們不認為短期市場波動是一種風險。相反，我們將風險界定為永久損失客戶資本。為了防範有關風險，我們相信最重要的是嚴守紀律，持續執行嚴謹的由下而上選股流程。

近期的部分市場波動源於投資者憂慮全球通脹。我們要求投資組合中的企業佔據行業霸主地位，或者具備強大的定價能力，故此這些公司應能在高通脹環境中繼續取得好成績。另外，我們的投資對象亦需要擁有較高的防守力，並且持續帶來中長期增長。

我們的投資組合兼顧日本的國內企業，以及足跡遍佈全球（即經營大量海外業務）的日本公司。在全球經濟復甦期間，跨國公司往往表現不俗，而在經濟低迷時，純國內公司應能帶來持續的盈利增長及發揮抗跌能力。

### 投資團隊認為怎樣才算估值過高？你能否舉出因估值過高而出售投資的例子？

我們為投資組合（包括觀察名單）中的每隻股票釐定公平市值，並每三至五年計算年度化回報和股息。根據經驗，

我們投資企業的前提是其回報率必須超過雙位數，如果企業風險較高，我們對回報的要求亦會提高。假如按照公平市值計算，企業產生負回報，我們會將其視為估值過高。

我們曾經擁有一間名為星崎電氣 (Hoshizaki Electric) 的公司，其為日本國內的餐廳商用冰櫃和冰箱龍頭。在我們投資於星崎電氣時，該公司的相關賣方研究極少，估值處於合理水平，市盈率大約為 20 倍。然而，在之後數年，該公司的重估速度遠超盈利增長。在進行更深入的盡職審查後，我們發現其海外擴展進度欠佳。另外，該公司的新管理層也引起了我們的憂慮。有鑑於此，我們很快便沽清其股票。

### 在去年的疫情拋售潮期間，投資組合有否遇上任何增持股票的良機呢？

事後回看，去年初的跌市確實是全球投資者買入日本企業的黃金機會。在此期間，我們主要買入了兩類企業。

第一類企業是疫情股，我們相信這些公司不只是短期的疫情受害者，他們的產品和服務應可從疫情帶來的結構性變化中獲利。舉例來說，日本的消費者和企業均非常保守，這次疫情卻推動了他們邁向電子化，因此消費者和企業行為變化的受害者包括電子支付 (GMO Payment Gateway)、電商 (M3 及 Shift) 和軟件即服務 (Rakus) 行業。

另一類企業是短期估值受到疫情衝擊，但憑藉穩健的業務成功於未來一至兩季反彈的公司。以瑞可利控股 (Recruit Holdings) 為例，我們認為該公司將從經濟重启中獲利。另一個備受忽視的企業例子是 Kotobuki Spirits，這間公司主要向日本國內及訪日的遊客銷售手信糖果。

於疫情前，Kotobuki Spirits 錄得可觀的股本回報率和利潤率。過去 12 個月，該公司實施一連串成本削減措施，在疫情後，相信其將可提升利潤率和股本回報率。我們亦認為該公司已經準備好迎接疫情後的需求復甦。

## 你有在中小型市值公司中發現投資機遇嗎？

在我們眼中，由於針對中小型市值公司的分析不足，這部分的市場蘊藏大量機遇。小型企業的短期股價波幅不低，原因是零售投資者參與度較高。然而，長期來看，我們相信全球投資者能夠從中賺取豐厚回報。

我們每年會與企業進行約 250 至 300 次會議，當中超過一半為新公司，故此我們看好中小型企業的機會組合。

## 你有在日本的電動車市場中發現投資機遇嗎？

從大約四年前起，我們一直嘗試尋找電動車行業的投資機遇，但卻未能發掘到管理完善，並從行業中受惠的純電動車公司。我們亦不希望違背投資理念，刻意追捧「熱門的投資主題」。

我們於一間名為日本電產 (Nidec) 的企業中持有股份，該公司生產伺服電機，但服務對象橫跨各行各業，並不限於電動車公司。儘管我們相信日本電產的電動車動力引擎產品具備潛力，有關業務的規模仍然較小，至今的收入佔比只有 1%。話雖如此，我們預期該項業務將會迅速增長。隨著電動車滲透率持續上升，在 2025 年，相信電動車引擎業務的收入佔比將會增加至 15%。

## 環境、社會及管治分析是投資團隊的理念核心。歷年來，日本策略在這方面有甚麼變化？

自團隊成立起，環境、社會及管治一直是我們投資流程的重要部分。我們將此視為一趟旅程，而且多年來持續完善有關工作。

我們的團隊不會投資於對環境或社會造成直接危害的任何行業或企業，我們亦重視管理及企業管治質素，多於業務及增長前景。在早期，我們將環境、社會及管治因素納入風險

管理。不過，我們已經逐漸改變方針，以發掘將環境和社會風險轉化為機遇的企業。

舉例來說，我們的投資組合包括多間致力為日本中小企提供產品及服務的公司。這些中小企規模較小，通常較大型企業更弱勢。以 Rakus 為例，該公司的使命便是為中小企提供價格相宜的服務。

我們亦將風險指標從原來的以企業管治為主，擴大至包含環境和社會風險。

我們認為，日本企業的最大問題在於其性別多元性程度。從去年起，我們開始與所投資的企業進行年度議合會議。每次會議通常為時 60 至 90 分鐘，當中我們會按照永續會計準則委員會的定義，討論有關業務的所有主要和重要議題。

鑑於日本的中小型市值企業存在資訊披露不足的問題，我們還會鼓勵企業披露更多資料。透過我們的議合工作，我們很高興看到部分企業的管理層願意接受意見，並且改善流程。不過，日本企業的變化緩慢，我們需要繼續耐心地與企業溝通，同時監察進度。

## 你能分享以往的企業議合工作嗎？

數年前，迅銷集團 (優衣庫) 的前印尼供應商捲入了勞工保障問題。我們與迅銷集團討論供應鏈管理流程事宜，特別是缺乏申訴制度的問題。該公司的全球同業均設立了相關制度，包括 H&M 和 Zara 等。不過，當時迅銷集團卻未有實施該項制度。

我們向迅銷集團引薦了供應鏈解決方案服務商 Elevate，雙方展開諮詢。其後，迅銷集團改善了申訴制度。目前，兩間公司正在討論是否就該制度引入適當的調查及評估工具。

## 你對日本市場的行業輪動有甚麼看法？你有否考慮過買入增長前景略遜的低價股呢？

過去我們也曾經遇上吸引的低價股，並且買入股價較低的企業，犧牲了追求質素的原則。然而，在事後看來，這些投資都是錯誤的決定，實際上令我們蒙受損失。

我們團隊的投資期相對較長，最少維持三至五年，甚至更長。在整個經濟週期中，低價股通常只能帶來平庸的回報，而在經濟不景時，我們往往不會有信心趁低吸納。換言之，這些公司是出於某種原因才會股價低迷。

從過往經歷中，我們學到了教訓，未來不會再嘗試在經濟週期的行業輪動中入市。事實上，在投資企業時，我們的目標是找出能夠帶來可持續回報和增長，並且不受宏觀環境影響的企業，故此我們不會關心宏觀因素。



**投資組合中的多間企業均持有淨現金。  
疫情爆發至今已經 18 個月，淨現金狀態  
對這些企業有甚麼幫助呢？**

我們觀察到，在跌市時，財務狀況穩健的企業通常獲得投資者信任，較能對抗市況不景。

在疫情期間，不少企業，特別是軟件即服務公司均把握機會，將資金重新投資於業務發展。這些公司相信 2020 年是提高市場滲透率的難得機遇，並且在年內大舉投資，以推廣旗下的各種服務。

在過去約 12 個月，Japan Elevator Service 和 Shift 等企業亦進行多項併購交易。究其原因，是在疫情影響下，小型企業陷入困境，急於出售業務所致。

除此以外，日本的中小企亦面對結構性繼任問題。在五年後，日本超過 70% 的中小企創辦人將會退休，當中很多企業均難以找到繼任人。這場危機為行業龍頭帶來黃金機會，讓他們可以動用資產負債表中的巨額現金來整合市場。

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、理柏及彭博。截至 2021 年 7 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。