

全球資源

季度回顧及展望

截至2016年12月

- 本基金投資於全球與天然資源及能源類相關的證券。
- 本基金投資於新興市場股票涉及的風險，可能高於投資於已發展市場的風險，包括價格急劇波動、流動性風險及貨幣風險。投資於單一行業的股票可能高於投資於多個行業的波幅。本基金的價值可能受天然資源及能源行業的不利狀況的影響。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。

摘要

- 環球資源股票在12月的季度錄得正回報。石油輸出國組織（油組）及非油組產油國協議自2017年初起減產，促使油價揚升，為能源公司帶來支持。
- 商品價格於年初觸底後普遍上升，主要源於在已發展市場的通貨復脹預期升溫支持下，中國基建帶動需求增長。
- 我們對大部份基本金屬、散裝貨和能源商品維持樂觀看法，短期看好鋅、鋼、動力煤及石油。

市場回顧

環球資源股票市場在12月的季度錄得正回報，但各領域的表現好淡紛呈。基本金屬價格普遍走高，並由銅價領漲。環球製造業數據轉強，加上中國建造活動強勁，以及美國於特朗普當選總統後推行財政刺激政策的預期升溫，均提振市場需求。市場高度預期美國聯儲局於12月份加息，導致貴金屬的投資氣氛回落。隨著銅鐵價格持續揚升，鐵礦石攀升至2014年10月以來的最高水平。中國放寬削減產量的規定，令焦煤及動力煤價格從異常偏高的水平回落。由於（油組）及非油組產油國協議自2017年初起減產，促使油價揚升。

基金表現及定位

基金報升1.0%（類別，已扣除費用，未扣稅，以美元計），表現較特定指標高0.4%。¹

基金的多元化金屬和礦業持倉為表現帶來最大的貢獻。英美資源集團（Anglo American）、必和必拓（BHP Billiton）、嘉能可（Glencore）、力拓（Rio Tinto）、South32和泰克資源（Teck Resources）均積極削減營運成本和資本開支。高負債企業相繼出售資產及/或進行集資，以增強財務實力。近期商品價格回升提高企業償還債務的能力，並在許多情況下減低出售額外資產的需要。

政府和公司推行遏止產量的政策，使焦煤、鎳和鋅市場的供應緊縮。嘉能可、South32及泰克資源最受惠於上述商品組合，支持其股價揚升。我們看好這些企業多於必和必拓及力拓。雖然必和必拓於墨西哥灣成功勘探石油和可燃氣資產，但我們仍對巴西Samarco尾礦壩事件調查持續感到憂慮。我們對力拓改善營運表現、增強財務實力和增長轉佳深感欣喜，但亦繼續關注其先前管理團隊就西非Simandou項目支款的調查。

基金於季內增加銅股持倉，反映市場基本因素轉佳。Dr. Joanne Warner於12月份視察了四個位於智利的銅礦場，包括Antofagasta於月內的營運地點：Los Pelambres、Centinela及Antucoya。管理團隊簡報聚焦於按年削減單位成本約8%的持續優化和效益方案，有助Antofagasta把銅材成本曲線由第三季下移至第二季。該公司仍然致力擴張Los Pelambres和Centinela的業務。

Los Pelambres（見下文圖1）是智利的第五大銅礦場，也是成本最低的礦場之一，每年從高海拔的安地斯山脈（Andes）開採逾1.40億噸廢石和鐵礦石。為保障營運，礦場必須於冬季期間嚴控雪崩情況，而鐵礦石經由長12公里的隧道從山脈側運送至低海拔地區的廠房。雖然露天礦場管理顯得非常完善，但地質情況帶來挑戰，主要源於品位下降及鐵礦石硬度隨礦場的21年壽命而提高。該公司透過先進爆破技術和較佳的碾磨機研磨技術，以及長遠而言擴充廠房，以減低所受的影響。



圖1：Antofagasta的Los Pelambres露天礦場深800米、闊2公里。

¹ 基金年度表現：40.5% (2016年)；-34.9% (2015年)；-13.0% (2014年)；-12.5% (2013年)；-5.4% (2012年)。



圖2：Lundin Mining的Candelaria露天礦場鄰近智利科皮亞波

至於Centinela的實地考察，則集中於其硫化物廠房達到設計產能後，於過去兩年半成功節省1.90億美元的成本。此外，鉬電路和Encuentro氧化物項目的進度理想。實現硫化物廠房設計產能成為該公司的一個關鍵里程碑，使年初至今的銅單位成本由按年每磅1.35美元的水平回落。

Dr. Warner對Candelaria（見上文圖2）的視察，再次確認我們高度看好加拿大上市基本金屬生產商Lundin Mining的觀點。該公司的礦場管理團隊持續積極削減成本和優化礦體，為未來擴充業務的投資提供理據。出售Lundin於剛果民主共和國Tenke的股權建議或可為上述計劃取得所需資金。目前，公司三個地下礦場生產部份高品位物質，輔以露天礦場採掘大量鐵礦石。有關生產將至少持續至2032年，若公司成功與當地銅礦商協議整合土地擁有權和業務，其礦場可能極具增長潛力。區內有多個中小型營運商，主要由採礦歷史悠久的智利人家族擁有。

黃金股在2016年上半年表現強勁，但隨著金價在美國加息環境下走低，其截至年底的股價亦略為回落。加拿大上市礦商Detour Gold、Goldcorp及Franco-Nevada均削弱基金價值。

Detour Gold公佈的2016年第三季業績令人失望，加上2017年展望欠佳，拖累股價走低。降雨量異常充沛導致Detour Lake礦場泛濫，對進入高品位方解石區造成延誤。此外，公司可能獲准延遲開發West Detour潛在高品位項目，令投資氣氛更趨負面。我們認為市場反應過度，而且Detour的目前估值相對同業吸引。Detour是一家成立已久和成本偏低的加拿大生產商，每年產量逾500,000盎司，締造龐大的現金流，並繼續成為大型黃金生產商的潛在收購目標。

金價回落令資深黃金生產商Goldcorp的表現受壓。在行政總裁David Garofalo領導下，Goldcorp繼續重組業務和出售資產，以提升營運效率。除了訂立更多可實現的生產目標外，管理團隊亦削減成本，長遠目標為於2018年或之前可每年持續節省2.50億美元。我們的高級分析師Pete Campbell將出席該公司於1月份舉行的多倫多投資者會議（Investor Day）。

我們認為Franco-Nevada是業內最優質的貴金屬特許公司之一，擁有強勁的長線增值潛力。公司位於秘魯的Antamina白銀礦場表現強勁，帶動近期公佈的2016年第三季業績優於預期。管理團隊調高其黃金銷售和石油收益指引，而且其淨現金狀況轉佳。近期Franco同意以1億美元購入奧克拉荷馬州Anadarko Basin的STACK頁岩特許權，使其投資組合更趨多元化。雖然貴金屬的宏觀環境更具挑戰性，但Franco的財政較穩健，加上同業的多元化程度較低，因此應可提供較高的下行保障。該公司持續善用資本，並擁有充裕的流動資金，以便未來物色帶動增長的交易。

雖然我們選股時採取「由下而上」的基本因素分析，但基金亦致力在行業和地區方面分散風險。下頁圖表顯示截至2016年12月31日的基金的**多元化行業配置**。基金的最大持倉包括多元化金屬與礦業公司、能源和貴金屬生產商。另一圖表顯示帶動基金期內表現的行業貢獻。

另外兩圖亦顯示多元化地區配置和帶動基金季內表現的貢獻。地區是根據股份上市的國家而非基本資產的註冊地計算。基金最大的持倉是加拿大，普遍涵蓋中小型貴金屬和基本金屬公司。澳洲持倉主要由大型多元化礦業公司必和必拓和力拓組成。其次是美國，主要反映基金持有多家能源公司，例如埃克森美孚（Exxon Mobil）和Chevron。12月季度的貢獻普遍反映美國石油和可燃氣業及加拿大貴金屬的商品價格表現分歧。

基金的地區配置是受兩項因素所影響。第一項因素是分散組合投資。我們明白要確保達成最佳的組合風險與回報，分散投資是最重要的工具之一。第二項因素是政治風險。礦業和能源項目需要龐大的資本投資，一旦投資資本，項目便成為非流動資產。對於這類資產來說，在穩定財政、勞工和社會環境方面往績強勁的國家可說是風險顯著較低的註冊地。因此，基金在地區上分散投資，但傾向加拿大、澳洲和美國等風險較低的司法管轄區。

市場展望

商品價格於年初觸底後普遍上升，主要源於在已發展市場的通貨復脹預期升溫支持下，中國基建帶動需求增長。資本開支在過去數年回落後，供應增長亦告放緩。

商品價格下跌多年後，礦業公司把握原材料價格反彈的優勢，以加強財務實力和恢復派息。長遠而言，我們認為相關行業具有吸引力，因為自由現金流增加和財政靈活性改善，利好更強勁的業務和盈利前景。

我們對大部份基本金屬、散裝貨和能源商品維持樂觀看法，短期看好鋅、銅、動力煤及石油。若美國加息趨勢持續，貴金屬的宏觀前景可能充滿挑戰。

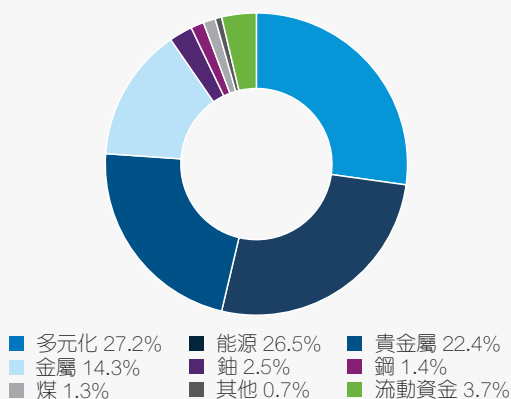
繼金屬及鑽石價格因走勢凌厲而出現獲利套現後，我們已於近數月增加基金對能源業的投資比重。油組減產和特朗普當選的消息促使石油和可燃氣股的投資氣氛轉佳。

在目前的週期性復甦初期，大型礦業及能源生產商需繼續謹守資本紀律，並把自由現金流提升至最高水平。就中型及中間生產商而言，我們著重優質資產、低成本和財務實力等特性。較小型企業本質上存在較高風險，但成功勘探、通過審批和發展，以及扭轉營運表現等刺激因素可為投資組合或小型股帶來動力。我們認為擁有多項刺激因素的公司將日益受惠於併購前景。

投資理念及程序

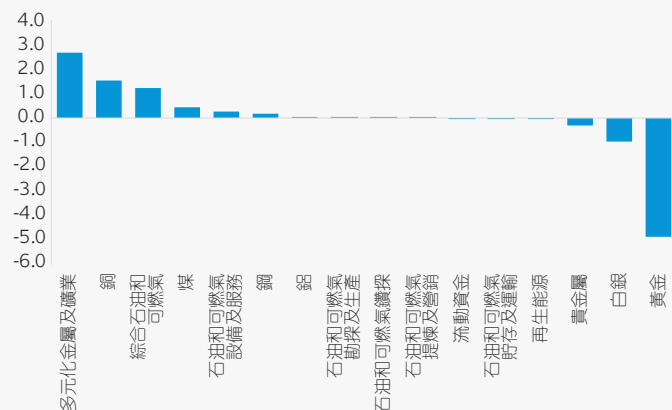
市場在過去一年再次反覆波動，我們感激您一直支持。我們仍然致力堅守基金奉行近十年的投資理念。投資組合繼續由業內最長年資的天然資源團隊之一負責管理，由Dr. Joanne Warner領導及Mr. Tai Lomnitzer共同管理。我們認為聚焦質素和視察所投資資產，可在市況向好以至艱難時期為您帶來最佳的風險調整後回報。資源業是一個週期性行業，而經過五年跌勢後，我們深信有關行業已準備好迎接更光明的前景。

多元化行業配置 (%)



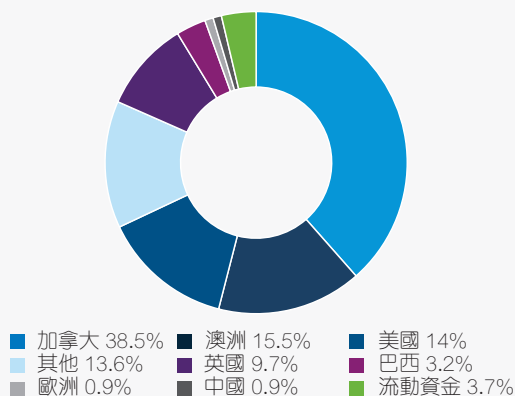
資料來源：首域投資，截至2016年12月31日。

行業貢獻 (%)



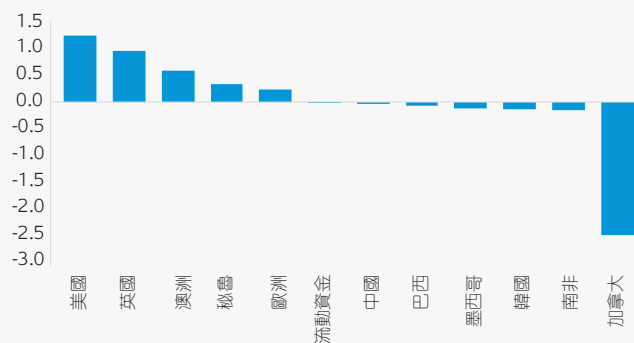
資料來源：首域投資，截至2016年12月31日。

多元化地區配置 (%)



資料來源：首域投資，截至2016年12月31日。

地區貢獻 (%)



資料來源：首域投資，截至2016年12月31日。

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。未獲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。首域投資是首域投資（香港）有限公司的商业名稱。