

- 本基金主要投資於印度次大陸企業發行的股票及股票相關證券可能涉及稅務法律及慣例、政治、社會和經濟環境的潛在變動
- 投資於新興市場可能較發達市場涉及更多風險包括流通性風險、貨幣風險／管制、政治及經濟不確定因素、出現大幅波動的可能性、結算風險、託管風險
- 投資於中小市值公司的股票的流通性可能較低且其價格更易受不利經濟發展的影響而大幅波動
- 基金的投資可能集中於單一行業、國家、特定地區或少數國家/公司所以較分散投資組合更為波動及承受較大虧損
- 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可涉及額外流通性、估值、交易對手及場外交易風險
- 投資者有可能損失部分或所有投資。閣下不應單憑本文件作出投資決定，請讀銷售文件包括風險因素了解詳情

首域盈信亞洲  
印度股票  
客戶通訊  
2018年7月

# 首域盈信亞洲 - 印度股票

## 重蹈覆轍

在過去數年，我們所持優質公司的估值普遍趨於昂貴。估值水平上升，令我回想起2008年金融危機期間曾犯下的一些失誤。雖說市場如此突然逆轉實在難以預料，但其實也不是完全無跡可尋（正如我們在過往的通訊中所討論，有些跡象似曾相識）。我一直密切注視近期對投資組合作出的變動，自我檢討投資行為，反思是否重複十年前的失誤。

回想當年金融風暴期間的失誤，大致可分為三類：

1. 根據短期盈利預測，沽售估值顯得偏高的若干優質企業；
2. 降低質素，尋找估值較便宜的公司；及
3. 持有高估值的中等質素企業，憧憬這些公司在未來長期表現亮麗。

當年的我經驗尚淺，無意中墮入上述三個陷阱。十年後，我驚覺自己仍然面對同類的挑戰。在本期通訊中，我

們回顧過去數年作出的一些艱難決定，試圖了解我們有是否重蹈覆轍，以至未來數年仍在談論……

## 過早沽售

三年前，我們在客戶通訊中曾探討Eicher Motors，這是一家兩輪車(Royal Enfield)及商用汽車(Volvo-Eicher)製造商。我們注視這家公司已經超過十年。我們留意到第二代創辦人Siddhartha Lal作出的經營轉機令人印象深刻，表示：「該股在2014年為基金表現帶來最大貢獻，以美元計算全年錄得約200%的升幅；但另一方面，估值卻因而被推高，即使從長期角度來看亦然。很遺憾，我們不得不大幅削減有關持倉。」

一如所料，其後在2015財年至2018財年期間<sup>1</sup>，Royal Enfield的銷量錄得一倍增長，而其他大型同業公司，例如Bajaj Auto和Hero MotoCorp的銷售增長則約為5%。Eicher每輛電單車的EBITDA<sup>2</sup>亦增加約25%。因此，其股價於期內上升逾50%。

Eicher的增長走勢維持一段較長時間。該公司在印度整個電單車市場所佔市場份額仍只得6%，管理層現時專注發展過往一直備受忽略的國際業務。隨著Eicher建立更強大的供應商生態系統，並擴大規模，其盈利能力應有進一步提升的空間。這種結合Eicher的管理層質素與Royal Enfield的強勁品牌和增長潛力的企業，在市場上實屬罕見。然而，以較進取增長預測（3年每股盈利CAGR<sup>3</sup>超過25%）來看，該公司現時的估值非常高昂（2021年市盈率22倍），而且盈利能力處於歷史高位（23%淨利潤率），我們認為風險與回報水平並不吸引。當估值重返安全幅度時，我們將樂意購回該公司的股份（雖說按理最初不應出售）。

Pidilite的情況亦相若，我們是該公司的長期股東。Pidilite是一家顏料製造商，由Parekh家族在1950年代建立，其後業務擴展至粘合劑和密封劑。該公司持續投資以建立品牌形象，並致力發展多項計劃，讓可影響消費者購買Pidilite產品的建築師、

1 財年= 財政年度

2 息、稅、折舊及攤銷前利潤

3 複合年增長率

承包商和石匠共同參與。隨著時間推移，其主要粘合劑品牌Fevicol更成為印度粘合劑的代名詞。在新任行政總裁Bharat Puri的領導下（曾擔任Mondelez全球朱古力業務主管），該公司開始進軍大型的新業務領域，例如防水產品。在過去數年，由於投入成本下降（與原油相關），Pidilite的利潤率亦顯著提升。截至2016財年，該公司的淨利潤率已升至15%，而其歷史平均水平則介乎6-11%。估值倍數亦上升，我們發現部份家族成員及專業投資經理減持股份。由於我們對該公司利潤率的可持續性感到憂慮，因而出售持股，但事實證明，在2016財年至2018財年期間，該公司一直維持其利潤率，評級更持續走高（現時預期盈利率為50倍！）。

在印度擁有125年歷史的Britannia是另一個例子。Britannia是印度品牌餅乾市場的龍頭企業。我們一直相信該公司應可進一步鞏固其市場地位。在印度的餅乾市場中，一半屬於出售未包裝產品的非組織販商。隨著Britannia等有組織企業的稅務管理改善，加上現代化的零售業務發展，將逐步削弱這些販商的市場份額。Britannia在曲奇和奶油餅乾等優質餅乾類別市場中佔據主導地位。隨著市民收入提升，這些優質產品的市場份額亦逐步擴大，低價葡萄糖餅乾的份額相應下降。市場發展，以及最大競爭對手的管理層面對企業家族糾紛困擾，均有利Britannia的投資組合。然而，由於原材料成本高昂、其附屬公司錄得虧損，加上廣告開支龐大，淨利潤率（一般超過6%）在2012財年跌至2.7%。在確信該公司管理層已作出若干改變以解決這些問題後，我

們新增Britannia的持倉。隨著原材料價格趨於穩定，利潤率開始提升。Britannia已關閉或出售錄得虧損的附屬公司。這種情況持續多年，新任行政總裁Varun Berry進一步作出更多變動。三分之一的低利潤餅乾SKU<sup>4</sup>經已停產。該公司為分銷商提供的折扣亦削減，並重新投資於廣告開支，以支持更高利潤的產品。因此，淨利潤率在2014年重返6%的水平，估值亦重調至超過3倍市銷率<sup>5</sup>（我們最初新建持倉時的市銷率為1倍）。當我們發現該公司的估值高於歷史倍數，而達能(Danone)向卡夫(Kraft)出售其環球餅乾業務等交易的市銷率為2.4倍時，我們出售Britannia的持倉。

自三年前出售持倉後，Britannia的銷售每年增長10%。其原材料成本一直維持偏低，管理層致力將轉向銷售高利潤的產品組合，並提高製造及分銷效率，因而帶動淨利潤率提升至10%（歷史最高水平）。Britannia現時的市銷率超過6倍，預期市盈率更加驚人，達58倍。鑑於Britannia仍須證明其在週期逆轉時能否應對原材料價格的影響，現時的估值尤其令人出乎意料。

事後看來，我們似乎過早沽售這些公司，這或許是以過去估值為主要考慮因素。然而，上述部份的增長預測及估值顯得過份樂觀，以至難以持續一段較長期間。

## 質素下降

我們最近探討的另一個課題是，近期投資組合的部份新增持倉是否出現質素下降的趨勢。具體而言，我們是指印度國家銀行(SBI)、Axis Bank和

Bharti Airtel的持倉。一如預期，團隊內部的討論均集中於每項投資個案的風險，詳情見下文。

印度信貸週期轉差，削弱了Axis Bank和SBI的盈利能力。在過去三年，由於中小企<sup>6</sup>、農業和企業貸款業務的不良貸款高企，令SBI的信貸成本由佔資產的1.5%增至3.7%，而Axis則由佔資產的0.6%增至2.7%。行業層面的信貸增長亦接近60年低位。因此，SBI和Axis的資產回報率均處於週期低位，而估值亦遠低於其歷史水平。

此外，鑑於SBI的大多數股權由政府持有，意味著政府可要求銀行履行「國家服務」責任。例如，可要求銀行收購規模較小及表現欠佳的國有銀行。在這些實體中，許多都持有不良貸款，而且資本充足率或資產回報水平亦低於央行所訂的最低標準。作出上述任何收購將會為SBI帶來重大的營運及信貸風險。長遠來看，除非銀行獲准自行僱用人員和訂立薪酬標準，不受政府規例約束，否則其競爭力可能會遭到削弱。

就Axis Bank而言，我們對其相對進取的企業文化感到擔憂。銀行的管理層在信貸週期強勁的各年間，對基建等範疇業務作出龐大投資（較審慎的私人銀行一般會迴避作出如此進取的舉動），導致銀行現時的信貸質素轉弱。我們憂慮其零售貸款業務會否重蹈覆轍，儘管我們進行渠道檢查時，至今仍未有發現任何同類失誤。無抵押零售貸款是該銀行增長最迅速的貸款業務，在三年內錄得一倍增長，現時佔整體零售貸款業務的14%。我們認為，有關業務的強勁增長同時伴

4 最少存貨單位，或單項銷售物品

5 市銷率= 企業價值與銷售比率 — 顯示市場預期未來銷售增長的估值指標

6 小型及中型企業

隨重大的信貸風險，猶如部份同業在過去所面對的情況。此外，我們亦關注高層管理人員的頻繁變動，包括最近辭任的資訊科技總監，以及央行指示銀行董事會考慮在縮短行政總裁的任期後，重新任命該行政總裁（我們預期在2018年9月前會公佈新任行政總裁）。此類事件可影響管理層的士氣，使他們更難應對業務挑戰。

與SBI和Axis一樣，我們明白對Bharti的投資亦並非全無風險。自從Reliance Jio於2016年9月進軍印度電訊業市場後，隨即引發激烈的價格競爭。當時95%的行業用戶使用預繳服務計劃。Jio推出全球價格最低的4G數據和語音服務，以吸納這批客戶。Bharti、Vodafone India及Idea Cellular等現有電訊商紛紛推出類似的產品優惠，力圖維持其市場地位，因而導致印度的用戶平均收益降至2美元，相對於其他新興市場只屬一小部份，例如泰國（8美元）、中國（9美元）和巴西（6美元）。這三家現有大型電訊商的收益在兩年內下跌20%。長遠而言，印度電訊業產生的大部份經濟價值均由消費者吸納，因為消費者可受惠於極低廉的價格，而政府只會對業界公司徵收高額稅款和頻譜費。因此，印度電訊公司在過去十年一直力求取得高於資本成本的已動用資本回報率。過往，我們一直關注Bharti的發起人資本配置欠佳的問題。Bharti在印度推出業務僅僅兩年，便投資於一家毛里求斯電訊公司，並買入東非國家塞舌爾的電訊業務牌照，連同其合作夥伴共投資2,500萬美元，而當時Bharti本身的

收益只有6,000萬美元。最近，集團主席亦承認其在2010年作價108億美元收購Zain Africa是一個錯誤的決定。多年來公司在非洲作出的投資，若用作改善管理資源和資本，以加強其在印度的基建設施和品牌對客戶的號召力，應可帶來更佳的效益。隨著Jio加入市場競爭，迫使Bharti加速投資，在印度建立基建設施，導致該公司的負債水平高於投資組合內的其他大部份持倉。儘管Bharti已出售其在Bharti Infratel（電訊塔業務附屬公司）的部份持股，但淨債務／EBITDA仍為3.2倍。

縱然如此，也不代表這些投資一無是處。縱使這三家公司各有缺點，但其在各自的領域均擁有強勁的業務，並由才能卓越的經理管理。以SBI和Axis Bank為例，在過去數十年成功抵禦不同的經濟週期，有賴強勁的存款業務所支持，而且有關業務仍持續增長。多年來，Axis Bank的存款佔整體存款比率不斷提升，而控制印度銀行業整體存款近30%的SBI則仍然維持其存款業務的市場份額（有別於其他國有銀行，市場份額持續流失）。因此，這兩家銀行均為業內融資成本最低的銀行，而且管理團隊在其他領域的表現亦相當出色。SBI擁有多家附屬公司，從事類近的業務，例如人壽和一般保險、信用卡、資本市場和投資銀行業務。這些公司並非由政府直接擁有，能夠以私人企業形式運作（在僱用人員或制訂薪酬方案方面不受政府規例監管），並可與全球領先的企業合資經營，例如法國巴黎銀行、東方匯理和凱雷投資集團。

憑藉其市場領先地位，加上股本回報率高，這些附屬公司應可隨著時間而不斷擴大。在過去十年，Axis Bank的業務亦出現重大轉型，建立更強大的存款基礎，低成本的零售存款份額在10年內由40%增至近70%。與此同時，盈利能力較佳的零售貸款佔整體貸款比率亦由2008財年的23%增加一倍至2017財年的45%，加上低融資成本和強勁的收費業務，使Axis Bank得以維持業內最高水平的撥備前經營溢利／資產。

就Axis Bank及SBI而言，信貸週期轉佳應可帶動較高的資產增長，而不良貸款亦可由高位逐步回落。中期而言，兩家銀行應可取得較高的資產回報率，而這將反映於估值倍數上升。這兩家銀行似乎均不會面對任何資本充足率相關風險。政府近期宣佈計劃向國有銀行注入額外資本，預期SBI將成為最大受益人之一。Axis Bank亦接獲一家以Bain Capital為首的銀團投資者注資18億美元－我們近期與該銀團進行討論，確認銀團已了解問題所在，並將透過其在董事會的地位致力應對有關問題。

就Bharti Airtel而言，該公司透過收購Tata的電訊業務及Telenor India，彰顯其維持市場份額及推動行業整固的決心，我們對此感到鼓舞。完成收購後，Bharti Airtel保持其市場領先地位，其收益份額約40%。此外，該公司的管理層專注提高其他業務的盈利能力，並結束非洲無利可圖的市場業務，因此，公司在非洲的EBITDA利潤率由20%提升至32%。該公司在印度的非流動通訊業務（例如直播衛

星電視及企業服務)的盈利能力亦持續提升。因此，雖然核心印度流動通訊業務的盈利能力大幅下降，但綜合EBITDA利潤率在2016財年至2018財年仍略有改善。其同業競爭對手Idea Cellular的EBITDA利潤率於同期則由36%下跌至21%。管理層致力推動行業整固，並使表現欠佳的業務轉虧為盈，我們相信隨著行業定價漸趨穩定，Bharti料將因盈利能力提升而成為市場的長期贏家。

我們明白投資組合涵蓋上述公司(合共僅佔整體投資約7%)存有若干風險，並對有關風險保持警惕。

## 持有高估值的中等質素企業

Blue Star(一家空調產品及項目公司)的第三代家族掌舵人Vir Advani展示其對公司未來業務的願景時指出：「傳統以來，我們奉行低利潤的企業對企業(B2B)商業思維模式；一切以成本與資本為先，因此不懂得爭取市場份額，只是追求利潤」。印度的空調行業正處於一個轉捩點。印度的空調滲透率僅為3%，預計未來3至5年的行業銷量將錄得一倍增長。當所有同業爭相提高銷量時，Vir的焦點卻集中於提升Blue Star的市場份額。在其項目業務長期低迷之後，更易獲取新造訂單。然而，Vir強調從過往的失誤中汲取經驗，現在已不

會簽訂過多低利潤合約，改為專注於盈利能力以提升業務的已動用資本回報率。此外，Vir表示有意進軍增長迅速的新業務，例如淨水器、空氣淨化器和空氣冷卻器，但他不會孤注一擲，在擴張業務的同時亦會注意成本與資本。每次與Vir進行訪談後，我們對Blue Star長期潛力的信心均會提升。Vir經常使我們聯想起年輕的Siddhartha Lal，以及與Eicher Motors之間的互動經驗。然而，我們仍會按照慣例，不時進行檢討，以確定Blue Star是否優質之選，以免重蹈覆轍。

我們認為Blue Star現時的情況與數年前的Eicher甚為相似。Eicher Motors的轉變是由家族掌舵人換代所推動，而Blue Star亦正處於這種變化的初期階段—Vir Advani在2016年獲委任為集團董事總經理。這兩家公司均擁有長期的增長趨勢。Eicher透過創建新的市場業務以實現目標。Blue Star則受惠於印度的空調滲透率極低，其行業市場份額在過去五年錄得一倍增長。以1年遠期市盈率計算，Blue Star的估值亦與Eicher在2015年的估值相若(遠期市盈率為35倍)；但以市銷率計算，Blue Star僅為1.3倍，而Eicher Motors則為7.5倍。有關差異是由於其盈利能力較低所致。Blue Star的淨利潤率在2007年和2008年一度高達7.9%，而在2017年僅為2.9%，主

要由於其項目業務的盈利能力因經濟週期疲軟而下降。Vir專注擴大空調產品的利潤份額及提高項目業務的盈利能力，將有助帶動公司的淨利潤率在未來數年顯著提升，加上強勁的行業銷量增長，以及持續擴大市場份額，公司的利潤率可望於未來5至7年錄得多倍增長。汲取Eicher的教訓，我們明白到單憑短期估值高昂而沽售由具有抱負和盡責團隊管理的優質企業，是一個錯誤的決定。我們將汲取教訓，避免重蹈覆轍。

## 總結

我們難以奢望我們的投資不會出現任何失誤，一旦出現這個情況，也不會羞於承認，相反，我們希望從中汲取經驗。話雖如此，這可說是痛苦中成長。我們的投資理念是以保護客戶資本為基石。因此，投資組合中隱藏的風險亦時刻縈繞於心。透過檢討過往的失誤，並分析投資組合中的同類個案，使我們相信我們所物色的公司均為善用資本和錄得良好回報的企業。我們亦謹記美國著名作家馬克吐溫(Mark Twain)的名言：「歷史不會重演，但往往有跡可循。」分析過去的錯誤不可作為投資組合未來的證明；但不斷質疑和測試我們所持企業的質素，有助消除我們對未來的疑慮，畢竟未來是無法預測。

## 首域印度次大陸基金

### 累積表現以美元計算 (%)

	自成立日	10年	5年	3年	1年	6個月	3個月
首域印度次大陸基金*	960.1	297.64	133.0	35.7	11.7	-3.8	0.7
MSCI 印度	493.0	65.68	53.8	16.9	6.5	-7.5	-0.6

### 年度表現以美元計算 (%)

	2017	2016	2015	2014	2013
首域印度次大陸基金*	40.0	1.6	5.1	45.6	7.3
MSCI 印度	38.8	-1.4	-6.1	23.9	-3.8

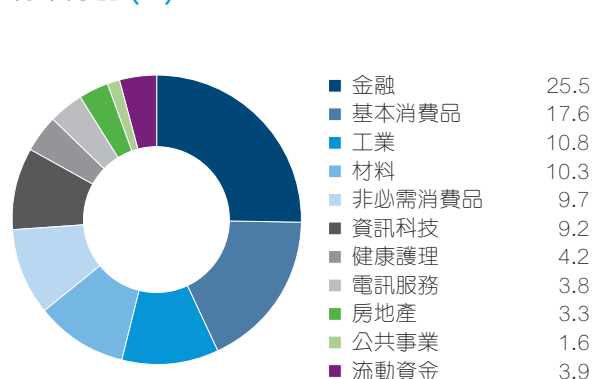
### 按控股市值

市值	< 1億美元	1億美元 < 2億美元	2億美元 < 5億美元	5億美元 < 10億美元	> 10億美元
持股數量	15	10	8	3	10
基金%	17.5	17.5	11.8	9.1	40.2

### 十大公司持股 (%)

	行業	基金
HDFC Bank	金融	6.9
Kotak Mahindra Bank	金融	6.6
Nestle India	基本消費品	6.0
Godrej Consumer Products	基本消費品	5.8
Housing Development Finance	金融	4.2
Ambuja Cements	材料	4.2
Jyothy Laboratories	基本消費品	3.9
Bharti Airtel	電訊服務	3.8
SKF India	工業	3.5
Blue Star	工業	3.1

### 行業分配 (%)



附註：基金可能持有同一家公司的多項股本證券，這些證券合併計入基金對該公司的整體持倉。指數權重（如有）通常僅包括主要的當地上市證券。上述基金比重可能包括或不包括多種證券的提述。

資料來源：理柏及首域投資，資產淨值對資產淨值計算（美元總回報），截至2018年6月30日。分配的百分比均被調整至一個小數位，百分比相加的總和可能不等於100%。

\* 首域印度次大陸基金第一類（美元 – 累積）– 成立日期：1999年8月23日。

## 重要聲明

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，以及當作為建議任何投資。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。

有關個別證券的提述（如有）僅供說明用途，不應詮釋為買賣有關證券的建議。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。

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）有限公司的商業名稱。

澳洲聯邦銀行（「銀行」）及其附屬公司對本文件包含的任何聲明或信息概不負責。本銀行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本行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。