

首域盈信亞洲 - 印度股票

印度快訊

2016年9月

- 首域印度次大陸基金投資於印度次大陸成立或經營又或在當地擁有重大權益的企業所發行的證券。印度次大陸的國家包括：印度、巴基斯坦、斯里蘭卡及孟加拉。
- 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。本基金的價值可能受投資於印度次大陸有關的風險所影響，包括稅法、政治、社會和經濟環境的變動。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。

改變仍在進行中

在過去數期的快訊中，我們已探討企業擁有權世代更迭對投資組合持倉造成的影響，以及印度大型企業家族如何應對世代承傳的挑戰。我們將繼續密切注視有關發展，特別是所追蹤公司的專業管理團隊的變動。我們在過去12個月保持觀望，並確實察見部份企業經歷若干正面的變動，情況令人鼓舞。我們因此新增少量這些企業的持倉。

Wipro有限公司（資訊科技）按收益計是印度第三大資訊科技服務公司，並有一段相當有趣的歷史發展。Wipro在1945年成立之初只是一家植物油生產商，其後數十年逐步開拓肥皂和其他消費產品業務，並在1980年代初期開始生產個人電腦，直至1990年代才進軍印度資訊科技外判業務的行列，並迅速成為市場龍頭企業之一。在2000年，Wipro以收益計排名市場第一位，收益高達5.25億美元。其後，隨著部份重要人員在2000年代初期陸續離職，令Wipro的神話開始破滅。接著十年期間更經歷多次管理層結構變動（由創辦人Azim Premji領導的模式轉為由聯席行政總裁共同營運業務）。事後來看，在行業競爭日趨激烈的環境下，這些措施似乎不足以應對，因此，該公司在過去十年的收益錄得12.6%的複合年增長率，低於行業平均的16%。盈利增長仍持續放緩，以複合年增長率計為10.6%，反映市場競爭壓力。

在2016年初，Wipro宣佈作出領導層變動。在2015年加入公司擔任營運總監的Abidali Neemuchwala獲晉升為行政總裁。加入Wipro之前，他曾在印度最大的資訊科技公司Tata Consultancy Services (TCS) 擔任營運總監。現時負責在公司內部挑選賢能，以及從昔日TCS的同事中招攬人才，為Wipro籌組一支新的領導團隊。我們曾與該新任行政總裁及部份高層管理人員會面，並自行向業界進行調查，所得的回應亦令人鼓舞。就特許經營業務而言，Wipro的問題似乎是集中於個別現正經歷週期性下行階段的行業類別，例如石油及燃氣和電訊等表現受困的行業佔其銷售額約25%。這反映公司在有關方面的風險管理疲弱，但我們對Wipro的估值

（以2018年3月預測盈利計算的市盈率為12倍、增長預期偏低、淨現金持倉為28億美元，以及股息率為2.5%）是否準確反映其財務狀況亦存疑。在過去十年，Wipro的每股盈利錄得10.6%的複合增長率（以美元計），僅略低於Infosys的13.5%。然而，Wipro的估值（市盈率）的下調幅度卻顯著較大，由2010年的20倍降至現時相對於同業的約12倍。

若新領導層能帶領公司重拾增長動力，預料將可獲市場修訂盈利增長預測及重估估值的雙重裨益。然而，即使我們滿懷信心，但亦有理由令我們感到懷疑。行政總裁在最新年報披露的致股東函件令我們卻步。他指出公司的願景為「提供集深入透徹的行業觀點、領先技術及同類最佳執行方法於一身的解決方案，以贏取客戶的信賴及取得業務最大價值」。函件中的有關訊息只是帶來更多「混亂」而非「清晰」。由於我們相信「改變仍在進行中」，並了解預期變動帶來的任何優勢將需要一段長時間才反映於數據中，因此，我們只輕微新增Wipro的持倉。我們將繼續密切留意公司的動態，並隨著我們的信心轉強而增持投資。

印度最大製藥公司**Cipla有限公司**（健康護理）的情況亦大同小異。由於該公司並無發展美國非專利藥物市場，故其表現同樣落後於其他增長較迅速的同業。然而，更重要的是自Cipla的前行政總裁Mr. Amar Lulla於2011年身故後，一直未有合適的領導人選接任，而且在Amar Lulla離世後公司被揭發曾進行若干可疑關聯方交易，令公司大受打擊，因此，創辦Cipla的Hamied家族耗用更長的時間物色新的行政總裁。在2013年，Subhanu Saxena（之前任職諾華集團）獲委任為行政總裁。我們在過去三年多次與他及其新團隊會面，但始終無法具體了解公司是否制定任何進取的計劃。此外，就期內的估值來看，亦不容許我們作出錯誤的估算。然而，在過去12個月，Cipla從Dr Reddy's聘請兩名高級行政主管，分別為出任新營運總監的Umang Vohra（前財務總監），以及擔任新財務總監的Kedar Upadhye（前財務副總裁）。最近，Mr. Vora獲委任接替已離職的Mr. Saxena出任行政總裁。我們與Mr. Vora會面後，對其計劃甚感鼓舞。與此同時，市場預期轉趨溫和，估值變得更為合理。

我們認為Cipla的國內專營權（銷售額達8億美元）本身已具有一定的價值。事實上，若加入公司在過去數年購入的其他當地製藥專營權的估值，單就其國內業務而言，已佔公司現時市值的最少80%。管理層聚焦於增加整體研發開支，以及拓展較龐大的美國業務，長遠而言亦應該有助提升公司的利潤率。

然而，值得注意的是，Cipla正試圖擺脫舊有的合約製造模式（即業務增長及發展方向均依賴其合作夥伴），改為旨在於主要海外市場建立其本身的據點。預期前路將充滿挑戰，要達成這個目標殊不簡單，亦無法迅速達成。我們亦對Cipla新增小量持倉，預料將可於短期內印證我們的觀點，並期望成為該公司的長期股東。

其他兩家較小型的資訊科技公司亦出現類似的變動：由霸菱私募基金擁有70%股權的Hexaware（資訊科技）委任新行政總裁，他之前任職HCL Tech，成功建立穩健的醫療及基建管理業務；而Mphasis（資訊科技）最近被惠普售予Blackstone。這些交易的結構反映有關業務將比以往更趨商業化。早前，我們在估值非常吸引的水平買入Mphasis的股份，並在較近期買入Hexaware的股份。預期兩者均可望於未來兩至三年造好。

在我們的主要持倉當中，Nestle India（基本消費品）亦出現重大的管理層變動，Suresh Narayanan在去年獲委任為主席兼董事總經理。這是繼發生美極（Maggi）即食麵事件後作出的人事調動，我們認為屬正面發展，標誌著這家擁有100年歷史的雀巢附屬公司擴展新產品的一個轉捩點。在這之前，Suresh曾擔任Nestle Philippines主管。此前，他負責主理雀巢在非洲東北部及新加坡的業務。事實上，我們近期與雀巢的主席Peter Brabeck會面，得悉其印度附屬公司在過去數年未能發揮其應有的潛力（他亦感到相當可惜）。他認為Suresh是接替主管印度業務的最佳人選，應該在更早之前便上任（再度表示可惜）。有關變動的效果立竿見影，（在短期內無可否認）情況令人鼓舞，長期未有新產品面世的美極重奪失去的大部份市場佔有率，並推出一系列新產品。

慎防泡沫

我們持有印度消費公司的股份已有一段相當長的時間。其中大部份公司均具備我們所看好的特點，包括由家族或跨國企業長期擁有、優質管理團隊、具備強勁優勢以支持定價能力、強大現金流、滲透率偏低及收入增加有利增長前景，以及人口結構帶來支持。在社會日趨富裕的情況下，應把握這些投資良機。

我們繼續長期持有該行業的股份。消費業仍然是首域印度次大陸基金的最大行業持倉，佔投資組合比重約25%。然而，我們對若干情況仍感關注，尤其是現時印度消費公司的估值可能已達致其歷史高位。

分銷優勢：印度的快速消費品（FMCG）公司一直視若干經銷商或分經銷商為主要客戶，從而轉售予小型店舖或批發商。這類客戶一般以預付現金形式付款，並會自行聘請銷售團隊，故FMCG公司毋須在當地招聘大量銷售人員—這種分銷模式在過去數十年一直行之有效。由於印度各邦的稅收結構複雜，加上幅員遼寬，以及文化和語言存在重大差異，不利新晉企業加入市場，因而亦為FMCG公司帶來重大競爭優勢。

然而，情況逐步作出改變。首先，這些經銷商家族的新一代成員不願接管家族業務，擠身於狹小簡陋的辦公室。他們希望追求更佳的工作環境，或一併經營其他業務。這種大趨勢意味著FMCG公司的分銷成本可能會隨著時間遞增。其次，引入商品及服務稅令這種多層分銷模式更容易進行簡化—例如公司會質疑是否應在每個省份設置倉庫。最後，隨著網上購物在印度日趨普及，可能會令新晉公司更輕易及廣泛地推廣其產品。上述種種改變均意味著印度大型FMCG公司所享有的分銷優勢正逐漸遭到侵蝕。

廣告開支：多年來，這些公司的大部份廣告開支均集中於電視媒體。印度消費者想必還記得在流動電話普及應用之前，印度不少頂級FMCG品牌的一些標誌性廣告，現在對這些品牌仍然記憶猶新。在我們的成長期間，直至90年代初之前，我們只有一個電視頻道和有限時數的節目播放。因此，我們在欣賞週日電影之前，觀看廣告亦成為我們的娛樂之一。現時，企業的媒體開支分配正迅速改變，其中網絡和社交媒體平台的開支分配增加。年輕一代的消費者不會（或毋須）觀看電視廣告—由於選擇大幅增加，故娛樂方式在過去數年亦出現重大演變，消費者的注意力也相應縮短。我們不知道現時的趨勢長遠而言對品牌有何影響。如何透過互聯網向年輕一代推廣這些品牌，但又要避免過於頻繁地在其Facebook頁面出現？整個行業會否趨向以推廣為主，因而變得短視？若然如是，面對在互聯網銷售的新晉競爭對手，它們是否正中下懷？

長久以來，印度大部份消費者均來自財富金字塔的底部。他們過往以家庭為單位，所消費的商品籃子往往亦一成不變。然而，現今的消費者更為精明，可動用收入亦增加，而且擺脫大家庭的生活模式，並較以往更加懂得追求個人品味。（隨著一些傳統的市場門檻消除）市場可供他們選擇的範圍亦不斷增加，意味著消費者對品牌的忠誠度將下降，而且更趨善變。

已動用資本回報率（ROCE）：高露潔的廣告開支佔銷售額的17%，並在超過120日後才會支付這些電視廣告開支，因而形成龐大的負營運資金。目前，隨著媒體開支趨勢逐漸改變，加上（採取預付或即付現金方式的）分銷渠道整合，這是否意味著消費公司在未來十年的ROCE將會大幅下降？

ROCE (%)	印度	母公司	母公司
15曆年/16財年	附屬公司	(未經調整)	(經商譽調整)
聯合利華	>100% *	18%	40%
雀巢	88%	12%	20%
高露潔	71%	44%	70%

*已動用資本為負數

上述憂慮顯然被誇大，即使屬實，其影響料將於一段相當長時間後才會開始展現。也許當現代零售業首度進佔西方市場時，高露潔和聯合利華亦曾面對同樣的問題。此外，營運較佳的企業將會繼續推出新一代追求的新產品，並透過新媒體向他們推廣產品。然而，現行估值似乎尚未反映眾多短期不明朗因素。不過，當市場缺乏廣泛增長跡象，以及充斥免費資金，這些必定會繼續增長的公司估值將可能保持高昂。儘管如此，由於公司市值已較以前大幅上升，因而增長幅度將會受限。我們期望持有的印度公司將會作出所需調整，我們亦將繼續密切關注其發展動向。

首域印度次大陸基金

累積表現 - 以美元計算 (%)

	自成立日	5年	3年	2年	3年	年初至今	3個月
首域印度次大陸基金	738.1*	90.0	104.5	10.9	22.76	8.2	8.5
MSCI 印度	406.8	22.1	51.5	7.6	-0.62	8.1	8.3

年度表現 - 以美元計算 (%)

	2015	2014	2013	2012	2011	2010
首域印度次大陸基金	5.1	45.6	7.3	29.9	-22.3	30.7
MSCI 印度	-6.1	23.9	-3.8	26.0	-37.2	20.9

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	8	6	8	7
基金%	19.8	12.2	12.7	21.4	22.5

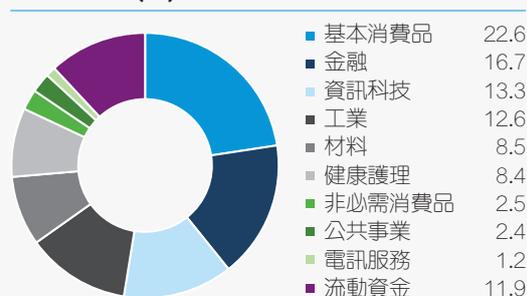
資料來源：首域投資，截至2016年8月31日。

持股 (%)

	資產	基金
Nestle India	基本消費品	5.3
HDFC Bank	金融	4.6
Infosys	資訊科技	4.1
Wipro	資訊科技	4.0
Cipla	健康護理	3.8
Hindustan Unilever	基本消費品	3.3
Kotak Mahindra Bank	金融	3.2
Tube Investments of India	工業	3.2
Dabur India	基本消費品	2.9
Container Corporation of India	工業	2.9
十大持股		37.2
二十大持股		61.7
總持股量(44)		88.1
流動資金		11.9

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2016年8月31日。
* 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。

資產分配 (%)



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）有限公司的商業名稱。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。