重點摘錄

- 兩大信評機構穆迪與標普均預估今年高收益債券的違約率會低於其長期平均。在預估未來幾年的違約率將維持低檔，美歐經濟好轉、企業獲利增加、信用狀況改善的情況下，成熟市場的高收益債相對低風險高報酬，建議佈局富蘭克林高收益債基金或 PIMCO 高收益債券基金。

- 雖然今年中國經濟仍呈現放緩格局，不過在預期人民幣長期仍維持升值趨勢且經濟成長目標確立下，近期陸股雖無大漲條件，但下檔空間亦有限。我們建議可佈局政策重點支持的內需相關產業類股，推薦標的為康師傅（322 HK）、統一企業中國（220 HK）和中國旺旺（151 HK）。

- 隨著行動裝置的普及，未來消費行為更倚賴網路平台；同時，業者易透過數據分析，推出更符合消費者愛好的產品。因此雲端產業可望持續蓬勃發展，大數據(big data)分析成為致勝關鍵，相關業者商機可期，如從事雲端運算的甲骨文公司(ORCL)；此外，消費者也將更輕易透過行動裝置進行數位內容的娛樂消費，故擁有龐大數位資產的公司如華德迪士尼(DIS)可望進一步受益。

研究團隊

歐股、債券－Joanne Hu
滬深港股－Emma Yu
新興、日股、原物料－Jack Lai

目錄

1. 成熟市場高收益債－低風險、高收益……P2
2. 預期人民幣長期走升，大盤表現空間有限，可布局食品飲料類股 P7
3. 行動裝置普及，數位內容消費可期……P16
4. First Capital Index 及本月推薦投資組合……P22

成熟市場高收益債－低風險、高收益

一、債市回顧

(一)高收益債券的違約率自今年起有望維持在歷史低點

專業機構皆預估今年高收益債違約率將低於其長期平均水準

在JP.Morgan 2014年高收益債的展望報告中，預期今明兩年的高收益債違約率為2%低於其長期平均的3.9%。(詳見圖1)穆迪與標普也預估2014年高收益債違約率將低於其長期平均水準，詳見表1。

表2：各機構預估今明兩年高收益債的違約率

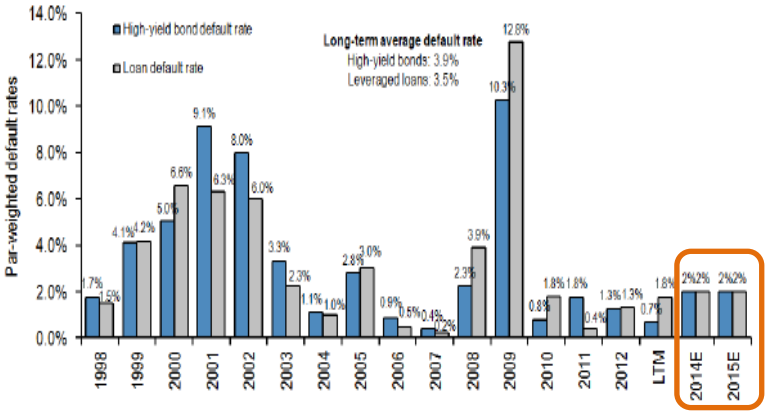
	2014	2015	長期平均
JP.Morgan	2%	2%	3.5%
穆迪	2.3%	-	4.8%
標普	2.5%	-	4.4%

資料來源:JP.Morgan、穆迪、標普

從圖 2 高收益債到期分佈圖來看，可以到看償還貸款的高峰為 2017 年以後，故預估未來幾年高收益債違約率仍維持低檔，有利高收益債後續有表現。

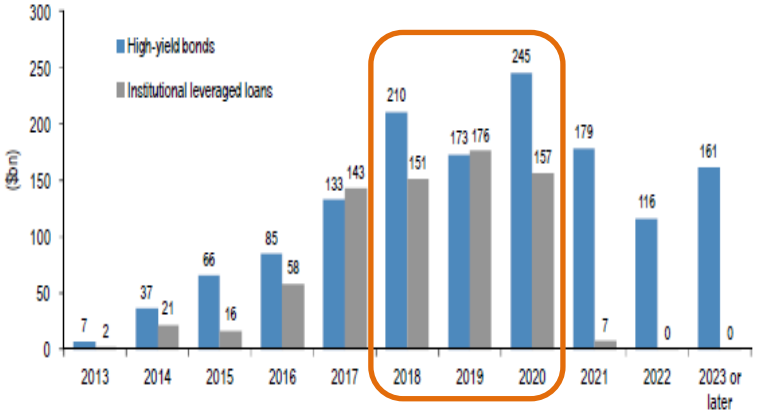
另外，從圖 3 高收益債的的資金流來看，除了在今年 2 月初新興市場資金撤離之際，市場避險需求較強，導致高收益債呈現資金流出；事件過後高收益債每周皆為資金流入，平均每周有逾 20 億美元的資金流入。而累積的資金流曲線也相當的陡峭，顯示高收益債雖風險較高但因到期殖利率較高仍深受投資人喜愛。

圖 1：高收益債違約率走勢(藍色)



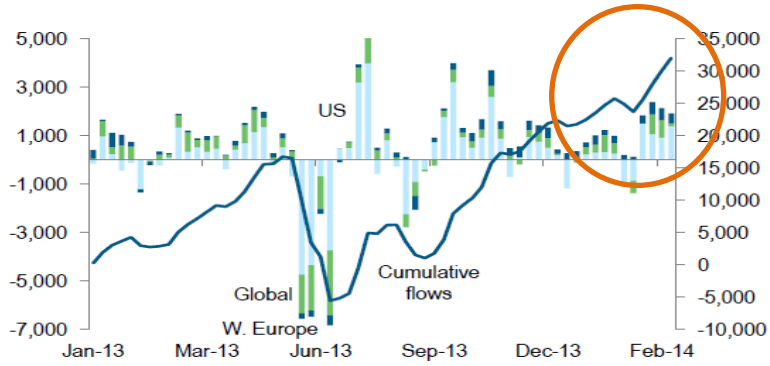
資料來源:JP.Morgan

圖 2：高收益債到期分佈(藍色)



資料來源: JP.Morgan

圖 3：高收益債資金流



資料來源:Standard chartered

二、投資亮點

美、歐經濟持續好轉，企業獲利能力增強，信用狀況改善

先前受到酷寒天氣影響，美國的經濟數據表現不如預期；隨著氣候回暖，2 月的經濟數據表現也有回溫的現象，ISM 製造業指數、芝加哥製造業 PMI 及耐久財訂單成長率皆表現優於預期，消費者信心指數也有所回升，詳細數據見表 2。

在經濟溫和成長的情況下，美國企業獲利強勁。根據 Bloomberg 統計，S&P 500 成分股中目前已有 412 家企業公布財報，其中超過 7 成企業獲利優於預期，比過去的平均預期值 65%還高，且第四季企業盈餘成長率為 9.50%。

景氣回春也有利於信用市場。根據穆迪資料顯示，北美高收益債的信用品質已連續第三個月出現改善，最新公布的 1 月北美高收益債信用品質由去年 12 月的 4 來到 3.84(分數為 1~5，越低表示信用品質越佳)。

表 2：美國 2 月經濟數據

	實際	預期	前期	表現
芝加哥製造業 PMI 指數	59.8	56.4	59.6	較上個月上升，且表現優於預期
ISM 製造業指數	53.2	52.3	51.3	
耐久財訂單成長率	2.4%	-	1.2%	
消費者信心指數	81.6	81.2	81.2	

資料來源:Bloomberg

歐元區經濟則是持續上行，2 月綜合 PMI 為 53.3，創 2011 年 6 月以來的新高，表現優於預期，並呈現連 8 個月擴張。製造業 PMI 雖是近 5 個月來首次的滑落，但僅小幅滑落仍為近三年來第二高的數值；新訂單以及未交付訂單持續增長，未來經濟成長可期。

法國製造業止穩，產出微增而新訂單降幅趨緩，PMI 連 2 個月成長並創 5 個月新高；西班牙製造業 PMI 創 2010 年 4 月來新高，自 2007 年中以來製造業增長首次與就業增長齊頭並進；希臘製造業 PMI 連 2 個月維持在景氣擴張線 50 之上，為近 5 年半來首見，產出和新訂單呈現穩定增長。各國製造業 PMI 數據走勢圖詳見下頁圖 4。

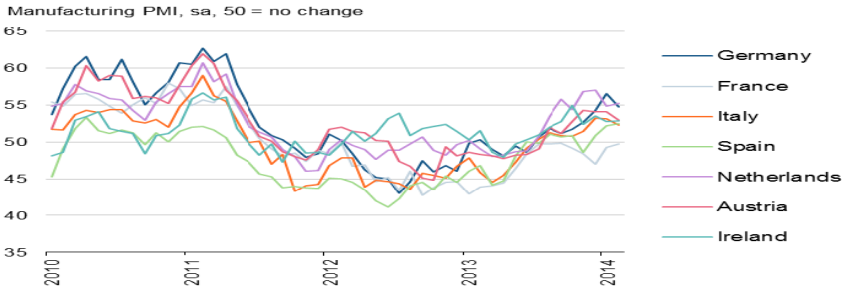
歐元區後段班的成員國在 2 月 PMI 的表現有明顯的成長趨勢。經濟漸好的腳步確立，有利於企業獲利增長及信用狀況的改善。如 Morgan Stanley 就預估歐洲企業未來兩年至少會有 10%的盈餘增長(詳見圖 3)；穆迪的資料也顯示，歐洲高收益債違約率由去年的 4.2%，下滑至 4.1%。

圖 3：歐洲企業盈餘成長預測

	IBES EPS Growth Expectations (%)		
	2014	2015	2016
MSCI EUROPE	**10.1**	**11.9**	**8.2**
MSCI Europe ex Financials	8.9	10.6	8.3
SECTORS			
Consumer Discretionary	8.9	14.0	8.9
Consumer Staples	7.2	7.8	8.4
Energy	10.3	7.2	5.8
Financials	13.5	15.7	8.2
Health Care	5.1	9.0	7.8
Industrials	17.6	14.4	9.4
Information Technology	41.3	20.4	16.2
Materials	18.3	15.3	12.5
Telecommunication Services	-7.3	6.0	4.9
Utilities	-5.1	5.0	1.0

資料來源: Morgan Standly

圖 4：歐洲各國製造業 PMI 走勢圖



資料來源:Markit

三、 投資策略

建議佈局成熟市場的高收益債券，相較其他地區的高收益債，風險較小

在全球經濟好轉企業體質轉好，今明兩年的高收益違約率預期都將低於長期平均，其中又以美歐地區的企業盈餘獲利能力相對穩健、企業信用品質佳。我們建議佈局投資成熟市場為主的高收益債券型基金－富蘭克林高收益債基金或 PIMCO 高收益債券基金。在下面的文章中將為大家介紹富蘭克林高收益債基金與 PIMCO 高收益債券基金，並說明推薦 PIMCO 的原因。

表 3：PIMCIO 與富蘭克林高收益債基金簡介

	富蘭克林	PIMCO
投資風格	投資於投資級或投資級以下證券為賺取潛在最高報酬，採取 bottom-up 方式選取公司及行業	將 2/3 資產投資於投資級下的證券，B 以下的債券最多只能投資 20% ，同時採取了 top-down 和 bottom-up 的方式選取標的
投資地區	北美(83%)歐(9%)其他(6%)現金(2%)	美(77%)歐(18%)新興(4%)現金(1%)
Benchmark	Credit Suisse High Yield Index	BofA Merrill Lynch Global High Yield
基金經理人	Betsy Hofman、Eric Takaha	Andrew Jessop
成立日期	1996 年 3 月 1 日	2006 年 7 月 31 日
基金規模	4790 億美元	59 億美元
信貸質量	B	BA-
存續期間	3.78	3.77

資料來源:基金月報

富蘭克林操作策略較為積極、靈活

從前十大持股的變動中可看出，富蘭克林換股較為頻繁，且投資產品範圍亦較廣；觀察其過去 1 年的前十大持股中，除了一般的公司債外，也投資債券型 ETF。此外，其持股較為集中，前十大持股的比重為 14.83%。而 PIMCO 的持股較為分散，前十大持股的比重僅為 4.5%，投資產品多為一般公司債，換股頻率較低。

PIMCO 持股集中於美國的健康照護與傳媒業

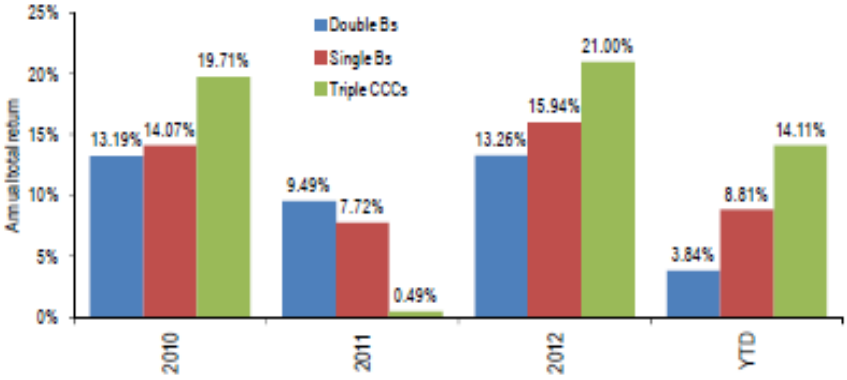
富蘭克林在投資產業的部分，明顯看出偏好能源業，比重高達 25%，第二、三大比重的產業為無線及健康照顧各有 7%。PIMCO 前二大比重則是健康照顧及傳媒業各有 8%及 13%。但兩者主要的投資地區皆為美國，各有 78.76%和 77%。

兩者均以投資短天期債券為主

資產的信用品質及存續期間兩者並無太大的差異。資產的信用品質為 B，存續期間為 3.77 年；而在 JP.Morgan2014 年高收益債的展望報告中，建議投資人選擇 Single B 的債券，可較 Double B 享受到較高的報酬而風險較 Triple CCC 小，是這三個信用評級中較為適合的選擇(見圖 5)；且兩檔基金的存續期間在 4 年以內，屬短天期債券，符合我們的篩選條件(詳見 1 月月報)。

由於這兩檔基金的投資策略、地區、信用品質及存續期間並無太大的差異，第一資本建議兩檔基金皆可佈局。

圖 5：各評級債券的報酬表現



資料來源:JP.Morgan

圖 6：兩檔基金過去一年來的績效表現

Bond Funds	D%	W%	1M%	3M%	6M%	YTD	1Y%
富蘭克林坦伯頓全球投資系列高收益基金	-0.18	-0.18	1.61	3.02	7.56	2.58	7.02
PIMCO全球高收益債券基金	-0.11	-0.11	1.49	2.63	6.07	2.12	5.95

資料來源:Bloomberg

預期人民幣長期走升，大盤表現空間有限，可布局食品飲料類股

一、人行加強干預引發人民幣貶值

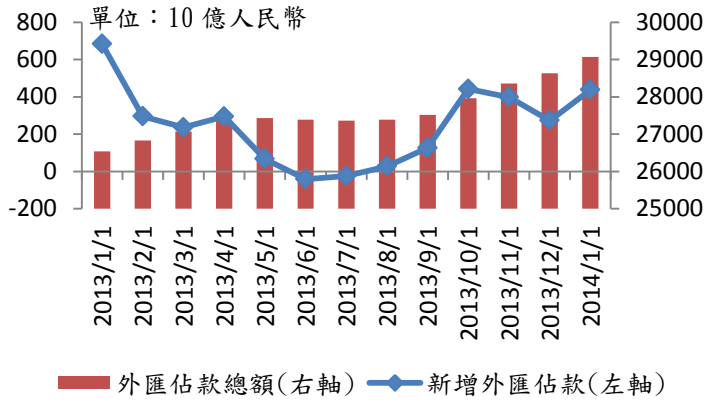
人行透過人為干預導致人民幣貶值，主要為了緩解熱錢持續流入，並為放寬匯率浮動區間做準備

人民幣自 2/18 開始連續貶值，若計算 2/18 到 3/3 之貶值幅度高達 1.3%，已抵銷去年整年升幅逾半。分析本次人民幣大幅貶值的原因，為人行透過要求大型國有銀行在內地市場大規模買進美元引導人民幣貶值；和先前新興市場國家由於基本面不佳，而造成資金大幅流出所引發之貶值不同。深究人行干預人民幣匯率的主因有二：

（一）緩解熱錢持續流入中國

自去年 8 月以來，外匯占款持續增加（詳見圖 1），最新公布 1 月份新增外匯占款為 4,374 億人民幣，更創下 3 個月以來新高，顯示過去半年來境外資金大幅流入中國，導致人民幣持續升值，而人行為了抑止人民幣被進一步炒作，因此透過加強干預迫使人民幣貶值，向投機客傳遞人民幣不再只是單向升值的訊號。

圖 1： 外匯占款走勢圖



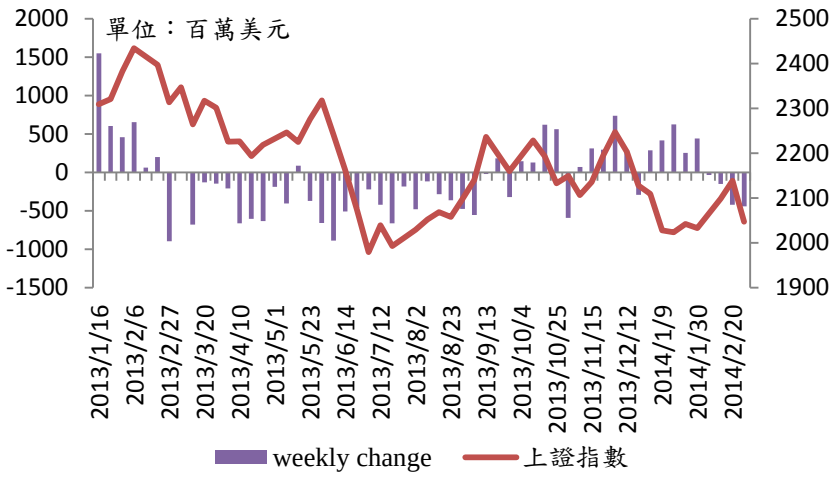
資料來源：人民銀行、第一資本整理

（二）為放寬匯率浮動區間鋪路

目前人民幣匯率的決定，主要由人行在每個交易日設定一個中間價，並允許人民幣匯率在中間價上下 1%的範圍內浮動。而近期中國中央欲推行的匯率改革政策的其中一步即為放寬浮動區間，許多分析師預期中國可能在今年將浮動區間擴大至 1.5%或 2%，而此次人行干預的主要目的除了打擊熱錢、緩解人民幣的升值壓力以外，也是為了擴大人民幣浮動區間做準備。

近期人民幣貶值現象為造成國際資金自 2 月開始流出中國的主因，而近期上證指數表現不佳亦受其影響（詳見圖 2）。

圖 2：中國資金流向與上證走勢圖

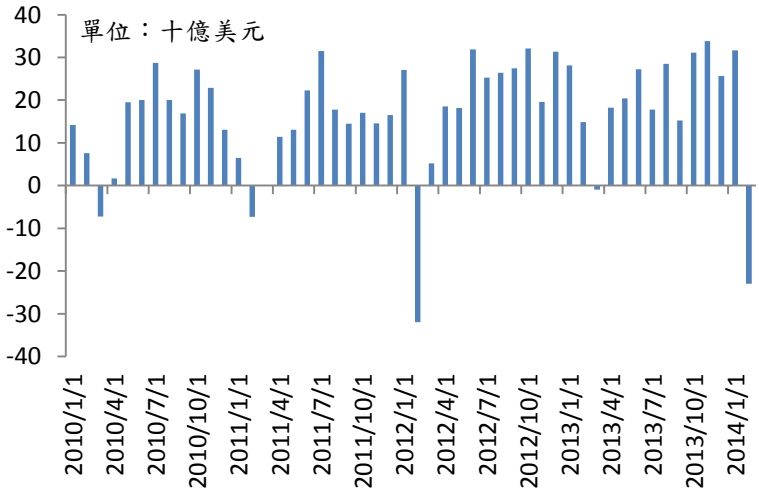


資料來源：美銀美林、第一資本整理

2 月鉅額貿易逆差主要為季節性因素，預期人民幣長期仍維持升值走勢

最新公布之 2 月份貿易餘額出現 2012 年 12 月以來第 2 大規模的貿易逆差 229.8 億美元（詳見圖 3），不過觀察過去三年於第一季時皆容易發生貿易逆差之狀況，預期此次逆差狀況亦為季節性因素。另外，有鑑於今年中國 1 月份仍維持龐大的貿易順差，且計算 2 月份流出之資金總額只佔 1 月份中國貿易順差額的 6%，加上中國仍擁有近 4 兆美金的外匯存底，故第一資本認為人民幣長期仍將維持升值趨勢。

圖 3：中國貿易餘額走勢圖



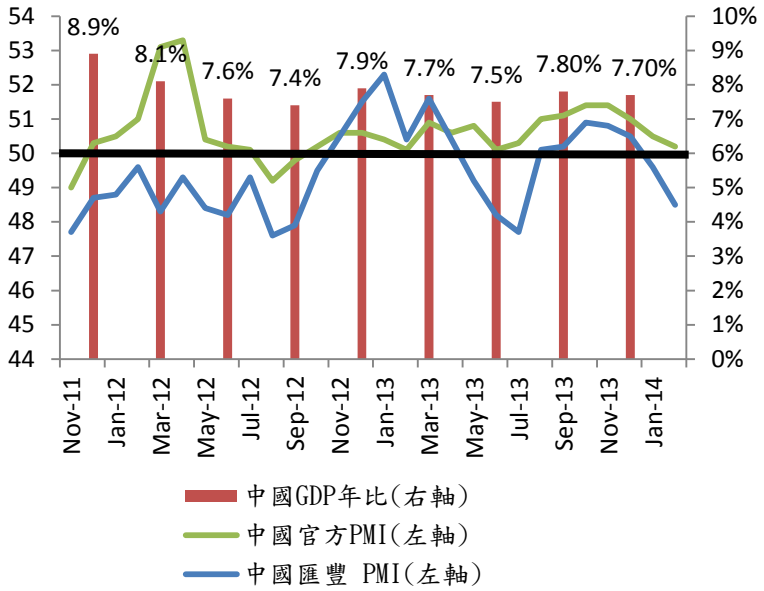
資料來源：中國國家統計局、第一資本整理

二、中國景氣概述

官方與匯豐 PMI 連續 4 個月同步放緩，製造業持續低迷

首先觀察領先指標採購經理人指數，2 月中國官方 PMI 為 50.2，降至 8 個月來新低；民間的匯豐 PMI 則是降至 7 個月以來新低來到 48.5，已連續 2 個月位於景氣榮枯線 50 之下（詳見圖 4）。兩項 PMI 同時連續 4 個月下滑，顯示不管大型或小型製造業公司皆面臨動能放緩問題。

圖 4：中國官方 PMI、匯豐 PMI 與中國 GDP 年比走勢



資料來源：第一資本整理，Markit，國家統計局

中國 2014 年經濟成長目標為 7.5%，內需產業仍為重心

而市場所關注的 2014 年中國經濟成長目標終於在 3/5 中國第十二屆全國人大二次會議中發佈（詳見下頁表 1）。首先今年 GDP 成長目標為 7.5%，通脹目標則為 3.5%，和去年的目標相同，仍以穩增長、保就業作為經濟成長的下限，防通脹則為經濟成長的上限。貨幣增速仍控制在 13%，持續推行穩健的貨幣政策。而其中值得注意的是，經濟成長的三架馬車中的投資和出口年增皆有所下調，社會消費品零售則是唯一維持兩位數成長目標的項目，且服務業產值在今年也可望延續去年 8.3%的高成長，顯示中國中央將持續致力於經濟結構轉型，明年最具成長動能的產業仍為內需相關產業。

表 1：中國 2014 年主要經濟數據目標

	2014 目標	2013 實際(目標)
經濟增長目標	7.5%	7.7%(7.5%)
通脹目標	3.5%	2.6%(3.5%)
M2 增速	13%	13.6%(13%)
進出口總額增長目標	7.5%	7.6%(8%)
社會消費品零售	**14.5%**	**13.1%(14.5%)**
固定資產投資	17.5%	19.6%(18%)
服務業增加值	**8.3%**	**8.3%**

資料來源：新華網、華爾街見聞、第一資本整理

陸股表現空間有限，建議佈局食品飲料類股

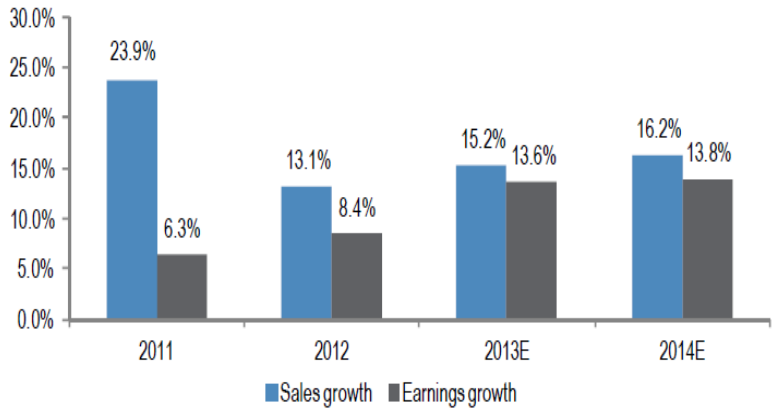
雖然製造業景氣仍持續低迷，不過在預期人民幣長期仍維持升值趨勢且經濟成長目標確立下，近期資金流出狀況將有所改善，因此我們認為陸股雖無大漲條件，下檔空間亦有限，建議可藉此佈局內需相關產業類股，而本期主要推薦食品飲料相關類股。

二、投資亮點

必需品消費產業將持續穩定成長

在內需相關產業中，必需品消費產業的成長動能仍十分強勁，JPMorgan 於 2/22 報告中預期 2013 年和 2014 年必需品消費產業營收將持續以優於經濟成長率的速度成長，2013 全年的獲利年增表現將由 2012 年的 8.4%上升至 13.6%，2014 年也將擁有 13.8%的年增率（詳見圖 5）。

圖 5：必需品產業營收與獲利年增

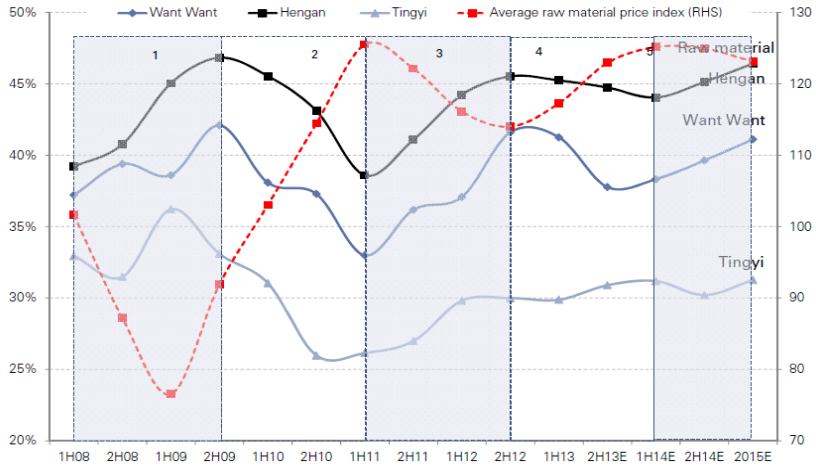


資料來源：中國國家統計局，第一資本整理

主要原物料價格升勢將趨緩，有利大廠毛利率表現

另外，由圖 6 我們可以發現原物料價格在今年上半年到達高點之後將緩步下降，毛利率走勢與原物料價格息息相關的必需品產業公司將首先受惠，這也是造成必需品消費產業獲利仍能持續大幅成長的因素之一。不過原物料價格升勢雖有趨緩，但仍維持在高檔，故此時對市場中具有龍頭地位或與同業相比較具定價能力的公司將更有利。

圖 6：必需品產業大廠毛利率表現與原物料價格指數走勢圖



資料來源：美銀美林

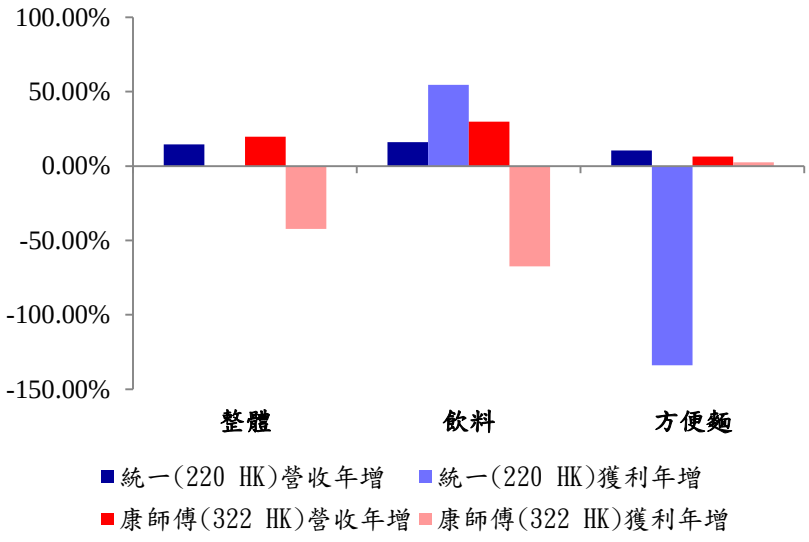
三、投資策略

在個股部分，第一資本推薦中國三大食品飲料廠商－康師傅（322 HK）、統一企業中國（220 HK）和中國旺旺（151 HK）。康師傅和統一兩者在中國皆主攻飲料和泡麵市場，隨著市場相似的產品漸增，兩者之間的行銷與價格競爭在去年達到高峰，造成康師傅、統一兩家龍頭廠商於 2013 年上半年獲利增長情況不如營收增幅，統一在泡麵事業甚至出現虧損（詳見圖 7）。

康師傅和統一之間的價格戰預期在今年趨緩

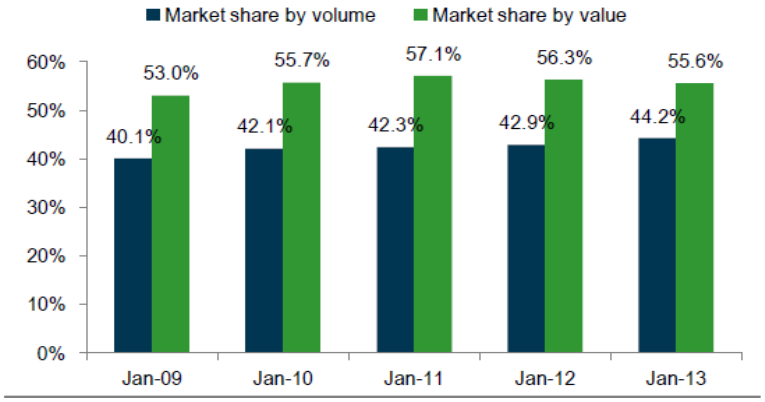
不過在經過去年激烈的競爭之後，由圖 8 和圖 9 可知康師傅仍穩拿超過一半的泡麵市佔，即飲茶產業市佔亦高達 45.7%，顯示其在泡麵和飲料產業的地位已經十分穩固。在康師傅確保其龍頭地位且原物料價格仍處於高檔的狀況下，預期兩者進行價格戰的意願將逐漸降低，近期也可看出兩家廠商開始進行不同的策略，例如康師傅開始以抽獎取代免費醬包的泡麵促銷活動。而其實由圖 7 也可發現統一飲料事業獲利異軍突起大幅成長了 54%，顯示統一在飲料市場仍具有一定實力，而統一亦積極拓展個別飲料優勢，2013 上半年統一奶茶的在奶茶產品類別中的市佔率高達 62.7%，可望繼續從中獲利。

圖 7：2013H1 統一和康師傅營收年增、獲利年增比較圖



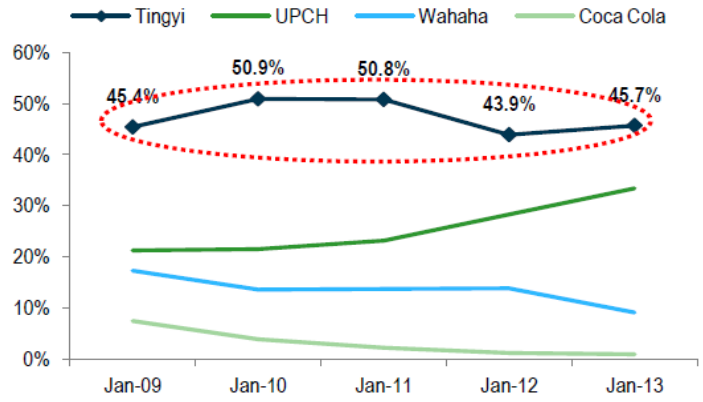
資料來源：第一資本整理

圖 8：康師傅泡麵市場市佔率



資料來源：渣打

圖 9：即飲茶市場主要廠商市佔率

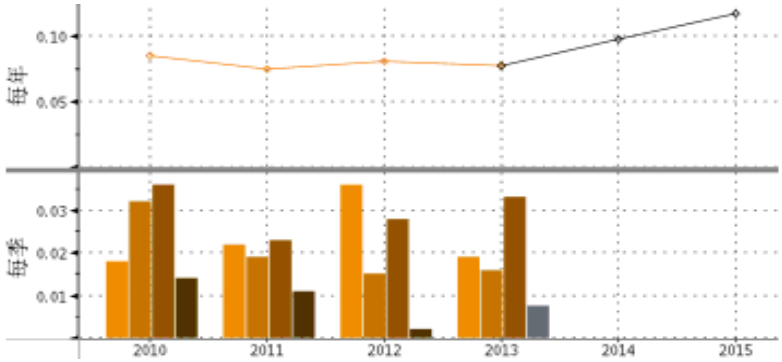


資料來源：渣打

康師傅目標價：24.96 港幣，
上檔空間：16%
統一企業目標價：8.75 港幣，
上檔空間：13%

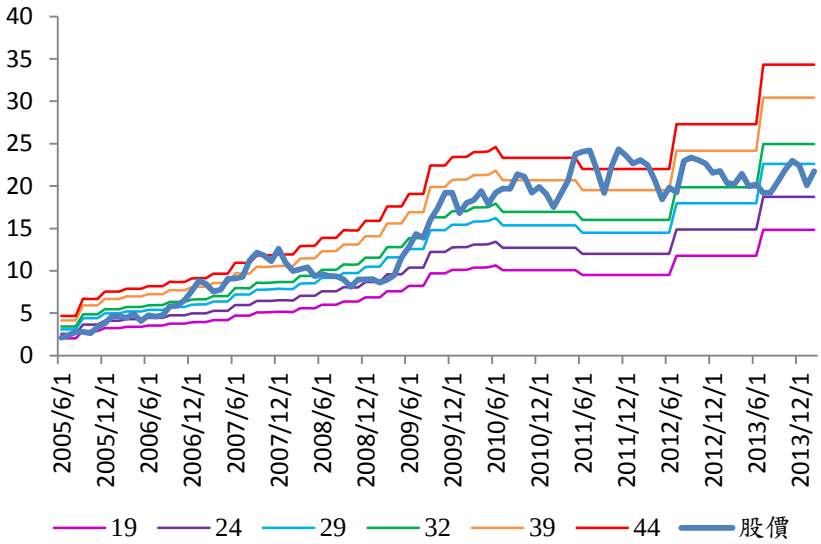
在原物料升勢趨緩及雙方良性的競爭策略下，券商普遍預期康師傅和統一的利潤表現逐漸改善（詳見圖 10 和圖 12），故我們認為康師傅和統一本益比分別有望達到 32 倍和 35 倍(詳見圖 11 和圖 13)，以券商預估之 2014 年每股盈餘 0.78 港幣和 0.25 港幣來計算，可得出我們預期之目標價分別為 24.96 港幣和 8.75 港幣，距離 3/10 收盤價 21.45 港幣和 7.72 港幣分別仍有 16%和 13%的上檔空間。

圖 10：彭博綜合券商預估康師傅（322 HK）EPS 走勢圖



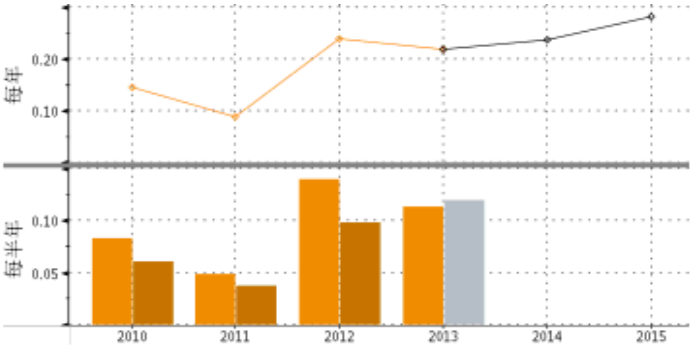
資料來源：Bloomberg

圖 11：康師傅（322 HK）歷史 PE 走勢圖



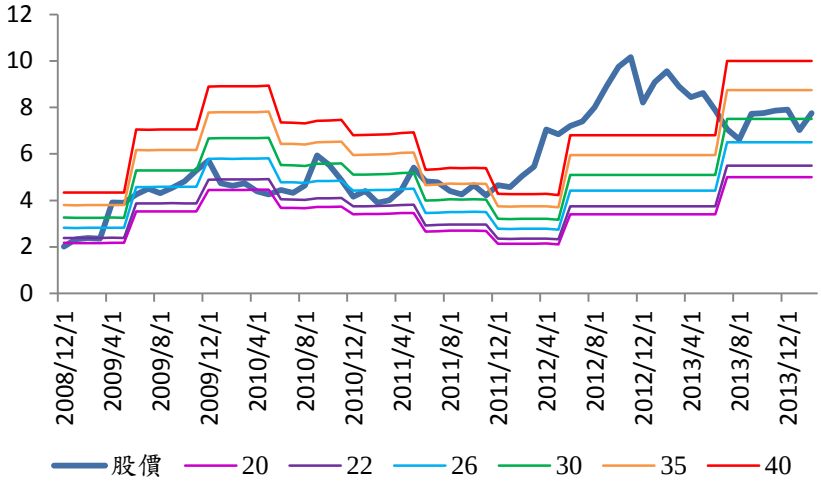
資料來源：Bloomberg，第一資本預估

圖 12：彭博綜合券商預估統一（220 HK）EPS 走勢圖



資料來源：Bloomberg

圖 13：統一（220 HK）歷史 PE 走勢圖

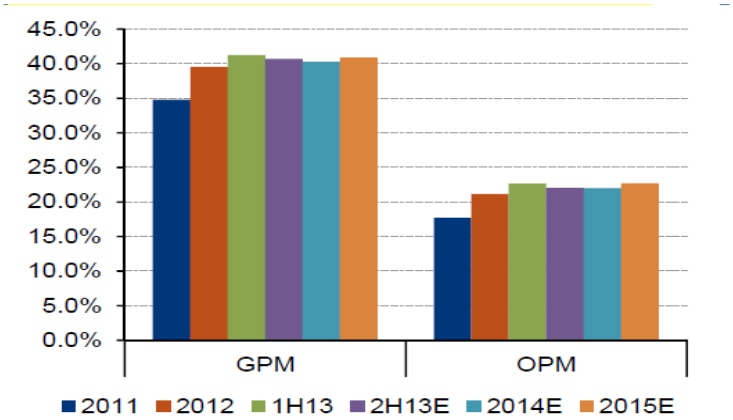


資料來源：Bloomberg，第一資本預估

中國旺旺持續往多元化、獨特化食品企業邁進，第一資本預估中國旺旺目標價為 13.62 港幣，尚有 26%的上檔空間

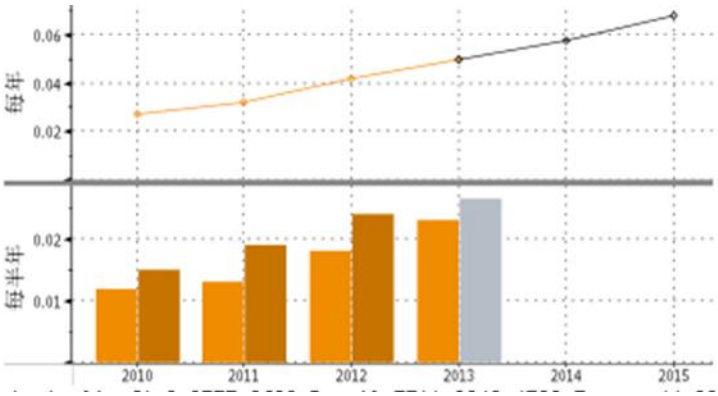
相較於康師傅和統一相似的產品線，中國旺旺站穩休閒食品產業的龍頭地位，同時積極研發新產品。去年旗下兩款新產品—銀河優格和香蕉牛奶皆達到了每月 1000 萬人民幣的銷售表現。在產品同時具備多元化、獨特化的策略下，中國旺旺比同業更具價格競爭力，因此由圖 14 可以觀察到中國旺旺過去持續擁有亮眼的毛利率和營業利潤率表現，今、明兩年也有望繼續保持在高檔，綜合券商預估的 EPS 趨勢亦持續向上(詳見圖 15)，因此我們預期中國旺旺的本益比可達 29 倍，以券商預估之 2014 年每股盈餘 0.47 港幣來計算（詳見圖 16)，可得出我們預期之目標價為 13.63 港幣，距離 3/10 收盤價 10.86 港幣仍有 25%的上檔空間。

圖 14：中國旺旺（151 HK）毛利率與營運利潤率表現



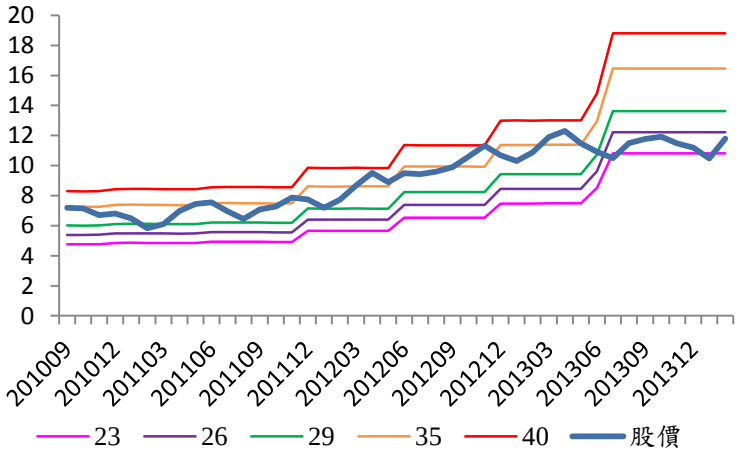
資料來源：美銀美林

圖 15：彭博綜合券商預估中國旺旺（151 HK）EPS 走勢圖



資料來源：Bloomberg

圖 16：中國旺旺（151 HK）歷史 PE 走勢圖



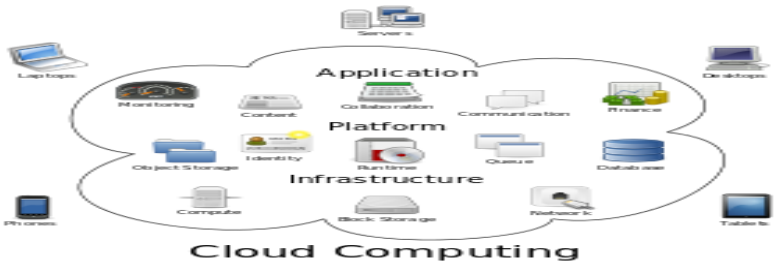
資料來源：Bloomberg，第一資本預估

行動裝置普及，數位內容消費可期

一、行動裝置普及改變消費行為

自從網際網路(Internet)開始興起後，消費者已逐漸習慣利用網路取得資源與服務。如今，隨著行動裝置的普及，消費者更將倚賴網路，進而衍生「雲端」服務。依據美國國家標準與技術研究院（NIST）對於雲端的定義，雲端是一種模式，其依照需求能夠方便地存取網路上所提供的電腦資源，包括網路、伺服器、儲存空間、應用程式、以及服務等，從而使得人們可以便利地使用遠端資訊服務而無須自備資料庫或購買軟體等支出(見圖 1)。

圖 1：雲端網路架構圖

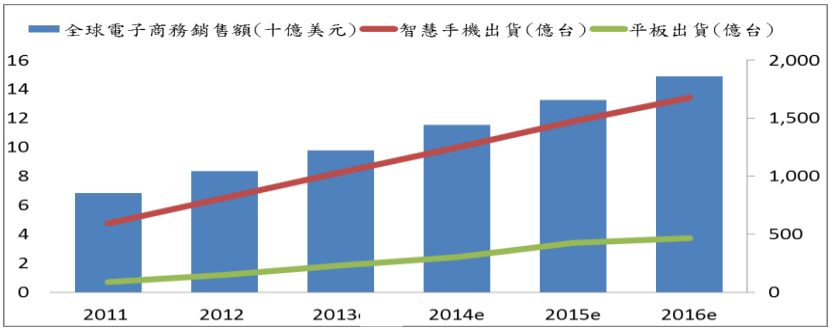


資料來源:維基百科、第一資本整理

對於消費者而言，因網路改變了消費習慣，進而從中醞釀出來龐大的電子商務市場。根據統計，2016 年的電子商務規模將是 2013 年的 2 倍約達 2 兆美元(見圖 2)。對於企業而言，亦會透過雲端服務處理龐大的內部資料。因此，如何察覺此一未來趨勢，進而掌握背後的商機，將是投資人不可不知的首要之務。

行動裝置普及下，電子商務型為蓬勃發展

圖 2：電子商務未來走勢



資料來源：工研院、第一資本整理

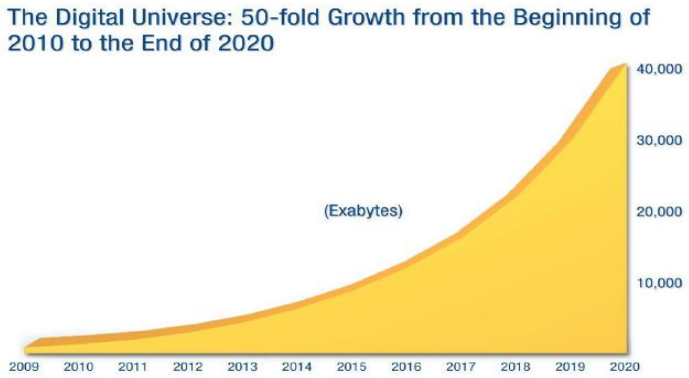
二、投資亮點

（一）掌握大數據分析(big data)，掌握客戶

隨著雲端架構興起，越來越多企業將資料儲存在雲端，加上網路流量與各式應用的增加，資料量迅速暴增，IDC 預估，數位內容資料將從 2010 年至 2020 年將增長 50 倍(見圖 3)。如擁有 9 億用戶的臉書，每天上傳照片超過 3 億張，Youtube 每日播放影片數達 40 億次。市調機構 Gartner 認為，未來有高達 80%企業的數據無法組織與管理。因此，如何管江海般湧現的理巨量資料，並即時從中擷取有效的資訊，已成為雲端架構下的新興產業。

行動裝置的普及，數位資訊呈現爆發性的成長

圖 3:數位數據未來成長走勢



資料來源：IDC、第一資本整理

1. 雲端服務架構

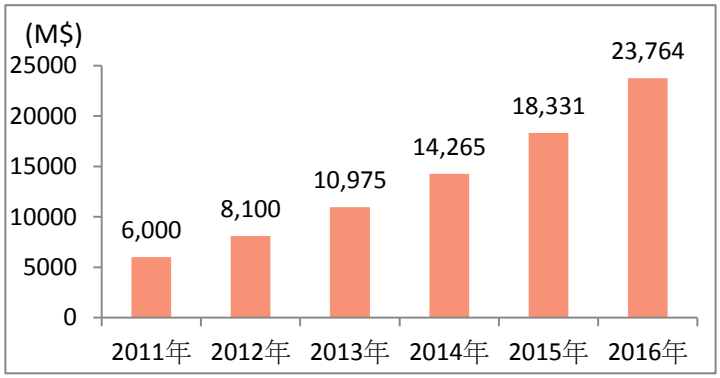
依雲端服務模式可以區分 3 大類:(1)基礎架構服務(IaaS)- 只提供雲端運算主機設備，使用 IaaS 彈性高但門檻也高，主要廠商為亞馬遜推出的 AWS 平台，使用者包括 Netflix、Adobe;(2)平台服務(PaaS)- 提供雲端運算所需要的平台與開發函數庫，如微軟的 Azure 平台、亞馬遜 EC2 平台、Hádoop；(3)軟體服務(SaaS)- 提供各種雲端應用程式，主要使用者為消費者，主要廠商如 Google、Facebook 等。

2. 大數據成長力道強勁

早期的網路傳輸資料多屬於結構性資料，如企業內部告、財務分析等，但隨著網路普及與技術的提升，非結構性資料大增，如數位照片、影像、音樂等，更加速大數據處理的重要性，根據 IDC 預估，2012 年大

數據的經濟規模達 81 億美元，預期未來 5 年會以年增率 31%上升至 2016 年的 237 億美元(見圖 4)，其中基礎設備佔 38%、軟體佔 24%、相關服務佔 38%。

圖 4:大數據市值規模走勢



資料來源：IDC、第一資本整理

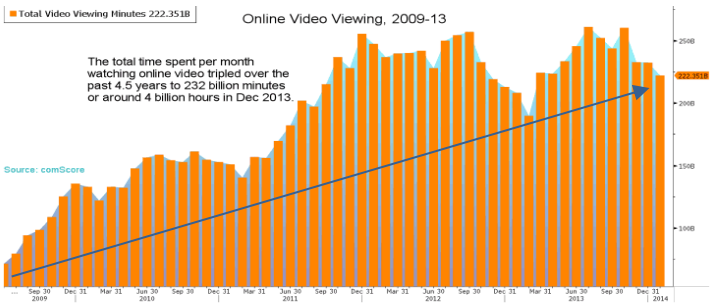
（二）數位內容當道

行動裝置普及，大數據產業蓄勢待發

智慧型裝置的崛起，除了操作模式與應用功能由以往商務型態轉向大眾消費型態外，更重要的是搭建數位內容平台，尤其是線上影片的觀看，更是呈現爆發性的成長。根據統計，過去 4 年半來，美國人線上觀看影片時間從 2009 年中的 8 億小時上升至 2013 年底的 40 億小時(見圖 5)。

圖 5:美國人每月線上觀看影片時間走勢

美國線上觀看影片人數大幅增長



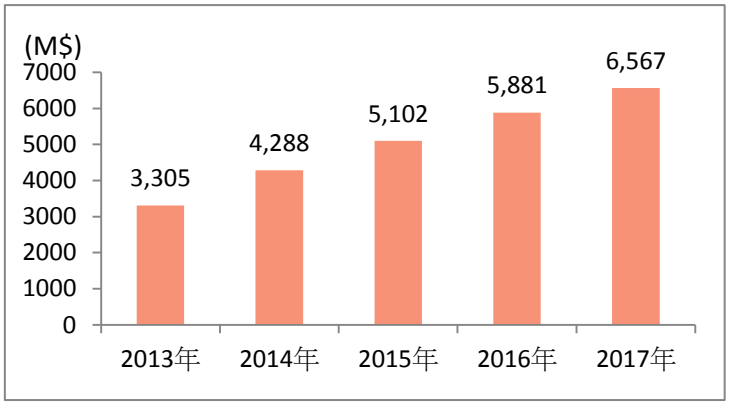
資料來源：comScore、第一資本整理

1. 電視重播權利金規模不斷擴大

隨著消費者對數位內容需求的增加，電視節目的轉播金也將大幅增加，根據統計，未來 5 年的節目轉播權利金規模將從 2013 年 33 億美元，約成長 1 倍至 2017 年的 65 億美元(見圖 6)。

電視節目轉播權利金預期未來會大幅增長

圖 6:電視節目轉播權利金走勢



資料來源：SNL、Kagan、第一資本整理

2. 娛樂事業持續蓬勃發展

受到行動裝置的普及，與電視轉播權利金的上漲影響，整體娛樂相關事業持續蓬勃發展，包括時代華納、華德迪士尼、福斯等公司，其營業收入與 EPS 都一直呈現向上走升的趨勢(見表 1)。

娛樂事業蓬勃發展

表 1:娛樂事業公司收入

標的	本益比	2013 營收	2014 營收(E)	2015 營收(E)	2013 淨利	2014 淨利(E)	2015 淨利(E)
時代華納 (TWX US)	17.4	29.8B	28.8B	30.1B	3.77	3.98	4.58
華德迪士尼 (DIS US)	22.5	45.0B	48.1B	51.1B	3.38	4.04	4.58
福斯 (FOXA US)	25.58	27.7B	31.0B	33.4B	1.36	1.46	1.81
Comcast (CMCSA US)	50.58	64.7B	68.8B	72.0B	2.47	2.88	3.29
DIRECTV (DTV US)	14.68	31.8B	33.4B	35.3B	5.42	5.98	6.84
哥倫比亞廣播 (CBS US)	22.24	15.3B	15.6B	15.7B	3.02	3.49	4.02

資料來源：Bloomberg、第一資本整理

三、投資策略

（一）大數據分析

由於大數據分析已成為未來企業不可或缺的工具，因此誰能率先掌握此一契機，必也將成為未來的明日之星。以甲骨文公司(ORCL US)未來，該公司以軟體服務為導向，主要產品有雲端伺服器的開發如 Oracle JDeveloper，Oracle Designer 等，及與企業相關應用軟體如企業資源計劃 ERP 軟體、客戶關係管理 CRM 軟體、人力資源管理 HCM 等，是業界少數能涉足雲端三大面向的公司。

由雲端產業正快速發展，且甲骨文公司掌握企業重要軟體與技術，JP Morgan 預期甲骨文的獲利能力逐年增加(見表 2)。此外，以甲骨文歷史本益比 P/E 來看，過去三年 P/E 約落在 14x~20X 區間(如圖 7 所示)，考慮甲骨文公司近期積極併購 BlueKai、Responsys 等資料庫管理平台，有助於強化公司 700 萬用戶的管理，預期 P/E 有望攀至 18x，第一資本給予目標價為 42，離 3/7 日收盤價 38(美元)仍有 10.5%的漲幅空間。

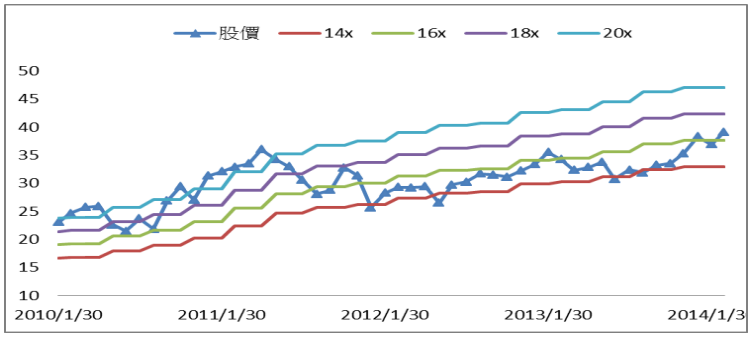
表 2:甲骨文財務基本資料

(單位;Million $)	2013	2014E	2015E
營業收入	37,253	38,472	40,581
營收成長率(%)	0.0%	3.2%	5.4%
營業淨利	17,612	18,288	19,640
營業淨利成長率%	2.3%	3.8%	7.3%
EPS	2.68	2.91	3.18

資料來源：JP Morgan、第一資本整理

甲骨文 P/E 有望攀高至 18x

圖 7:甲骨文歷史本益比區間



資料來源：Bloomberg、第一資本整理

（二）數位內容當道

整體而言，受到手機的普及，帶動數位內容加速流通，使得擁有龐大數位內容資產的公司受到重視，以華德迪士尼公司(DIS US)為例，他是是全世界最大的傳媒企業之一，旗下的電影發行品牌包括：華特迪士尼影業、正金石影片、好萊塢影片、米拉麥克斯影業及皮克斯動畫工作室。

以華德迪士尼本益比 P/E 來看，過去三年 P/E 約落在 12x~24X 區間(如圖 8 所示)，考量迪士尼已推出雲端影片服務「Disney Movies Anywhere」，消費者能在線上購買觀賞迪士尼、皮克斯等電影，並可在雲端儲存影片，有利於公司獲利能力的提升，JP Morgan(2/5)預估華德迪士尼 2014 年營業淨利將大幅成長 16%至 15 億美元，EPS 也有望提高至 4.04 美元(見表 3)。第一資本預期華德迪士尼 P/E 有望攀至 3 年新高 24x，給予目標價為 87，離 3/7 日收盤價 81.9(美元)仍有 6%的漲幅空間。

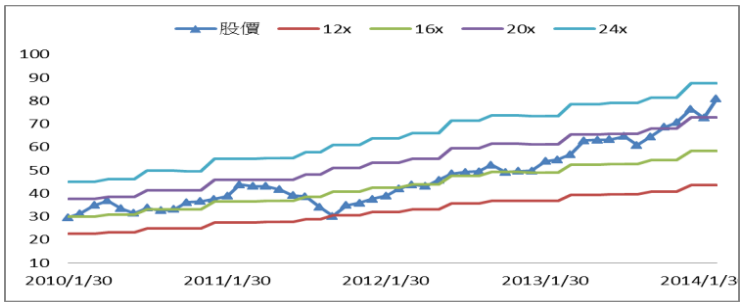
表 3:華德迪士尼財務基本資料

(單位;Million $)	2013	2014E	2015E
營業收入	45,041	7,655	50,357
營收成長率(%)	6.7%	5.8%	5.7%
營業淨利	9,979	1,574	2,769
營業淨利成長率%	6.3%	16%	10%
EPS	3.3	4.04	4.63

資料來源：JP Morgan、第一資本整理

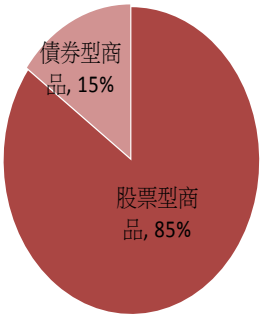
圖 8:華德迪士尼歷史 P/E 走勢

華德迪士尼 P/E 有望攀 3 年新高 24x



資料來源：Bloomberg、第一資本整理

First Capital Index(FCI)-201403



債券型商品

委內瑞拉國有石油

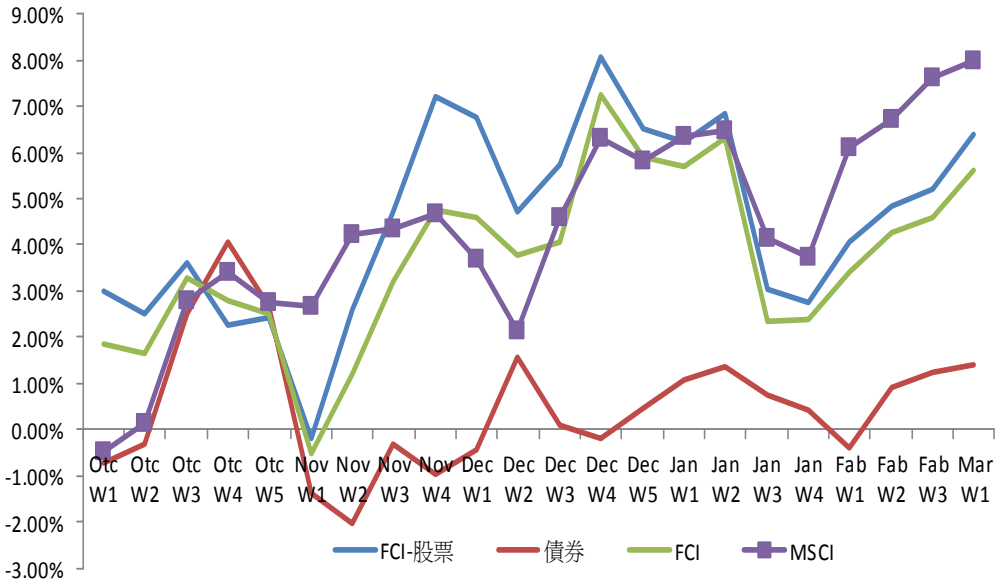
中國山水水泥集團

股票型商品	**新興市場**	**35%**
權重-區域別	中國	60%
	其他	40%
	其他	**5%**
	原物料	100%
	貨幣	0%
	成熟市場	**60%**
	美國	40%
	歐洲	20%
	日本	40%

指標績效

MSCI 世界指數

累積績效追蹤-20130930~20140307



研究領域	本月推薦標的	報酬率2/8~3/7	投資比重3/7	累積相對報酬
中國大陸香港	恒安國際	-1.88%	10%	-4.12%
	東風集團	-9.64%	5%	-11.88%
	合生元	1.41%	20%	-0.80%
	匯源果汁	2.56%	10%	0.32%
	騰訊	18.93%	5%	16.69%
	慧聰網	35.68%	10%	33.44%
	華夏機會基金	2.09%	30%	3.20%
	中國旺旺	-5.07%	10%	-3.59%
	康師傅	-0.46%	10%	-0.49%
	統一企業中國	-0.26%	10%	-0.29%
美國	XLI US EQUITY	4.93%	30%	-0.61%
	XLK US EQUITY	3.74%	30%	-1.81%
	XLV US EQUITY	-2.46%	20%	-4.80%
	IBB US EQUITY	1.09%	20%	-1.01%
	UUP US EQUITY	-0.74%		-3.95%
日本東協拉美原物料	日本軟銀	8.78%	10%	4.34%
	MAXIS Nikkei 225 Index Fund	3.99%	5%	-0.44%
	Dry ship	8.69%	30%	4.26%
	Proshares 放空原油	0.81%		-0.03%
	菲律賓指數ETF	5.21%	15%	3.06%
	法巴印尼股票基金	3.20%	30%	-0.40%
	摩根越南基金	0.66%	10%	-0.65%
	2倍放空黃金	-4.49%		-7.61%
歐洲全球債市	iShares MSCI Germany ETF	2.26%	20%	1.91%
	委內瑞拉國有石油	2.43%	5%	2.08%
	中國山水水泥集團	0.40%	5%	0.69%
	ISHARES MSCI 歐元區 ETF	1.08%	40%	1.30%
	ASOS PLC	0.32%	10%	0.42%
	Novo Nordisk A/S	0.63%	10%	0.74%
	恩德薩	0.46%	10%	0.85%
	先鋒富時歐洲ETF	2.60%		2.03%
	Ocado Group PLC	5.74%		5.17%
	畢爾巴鄂比斯開	-1.19%		-1.77%
	LVMH	0.45%		-0.13%
	國際統一航空集團	0.29%		0.01%
	開雲	-1.88%		-1.77%
	英國聯合食品集團	0.17%		0.28%
	Land Securities Group PLC	-0.64%		-0.53%

*相對報酬已扣除指標績效

相關績效指標			
中國大陸、香港	美國	日本、東協、拉美、原物料	歐洲、全球債市
上證指數	S&P500	東協指數	MSCI歐洲
深證	NASDAQ	MSCI新興	美元指數
港股	費半	布蘭特原油	美國十年期公債殖利率
		黃金	
		CRB	
		LME	
		日經指數	
		東證指數	