

前線直擊

貝萊德世界礦業基金

2008年11月

本資料僅限專業銷售機構使用

BLACKROCK
貝萊德

地獄裡的100天

從頭說起

不過就是離現在的幾個月以前，身為天然資源類股的投資人，仍然很有信心地相信，2009年將會是另一個表現強勁的一年。即便是2008年2月時，市場曾出現大幅的下跌，但截至2008年5月高點時，礦業類股年初以來的累積報酬率仍高達22.6%。

中國是全球最大的原物料消耗國，2008上半年的經濟成長率高達10.4%，來自中國的需求持續強勁。全球其它地區，印度、俄羅斯也都欣欣向榮、以及油價持續創下新高，大規模的基礎建設投資，更是從杜拜到孟買都可見到。

另一方面，礦業公司在品質下滑、產能減少和罷工抗爭的環境下，仍盡力提供足夠的產量以滿足需求。擁有豐富資源國家的政府也趁此時提高稅率，期望受惠於高檔的原物料價格。

除了產能不足的挑戰之外，礦業公司還要面對漲勢兇猛的成本上揚問題，高價的能源和鋼鐵持續推升成本，勞動力的供給短缺，也使得有經驗的礦業工程人員，以及地質學家的薪資高漲，其它如購買新礦業開採設備，所需等待的交貨時間也創下新紀錄

儘管有這許多壓力存在，礦業公司仍然締造創紀錄的獲利財報，以及強勁的資產負債表。巨額的現金流量、股利增加、庫藏股買回等等就如同夏天時的燕子隨處可見。

當資金成本上揚而股價卻十分便宜時，併購活動往往熱烈。因為相較於自行興建產能，企業此時買進資產是更好的成長方式。2007年末時，全球最大礦業巨擘必和必拓(BHP Billiton)，以遠高於市場的溢價向對手力拓(Rio Tinto)發動敵意併購。此併購案的宣佈也讓中資為主的企業決定連夜買進力拓逾10%的股權，而這也造成必和必拓進一步地將併購價格再調高，就合併後的財務預估來看，力拓的股東將可享有合併後公司44%的股權。同時間，巴西的淡水河谷(Vale)也正處於購併Xstrata的討論中，且同時還有無數的較小規模併購交易正在進行。

相較於強勁的礦業產業，美國的信用緊縮問題自2007年8月開始，但當時該問題看似將僅限於金融產業之內，就全球的實質經濟而言，應在可控制的範圍內。

確實，在2007年的8月和9月間，正是信用危機爆發之時，Rio Tinto正主導高達420億美元的Alcan加拿大鋁業鋁業購併案，Rio最終自美國鋁業和其它領導企業中成功贏得此樁購併案。



韓艾飛(Evy Hambro)
貝萊德世界礦業基金經理人

前線直擊

貝萊德世界礦業基金

2008年11月

本資料僅限專業銷售機構使用

BLACKROCK
貝萊德

完美風暴

然而情況從2008年6月起開始變糟，且在隨後的幾個月開始出現下跌，初期的下跌看起來就像是平常在夏季時，隨著鋼鐵需求出現暫時性減少的正常期間。

具領導地位的礦業公司，上半年財報創下紀錄，Xstrata宣佈對Lonmin的進一步購併行動，Sterlite也出價併購Asarco。確實，一直到8月時，儘管股價有些下跌，但產業整體看起來仍然十分健康，特別是那些礦業巨人，鐵礦砂價格調高60%至90%，燃煤價格上漲100%，煙煤價格也上漲了200%。這些價格將持續固定直到2009年的4月，因此，對於這些公司而言，即便金屬價格出現下跌，也不會受到影響。

然而，情況卻突然轉變為嚴重惡化。信用危機開始展現出其強大的磁吸力。美林和雷曼兄弟兩大投資銀行出現嚴重的金融損失，市場將之歸究為次級房貸信用問題，然後問題開始擴散，投資和零售消費銀行也出現鉅額的損失。

害怕銀行破產的投資人快速地自股市撤資，並轉進公債市場和現金。原本透過投資銀行取得融資，進行高槓桿操作的避險基金，因為突然面臨銀行需降低財務壓力而撤回資金的要求，被迫賣出手上的持股。

這個完美風暴所形成的賣壓，開啓了所有市場的空頭，被迫賣出的持股加上猶疑不決的買盤，使得所有資產被大幅拋售。而這無疑又升高了其它焦慮，有更多的投資人因此被恐懼所驅使，讓市場的下檔壓力大幅上升。由於事情發生的速度相當快，使得所有的人都受到了波及，特別是與銀行和原物料產業有關的曝險部位。

投資氣氛出現如此突如其來的轉變，就如同是在金融市場上有兩個巨大的地殼板塊，持續在8月和9月時擠壓移動，最後就造成前所未見的金融大地震。

儘管有之前所列舉的種種正面利多做為支撐，但礦業類股的股價仍出現崩跌。截至今年以前，礦業類股在過去歷史上的最大單月跌幅為34.9%，但這與2008年的情況相比卻顯得輕微許多。(圖一)

2008年的礦業類股情形是，截至7月27日的一個月內下跌16.6%，接著到9月27日時，又下跌了22.1%，最後是到10月27日，又再進一步下跌了53.9%。礦業類股指數從5月的高點至10月的低點，累積下跌了74.6%。這是前所未見的跌勢，礦業產業的市值蒸發高達1兆美元，這也幾乎是過去四年基金的累積報酬。

匯豐全球礦業指數月報酬率



Source : Datastream, 截至2008/10/27。

前線直擊

貝萊德世界礦業基金

2008年11月

本資料僅限專業銷售機構使用

BLACKROCK
貝萊德

是泡沫嗎？

由於事情發生的太快，以至於所有的記者甚至都還來不及寫下礦業類股泡沫破滅諸如此類的評論。然而，身為投資者的我們，在過去所曾經歷過的股市泡沫時期，都創造出遠比我們目前已見到的情況，還要更來得更多也更高的報酬。基本上，礦業類股從未到達其它市場或產業所經歷的高溢價評等，本益比也並未達到可被稱做泡沫的狀況。事實上是，礦業公司仍然擁有鉅額的獲利，而且從實質資產所產生的現金多到難以運用。無論是在過去的科技泡沫，或是該股有歷史以來，Rio Tinto未來一年的預估本益比，都處於前所未見的低檔水準。

何去何從？

顯然，目前投資人想問我們的問題是，在股價血流成河後，我們將怎麼做？更清楚地說，他們還想知道在這段期間，我們做了些什麼？最重要的是，我們是否還能從現在的情況中獲利？

我們主動加碼表現最強勁的公司，BHP、Rio Tinto以及Vale，這三大公司合計佔基金投資組合的比重超過30%。這些公司擁有全球最佳的礦業資產、出色的經營管理團隊、以及獲利能力，且對於渡過此經濟颶風有完善的準備。目前基金在礦業探勘公司的佈局比重大約只有1%，對於市值低於5億美元的企業，持股部位也僅約4%，基金持股中有高達92%的企業都將配發股利。事實上，目前基金投資組合的股利殖利率水準，可說是基金於1997年成立以來的最高水準。

我們已受惠於投資人被迫賣出股票，股價崩跌所帶來的利益。此時，幾乎每一位市場投資專家都在告訴人們，依據本益比和現金流量，目前股價明顯被大幅低估。但我們選擇忽略此點，因為這仍可能需要未來數個月的時間，才能看清企業獲利的情況，所以我們選擇使用其它的參考指標。

舉例來說，許多礦業公司目前的股價，低於其資產重置成本的一半，近期來自Liberum的獨立分析師報告更指出，甚至有部份的主要礦業公司，其目前股價水準只有其資產重置成本的0.8倍，這可說是過去從未見過的情況。當然，有些公司也想利用這樣的時機進行擴張，但由於信用市場的凍結，使得他們無法這麼做。然而，這也就是我們基金相對於礦業公司，明顯具有的主要優勢。

Rio Tinto 未來一年預估本益比



Source : Datastream, 截至2008/10/31。

前線直擊

貝萊德世界礦業基金

2008年11月

本資料僅限專業銷售機構使用

BLACKROCK
貝萊德

超級循環結束了嗎？

需求並不會就此永遠消失不見。中國2008年第3季的GDP為9%，政府已經開始透過三次的降息、移除限制需求的稅負管制，以及龐大的投資計畫。

美國，由於執政權力的改變，即將上任的新政府近期已頻頻宣佈龐大的支出計畫。這次規模巨大的程度有可能是史無前例。原物料的供給成長如今已受限制，因為，已宣佈的計畫被大幅刪減，未來的專案計畫缺乏足夠的財務支撐。

對這些公司而言，年初時所面臨的成本增加壓力如今已經減輕。柴油和鋼鐵的成本持續大幅下滑。員工現在較擔心的是，如何保住工作而非罷工爭取更高的薪資。同樣地，對於那些在巴西、澳洲、南非等地區擁有資產的公司，當地貨幣的大幅貶值將使得公司的獲利，較不受到以美元計價的原物料價格下滑的影響。現今，即便是原先令人聞之色變的原物料國家主義，現在也顯得較不令人擔憂了。

簡言之，聯準會、歐洲央行、日本央行、英國央行聯手大幅降息，雖然中期而言的展望是正面的，但並不表示就足以立即避開短期內西方世界的衰退。相較於此，超級循環的驅動力仍然持續，但來自信用危機所造成的減損讓投資人對此失去了興趣。而這使得股票的交易變得像是短期的原物料衍生性金融商品，事實上，股票應該反映的是，原物料並非是奢侈品，他們是會被耗盡的有限資源，是必需被替換的，做為實質的工業消耗來使用。礦業公司的經營管理團隊非常的了解這個事實，因此一但目前凍結的信用市場出現和緩，非常確定的是，將會有漸漸瘋狂的企業購併活動。

因此，在地獄般的100天以後，我們相信仍有樂觀的理由，且很顯然地，並不是只有我們如此認為。就在完成此篇評論的同時，主要礦業類股的股價都已開始出現上揚，從近期的股價低點來看，部份個股甚至出現50%以上的漲幅，且伴隨著巨大的交易量。包含我們在內的部份投資人，正在底部佈局，而這些實質資產也可能重拾其近年的光輝。

撰寫這篇評論所希望傳達的最主要訊息，就是礦業類股是一種長期性的資產，但近期的市場表現卻像是短期性的資產。然而，這種情況不會永遠的持續下去，因此投資人反而應該盡可能地掌握此投資機會。

於2008年4月28日，美林國際投資基金已更名為貝萊德全球基金。貝萊德世界礦業基金乃貝萊德全球基金-世界礦業基金之簡稱。臺北市106敦化南路二段95號28樓。電話(02)23261600。(95)金管顧新字第(088)號。貝萊德證券投資顧問股份有限公司獨立經營管理。本資料僅供參考，本公司並不針對個人狀況提供投資建議，投資人如欲進行投資，應自行判斷投資標的及其投資風險，並承擔投資損益結果，不應將本資料引為投資之唯一依據。本文提及之經濟走勢預測不必然代表本基金之績效，本基金投資風險請詳閱基金公開說明書。本文所提及之公司或基金之投資並不應該被視為買賣相同的建議，僅供說明之用。本境外基金經行政院金融監督管理委員會核准或同意生效，惟不表示絕無風險。基金經理公司以往之經理績效不保證基金之最低投資收益；基金經理公司除盡善良管理人之注意義務外，不負責本基金之盈虧，亦不保證最低之收益，投資人申購前應詳閱基金公開說明書。有關應負擔之費用(含分銷費用)已揭露於基金之公開說明書及投資人須知中，投資人可至境外基金資訊觀測站中查詢。以上資料包含第三人提供或發行，僅供法人機構及專業財務顧問或收件人專用，非供一般投資大眾使用，未經同意不得複製、引用或轉寄。BLK0811-307