

首域盈信亞洲 - 中國股票

中國快訊

2016年7月

- 首域中國增長基金投資於在中國擁有資產，又或其收入乃來自中國的企業所發行的證券。
- 首域中國核心基金投資於在中國大陸成立或擁有重大業務之大型及中型企業所發行的證券。
- 首域中國增長基金及首域中國核心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。本基金的價值的波動性可能會較大，原因是本基金承受單一國家的法律、政治及經濟狀況風險。投資於中國使本基金承受額外風險，包括匯回資金的風險及稅務政策的不明朗因素。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。

我們在上一期中國快訊已闡述這個全球第二大經濟體正在推行的經濟改革。我們注意到金融改革取得最大進展：政府採取措施加快人民幣國際化、開放外匯和利率，並擴大中國股市的深度和寬度，但國營企業（國企）改革等其他範疇的進展則較為受阻。然而，環繞中國經濟結構性放緩的憂慮或有助推動當局實施更多國企改革。滯後國企的效率提升，應可改善回報率，繼而促進經濟發展。

我們將在本期快訊闡述投資者在投資中國國企時應注意的部份要點，以及分享我們中國投資組合的最新投資概況。

投資於國企 — 以質素為先

私營範疇存在優質和劣質投資機會，國企領域亦然。在可投資範疇中剔除國企，資產持有者的投資機會便所餘無幾，特別是在中國，因國企仍屬內地經濟的重要部份。

我們認為投資於國企時，需要考慮三大方面：首先，公司管理層表現是否優秀和可靠？是否與少數股東利益一致？第二，公司是否具備獲利能力？有否聚焦於締造可持續的優秀回報？最後，政府持有權對公司在長期持續締造上述回報的能力有多大影響？

誠然，首兩個問題與我們考慮投資的任何公司均屬相關。在這方面，我們投資國企的程序與非國企完全相同，對盡責管理和質素標準的要求並不會作出任何妥協。我們傾向投資於由專業管理團隊進行優質管理的企業，這些團隊擁有技巧、經驗和誠信，能代表公司和持份者作出有效的決策。有關企業的業務強勁、市場門檻高、財政狀況穩健，而且顯示公司能在多個市場週期締造可持續和可預測的回報。

至於第三個問題，我們致力量化國家作為母公司的影響。最理想的情況是，企業明確分隔國家與管理團隊的角色，而國家應盡少作出干預。我們密切注視管理層變動，因國企高層人員經常被調派帶領其他國企。此外，我們特別留意政府

補貼、企業槓桿比率、監管變動、價格控制和稅項，從而了解公司經營業務的整體環境。掌握上述各項要點，有助我們釐定公司質素是否達到我們的投資要求。

密切關注問題

誠然，「質素」是一項主觀準則，每位投資經理和分析師均對質素的定義抱持各自的觀點。只有少數問題能夠黑白分明，我們在團隊會議上，最常討論中間灰色地帶的微妙觀點。

在中國進行投資的過程中，我們遇到許多仍在發展至更接近現代企業結構的公司，無論是否國企。中國的證券交易所分別在1990年及1991年成立，時間相對較短，部份公開上市企業剛開始體現投資者通訊和良好企業公民的益處。雖然這意味著企業具有一定的質素，但我們認為投資者亦應保持務實和關注公司的企業管治表現。

我們過去曾關注的要點包括持股結構、董事局架構、管理層獎勵計劃、繼任計劃、研發、財富管理產品與其他投資、低股息、健康與安全，以及其他持續性問題。我們將時刻基於最佳實務守則，提供實用的觀點。就此，我們認為能與管理層坦誠溝通是優質企業的基本要素。

國企改革並非新事

全在中國投資時，我們所面對問題之一是這些轉移私營企業本已短缺的資金的國企，大部份均欠缺效率和獲利能力。於2014年，國企的平均資產回報率只有4.6%，低於私營機構的9.1%¹。

然而，旨在提振國企的改革過去一直備受重重阻力困擾。掌管國企的高層人員因其特權地位而獲益，不少均拒絕接受市場競爭和放棄身份地位。

然而，中國經濟增長正在放緩。雖然減息降準等貨幣政策工具提供支持，但貿易數據仍然呆滯，工業生產減慢和固定投資持續疲軟。產能過剩和使用率不足令傳統製造業受困。因此，推行以市場主導的模式，從而改善國企效率，將會是阻止經濟持續放緩的方法之一。

我們過去曾經歷相同情況。在1990年末亞洲金融危機時期，隨著以出口主導的中國經濟減速，缺乏獲利能力的國企已瀕臨危機界點。為遏止虧損不斷擴大，政府積極推行國企改革。表現最遜色的國企被關閉、合併或私有化，導致數千萬人失業。

隨著重整國企運作開始更接近私營企業，股本回報率由1998年改革前低於2%，上升至十年後高於15%²。與此同時，當局鼓勵私營機構擴展業務，從而吸納因國企重組而釋放的勞動力。

國企改革於2008年環球金融危機期間陷入停頓狀態。政府減慢提供流動資金的速度，導致需求下降，而在之前十年興建的新廠房輸出造成庫存過剩。過度投資於機械和設備的國企只能閒置廠房設施。此外，雖然表面上股本回報率改善，但大部份是源於政府的有利政策、壟斷市場、國家補貼和國營銀行提供廉宜貸款。當計及上述所有因素，便會發現許多國企仍錄得龐大虧損。

中國國企改革獲得推動

時到今天，中國國務院再度推行改革計劃。當局現今的指引，提出數個重要的改革範疇。首先是透過私人投資（即局部私有化）和僱員持股計劃分散持有權的重要性；第二，在依然由國企主導的行業增加私營企業的競爭（即打破國家壟斷的局面）；第三，企業管治進一步公司化和改善（促使國企更能向股東作出回應，並改善資源配置效益）；最後，以市場主導操作，例如市場帶動定價、管理層獎勵計劃和私營企業享有相等融資渠道的必要性。

除上述改革外，國家主席習近平還推行前所未見的反貪腐行動，數百名官員和國企高層人員已因挪用國家資產而接受調查和檢控，可見政府發出明確訊號，在新世紀絕不容許貪腐行為。

中國的持續改革、反貪腐措施，以及採用市場為本的做法（或中國式資本主義），應有助在長期營造獲利和持續能力更佳的經濟。根據報告顯示，中國有約150,000家國企，資產約值122萬億元人民幣（15.7萬億美元），並僱用超過3,000萬名員工³。國企範疇改善，應可提升股本回報率和帶動未來的經濟增長。

若干發展值得我們注意。部份國企已採用設有董事局和獨立委員會的現代企業架構。中國電信、招商局集團和中國海洋石油總公司便是其中例子，這些國企奉行高企業管治標準，而且生產力水平有所提升。

我們的中國投資組合持有若干國企倉盤，我們認為投資於優質國企可在長期帶來可觀回報，並看好由市場主導，而且國家作出極少干預的國企，亦即是運作有如私營企業的國企。

我們對中國國企的投資分佈

中國電信（電訊服務股）是我們看好的國企範例。市場對公司管理團隊的評價良好，而且其企業管治手法妥善，並與投資者溝通有道。於2004年至2015年出任董事長兼首席執行官的王曉初被視為業內最具商業頭腦及面向市場的行政人員之一。在王曉初的領導下，中國電信於業務執行及審慎理財方面有所改善，公司成為更富紀律和表現穩定的電訊營運商。

王曉初在掌管中國電信期間引入數項市場為本的措施。他實行創新措施以推動員工創意及工作熱誠，有助提升員工士氣，包括在公司內部成立小型地區單位，容許員工自負盈虧，並分享公司利潤。

作為企業行政人員，王曉初統領中國電信於2008年收購中國聯通錄得虧損的CDMA流動電訊業務。中國電信向特定客戶提供綑綁式服務計劃（固網電訊、流動電訊、寬頻及收費電視），成功把該業務轉虧為盈。目前，中國電信已發展成全球最大的電訊服務營運商之一，擁有1.33億名本地固網電話用戶、1.16億名固網寬頻用戶、2.03億名流動電訊用戶，以及約7,500萬名4G用戶⁴。

在2015年的另一輪電訊業高級行政人員更替中，中國電信與中國聯通董事長互相調換職務。王曉初調任為中國聯通董事長，而常小兵則改任中國電信董事長。我們投資中國電信主要源於管理層的整體質素，尤其是對王曉初抱有信心。自王曉初離任後，我們已削減中國電信的持倉，並將繼續審慎注視事態發展。

招商局集團是一家國營綜合企業，經營三項核心業務：運輸及相關基建（港口、收費公路、物流和航運相關維修）、金融（銀行、證券、資產管理和保險）及房地產（房地產發展和管理）。公司管理團隊的業內評價良好，具有商業思維，而集團企業則由投資回報主導，並著重股東利益。

我們的投資組合持有招商局集團附屬公司**招商局國際**（工業）已有一段時間。與招商局國際代表會面後，我們深信公司性質與私人公司非常相似，但由政府監督。現時，招商局國際是中國最大的貨櫃港口營運商，並於亞洲、歐洲及非洲均擁有海外資產，而公司的物流和冷藏庫業務正在增長。

招商局國際管理層備受推崇，擁有優良往績。招商局國際前主席傅育寧博士為一名學者，曾在中國攻讀和於海外留學〔獲英國布魯諾爾大學（Brunel University）頒授海洋工程學博士學位〕。他於1980年代初加入母公司招商局集團。於2000年，他協助監督集團的重組工作，當時出任招商局國際董事兼總裁（並於母公司招商局集團兼任總裁）。其後，招商局集團重組為控股公司，擁有致力營運專門業務的附屬公司，而招商局國際則迅速成為內地最大的港口營運商。此後，傅育寧擔任招商局國際主席（2010年至2014年）。

在傅育寧的領導下，招商局國際出售油輪業務予母公司，並把收費公路業務注入母公司旗下另一家上市公司，而招商局國際則重組為專注於港口的營運商。在2005年，招商局國際收購上海國際港務的部份股權，加強招商局國際在環渤海地區、長江及珠江三角洲的實力，使其佔香港/中國港口總吞吐量共約81%。

¹ Gavekal Dragonomics & Financial Times: China's state-owned enterprise reform plans face compromise, 2015年9月14日。² China's unfinished state-owned enterprise reforms, Dong Zhang & Owen Freestone。刊發於澳洲政府財政部網站Economic Roundup Issue 2, 2013。於2016年6月1日取得有關資料。³ 財政部數據，截至2016年3月底。⁴ 資料來源：中國電信網站，截至2016年3月31日。

招商局國際是環球運輸貨櫃化 (containerisation) 增長、貿易增長提速及中國於2001年加入世界貿易組織的主要受惠者之一。招商局國際審慎擴充港口吞吐量，認為擁有足夠規模是港口投資的要素。此外，公司精選一線港口地點 (或有潛力晉身一線地點的二線港口) 發展業務，意味著招商局國際不合理定價的風險較低。

上述因素為招商局國際締造可觀的每股盈利增長、淨現金流和高利潤率 (雖然公司在2008年金融危機後亦受累於環球貿易放緩，而且出口減慢導致公司的港口吞吐量下降)。

傅育寧於2014年獲委任為華潤集團董事長。同時，招商局國際主席李建紅升任為招商局集團董事長，應可貫徹實行公司的業務策略。我們仍持有招商局國際，並將繼續注視公司發展。

投資影響

在過去六個月，我們的中國投資組合能抵禦市場顯著波動。誠如上一期快訊所述，我們更專注於優質公司的投資，認為該等公司在市況欠明朗期間應較具防守性。

我們將**格力電器** (非必需消費品) 視為中國的領先空調製造商。格力電器為期內最利好投資組合表現的持倉之一。雖然公司的銷售轉弱及市場環境帶來挑戰，但其經營利潤強勁，刺激股價從去年9月的低位回升。

年初，格力宣佈擬收購內地汽車公司銀隆新能源以發展非核心業務。格力有否足夠製造及研發實力以拓展新業務的狀況未明，因此我們初步對這個計劃保持審慎。此外，目前尚未有充足資訊了解有關估值機制，以及收購提案對企業管治的影響。

相對於格力的淨現金水平，收購交易的規模可能較小，因此我們認為收購將不會導致格力顯著調整股息，但我們正密切注視收購對股息的影響。我們正等待格力公佈交易詳情，方會作出明確結論。目前，格力股份暫時停止交易。

福耀玻璃 (非必需消費品) 因人民幣貶值而錄得匯兌收益，抵銷經營業績轉弱的影響，亦促使公司股價造好。福耀是我們的中國投資組合重要持倉之一，其為中國的最大汽車玻璃製造商，在汽車原設備生產市場的佔有率約為73%，而海外市場佔有率則約為10%。該公司的三分之一銷售來自出口，現時亦於美國及俄羅斯生產 (可縮短與客戶距離及加快發貨)。福耀是現時全球利潤最高的汽車玻璃製造商。該公司的市盈率約為12倍，股息率為5%，因此我們認為福耀估值仍頗為合理。

利淡表現的持倉方面，需求疲弱和外國品牌競爭加劇，影響業務表現，導致**旺旺**及**中國蒙牛**等基本消費品企業受困。就這兩家公司而言，我們日益憂慮旺旺產品缺乏創新，因此已沽出有關持倉。其商業思維似乎屬一家製造商，而非一家消費品企業，我們認為旺旺著重分銷 (但不重視品牌管理、研發、廣告和市場推廣等方面) 並非利好跡象。

另一方面，我們維持**中國蒙牛**的持倉。中國蒙牛是內地兩大乳製品公司之一。與旺旺相反，中國蒙牛計劃增加對主要品牌的投資，並加強主要與附屬品牌的聯繫。該公司的定位是一家健康產品供應商，新推出乳酪、飲料及其他非乳製品健康產品。儘管市場環境疲弱，但公司盈利優於預期。

期內，其他值得注視的交易包括新增**寧波銀行** (金融) 的股份。寧波銀行是一家優質中國商業銀行，董事會結構均衡，業務營運非常獨立於地方政府。此外，近日我們購入**中南出版** (非必需消費品) 的股份，其為湖南省領先的教育出版商。另一方面，我們亦新增**江蘇恆瑞** (健康護理) 少量股份。這家領先的內地藥業公司主要致力在專利藥物市場進行研發工作。

此外，我們沽清**濰柴動力** (工業) 的持倉，其為投資組合信心較低的持倉之一，並因憂慮**浙江華海** (健康護理) 的臨床測試數據問題而沽出其持倉。我們同時沽售**永輝超市** (基本消費品)，認為其估值過高。

就估值而言，我們認為數家公司的A股估值仍然頗高，尤其是相對於其H股估值。因此，我們由**長城汽車** (非必需消費品) A股轉投H股。同樣，我們基於估值因素，沽售**新疆金風科技** (工業) A股並轉持H股。這家公司是中國的領先風力渦輪機製造商。我們還基於估值出售**中海油田A股** (能源)，但保留在**中海油田H股**的持份。

展望

與我們考慮國企的潛在投資時，將持續密切關注國企改革進展，並觀察面向市場營運手法的跡象。資產運用可能進一步合理化，加上市場或會出現併購活動，可望再度為資產持有人帶來投資良機。

雖然內地的經濟數據令人憂慮，但利好消息是本土消費大致保持穩定，而可動用收入則繼續上升。中國的人均收入自2010年以來每年增長約11%。因此，中國消費者正改變其非必要開支的習慣，而市場擁有龐大潛力，以把握消費者購買較高質素產品和服務的趨勢。

雖然我們對內地的短期前景保持審慎，但認為投資於估值合理的優質企業，以及趁低吸納優質持倉，應可在長遠使我們獲益。

首域中國增長基金

累積表現 - 以美元計算 (%)

	自成立日	5年	3年	1年	6個月	年初至今	3個月
首域中國增長基金	957.4*	0.3	-6.1	-26.6	-8.9	-10.5	6.5
MSCI 中國	279.6	-6.0	2.4	-28.3	-6.9	-5.7	10.9

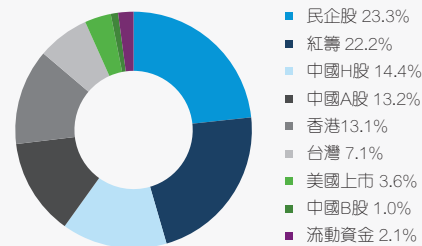
年度表現 - 以美元計算 (%)

	2015	2014	2013	2012	2011
首域中國增長基金	-4.0	-2.8	21.4	19.3	-14.7
MSCI 中國	-7.6	8.3	4.0	23.1	-18.2

十大持股 (%)

	基金	指數
新奧能源	5.4	0.4
騰訊控股	5.2	13.5
台達電子	5.1	0.0
中國太平保險	4.9	0.4
中國蒙牛乳業	4.9	0.5
石藥集團	4.1	0.4
First State China A Shares	4.0	0.0
敏實集團	3.9	0.0
招商銀行	3.7	1.1
百度	3.6	2.8

資產分配 (%)



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5月31日。
 * 首域中國增長基金第一類(美元- 累積) - 成立日期: 1999年8月17日。

首域中國核心基金

累積表現 - 以美元計算 (%)

	自成立日	5年	3年	1年	6個月	年初至今	3個月
首域中國核心基金	5.3^	-20.5	-24.1	-37.8	-15.1	-14.8	-4.3
MSCI 中國	4.7	-6.0	2.4	-28.3	-6.9	-5.7	10.9

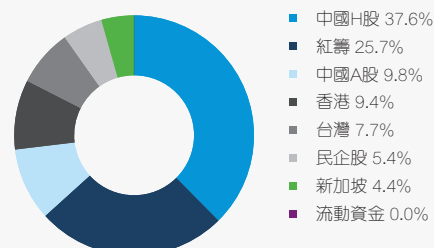
年度表現 - 以美元計算 (%)

	2015	2014	2013	2012	2011
首域中國核心基金	-15.9	-4.7	17.3	21.6	-14.7
MSCI 中國	-7.6	8.3	4.0	23.1	-18.2

十大持股 (%)

	基金	指數
中國電信	8.9	0.8
招商局國際	8.7	0.4
聯想集團	8.0	0.5
台達電子	7.7	0.0
中國蒙牛乳業	5.9	0.5
長城汽車	5.0	0.3
ASM太平洋	4.8	0.0
青島啤酒	4.8	0.2
First State China A Shares	4.8	0.0
龍源電力集團	4.7	0.3

資產分配 (%)



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5月31日。
 ^ 首域中國核心基金第一類(美元- 累積) - 成立日期: 2008年1月30日。

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。