

# 首域盈信亞洲 — 中國及大中華股票

## 客戶通訊

2017年10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。
- 首域大中華增長基金投資於擁有資產，又或其收入乃來自中國、香港及台灣的企業所發行的證券。
- 首域中國增長基金及首域大中華增長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。

## 中國的新武士

中國共產黨第十九次全國代表大會（十九大）將於10月中假北京人民大會堂召開。每五年一度的十九大通常歷時一個星期，很可能是中國政界最重要和廣受矚目的會議。外界普遍預期現任共產黨領導人、軍委主席兼國家主席習近平將展開第二屆任期，其親信亦將進佔內地最高權力政治機關政治局常委的多個要職。

隨著習近平續掌領導人職位並鞏固支持，預計內地政策將不會出現重大變動。政策公佈的重點很可能在於已推行的經濟改革，例如供給側改革、行業整合和混合所有制改革。中國為架構臃腫的國企引入以市場化為導向的制度，有助調控至今的經濟放緩狀況，並於環球經濟收縮的環境下避免出現嚴重的「硬著陸」。

雖然有意見批評內地改革步伐緩慢，但部份可歸咎於2008年至2009年環球金融危機後的外部環境疲弱。然而，現時經濟前景遠較當年穩定：美國很可能創下史上最長的經濟復甦；歐元區經濟增長加快；市場亦深信中國經濟已見底回升。

根據國際貨幣基金組織的近期報告顯示，中國經濟可望在2017年錄得按年6.7%的增長，有關預測已經在本年兩度上調。隨著政策維持利好，我們認為中國經濟增長可繼續優於預期，特別是鑑於當前預期並非處於高水平。

國企的供給側改革已紓緩供應過剩的情況，並推高商品價格，而行業整合促使「國家龍頭」吞併較小型的公司。在8月份，中國最大採煤商神華集團與國內五大發電商之一的中國國電合併，組成全球最大型的電力公司，現已更名為國家能源投資集團。

上述及其他相近交易正創造多家中國巨擘，而這些巨擘具備足夠的規模和實力，可於環球舞台上競爭。受惠於國家支持和近乎用之不竭的財政資源，中國國企透過跨國併購交易進駐新的海外市場。2016年出現多項矚目交易，例如中國化工集團公司（中國化工）以450億美元收購瑞士農業化學品公司先正達（Syngenta），以及國家電網公司以120億美元收購巴西CPFL Energia。

當局作出多項公佈，為營運欠佳的國企引入民企監管，致力改善其企業管治。三大電訊集團之一的中國聯通在8月公佈混合所有制改革方案（混改），藉此引入重大策略性投資者，

包括科技業巨頭阿里巴巴集團、百度和騰訊控股，以及金融機構中國人壽。我們認為引入這些強勁的策略性夥伴將有助聯通優化營銷技能和提高成本效率，從而增加股東回報。

我們已觀察聯通的表現一段時間，並認為該公司的業務正在好轉。在2015年，中國電信前董事長（我們對其高度評價）獲委任為聯通董事長兼首席執行官，其後聯通推出新的營銷活動和具競爭力的定價策略，有助擴大4G用戶基礎。

雖然聯通的交易並非當局推動的首宗混改/部份私有化，但卻是至今最矚目的交易，而且是在約18家央企（規模和實力大於地方國企）中，首家於本年較早期間向政府提交混改方案的公司。若聯通的混改取得成功，可望為國企打開進一步推行混改的大門。

## A股獲MSCI認證

在備受期待的情況下，MSCI於6月公佈，在廣泛諮詢環球機構投資者後，決定從2018年6月起把222隻大型中國A股納入MSCI新興市場指數。有關變動將以5%的部份納入比例系數（partial inclusion factor）為基礎，預計約佔指數的0.73%。

雖然上述比重只佔大市的一小部份，而且短期影響可能甚微，但開展了亮麗的前景。MSCI指出，隨著A股進一步開放予外國投資者，A股的比重很可能增加。現時，透過滬港通和深港通，國際機構投資者可投資於約1,500隻合資格的上交所和深交所上市股份（約佔這兩家交易所上市股份總數的一半），這是MSCI納入A股的因素之一。

MSCI的決定對中國致力開放資本市場而言是一項重大肯定。正如過往報告曾指出，中國在近年推行一系列金融市場改革，並廣泛推動人民幣國際化，人民幣亦獲認可為重要的環球貿易工具。隨著習近平主席繼續掌權，持續推行市場改革將確保有關標準逐步發展和提升。

我們認為這情況亦反映環球機構更傾向在客戶的投資組合納入A股。雖然我們仍須等待多年，A股才可望獲全面納入（MSCI無疑將繼續就市場標準諮詢環球投資者），但預計A股市場的外國機構投資者將逐步增加，甚至在日後超越內地散戶的比例。屆時，市場表現的主要動力應來自基本因素（企業盈利增長和估值），而非追逐勢頭而搖擺不定的散戶資金。

## 新增持倉...

內地股市是年初至今表現最佳的股市之一，主要受惠於企業盈利錄得按年22%的強勁增長（根據撰文時約4,000家已公佈上半年業績的大陸、香港及美國上市中國公司）。由於市場氣氛亢奮，物色估值便宜的優質公司殊不容易；但在備受追捧的大型股以外，個別股份仍頗具吸引力。

為把握中國醫療保健開支增加的長期趨勢，我們買入**華潤鳳凰醫療**，其為中國最大民營醫院**鳳凰醫療集團**與國內最大綜合企業之一**華潤集團**的混改試點。華潤鳳凰醫療在2016年進行股權重組，華潤集團因而成為最大股東，持股量為36%。

華潤鳳凰醫療的往績良好，在過去四年，收益的複合年增長率約為17%，而股本回報率為12%。按每家醫院計算，華潤鳳凰醫療醫院每張病床的收益為華潤集團醫院的一倍。預期華潤集團醫院的盈利能力將逐步升近華潤鳳凰醫療醫院的水平。

華潤鳳凰醫療的業務模式是收購表現遜色的醫院，並提升其服務和盈利能力（儘管醫院承擔的社會責任意味著利潤不會過高）。華潤集團有助華潤鳳凰醫療投資於更多公共醫院，並可獲較佳的財政支持。

內地健康護理業享有龐大的長期增長潛力。公共醫療體系的投資嚴重偏低，因此公共醫療服務經常出現長期輪候的狀況，而藥物價格的加成偏高，同時醫生的低收入帶來貪腐和藥劑過量的問題。基於醫療業效率欠佳，華潤鳳凰醫療的潛在收購目標多不勝數。

華潤集團與華潤鳳凰醫療能否有效合作仍有待觀察，我們將密切監察日後發展。根據我們與華潤鳳凰醫療在較早前的會面，華潤集團對日常營運的干預不多，主要透過董事會代表（有四名董事會成員來自華潤集團）和華潤集團委任的財務總監參與營運。

華潤集團的企業管治往績良好，其為華潤鳳凰醫療提供的支持有助提高投資信心。華潤集團董事長傅育寧博士親任華潤鳳凰醫療的榮譽主席，是他出任有關職位的唯一一家公司，反映縱使華潤鳳凰醫療的規模不大，但於集團內具有重要性。

現時華潤鳳凰醫療的估值低於歷史中位數，並持續獲內部人士買入。儘管華潤鳳凰醫療是國內最大的普通科醫院營運商，但市場佔有率僅為0.2%。我們買入該股的小量持倉，預期可受惠於市場整合。

**美的集團**是中國最大的家電公司，是中國投資組合在近期新增的另一項持倉。美的集團在過去多年僅集中於規模，導致營運往績平淡，直至2011年改變營運策略後，現時明顯更具吸引力。該公司注重研發，並精簡產品組合和加強對分銷商的管控，因此近乎所有產品均成功爭取較大市場佔有率。公司利潤率上升（淨利潤率由重組前的6%提高至現時的9.6%），而且現金流持續強勁（過去10年的自由現金流複合年增長率為57%）。

美的集團是少數委任專業人員管理，而公司家族成員並不參與日常運作的中國民企之一，董事會內只有一名公司家族成員。管理層的執行能力強勁，從營運策略轉變後業務迅速扭轉劣勢可見一斑，而管理層擁有約11%股權，確保與公司的利益一致。

公司旗下近乎所有產品類別都在2016年錄得強勁增長，只有空調例外，有關業務因銷售渠道減少庫存而受壓（但銷售渠道現時的庫存已跌至歷史新低，因此空調業務的2017年利潤

增長可望顯著提高）。與此同時，內地民眾收入增加促進「優質化」的趨勢，使美的集團可持續提高平均售價。

我們認為對美的集團來說，隨著公司的市場佔有率擴大，加上該行業展現低至中幅度單位數字增長，因此公司在未來五年取得10%的整體利潤複合年增長率並非過於遠大的目標。早前美的集團收購Kuka（四大工業機械人公司之一）和東芝（日本優質家電品牌），從而增添新的增長領域，特別是物流和工業等領域，而Kuka的工業自動化業務應有助提高美的集團旗下製造生產線的成本效益。

美的集團的估值有所上調，2017年預期市盈率為16.6倍，但基於該公司的業務價值、增長水平和締造現金流能力，我們認為估值合理。

## 表現概要

中國市場的表現高度集中於數隻股票和主題。電子商貿公司表現尤其造好，大部份均錄得顯著的收益和盈利能力增長。智能手機愈趨普及，加上精通科技的消費者日增，有助刺激中國網上零售銷售在2017年上半年增至4,570億美元，較去年同期上升33%。對比之下，美國網上零售銷售僅為2,180億美元，金額只有約中國的一半。

上述數據促使不少投資者對中國電子商貿公司的潛在增長感到振奮，並帶動相關估值上揚。中國最大型電子商貿公司**阿里巴巴集團**的收益增長遠勝預期。儘管我們已觀察該公司一段時間，但只在近期透過買入小量**Softbank**而間接持有該股，因為Softbank持有阿里巴巴27.5%的股權。Softbank股價相對資產淨值的折讓顯得吸引，這意味著其估值與阿里巴巴股權相若，但卻同時擁有Japan Telecom、Sprint和ARM。

正如過往報告所述，我們看好**騰訊控股**，而且中國投資組合亦較普遍持有這家公司。個人電腦和手機遊戲增長繼續成為強勁的收益來源，電子商貿暢旺亦開始促使廣告業務回升。騰訊控股旗下財付通（擁有WeChat Pay）的市場佔有率日益擴大，並正逐漸趕上在手機付款方面佔領導地位的支付寶。財付通及支付寶合共在中國電子付款市場上佔超過90%，而中國是全球最大的電子付款和電子商貿市場。騰訊控股並不便宜，2017年財政年度的市盈率約為44倍，市賬率則為13倍。我們繼續沽售套利，並控制持倉規模。

阿里巴巴集團及騰訊控股佔MSCI中國指數約30%的比重，為指數年初至今的表現（升35%<sup>1</sup>）帶來顯著貢獻。此外，這突顯了使用上述指數作為表現指標並不明智。我們認為只對兩隻股票持有如此重倉完全有違常理，亦慶幸我們的投資程序讓我們可自由建構投資組合，而非以指數作為出發點。

利淡持倉方面，市場憂慮網上折扣零售商唯品會「快閃銷售」業務模式的可持續性，導致該公司被大幅下調評級，市盈率由40倍跌至只有13倍。該公司的收益增長減慢，上客成本偏高，而且利潤率顯著受壓。與此同時，京東商城近期對Farfetch的投資和阿里巴巴有意與Yoox Net-a-Porter合作（兩者均為高檔品牌的電子商貿平台），可能促使競爭加劇。繼唯品會第二季的經營利潤表現疲弱後，我們沽售有關持倉。我們預期該公司表現或會轉遜。

第二個推動市場表現的主題是智能手機升級週期。**瑞聲科技**是向蘋果電腦（Apple）提供聲學配件（揚聲器和接收器）及觸覺技術（帶來震動等觸感）的主要供應商之一，該公司對智能手機製造商的銷售增長強勁，帶動利潤躍升。

瑞聲科技產品的整體潛在市場估計約為100億美元（2016年數據），並可望在2020年前增長20%。我們預期瑞聲科技對蘋果電腦的銷售將保持領導地位，而且在非蘋果電腦及中國智

<sup>1</sup> 截至2017年8月31日。

能手機市場的佔有率可望擴大，在未來三至五年提供穩健的收益增長。

**ASM Pacific Technology** 是一家半導體後工序和表面貼裝技術設備（亦稱為取放機器 — 為智能手機和其他電子產品安裝半導體晶片）製造商，目前股價接近2010年的高位。上半年的經營利潤按年增長逾86%。雖然短期下行風險可能不大，但作為蘋果電腦的主要供應商，收益增長或會在2018年顯著放緩（蘋果電腦的升級週期為兩至三年）。

**舜宇光學** 因鏡頭及相機產品交付強勁，刺激股價升至歷史新高。在8月份，舜宇光學的智能手機鏡頭付運按年大幅上升96%，主要提供予韓國和中國客戶，而汽車鏡頭亦按年升65%。

舜宇光學是手機鏡頭市場的兩大供應商之一。隨著智能手機製造商為手機內置較高像素和雙鏡頭相機，智能手機鏡頭升級的趨勢明顯。蘋果電腦的iPhone 7 Plus是率先使用雙後置鏡頭的公司之一，讓用家可拍攝帶有「景深」效果的人像相片。

此外，隨著經濟回穩，消費公司普遍造好。**格力電器** 受惠於中國收入日益增加，其高級型號產品的銷售亦提升。此外，內地天氣普遍炎熱及銷售渠道庫存偏低，支持相關行業錄得可觀銷售增長。

格力仍是中國投資組合內最高持股公司之一。其利潤率偏高、股本回報率優秀及現金結餘龐大，使之成為具吸引力的投資

主題。然而，基於該公司的銷售與正在放緩的房地產市場具相關性，加上我們憂慮該公司主席的繼任計劃，因此我們在中國投資組合內普遍減持有關持倉。

**青島海爾** 是另一家公佈亮麗業績的家居電器集團，主要受惠於市場佔有率增加及平均銷售價格上升。我們認為海爾的產品種類廣泛、地區覆蓋面廣闊及議價能力轉佳，應可在週期逆轉時限制股價跌幅。雖然中國房地產價格持續上升，但升勢已減慢，因為政府為樓市降溫的措施開始奏效。

## 總結

我們再次關注投資者的非理性行為及市場的亢奮情緒。投資者為增長股付出的價格令我們驚訝。雖然經濟已經回穩，但部份基本問題仍未解決。房地產價格走高，引發市場對負擔能力感到憂慮，不少人士預計房地產市場將大幅下跌。儘管政府推行緊縮措施，但未償還個人抵押貸款在6月底仍按年升30.8%至20萬億元人民幣。未償還社會融資總量（即體系內所有私人貸款）達167萬億元人民幣。此債務金額龐大，甚至引起國際貨幣基金組織關注。該組織強調對中國債務感到憂慮，並表示中國「殭屍」國有企業產能過剩，而且欠缺效率，因此須對中國採取審慎態度。

不過，我們面對的並非盡是利淡因素。A股的投資渠道改善，意味著我們已覓得新的投資機遇，以為中國投資組合新增持倉。我們將繼續到不同國家考察及出席公司會議，以擴闊研究範圍，從而物色優秀企業。

## 首域中國增長基金

### 累積表現 - 以美元計算 (%)

	3個月	年初至今	1年	3年	5年	自成立日
第一類(美元 - 累積)*	11.0	33.1	29.1	16.0	62.4	1,423.8
MSCI 中國	16.1	41.7	35.0	32.8	79.1	476.4

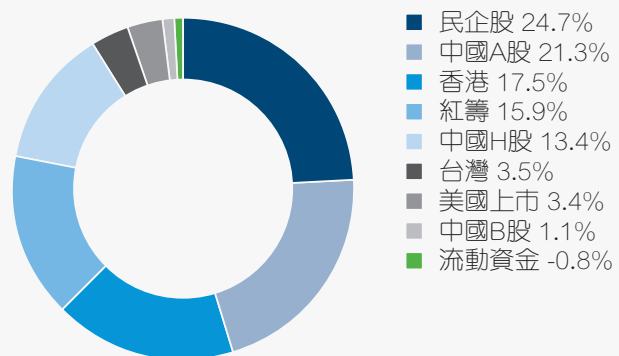
### 年度表現 - 以美元計算 (%)

	2016	2015	2014	2013	2012
第一類(美元 - 累積)	-3.2	-4.0	-2.8	21.4	19.3
MSCI 中國	1.1	-7.6	8.3	4.0	23.1

### 十大持股 (%)

股票名稱	基金	指數
騰訊控股	7.7	16.3
瑞聲科技	6.0	0.9
招商銀行	5.0	1.0
中國太平保險	4.4	0.3
敏實集團	4.2	0.2
石藥集團	4.2	0.5
新奧能源	4.2	0.3
申洲國際	3.3	0.3
珠海格力電器股份有限公司	3.2	0.0
中國蒙牛乳業	2.9	0.4

### 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2017年8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。

注：流動資金為-0.8%是由於交易結算的時間有所誤差，交易於報關期結束後才作出結算，因此，分配(%)在圖中作出了相關調整。

## 首域大中華增長基金

累積表現 - 以美元計算 (%)

	3個月	年初至今	1年	3年	5年	自成立日
第一類 (美元 - 累積)^	10.3	32.9	28.0	24.2	70.4	863.5
MSCI金龍	12.2	35.2	30.3	29.4	77.3	421.8

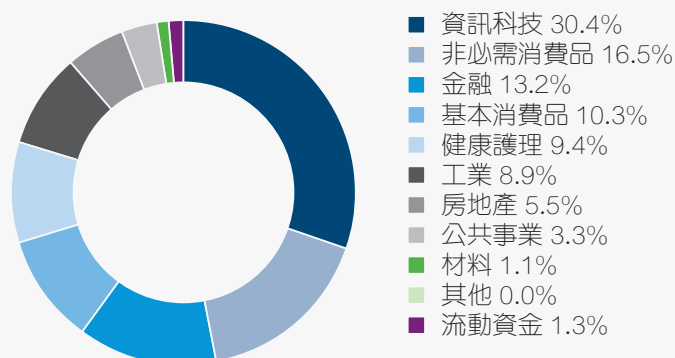
年度表現 - 以美元計算 (%)

	2016	2015	2014	2013	2012
第一類 (美元 - 累積)	1.9	-3.2	4.1	12.0	20.4
MSCI金龍	5.6	-7.1	8.0	7.2	22.7

十大持股 (%)

股票名稱	基金	指數
台積電	7.6	6.9
騰訊控股	6.7	9.3
瑞聲科技	4.8	0.5
長江和記實業	4.4	1.4
長江和記實業	4.2	0.6
友邦保險集團	4.1	3.6
中國太平保險	3.7	0.2
石藥集團	3.6	0.3
珠海格力电器股份有限公司	3.4	0.0
研華科技	3.4	0.1

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2017年8月31日。

^ 首域大中華增長基金 第一類 (美元 - 累積) - 成立日期: 2002年10月18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。

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）有限公司的商业名稱。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。