

- 本基金主要投資於由在中國擁有資產，或其收入來自中國的企業發行股票及股票相關證券。
- 投資於新興市場可能較發達市場涉及更多風險包括流通性風險、貨幣風險／管制、政治及經濟不確定因素、出現大幅波動的可能性、結算風險、託管風險。
- 投資於中小市值公司的股票流通性可能較低且其價格更易受不利經濟發展的影響而大幅波動。
- 基金的投資可能集中於中國或單一行業所以較分散投資組合更為波動及承受較大虧損。
- 基金可涉及中國市場風險包括匯回管制風險、稅務政策的不明朗及互聯互通機制投資相關風險。基金可涉及人民幣貨幣及匯兌風險。
- 基金可運用金融衍生工具作對沖用途及有效率投資組合管理可涉及額外流通性、估值、交易對手及場外交易風險。
- 投資者有可能損失部分或所有投資。閣下不應單憑本文件作出投資決定，請讀銷售文件包括風險因素了解詳情。

首域盈信亞洲
中國股票
客戶通訊
2018年7月

首域盈信亞洲 - 中國股票

中國改革四十週年

鄧小平先生於四十年前制訂宏圖，展開以市場為本的改革計劃，開放中國經濟。自此以來，中國一直轉型，雖然過程緩急不一，但中國於期間成為環球經濟增長最快的國家之一，年均增長10%。

時至今日，以名義國內生產總值計，中國是環球第二大經濟體，預測將於未來十年超越美國。就購買力而言（計入當地商品和服務的相對成本），中國已超越美國 — 若考慮兩國的相對人口規模，或許並不令人意外。

中國消費者收入提高，因而增加當地及海外消費。雖然市場憂慮中國經濟放緩，但收入增加和消費升級（轉買較優質產品）應會於2018年繼續推動中國經濟增長。這是首域盈信亞洲旗下中國投資組合的重要投資主題，我們就此而持有不少長期投資。

然而，改革尚未完成。於本年度博鰲亞洲論壇（亞洲版達沃斯世界經濟論壇）上，中國國家主席習近平發表主題演講，表示中國須「繼續自強不息、自我革新」，以實現「中國人民要發展、要創新、要美好生活」的使命。

我們一直密切留意改革進展。自2015年以來，中國三分之二的中央國企已重組、上市或實施若干股東改革。國有企業汰弱留強和出售不良資產，而政府更

容許效率欠佳的「殭屍企業」 — 即連年虧蝕的企業 — 結業。

儘管中國於推動經濟轉以市場為本方面取得進展，但國內經濟保障核心或被視為對國家舉足輕重的企業或行業仍在一定程度上由國家擁有，而中國政府將較從前發揮更大的經濟影響力，目的是於少數土生土長的巨企鞏固權力，使這些巨型實體能夠與國際公司競爭。

驟眼看來，這是不利的因素，但著重以混合所有制方式，為國企引入市場為本改革，則屬有利的一步，使私營行業得以引進企業管治最佳實務措施，影響決策，提升效率，並改善股東回報，而政府亦保留某程度的實益權益。

改革成果正開始浮現。市場整合有助減省成本，並帶來其他協同效益，而出售資產則提高生產力。去年，中國中央國企 — 總資產合計近9萬億美元 — 利潤創紀錄新高，平均增長達15%，是五年來的最高水平。

我們認為國企改革是改善中國股市股東回報的重要一步。綜觀我們的中國投資組合，部份表現最佳的持倉是採用以市場為本實務措施的公司，如**萬華化學**、**格力電器**和**石藥集團**，下文將詳細闡述。我們亦將剖析若干較近期的國企重組及對相關公司的期望。

混合所有制模式

混合所有制改革向國企注入私人資本（並使不少國企的政府持股變成少數權益），但其後需推行持股及股份獎勵計劃，方能令管理層利益與股東一致。要使國企與私人企業看齊，兩個步驟必不可缺。

中國聯通等部份國企近乎同時間實施上述兩個步驟。於2017年8月，中國聯通增加14名策略投資者 — 其中包括科技巨擘騰訊和阿里巴巴、垂直行業市場公司蘇寧和滴滴，以及保險公司中國人壽。推行改革後，策略投資者佔公司的35%股權，政府佔37%，公眾自由流通佔25%，餘下股份佔經擴大股本約2.7%，配發作僱員獎勵。

雲南白藥和**青島啤酒**等其他國企現時僅就改革採取第一步驟。於2016年12月，雲南白藥母公司（領先的傳統中藥品牌，以其草本止血粉馳名）進行股本重組。新華都實業集團（民營綜合企業，持有超級市場及零售商場業務權益）入股成為50%持股股東。於2017年，醫療設備製造商江蘇魚躍亦成為策略投資者，而新華都及中國國資委¹股權各減至45%。

雲南白藥母公司的董事會由五名董事組成，現時兩名來自國資委，兩名來自新華都，一名來自江蘇魚躍，應可使決策過程更為有效，並容許雲南白藥引入管理層獎勵計劃。公司可望於年底前推出僱員持股計劃。

1 國資委 — 中國國務院國有資產監督管理委員會，是中國權力最高的機關之一，負責管理中國國企，對推動國企改革舉足輕重。國企一切合併及資產出售均須經國資委批准。

此外，青島啤酒是中國歷史最悠久的釀酒廠之一，可能是唯一馳名海外市場的中國啤酒品牌。該公司於2017年12日引入復星國際為策略股東。復星國際自日本啤酒廠Asahi Group Holdings買入青島啤酒的18%股權，而青島啤酒的母公司為未上市國企，自Asahi買入餘下1.99%股權，因此仍然是最大股東。

中糧集團呈現經營好轉跡象

於中央國資委層面，中國穀物、食油及食品龍頭企業**中糧集團公司（中糧）**是規模最大的國企之一。

於2016年，中糧於中國農產品—穀物業內首屈一指，中國中紡則排名第三，兩者展開合併及改革宏圖。中糧其後重組，轉為掌管18家專業化公司的資產管理集團，各公司負責其自身業務經營、管理層委任及人事決定。中糧總部委任董事至各附屬公司董事會，但不再參與日常營運。

上述調動的目標是使中糧更具商業性質，並加強競爭力，同時改善回報及盈利能力。更重要的是，中糧實力增強，將使中國日後的國際穀物及食品供應更趨穩固。

自重組以來，中糧集團的利潤大幅上升，集團內的上市公司—**中國食品**、**中國糧油**、**中糧包裝控股**和**中國蒙牛乳業**—均錄得顯著改善。

中國食品重組業務，改為專注於飲品，向中國糧油出售消費包裝食油業務。資

源整合帶來協同效益，降低成本，於本年3月，中國食品和中國糧油均宣佈經營效率改善，利潤創紀錄新高。

中糧包裝控股方面，管理層遵守承諾，執行削減成本措施，並整合製造產能，以應對供應過剩問題，使銷售額及利潤增加11%（雖然原材料價格上漲削弱升幅），而銷售量提高約15%。管理層認為，鑑於使用率上升及使用營運槓桿，利潤率和股本回報率可進一步提升。

中國蒙牛乳業於2017財年²下半年的收益增長加快，帶動全年業績強勁。蒙牛的品牌建立措施及足球贊助事業開始取得回報，其市場佔有率及利潤率均告提升。去年，公司總收益按年增加12%，銷售量上升9%，純利創27億元人民幣的新高。此外，該公司的毛利率持續改善，由2015年的31.4%升至2016年的32.8%，2017年則升至35.2%。

早期改革企業展現成果

萬華化學、**格力電器**和**石藥集團**等公司取得佳績，以此推論，這些經重組企業可望持續改善生產力及提高回報。上述國企是早期改革企業，逾十年來經營方式與私營公司相近。

萬華化學（前身為煙台萬華聚氨酯股份有限公司）於1998年成立，是全球最大的二苯基甲烷二異氰酸酯(MDI)³生產商之一，設有多個海外辦事處，產品銷售至環球60多個國家。

於2005年，萬華化學母公司萬華實業集團推行改革，國資委縮減其於集團內

的持股至60%，同時將公司20%股權分配予管理層，使管理層利益與小股東一致，而另外20%股權分配予海外投資者。國資委其後將其持股減至39%。

較近期而言，於2018年6月，萬華化學宣佈將向其控股股東萬華化工的五名股東發行股份，以收購萬華化工。完成收購後，預期萬華化學的MDI產能將增至全球之冠，超越現時領導市場的巴斯夫(BASF)。

除股權改革外，萬華化學的管理團隊亦支持以市場為本的實務措施，並實行商業薪酬計劃，各分部高級經理承擔部份業務的責任，繼而獲取相應薪酬。

萬華的長線業績亮麗，自2000年於上海證券交易所上市以來，每年股本回報率平均約為28%，同期每股盈利為27%。

中國最大型冷氣機製造商**格力電器**是另一個改革成功的例子。於1996年上市之際，母公司**格力集團**（由國資委全資擁有）持有格力電器總股本的60%。公司其後進行多次供股活動，並於2005年實施股東改革計劃，使集團於格力電器持股量減至低於50%。

格力電器實施股東改革計劃之餘，同時推行獎勵計劃，若公司利潤增長達到既定年增長率，管理層和技術人員便可以當時資產淨值買入公司股份。於2005、2006及2007財年，預設增長率依次為20%、10%及10%—各財年實際相應錄得20%、36%及84%的利潤增長。

市場人士經常將格力電器的成功歸於其魅力非凡的領袖董明珠。董女士於1990

2 財年= 財政年度

3 MDI是一種聚氨酯，用途廣泛，包括合成皮革品及紡織品，以至雪櫃和建築物外牆的隔熱物料。

加入公司，任職初級銷售員，期間展現精幹的推銷能力，因而迅速擢升，終於在2001年出任總經理，其後於2011年晉身公司董事長。

於過去15年，格力電器在董女士領導下，取得平均股本回報約28%，每股盈利複合年增長約28%。董女士持續於公開市場買入股份，個人資產淨值隨格力股價上升而急增。

最後一個例子是石藥集團。石藥集團由國企石家莊製藥集團擁有，於1994年上市時，是中國規模最大的維他命C及抗生素製造商（分類為「原料藥」）之一，業績一直逐步改善，其核心藥「恩必普」的市場佔有率持續提升，公司增長於未來數年應頗為清晰。

於2007年，石家莊製藥集團的管理層與聯想控股的私募基金公司弘毅投資向政府買下該集團，實際上將公司轉為私營企業。

繼股東改革後，石家莊製藥集團撤離利潤率低、隨週期波動且定價能力弱的原料藥業務，轉而投資於研發「創新藥」，形式大致是於中國市場推出新非專利藥或為現有藥物開發新傳輸機制。

於2012年，石家莊製藥集團將所有製藥業務（包括現時銷量最佳的三種藥品「恩必普」、「歐來寧」及「玄寧」）注入石藥集團。「恩必普」已納入中國醫保目錄，是帶來最大利潤的藥物，專治缺血性中風，受專利保障至2023年；「歐來寧」治療認知障礙症；「玄寧」則用於治療高血壓及心絞痛。

弘毅投資經多次逐步出售股份，於2015年自石藥集團完全撤資。集團主席蔡東晨現持石藥集團約29%股權，而管理層擁有另外7%，顯示管理團隊經濟利益與小股東一致。

石藥集團自重組以來，研發開支複合年增長約32%，現有約有200項新產品準備推出，治療疾病包括心腦血管病、新陳代謝失調、腫瘤、精神病及神經問題。

於過去三年，石藥集團產品組合由原料藥轉向創新藥，促使利潤率改善，創新藥現佔其業務營運約70%，高於改革前的15%至20%，利潤及收益複合年增長率分別為29%及8%。

投資組合活動

年初，我們認為大市升勢推動中國股市估值上升，因此日漸難以以合理股價買入優質公司。由於經濟展現復甦跡象，而且MSCI指數很可能納入中國A股，在上海證券交易所上市的藍籌股尤其獲投資者追捧。

鑑於A股市場估值上漲，我們對昂貴股份獲利套現，將現金轉投在香港及台灣交易所上市，而且估值較吸引和管理妥善的優質股。

我們減持的部份較昂貴股份包括**佛山市海天調味**（由於價格上升和銷售優於預期，市盈率升至約40倍）及**江蘇恒瑞醫藥**（市盈率升至約60倍至70倍，難以支持20%的預計增長）。

我們亦對**中國生物製藥**（當時市盈率为40倍）獲利套現，並減持**格力電器**和**青島海爾**（兩者於2017年銷售異常強勁，因此表現出色）。

買入的重大投資包括於香港上市公司中國蒙牛乳業。該公司為中國兩大乳製品公司之一，於2016年表現欠佳，其中附屬公司雅士利和現代牧業的利潤顯著下跌，其後蒙牛撤換總裁，為銷售團隊引入新獎勵計劃，並重新定位為健康產品供應商。

蒙牛業務於2017年顯著好轉，大部分主要業務和產品線均呈強勁增長。公司優化產品組合，使利潤率穩步上揚，而庫存管理改善，帶動營運現金流急升。我們認為其利潤率或可進一步改善，繼而觸發股份獲估值重估。

我們亦以0.7倍市賬率購入**中國電信H股**。中國電信公佈業績穩健，息、稅、折舊及攤銷前利潤升7.4%，而自由現金流增加20%。此外，我們趁低新增台灣自動化公司台達電子持倉。**台達電子**的預期市盈率為17倍，而A股同業**匯川技術**（我們有小量持倉）則為39倍。

表現回顧

由於原材料價格急升，中、下游公司的利潤率廣泛受壓。綜觀投資組合，在這情況下仍表現出色的持倉，均為品牌強勁而可轉嫁相關成本的公司。家電公司**格力電器**和**青島海爾**便屬於這類企業，儘管價格上升，但兩家公司仍錄得穩健銷售。**青島啤酒**於十年來首次加價。

佛山市海天調味和**雲南白藥**亦展現強勁定價能力，利好投資組合表現。**佛山市海天調味**的銷售及營銷狀況轉佳，切實增加核心產品豉油及蠔油的銷售。另一方面，**雲南白藥**憑藉專有傳統中藥產品，使業績符合預期，但其牙膏業務基數偏高，業績無甚進展。

另一方面，**豪邁科技**面臨原材料價格上漲，決定吸收成本壓力，維持客戶關係，令利潤率受損。用於輪胎模具的鋼材成本自2015年底起顯著增加（雖然自去年12月的高峰回落）。

豪邁科技往績優秀，但按週期波動一收益於過去三年升至近三倍，但於2017年放緩至僅9%，其股價於一年內跌約30%。然而，鑑於鋼價格回落，利潤率

回升，假設收益略為增長，公司的風險與回報水平看來合理。

此外，汽車部件公司**華域汽車**和**福耀玻璃**股價受挫一部份原因是原材料價格上漲，部份則歸因於貿易關稅削弱市場氣氛，兩家公司來自中國境外的收益分別佔總收益的30%和40%。

市場展望 — 貿易戰及關稅

中國（以至環球經濟）受壓的主要問題之一，是中美可能爆發貿易戰。報復式的關稅建議使環球股市急挫。由於事態發展的結果眾多，前景頗為難料，令市場波動重現。

美國一直指責中國採取不公平貿易手法，使外國企業於中國市場處於不利位置。美國關稅清單針對《中國製造2025》⁴策略所涵蓋總值500億美元的商品，以減弱所謂的中國霸權。中國亦擬定報復清單，戰術上打擊美國農業，同時以當地具策略重要性的行業為目標，如飛機及汽車。兩國談判持續，期間投資者心態於樂觀與疑慮之間搖擺不定。

表面看來，中國受貿易戰影響的風險似乎較大。於2017年底，中國出口創2.3萬億美元的紀錄新高，環球貿易順差為4,230億美元 — 單是與美國的貿易順差已達2,760億美元。

然而，中國經濟遠不如從前倚賴出口。隨著民眾收入增加，而且政府致力重整經濟，國內消費現為中國經濟增長的最大動力。美國建議對500億美元中國商品徵收25%進口關稅，規模僅相當於中國國內生產總值的0.1%，只影響中國總出口的2.2%。

關稅提高無疑會降低貿易額，但影響的程度並不明確。現時，不少產品的部件數以百計，分散於全球各地工廠生產，商品不再純屬一國製造，然後銷往另一國。美國與中國互相徵收商品關稅，很可能會降低環球貿易量，不僅影響中國，亦會削弱環球市場的商業信心及資本開支。

4 於2015年，習近平公佈《中國製造2025》策略，優先投資於智能科技及創新為本行業，以改進中國製造業，使經濟繼續轉型。策略旨在使製造業專注於高增值產品，撇離過往較低質／大量生產模式。

首域中國增長基金

累積表現以美元計算 (%)

| | 自成立日 | 10年 | 5年 | 3年 | 1年 | 6個月 | 3個月 |
|-----------|---------|-------|------|------|------|------|------|
| 首域中國增長基金* | 1,827.2 | 126.1 | 71.0 | 33.7 | 40.4 | 12.8 | 2.3 |
| MSCI 中國 | 549.7 | 68.9 | 75.3 | 22.7 | 30.9 | 5.6 | -1.5 |

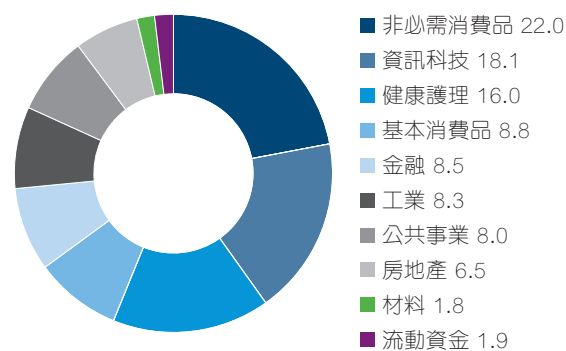
年度表現以美元計算 (%)

| | 2017 | 2016 | 2015 | 2014 | 2013 |
|-----------|------|------|------|------|------|
| 首域中國增長基金* | 55.7 | -3.2 | -4.0 | -2.8 | 21.4 |
| MSCI 中國 | 54.1 | 1.1 | -7.6 | 8.3 | 4.0 |

十大持股 (%)

| | 行業 | 基金 |
|--------|--------|-----|
| 騰訊控股 | 資訊科技 | 6.5 |
| 石藥集團 | 健康護理 | 5.7 |
| 招商銀行 | 金融 | 5.1 |
| 新奧能源 | 公共事業 | 5.0 |
| 中國蒙牛乳業 | 基本消費品 | 3.6 |
| 瑞聲科技 | 資訊科技 | 3.6 |
| 美的集團 | 非必需消費品 | 3.4 |
| 中國太平保險 | 金融 | 3.4 |
| 敏實集團 | 非必需消費品 | 3.4 |
| 上海機場 | 工業 | 3.3 |

行業分配 (%)



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2018年5月31日。分配的百分比均被調整至一個小數位，百分比相加的總和可能不等於100%。

* 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。

重要聲明

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。

有關個別證券的提述（如有）僅供說明用途，不應詮釋為買賣有關證券的建議。本文提述的所有證券可能或可能不會在某時期成為基金組合的部份持倉，而持倉可能作出變動。

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。

澳洲聯邦銀行（「銀行」）及其附屬公司對本文件包含的任何聲明或信息概不負責。本銀行及其任何附屬公司均不保證本文中提及的任何投資或公司的業績或履行償還資本。本文中提及的任何投資並不是對本行或其附屬公司的存款或其他負債，而投資存在投資風險，包括收入和資本損失。