

首域盈信亞洲
中國股票
2019年7月客戶通訊

首域盈信亞洲 — 中國股票

中美貿易緊張關係繼續令市場波動，雙方的談判仍未能解決紛爭，主要爭議包括雙邊貿易賬戶和中國開放國內市場的意願，以及有關強制技術轉移和缺乏知識產權保護的指控。自貿易戰爆發以來，美國已對總值2,500億美元的中國商品徵收進口關稅（幾乎是去年貿易流量總值的一半），以圖迫使中國讓步。中國亦就此實施反制措施，對總值1,100億美元的美國產品徵收關稅。雙方加徵關稅對全球經濟造成廣泛影響。

直到目前為止，少數人預期這場涉及世界兩大經濟體的意識形態之戰將可迅速解決。中美雙方均堅守自身利益，形成難以跨越的戰線。雖然中國已降低「中國製造2025」策略的力度，但期望提升人民財富和生活質素，避免出現所謂的中等收入陷阱，意味著政府將繼續大力投資於科技、自動化、新能源和其他具策略重要性的產業 – 這些舉措亦構成中美兩國的重大分歧。

儘管其他科技公司亦受到影響，但華為首當其衝，成為美國制裁名單的主要打擊目標。由於無法獲得美國企業的產品和服務，華為估計其海外智能手機銷量將下跌多達40%，今年和明年的收益可能停滯不前。多家零件供應商亦遭受打擊，但他們已迅速在越南、泰國和柬埔寨等東南亞國家建立生產基地，以轉移供應鏈。此外，增加研究與發展（研發）應有助刺激本土創新，最終減少對美國進口貨品的依賴。

縱然前景暗淡，我們預期管理完善的公司會相應作出調整，長遠來看，相信貿易戰對我們的投資組合造成的影響有限。我們認為投資組合持有的許多公司均已證明其有能力開發新產能、致力創新和保持競爭力，以應對未來的挑戰。

國內龍頭企業擴展海外市場

雖然市場波動幾乎影響所有中資企業，但我們的中國投資組合中仍有若

干公司成功迴避美國關稅造成的顛覆局面。福耀玻璃是全球最大汽車玻璃製造商之，該公司已承諾投入數以百萬美元計的資金在美國增建新廠房和機器，以提升當地生產並創造數以千計的新增職位。我們適度增持該項A股持倉，因其估值顯得合理，市盈率為12倍，而收益率超過3%。

福耀在美國的附屬公司最初遭受文化差異衝擊，而且缺乏所需的專長，其後致力培訓新入職員工，提振士氣和提升生產力，並取得重大進展。公司業務轉佳，在2017年錄得溫和盈利。

福耀在美國當地設立據點，應有助加強北美客戶對公司的支持，特別是配件市場，因為縮短距離及提供可用零件，將可更迅速回應客戶的訂單。隨著中國汽車市場開始成熟，海外業務（目前佔總收益約三分之一）帶來的盈利貢獻將日益重要。目前，集團正在開拓歐洲市場，並在俄羅斯和德國設立廠房。

福耀的產品包括設有未來主義色彩的直立顯示屏的汽車擋風玻璃，以及可阻擋有害紫外線和紅外線輻射的塗層汽車玻璃，這些產品均較同業產品更輕巧、更耐用和更節能。預期福耀的優質玻璃將可繼續為公司贏得全球汽車製造商的合約。

萬華化學是中國另一家龍頭企業，去年宣佈將在美國路易斯安那州建立一家新廠房，以避免繳付進口關稅並確保其MDI（二苯基甲烷二異氰酸酯）產品仍然保持競爭力（否則將須繳納10%的美國關稅）。萬華在研究方面享負盛名，並持續作出研發投資，以開發內部技術和專門產品。

我們持有萬華已經多年，並一直是我們的A股策略內最大持倉之一。該公司擁有一支營運往績彪炳的管理團隊，而其產品因技術優勢而受益於高進場門檻 – 這些例子正好說明我們物色公司時一般追求的優秀特色。

萬華自2011年以來不斷擴展海外業務，當時其母公司收購並拯救了瀕臨破產的匈牙利BorsodChem。透過

分享技術專長，投資於機械和擴大設施，萬華成功提升BorsodChem的產能，同時打造更加節能環保的廠房。

這次收購行動令當地數以千計的職位得以保留，憑藉萬華的專業知識和資金支持，BorsodChem的業務擴展至非MDI專門產品，為客戶度身定制產品。BorsodChem在2014年轉虧為盈，自此開始，其盈利能力亦持續按年增長，並發展成為歐洲規模最大的化學公司之一。

在2018年，經全面整合BorsodChem的業務後，萬華成為全球最大的MDI生產商。雖然我們已趁高減持股份以控制持倉規模，但我們預期該公司仍然是投資組合內的重要持倉之一。我們認為高進場門檻的專用化學品將展現長期增長趨勢，鑑於萬華的往績良好，加上不斷推出新產品，應可因而受惠。

上述兩家公司正好說明我們採取「由下而上」的投資流程及影響決策的因素。長遠而言，我們認為貿易戰對福耀玻璃及萬華化學造成的影響輕微。這兩家公司持續進行研發和創新產品，有助打造成為具全球競爭力的企業，加上擁有強大的管理團隊，我們認為即使面對宏觀經濟阻力，這兩家公司應有能力應對及維持競爭力。

物色中國優質公司

雖然市場出現拋售，但要持續物色符合我們投資標準而價值吸引的公司仍然是一項挑戰。在中國物色增長股並不困難，但要持有我們所看好的優質公司一般並不便宜。縱使中國有超過5,000家上市公司，但我們只持有25至30隻中國A股（以及另外35至40家境外上市的中資企業）。

我們的活躍觀察名單上還有另外約50家中資企業，我們會定期監察這些公司，從中選出具有信心的持倉。有些公司符合我們的整體質素要求，但上市往績紀錄短暫，因此難以預測其在下一輪跌市期間的表現。其他公司則明顯是估值過於昂貴；我們正待其

價格重返較吸引的水平，以提供更大的安全幅度。

基於我們採取審慎取態和偏好優質公司，我們的A股策略在過去六個月只新增了兩隻持股。首先是無錫威孚高科技集團，該公司為重型卡車，輕型貨車及其他商用車製造符合燃油效益的柴油噴射系統。

威孚列入我們的觀察名單已有一段時間。我們在過去曾持有該公司，但因關注其估值見頂及盈利可見度低而沽售股份。由於威孚主要向卡車製造商供貨，盈利傾向週期性，在近期經濟低迷期間，該公司的遠期市盈率已降至8倍。就資產負債表的淨現金水平，以及公司有意向股東返還現金來看，我們認為這是重建持倉的合適時機。

威孚在國內共軌產品（一種節油型發動機部件）市場佔有70%以上的份額，而博世(Bosch)在全球亦具主導地位，全球市佔率達60-70%。兩家公司擁有悠久的合作關係。早在1984年，威孚已獲授權使用博世的A型泵。博世現持有威孚高科14%的股權，以及相關合資企業博世汽車柴油系統股份有限公司（博世66%；威孚34%）和聯合汽車電子有限公司（50-50合資企業）的股份。

上述兩家公司的業務關係穩定，我們相信應可維持長期合作關係。事實上，雙方能互惠互利：博世的相關銷售額佔威孚整體收入的70%；而博世一半的燃油噴射部件均由與威孚的合資企業生產。多年來，威孚有效運用博世的技術專長，而博世亦相當重視威孚的高精度製造產能。雖然中國也有不少外資競爭對手，例如日本電裝(Denso)、美國康明斯(Cummins)和美國德爾福(Delphi)便是其中最大的三家公司，但威孚卻具有成本和產能優勢。

我們認為威孚應受惠於政府的環境政策；而博世的企業管治和研發實力亦預示前景樂觀。與此同時，該公司的A股收益率为6%（而B股收益率为9%，但後者高度缺乏流通性）。市賬率为1.2倍，增長預期溫和，估計該個股在未來三至五年應可提供可觀的上行空間，但短期內仍可能反覆波動。

我們亦新增廈門法拉電子的小量持倉，這是一家領先的薄膜電容器（供電子設備儲電之用）製造商，法拉電子在中國這個專門市場具有絕對領

先優勢。安徽銅峰電子集團等國內競爭對手的規模顯著較小，而且盈利能力亦有限，而其他國際供應商，例如松下電器(Panasonic)、尼吉康(Nichicon)、基美(Kemet)和威世科技(Vishay)等在效率與利潤方面亦無法與法拉電子競爭。

我們的團隊在2014年首次與該公司管理層會面，當時我們認為這家公司專注於營運，而且財務狀況吸引，但礙於其保守文化而缺乏活力。過往的會議紀錄亦顯示該公司的管理層老化，而且作為一家集體所有制企業，該公司的股權結構欠透明。

其後，公司的管理高層經歷平穩過渡，交由較年輕的領導者以內部晉升方式接管，以確保策略的連貫性。新任管理層表現審慎並具能力；由於公司專注於盈利、現金流和股息，而非短期股價表現，集體所有制計劃的成效良好。

持有這家上市公司37%股權的母公司廈門市法拉發展總公司是由員工集體所擁有。雖然其股份無法買賣交易，但員工有權透過股息分享利潤，並根據個人工作表現獲得分派。在某程度上，集體所有制結構在穩定性和股息方面可與少數股東保持一致，儘管增長可能較平穩而不會大幅增加。

在過去10年，營運現金流至少相當於淨收益，而複合計算的每股盈利吸引，達17%，股息持續增加，派息率維持在60-70%的高位。鑑於市盈率為20倍，自由現金流收益率為5%，我們伺機趁低吸納。

縱然法拉電子在傳統家電、照明和工業市場的份額正在減少或增長緩慢，但其在電動車行業的前景卻顯著較令人振奮。薄膜電容器應用在乘用車的成本為人民幣300至400元，應用在電動巴士的成本為人民幣600至700元，遠高於應用在例如空調和燈泡。法拉電子在中國的市佔率約40%，而且正在不斷擴大其全球業務。隨著電動車出貨量增長，我們認為法拉電子的潛在市場在未來數年可能會增大一倍。

我們在中國的投資策略

在過去的一年，中國股市受到貿易戰陰霾的嚴重影響。我們無法預測哪一方會取得勝利或談判將持續多久；但自2009年投資中國A股以來，我們曾經歷多個週期和市場恐慌，相信我們「由下而上」的選股策略及專注質

素的策略，長遠而言將繼續帶來正回報，儘管這不能保證。即使我們的投資組合無法免受市場波動影響，但我們所持有的公司在過往的經濟衰退期間一般能發揮最佳的保本作用。

跌市一般會被視作負面因素，但我們認為這反而提供機會以較便宜的估值買入優質企業——長遠而言有助增強回報。我們認為，「投資於質素就是我們反問自己，假如股價下跌了一半，我們是否還樂於增持該公司的股份？」貿易戰憂慮導致估值波動，我們把握股價調整機會增持現有持倉，並從我們的觀察名單中篩選新增持倉。

我們對優質公司的定義，是指哪些由強大管理團隊領導，擁有具主導優勢的業務，並具有長期往績支持以展現可持續的盈利增長的公司。我們最低限度致力物色管治良好並作出資料披露的公司；雖然我們一直考慮環境和社會因素，但現在已開始把較系統化的可持續發展分析與傳統的財務數據結合起來。

儘管公司的財務數據可從任何彭博終端(Bloomberg terminal)下載，但要對公司質素作出明智的意見卻較為複雜。我們認為需要與高級和營運管理層多次會面，以了解公司的核心信念、道德和價值觀。管理誠信是我們的主要考慮因素，同時也要留意盡責管理和保護少數股東權利的證據。

為此，團隊每年在中國進行數百次的會議。即使要與合適的人員會面並不容易，但這種質化評估是我們流程的關鍵部分。作為長線投資者，我們認為管理層質素尤其重要——基於中國股市的特殊性，即使出現股票臨時停牌、重組和改革的情況，我們也希望可確保作出合適的投資。

為了建構具信心的持倉，投資組合經理和分析師在常規團隊會議上會提出買入、出售或持有特定公司的理據。我們採取審慎的策略，討論所持公司的風險和優點，檢視會議紀錄，以及任何可能支持或改變我們對一家公司質素評級觀點的新分析報告。這些討論鮮有涉及短期市場走勢。

為防止行為偏見，我們在交易時作出的所有交易指示都會發送予所有團隊成員，其後每週進行檢討，提供充份機會讓成員提出疑慮或作出建設性的反饋。當決定被質疑時，投資組合經理有責任為其投資決定作出辯解，並使團隊相信他們的行動是有利的。

因此，我們的交易活動相對較少，投資組合持倉周轉率一般維持在20%以下的低幅度雙位數。我們一般投入更多時間以評估和監察公司，但一旦建立了信心，我們會長期持有，除非我們認為有關投資理據出現重大變動或永久受損。

重要聲明

本文件所載只屬一般性資料，並不包括亦不構成投資或投資產品建議。有關資料來自首域投資（「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、完整或正確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。

本文件僅供一般參考，並不可視為提供全面的資料或特別建議。本文件所述意見為發件人在發表報告時的觀點，並可隨時予以修訂。本文件並非銷售文件，且不構成投資建議。未取得具體的專業意見前，任何人士不應依賴本文內容，及／或有關資料所載的任何事宜為行事基礎。未經首域投資預先同意，不得複製或傳閱本文件的全部或部分資料。本文件只可於符合相關司法管轄區的適用法例下使用及／或收取。

本文對具體證券的提述（如有）僅供說明用途，不應視成建議買賣有關證券。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。

於香港，此文件由首域投資（香港）有限公司發行，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。

三菱日聯金融集團(MUFG)的信託銀行實體三菱日聯信託銀行(MUTB)於2018年10月31日宣布有意100%收購澳洲聯邦銀行旗下的Colonial First State Global Asset Management/First State Investments首域投資(CFSGAM/FSI) (交易)。該交易預計將於2019年中期完成，但須經監管部門批准。