



黃大展博士
投資經理董事會主席

投資經理討論及分析(續)

整體表現

招商局中國基金有限公司及其附屬公司(「本基金」)於二零零四年十二月三十一日之資產淨值為1.39億美元，每股資產淨值為1.014美元，比二零零三年增加0.2%。本基金截至二零零四年十二月三十一日止年度(「本年度」)股東應佔溢利為110萬美元，較二零零三年減少90.9%。主要是由於招商銀行A股股票價格的下降。

本年度營業額減少了8.1%至267萬美元(二零零三年：291萬美元)。營業額主要來自非上市投資之股息收入188萬美元(二零零三年：211萬美元)，減少10.9%；其次是利息收入65萬美元(二零零三年：67萬美元)，雖然美元利率自年中開始上調，合共1.25%，但因為港元存款利率下降及平均現金存款量比二零零三年低，因此利息收入稍遜於二零零三年。

本年度非上市證券投資未實現淨收益為16萬美元，比二零零三年之1,189萬美元減少98.7%。原因主要是招商銀行的評值受其A股股價下跌所影響。至於上市股票的出售收益及未實現收益合共52萬美元(二零零三年：75萬美元)，與大市表現相若。

主要項目投資

二零零四年九月，本基金與永城煤電(集團)有限責任公司就收購其持有的中誠信託投資有限責任公司(「中誠信託」)6.8167%股權達成協議，總代價為1,531萬美元。中誠信託成立於一九九五年，主要業務包括信託管理、基金管理、投資及貸款融資。於二零零三年底，其總資產及淨資產分別為21億元人民幣及18.63億元人民幣。此項收購現仍待中國銀行業監督管理委員會(「銀監會」)審批。

本基金曾在二零零四年中期報告披露有關簽署了投資Maytron (BVI) Corporation的有條件協議，後因協議內條件不能全部實現，已於二零零四年十月十九日決定終止該協議。

流動資金、財政資源、負債及資本承擔

本基金於二零零四年十二月三十一日的淨現金為3,388萬美元，比二零零三年之3,762萬美元減少9.9%。主要減少的原因是由於期內完成了一項非上市投資項目之出資及增加了債券／票據之投資。

於二零零四年十二月三十一日，本基金並無任何銀行借款(二零零三年：無)。

本基金於二零零四年十二月三十一日的資本承擔為1,531萬美元(二零零三年：254萬美元)，此乃屬於已簽訂投資合約但並未在財務報表作出撥備。

匯價波動風險及相關對沖

本基金大部份投資均位於中國，其法定貨幣為人民幣。人民幣在本報告期內保持平穩，並預計近期仍將繼續維持平穩。

僱員

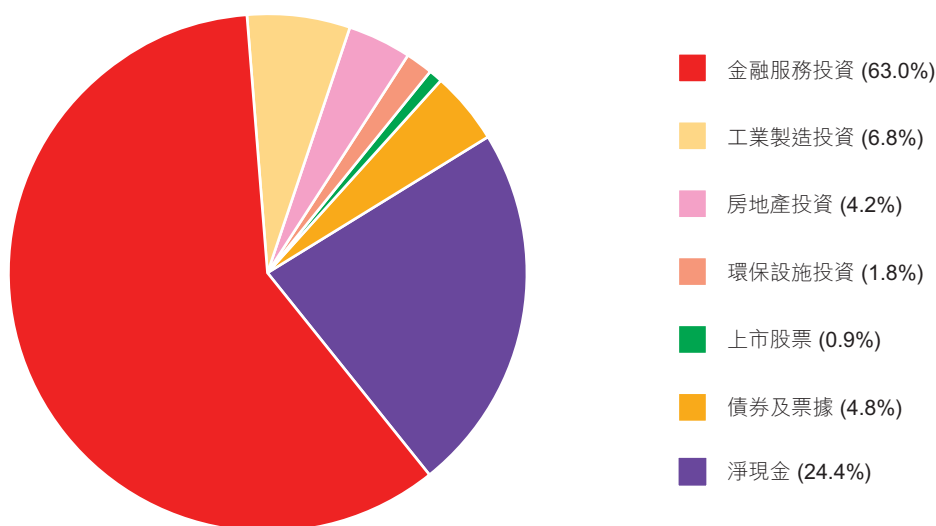
除一名專業會計師外，本基金並無僱用僱員，本基金之投資組合及公司事務由投資經理負責管理。

投資經理討論及分析(續)

投資組合

本基金於二零零四年十二月三十一日的投資總值為11,341萬美元，其中非上市投資項目佔10,551萬美元，上市股票佔123萬美元，及債券／票據等佔667萬美元。主要非上市投資項目的類別分佈於金融服務(佔資產淨值63.0%)；工業製造(6.8%)；房地產(4.2%)及環保設施(1.8%)。此外，本基金於二零零四年十二月三十一日之淨現金為3,388萬美元，佔資產淨值24.4%。

淨資產分佈 (於二零零四年十二月三十一日)





周語茵女士
投資經理之董事總經理

投資經理討論及分析(續)

非上市投資回顧

以下為本基金在二零零四年十二月三十一日所持有的主要非上市投資項目：

項目名稱	地點	業務性質	賬面淨值 (百萬美元)	佔資產 淨值%
金融服務：				
1. 招商銀行股份有限公司	廣東省深圳市	銀行	54.92	39.50
2. 興業銀行股份有限公司	福建省福州市	銀行	26.59	19.12
3. 興業證券股份有限公司	福建省福州市	證券	0.56	0.41
4. 招商證券股份有限公司	廣東省深圳市	證券	1.07	0.77
5. 巨田證券有限責任公司	廣東省深圳市	證券	2.77	1.99
6. 海達保險經紀有限公司	廣東省深圳市	保險經紀	0.62	0.45
7. 巨田基金管理有限公司	廣東省深圳市	基金管理	1.03	0.74
小計：			87.56	62.98
工業製造：				
8. 招遠金寶電子有限公司	山東省招遠市	銅箔及覆銅板生產	9.48	6.82
小計：			9.48	6.82
房地產：				
9. 廊坊東方教育設施 發展有限公司	河北省廊坊市	學生宿舍	3.90	2.81
10. 深圳文錦廣場	廣東省深圳市	商場	1.99	1.43
小計：			5.89	4.24
環保設施：				
11. 郴州市禾商環保有限公司	湖南省郴州市	生活垃圾處理場	2.54	1.83
小計：			2.54	1.83
總計：			105.47	75.87

投資經理討論及分析(續)

招商銀行股份有限公司(「招商銀行」)是中國首家由企業創辦的股份制商業銀行。在全中國擁有近400個營業網點。本基金共出資1,406萬美元，持有招商銀行1.19%股權。招商銀行於二零零四年十一月順利發行價值65億元人民幣的上市可轉換公司債券。於本年度，招商銀行煙台、紹興及東莞分行獲中國銀監會批准正式開業，增強了全國服務網點的完整性。

二零零四年，招商銀行維持良好的發展勢頭，存、貸款總額分別比去年增長26%及22%，稅後盈利更上升41%至31億元人民幣。但由於其股價的下跌，沿用現行之評值方法，以每股5.56元人民幣為本年度末之價值計算，本基金於招商銀行股權的價值比二零零三年年底下跌230萬美元。本基金於年內共獲招商銀行二零零三年度股東分利626萬元人民幣。

興業銀行股份有限公司(「興業銀行」)是中國註冊的股份制商業銀行，在全國擁有超過260個營業網點。本基金自一九九八年起累計共出資1.46億元人民幣(折1,762萬美元)，持有興業銀行2.1%股權。於本年度，興業銀行除完成增資擴股，將註冊資本增至39.99億元人民幣外，亦藉收購佛山市商業銀行，加強了服務網絡。

二零零四年，興業銀行按新的《金融企業會計制度》，錄得稅後盈利增長12%至11億元人民幣。本年度興業銀行為本基金帶來289萬美元的未實現收益。為配合上市計劃，興業銀行股東會已於二零零四年十一月通過修改章程及其他與上市相關的議案。本年度本基金共獲興業銀行二零零三年度股東分利924萬元人民幣。

興業證券股份有限公司(「興業證券」)是中國註冊成立的綜合性證券公司。主營業務包括承銷、證券代理買賣、自營證券及投資顧問等，在全國擁有23個營業網點。本基金共出資851萬元人民幣(折103萬美元)，持有興業證券0.74%股權。

興業證券二零零四年營業收入上升20%至4.51億元人民幣，但由於資產減值部份較大，稅後盈利比去年同期下降56%，為1,674萬元人民幣，二零零四年的資產淨值更下調5%至6.31億元人民幣。鑑此，本基金於此項投資之價值減少3.3萬美元。興業證券目前仍繼續其增資擴股工作，冀望提升公司資本實力。

投資經理討論及分析(續)

招商證券股份有限公司(「招商證券」)是在中國註冊成立的綜合性證券公司，主要業務包括承銷、證券代理買賣、自營證券及投資顧問等。本基金出資1,305萬元人民幣(折158萬美元)，持股比例為0.52%。

二零零四年招商證券轉虧為盈，全年稅後盈利達5,208萬元人民幣。為了取得創新業務試點證券公司的資格(「試點證券公司」)，招商證券按中國證券業監督管理委員會(「證監會」)要求，在年中進行審計。審計報告顯示招商證券須在本年度對其不良資產作出撥備，使其於二零零四年底之資產淨值比去年同期下跌24%至17億元人民幣，本基金於此項目投資之價值減少33.8萬美元。招商證券於本年度成功獲批准成為國內第一批試點證券公司之一，可以開拓更多元化之業務。招商證券目前計劃進行增資擴股，以助擴展公司業務。

巨田證券有限責任公司(「巨田證券」)為國內首家綜合證券公司，經營承銷、證券代理買賣、自營證券及投資顧問等，在全國擁有17個營業網點。本基金投資3,536萬元人民幣(折427萬美元)於巨田證券，佔股4.66%。二零零四年，雖然國內股市比二零零三年稍為活躍，但經營環境仍然嚴峻，巨田證券二零零四年度只錄得稅後盈利74萬元人民幣，去年同期虧損3,917萬元人民幣。

海達保險經紀有限公司(「海達保險」)成立於二零零一年，是經中國保險監督管理委員會批准成立的保險經紀公司，經營範圍包括為投保人提供風險評估、風險管理諮詢、釐定投保方案及辦理投保手續。本基金投資500萬元人民幣(折60萬美元)，持10%股權。經多年業務調整及市場擴展，海達保險二零零四年營業收入比去年上升66%至900萬元人民幣。但由於經營成本上漲及投資收入減少，年內，海達保險錄得稅後盈利112萬元人民幣，比二零零三年下跌58%。海達保險今年將集中業務培訓、業務拓展及隊伍建設等工作，冀望為股東爭取更好業績。

巨田基金管理有限公司(「巨田基金」)是經中國證監會批准於國內註冊成立的基金管理公司，總投資1億元人民幣，經營範圍包括基金管理及發起設立基金等。本基金投資1,000萬元人民幣(折121萬美元)於巨田基金，持股10%。巨田基金於二零零四年三月首次發行了巨田基礎行業證券投資基金，市場反應良好。於二零零四年底，該基金共發售18.45億份額，每份資產淨值0.934元人民幣，總資產淨值則為17.23億元人民幣。

投資經理討論及分析(續)

鑑於基金發行費用須於本年度一次性入帳，二零零四年，巨田基金錄得虧損597萬元人民幣，使本基金於此項目的投資值減少7.2萬美元。為儘快使利潤達至平衡，巨田基金董事會已通過設立兩隻新基金的議案，並擬於今年五月份發行其中一隻基金。此外，巨田基金將於北京開設分公司，擴大地區銷售服務網絡。

招遠金寶電子有限公司(「金寶」)於一九九三年在中國山東省成立，從事生產及銷售銅箔及覆銅板。本基金累計投資812萬美元，佔金寶股權30%。經過二零零三年非典型肺炎帶來的低潮後，國內電子材料業穩步復甦，產品價格回升。二零零四年，金寶銷售額及稅後盈利比去年增長61%及113%，分別達5.62億元人民幣及1,834萬元人民幣，兩者均明顯上升，銷售額再創歷史新高。本基金應佔淨利潤66萬美元。為金寶生產及銷售規模擴展的資金需要，金寶董事會決議將二零零三年及二零零四年度股東分紅轉作資本投資，二零零三年度本基金可享有之分紅為26.5萬美元。

高檔銅箔二期工程於二零零四年底完工，並已順利進入試產階段。當高檔銅箔二期完全正式投產後，金寶的高檔銅箔總年產能力將由目前的2,500噸，提升至5,000噸，有助優化產品檔次，增加公司的盈利能力。金寶管理層正在研究公司重組計劃，為日後上市作準備。

廊坊東方教育設施發展有限公司(「東方教育設施公司」)是於河北省廊坊市成立之中外合作企業，總投資2,000萬美元，合作年期二十年。本基金於二零零二年六月出資500萬美元，佔東方教育設施公司25%股權。東方教育設施公司經營及管理東方大學城第一期學生宿舍，一期宿舍現可容納學生人數約1.7萬名。二零零四年平均入住人數為13,300人，比上年度增加12%，再加上收回部份上年度未入帳之逾期宿費，因此二零零四年之稅後盈利增加22.9%至924.5萬元人民幣。本基金於年內已收取二零零三年度股息20.9萬美元，並收回以折舊方式歸還的資本金73萬美元。二零零四年度的股息25.1萬美元也於二零零五年三月份收妥。目前，合作中方已完成了公司重組，並於二零零五年一月二十一日取得新的營業執照。其重組並不對本基金的投資構成影響。

投資經理討論及分析(續)

深圳文錦廣場(「文錦廣場」)位於深圳市文錦北路，是一座33層高辦公樓／商場物業。一九九四年本基金共出資430萬美元透過持有35%股權的Hansen Enterprises Limited(「Hansen」)，購入文錦廣場第三層共5,262平方米的商業樓面。由於該廣場的第一、二層至今仍未啟用，使Hansen在租售第三層時面對很大困難。經獨立評估師評估，該層物業於二零零五年三月底之市值為4,816萬港元(折620萬美元)，比去年同期下降6%。

郴州市禾商環保有限公司(「禾商公司」)是本基金與深圳市禾之禾環境發展有限公司於二零零三年十一月共同成立的中外合作經營企業，總投資7,000萬元人民幣，本基金於二零零四年合共出資254萬美元，佔禾商公司30%股權。禾商公司擁有在湖南省郴州市建設及經營生活垃圾處理場的十年特許經營權。該垃圾處理場設計庫容量320萬立方米，日處理能力達500噸。建設工程已於二零零四年四月初動工，由於政府對當地居民搬遷工作拖延數月，使原計劃於二零零五年初竣工之建造工程，預計須延至年底才完成。按特許經營權協議，本基金至今共收到204萬元人民幣之垃圾處理費預付款。

上市投資回顧

二零零四年受對外貿易及零售銷售表現強勁之影響，本港經濟持續穩健上升。雖然股票市場受油價高企、利率上升等因素困擾，年中表現反覆，但隨著香港通縮完結，投資者逐步重拾對港股的信心，恢復賣地後土地成交價屢次遠勝市場預期，恆生指數在多項利好的因素刺激下，創下自二零零一年三月以來之新高，指數全年上升13.2%。惟H股表現受國內宏觀調控及資本市場改革的影響，較年初下跌5.6%。本基金在二零零四年於上市股票投資的收益為66萬美元。於二零零四年底，本基金持有上市股票市值共123萬美元。

投資經理討論及分析(續)

本基金於二零零四年十二月三十一日共持有667萬美元(二零零三年：435萬美元)的銀行票據及企業債券，具體分列如下：

發行人	公司業務	投資金額 (百萬美元)	賬面淨值 (百萬美元)	票面息率	孳息率	到期日期
企業債券：						
中保國際控股(BVI)有限公司	保險業務	0.695	0.696	5.800%	5.887%	二零一三年十一月十二日
和記黃埔國際有限公司	地產、貨櫃碼頭、電訊及酒店等業務	1.004	1.004	6.250%	6.193%	二零一四年一月二十四日
中信嘉華銀行	銀行	0.998	0.998	4.250%	4.290%	二零零九年十一月十七日
銀行票據：						
英國萊斯銀行美元LIBOR票據		1.000	0.969	註1	—	二零一三年八月二十日 (若無提早贖回)
恆生銀行定息結構性存款		2.000	2.000	註2	—	二零零八年十二月九日 (若無提早贖回)
恆生銀行結構性存款		1.000	1.000	註3	—	二零零九年三月十六日 (若無提早贖回)
		6.697	6.667			

註1： 第一年利率為10.5%，其後每年利率為10% - (2×6個月LIBOR)。票據於二零一三年八月二十日或累計已收取利率達13.7%時自動以票面值全數贖回，取其較早者。

註2： 第一、二、三、四年利率分別為3.55%、3.85%、4.15%和4.45%。

註3： 第一、二、三、四、五年利率分別為3.50%、4.00%、4.00%、3個月LIBOR+4%、3個月LIBOR+5%，條件是首三年的3個月LIBOR不超過6%，最後兩年的3個月LIBOR不超過7%。

業務前景

中國經濟通過繼續不斷的改革開放，可以保持持續較快的發展。預測在第十一個五年計劃，中國經濟將維持約8%的年均經濟增長速度，為世界經濟發展提供廣闊市場，無疑也利於本基金在中國的投資經營。我們仍然努力不懈地為本基金找尋投資項目，同時也找尋項目變現的機會，為其股東創造價值。

招商局中國投資管理有限公司

董事總經理

周語菡

香港，二零零五年四月二十一日

投資經理之董事



前排右起：周語菡女士、黃大展博士及簡家宜女士；
後排右起：吳慧峰先生、李若和先生及謝如傑先生。