

隨着內地成本上升和民企的崛起，競爭增加，產能過剩的問題及西方經濟泡沫爆破導致的衰退，以廉價代工及生產為主打的營運模式再行不通。

## 工業股蛻變

八十年代至九十年代是香港工業股的全盛時期。簡單的成功方程式：藉着內地廉價的勞動力及土地資源，配合香港人勤奮拼搏及冒險的創業精神，加上西方的消費增長及需求，造就了不少白手興家在廣東省開廠的富翁。

近年隨着內地成本上升和民企的崛起，競爭增加，產能過剩的問題及西方經濟泡沫爆破導致的衰退，以廉價代工及生產為主打的營運模式再行不通。市場上仍受基金垂青的工業股少之又少，少數市值具規模的香港工業股已非純粹倚賴生產代工，而是成功轉型至擁有自家品牌或分銷網絡的垂直綜合營運者，例子如**偉易達**(00303)和**創科實業**(00669)。

另外少數仍能維持增長及合理毛利的中小型工業股，主要是大股東或管理層有先見之明，從提高本身競爭力出發，開發較高門檻及毛利的產品，重質重價重品種而不重大批量，避過割喉式競價的命運。

**富士高實業**(00927)是其中一間成功提升自身競爭力的老牌工業股。早年筆者當分析師推介她時，賣點是轉型為主力替移動電話一哥諾基亞生產手機耳機，營運模式以量取勝。隨着諾基亞的沒落及耳機毛利急速下滑，她經歷另一次轉型，現不再生產耳機，以多年累積的聲學科技經驗，成功開發高端潮流音樂(如Hip-Hop)品牌的耳機。

### 復興由於轉型

因為蘋果的iPod和iPhone興起，帶動了新音樂文化，以往手機耳機主要作用通話之用，對聲學要求不太高。但現在消費者開始對音樂的音質及耳機技術有要求(如無線藍芽、淨音及觸控)，更重要的是歐美的年輕一代，願意花平均250美元

至400美元買一隻高檔的品牌耳機(品牌通常與著名歌手有關連，如Beats by Dr. Dre)，戴在街上走作為身份的象徵。

現時很多運動員在比賽前都戴着高檔耳機，有的真是為了享受音樂，在比賽前減壓，有部分是品牌耳機的代言人，利用出鏡一刻替品牌宣傳。這些耳機的零售價極高，毛利率可高達20%至25%以上，比以往耳機的毛利率幾乎高兩倍以上。

更重要的是，未來一兩年富士高的五大客戶將由高檔品牌耳機客戶佔據，公司毛利率有望在將來大大提升。開源之外轉型也可從節流方面看出，公司的員工人數由最高峰的1.3萬人削減到只有6,300人，證明公司不再走勞工密集的生產模式。

### 派息穩但缺成交

富士高的強項是上市經年(2000年)，而且業務現金流穩定(市值的三分之一為淨現金)，過去14年無論業績好壞都維持每年派息7分至8分港元(上年度連特別股息共派18分)，歷史平均派息率達73%。未來一兩年將會是富士高的收成期，估計2012年3月年度純利可增長一倍以上，市盈率將低於10倍，到2014年3月年度則降低至7倍以下。強勁業績支持下，公司有可能再分發特別股息(按去年每股股息算今年息率為6.5厘)。

富士高的弱點是市值(約11億港元)及成交量偏低，減去大股東、David Webb(佔8.02%)及另外一個基金DJE(佔7.99%)的持股，公眾流通部分只有23%左右，所以只能吸引散戶及中小型基金投資。公司將於11月27日公布中期業績，到時投資者將可略窺其蛻變。■

權益披露：筆者旗下基金持有富士高股票，並會隨時於市場買入或沽出。

### 祝振駒

翹騰投資管理董事總經理，特許財務分析師。曾經在星展、法興、瑞銀及軟庫金匯等投行研究部擔任分析師及主管達14年之久，專長於中小型股研究。後轉往凱思博投資管理擔任對沖基金經理，2010年創立翹騰。筆者博客：blog.sina.com.cn/raymondj2011

