

2023年11月15日

致投资者的信 - 2023年三季度

明亮主题价值投资基金

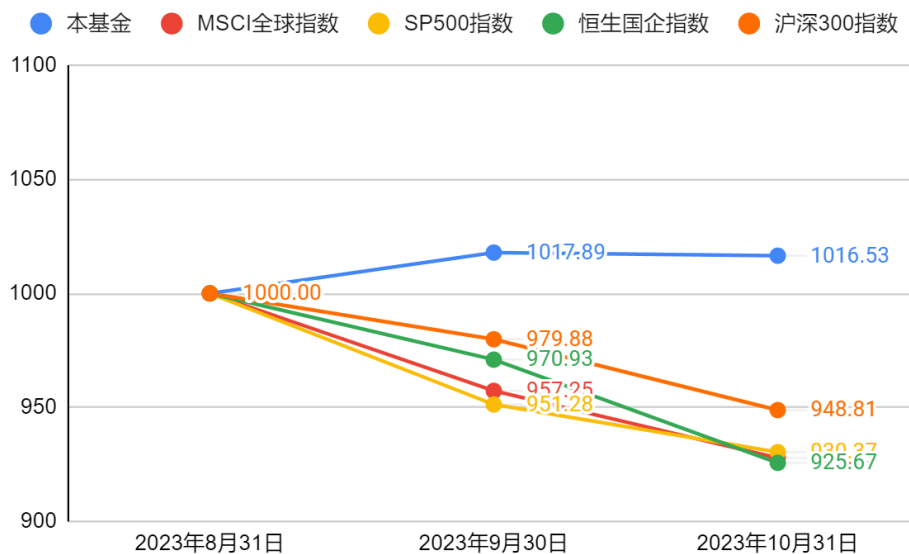
尊敬的投资者，

您好，这是LC CAPITAL的第一封致投资者的信，感谢各位投资者在基金设立初期给予我们的支持和信任。本信将合并**2023年第三季度及10月**的业绩，向投资者汇报。之后我们将会每个季度写一封“致投资者的信”，深入分享我们的进度和思路。

1. 基金成立至今表现

截止日期	本基金	MSCI全球指数	SP500指数	恒生国企指数	沪深300指数
2023年10月31日	1.65%	-7.21%	-6.96%	-7.43%	-5.12%

回报对比：1000USD的初期投入对应价值



*以上展示的本基金回报为费后，按照2023年8月31日作为初始日期。

本基金以MSCI全球指数及其他指数为对标去进行业绩比较，以**2023年8月31日**开始作为记录，至今回报率较MSCI全球指数相比高出**8.86%**（2023年10月31日）。

***MSCI全球指数**，全称MSCI All Country World Index（MSCI ACWI Index），是MSCI的旗舰全球股票指数，也是欧美基金经理人对全球股票市场投资的重要参考指数，它旨在代表23个发达市场和24个新兴市场中大型和中型股的全部机会表现，收录了全球超过2900家上市公司，代表了全球股票市场的基本情况。

以下两个表格呈现了本基金持仓公司加权平均后的估值与特征指标，供投资者们参考，以便对基金的持仓特性有一个综合的了解。

持仓投资组合估值与特征

平均公司市值	91.40亿美元
市销率	1.66
企业价值/自由现金流	6.04
自由现金流收益率	16.56%
分红率	2.92%
预估长期EPS增长率(年化)	11.75%

资产负债表与损益表分析

净债务/EBITDA	-0.13
资产回报率	16.74%
股本回报率	35.42%
净利率	25.48%
自由现金流利润率	36.12%

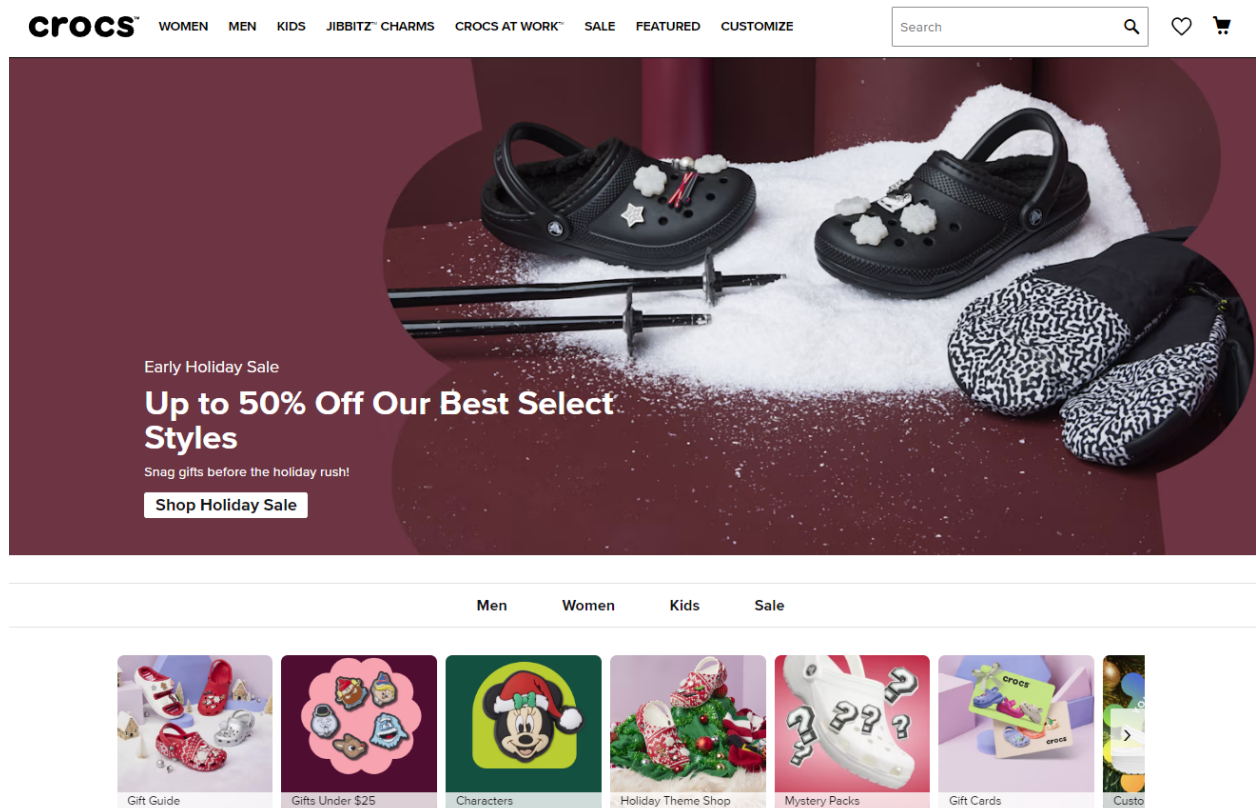
*统计数据是基于上市公司报告中过去12个月数据的加权平均值，统计日期为2023年10月31日。预期增长数字是基于对未来的预估，企业价值/自由现金流是结合最新报表以及对未来预测的调整后数字，因为会计准则有所不同，部分数据已进行相应合理的调整。

2.持仓公司更新

最近各公司正在陆续公布2023年的第三季度报表。我将分享我们主要持仓公司中Crocs Inc和Daqo New Energy Corp的分析。

Crocs Inc (CROX.Nasdaq)

“PEG估值法”策略



Crocs, Inc.是为男人、妇女和儿童设计、开发、制造、全球营销以及休闲生活方式的鞋类、服装及配饰分销的一家公司。

这个公司我们主要运用“PEG估值法”来评估公司的内在价值是否合理。我们对公司的每股盈利（EPS）预期增速在10-20%。截止到11/04/2023的收盘价\$83.93/股，公司的调整后 PE 在7.1水平。公司的PEG水平在0.35-0.7 水平，符合继续持有的条件。按照行业水平，PEG 应该在1-2之间。

公司的第三季报显示出公司短期的增长压力较大，但是长期增长潜力变得更加稳固。由于公司两年前收购了Heydude这个美国很流行的休闲鞋品牌，所以要将公司业务拆分为两部分来分析：Crocs和Heydude。

Crocs和Heydude分析

公司2023年三季度有10.46亿美元的收入，其中Crocs品牌占7.99亿美元，增长11%。Heydude品牌占2.47亿美元，变化为-9%。其中Crocs品牌的亚洲区增长29%，中国增速>90%。

Heydude品牌因为在换经销商，所以导致了营收负增长，DTC（直接面对消费者）业务的增速在15%。

公司调整后经营净利率为28.3%, +0.4% YoY。调整后每股收益为\$3.25。并且还了0.9亿美元债务和回购了1.5亿美元。

Crocs 在稳步发展，即使在消费数据疲软和学生贷款恢复的因素影响下，Crocs 保持了11%的营收增速，这是比较难能可贵的。另外公司的库存正在快速下降，对比资本利用效率上升明显。从2022年三季度的5.14亿库存下降到2023年三季度的3.9亿美元。

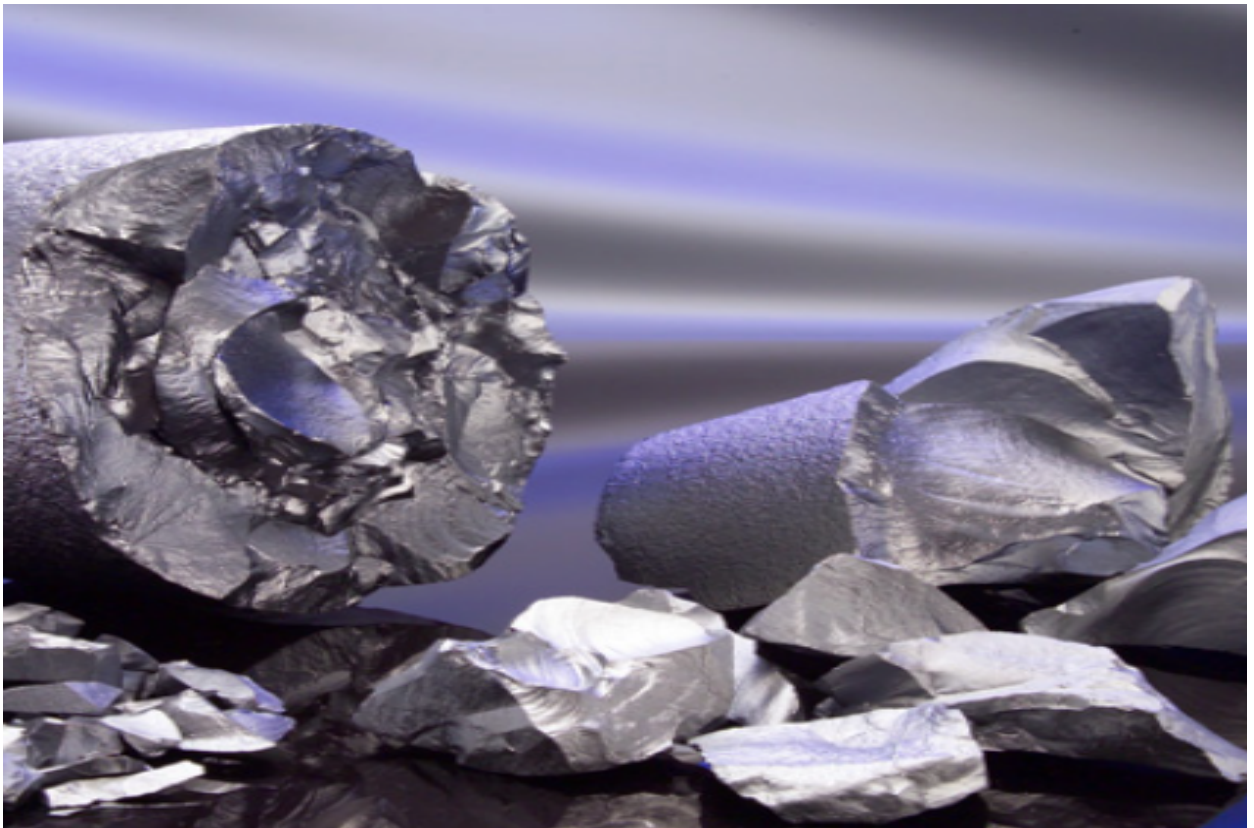
公司这次已经显现出新收购品牌合并的问题，同时已经部分解决了原来经销商太杂和太乱的问题。允许销售的经销商账户从1300个减少到600个，收回了网上销售权力，对品牌的自控能力大幅增强，个人认为长远来讲是合理的，但对短期销售是有压力的。有趣的一点是虽然销售减少了，但ASP（平均销售价格）是有小幅提升的，这点非常好。

总结

总体来讲，公司这次季报已经给股票投资者提供了收购过程中会产生问题的这个预期，反而会提高未来的确定性，除非新的品牌真的变差。Heydude的渠道和物流转型会持续到2024的中报，之后才能恢复增长。但是主要品牌Crocs还是比较强劲的。现在的股价只有7.3PE，对应行业的20+倍，其实已经反映出市场对它的悲观预期。所以还是继续持有该股，如果Heydude恢复正常的成长，在20%左右的增速，公司将会有望估值回到10-20PE的水平，对应着1-2倍升幅潜力。

Daqo New Energy Corp. (DQ.NYSE)

“深度价值投资法” 策略



大全新能源公司及其子公司的主要业务为：向光伏产品制造商生产和销售多晶硅。该公司是我们关注了十多年的公司，最近该公司的官网刚刚改版，变得更加用户界面友好和结构清晰，从这个角度看管理层可能更加关注和小股东的关系了。这个网站结构的更新是我们十多年来第一次看见，我们认为还是很正面的。

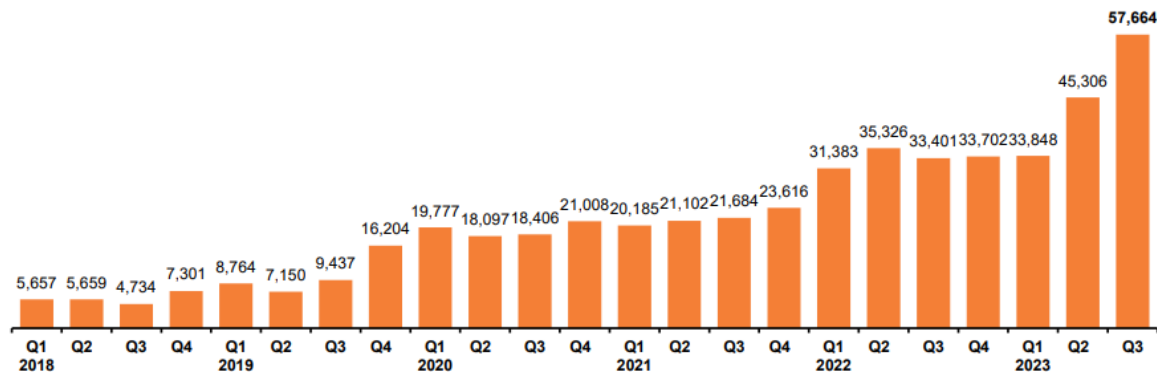
公司的生产

大全新能源的第三季度报告指出，公司生产了57,664 吨多晶硅，销售了63,263吨。平均销售价格为\$7.68/KG, 总生产成本为\$6.52/KG。公司的总产能随着内蒙古5A期落成，已经达到了20.5万吨。预计4季度会生产5.9-6.2万吨多晶硅，全年为19.6-19.9万吨。Q3 是公司历史生产多晶硅的新高。

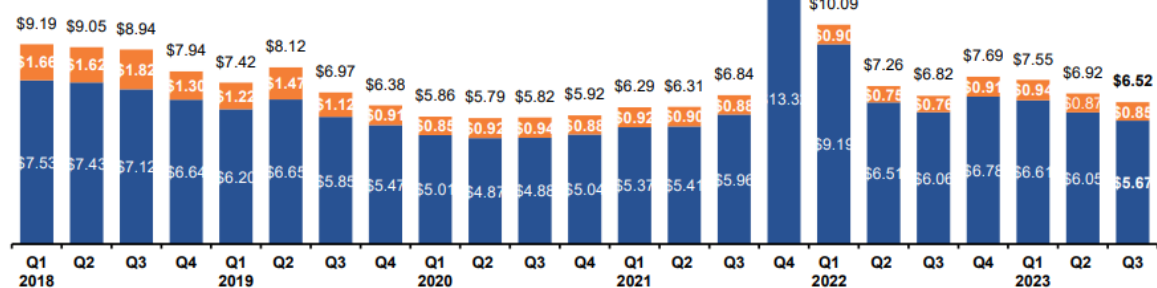
Polysilicon Manufacturing Overview



Production Volume (MT)



Cash Cost and Depreciation (\$/kg)*

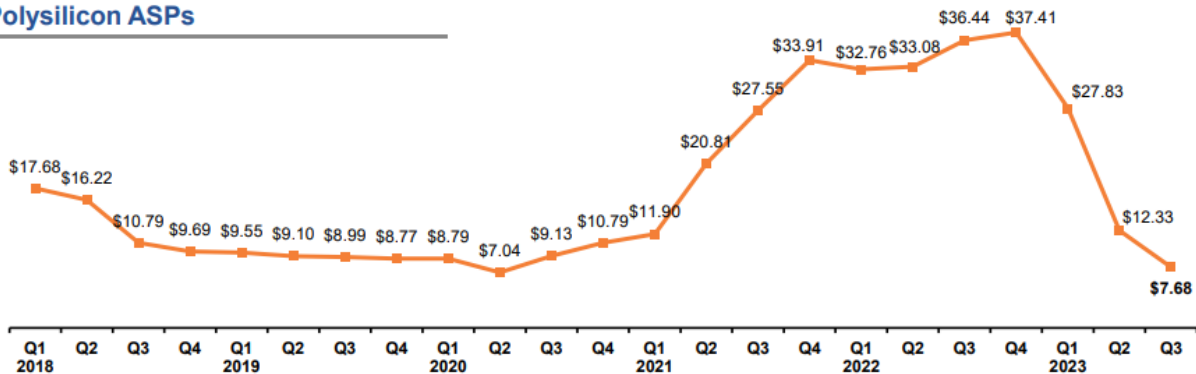


大全新能源过往季度多晶硅产量（吨）以及成本统计（美元/公斤）

公司的价格与成本

现在的多晶硅是自2018年以来第二低的价格（最低点在2020年二季度，疫情刚爆发的时候）。公司最核心的竞争优势低成本的威力开始展现了。多晶硅生产企业中有四大天王：通威，大全，协鑫，新特，其中的新特都开始亏本的时候，大全这个季度的EBITDA 还有7000万美元和调整后净利4400万美元。现在的价格，过去两三年的新入者是很难赚钱的（成本约在\$10.9/KG），所以市场上已经出现产能停产和暂停建设的消息。展望2024年，如果只计算四大天王的产能，供给应该在120万吨，市场上预估明年全球光伏需要450GW对应需要139万吨多晶硅。因为有些国家对中国组件有惩罚性关税，所以德国Wacker 和韩国的多晶硅也有10多万吨主要供应给美国市场。总体来讲将会在一个供求平衡的水平。

Polysilicon ASPs



多晶硅历史销售均价（美元/公斤）

公司的资产负债表

*除特别注明外，货币单位均为美元

截止2023年第三季度，公司有32.81亿现金及等价物，2.76亿的应收票据，共35.56亿现金及现金等价物，以及1.3亿的库存，和价值32.38亿的物业，厂房和设备。

公司没有任何有息负债。

如果现在新建多晶硅产能，一万吨大约需要9.5亿人民币，20.5万吨的产线的重置成本价值约195亿人民币等于26.7亿美元。

公司的回购

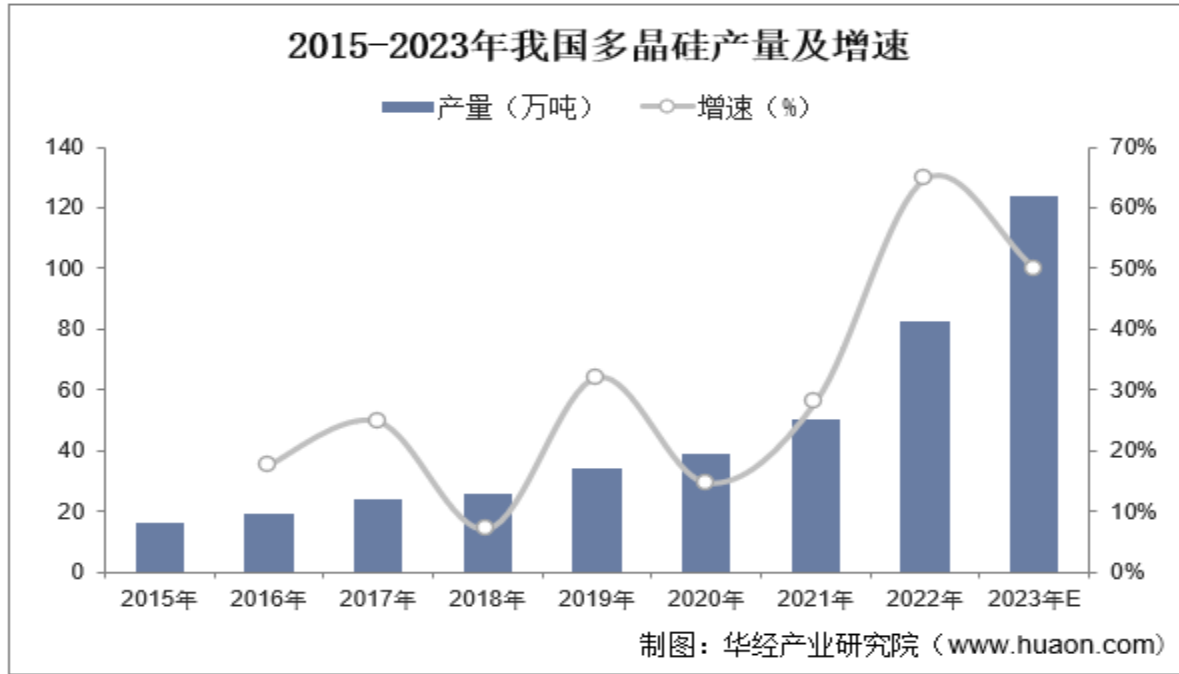
大全新能源正在进行7亿美元的回购计划，今年已经完成了3.6亿美元的回购，公司管理层在业绩会上表示剩下的回购额度会尽量在两个月完成。假设股票在25美元水平，公司到2023年年底全回购完7亿的计划并且年底全部注销后，公司的股本仅剩5100万股ADS左右，公司的市值仅剩12.75亿美元，对应32亿美元现金和价值26.7亿美元的固定资产价值，这两块资产重置价值约为60亿美元。

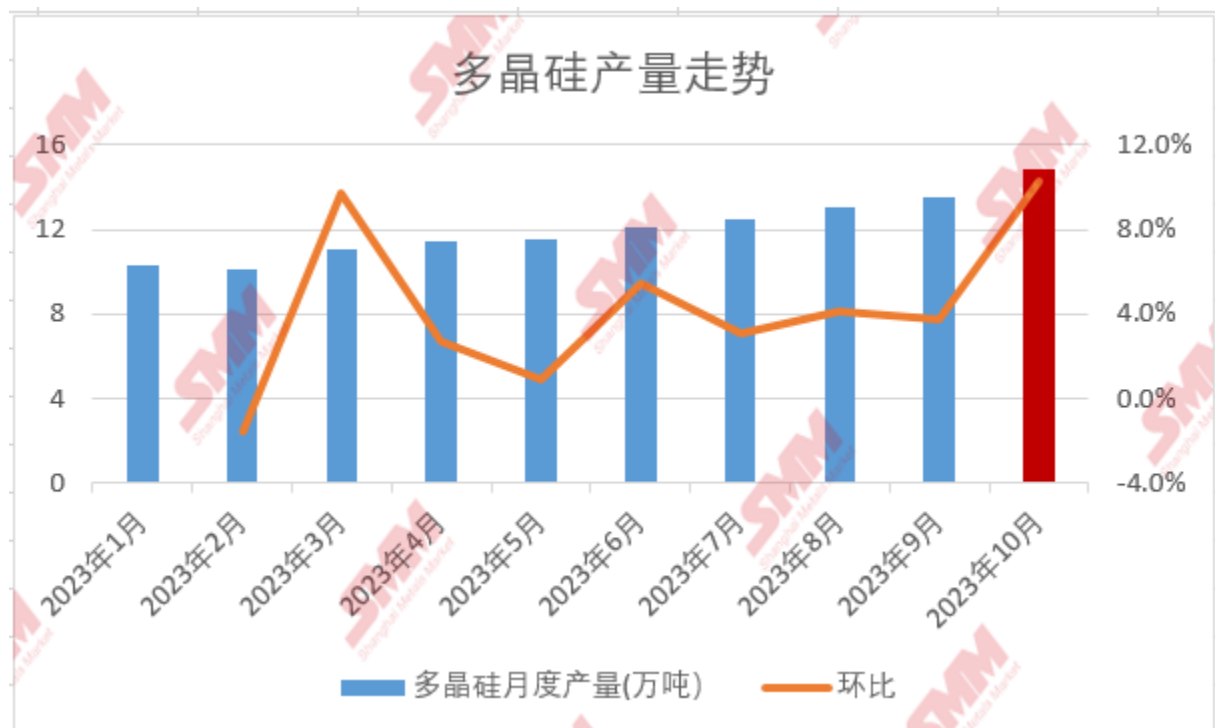
公司拥有大全能源（688303.SH）72.4%的股权，按照10月31的收盘价，价值约为751亿人民币*0.724=543.7亿人民币。如果按照美元/人民币汇率是7.3来计算，约价值75亿美元。

综合上述考虑，公司到23年年底回购完成后，市值约为12.75亿美元，对应资产重置价值约为60亿美元或者子公司股权价值75亿美元，还是十分低估的。所以一旦多晶硅或者光伏市场好转或者去产能的速度超预期，公司的估值修复将会十分迅速，有可能迎来股价上升机会。

多晶硅供需趋势

下面一系列图片展示了多晶硅多年来的供需变化，现在大概率是价格底部时间。





3.研究中的行业及公司

除了追踪我们现有的持仓公司，我们同时也在调研挖掘其他行业的投资机会。

研究管线：

全球半导体行业，我们追踪多年的高科技行业，长期有投资机会，但需要细分去研究。

锂矿业，最近碳酸锂的价格持续回调，可能已经迎来底部。

鞋业，最近新上市的Birkstone (BIRK.NASDAQ) 我们加入到鞋业行业对比。

造船业，在新加坡上市的扬子江造船 (BS6.SI) 运营数据比较优秀。

美国住宅建商业，人口周期性大利好。

经过深入调研后，如果我们做出投资决定，也会在之后的信件里和大家分享。

4.有趣的现象

美中之间的餐饮行业的股票回报差别十分巨大。这里面可能存在一些机会，这些差异是菜式问题、股票回报问题还是大股东文化问题？这些值得我们深思，期待有更多的发现和大家分享。

代码 Ticker	Company Name	公司名称	总市值 MarketCap	1年变动 1y Change	5年变动 5y Change	10年变动 10y Change	15年变动 15y Change	20年变动 20y Change
YUM.NYSE	Yum! Brands, Inc	百胜餐饮	35,401,894,110	100%	150%	201%	536%	2085%
WING.NASD	Wingstop Inc	Wingstop Inc	6,084,181,945	151%	355%	1013%		
WEN.NASD	The Wendy's Company	云狄斯快餐	3,970,493,874	88%	138%	275%	550%	
TXRH.NASD	Texas Roadhouse, Inc	德州公路酒吧	6,964,143,881	116%	189%	445%	1247%	
SHAK.NYSE	Shake Shack Inc.	Shake Shack Inc-A	2,517,414,325	143%	131%	119%		
SBUX.NASD	Starbucks Corporation	星巴克	117,287,891,743	105%	175%	313%	2745%	1565%
QSR.NYSE	Restaurant Brands International Inc.	餐饮品牌国际	21,155,538,947	107%	153%	219%		
PZZA.NASD	Papa John's International, Inc.	棒约翰	2,227,398,344	84%	184%	171%		
MCD.NYSE	McDonald's Corporation	麦当劳	194,297,362,284	103%	168%	357%	655%	1844%
KRUS.NASD	Kura Sushi USA, Inc.	Kura Sushi USA Inc-A	735,054,778	139%	337%			
JACK.NASD	Jack in the Box Inc.	Jack in the Box Inc	1,342,206,597	99%	94%	165%	346%	
DRI.NYSE	Darden Restaurants, Inc	达登饭店	18,132,628,793	113%	172%	374%	855%	1218%
DPZ.NYSE	Domino's Pizza, Inc.	达美乐比萨(US)	12,624,823,072	106%	153%	576%	4992%	
CMG.NYSE	Chipotle Mexican Grill, Inc.	墨式烧烤	56,001,652,874	147%	473%	383%	3292%	3684%
CBRL.NASD	Cracker Barrel Old Country Store, Inc.	CB乡村店	1,522,010,063	77%	52%	96%	338%	
CAKE.NASD	The Cheesecake Factory Incorporated	起司工坊	1,594,156,298	100%	78%	77%	205%	
BLMN.NASD	Bloomin' Brands, Inc.	Bloomin' Brands Inc	2,051,415,763	121%	144%	114%	166%	
				112%	185%	306%	1327%	2079%
6862.HK	HAIDILAO	海底捞	96,095,758,724	77%	102%			
2217.HK	TAM JAI INTL	谭仔国际	1,864,201,108	56%	46%			
1443.HK	FULUM GP HLD	富临集团控股	292,499,992	96%	47%	26%		
1314.HK	TSUI WAH HLD	翠华控股	261,076,897	66%	30%	5%	11%	
1181.HK	TANG PALACE	唐宫中国	538,013,750	103%	60%	189%	107%	
573.HK	TAO HEUNG HL	稻香控股	760,761,000	89%	80%	24%	104%	56%
538.HK	AJISEN	味千(中国)	884,146,447	105%	53%	17%	43%	22%
520.HK	XIABUXIABU	呷哺呷哺	3,171,629,518	33%	25%	72%		
341.HK	CAFE DE CORA	大家乐集团	6,114,749,859	72%	62%	57%	108%	285%
52.HK	FAIRWOOD HOL	大快活集团	1,432,853,801	83%	53%	107%	417%	2230%
YUMC.NYSE	Yum China Holdings, Inc.	百胜中国	18,478,000,000	124%	71%	52%		
				82%	57%	61%	132%	648%

5.总结

这是LC CAPITAL 的第一封致投资者的信，感谢各位投资者在基金设立初期给予支持和信任。我们将继续努力，为投资者提供更好的回报。第一封信因为包含了两家三季度持仓公司的更新和深入分析，所以比较长。后面的报告将会简短一些，希望这些分享能让各位更加了解基金的投资风格和策略。我们将会继续更新致投资者的信，期间有任何问题请随时联系。谢谢！

Liang Xiao

萧亮

首席投资官

LC Capital Management

明亮主题价值投资基金主要持仓 - 截止2023年10月31日

公司名称	股票代码	所属行业	公司简介
WhiteHaven Coal	WHC.AX	煤炭	Whitehaven Coal是一家澳大利亚独立的大型热能和半软冶金煤矿开采商，其矿山位于新南威尔士州的冈尼达盆地。它还分别拥有位于新南威尔士州和昆士兰州的大型Vickery和Winchester South矿床。
Crocs	CROX.NASDAQ	鞋类	卡骆驰公司从事男士，女士和儿童休闲鞋类配件的设计，开发，推广和销售。该公司的业务区域包括美洲，亚太地区 and EMEA。
Interactive Brokers	IBKR.NASDAQ	券商	Interactive Brokers Group, Inc.是一家投资控股公司，从事经纪人或经销商以及自营交易业务。它通过以下部分进行运作：电子经纪和做市。
Daqo New Energy	DQ.NYSE	光伏	大全新能源股份有限公司是一家为全球太阳能光伏产业提供高纯度多晶硅的领先制造商。公司总部位于中国上海，产品主要销售给太阳能电池和组件厂商。公司是全球成本最低的高纯度多晶硅生产商之一。
Teck Resources	TECK.NYSE	铜	Teck Resources 是一家多元化的矿业公司，在加拿大、美国、智利和秘鲁拥有煤炭、铜和锌业务。炼焦煤是Teck 的主要商品，其次是铜，锌对收益的贡献较小。Teck 是全球第二大海运炼焦煤出口商，也是全球前三大锌矿商之一。
Vitesco Technologies	VTSC.DE	汽车配件	Vitesco是内燃机、混合动力、电池电动和燃料电池电动汽车动力总成部件和系统的全球一级汽车供应商，业务分为四个领域：电气化技术、电子控制、传感和致动以及合同制造。该公司于 2021 年 9 月从大陆集团分拆出来。
Occidental Petroleum	OXY.NYSE	石油与天然气	西方石油是美国第四大石油和天然气公司,从事石油和天然气的勘探和生产。其业务范围包括:石油和天然气、化工、中游和市场营销。
Marathon Oil	MRO.NYSE	石油与天然气	马拉松石油公司从事液态烃和天然气的勘探、生产和销售。它通过以下两个部分运作:美国和国际。美国分部在美国从事石油和天然气勘探、开发和生产活动。国际分部主要在赤道几内亚和英国从事跨国际地点的石油和天然气开发和生产活动。

每月基金表现

	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	本年	MSCI 全球指数	跑赢 指数
2023	-	-	-	-	-	-	-	-	1.79%	-0.13%	-	-	1.65%	-7.21%	8.86%

*以上展示的本基金回报为费后，每名投资者的实际回报可能会有所不同，取决于资金进入基金的具体时间。

重要提示

本文件中的信息仅向已和LC Capital签署“合格投资者声明及订阅表格”的合格投资者展示，而不向公众提供，若您不属于此类人群，请马上将本文件进行销毁。此处的所有内容均不构成投资建议，且不应作为投资建议的依据。本公司及其员工对任何机构或个人使用或依赖本文件而遭受的任何损失均不承担任何责任。本文件的版权归本公司所有。未经本公司书面同意，任何机构和个人不得以任何形式复制、摘录或传播本文件及其所载的任何信息、材料或内容。

本文中呈现的所有业绩结果均指的是自基金成立以来非特定投资者的表现。对于在不同日期认购或支付不同费用的投资者，其绩效必然与本文呈现的绩效有所不同。回报率以“时间加权”回报率为基础进行计算，从而最小化现金流对基金投资绩效的影响。本文呈现的所有绩效数据均为未经审计的数据，除非另有说明，因此其准确性不能保证。过去的表现不一定预示着未来的结果。所有证券交易涉及较大的损失风险。

所呈现的材料来自被认为是可靠的来源，包括在某些情况下，来自外部来源，但不能保证其准确性和完整性。本文中表达的任何意见仅反映LC Capital的判断，并可能发生变化。

本信函中的信息仅供讨论之用。本文中包含的任何内容都不应被解释为要约出售，或要约购买或出售任何证券或投资策略，或对投资于、购买或出售任何证券或投资策略的适宜性的建议，该建议只能在基金的招募说明书（PPM）和业务文件（统称“招募文件”）中作出。

在对基金做出投资决策之前，建议潜在投资者仔细阅读招募文件，其中包括基金的风险、投资计划、费用、开支、赎回和提款限制、标准和免责条款等重要信息。潜在投资者还应咨询其税务和财务顾问以及法律顾问。招募文件是潜在投资者有权依赖于评估对基金的投资的唯一文件。本文中的信息不考虑任何具体潜在投资者的特定投资目标、限制或财务、法律或税务状况，基金的投资可能不适合许多潜在投资者。本信函并非旨在成为，也不应被解释或用作投资、税务或法律建议。

过去的业绩表现不一定预示着未来的结果。

IMPORTANT DISCLOSURES

The information in this document is displayed to ACCREDITED INVESTORS who have signed relevant Opt-In Form with LC Capital only and is not provided to the public. If you do not belong to this group of people, please destroy this document immediately. Nothing herein constitutes investment advice and should not be relied upon as such. Neither the Company nor its employees shall be liable for any loss suffered by any organization or individual arising from the use of or reliance on this document. The copyright of this document belongs to our company. This document and any information, materials or content contained therein may not be copied, excerpted or disseminated in any form by any organization or individual without the written consent of the Company.

All performance results presented in this article refer to the performance of non-investor specific investors since the fund's inception. For investors who subscribe on different dates or pay different fees, their performance will inevitably be different from the performance presented in this article. Returns are calculated on a "time-weighted" return basis, minimizing the impact of cash flow on the fund's investment performance. All performance data presented herein are unaudited unless otherwise stated and therefore their accuracy cannot be guaranteed. Past performance is not necessarily indicative of future results. All securities trading involves a substantial risk of loss.

The material presented is obtained from sources believed to be reliable, including, in some cases, external sources, but its accuracy and completeness cannot be guaranteed. Any opinions expressed herein reflect LC Capital' s judgment solely and are subject to change.

The information in this letter is for discussion purposes only. Nothing contained herein should be construed as an offer to sell, or a solicitation of an offer to buy or sell any security or investment strategy or a recommendation as to the advisability of investing in, purchasing or selling any security or investment strategy, which may only be made in the Fund' s confidential offering memorandum and operative documents (collectively, the "Offering Documents").

Before making an investment decision with respect to the Fund, prospective investors are advised to read the Offering Documents carefully, which contain important information, including a description of the Fund' s risks, investment program, fees, expenses, redemption and withdrawal limitations, standard of care and exculpation, etc. Prospective investors should also consult with their tax and financial advisors as well as legal counsel. The Offering Documents are the sole documents on which a potential investor is entitled to rely in evaluating an investment in the Fund. The information in this letter does not take into account the particular investment objectives, restrictions, or financial, legal or tax situation of any specific prospective investor, and an investment in the Fund may not be suitable for many prospective investors. This letter is not intended to be, nor should it be construed or used as, investment, tax or legal advice.

PAST PERFORMANCE IS NOT NECESSARILY INDICATIVE OF FUTURE RESULTS.