

客戶通訊

首域盈信中國市場

2021年6月



全面復甦如火如荼

疫情遠未結束，但各項主要領先指標反映中國經濟全面穩健復甦。當地的工業生產、貿易活動及零售銷售數據強勁，國內遊、旅遊及休閒行業浴火重生，與2020年初實施封城及旅遊限制時形成明顯對比。

中國及早採取嚴格的防疫措施，使其成為率先重啟經濟及恢復增長的國家，推動我們的投資組合持股大幅反彈。

我們的投資方針專注於買入長期質素良好的企業。在這段期間，此項方針的表現符合預期。換句話說，我們的投資組合於市場遭受衝擊時表現出抗跌能力，並於市況回復正常時更快止跌回升。

另一方面，市場永遠存在隱憂，最近互聯網企業的監管收緊風險便是一例。由於政府能夠隨時修改監管規則，我們一直難以配合當局投資於新興市場或其他領域。就任何投資而言，政府都不是可以信賴的對象，特別是當他們控制定價，或像這次一樣掌握經營許可權時，投資者更應抱持審慎態度。

去年，螞蟻集團的上市計劃擱淺，並且面對反壟斷監管壓力加劇及數十億美元的罰款，對阿里巴巴構成衝擊，令人格外關注中國市場的情況。與此同時，監管機構亦就反競爭行為向其他絕大多數的互聯網企業發出警告。我們相信，當局可能會對螞蟻集團實施有關資金需求的審慎監管措施，不過我們不太擔心反壟斷新指引的影響。京東及拼多多正從阿里巴巴手上奪走市場佔有率，可見該兩間企業早就成為了阿里巴巴稱霸市場的對手。

在中國，政府對具影響力的科技平台採取行動是意料中事，但實際上，相關政策卻在各地掀起改革浪潮。

導致全球大型科技企業 Facebook、Amazon、Apple、Microsoft 及 Alphabet 旗下的 Google（「FAAMG」公司）面對更嚴謹的監管審查，當中涵蓋平台壟斷、反競爭行為、數據私隱及散佈虛假資訊指控等各項問題。

行業受惠；消費者同樣得益

我們認為，中國科技平台的規模太大、發展太快，現在監管環境正開始趕上新時代。在激烈的競爭及「贏家全取」思維下，市場參與者需要投放大量資金，以補貼大多低於成本的銷售，才能向廣大客戶交叉銷售服務及維持高增長率。問題是，企業無法一直採取這種燒錢式的經營手法。

即使我們對政府不盡信任，我們仍然認為監管收緊長遠會對行業及消費者有利。將無限的權力集中於數間科技龍頭手上，明顯是有損社會利益。假如我們留意國家市場監督管理總局推出反壟斷指引的宗旨，便會發現指引的目標是促進公平競爭及建立健康、創新的市場。

規管阿里巴巴，意味科技行業將進一步花齊放。

此外，當局的監管措施亦會鼓勵現有的互聯網公司加強投資於新業務及新科技，從而帶動行業創新。有關措施尚處於早期階段，但長遠而言將有望帶來成果。

儘管科技為我們帶來許多好處，但科技帶來的影響日益提升同樣會損害現有的業務模式及造成多項社會問題。故此，互聯網巨企應該承擔更多責任，改善僱員的社會福利。有關措施或會於短期內增加企業的營運成本及利潤壓力。然而，長遠來看，於政策風險降低時，業務實力較強的公司預期將會更顯著地成長。

投資組合的影響

在我們投資組合承受的影響方面，主要的考慮因素是阿里巴巴是否仍然與國家的利益保持一致。基於某種原因，中國政府認為阿里巴巴的影響力過大。隨著情況變化，未來阿里巴巴可能更難保持領先優勢，並成為中國及各地市場或經濟體投資者感到憂慮的根源。

話雖如此，阿里巴巴的估值不高，市盈率為 2022 年盈利的 23 倍。按照我們的計算，核心電商業務的價值較現時市值低約 10%。在計及現金後，投資者相當於以零成本買入其雲端業務及螞蟻集團。另外，縱使阿里巴巴的市佔率正流失至京東，但仍能維持業務實力及穩健的財務狀況。換言之，阿里巴巴應不會於短時間內由盛入衰。

我們亦看好騰訊的前景，該公司展現出創新能力，並且積極應對監管規定。透過微信的小程序，包括京東、拼多多及其他科技平台在內的企業可以與關鍵意見領袖（即營銷界口中的 KOL）合作，從中獲取私域流量及與 KOL 建立業務關係，毋須付款換取點擊。在這方面，反壟斷指引應不會構成問題。

在 2019 年，政府收緊對遊戲行業的監管，藉此保護青少年玩家、打擊遊戲成癮及控制遊戲內的消費。由於騰訊早於頒佈新規定前一年推出自家的遊戲健康系統，以便管理遊戲時間限制、允許家長訂立遊戲內消費上限、制定最低年齡限制及實施身份驗證措施，因此不受政府政策所影響。不過，我們需要留意遊戲審批政策的發展，如果當局像 2018 年般暫停審批工作，騰訊的純利表現將會受到打擊。

至於京東方面，在監管機構嚴厲批評雙十一購物節期間的違規定價行為後，我們認為政府不太可能採取進一步規管行動。展望未來，京東將會於 2021 年繼續作出投資，以把握京東超市（電商雜貨）、京東數科（雲端及人工智能業務）及京喜團購帶來的新商機。

上述新業務有望貢獻額外利潤，可是京東的近期盈利增長應會放緩。好消息是，隨著京東不斷擴大規模及提高營運效率，估計公司將可延續利潤率增長。

「此刻並非結束，結束甚至還未開始。
然而，現在卻可能是序幕的尾聲。」

—— 溫斯頓·丘吉爾

中國電商行業步入發展成熟期，要實現重估將日漸困難。不過，目前增長仍然可觀，而且阿里巴巴、騰訊及京東的穩健業務及財務狀況將會形成利好因素。鑑於騰訊及京東能夠產生龐大的自由現金流，加上傳統估值指標（例如市盈率及

自由現金流率）顯示其估值不高，我們增持了該兩間公司的股票。

抗「疫」能力

在觀察企業時，我們主要留意其是否擁有強大高效的管理團隊，並於不同經濟週期中建立卓越的往績記錄。在我們眼中，這兩項因素大概是企業質素的最重要指標。我們認為，不論順境逆境，出色的管理團隊均能維持良好的執行能力及作出正確的決策（例如營運安排、資金分配、尊重其他持份者權益等），藉此延續優質企業的佳績。

於不利的市場環境或負面外圍因素下，一流企業的管理者往往可趁機完善業務策略、提高效益及把握機會增加市佔。在去年的各項事件中，我們的投資組合持股展現出抗跌能力，足證上述觀點。

於中國經營肯德基及必勝客品牌的百勝中國便是一個好例子。於 2020 年 2 月的疫情高峰期，該公司關閉了約 35% 的門店。在農曆新年期間，百勝中國的同店銷售下跌 40% 至 50%。然而，憑藉數碼及外賣業務能力，百勝中國較同業更快恢復營運，自 2020 年第三季度起更錄得收入增長，並在該年每季度維持盈利能力。

百勝中國取得非凡表現，全賴行政總裁屈翠容女士自 2014 年加盟後作出的各項投資。屈女士最初獲委任為肯德基的主管，但她意識到數碼及外賣業務的重要性，故此優先推動該方面的發展。於疫情期間，客戶忠誠度計劃下的會籍銷售為百勝中國提供重大推動力，支持 2020 年肯德基及必勝客品牌的銷售貢獻增長。

踏入 2021 年，百勝中國的首季業績報捷，表現有所改善，利潤率超越預期。與 2019 年首季相比，同店銷售僅落後 5%。考慮到該公司的財務狀況不俗，我們相信其可以進一步利用疫情對小型餐廳的衝擊，加快於中國的擴張步伐。

現有的自動化趨勢加速發展

於去年的疫情期間，自動化、高效管理及勞工替換變得更為重要，自動化製造流程的主要零件生產商匯川技術把握機會提高市佔率。

於 2020 年初，正當封城措施及旅遊限制使多間跨國企業關閉生產廠房之際，中國反其道而行，開始復工復產。

面對供應商問題，加上材料及零件全面短缺，中國的工業及自動化公司挺身而出解決難題。

在匯川技術復工後，該公司的產品需求及市佔率大幅躍升，並成功吸納 200 名新客戶，包括主要的跨國企業客戶。雖然供應短缺隨後得到解決，匯川技術的銷售額依然繼續上升。於 2020 財年及 2021 年第一季度，該公司的盈利業績勝過預期，大部分業務分部普遍表現理想，推動銷售額自然增長。

經歷過去一年後，我們對匯川技術的企業質素更有信心。我們認為該公司擁有穩健的管理團隊、強大的業務推動力及餓狼文化，有助其脫穎而出。匯川技術計劃改善企業架構（這一點與華為相似）、透過更完善的策略及規劃避免浪費，並改良流程以減少營運資金需求。我們相信，該公司的全新改革將會創造進一步增長空間。

匯川技術的管理團隊目標清晰，力求善用每個機會提升業務水平，以便達成長期目標。儘管該公司的業務明顯受到週期性因素影響，而且在近期股價回升後估值不低，我們仍然將其視為值得長期持有的最佳 A 股之一。

建立國內品牌

頂尖運動服裝公司安踏集團擺脫疫情的前期影響，並且捲土重來，這正好說明了品牌實力的重要性。於 2020 財年，安踏的銷售額上升 5%，2020 年下半年的銷售增長足以抵消首季的疲弱表現。我們一直觀察安踏的發展，並從中增強對該公司業務的信心。

我們認為，安踏是中國最成功的運動服裝公司，而且是能夠建立及經營多個強大消費品牌的少數中國企業之一。多年來，安踏的品牌價值穩步上升。在今年，安踏品牌更榮獲 Brand Finance 選為 2021 年全球 50 大服裝品牌（2021 Global Top 50 Apparel Brands）的第 17 名，排名較 2020 年的第 18 名、2019 年的第 21 名及 2018 年的第 28 名有所提升。此外，本年度的 Brand Finance 報告更特別將 FILA（即安踏集團於中國特許經營的高檔品牌）評為「值得留意」的品牌。

安踏採取直接零售銷售模式，並利用數據及調查主導的消費者分析工具緊貼客戶市場，因此較絕大多數企業更了解中國的消費者。我們相信「安踏體系」有助將 FILA 的成功複製至其他品牌。服裝品牌難免會出現客戶流失的問題，但只要安踏的兒童、Fusion 及專業運動服裝系列能夠吸納新客戶，該公司應能大幅延長品牌壽命及維持銷售增長。

銀行及房地產

銀行業是經濟狀況及內在金融風險的替代指標。隨著經濟復甦，銀行業整體盈利表現向好亦是理所當然。以專營零售銀行業務的招商銀行為例，自 2020 年第三季度起，該行的消費及信用卡貸款持續反彈，而且資產質素靠穩。

我們認為，招商銀行是中國最佳的商業銀行之一。該行擁有超過 1.44 億名零售客戶，其中 270 萬名為金葵花理財服務的高級客戶。招商銀行繼續專注於理財業務發展，此舉可望推動中長期回報增長。

除了招商銀行外，華潤置地亦受惠於中國經濟重啟。於 2020 年下半年，華潤置地的購物中心表現迎來明顯的復甦。過去 15 年，中國經歷急速的信貸擴張及房地產泡沫。在此期間，華潤置地發展成頂尖的房地產開發商。如今，該公



司已經建立了穩健的租賃物業組合，並計劃在未來 5 至 10 年擴大業務規模。

華潤置地致力建立租賃物業組合，於眾多中國企業之中別樹一幟。該公司以香港為基地，其管理層指出，香港的同類企業新鴻基地產及太古地產均依賴經常性租金收入渡過先前的重大低迷時期，並取得現金流以推動長遠增長。目前，租金收入佔華潤置地收入的約 15%，來自購物中心、辦公室及酒店的收入分別佔 75%、12% 及 13%。

展望

短期來看，我們估計 2020 年的低基數將有利企業盈利大幅增長，當中的主要風險將會來自原材料成本上升。假如企業未能轉嫁成本增長，或以其他方式改善效益，該項風險將會影響盈利能力。至於中長期方面，環球市場流動資金過剩繼續構成重大挑戰，並造成定價機制失效及資產價格通脹。有見及此，我們採取謹慎挑選投資對象的策略，致力發掘值得持有最少 3 至 5 年的優質企業。

資料來源：企業數據來自公司的年度報告或其他投資者報告。財務指標及估值來自 FactSet 及彭博。
截至 2021 年 5 月 31 日或另行註明。

免責聲明

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。有關資料來自首源投資（「首源」）認為可靠的來源，而且在發表本文件時為準確的資料，首源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。首源、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。未經首源投資預先同意，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，此文件由首源投資（香港）有限公司發行，並未經香港證監會審閱。首源投資及首域盈信資產管理是首源投資（香港）有限公司的商業名稱。首域盈信資產管理標誌乃為 MUFG（定義如下）或其聯營公司之商標。

首源投資（香港）有限公司是首源投資投資管理業務的一部分，該公司最終由全球金融集團三菱日聯金融集團（“MUFG”）擁有。首源投資在不同司法管轄區內有多間公司。

MUFG 及其附屬公司對本文件包含的任何聲明或信息概不負責。MUFG 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 MUFG 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。