

## 基金經理問答

# 「共同富裕」的目標和 「個案清零」的抗疫政策 對中國的長線投資吸引力有何影響？

2022年3月



**劉國傑**  
管理合夥人

劉國傑於 2002 年加盟首域盈信資產管理，他是首域盈信多項策略的基金經理，包括首域盈信大中華增長策略及首域盈信亞洲股本優點策略等。



**柯雷**  
基金經理

柯雷於 2015 年加入首域盈信資產管理，他是首域盈信中國全市值策略及中國 A 股策略的基金經理。



**陳希驊**  
基金經理

陳希驊於 2012 年加入首域盈信資產管理，她現在是首域盈信中國全市值策略的基金經理。

中國是首個面對疫情挑戰的國家，但市場對其抗疫成效的信心逐漸減退。中國各個省市持續對抗新型變種病毒，加上本地確診個案急升，以致消費開支下跌及經濟開始放緩。除此以外，針對中國科技企業、醫療行業及樓市的監管措施日益繁瑣，後者更於去年底令多間房地產開發商崩盤。

目前，中國政府已經改為採取較寬鬆的立場，藉此支持經濟穩定發展。不過，「共同富裕」的目標和清零政策仍會持續產生影響。有鑑於此，首域盈信資產管理的基金經理匯首，討論他們怎樣看待中國市場不斷變化的投資機會，並分析團隊的中國投資組合如何把握長線增長機遇。

### 你認為中國股市是否已經反映了近期的不利因素呢？

劉國傑：我觀察了中國股市超過 20 年，一直嘗試專注於公司的基本面，而非宏觀環境或政府政策。自首域盈信資產管理成立以來，我們專心發掘值得長期投資的優質企業，並相信這些公司會在每次挑戰和經濟危機後越戰越勇。

當客戶問我們有關宏觀環境、經濟是否出現 V 型、L 型或 U 型復甦，或會否迎來硬著陸或軟著陸的問題時，我們是不可能知道答案，原因是我們不能夠預測未來。因而政府宣佈推出個別政策時，我們都和大家一樣感到驚訝。

我們相信，企業的盈利最終會帶動股價，所以投資者要問的應是：「未來五至十年，香港和中國企業的盈利是升或跌？」假如企業的盈利有所上升，股價應會跟隨。

下圖正好說明這個情況。

### 股票價格長遠傾向跟隨盈利發展

恒生指數價格與12個月每股盈利預測比較



資料來源：Factset、首域盈信資產管理（2022年2月）。

招商銀行是我們中國股票策略的最大持股之一。該行自2006年來港上市後，多年來股價都停滯不前。招商銀行先是遇上全球金融危機，再受到投資者憂慮其不良貸款真實水平所拖累。另外，近日樓市放緩亦影響市場氣氛及該行的股價表現。

話雖如此，我們一直看好招商銀行。縱使該行是國有企業，其長線表現偏偏領先大部分國內銀行。從下圖可見，過去15年來，招行面對不明朗因素及週期性憂慮，盈利增長仍然穩定。長遠來說，持有這隻股票應可為客戶的投資組合帶來理想回報。

### 股票價格長遠傾向跟隨盈利發展

招商銀行（3968.HK）股價與預測每股盈利比較



資料來源：Factset、首域盈信資產管理（2022年2月）。

然而，我們並不認為樓市和經濟週期非重要考慮因素。但我們相信更重要的是企業的管理和業務質素，以及五至十年後的盈利前景。

## 按照現時情況，中國能否繼續提供吸引的增長機遇呢？

劉國傑：就中國市場而言，市況向好時未必是最適當的投資時機。我們相信，當經濟越低迷，往往是投資者入市的好機會。

第二個考慮因素是中國政府的政策回應。從四年多前，當局便已嘗試控制樓市，並在收緊政策方面領先其他國家。在各國致力刺激經濟時，中國卻在收緊借貸。中國市場與其他國家的主要分別，大概就是中國推出貨幣或財政政策的時機會與其他地方錯開，從而為市場帶來支持。

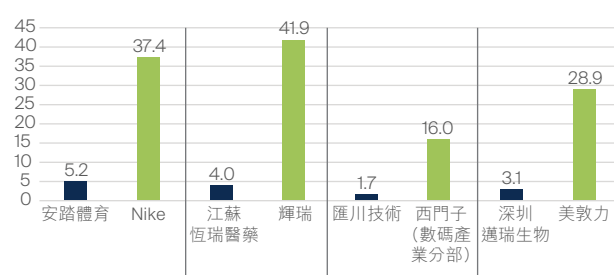
第三，我們專心展開基本面研究及分析，並管理高度看好的投資組合。換句話說，在跌市時，我們通常不會換馬或沽清現有的持股。我們的團隊堅信，每次危機都能帶來機遇。在市場疲軟時，優質企業往往可趁機提高市佔率及增強實力，我們亦能以較之前合理的價格買入股票。

在疫情及最近的經濟不明朗因素消退後，相信中國將能提供長線增長機遇。下圖比較了我們部分持股與全球同業的收入，以便預測未來的市場發展。舉例來說，Nike 是一間環球企業，並且公認是全球最具實力的運動服裝公司。與此同時，我們相信安踏體育則是中國最出色的運動服裝企業。兩者相比，Nike 的收入遠超安踏體育，意味著安踏擁有可觀的增長空間。

同樣的理論亦適用於，我們相信是目前中國最佳的製藥商江蘇恆瑞、最佳自動化企業匯川技術，以及最佳醫療設備公司深圳邁瑞生物。我們看好這些企業的根本原因與政府政策、樓市措施、利率、經濟狀況或國內生產總值增長無關。重點是，我們是否相信上述公司能夠在之後擴大規模，而透過與全球同業的比較，我們可以預測這些企業的增長之路。

### 全球龍頭

2020年收入比較（十億美元）



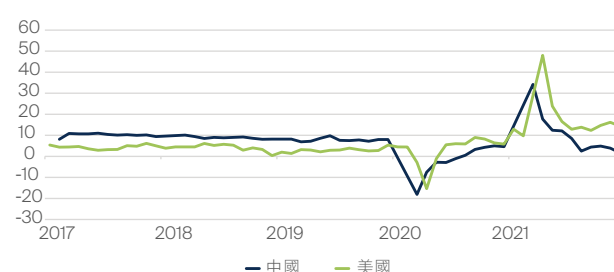
資料來源：彭博、首域盈信資產管理（2022年2月）。

## 中國的消費水平低於預期。你在中國的實地觀察得出甚麼結果呢？

陳希驊：政府堅持清零政策，對服務業及旅遊相關行業的僱員構成重大衝擊。收入水平未見上升，失業率高企，導致消費信心和消費力下降。下圖顯示中國零售銷售疲弱，去年下半年的情況尤其嚴重。可以說，疫後復甦不及預期，投資者心態悲觀。

### 自第一波疫情以來，中國的消費需求便落後於美國

按年零售銷售增長 %



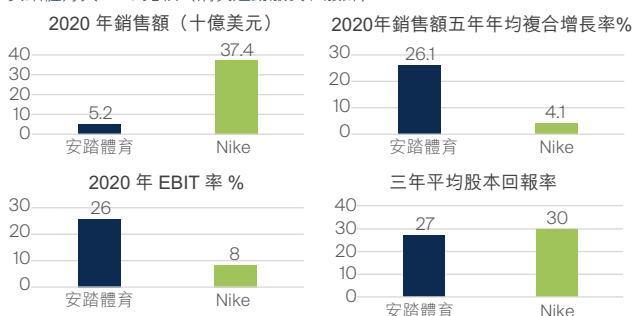
資料來源：Factset、首域盈信資產管理（2022年2月）。

面對外來挑戰，我們持有的企業可望維持穩定需求。當局亦推出了更多刺激措施支持經濟，儘管有關措施尚處於起步階段，但估計有助促進需求上升。

以剛才提到的安踏體育為例，該公司是中國首屈一指的運動服裝企業，擁有增長健康的完善品牌組合，五年複合年度銷售增長率達到 26%。安踏體育亦持有多个新晉品牌，並在近日的北京冬奧期間贏得了消費者的關注。由於中國的冬季運動市場處於萌芽階段，這類品牌有望錄得強勁的結構性增長。

### 全球龍頭

安踏體育與 Nike 比較 (消費運動服裝 / 服飾)



EBIT=除稅前盈利

資料來源：彭博、首域盈信資產管理 (2022年2月)。

## 你對房地產及房地產相關企業有甚麼看法？

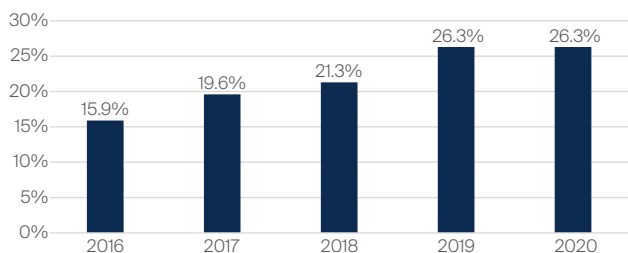
柯雷：去年底，恒大集團違約，令投資者憂慮危機擴散的風險。幸運的是，整體房地產行業的系統性風險應會處於可控範圍。恒大擁有大量物業存貨，在政府委任國有房地產開發商接管後，恒大應可透過發展及出售項目償還債務。

再者，房地產是中國經濟的支柱，故此當局應該不想趕盡殺絕。我們相信，「三道紅線」政策旨在控制債務水平，同時避免資產負債狀況欠佳的房地產開發商繼續擴大規模。隨著目標達成，政府已經開始對房地產行業採取較寬鬆的政策。

話雖如此，中期而言，房地產行業料會出現整合潮，估計將對資產負債狀況良好的大型房地產開發商有利。現在，中國十大房地產商的市佔率約達 26%。未來數年，有關比率應會升至 30%。

### 中國房地產行業仍然處於整合期

以總收入計算的十大房地產商市佔率



資料來源：Statista、首域盈信資產管理 (2022年2月)。

鑑於市場憂慮整體行業發展，房地產商的估值普遍下跌。宏觀來看，房地產開發商通常持有普遍緊拙的資產負債表，令我們難以找到適合的投資對象。然而，在房地產價值鏈中，我們依然能發掘出不少值得投資的公司。我們持有的浙江偉星便是一個好例子，該公司是一間家居水管、地暖系統、淨水機和防水材料供應商。

縱然浙江偉星與房地產行業息息相關，其主要的增長動力卻是來自消費者升級家居的熱潮。即使新屋銷售放緩，不少人仍然希望翻新現有居所，浙江偉星的產品和服務需求應會持續增長。此外，憑藉強大的品牌，浙江偉星能夠以高價出售產品，其財務狀況與消費類企業相似。

我們的投資組合亦持有一間房地產企業，那就是華潤置地。該公司是中國第十大的房地產開發商，擁有吸引的高檔購物中心組合 (佔資產淨值約 40%)。華潤置地的資產負債狀況理想，旗下的購物中心受惠於中國消費升級趨勢。我們估計，有關現象會繼續為華潤置地提供龐大的增長動力，因此我們把握估值變得合理的機會增持股份。

## 你投資了哪些工業和醫療保健股呢？你的投資理據是甚麼？

柯雷：在醫療保健行業中，我們買入了多間製藥企業、獨立合約實驗室公司、醫療設備製造商和頂尖的製藥公司。中國的醫療保健開支遠低於發達國家，加上中國人口老化，令我們相信醫療保健需求會維持穩定。我們審慎地看好中國醫療保健市場的長線投資機遇，但這方面涉及政策噪音的問題。

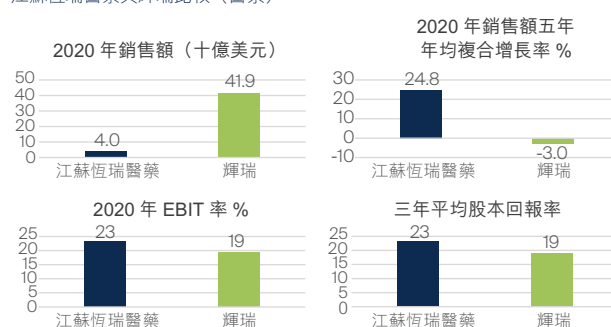
當我們分析醫療保健政策時，我們應該留意對個別企業的影響，而非整體政策影響。製藥行業的市場高度零散，作為龍頭的益豐藥房市佔率只有 2%。我們投資於益豐藥房的原因，在於該公司是中國首屈一指的製藥企業，我們相信其能夠在行業整合時從實力遜色的企業手上取得市佔率。

在疫情及近期控制醫院整體開支的政策變動下，獨立合約實驗室公司成為了大贏家。尤其是在疫情爆發後，各間醫院都認為有需要將更多服務外判至獨立合約實驗室公司，以提高內部營運效率。至於醫療設備企業方面，我們買入了深圳邁瑞生物，其全球市場出口佔比超過 40%。透過海外業務，該公司能夠分散本地口罩市場的政策風險。

藥物價格下調，我們擔心政策變化對製藥企業造成短期負面影響。不過，就像之前提到，在比較全球領先製藥商輝瑞和中國製藥龍頭江蘇恆瑞的收入後 (見下圖)，我們有信心江蘇恆瑞長遠可以顯著擴大規模。過去 20 年，江蘇恆瑞的管理層往績出色，我們將會觀察其能否找到推動業務發展的方法。

### 全球龍頭

江蘇恆瑞醫藥與輝瑞比較 (醫藥)



EBIT=除稅前盈利

資料來源：彭博、首域盈信資產管理 (2022年2月)。

劉國傑：多年來，我們持續專注於工業自動化及整體自動化發展。儘管近日經濟放緩對需求產生短期影響，考慮到中國勞工不足，我們認為自動化會是未來的長遠發展趨勢。以去年為例，中國的出生率便跌破了記錄。以此推論，在10至20年後，企業會對機械人設備產生極大需求，並需要各種提高或改善生產流程效率的零件。

我們一直對自動化零件製造商深圳匯川技術很感興趣。早在多年前，我們已經聽過匯川技術的大名，並買入了不少股份。在早期，匯川技術的管理層非常重視研發。這些年來，他們從一開始的升降機產品擴展至可程式化邏輯電路程式，即自動化設備的「大腦」部分及電動車的控制器。我們欣賞該公司管理層積極進取、精益求精和力爭上游的精神。

在疫情期間，匯川技術的市佔率暴增，原因不單是他們具備優秀的技術，更因為他們的工廠未有停產，反觀一眾跨國同業卻改為在家工作。在全球供應鏈受阻之際，中國相對不受影響，當跨國企業無法滿足客戶需要時，匯川技術把握了市場缺口，大幅提高市佔率。我們相信，這個情況將會在疫情過後繼續產生影響。

## 全球供應鏈受阻會否影響投資組合持有的企業？

劉國傑：疫情嚴重影響全球供應鏈。目前，如果要管理供應鏈，我們需要致電適當的人，才能保障找到來自香港的貨櫃或貨運列車。在此情況下，供應鏈未能提供大量貨物及服務，導致部分客戶收不到所需的產品。

我們認為供應鏈會繼續構成問題，而這個情況對行業龍頭有利。曾幾何時，投資者擔心過中國的勞工不足問題和美國的反傾銷政策。那時候，企業紛紛將生產流程搬離中國。我曾經嘗試在印尼、越南和印度尋找適合投資的紡織企業或製造設施，只是不久後，我便發現自己在浪費時間。

當蘋果要將生產遷離中國時，他們會要求舜宇光學或立訊精密（即中國的零件公司）為其在印度或越南興建廠房。同樣地，當 Nike 需要搬到其他國家時，他們不會在越南或印度尋找規模較小的紡織企業，而是會要求申洲國際代其開設廠房。事實上，申洲國際約 40% 的生產基地均位於越南。

另外，市場普遍相信疫情會令企業改變供應鏈管理方式，並思考成本以外的問題。企業不再著眼於供應是否及時，而是會考慮突發情況。舉例來說，反傾銷條款和地緣政治因素便驅使多間企業選擇在歐美設立廠房，可見這形成了一項趨勢。不過，這個現象未必會影響或損害行業龍頭的發展。

## 你們怎樣識別出奉行嚴格環境、社會及管治標準的中國企業呢？投資者又可以怎樣避開漂綠的公司，或者避免過分依賴環境、社會及管治評級機構的評分呢？

柯雷：環境、社會及管治是我們投資流程的重要部分，我們對此相當重視。在中國，特別是 A 股市場，環境、社會及管治概念依然處於發展初期，因此我們需要採取由下而上的研究方針。我們會逐一分析企業，識別每間公司的主要環境、社會及管治議題，再與他們溝通，以推動我們理想的變革。

我們使用來自第三方評級機構或顧問的數據作為參考，可是這些報告往往缺乏足夠資料，尤其是有關社會方面的披露。有見及此，我們更積極地與企業交流，以取得第一手的環境、社會及管治資料。

第三方提供的資料質素無疑是有很大的改善空間。以我們剛才提到的浙江偉星為例，該公司製造塑膠水管及地暖系統，個別顧問只看到公司所屬的行業，便對其授出極高的碳排放評分，聲稱其業務造成嚴重污染。然而，我們與浙江偉星討論後，發現他們的生產過程並不涉及化學反應，而且只產生極少廢水。只有與企業直接溝通，我們才能獲得這方面的資訊。

## 去年，監管部門打擊科技企業，令部分投資者失去信心。新推出的法規會否繼續容許企業賺取巨額利潤呢？

陳希驊：我們認為，科技公司必須重拾盈利動力、推陳出新和發展新業務，方能重新建立投資者的信心。

舉例來說，過去騰訊曾經開發出微信和其他產品，並持續推出新遊戲以促進增長。不過，在未來，雲端業務及其專注發展的「2B」<sup>1</sup>業務也許會成為公司的增長動力。

另一方面，美團的現有業務維持著良好增長，但公司已開始擴展至網上雜貨等新業務，並可能進軍實體產品電商市場，以支持未來增長。

對於這兩間公司及整個科技行業來說，最重要的是我們是否相信他們能夠帶動社會創新、善用出色的人才和實施適當的激勵措施，從而為投資者持續創造價值。

劉國傑：我們在 2005 年第一次買入騰訊，當時他們正在開發與西方的 ICQ 相似的 QQ 通訊工具。那時候，我們沒有預料到騰訊會推出網上零售或電商業務，但之後公司不斷創新及發展各項新產品及業務，例如微信等。

<sup>1</sup>2B 是指「面向企業」，即主要向企業提供服務，而非消費者

我們認為，騰訊等多間企業均相當支持政府的政策。坊間經常批評科技企業過分進取，可是騰訊的管理層從來都不在此列。在中國政府提出「共同富裕」的目標時，騰訊更是首批成立共同富裕基金的企業之一。

我們認為，面對各項挑戰，騰訊仍可取得增長。相反，行業的發展將會放緩，無論是因為監管環境，或單純是由於行業的規模已經太大。

## 原材料價格上升會否影響投資組合的企業呢？

柯雷：投資者擔心通脹並非新鮮事。去年，在供電短缺和供給側的碳排放管制措施下，原材料價格早就大幅上升。雖然

我們並非預測商品價格的專家，但我們還是可以觀察企業能否管理物價增長。

以家居電器企業為例，去年銅及塑膠價格上升，拖累了格力電器及美的集團的表現。該兩間公司是中國冷氣機行業的兩大霸主，市場地位穩固，合共控制約 70% 市場，故此能夠將成本壓力轉嫁客戶。然而，這個過程需要花費數季時間才能完成。

無獨有偶，在去年，以塑膠作為主要原材料的浙江偉星亦面對材料價格急升的問題。幸好，該公司能夠兩度上調產品售價，以舒緩成本壓力。

總括而言，我們會以不斷整合的行業為目標，嘗試發掘具備強大競爭優勢的企業，以期這些公司將成本增長逐漸轉嫁消費者。

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 2022 年 3 月 10 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。