

## 客戶通訊

# 告別漫漫長冬，市場迅速復甦

2023年3月

在經歷近兩年的低潮後，中國股市自十一月初開始急劇反彈。政府突然取消大部分防疫限制，並為陷入困境的房地產及科技行業推出更多支援政策。此外，國家主席習近平與美國總統拜登親自會面，雙方表示願意改善關係，有助兩國的地緣政治氣氛解凍。

回顧過去十年，最近兩年是我們作為中國股票投資者最難跨越的一關。中國股市的表現落後全球其他市場，為我們的投資方針帶來考驗。然而，在市場籠罩悲觀情緒之際，我們未有放棄自己的投資理念或流程，反而利用估值變得吸引的機會持續買入優質企業。

這段日子就像一記當頭棒喝，提醒我們要注意中國市場的內在波動性，但同時也突顯了長線投資的優勢。我們與其他投資者一樣擔心行業法規收緊、地緣政治關係緊張及中國長期實施清零政策，不過我們認為市場價格早已反映大多数的不利因素。正因如此，於中國經濟重啟後，投資氣氛應會迅速好轉。

我們亦相信投資組合的結構性投資主題能帶來增長。例如，我們持有的消費類企業及品牌佔據領導地位，估計可受惠於社會日益富裕的趨勢。由於中國人口老化及醫療保健開支上升，藥物及醫療服務供應商亦會獲得支持。另外，國內生產盛行將對小眾市場的科技龍頭有利。有鑑於此，我們逆市增持投資信心較高的企業，以致這段時期投資組合的現金水平減少。

在市況嚴峻期間，我們也有機會進一步了解投資範圍內的企業，並重新評估投資信心。我們認為，企業的質素取決於其員工，故此我們與眾多企業的主要管理者或創辦人會面。透過觀察他們如何應對風暴，我們更明白他們的思考方式及性格。

舉例來說，現在我們對上海漢鐘更有信心。該公司是數一數二的螺旋式壓縮機製造商，產品可用於冷凍及一般工業用途，而新推出的真空泵浦亦可用於太陽能、半導體及其他行業。我們與上海漢鐘的主席見面後，對他的業務策略、樂觀

態度及敬業精神留下深刻印象。在上海實施封城時，他留在公司的員工宿舍，使我們更加相信他與公司利益保持一致。上海漢鐘的管理質素不俗，各項業務預算清晰，主席也誠懇地回答我們的提問。儘管公司經營的行業容易受到週期性因素影響，他們的團隊追求穩定增長，旗下的高檔產品亦具備良好的盈利能力。

基於中國經濟重啟時機未明，我們尋找在市場低迷時趁機精簡架構及改善長遠表現的公司。我們傾向投資於靈活適應市況的企業，例如在銷售放緩時削減成本的家居電器製造商美的集團、成功將輸入性通脹壓力透過價格上升轉嫁的石膏板公司北新建材，或透過產能擴充及創新投資提高市佔率的氣動元件供應商亞德客。

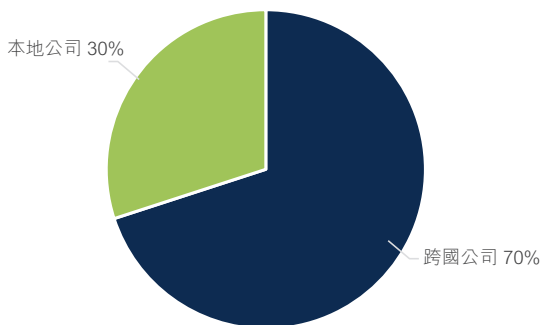
整體而言，我們的中國策略於下半年輕微下跌，惟在跌市期間，投資組合企業展現出合理的抗逆能力，並於之後顯著回升。上述情況正好印證了我們的看法，我們認為優質企業能夠於市場壓力下維持良好表現，而且在投資氣氛好轉後更迅速地捲土重來。

## 表現回顧

於2022年下半年，醫療保健企業經常成為我們中國策略表現最好的公司，例子包括醫療設備製造商山東威高及安圖生物、藥物開發商石藥集團，以及藥物零售商大參林、老百姓大藥房及益豐大藥房。近年，醫療保健行業面對多項政策負面因素，但上述細分行業的頂尖公司能提供吸引的投資機會。行業持續整合，加上國內產品較外國產品更受歡迎，我們相信該類企業應可受惠。

以安圖生物為例，該公司是中國首屈一指的體外診斷企業。於2022年，安圖生物成功提高市佔率；反觀主要競爭對手羅氏大藥廠於中國體外診斷的收入則下跌。結果，安圖生物的利潤大幅上升，管理層更預期今年的增長加速。考慮到國內公司僅佔體外診斷市場的30%，中國企業可望從外國企業手上進一步搶走市佔率。

體外診斷（體外診斷市佔率）

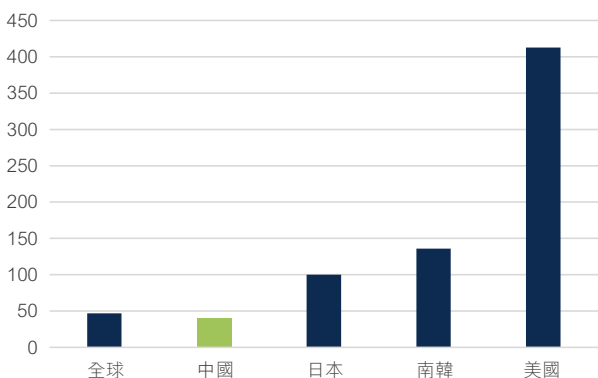


資料來源：公司資料、首域盈信資產管理（截至 2022 年 10 月）

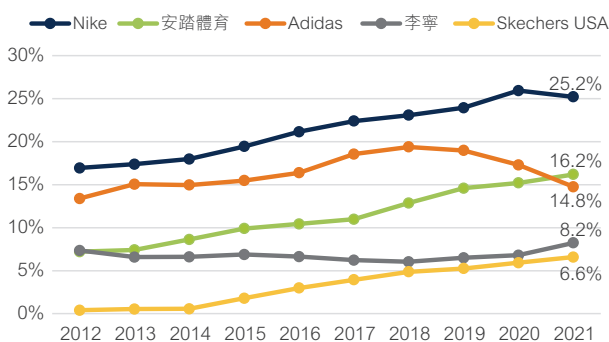
另一間表現出色的企業是石藥集團，其為中國最大的藥廠之一。縱然監管價格下調帶來挑戰，這間行業龍頭憑藉卓越的營運能力及新藥物研究項目，每年的增長率應會超過 10%。石藥集團表現穩定，即使 2022 年上半年的研發開支激增 30%，核心利潤依然上升 10%。

在醫療保健企業以外，投資組合中的安踏體育及中通快遞亦交出了漂亮的成績表。安踏體育是中國頂尖的運動服裝公司，在疫情期間門店關閉及消費需求轉差的不利因素下，公司銷售仍然堅挺。安踏持續投資於研發及品牌發展，並能吸引外來人才。公司的管理層積極推動品牌高檔化及吸納新客戶，特別是兒童及女性服裝消費者，務求達到雙位數的收入增長。長遠而言，中國的運動服裝行業將持續發展。就像下列第二張圖所示，安踏踏可從 Nike 及 Adidas 等全球同業手上奪走市佔率。

2021 年的人均運動服裝消費額（美元）



中國五大運動服裝公司的市佔率



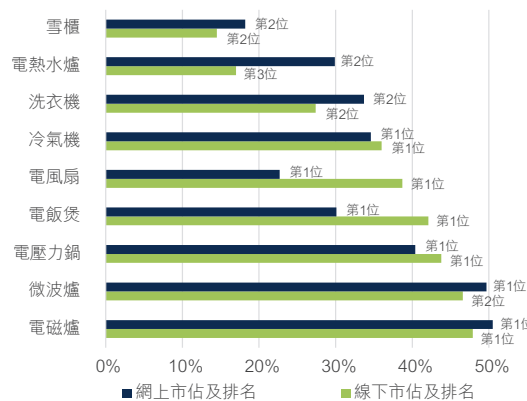
資料來源：Factset、歐睿、野村集團、摩根大通、首域盈信資產管理（截至 2022 年 6 月 30 日）

中通快遞是中國最大的速遞公司，在行業環境轉差期間，公司的包裹量及市佔率有所增加。我們欣賞中通快遞擁有不俗的執行能力，服務質素領先同業，而且費用較低。公司採用輕資產經營模式，超過 90% 的包裹量來自電商企業。隨著價格競爭減少及主要業者選擇將重心放在優質服務，而非業務量上，未來數年中通快遞應能維持理想的利潤增長率。

與此相反，美的集團、招商銀行及台積電則是投資組合中表現較差的企業。

美的集團是中國的家電製造業霸主，在經濟放緩的環境下，公司的產品需求停滯不前，加上消費者業務削減庫存，影響公司表現。然而，美的集團擁有優秀的長期往績，而且能在原材料價格上漲時控制成本，故此贏得我們的信心。儘管出口佔美的集團銷售額 40%，令市場擔心海外需求水平，可是原材料價格下跌及人民幣貶值應會有利公司表現。美的集團擁有潛在的新增長渠道，例如庫卡（Kuka）機械人業務。我們相信，公司可於未來三至五年帶來吸引的回報，驅使我們於股價回落時增持股份。

美的集團是家居電器市場霸王



資料來源：FactSet、美的集團 2021 年年報、首域盈信資產管理。截至 2022 年 6 月 30 日

於四月，招商銀行的行長突然離任，並被揭發遭到政府反貪部門的調查，拖累該行股價下滑。同時，中國房地產市場放緩，投資者對按揭還款及整體銀行股的憂慮加劇。

我們認為市場對上述消息的反應過分負面，於是趁估值吸引的機會增持招商銀行。該行擁有良好的企業文化及業務，應能減輕管理層變動的固有風險。而早前政府推出支持房地產發展商的措施，更帶動了招商銀行反彈。

市場關注半導體市場的下行週期及地緣政治問題，使得台積電的股價下滑。台積電是全球最大的專門合約晶片製造商，市佔率超過 50%。過去 10 年，公司的每年資本開支從 30 億美元增加 10 倍至 300 億美元，使我們擔心供應過剩問題，以致減持股票。雖然我們難以預測晶片週期何時見底，不過科技應用日益普及，半導體行業有望維持長期結構性增長趨勢。

另一方面，我們相信地緣政治問題將持續，因此台積電的長遠定位成為關鍵。台積電的生產活動集中於台灣，僱員及管理層大多是台灣人，但其主要客戶來自美國及中國，導致公司處境尷尬。近來，台積電於美國設廠，相信有助為西方國家的客戶供應先進晶片。



## 我們的買賣活動

於 2022 年下半年，我們新買入的企業包括博雅生物製藥。該公司經營血漿製品業務，由華潤集團透過華潤醫藥持有 29% 股權。博雅生物於 1993 年成立及於 2012 年上市，之後公司收購多間仿製藥、原料藥及分銷公司。

博雅生物擁有均衡的收入組合，而且採用中央生產模式，盈利能力領先同業。在 2021 年，華潤集團取得博雅生物的控制權後，我們預期公司的業務量及效率進一步上升。博雅生物有意於 2025 年前將收集站數目從 14 個增加至 30 個以上，並把握現有收集站的自然增長。

華潤集團將為博雅生物引入管理層員工持股計劃、出售非血漿業務及協助取得新血漿收集站所需的政府批准，集團的參與料會提高博雅生物的管治水平。

我們的中國策略亦買入了國內第二大的遊戲企業網易。該公司逐步發展推出一系列用戶忠誠度及穩定度較高的中型遊戲組合，並擁有大量在研產品，未來應可維持不俗的增長。市場擔心監管環境因素，以致互聯網股表現低迷；惟我們放眼長線，將此視為入市機會。政府剛恢復審批新遊戲，恰好是市場恢復正常的正面訊號。

這 20 年來，網易建立了卓越的長期往績，帶來驚人的回報。我們喜歡與股東利益高度一致，並致力回饋投資者的公司。過去 15 年，網易未有進行重大的收購活動，但公司的每股盈利複合年均增長率（年均複合增長率）高達 20%，每股賬面值及每股股息的年均複合增長率為 30%。網易的內部人士持股比例亦高於全球其他互聯網公司，而且股權架構相對良好，沒有出現雙重股權、關聯方交易、主席擁有其他公司或內幕人士大量沽貨的情況。

網易的獨特優勢源於其創辦人丁磊，他於 1997 年 26 歲時創辦公司。丁磊對遊戲及音樂抱有熱烈興趣，他致力為客戶提供最優質的產品。他亦較眾多同業審慎，願意花數十年時間改良遊戲。由於他專注提升產品質素多於短期的市佔率，網易得以建立強勁的產品組合，從而帶來長期的經常性收入。

我們也增持了華住集團，其為中國的多品牌酒店集團。我們欣賞華住集團的創辦人聲譽卓著、富有創業家精神，且與股東利益保持一致。在各個市場上，集團亦成功建立了領先的品牌。酒店行業相當零散，華住集團卻能脫穎而出。作為第二大的酒店企業，公司可望從行業整合中獲利。

華住集團的創辦人季琦是行外人，他沒有正式的酒店行業經驗，因此能夠在 2007 年以全新的角度創立公司。他打破常規，選擇放棄成本高昂及利潤較低的非必要設施，例如宴會廳、餐廳、大型酒店大堂及泳池。作為替代，他專注於他認為客戶最重視的元素，包括酒店的地點、衛生及住客的睡眠質素。透過上述方針，他以較低價格為住客提供優質住宿體驗。

憑藉之前在互聯網行業累積的經驗，季琦為華住集團引入自動登記系統、實時定價變動制度及運送機械人，形成技術創新及效率優勢，使得職員與客房成本比例低於同業。在他的領導下，華住集團也推出付費忠誠會員計劃，以增加客戶的轉換成本及減少依賴第三方轉介服務。眾所周知，華住集團的會員計劃領先全行，有關計劃更結合公司不斷擴大的酒店網絡，從而產生網絡效應。

一直以來，酒店行業都容易受到週期性因素影響，而且採用重資產模式。不過，市場持續整合，加上酒店集團透過加盟制度擴大規模，令情況出現變化。華住集團採用輕資產模式推動增長，成功賺取較高的利潤率及產生大量現金。鑑於中國經濟持續向國內消費轉型，預期品牌酒店將能提高市佔率，並受惠於旅遊及休閒開支增加。

在主要的沽售活動方面，我們沽出了阿里巴巴，原因是我們憂慮監管收緊，以及來自騰訊、京東及美團的競爭加劇。電商滲透率已經達到較高水平，互聯網企業紛紛以不同方式加入市場，導致阿里巴巴較難維持增長及開始流失市佔率。此外，阿里巴巴的管理層未能迅速擊退積極進取的挑戰者，公司的集中支援架構亦無力應對市場變化，使我們對其感到失望。在沽出阿里巴巴後，我們將資金用作增持其他互聯網企業，例如美團、京東及網易。

## 展望

隨著清零政策結束，市場開始追捧中國股票，但我們保持清醒，避免陷入其中，並採取較 6 至 12 個月前審慎的態度。市場上仍有多項需要留意的風險，例如全球通脹高企可能使高利率環境維持較長時間。同時，亦要考慮以往中國與西方國家之間的關係、俄烏戰爭尚未平息及中台關係，地緣政治問題將繼續構成不利因素。另外，最近數月中國出口需求轉弱，也反映西方國家經濟放緩。

話雖如此，正如下圖所示，儘管近月中國市場急升，估值依然處於合理水平。中國企業的經濟週期有別於西方，該國的經濟將須一段時間才能復甦及釋放積壓需求。有見及此，我們看好國內業務較多的企業，例如佔據領導地位的消費企業、醫療保健公司及科技龍頭。中國市場料將持續波動，我們會繼續專注於擁有出色業務、資產負債狀況及管理團隊的優質企業。

### 經歷近日的升市後，中國市場估值仍然合理



資料來源：Factset、首域盈信資產管理（截至 2023 年 2 月 20 日）

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 2023 年 2 月或另行註明。

#### 免責聲明

本資料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，而且在發表本資料時為準確的資料，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。在法律允許的範圍內，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資料而直接或間接引致的損失承擔任何責任。

本資料僅供一般參考，並不可視為提供全面的資料或特別建議。本資料所述意見為發件人在發表報告時的觀點，並不一定為首源的觀點，並可隨時予以修訂。本資料並非銷售文件，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資料內容，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，不得複製或傳閱本資料的全部或部分資料。本資料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，此資料由首源投資（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 及其附屬公司對本資料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資料中提及的任何投資或公司的業績或履行償還資本。本資料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。