



# 中國股票：堅持放眼 長線

2023 年 3 月



**劉國傑**  
管理合夥人

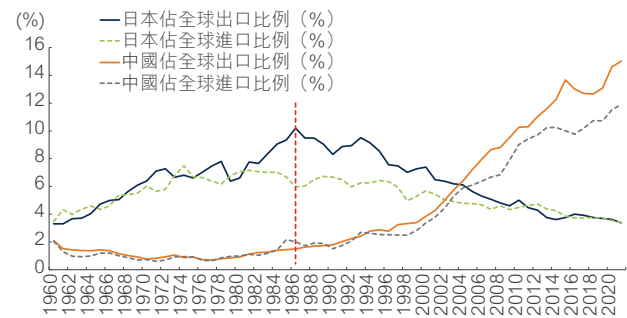
劉國傑於 2002 年加盟首域盈信資產管理，他是首域盈信多項策略的基金經理，包括首域盈信大中華增長策略及首域盈信亞洲股本優點策略等。

於一系列三篇通訊中的最終篇，我們的管理合夥人兼首域盈信中國增長策略首席基金經理劉國傑先生，藉著今年是策略成立的 30 週年，分享投資組合的主要長線投資主題。

中國的防疫封城措施比預期維持更長時間，對經濟及投資者信心構成衝擊。不過，我們認為短期的市況疲弱只是暫時性質，並繼續趁估值吸引的時機買入投資信心較高的企業。即使中國未能維持過去 10 至 20 年的高速增長，但其結構性增長動力仍未消失。我們所投資的企業預料可受惠於多項趨勢，例如國民收入及財富增加、對高檔貨品及服務的需求上升，以及越來越先進的科技和製造業等。

下圖說明了長期趨勢如何持續發展。自 1990 年代的經濟改革以來，中國在全球貿易中的重要性持續提升，甚至超越日本於 1980 年代中期達到的巔峰，有利於出口發展。而透過向其他國家出售產品，中國亦不斷累積財富，同時帶動消費增長。然而，隨著廉價勞工供應減少，中國企業日益需要推動創新，並向價值曲線上游移動。

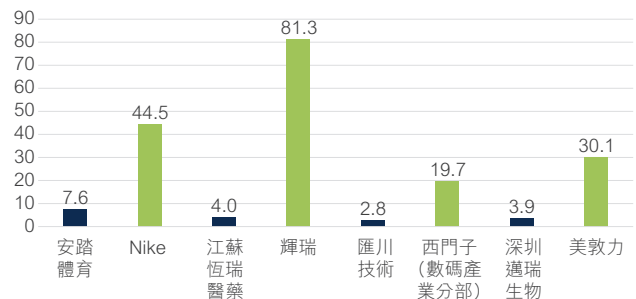
中國佔全球貿易比例增加，日本則逐漸褪色



資料來源：全球發展指標、中金公司、首域盈信資產管理 (截至 2022 年 12 月)

為了掌握中國企業的增長情況，我們比較所持有的數間公司與全球同業的收益。以 Nike 為例，該公司是一間環球企業，並且公認是全球最具實力的運動服裝公司；而安踏體育則是我們認為是中國最出色的運動服裝企業。在比較兩者後，我們發現安踏擁有可觀的增長空間。

全球龍頭 - 2021 年的收益比較 (十億美元)



資料來源：彭博、首域盈信資產管理 (2022 年 12 月)

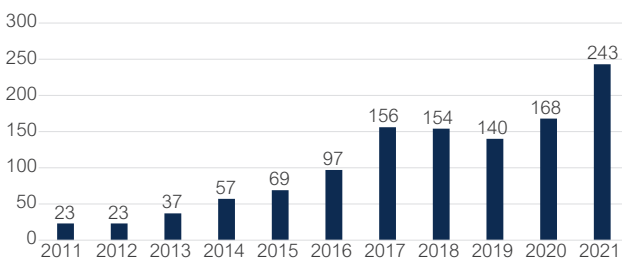
同樣，我們認為中國最佳的製藥商是江蘇恆瑞、最佳的自動化企業是深圳市匯川技術、最佳的醫療設備公司是深圳邁瑞生物。我們看好上述企業的原因並不複雜，主要是基於他們有能力提高市場佔有率、賺取較高的利潤率、建立更具價值的品牌、擁有出色的管理層及與股東的利益保持一致，而與政府政策、樓市措施、利率、經濟狀況或國內生產總值增長並無關係。

接下來，我們將會更深入地討論該類企業，並說明我們為何傾向繼續長期持有相關股份。

## 推動工業自動化，抵銷勞動力減少的影響

中國面臨勞工短缺，加上政府致力實現「硬科技」的自給自足，強大及持續的利好因素有助當地的自動化市場發展。鑑於以往實施一孩政策，中國的勞動年齡人口持續下降。根據聯合國的預測，在 2022 年至 2050 年間，中國 15 至 64 歲的勞動人口將會減少 22%，相當於 2.17 億人。為了提高效率及改善生產流程，企業對機械人設備及零件的需求料將增加。有見及此，我們在多年前已密切留意工業自動化及一般自動化企業。

### 中國每年的工業機械人安裝量（以千計）



資料來源：國際機械人聯合會（International Federation of Robotics）、首域盈信資產管理（2022 年 12 月）

我們擁有的深圳市匯川技術，便是一間工業自動化公司，也是逆變器、伺服電機及新能源汽車控制器市場的領先企業。匯川技術的擁有權架構完善，而且與股東利益一致。創辦團隊盡心盡力，公司已由逆變器行業的小型製造商，發展成中國最成功的自動化企業。

匯川技術亦多次成功開發新產品及進軍新市場，與跨國同業一決高下。自 2010 年上市後，匯川技術的每年股東回報率高達 28%，銷售及純利的複合年均增長率分別達到 40% 及 35%。儘管匯川技術規模龐大，我們認為未來 5 至 10 年公司應能提高市場佔有率及繼續推動創新，從而維持可觀的增長。

另一個例子是中國第二大的氣動元件供應商亞德客，市場佔有率約為 25%。在工業自動化浪潮下，氣動元件的需求也見上升。作為一間定位獨特的台灣公司，亞德客並非主力為第三方企業生產產品，而是自行建立渠道及品牌，再與 SMC 等國際大型企業展開競爭。亞德客的主席目標清晰，他善待僱員，而且致力發掘具吸引力的市場，以追求長期增長。目前，亞德客正努力拓展線性滑軌市場；公司主席相信這將有助他們接觸更大型及高端的氣動元件產品客戶，因為該類產品與現有業務的客戶大致相同。長遠來看，我們預期亞德客的每年增長率可達 10% 至 15%。

## 頂尖醫療保健企業有望提高市場佔有率

中國的醫療保健開支遠低於發達國家，加上人口老化，預料醫療保健消費將會持續增長。聯合國預計，在 2022 年至 2050 年，65 歲以上的人口佔比將從 14% 上升至 30%。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及醫療設備製造商。

雖然製藥行業高度零散，但我們相信市場應會出現整合潮，為行業龍頭帶來優勢。中國共有 1,200 間製藥企業，當中最大的兩間為江蘇恆瑞及中國生物製藥，其市場佔有率各為 3.1%，緊隨其後的是市場佔有率為 2.7% 的石藥集團；而我們都擁有上述三間公司。相比起中國市場，全球製藥行業同樣零散，不過龍頭的市場佔有率一般達到 5% 至 6%。

我們亦持有中國最大的本地醫療設備企業深圳邁瑞生物，該公司在患者監察及維生系統市場佔據領導地位。邁瑞生物的出口產品佔銷售額超過 40%，反映其持續發展海外市場，成功從全球領先企業手上取得市佔率。與此同時，中國的醫療設備滲透率仍然較低，而進口替代品逐漸成為主流。

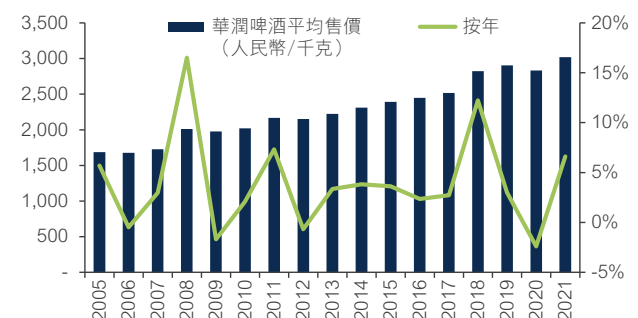
## 本地品牌可受惠於高檔消費

中國逐步放寬防疫限制，消費及旅遊業應能重拾結構性增長。基於過去兩年消費需求疲弱，我們集中買入質素較高的企業及市場龍頭。該類公司的利潤率及回報高於平均水平，而且能夠推出高檔產品及提高售價。

以中國啤酒行業為例，有關市場與大部分行業不同，啤酒銷量自 2014 年起便持續下降。此外，隨著中國經濟及中產階級崛起，啤酒商迎來了發展高檔產品及擴大單位經濟效應的機遇。在中國，華潤啤酒是最大的啤酒公司，市場佔有率約 30%。中國的啤酒市場相當集中，由華潤啤酒、青島及百威集團（Anheuser-Busch InBev）三大公司瓜分 75% 的市場，形成理性及可衡量的競爭環境。

縱使啤酒銷售增長欠奉，隨著啤酒公司不斷整合釀酒廠，企業的利潤率和盈利能力仍得到提升。舉例來說，華潤啤酒在 2019 年與中國喜力（Heineken China）合併後，其高檔產品銷售佔比增加，以致產品的平均售價亦有所上升。儘管華潤是國有企業，公司卻經營完善，回報水平更媲美私人公司。

### 平均售價不斷上升

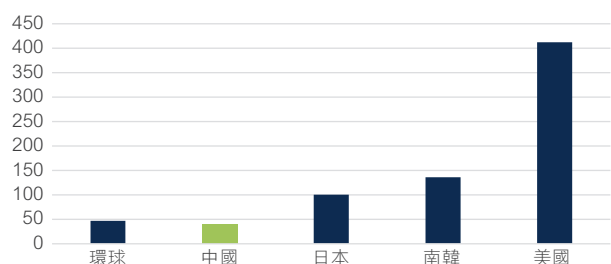


資料來源：公司資料、首域盈信資產管理（截至 2022 年 6 月 30 日）

中國的經濟重啟動力增強，預期公眾將重新投入活躍的生活模式及參與體育活動，這為安踏帶來優勢。安踏是中國最成

功的運動服裝公司，而且是少數能夠建立及經營多個強大消費品牌的中國企業之一。參考日本及南韓的人均運動服裝消費情況，隨著中國國民收入水平上升，長遠可帶動運動服裝消費增長。

#### 2021 年的人均運動服裝消費額（美元）



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

安踏採用直接零售銷售模式，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。只要安踏能以兒童系列、Fusion 系列及專業運動服裝系列吸納新客戶，而且推出更多措施搶佔尚待開發的女性客戶市場，相信公司便能延長品牌壽命及維持銷售增長。

#### 質素一向是關鍵所在

中國在過去 30 年經歷了不少變化，然而，我們一直緊守著相同的投資流程。重視企業的業務及管理質素，並且著眼於結構性增長動力。

那麼，未來 30 年中國的前景又會如何？參考日本的例子，奧林巴斯（Olympus）、小松製作所（Komatsu）及索尼（Sony）均已成為世界一流的企業，我們預期中國的龍頭公司亦能達到以上公司相近的成就，發揮實力及獲得公眾讚賞。比較兩國的情況，日本的國民年齡中位數為 49 歲，高於中國的 38 歲；而日本的預期平均壽命則是 85 歲，同樣高於中國的 78 歲。考慮到中國經濟日漸發展成熟，加上人口持續老化，中國應能借鑒日本的經驗，例如學習從容地面對年齡增長、累積財富及智慧，盡情享受快樂人生。

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

投資涉及風險，過去表現並不反映未來表現。請參閱有關基金的發售文件以了解詳情（包括風險因素）。本文件所載資料來自首源投資（「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，且不构成投資建議。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，不應視為建議買賣有關證券。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。