



基金經理問答

與見證中國疫後反彈
的企業交流

2023年4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。

適逢首域盈信中國增長策略成立 30 週年，我們邀請了中國市場的基金經理劉國傑、柯雷及陳希驊會就投資者最近常見的問題作出回應。在此基金經理問答文章中，他們探討市場估值、通貨膨脹、地緣政治以及分享近期與企業的會面。

於清零限制解除後，中國股市極速反彈。
在你們眼中，市場是否仍具吸引力呢？

不少客戶認為中國市場反彈得太快，但我們相信股票估值依然合理。市場回升只是短短數個月的事，比我們的投資

期為短。我們還是看好中國市場的長期表現，即未來三至五年及往後的發展。企業盈利料會復甦，估計市場信心將持續好轉。

經歷近日的反彈後，中國股票估值仍然合理



資料來源：Factset、首域盈信資產管理（截至 2023 年 3 月 27 日）

舉例來說，去年投資者情緒極度低迷，中國市場被認為不宜投資，企業估值接近歷史低位，恒生指數更跌至 1997 年的水平。在此期間，市場主要擔心清零政策、房地產市場疲弱及新推出的法規損害個別行業的前景。

現在，上述的不利因素大多已經消失。在不少市民感染過病毒或接種疫苗後，當局不太可能再次推行清零政策。同時，房地產市場的悲觀情緒亦見改善。此外，政府對房地產、互聯網及教育行業實施的法規也普遍變得更有利增長。

在市況惡劣期間，我們增持了高度看好的投資。於清零政策突然結束後，經濟活動迅速恢復，為我們帶來更大的信心。我們留意到大量積壓需求獲得釋放，例如於農曆新年假期時，旅遊及消費行業都成為了大贏家。

近來團隊多次前往中國內地及拜訪各大企業，你們能分享當中的主要發現及啟示嗎？

我們採用由下而上的投資方針，專注了解我們所投資的企業，特別是經營公司的管理者及他們建立的文化。在疫情期間，儘管我們也不斷採用虛擬方式與企業溝通，但透過面對面的會議，我們可以更有效地評估企業質素及觀察細節。面對面的會議對我們投資中國市場相當重要，原因是當地的資訊流通經常受到限制，而企業的透明度是我們所重視的特質之一。

在中國內地解除旅遊限制後，我們開展了多次投資之旅。例如，我們於二月到訪過廣東省內數個熱鬧的城市。當地的餐廳座無虛席，酒店入住率不低，多區仍出現交通擠塞。有別於我們不久前到訪的英國，廣東省普遍不再在家工作，而且我們返回香港時乘坐的高鐵也幾乎爆滿。最新數據同樣顯示，餐廳業務量、酒店收入及國內航空旅遊於三月份已經恢復到疫情前的 80% 以上。

另一方面，我們約見的企業卻對業務前景抱持保守或審慎的態度。企業的管理層相信，最壞的情況已成過去，惟近年的防疫限制影響收入增長，故此企業需要一段時間才能明顯復甦。在電子、物業相關產品、專用照明及寢具用品行業中，不少消費類企業都有相同的看法。

在這次旅程中，我們也拜訪了數間醫療保健企業，包括投資組合持有的地區性藥房龍頭大參林，以及主要的獨立臨床實驗室服務供應商金域醫學，而他們均對疫情後的需求感到樂觀。大參林正在加快店鋪擴展步伐，該公司預期本年度高價值產品的需求反彈，有助提高業務利潤率。金域醫學亦加強發展非疫情相關業務，因此於頂級醫院市場的佔有率及收入貢獻有所上升。

在這次中國之旅中，你們有發掘到吸引人的投資機遇嗎？

在最近到訪深圳後，我們買入了華測檢測，該公司正好符合我們希望投資對象擁有的特質。華測檢測是中國最大的私營檢測及認證公司，我們留意該公司已經接近十年。全球檢測及認證行業具備吸引力，並能於不同的經濟週期中取得可觀的回報及約 15% 左右的穩定增長。

自成立起的 20 年間，華測檢測成功發展多元化的業務，並擴展至環境、糧食及農業、石油及天然氣、海事、消費品及醫藥市場。目前，公司於 70 多個城市擁有超過 30 個產品系列、150 間實驗室及 260 個服務中心。過去 15 年，公司的收入及利潤分別增加 60 倍及 40 倍。

華測檢測的創辦人家族擁有約 18% 股權，與股東利益保持一致。另外，他們還建立了專業的管理團隊。於 2018 年，他們邀請了全球行業龍頭 SGS 的申屠獻忠先生加盟公司，並出任總裁一職。自此之後，華測檢測控制人手招聘及資本

開支，同時提高現有設施的利用率，藉此形成經營槓桿及帶動銷售持續增長。受惠於上述措施，公司從 2018 年起開始產生不斷增加的正面自由現金流，不再像 2014 年至 2017 年一樣錄得負面現金流。



首域盈信資產管理團隊於二月到訪邁瑞醫療深圳辦事處的照片

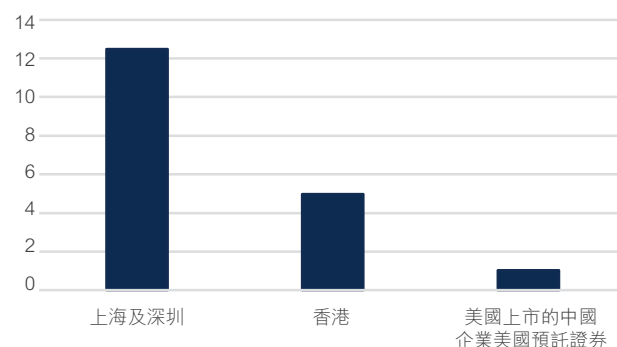
我們認為華測檢測的未來增長具有吸引力，原因是行業可能出現整合、公司有望從效率較差的國有企業手上贏得市佔，而且與沃爾瑪 (Wal-Mart) 等主要客戶的業務合作持續加深。華測檢測的現有設施利用率已從 25% 提高至 35%，但我們認為這方面尚有發展的空間。中國日益收緊品質標準及環保法規，預期檢測及認證行業將錄得超越國內生產總值的增長率。

我們買入的另一間企業是深圳邁瑞醫療，其為中國首屈一指的醫療設備製造商。於最新一期的環球新興市場客戶通訊中，我們詳細解釋了投資於該公司的理據。同樣值得留意的是，我們還與邁瑞醫療討論過提高董事會多元化及披露更多碳排放詳情的問題。公司積極回應了我們的提議，並將於四月底計劃發表的新一份環境、社會及管治報告中透露更多資料。我們相信，邁瑞醫療改善可持續發展表現的工作，有助公司成為世界一流企業及帶來理想的長期增長。

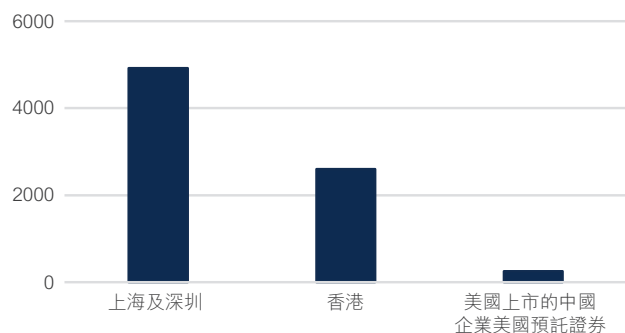
團隊認為 A 股市場前景如何呢？

A 股市場估值繼續高於 H 股及美國預託證券，可能是由於外國投資者情緒較差所致。話雖如此，我們認為 A 股市場的吸引力並不在於估值，而是來自市場深度及廣泛的投資選擇。

市值總額（萬億美元）



股票數目



資料來源：國際證券交易所聯合會（World Federation of Exchanges）、美中經濟與安全審議委員會（US-China Economic and Security Review Commission）（數據截至 2023 年 1 月）

在工業、家電、醫療設備及製藥等若干行業中，投資者只能以 A 股方式買入中國最頂尖的公司，例子包括我們投資組合持有的家電公司美的集團、醫療設備製造商深圳邁瑞醫療，以及醫藥企業益豐大藥房、大參林及老百姓大藥房。基於我們大舉投資於醫藥、家電、家居裝修、速遞及酒店行業，我們的中國投資組合主要受到國內需求機遇所推動。我們希望，投資組合可以受惠於本年度開始的復甦。

過去兩年，中國的經濟陷入困境，不過表現領先的企業卻能逆市增強競爭優勢。就像香港的餐飲業一樣，成功挨過難關的企業在市場整合後將可趁機壯大。以深圳邁瑞醫療為例，在醫療設備短缺及外國競爭對手出現供應鏈問題時，該公司把握機會提高於醫院市場的滲透率。在疫情爆發之初，鑑於外國競爭者無法進入中國市場，匯川技術亦成功增加市佔率。此外，鷹普精密及海天國際也從外國競爭者手中搶走市場。我們有信心，上述公司應可維持市佔率增長。

考慮到 A 股市場主要受到短期買賣及走勢所推動，我們需要注意企業的估值水平。首次公開招股市場蓬勃發展，反映小型企業尋求集資，我們認為這是好事。然而，個別行業依然存在估值過高的問題，例如電動車行業。

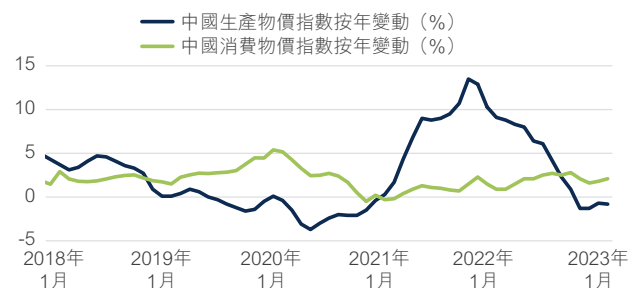
另一項利好因素，是中國 A 股市場持續獲納入 MSCI 和其他全球指數。與此同時，中國政府亦積極吸引各國的投資者。憑藉我們的主動型管理方針、多達 30 年的中國市場投資經驗及長久以來與企業建立的關係，我們將可從日益發展及獲得充分研究的中國市場中發掘出更多滄海遺珠。

你們會否擔心中國經濟重啟導致通脹升溫？

首先，好的通脹和壞的通脹不能一概而論。當經濟陷入低迷時，要是沒有通脹，就會像過去數十年的日本一樣，這對投資者來說將是壞消息。另一個問題是當出現通脹時，假如缺乏相應的經濟增長，便會爆發「停滯性通貨膨脹」。有見及此，若然中國因經濟重啟及強勁復甦而出現通脹，我們認為這是一件好事。

在企業層面上，通脹也會有利發展。根據過往經驗，中國市場的投資者通常會比較消費物價指數和生產物價指數。這兩年來的大部分時間中，中國的消費物價指數增長均低於生產物價指數，導致生產商無法將所有原材料成本上升轉嫁消費者，並承受利潤壓力。如果就像最近一樣，消費物價指數上升，而生產物價指數下跌，企業的利潤率應會相應提高。

過去兩年，中國的生產物價指數增長大多超越消費物價指數增長



資料來源：彭博、首域盈信資產管理（截至 2023 年 3 月）

我們亦不認為中國的通脹會如西方一般嚴重。由於近年經濟疲弱，中國的失業率偏高。企業向我們透露，他們不難重新聘請員工，而且現時的員工流失率較數年前為低。僱員樂意受僱，可見中國企業面對的加薪壓力低於西方公司。另外，鑑於能源價格的上升壓力逐漸減退，中國應不會像去年的西方國家一樣承受嚴重的經濟影響。相比之下，我們更加關心失業率及對長期增長的影響。

你們對投資中國市場的地緣政治風險有何看法？

一般來說，地緣政治風險不會消失，而且是投資者必須考慮的結構性問題。不過，地緣政治關係涉及雙向互動，目前中國亦對美國的若干產品施加限制。對我們來說，進口替代是一項重要的投資主題。正如上文提到，匯川技術及深圳邁瑞醫療正持續從外國企業手上奪走市佔率。

我們亦會從進入門檻的角度分析地緣政治因素。全球供應鏈管理可以構成挑戰，也能帶來機遇。在 1980 年代，日本曾經面對類似的問題，當時美國實施更具保護主義色彩的政策，以妨礙日本的出口發展，逼使日本企業於各國開設工廠。時至今日，SMC、大金（Daikin）及豐田（Toyota）都成為了經營全球業務的龍頭。

在擴展國際市場方面，中國公司的表現不算突出。舉例來說，敏實集團及福耀玻璃均曾作出嘗試，但成績好壞參半。近年，寧德時代積極發展全球市場，比亞迪向通用汽車（General Motors）收購多間工廠，申洲國際亦於越南及印尼等地擴大產能。對於順利拓展全球足跡的企業（例如台積電）來說，我們認為有關措施可以建立同業難以複製的經濟護城河，因此能支持公司發展。

美國的衰退風險加劇，你們團隊有否擔心以出口為主的企業呢？

假如我們退後一步來看，世界級的龍頭企業大多經營出口業務，例如華為、三星（Samsung）、台積電及豐田（Toyota）。亞洲市場擁有大量具備全球競爭力的公司。以深圳邁瑞醫療為例，該公司的出口產品佔收入超過 40%，領先不少技術出色的中國企業。經營出口業務固然會產生風險，例如地緣政治對華為構成的風險，或美國房地產市場為創科實業帶來的風險。在中國市場上，我們將焦點集中於製造業升級及個別企業如何藉此發展國內業務。

基於香港的經濟結構，本地企業可能較易受到出口市場影響。然而，部分香港上市公司仍能稱霸全球市場，成為本土奇蹟，例如創科實業及 ASM Pacific。作為由下而上的投

資者，我們會專注於在任何業務週期都能提高市佔率及成功發展的企業。宏觀風險永遠都會存在，不過我們相信，優秀的管理團隊可以克服重重挑戰。

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 3 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首域盈信資產管理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為首源投資（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文中提及的任何投資或公司的業績或履行償還資本。本資料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。