

客戶通訊

經濟初現復甦跡象，但前景仍然充滿挑戰

2022年7月

2022年已過一半，在這期中國通訊中，我們將探討近日客戶表示關注的議題。就像以往一樣，我們將會介紹投資組合的最新動向，並分享我們如何看待能源行業的強勁表現、電動車企業，以及我們在中國所投資公司的環境、社會及管治發展。

隨著防疫限制放寬，上海及各大城市解封，中國經濟出現更多復甦跡象。製造商加大生產，交貨時間縮短，支持中國出口再次加速。供應鏈限制得到解決，應有助降低全球通脹。近月，政府還推出利好政策，包括為互聯網企業鬆綁及計劃增加基建開支。我們預期，當局將會繼續循序漸進地推動經濟增長。

問題是，各項主要挑戰仍然存在，經濟復甦並不穩固，相關風險包括美國聯儲局進一步加息觸發美元升值。有關情況通常會不利於新興市場，並會增加美元資金成本、刺激資金外流及限制中國的減息幅度。中國持續面對不利因素，例如債務佔國內生產總值比例高企、房地產市場疲弱及監管不明朗等。在動態清零政策下，中國展開新一輪封城措施，同樣會構成風險。我們未能完全預測因應疫情而推出的短期政策行動，不過考慮到近期的挑戰及其他地區重啟經濟，當局應會將經濟發展放在首位。

長遠而言，我們較看好中國的前景，原因是其多項結構性增長動力維持不變，包括居民財富及收入增長帶動消費型經濟發展、市場對較高質素和貴價產品及服務的需求上升，以及科技和國內的進口替代越趨複雜等。

新增的中國持倉

作為由下而上的投資者，我們專心發掘擁有一流管理團隊及可持續發展業務的優質公司。換言之，我們的目標是找出能夠維持長期盈利增長的企業。

我們中國策略的新增持倉包括洽洽食品。該公司為擁有20年歷史的葵花瓜子行業龍頭，並持續將業務擴展至堅果市場。我們認為該公司是高端化趨勢的受益者，一向藉高價商品擴張以提高盈利能力。洽洽食品的主要競爭優勢來自線

下分銷渠道，自2016年公司開展堅果業務後，線下渠道一直發揮推動增長的作用。

在此之前，洽洽食品曾於董事長／創辦人辭任後的數年經歷銷售停滯期。幸好，該名董事長在2015年回歸洽洽，並成功重組公司架構。他分拆出積累虧損的果凍及調味料業務，以將焦點重新放在瓜子業務上，而且推出更高檔的不同口味產品，藉此扭轉逆勢。自此，洽洽食品的執行往績及盈利能力均見改善。我們估計，往後數年，該名董事長的職位將維持不變，而他任職董事及高級管理層的女兒將是潛在的繼任人選。

圖1：洽洽食品的主要產品（從左至右－紅色包裝為招牌瓜子產品；藍色及綠色包裝為不同口味的瓜子產品；黃色包裝為每日堅果及禮盒裝堅果產品）



我們亦買入了估值吸引的濰柴動力，這是國內公司技術日益成熟的一個例子。該公司是中國重型貨車柴油引擎市場的領導者。重型貨車大多依賴柴油引擎運作，不過濰柴動力同樣對「新能源」領域作出投資，以發展燃料電池技術、電動機及控制裝置等，估計能夠帶來全新的盈利增長來源。

另一方面，濰柴動力也設法提高核心引擎業務的市佔率。公司的董事長對該項業務充滿信心和熱誠。他相信，未來數十

年，不同類型的引擎將百花齊放，因此濰柴動力打算繼續研究柴油及液化天然氣引擎技術。

我們新增的第三項重大持倉為上海漢鐘，這是另一家技術能力不斷增強的國內企業。該公司為首屈一指的螺旋式壓縮機製造商，其產品用於冷凍及一般工業用途。近年，上海漢鐘的主要增長動力包括冷氣機能源效率改善、冷鏈發展及煤改電浪潮。簡單介紹冷鏈物流的市場潛力，中國的人均冷凍儲存量分別相當於日本及美國的約 40% 及 25%。我們預期，中國的新鮮食品電商發展趨勢將為冷鏈物流行業提供支持。

另外，上海漢鐘新推出的螺旋式真空泵浦應能帶動多個新領域增長，包括太陽能、半導體及電動車電池等。我們欣賞公司管理層採取逐步擴張的策略，他們重視經營現金流，並致力提高僱員福利及挽留員工。我們的調查亦顯示，上海漢鐘的真空泵浦產品擁有領先國內供應商的成本效益及可靠性。在冷媒壓縮機行業中，上海漢鐘不單佔據了 40% 至 50% 的市場，更成功樹立行業標準。

在短期不利因素下，維持對主要持股的信心

本年至今，我們中國策略表現最佳的企業包括上海國際機場、中國青旅及青島啤酒。即使第二季的基本面未見好轉，各地解封引發的市場樂觀情緒仍然有助上述企業取得漂亮的成績。該三間公司亦採取了營運改善措施，例如加強成本控制，以便更有效地抓住銷售反彈的機會。

中國的中產階級不斷擴大，相信國內旅遊還有增長空間。以上海國際機場為例，該公司獨佔中國最繁忙的旅遊樞紐，估計可受惠於旅客量持續上升。在疫情影響下，上海國際機場暫時未有擴建的需要，但長遠而言，該公司計劃興建第三客運大樓及第五跑道。雖然上海國際機場屬於國有企業，往績記錄卻顯示公司營運良好。

政府不再像去年一樣打擊槓桿過高的房地產商，改為實施更多利好政策，我們留意到多間房地產及相關企業表現強勁，當中包括華潤置地、浙江偉星及萬科企業。

華潤置地是中國十大發展商及主要購物中心營運商之一。憑藉穩健的資產負債狀況及強大的投資組合，該公司應可把握行業整合的機會。華潤置地的最大優勢是其能夠透過項目取得土地，利潤率高於從拍賣中取得土地。該公司在深圳紮根多年，並於投資物業營運領域贏得良好聲譽，從而形成競投項目時的重大優勢。

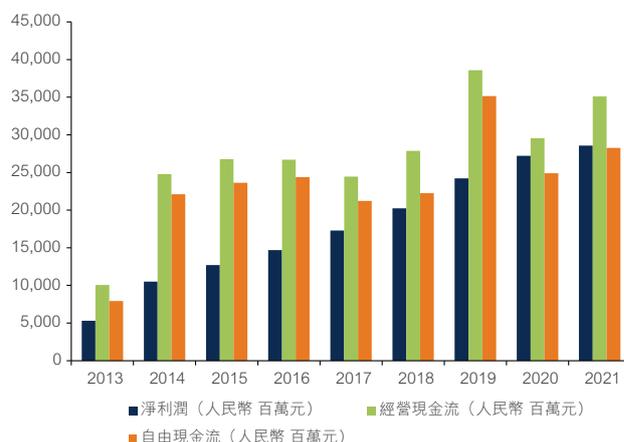
浙江偉星是頂尖的排水管製造商，其產品用於住宅樓宇、市政水務及燃氣供應。在家居翻新市場發展的推動下，該公司建立了卓越的增長往績。最近，浙江偉星更上調產品售價，以舒緩原材料成本上升帶來的利潤壓力。該公司的管理層審慎推動業務發展，與我們專心買入優質及持續增長型企業的方針不謀而合。

與此相反，本年至今中國投資組合表現最差的企業包括美的集團、順豐控股及招商銀行。不過，我們對這些企業仍然保持信心。

近日供應鏈價格上升，投資者憂慮美的集團的成本壓力增加。此外，行業數據顯示，中國主要城市封城，冷氣機、雪櫃及洗衣機等家居電器的零售需求疲弱。

好消息是，在充滿挑戰的經營環境中，美的集團的基本面維持強韌，而且公司遭到市場低估，故此我們繼續看好其長遠前景。美的集團估值吸引，自由現金流收益率為 9%，而且公司還展開股份回購。在強勁的業務及高效的管理層支持下，公司的收入、利潤及經營現金流持續增長。為了進一步提升增長質素，美的集團調整策略，將盈利能力及回報視為首要目標。同時，公司也計劃發展新業務，例如暖通空調、自動化及汽車零件業務等。

美的集團長期賺取強勁的現金流



資料來源：FactSet、首域盈信資產管理。截至 2022 年 6 月 30 日
OCF = 經營現金流；FCF- 自由現金流

在 2021 年，順豐控股 (一家速遞公司) 的內部產能管理出現錯配，以致盈利下降。在汲取教訓後，管理團隊限制虧損業務的發展，從而改善產能安排。從 2021 年下半年起，順豐控股開始重拾增長。在政府收緊有關惡性價格競爭的規定後，公司的產品定價亦告改善。由於市場對優質服務的需求增加，順豐控股的市佔率有所上升。在第一季，中國實施封城拖累貨運量表現，但自 4 月起，整體經濟出現重啟跡象，順豐逐漸收復失地。

近日，順豐推出員工持股計劃，並訂立 2025 年前的收入及利潤率增長表現目標。我們相信，指定時間的送貨服務能夠帶來可觀的利潤及現金流，以便避免下行風險，而冷鏈、貨車運輸及供應鏈管理等新業務將可推動長遠增長。

在 4 月，招商銀行宣佈行長田惠宇先生卸任。該項負面消息，加上後續報導指他正因涉嫌違反黨紀而遭到調查，讓市場大為震撼。不過，我們相信投資者對此事的反應過分悲觀，原因是招商銀行擁有良好的企業文化及業務，足以減輕管理層變動的固有風險。此外，招商銀行亦設有出色的高級管理層團隊，成員包括在該行工作多年的員工。

在之後的一個月，招商銀行提名了王良先生繼任行長，藉此安撫市場。王先生擁有 27 年的行業經驗，曾經擔任過北京分行行長和其他職務。迄今為止，他一直奉行招商銀行的價值觀及策略，相信他的委任將有正面作用。

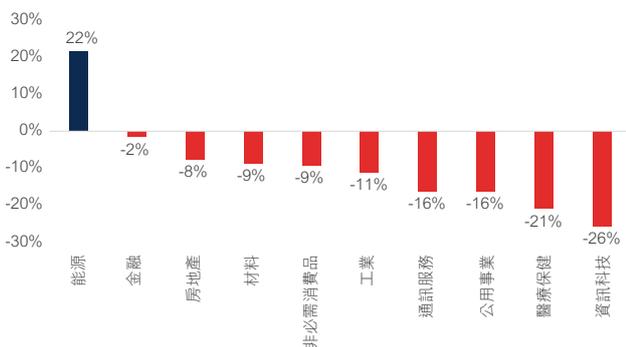
招商銀行擁有審慎管理風險的長期往績，例如在去年盡量減少與房地產發展商之間的業務，而且該行能夠維持自然資產增長，毋須在市場上籌集資金。根據 2021 年的數據，招商銀行的估值相當吸引，市賬率為 1.1 倍，股本回報率達到 17%。

我們的中國投資組合還持有多間醫藥、醫療設備及工業自動化公司。該類企業的吸引力來自基本面因素，多於政府政策、樓市措施、利率或國內生產總值增長。有見及此，假如我們認為企業具備未來增長潛力，便不會太在意短期的市場噪音。

審慎看待能源及電動車行業

俄烏衝突升級，能源行業成為本年至今 MSCI 中國指數中唯一錄得增長的投資選擇。我們並無買入直接生產煤炭或石油的企業，有關決定影響了投資組合的相對表現。不過，我們仍然不會投資於該項增長趨勢，並將繼續堅守投資理念，拒絕盲目地追求短期回報。

年初至 6 月底的 MSCI 中國指數回報

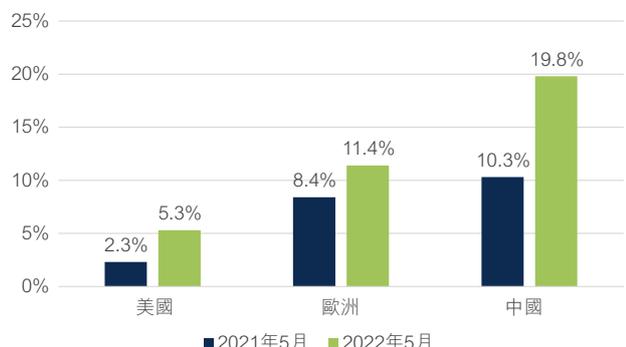


資料來源：FactSet，美元回報（截至 2022 年 6 月 30 日）

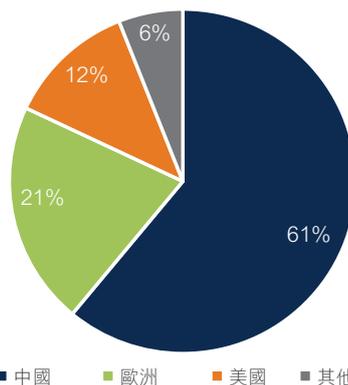
我們不買入能源企業，背後有多項原因。第一，我們的投資流程以企業質素為先，而商品主導型公司通常易受週期性因素影響，並且缺乏定價能力，故此我們難以在能源行業中找到合適的長期投資對象。第二，出於環境考慮因素，我們亦不看好該類企業的長期需求潛力。

我們較少買入的另一類企業是電動車公司。中國佔全球電動車電池市場的 61%。去年，該類產品的滲透率上升接近一倍，美國及歐洲市場同樣增長迅速。然而，作為長線投資者，我們尚未看到證據，證明電動車企業能夠履行承諾及建立強大的經濟護城河。

過去一年，電動車電池滲透率顯著提高



各地的電動車電池銷售佔總額百分比 - 2022 年 5 月



資料來源：EV-volumes.com、摩根士丹利（截至 2022 年 5 月）

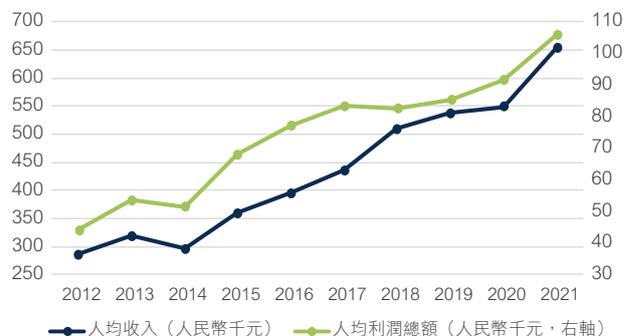
經認真考慮後，我們認為現時的市場估值偏高，反映投資者對企業盈利能力及銷量期望較高。電動車行業日新月異，市場競爭不斷加劇，但能見度仍然較低。我們留意到企業開發及推出大量產品，並且積極擴大產能。由於汽車製造商及電池企業發展迅速，我們不易預測長遠的贏家，因此暫時未有太大的投資。

在我們的中國投資組合中，我們也有數間工業公司經營著持續增長的電動車相關業務。舉例而言，我們投資的宏發科技、匯川技術及國電南瑞便擁有不斷發展的電動車價值鏈業務，而且在核心產品市場佔據領導地位。

宏發科技為全球最大的繼電器製造商。在成功超越歐姆龍 (Omron)、泰科國際 (Tyco) 及樂聲 (Panasonic) 後，該公司成為了全球龍頭，市佔率達到 17%。繼電器是將小型電流刺激轉化為大型電流的電力開關裝置。該項功能對多類標準電器及汽車至關重要，並可為汽車的氣閥、車頭燈、水撥、內部照明及警報系統供電，因此是各類電力設備不可或缺的一部分。

受惠於電動車及可再生能源發展，高壓直流繼電器及其他新應用領域增長迅速。現時，宏發科技約佔全球電動車市場的 36%，其客戶包括所有的主要代工生產商，例如 Tesla、大眾汽車 (Volkswagen) 及中國多間電動車初創企業。與此同時，宏發科技更與股東保持利益一致，其高級管理層合共持有公司股權的 34%。

宏發科技：生產力持續提升



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

匯川技術是一間工業自動化公司，而且是變流器（將電池的直流電轉換為傳統設備操作所用的交流電）、伺服電機（精確地轉動機器零件）及新能源汽車控制器（協調司機動作及汽車的子系統，例如在突然剎車時提高流暢度）等各類產品的市場霸主。匯川技術設有完善的擁有權架構，而且與股東利益一致。過去 20 年，匯川技術的多名創辦人盡心盡力，推動公司從變流器行業的小型製造商，發展成中國最成功的自動化企業。

國電南瑞是數一數二的電網自動化公司，擁有世界級技術，而且與國家電網關係密切，競爭對手有限。國電南瑞具備電網自動化、電動車充電及高壓直流輸電的專業知識，有望成為電網改革及可再生能源併網的大贏家。

由於估值偏高及近期股價上升，我們減持了持倉規模，但長遠仍然看好上述三間企業。

與此相反，我們並無持有綜合電動車製造商比亞迪的股票。在近日供應短缺期間，比亞迪的高度整合供應鏈能夠提供主要零件，有助公司提高市佔率。我們觀察比亞迪已有一段時間，可惜其利潤表現乏善足陳，我們無法確定公司能在電動車供應鏈恢復正常後守住市場佔有率。我們認為，比亞迪的估值可能處於不合理的偏高水平。雖然本年度公司的股價表現理想，我們也未有買入股份。

我們相信，假如市場過分追捧特定的主題（即所謂的主題市場），我們便該保持審慎及避免羊群心態。有時候，這個做法會令我們錯過表現出色，但尚未展現出長期盈利增長能力的企業。

與中國企業就環境、社會及管治議合

與西方相比，中國企業較遲接觸環境、社會及管治概念。不過，在推行多項主要政策，例如訂立在 2060 年前達成碳中和的目標，以及結構性開放在岸資本市場後，中國在該領域的發展步伐開始加快。本年度，公佈環境、社會及管治報告的 A 股企業大幅增加，而且更多公司展開了股份回購及員工持股計劃，反映企業與少數股東的利益更趨一致。

發布環境、社會及治理報告的 A 股上市公司數量增加



資料來源：中信里昂。截至 2022 年 6 月 30 日

作為由下而上的投資者，我們與所投資企業的高級管理層定期會面，並經常重點討論環境、社會及管治議題。我們每年通常進行超過 1,500 場會議，而 2022 年亦不例外。截至 6 月底，我們已經與企業管理層舉行約 800 次會議，當中包括 200 間中國公司。

我們不單在會議上討論更多環境、社會及管治議題，更增設了專門探討有關範疇及相關事宜的會議。我們希望看到企業的領導團隊積極參與環境、社會及管治委員會的工作，我們亦會監察公司實現目標的長期進展。我們傾向與投資對象合作，循序漸進地鼓勵他們取得具體成果，而非一味說教或提出要求。

最近，我們與友邦集團、安踏體育及長和舉行環境、社會及管治會議，並在會上與他們新成立的环境、社會及管治團隊首次見面。接下來，我們將會介紹會議的部分重點。

在我們約見友邦集團時，這間亞洲最大地區性人壽保險集團的內部組織架構，以及其高級管理層對環境、社會及管治發展的投入程度均令我們感到驚訝。該公司的披露透明度極高，而且就首要的環境、社會及管治議題提供了清晰的量化指標及明確的重點。舉例來說，他們出售了基金中的全部煤炭相關資產，而且增持綠色債券及可再生能源投資。此外，他們亦為所投資的企業製作更完善的記錄，並以數碼化方式追蹤進展。我們將會持續監察及檢討有關措施。

安踏體育涉及新疆棉採購問題，而且被指在供應鏈中使用強迫勞工，因此我們團隊在討論環境、社會及管治議題時經常提到該公司。我們曾經約見安踏體育的首席財務官兼可持續發展委員會主席，以進一步了解公司的環境、社會及管治工作。值得注意的是，安踏體育已經制定詳細策略，旨在提高供應鏈的透明度，包括精簡供應商清單及展開來源追蹤項目。另外，該公司亦致力符合國際公認的採購標準。考慮到棉花採購來源相當零散，間接原材料供應商多達數百間，估計安踏體育將持續面對挑戰。

安踏體育稱不上歷史悠久，但公司積極提升環境、社會及管治表現，而且將相關目標納入主要領導團隊成員及部門主管的關鍵績效指標計量之中。作為中國至今唯一一間承諾在 2050 年前達到碳中和的運動服裝公司，安踏體育銳意實現全面的可持續發展目標，包括可回收材料及生物多樣性目標。雖然安踏體育仍然存在人權風險，我們相信公司會致力改善情況，並將就此持續交流意見。

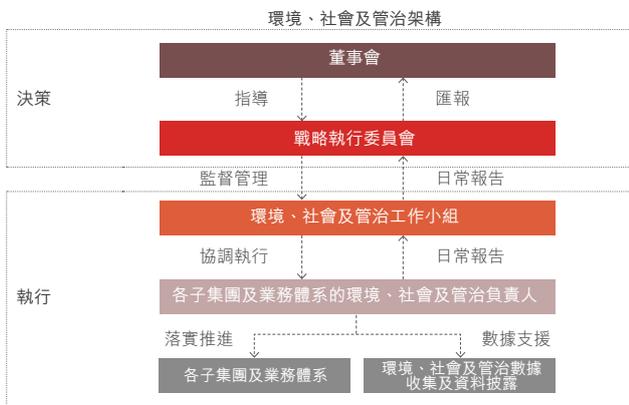
長和是一間香港上市的綜合企業集團，其四大業務分部包括電訊、零售、基建及港口。長和的環境、社會及管治發展尚處於起步階段，該公司已經將氣候變化及排放列為首要目標，藉此減少溫室氣體密度。以整個集團計，長和的基建業務產生最大的範圍 1 及範圍 2 排放量，並佔集團溫室氣體排放量的 85%，當中包括電力公用事業附屬公司電能實業旗下的燃煤發電廠。在我們與長和的會議上，我們亦指出公司應該改善董事會構成（董事會規模及董事年齡）、與長江實業的利益一致程度，以及缺乏重大資本回報的問題。

除此以外，我們也與其他企業展開了重要的交流討論，包括百勝中國及京東。

在我們與京東的首席財務官會面時，我們要求該公司提供有關環境、社會及管治工作的最新資料。京東的首席財務官表示，董事會正大舉買入公司的股票。此外，他們還重點改善綠色基建（倉庫及汽車）及藍領僱員的待遇（京東直接聘請所有送貨員工及支付社會福利費用，較同業領先一步）。令人遺憾的是，在將環境、社會及管治因素納入高級管理層的

關鍵績效指標時，京東的進展欠佳。我們將持續跟進有關發展，並觀察公司傾向利用獨立上市實體（例如達達）聘請僱員的情況。

京東的環境、社會及管治架構反映董事會參與度較高



資料來源：京東的 2021 年環境、社會及管治報告

我們與百勝中國的首席執行官會面，主要討論公司依賴兼職僱員經營業務的可持續性。事實上，如果中國企業聘用大量僱員，將會產生重大的政治影響，因此必須平衡社會及商業考量。百勝中國的首席執行官對此問題採取務實的態度，並表示公司會一直聘用兼職僱員，但隨著國民年齡提高，他們將可能僱用更多全職員工。近年百勝中國的成本持續上漲，我們將繼續就此交流意見。

總結

上述例子旨在顯示我們與所投資的企業討論多元化的問題，並解釋我們如何與中國企業交流對環境、社會及管治的看法。對於剛開始改善環境、社會及管治措施的企業來說，例如長和及京東，我們將會密切監察他們的執行情況，反觀友邦集團及百勝中國的環境、社會及管治思維較為成熟，該類企業將能提供更多披露及資料。

在可持續發展議題上，我們相信中國企業正在放棄舊有的「從零 / 較低起點增長」思維，並設法「避免落後他人」。在 2020 年底，中國國家主席習近平公佈碳中和目標，也許為企業帶來更大的逼切性。我們樂見企業採取各種措施，並期望他們持續改善表現。

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 6 月 30 日或另行註明。

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。