

客戶通訊

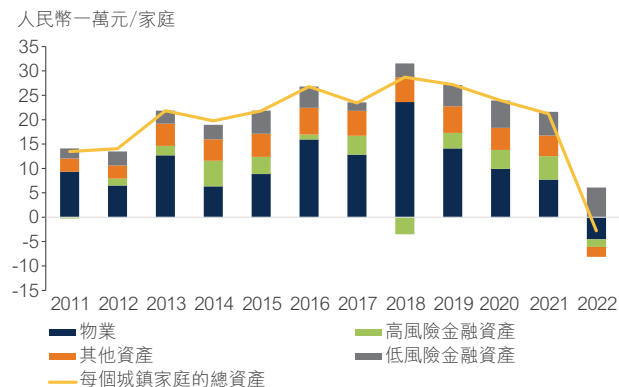
中國股市：再陷低迷？

2023年8月



於 2022 年底，中國突然解除疫情封城令，支持股市回溫。其後，市場氣氛又再變得悲觀。這次，投資者憂慮的問題包括疫後復甦不平均、刺激因素的不確定性及外需疲弱。縱然餐飲、旅遊、款待及其他服務業均強勢反彈，製造及房地產業卻需要更多時間才能重拾疫情前的輝煌。由於城鎮家庭的物業及金融資產價值下跌，加上青年失業率升破 20%，消費者信心一樣受到影響¹。

中國城鎮家庭資產估計變動



備註：高風險金融資產包括股票、基金及信託；低風險金融資產包括財富管理、存款及保險。其他資產包括汽車及經營資產，例如商舖、工廠及設備
資料來源：中金公司、首域盈信資產管理，截至 2023 年 6 月

儘管復甦步伐緩慢，我們認為投資組合持股的基本面仍然穩健。隨著估值再次下降，近期的疲弱市況亦為我們創造了入市良機。

MSCI 中國指數的市盈率（過去 12 個月及 10 年平均值）

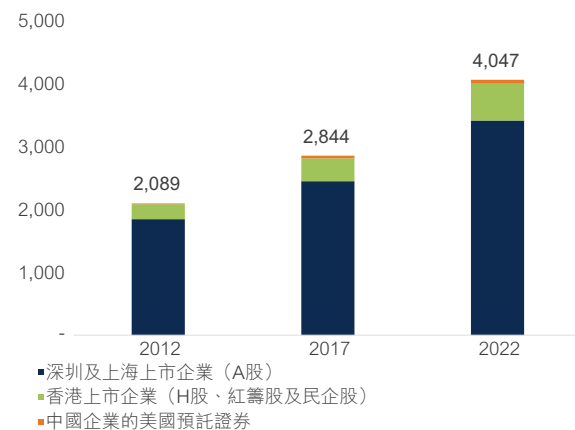


資料來源：Factset、首域盈信資產管理。截至 2023 年 7 月 5 日

中國市場持續發展，為投資者帶來不斷變化的挑戰及機遇。目前，我們面對的主要挑戰包括地緣政治局勢、施政重點及人口結構的改變。短期而言，消費者信心疲弱及失業率增加也是值得注意的問題。

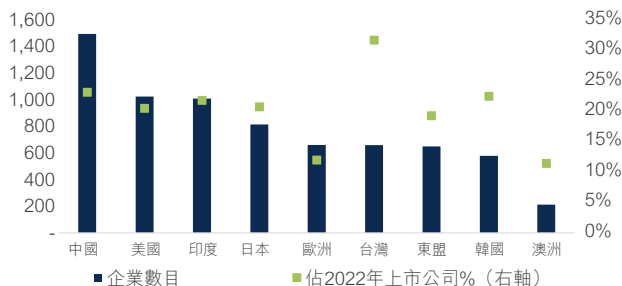
話雖如此，我們亦在定位獨特的中國市場中發現到吸引的機會組合。歷年來，中國企業及管理層的質素逐漸提升，令我們留下深刻的印象。作為新興市場，中國的專制體制引起爭議，不過該國卻擁有穩定的政府及政治秩序。再者，中國是全球第二大的股票市場，具備監管嚴格及流動性高的優勢。

市值超過 5 億美元的上市企業數目



資料來源：中信里昂、首域盈信資產管理，截至 2023 年 6 月 30 日

過去五年除稅後利潤翻倍的上市公司



資料來源：中信里昂、首域盈信資產管理，截至 2023 年 6 月 30 日

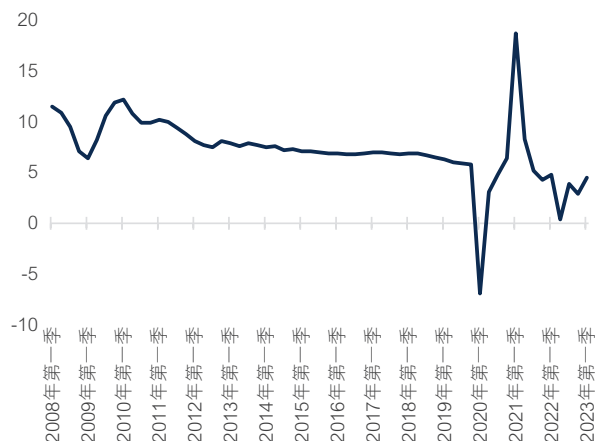
¹ 資料來源：國家統計局、彭博，截至 2023 年 6 月 15 日

於發展成熟的市場尋找增長機遇

我們留意到投資者憂慮中國經濟放緩，他們擔心中國未必能在 2023 年達成國內生產總值增加 5% 的目標。考慮到中國市場變得成熟，我們預期中國的增長率將維持穩定，但低於以往水平。在此環境下，我們依然能發掘出擊敗較弱的競爭對手及搶走市佔率的行業霸主，或持續改善回報及擴大客戶市場的公司。

假如我們觀察全球最成功的數間企業，例如寶潔 (Procter & Gamble)、雅詩蘭黛 (Estee Lauder) 及雀巢 (Nestle)，我們便會發現這些公司的利潤不會每年增加 20% 至 30%。相反，他們的利潤穩定，能為股東創造長期價值。同樣地，我們亦致力發掘每年增長率維持於 10% 至 15%，而且股本回報率保持於接近 15% 或以上的中國企業。

中國的國內生產總值增長 (按年 %)

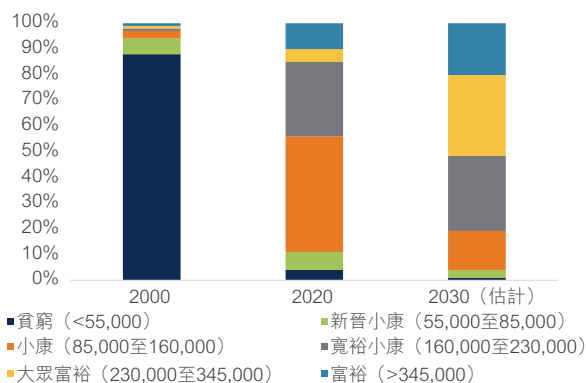


資料來源：國家統計局、彭博，截至 2023 年 6 月

中國的出生率下降及人口老化問題也是市場焦點。好消息是，隨著高齡人士增加，中國社會亦日益變得富裕。根據波士頓諮詢公司於 2023 年 5 月進行的研究，於 2022 年至 2030 年期間，中國的中產階級及富裕人士數目將上升超過 8,000 萬，佔全國人口總數的 40%。該項調查更發現，在選購多類產品 (例如新鮮及有機食品、醫療保健、個人及家居護理、電子、運動裝備及美容產品) 時，中國消費者願意購買更貴的产品。

麥肯錫在 2021 年進行的另一項研究預測，在 2030 年，中國城鎮居民消費的 60% 將由中高收入的消費者 (即每年家庭收入介乎人民幣 160,000 元至人民幣 345,000 元的人士) 所推動，另外 20% 則來自更高收入的「富裕」消費者。

不同收入組別佔城鎮居民消費 % (每年家庭收入，以人民幣計，2020 年實際數值)



資料來源：麥肯錫公司，截至 2021 年 11 月

²CASA 比率是指往來及儲蓄賬戶存款佔總存款比率

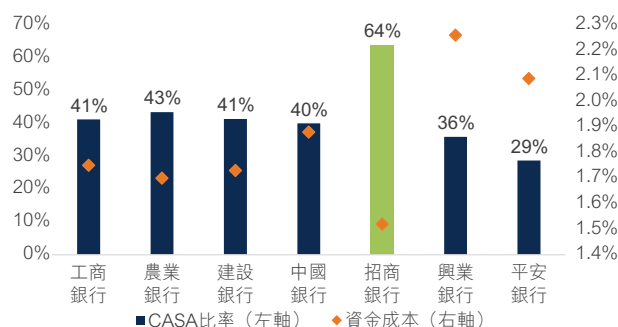
面對這項結構性趨勢，我們的中國股票策略投資於可能受惠的多個領域。我們買入了消費類企業龍頭，例如，在國內品牌日漸受歡迎之際，安踏體育及美的集團；我們亦投資於藥物及醫療服務企業石藥集團及深圳邁瑞生物，以把握醫療保健消費增長的機會。我們還持有管理完善及審慎經營的招商銀行及寧波銀行，原因是他們能夠搭上財富管理行業增長的順風車。另外，我們也買入了小眾市場的頂尖科技公司，例如匯川技術及研華科技，藉此從工業自動化及本地生產的發展趨勢中獲利。

在上述企業中，招商銀行特別值得一提。於 1990 年代初，該行已率先成為首間專注於零售及高淨值客戶的股份制商業銀行。時至今日，招商銀行的零售銀行業務客戶增長至 1.84 億，在管資產突破人民幣 12 萬億元，主要來自金葵花理財 (大眾富裕人士) 及私人銀行客戶。

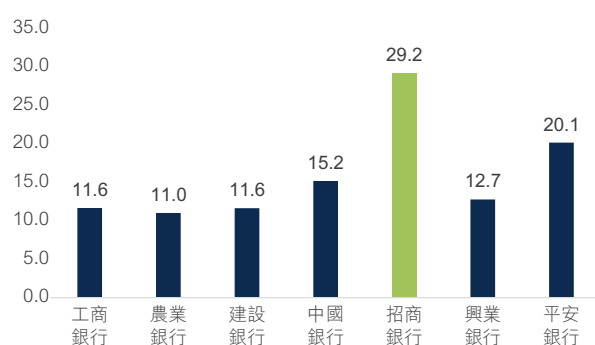
招商銀行計劃持續發展財富管理服務，並且專心為股東及其他持份者創造價值。儘管控制該行的母公司是作為中央國有企業的招商局集團，我們認為招商銀行是中國最市場化的銀行。由於擁有較低的資金成本、精簡的業務模式及實力雄厚的收費業務，該行的資產回報率 (1.4%) 及股本回報率 (18%) 亦領先業界。

此外，招商銀行還具備審慎的風險管理思維，貸款覆蓋比率冠絕全國。該行的貸款增長與中國的行業平均值一致，但存款增長卻是所有主要銀行之首。有別於其他同業，招商銀行的存款增長速度高於貸款，意味著該行能夠控制貸款增長，專心提高借款質素。

零售 CASA 比率² 及資金成本



每名私人銀行客戶的在管資產規模 (AUM) (人民幣百萬元)



資料來源：公司報告、首域盈信資產管理，截至 2023 年 5 月

問題是，部分人擔心中國的「共同富裕」政策可能拖慢富裕人口的增長。不過，我們認為市場可能早就反映了有關因素。與此同時，貸款需求疲弱，銀行搶奪零售客戶的競爭加劇。即使是在中國經濟重啟後，利率偏低，而且持續下跌，首季中國各大銀行的淨息差仍然處於歷史低位。

去年，在招商銀行的股價受壓時，我們增加了手上的持股。雖然面對多項問題，該行的財富管理策略行之有效，資產質素保持良好。我們相信，憑藉出色的資本充足率、健康的不良貸款覆蓋比率及穩定的零售業務，未來幾年該行應可維持不俗的賬面值。

避開投資中國市場的陷阱

考慮到投資於中國市場的眾多挑戰及陷阱，我們認為應該採取由下而上的主動投資方針。過去十年，MSCI 中國指數表現平淡，個別投資者對此感到失望，反觀我們的策略則在同期帶來理想的回報。市場表現未如理想的兩大原因，分別是缺乏供應紀律及不少企業質素欠佳。我們認為我們專心投資於具備可持續及穩定增長的優質企業，故此成功避開有關問題。

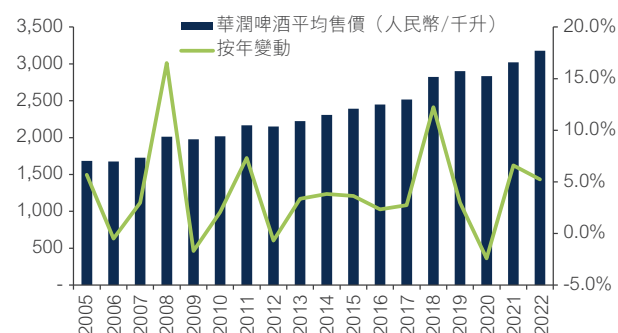
缺乏供應紀律

這數十年來，中國放棄由中央規劃經濟發展的模式，多個行業經常出現產能過剩的問題，例如鋼鐵、水泥、化工、造船及太陽能板行業等，背後的原因包括基建項目過度投資、企業容易取得貸款及激勵措施未能配合需要，導致企業及投資者回報偏低。

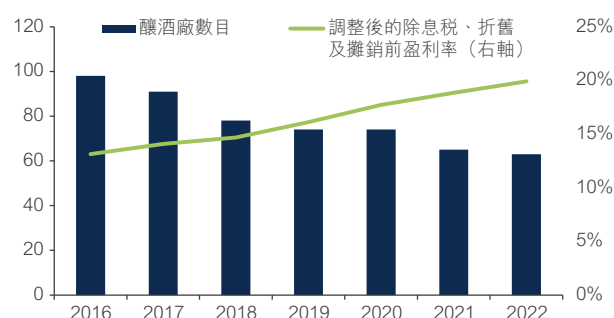
一般來說，我們會避免買入上述商品化行業的公司。與此相反，中國的啤酒市場相當集中，三大公司共佔 75% 的市場，形成理性良好的行業競爭環境。自 2014 年起，中國的啤酒銷量持續下降，意味著國內的市場與其他地區完全不同。隨著經濟發展及中產階級崛起，優質產品的需求水漲船高。同時，縱使啤酒銷售增長欠奉，在領先的啤酒公司整合釀酒廠及推動營運現代化下，啤酒企業的利潤及盈利能力均得到提升。

我們持有的華潤啤酒是中國最大的啤酒公司，市佔率約達 30%。在 2019 年與中國喜力（Heineken China）合併後，華潤啤酒的高檔產品銷售佔營業額比例增加至逼近 20%。儘管華潤是國有企業，該公司大致經營完善，回報水平更媲美私人企業。從最近的年報中，我們可見該公司專注追求優質增長及盈利能力。

平均售價不斷上升



營運表現改善



資料來源：公司資料、首域盈信資產管理，截至 2023 年 6 月 30 日

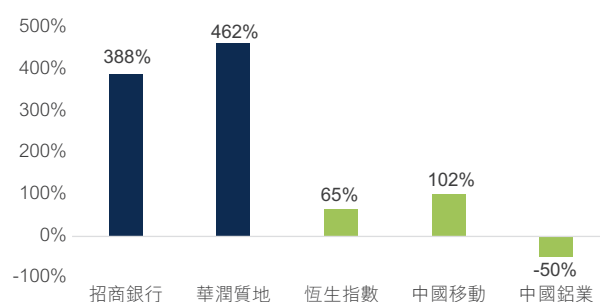
不少企業質素欠佳

當我們說一間企業質素欠佳時，我們通常是指該公司缺乏經濟上的吸引力，例如回報持續偏低，而且未能建立競爭護城河，例如定價能力或品牌實力。我們亦會密切留意企業的領導層是否與股東利益一致、公司的文化及往績記錄。

企業表現遜色，往往是因管理層作出錯誤或有問題的投資決定所致。根據以往經驗，中國國有企業的回報普遍都低於正常水平。中國鋁業便是其中一個例子，過去該公司的資本開支及投資回報並不相稱。

相比之下，我們投資組合持有的華潤置地及招商銀行均是國有企業，可是他們卻採取了較市場化的方針。舉例來說，招商銀行便與中國的主要政策銀行之間存在多項差別。第一，招商銀行未有留下舊有的員工，並能從零開始建立自己的僱員團隊及企業文化，從而更有效地擇優選才。第二，該行不是直接由國家擁有，並無單一股東獨攬大權的情況，管治制度較接近其他市場上的私營銀行，因此毋須執行大部分國家任務。最後，該行奉行市場導向的文化，上下各級均致力確保各個部門能夠自行營利及取得資金，故此這十年來該行都未有進行集資活動。

2007 年 1 月至 2023 年 6 月的總回報



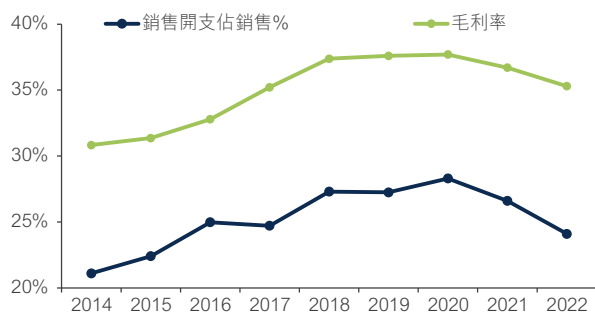
資料來源：彭博、首域盈信資產管理，截至 2023 年 6 月 30 日

我們只會投資於管理完善、具備競爭優勢及回報可觀的企業。適逢中國的高增長時期即將結束，我們日後更加需要嚴守此項原則。同一時間，企業亦逐漸將重心轉移至推出更優質的品牌、產品及策略，以提高回報及市佔率。

然而，我們知道世上沒有完美的公司。儘管我們對企業質素有嚴格的要求，投資組合的持股偶爾也會犯錯，或未能達成目標。於本年度，我們投資組合中表現最差的公司是中國蒙牛乳業。鑑於蒙牛收購雅士利及貝拉米的交易不算成功，公司盈利能力堪憂，導致股價受挫。在該兩項收購中，蒙牛均錄得資產減值。受到交易時機欠佳、對行業發展的判斷出錯及被收購企業的團隊不穩所影響，蒙牛表現未如理想。

雖然蒙牛犯下決策錯誤，但我們與公司管理團隊的會議顯示，蒙牛正在汲取教訓及日益求進。近日，蒙牛的總裁表示，未來公司會將重心放在盈利能力及現金流上。我們相信，蒙牛的基本面不俗，不過公司將需要提高品牌實力、開發更多創新產品及改善數碼化平台，以達成盈利目標。考慮到蒙牛改良雪糕及奶粉產品，並開發鮮奶及芝士等新產品，我們仍然預期公司會受惠於中國乳製品消費量上升的趨勢。目前，該類產品的消費量增長達到中單位數水平。

近年蒙牛的利潤率增長停滯



資料來源：Factset、彭博及首域盈信資產管理，截至 2023 年 6 月 30 日

投資組合最新情況

年初至今的環境充滿挑戰，我們的策略表現失利。我們已於上文分析了個別成績較差的企業，包括招商銀行及蒙牛乳業。

除此以外，京東的表現同樣疲弱，原因是消費者需求低迷，而且市場擔心推廣活動增加，將會拖慢零售利潤增長。然而，我們認為該平台提供物有所值的產品，以提高消費者的心理市佔率，是精明的策略。京東不單稱霸規管嚴格的電子、快速消費品及大型家電市場，更於其他產品類別市場建立了重要的地位。

市場憂慮中國的復甦情況及消費者需求，同樣使得安踏體育的股價失守。我們認為來自 Nike 等外國企業的競爭增加，該類公司於中國的網上市場中採取進取的戰術。不過，我們依然看好安踏的多品牌產品組合能夠吸引不同的消費需求。舉例來說，我們認為 Amer 品牌前景理想，並可迎合中至高收入群體的需要，從而引起消費者的注意。

至於好消息方面，表現最出色的公司包括多間半導體相關企業，例如台積電、瑞昱半導體及聯發科技，而我們的大中華策略持有首兩間公司。受到人工智能發展（例如最新的 ChatGPT 軟件及對更強大晶片的預期需求）所影響，投資者情緒樂觀，支持相關公司造好。去年市場擔心存貨增加，拖累晶片價格及企業股價下跌，也有利該類公司的表現。於 2022 年底，我們相信企業估值已經反映了大部分週期性疲弱因素，於是決定增持股票。

自此之後，上述公司的股價表現不俗。例如，台積電預測下半年前景正面，並將出現復甦。該公司的管理層留意到需求靠穩的跡象，而且估計存貨調整將於未來數季步入尾聲。同樣地，瑞昱半導體及聯發科技均預期，隨著週期轉趨正面，今年將可錄得銷售反彈。

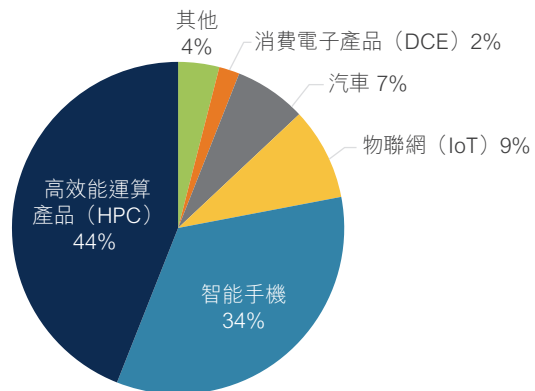
台積電是擁有最先進技術的最大型晶圓代工廠，全球業務實力雄厚，因此繼續是我們大中華策略看好的公司。參考大數定律，台積電的增長將會逐漸放慢，但暫時來看，公司應能繼續提高市佔率及領先整體行業增長。由於客戶需求旺盛，台積電擁有不俗的定價能力，故此可形成良性循環及推動投資增加。

在經歷近期的強勢上漲後，我們整合手上的半導體持股，同時減持瑞昱半導體。這間台灣集成電路設計商專注於連接晶片業務，並受惠於過去兩年的週期上行。瑞昱半導體的產品包括不少長尾消費者連接產品，其利潤吸引力較其他集成電路設計商遜色。有見及此，我們認為該公司的業務模式缺乏經營槓桿，利潤可能較為波動。

聯發科技是另一間集成電路設計商，我們繼續維持於該公司的大部分持倉。聯發科技的約一半業務來自不斷邁向成熟的智能電話終端市場，另一半業務則來自多個領域，包括汽車、工業及特定應用集成電路 (ASICs)。考慮到聯發科技的規模，我們不預期公司迅速增長。然而，多元化的業務發展應會構成主要的增長動力。我們亦認為聯發科技的估值相當合理，現時公司的市盈率為 15 倍，股息率高達 10%。

長遠而言，我們預期人工智能趨勢將會利好多間企業，惟短期的市場情緒可能過分樂觀。早於多年前，台積電便準備好迎接人工智能浪潮。近日，高效能運算更成為了該公司最大的收益來源，甚至超越智能電話。

2023 年第一季台積電不同平台的收益



資料來源：公司簡報，截至 2023 年 4 月 20 日

未來數月，半導體行業仍需解決存貨過剩的挑戰，特別是消費類產品需求疲弱的問題。地緣政治及去全球化趨勢使得局勢日益複雜，亦會構成風險。舉例來說，在招聘及培訓問題影響下，台積電於美國的擴展計劃將較預期更難推行。

除了晶片製造商外，網易股價亦見上升，公司管理層維持對業務前景的正面預測。網易估計，充滿創意的新穎內容及多元化的遊戲組合將會支持未來的收益增長，而現有的遊戲應會保持穩定表現。網易也計劃擴展海外市場，於中國以外地區推出遊戲。這 20 年來，該公司建立了卓越的長期佳績，帶來驚人的回報。我們欣賞公司與投資者的利益高度一致，並致力回饋股東。

主要交易

近期，不利因素威脅市場，我們把握估值變得更吸引的機會，增持了多間主要的持股企業，當中包括青島啤酒、安踏體育、華住集團、益豐大藥房、無錫藥明康德、宏發科技、京東、蒙牛、中國生物製藥、安圖生物及美的集團（排名不分先後）。

我們也買入了海爾智家，該公司是首屈一指的全球家庭電器製造商，中國及海外銷售各佔一半。海爾智家是一間優質企業，於雪櫃及洗衣機市場佔據領導地位，並且是唯一成功打進高檔市場的國內公司。該公司的海外擴展步伐亦領先同業，大部分海外銷售均來自自家品牌。

面對效率偏低、與投資者利益不一致及利潤率遜於同業的問題，最近海爾智家整合家電 / 白色電器資產，並推出相應的激勵計劃。我們相信，有關措施應可促進公司與股東的利益一致，而且有助提高盈利能力。未來五年，國內冷氣機市場復甦，加上於北美洲的競爭力增加，公司的利潤率可望提升。

我們也買入了看準科技，該公司是中國網上招聘行業龍頭。看準科技推出以推薦為基礎的直聊模式，成功顛覆行業，而且用戶參與度及招聘效率均超越同儕。由於看準科技經營滲透率較低的中小型企業及藍領工人市場，我們認為該公司能夠進一步提高市佔率，並可增加來自招聘廣告及求職者的獲利率。

最後，我們還買入了八方電氣的少量股票，該公司是數一數二的電動引擎系統供應商，產品適用於電動輔助單車及電動滑板車。八方電氣的管理團隊合共持有公司約 65% 股權，我們欣賞他們目標明確，而且與股東利益一致，使得公司具備長期增長潛力。於疫情期間，有關行業發展達到巔峰，只是近期卻陷入了低潮。不過，美國及中國的電動單車滲透率分別只有不足 10% 及 5%，並且持續上升，加上歐洲的市佔率有所增長，我們相信應會有利八方電氣。鑑於日本的電動單車滲透率高達 40%，我們認為八方電氣亦會受惠於中國的人口老化趨勢。

總結

因應近日市場氣氛悲觀，我們重新審視於中國的長期投資理據及我們對主要機遇的看法。雖然人口結構帶來的利好因素可能較以往有所消退，但我們依然相信，隨著經濟日趨成熟及中產階級增加，行業龍頭可以締造可觀的回報。

這十年來，中國整體市場的回報中規中矩，我們相信採取主動型管理方針及由下而上的選股流程是合理的做法。為了追求絕對回報，我們將繼續投資於持股集中及不受指標影響的投資組合。同時，我們也會重視質素及長線表現，藉此從同業中脫穎而出。最後，我們堅信最好的入市時機，就是市況低迷及估值偏低之時。

我們樂意聆聽任何意見。一如以往，我們感謝您的支持。

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 6 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。