

基金經理問答

中國股票

2024 年 5 月



柯雷
基金經理

柯雷於 2015 年加入首域盈信資產管理，他累積超過 15 年投資經驗，負責大中華股票市場。他是首域盈信全中國策略及首域盈信中國 A 股策略的首席基金經理。



陳希驊
基金經理

陳希驊於 2012 年畢業後加入首域盈信資產管理，她專注於大中華市場。她是首域盈信中國核心策略及首域盈信中國全市值策略的首席基金經理。同時，她亦是首域盈信大中華增長策略的聯席基金經理。



唐甜依
投資分析師

唐甜依於 2017 年加入首域盈信資產管理，她為基金經理提供研究支援，並專注於大中華市場。她擁有 8 年投資經驗，並且是首域盈信香港增長策略的聯席基金經理。

對於消費降級引起的市場憂慮，你有何看法？

陳希驊：最近，消費降級引起投資界廣泛關注，我認為有關現象反映現實情況。從需求來看，短期內收入不會上升；而從供應來看，目前企業之間的競爭相當激烈。不過，我們也看到中國部分市場的高檔化趨勢持續。假如我們觀察價值較高的消費，例如奢侈品市場，便會發現銷售增長從高位回落，但銷量仍然可觀。在餐飲市場中，個別高檔烈酒及啤酒品牌也依然暢銷。

在 K 型復甦下，高檔優質產品及低檔大眾產品的消費堅挺，反觀中檔產品則遇上較大挑戰。以華潤啤酒為例，喜力及雪花純生均銷情理想。同樣地，安踏體育的高檔品牌亦保持著良好的銷量，包括迪桑特（Descente）、Kolon Sport 及 Arcteryx 品牌。與此相反，個別中檔產品，例如華潤啤酒的勇闖天涯品牌及安踏體育的安踏品牌卻面對較大競爭。

有見及此，企業紛紛調整產品組合及加強品牌特色，力求刺激增長。我們認為，消費品牌應建立更均衡的產品組合，以照顧不同的需要。企業亦須妥善管理品牌，迎合消費者習慣的變化。

唐甜依：消費品行業的多項趨勢持續發揮作用。例如，雖然宏觀環境欠佳，但年輕人願意作出更多旅遊及休閒消費。另一項值得留意的主題是，不少年輕人從一線及二線城市返回家鄉，或選擇於三線及四線城市定居，因此中國低線城市的需求增長強勁。此外，原本的大城市居民持續將知名品牌帶到低線城市，為跨國及國內品牌拓展該等地區市場帶來機會。

由此可見，無論宏觀環境如何，這些有趣的消費趨勢都能創造結構性機遇。

你對中國的互聯網及遊戲股有何看法？

唐甜依：中國於 2021 年開始打擊互聯網行業，其後政策搖擺不定。我認為，政策監管措施已經接近尾聲。這兩年來，互聯網企業專注於精簡業務，並追求盈利能力多於增長。現在，這項趨勢開始出現逆轉，企業對政策方向的態度更加正面，並更願意投資於新業務。另一方面，互聯網公司的高增長時期大概已成過去。

目前的關鍵，在於發掘優質增長型企業，而非收入增加但利潤及現金流欠奉的公司。因此，與以往相比，專心分析企業的人才因素及長期策略變得更加重要。

在判斷企業的管理質素時，我們特別留意多項指標。首先是企業的擁有權，以及與投資者方向是否保持一致。以網易為例，該公司是中國第二大遊戲商，由創辦人丁磊持有約 45% 股權。在長達 24 年的上市歷史中，他只減持過一次股份，並一直竭力經營公司。此外，他亦相當重視少數股東回報。

網易是中國首批回購股份及支付股息的互聯網企業，其派息記錄相當穩定，每年的股東總回報（股息加回購）約為 3%。該公司擁有強大的董事會，當中只有一名執行董事，他同時也是創辦人，而其他董事全是獨立董事。我們認為董事會獨立性是重要的考慮因素，原因是中國的大部分互聯網公司仍然由創辦人領導。

另外，網易還相當注重回報創造。舉例來說，該公司曾經向阿里巴巴出售產生虧損的電商業務。即使網易的增長率極高，管理層認為專注於回報的質素較規模更加重要。我們認為這類公司與我們的價值觀相似，並認同他們的長期策略。

在進口替代趨勢中，你看到哪些機遇呢？

柯雷：於 30 至 40 年前開始發展時，中國經濟的基數極低，而外國企業紛紛進入市場。隨著中國企業掌握新技術，他們持續向價值鏈上游移動。同時，中國亦培育出無數出色的人才及經驗豐富的工程師。在資本、人才及優秀企業的支持下，中國現已能夠利用自家的供應鏈生產大量產品。我們於多個領域觀察到有關趨勢，包括醫療設備、半導體及其他工業行業，例如自動化行業。我們相信，這是中長期的重大機遇之一。

醫療設備企業深圳邁瑞生物正是一個好例子，該公司為中國的醫院生產病人監察儀、超聲波機及其他醫療設備。多年前，邁瑞生物的創辦人負笈海外，並學習到生產病人監察儀的技術。當他到一間本地醫院探訪醫生朋友時，他看到所有病人監察儀都是外國企業的產品，而且價格不菲，於是決定生產中國品牌的醫療設備。多年過去，邁瑞生物於中國不同產品市場的佔有率已提高至約 30%，並持續拓展海外市場。

台灣有甚麼值得留意的機會呢？

陳希驊：第一點，人工智能將在未來 10 至 20 年大幅改變我們的生活及工作方式，不少台灣企業可望從中分一杯羹。

舉例來說，台積電將受惠於圖像處理器（GPU）需求大幅增加。另一間企業是聯發科技，雖然這間公司獲得的即時正面影響不多，但最終將可把握特殊應用集成電路（ASICs）以及智能電話、平板電腦及個人電腦邊緣人工智能的機遇。話雖如此，近日人工智能引起投資者熱烈追捧，個別企業的估值及預測超越了未來數年可實現的水平，因此我們審慎挑選有關領域的投資，嘗試保持冷靜。

第二點，我們觀察到消費電子的需求回升，應會有利個別科技公司。在 2021 年至 2022 年的上行週期，科技公司大幅擴張，但 2023 年的利用率下降，拖累企業表現。目前，需求持續上升，這些公司料可受惠於利用率增加，以致有關領域出現復甦跡象。

第三點，部分非科技公司的潛力上升，原因是個別垂直行業，例如可再生能源及汽車行業的預測遭到下調。同時，企業的估值吸引力增加，股息率介乎 4% 至 5%。

考慮到地緣政治風險加劇，而且可能維持一段時間，我們需要將有關因素納入企業分析。不過，上述情況也能帶來機遇。由於中國積極推動半導體行業本地化，中國企業將能取得優勢及提升實力，以適應變化。

舉例來說，我們投資的個別半導體設備公司便受惠於中國的產業本地化趨勢，他們的市佔率增長超過一倍，估計可於未來數年再次翻倍。至於工業及醫療行業方面，我們亦留意到中國的產業本地化趨勢。在政府的支持下，地緣政治風險將成為催化劑，有助加快進口替代。

你對電動車投資有何看法？

柯雷：過去數年，全球的電動車滲透率迅速上升。在中國，我們也希望從電動車供應鏈中發掘機遇。代工生產商（OEM）面對的競爭形勢時刻變化，暫時我們難以斷定最終的贏家。個別新晉業者的市佔率進一步提升，但卻持續產生虧損，估值也欠缺吸引力。

話雖如此，我們仍能從電動車供應鏈中發掘到投資機遇。在若干電動車零件行業，個別企業的市佔率稱霸所屬領域。我們較看好該類公司，原因是該行業經歷整合，而且預期他們的市佔率龍頭地位能夠帶來穩定利潤。同時，電動車行業的整體增長亦對我們有利。

在眾多市場憂慮下，為何投資者仍然應該考慮中國市場呢？

陳希驊：現在大家都認為中國市場不宜投資，但在兩、三年前，當地的企業曾經受到熱烈追捧。我們的任務則是嘗試逆市而行，於市場陷入恐慌時作出投資。未來數年，多項因素將會支持中國市場的表現。

首先，中國擁有非常龐大的市場，因此我們能從不同行業的無數公司中挑選投資對象。我們相信，只要小心選擇，我們將可找到最後贏家。第二，不少中國企業的管理團隊具備熱誠及遠見，有望推動業務增長及發展。

舉例來說，中國向來都是科技及互聯網行業的發展龍頭。當地的工業及醫療企業成功向價值鏈上游移動，而且大量新公司不斷冒出。

唐甜依：我認為仍然有理由對中國持積極態度。首先，中國是2023年表現最差的主要股市。不過，預期中國的企業盈利增長將會超越發達市場，因此我認為這將可提供一個以低價買入優質中國股票的良機。

第二，中國依然是以創新推動發展的國家，工程師及科學家的數目冠絕全球。中國也是多個科技領域的霸主，擁有頂尖的電池、太陽能板及無人機技術。由此可見，我們仍有充分機會發掘出具備領先技術及長期增長能力的企業。在投資中國市場時，我們認為精心挑選企業及保持耐性相當重要。

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 2024 年 3 月 8 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。

本文件如提述個別證券，只為作說明用途，不應視為買入或賣出該證券的建議。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投資組合的部份持倉，而持倉可能出現變動。

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。於新加坡，此資料則由首源投資（新加坡）發行（公司註冊號碼：196900420D）。此廣告或資料並未經新加坡金融管理局審閱。

首源投資，首域盈信資產管理，盈信投資，RQI Investors 及 Igneo Infrastructure Partners 是首源投資（香港）有限公司的商业名稱。首源投資（註冊編號 53236800B），首域盈信資產管理（註冊編號 53314080C），盈信投資（註冊編號 53310114W），RQI Investors（註冊編號 53472532E）及 Igneo Infrastructure Partners（註冊編號 53447928J）是首源投資（新加坡）的商业部門。首源投資（香港）有限公司及首源投資（新加坡）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。