

中國股票

每年農曆新年前後，中國的工廠都會在春節期間暫停生產和營運。工廠工人一般都是為了在城市尋求較佳工資而離鄉別井，春節時會一窩蜂回鄉度歲。預期這個期間出行人次多達30億，這一年一度的春運可算是全球聚集人口最多的一次流動。

然而，隨著華中地區出現新型冠狀病毒（新冠肺炎）疫情，中國政府宣佈多項旅遊限制，並禁止大型社交聚會，以控制疫情擴散。在疫情重災區湖北省武漢市，政府下令強制「封城」，嚴禁任何人進出該市。隔離措施陸續擴大至鄰近城市，由於工人未能返回工作地點，工廠被迫延長春節假期至超過以往的兩至三週。

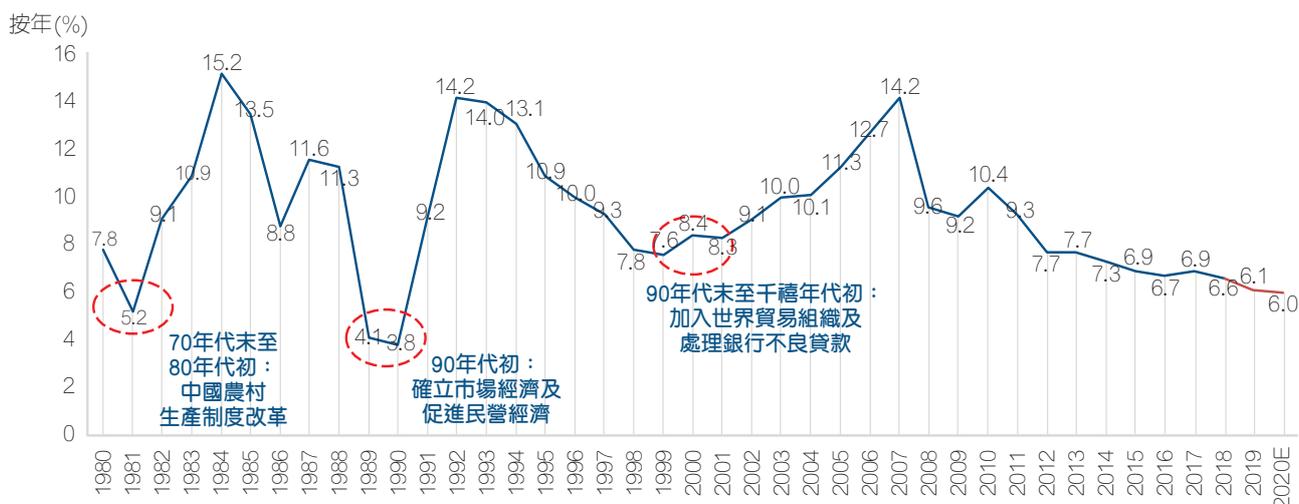
儘管中國的嚴格防控措施可能有助抑制感染總人數（若非如此情況應會更差），但在撰寫本文時，疫情已蔓延至超過100個其他國¹。新冠肺炎已成為全球問題。美國聯邦公開市場委員會及英倫銀行均宣佈緊急減息，以免經濟陷入衰退。預期其他主要央行將會仿效，

並採取寬鬆措施。事實上，市場深信倘經濟影響較預期嚴重，各國央行皆有能力以「直升機資金」²解決所有問題。

2月份，中國人民銀行公佈連串利好經濟的定向政策行動。然而，貨幣寬鬆及刺激經濟措施的成效有限。今年首兩個月，製造業生產數據、生產物價、貿易活動及零售銷售均受到商業活動停頓的顯著影響。雖然現在下定論為時尚早，但預期中國將在適當時候下調全年經濟增長預測。

隨著中國新冠肺炎新增個案逐漸放緩，內地工廠開始復工，但據了解，組裝工序的運行情況僅為正常水平的一半。由於中國剛開始復工，現在談論疫情對經濟的影響未免太早。今年年初（新冠肺炎爆發前），中國政府公佈經濟增長目標「約為6%」³，其首要任務是保持經濟活動持續發展，以實現2010年至2020年經濟規模增長一倍的最終目標。儘管這個目標在未出現疫情前似乎頗為合理，但現在看來是過於樂觀。

過往40年中國實質國內生產總值增長



資料來源：中金，數據截至2019年12月。2019年及2020年（預期數字）由首域盈信資產管理，數據截至2020年三月。

¹ 資料日期：截至2020年3月13日

² “直升機貨幣”是指旨在刺激經濟的貨幣擴張

³ 資料來源：路透社 <https://www.reuters.com/article/us-china-economy-gdp-provinces/many-of-chinas-provinces-cut-2020-gdp-growth-targets-despite-easing-trade-tension-idUSKBN1ZL0EA>



結合廉價商品與社交電子商貿，其收益在2018年增長650%。預期銷售額將在2019年再增加一倍。然而，該公司一直利用優惠券、獎勵和促銷等消耗資本的方式吸引用戶。拼多多在2018年上市，營運往績較短。我們目前難以對其業務進行估值，其亦無跡象能在短期內錄得盈利，因此我們認為這家公司不宜投資。

另一方面，好未來教育集團在課後輔導服務市場具有領先地位。2019年，好未來的收益及利潤分別上升49%和64%。我們認為該公司仍具有可觀的持續擴展潛力。好未來的教師為頂尖大學畢業生，並有強大的研究與開發團隊作後盾，以規範教材質素。然而，該公司的估值一直過於昂貴：三年最低市盈率為40倍，意味一旦盈利令人失望，這個估值水平難以維持。我們偏好投資於安全幅度較高，即上升潛力足以抵償風險的公司。

我們並無投資於拼多多（不合理的商業模式）或好未來教育集團（估值過於昂貴）。我們的投資理念維持不變，並繼續聚焦於發掘管理完善、業務具領導地位及財政狀況穩健的企業。綜觀我們的投資範疇，不少中國企業的估值隨著市場波動跌至更吸引的水平，儘管我們對部份企業的強韌表現感到意外。

科技與創新

雖然經濟放緩，但中國仍有個別投資機遇。我們從日本的經驗也發現類似情況。儘管日本經歷20多年的滯脹，但最優秀的企業仍致力創新，並發掘新的增長市場。預期中國的優質企業亦會出現相同趨勢。從研發開支的增長便可見一斑，因為中國企業正從「廉價生產商」轉型，開始循價值鏈上爬。

目前許多中國企業均屬市場翹楚，並具備創新產品及全球競爭力。2018年，中國接獲逾150萬宗專利申請，居於全球首位，超越美國、日本、韓國及歐洲的總和⁴。隨著中國科技生產商製造價值較高及技術較先進的產品，其平均售價日益上升，利潤率亦隨之改善。長遠來說，這有望帶來較可持續的盈利增長。

我們一直增加投資於能展現創新趨勢的企業。舜宇光學便是其中之一例，該公司生產光學組件，例如相機模組及鏡頭。自2007年在香港聯交所上市以來，其研發開支以40%的CAGR⁵增長。該公司擁有超過2,000名研發人員，其職責是發掘及提升新技術，範圍包括智能電話相機（主要業務）、汽車（先進輔助駕駛系統和自主或無人駕駛汽車），以及擴增實境、虛擬實境與機器人等較創新的領域。所有相關產品在某程度上都會使用相機感測器作為生產零件。

舜宇光學的光學設計業務已經發展多年，是少數能同時生產相機鏡頭及相機模組的公司。舜宇光學投資於整個價值鏈，旨在發展為全方位的的光學系統方案供應商，產品包括光學鏡頭、相機、影像感測器和智能鏡頭。

隨著舜宇光學提升產品規格，其市場份額持續增加。該公司的資本開支計劃反映其對中期前景具有信心。此外，隨著智能電話銷售恢復增長，中國廣泛採用5G科技的趨勢可望帶來週期性動力。我們認為，智能電話相機升級（提升解像度、雙攝像、三攝像及四攝像鏡頭、3D感測技術和鏡頭質素升級）屬於結構性增長趨勢，有助緩和舜宇光學整體產品平均售價在全年回落下的影響。

然而，目前尚有許多不確定因素。當中主要包括佔銷售額約25%的華為（美國對華為的禁制措施可能會令該公司減少訂單⁶），加上競爭加劇、改善產品良率潛力及匯率波動等因素，均可能影響舜宇光學的短期盈利。令人欣慰的是，舜宇光學的往績相比中國同業一向表現突出，其焦點策略及垂直整合業務模式功不可沒。此外，該公司的管理團隊年輕、勤奮，而且35%股權由公司管理層及前僱員擁有，因此公司與股東的利益保持一致。

開拓新市場

宏發科技為中國最大及全球第三大繼電器生產商（繼電器是用於汽車、家電、電訊及工業自動化等不同產品的電流開關裝置）。過去，隨著收入增長及城鎮化發展，人們購買更多汽車和家電，帶動宏發在內地市場實現強勁增長。然而，由於汽車及家電日趨普及和經濟增長減慢，近年相關產品的銷售量放緩。

宏發已逐步擴展至新產品領域，並發展海外業務。首先，作為傳統汽車繼電器的領先供應商，宏發憑藉與國內外汽車生產商的關係，擴展至電動車（亦稱為「新能源汽車」）的高壓供應鏈。對比傳統的汽車繼電器，電動車高壓繼電器的售價高約五倍，意味能為收益帶來顯著較高的貢獻。

自2018年以來，宏發一直是大眾全電動「MEB」平台的獨家繼電器供應商，而戴姆勒（Daimler）旗下多款平治電動車及特斯拉（Tesla）的Model 3亦採用宏發的高壓繼電器技術。宏發僅生產繼電器和相關零件，意味該公司可迅速回應客戶的特定要求，並按需要提升產量。相比全球業內其他繼電器僅佔整體業務一小部份的競爭對手，宏發的業務別具靈活性。我們認為，隨著大型汽車生產商

4 資料來源：世界知識產權組織

5 複合年增長率

6 資料來源：公司年度報告，2020年3月



相繼推出新能源汽車，以應對日益嚴格的排放規定，高壓繼電器的需求可望提速增長。事實上，宏發預期相關業務將顯著增長，其目標是到了2023年，國內外客戶將帶來30億元人民幣的收益。

其次，宏發開始進軍低壓市場，該市場的潛力遠高於非主流繼電器市場（高約五倍）。這個市場對宏發來說是一個全新、仍在發展的業務領域。宏發的低壓產品種類不多，但其相信可藉著較優質的產品脫穎而出。宏發的企業文化非常著重業績表現，令我們印象深刻。該公司的標準缺陷率低於百萬分之一（比率極低），而且在生產高精度及優質產品方面聲譽卓著。

健康意識增強

在經濟放緩的環境下，我們認為另一個提供投資良機的主要領域，就是能把握中國消費者消費行為的公司。中國人均收入已達一定水平，民眾開始增加對非必需消費品、優質貨品和服務的消費，這從家用電器、汽車、餐飲以及本地和海外旅遊的銷售分佈中可見一斑。然而，消費者的選擇越來越精明——消費市場的競爭激烈，增長過程難免崎嶇不平。

作為長線投資者，我們認為採取由下而上和審慎挑選的策略，並對公司進行詳細的基本因素研究，是確定公司具備業務優勢和長期盈利增長潛力的最佳方法。我們多年來一直持有植物類食品和飲品企業維他奶國際。維他奶於1940年由羅桂祥在香港成立，生產豆奶、即飲茶類飲品和豆腐製品。當時中國難民為逃避內戰而湧入香港，並出現營養不良，促使羅桂祥在認識到大豆的保健價值後，研發和改良豆奶飲品。到了1960年代，維他奶佔香港整體飲品市場的份額已超過25%，僅次於可口可樂（Coca Cola）。

維他奶依然是一家由少數人控制的家族企業，儘管由2008年起已趨向專業化管理——2008年至2013年集團行政總裁由黎信彥（Larry Eisentrager，曾任職於雀巢 [Nestle] 及牛奶公司 [Dairy Farm]）擔任，2013年至今則由陸博濤（Roberto Giudetti）（曾任職於寶潔 [Procter & Gamble] 和可口可樂）擔任。兩人均有助推動公司的盈利顯著增長和提升盈利能力。

維他奶受惠於中國健康意識持續提高，以及內地業務增長加快。目前，維他奶約三分之二的收益源自中國，其增長速度高於其他業務。集團位於中國內地的工廠使用率達到100%，致力滿足市場需求。該公司於2018年宣佈投資10億元人民幣在東莞（位於華南的廣東省）建造新工廠，預料最遲將於2021年全面投入營運。

維他奶的目標是每年增長超過20%，意味增長步伐高於同業。然而，在近期與陸博濤的會面中，他表示將「作出正確決定而非追求增長」，反映公司了解競爭環境以及拓展新市場帶來的挑戰，我們對此感到安心。我們預期維他奶在未來締造優質的可持續增長。

我們的投資程序保持不變

我們繼續相信，中國股票應可在長遠為股東帶來吸引回報。鑑於新冠肺炎引發的市場憂慮和不明朗因素升溫，我們認為保持鎮定和專注於長期機會比以往任何時候都更重要。我們的投資組合持倉（受基本增長動力支持的優質企業）無疑將受到市場氣氛拖累。然而，我們的投資風格普遍適合這種不穩時期，因為在動盪市況下，「優質」企業往往能表現較強韌。

我們繼續堅守一直以來行之有效的投資程序，專注於企業的管理、業務和財政質素。投資程序的主要步驟之一，是與現時或打算持有的公司管理團隊會面。我們每年大約舉行1,600次會議，其中300至400次在中國進行。自從1988年成立團隊以來，我們一直投資於相關市場，投資組合持有部份公司長達數十年。我們認為這些長期建立的關係使我們更容易接觸公司管理層。

作為長期股東，我們尋找那些與少數投資者利益一致，無論經濟環境順逆仍尊重所有持份者的公司管理團隊。這個因素對於企業管治標準仍在發展的新興市場尤其重要。當地公司的董事會通常由內部人士控制，股東難以挑戰管理層的決定或影響企業行為，以達致更佳成果。

在中國市場，我們依靠創辦人兼管理層的誠信，以及他們對相關業務的盡責管理。不少私營公司的主要股權由創辦人擁有，他們仍然積極參與營運和決策。例如，在近期一次中國考察行程中，我們參觀了一家公司創辦人在辦公大樓前建造的動物園，亦走訪了另一家公司創辦人所建造達到工廠規模的教育學院。

然而，我們無需持有任何不符合質素標準的公司（或行業/國家），因為我們由下而上構建投資組合，無需跟隨指標比重作投資。我們的投資組合傾向相對集中，使我們可以專注於物色管理團隊優秀和企業管治成效顯著的公司。如我們對管理質素感到滿意，將會評估業務質素（市場門檻、定價能力、競爭優勢）和分析財務狀況（資產負債表、現金流和盈利的穩健程度）。

除了管治（Governance）外，我們亦注意環境（Environmental）和社會（Social）因素，三者構成ESG主題。中國推出多項政策，支持經濟進一步可持續增長。多個城市正逐步淘汰住宅煤電，轉用較潔淨的天然氣。政府提供補貼和利好政策，推動風能、太陽能及「新能源汽車」電池等「綠色能源」產業發展。節約用水亦成為熱門議題，企業和市民尋找減少浪費的方法，從而帶來許多投資機會（以及挑戰）。

由於中國地域廣闊和人口眾多，經濟增長會對環境和氣候變化帶來顯著影響。作為負責任的長線投資者，我們對此分擔重任，致力運用客戶資本促進可持續發展。



免責聲明

本文件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。有關資料來自首域投資（「首域」）認為可靠的來源，而且在發表本文件時為準確的資料，首域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。首域、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文件而直接或間接引致的損失承擔任何責任。

本文件僅供一般參考，並不可視為提供全面的資料或特別建議。本文件所述意見為發件人在發表報告時的觀點，並可隨時予以修訂。本文件並非銷售文件，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。未經首域投資預先同意，不得複製或傳閱本文件的全部或部分資料。本文件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，此文件由首域投資（香港）有限公司發行，並未經香港證監會審閱。首域投資及首域盈信資產管理是首域投資（香港）有限公司的商業名稱。首域盈信資產管理標誌乃為MUFG（定義如下）或其聯營公司之商標。

首域投資（香港）有限公司是First Sentier Investors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。First Sentier Investors（包括不同司法管轄區內的多間公司）在澳洲營運並以首域投資在其他地方營運。

MUFG及其附屬公司對本文件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。本文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。