

中國 — 2021年的 投資機遇？

下半部



劉國杰
管理合夥人
首域盈信資產管理

劉國杰自2002年加入首域盈信資產管理，擔任董事專責管理大中華區股票投資組合，已加入首域盈信逾十八年。劉國杰是多個首域盈信策略的首席基金經理，包括首域盈信中國增長策略和首域盈信亞洲股本優點策略。

下文問答是節錄自劉國杰在2021年1月的網絡直播。

2020年是非比尋常的一年，市場波動為投資者帶來眾多不明朗因素。我們能從中汲取到甚麼教訓呢？

於去年底，我們的團隊舉行虛擬會議，會上檢討年內的各項決定。會議的結論是我們分別作出了一項正確和一項錯誤的決定。

於2020年3月及4月，股票市場陷入恐慌，大家都認為經濟受到空前衝擊，而且形勢只會每況愈下。投資者相信，假如今日有100宗確診個案，明日便可能會有1000宗。當時，我們知道，不論結果如何，企業的盈利也不會理想，因此決定將該年度剔除出企業分析。取而代之的是，我們專注發掘在2025年前值得投資，而且資產負債狀況穩健，並足以在其他企業破產時維持營運的公司。我們亦留意估值被嚴重低估的企業，並趁低吸納有關股份。

現在看來，與其專注分析估值及尋找低估值企業，當時我們更應該投資於增長股，例如其後表現超乎想像的互聯網企業及電動車公司。事後回想自然更易得出正確結論，但我們亦不能忘記自己本身是保守型投資者這點。

去年增長股的表現確實跑贏其他股票，但中國政府宣佈多項針對科技巨企的新措施，例如實施反壟斷規例，並加緊監管互聯網金融行業。這會對投資組合造成甚麼影響呢？

我們早就料到政府會實施新法規，但有關措施的嚴格程度卻是始料不及。上述法規並非中國獨有，就連Facebook和Google等科技巨企每一至兩年便會成為針對目標，且被逼出席聆訊。在多國政府眼中，互聯網是項強大的工具，在美國的影響力更為顯著。即使是個別用戶的留言，也可能會產生深遠影響。故此，對於各國政府，尤其是更傾向實施監控的中國政府來說，互聯網或會帶來問題。

相比之下，電商行業的市場競爭激烈，難以由單一企業壟斷。電商行業的業者眾多，包括阿里巴巴、京東、拼多多等，因此無企業可以獨霸市場。話雖如此，經過去年後，部分互聯網企業也許會採取更審慎的增長策略，不再以「銀彈攻勢」擴展業務或吸引新用戶，這或利好企業的盈利表現。

你對電動車行業有何看法呢？不少人預測，電動車行業會重現十年前智能手機行業的增長。

我們持續觀察電動車、軟件服務及雲端運算行業。作為長線投資者，我們需要判斷行業前景是否像坊間想像般美好，同時分析企業是否具備經濟護城河。



例如，過往智能手機行業曾經迅速增長，惟生產舊款電話的諾基亞和摩托羅拉最終卻沒落。

展望未來，半導體晶片及鏡頭將會成為智能手機行業的核心部分。而汽車電池及玻璃則將成為電動車領域的核心，而我們亦有留意相關行業。我們對太陽能行業的看法相同，分別是我們認為太陽能板的生產普及後，可能會造成供應過剩。

近年電動車股的升幅高達11倍，但我們必須從長遠角度分析電動車企業的未來增長。舉例來說，去年中國的電動車生產量達到150萬輛，同時政府宣佈在2025年或2030年前將電動車比例提高至20%。儘管我們相信上述預測可靠，但這並不代表每間企業都可以錄得20倍回報。

當市場聚焦特定主題（即所謂的主題市場），我們必須保持審慎、突破常規及避免羊群心態。

過往，中國投資組合不曾試過持有大量阿里巴巴的股票，但近年持倉有所增加，是麼原因導致這項轉變呢？

我們從未質疑過互聯網企業的發展趨勢。在過去十年，互聯網公司增長驚人，騰訊等科技企業一直是我們的主要持倉。再者，騰訊於2004年上市，而我們於2005年就已經成為了該公司的股東。

另一方面，阿里巴巴的情況較為複雜，原因是該公司上市的時間相對較遲，而且當時的規模已頗大。早在去年之前，阿里巴巴便已成為市場熱烈討論的對象。我向來認為，阿里巴巴是擁有出色經營理念的優質企業，其市佔率高達80%就是證據。然而，於過去數年，市場對該公司抱有多項疑慮。例如，在拼多多及京東等競爭對手夾擊下，阿里巴巴的市佔率由80%跌至65%，而且近期亦面對監管問題。

不過，正因如此，最近阿里巴巴的估值變得更具吸引力，我們相信這是增持股份的黃金機會。

美國將多間中國企業列入黑名單，縱使對我們的影響相對輕微，但團隊有哪些對策呢？

我認為重點有兩個。我們可以先留意基本面，再考慮實際情況。從基本面而言，制裁措施理論上應不會對企業造成嚴重的長遠影響。中國企業的長遠價值並不直接取決於其是否有美國投資者。當然，如果企業在美國經營龐大業務，則另作別論。

我們實際投資的中國企業均專注於經營國內市場。在制裁措施導致股價下滑之際，我們反而迎來了增持股票的機會。以中國海洋石油為例，於股價跌至最低時，該公司的股息率高達8%。另一個例子是中國移動，股價下挫令該公司的股息率升至7.8%。由此可見，制裁措施令這些股票更具投資價值。

問題在於，在現實中，不少投資者，特別是基金經理及機構投資者均難以在股價大跌時增持股份，理由是外國投資者、

美國投資者、美國託管銀行、美國監管機構及海外基金平台可能會反對有關投資，而且部分上述投資者所代表的客戶亦會提出各種問題。

你怎樣判斷哪些企業具備潛力和估值是否合理呢？

首先，估值過高是常見現象，市場上不乏市盈率達到20倍、30倍，甚至更高的企業。

理論上，知名品牌估值偏高，代工生產商（即合約製造商）的估值較低。舉例來說，Nike的估值應高於作為合約製造商的裕元。換言之，市佔率較高的品牌估值亦會較高。假如我們留意運動服裝行業，便會發現龍頭品牌是Nike和Adidas，而非中國企業。即使這些中國企業提高市佔率，更大型的企業仍會佔有較高的市盈率。

我們一般不會投資於市盈率極高的消費品牌。在我們的十大持股中，大部分企業均是面向消費者的企業，而我們於過去十多年持續投資於該類企業。以往，這些公司的市盈率大約只有10倍，最近的估值卻上升至約20倍，遠高於之前。然而，這不代表該類公司的投資表現會較估值更高的企業遜色。我們的團隊重視估值，並會比較估值。我們未有刻意發掘低估值企業，但我們從經驗中得知，估值異常高的企業未必能符合投資者的期望。

去年中國A股市場表現跑贏，你會否增加投資組合持有的A股比例呢？

這個問題涉及短期和長期考慮因素。在我們的中國策略中，A股佔投資組合比重介乎約35%至50%，此比例在過去十年穩定增加。在十年前，A股的比重大概只有5%。背後的原因很簡單，那就是A股市場規模龐大。當我們釐定投資規模時，除了企業的估值外，我們亦會考慮對投資對象的信心。A股市場包括大量企業，當中不盡是優質公司，部分企業在數年內就會銷聲匿跡。若果我們只著眼於市值，而忽略其他因素，我們投資組合的A股比重應會達到約50%至60%，可惜的是，並非所有企業都能符合我們的要求。

展望未來六至十二個月，當我們投資中港股市時，特別是考慮到近期大量中國資金流入，我們應該注意哪些風險呢？

這二、三十年來，我一直留意中國市場。根據我過往的經驗，當所有人認為市況惡劣之際，就是最佳的投資時機。事實上，大約三年前，不少人憂慮經濟硬著陸、房地產泡沫、不良貸款、殭屍企業及供應過剩等問題，故此不太熱衷於投資A股。然而，在我看來，中國實際是個潛力無限的龐大市場。大家不時會討論中國經濟有多好或有多壞，我的態度則較為樂觀。雖然我並非格外看好中國前景，但我也認市場目前仍有泡沫。



近月，投資者瘋狂追捧新上市企業。不過，假如我們回顧後市表現，便會發現超過90%的中國上市公司股價低於招股價。原因何在呢？難道因為目前的市況特別有吸引力？真正優質的企業理應早就上市，不會等到此刻才招股。

當然，在新上市公司中，必然會包括一些優質企業，但我們傾向採取審慎方針。我們並非認為新上市的企業缺乏潛力，只是投資該類企業就像結識新朋友一樣，兩者同樣有風險，因此我們需要時間逐步了解對方。

另一方面，現時大量資金湧入市場，對投資者來說有利亦有弊。從正面看，資金流入將推動股價上升，同時方便企業融

資。從反面看，資金氾濫可能會導致供應過剩，並且拖累行業回報。例如，於電動車行業中，各間企業都在集資，我們必須思考他們會如何利用流入的資金。電動車企業只會互相競爭，力圖擴大生產，而互聯網企業則會投放巨額資金以吸引新用戶。雲端運算行業及教育行業的情況亦大致相同，兩者均在籌集大量資金。按照這個角度分析，巨額資金流入未必是好事。當資金短缺時，企業會紛紛削減產能及提高價格，但於資金過多時，情況便會相反。當然，現在無人會討論這個問題，不過，於未來一至兩年，投資者應該將有關因素納入考慮。

資料來源：公司數據，資料截至2021年2月28日

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。有關資料來自首源投資（「首源」）認為可靠的來源，而且在發表本文件時為準確的資料，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。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。未經首源投資預先同意，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，此文件則由首源投資（新加坡）發行（公司註冊號碼：196900420D）。此廣告或出版物並未經新加坡金融管理局審閱。

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（註冊編號53236800B）及首域盈信資產管理（註冊編號53314080C）是首源投資（新加坡）的商業部門。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。