

客戶通訊

中國市場能否在虎年收復失地？

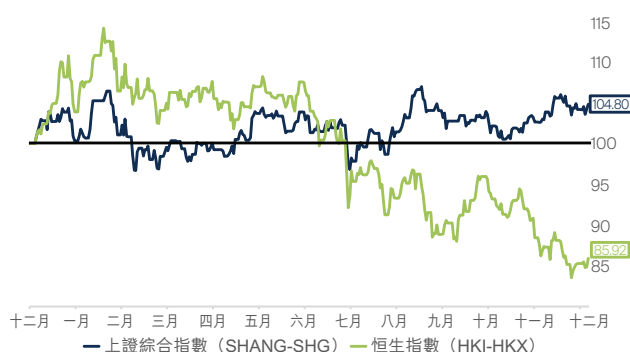
2022 年 1 月

在 2021 年，疫情衝擊持續，原本領先全球的中國市場表現落後，為投資者再次帶來各種意外及挑戰。中國政府突然推出嚴厲的打壓政策，互聯網、教育及房地產行業首當其衝。同時，全球通脹從「短期」現象演變成對經濟穩定的長期威脅，逼使美國聯儲局等多間央行收緊破紀錄的資金供應，拖累股價較高的企業。

鑑於香港的匯率及利率與美國掛鈎，本地股票市場亦可能受到聯儲局收緊政策所影響。過去一年，恒生指數跑輸上證綜合指數大約 20 個百分點，主要是由於 2021 年下半年美國通脹加劇，而且香港及上海上市的大型企業 A 股相對 H 股的溢價擴大所致。

未來一年，估計市場表現亦會好壞參半。中國將會採取更寬鬆的經濟政策，可是新冠肺炎的新變種病毒及通脹持續將會繼續構成主要風險。隨著虎年來臨，一眾投資者自然都想知道，中國能否重現過往年度的出色表現。

2021 年恒生指數跑輸上證綜合指數



資料來源：Factset、首域盈信資產管理（截至 2021 年 12 月 31 日）。

作為由下而上的投資者，我們會觀察企業應對危機的方式，例如企業如何採用新技術、減少額外成本，以及更明智地運用營銷或研發預算。去年，企業的估值大致回落至更合理的水平，我們把握了這個機會買入多間優質公司。

以涉及消費升級主題的企業為例，包括中國蒙牛乳業及京東在內的企業紛紛遇上挑戰，特別是於 Omicron 變種病毒爆發後，多個主要城市陷入新一輪封城期間。最新數據顯示，12 月的中國零售銷售按年增長率只有 1.7%，低於上一個月的 3.9%，並落後於預期。考慮到兩間企業各自所屬行業的競爭減少，而且兩間企業均維持著不俗的基本面，我們趁低價增持了相關股份。

我們相信，消費升級仍會是未來十年中國的主要增長動力，乳製品、家庭電器、保險及運動服裝的人均消費量將出現結構性增長。此外，在地緣政治緊張局勢及海外旅遊限制下，本地品牌將日漸受到歡迎。一如以往，我們會發掘擁有優秀品牌或其他競爭護城河，而且長期盈利能見度較高的企業。

最近，我們買入了中國最成功的運動服裝企業安踏體育。該公司是能夠建立及經營多個強大消費品牌的少數中國企業之一。隨著安踏的兒童、Fusion 及專業運動服裝系列吸納新客戶，我們相信該公司可以大幅延長品牌壽命及維持銷售增長。儘管近日的防疫封城措施損害了安踏體育的銷售表現，在我們剛與公司管理層進行的電話會議上，我們發現安踏體育於 2021 年第四季呈現不俗的復甦趨勢，使得我們更加看好該公司。

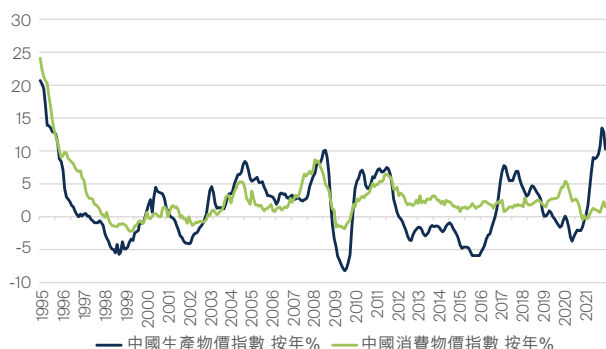
投資組合新買入的另一隻股票是全球五大智能電話品牌之一的小米。該公司的物聯網生態系統夥伴網絡持續發展，而且互聯網服務的收入貢獻日益增加（以廣告及遊戲收入為主）。我們欣賞小米的主要原因，在於其業務模式能夠帶來經常性收入。小米出售低價手機，再利用互聯網服務圖利，以達致極高的客戶保留率。另一方面，小米還實施明確一致的策略、擁有出色的執行能力、與股東利益維持高度一致，並且聘用專門的研發人員。

能否轉嫁通脹壓力成為突圍關鍵

美國的消費物價指數達到 7%，處於數十年來高位，反觀去年中國的通脹則主要是由供應方制約因素所推動。在 2021 年 10 月，生產物價指數增加至 13.5%，打破 1995 年以來

的記錄。然而，之後一個月的消費物價指數只升至 2.3%。在大中華地區，具備垂直整合型業務、規模經濟效益或處於供應鏈上游位置的企業較佔優勢。

近期中國通脹是由生產商所帶動



資料來源：彭博、首域盈信資產管理（截至 2022 年 1 月 20 日）。

台灣積體電路製造（台積電）便是其中一個例子。該公司是全球最大的晶片製造商，其市佔率超過 50%。受惠於半導體短缺，台積電錄得穩健的銷售及盈利能力增長。在客戶需求旺盛帶動下，其資本支出和產能亦有所增加。憑藉出色的業務及優質管治，台積電一直是我們在大中華地區的主要持股之一。該公司能夠帶來可觀的長期股東回報及巨大的自由現金流，過去五年的每股股息更增加接近一倍。作為可持續發展措施的先驅，台積電專注於改善能源消耗及原材料效率。

與此相反，去年中國首屈一指的家居電器品牌**美的集團**表現遜色，理由是原材料及貨運成本上漲對利潤率造成壓力。長遠而言，美的集團應能上調產品價格，或升級產品組合，從而將成本增長轉嫁消費者。該公司也正在精簡分銷渠道及增加自動化生產流程。透過適當地上調產品售價、提高市佔率及改善利潤率，美的集團核心業務的盈利料可每年增長約 10%。

在第四季，我們投資了中國機械密封設備市場龍頭**中密控股**。該公司的客戶包括大型工業用戶，當中以石化生產商及煉油廠為主。機械密封市場具備進入門檻高、由少數賣方主導市場架構、售後客戶忠於品牌及帶來經常性收入的優勢，我們相信中密控股能夠將通脹壓力轉嫁客戶。機械密封是企業確保安全及產量的關鍵，不過客戶需要支付的費用極低，而且競爭有限。中密控股的產品質素與跨國企業不相伯仲，在國內的知名度極高，成本基礎卻遠低於外國同業。

中美關係緊張，無阻出口創新高

從政治角度而言，無論是於出口及貿易或其他地緣政治議題上，中美之間的矛盾都會持續。在美國將**杭州海康威視**加入制裁名單後，我們沽出了該公司的股份。考慮到中國企業在美國預託證券市場上面對的政治不明朗因素，我們亦將手上持有的**京東**及**中通快遞**美國預託證券沽出，改為買入香港上市股份。

話雖如此，中國經濟依然相當依賴內在因素推動，出口僅佔國內生產總值增長的大約四分之一，所以我們估計中美之間的唇槍舌劍主要影響市場氣氛，多於對經濟造成沉重打擊。

同時，中國的出口量亦持續超越預測數字，並且創下新高。於疫情前，市場本來擔心勞工短缺會使中國喪失製造業優勢，幸好有關憂慮正逐漸消退。隨著全球需求復甦，中國成為世界各地大多數市場的可靠生產來源。

在中美爆發貿易戰之初，關稅上升引發市場憂慮，投資者紛紛拋售中國出口股。只是事後回看，即使當局徵收關稅，我們投資組合持有的出口企業盈利水平普遍未受影響，更有不少企業成功維持海外銷售增長。

舉例來說，**創科實業**是我們投資組合長期持有的出口商之一，其為全球最大的品牌電動工具生產商，來自北美洲及歐洲的收入分別約佔 75% 及 15%。創科實業於 1980 年代中期創立，並於 1991 年在港上市。目前，該公司稱霸北美洲市場（以電動工具的零售價值計，市佔率約為 24%），主要品牌包括 Milwaukee、AEG 及 Ryobi。創科實業將大量資金用於研發活動，以改善現有產品及開發新產品，從而提高利潤率。該公司亦是首間轉型發展充電式產品的企業，最終掀起整個行業的變革。

去年，創科實業公佈的盈利勝過預期，帶動股價造好。該公司料將受惠於美國的 2 萬億美元基建法案，故此銷售增長前景同樣亮麗。以往創科實業只在中國設立製造基地，時至今日，公司已著手在東南亞（特別是越南）發展製造業務，並打算將工序擴展至美國。

海外市場需求殷切亦有利於規模較小的小眾企業，我們新購入的**深圳邁瑞生物醫療電子**便是一個好例子。該公司是中國最大的本地醫療設備企業，而且在患者監察及維生系統市場佔據領導地位。邁瑞生物往績良好，並在發展海外市場時持續從全球龍頭企業手上取得市佔率。於 2015 年至 2020 年，該公司的海外市場銷售複合年度增長率達到 31%，高於中國市場銷售增長的 25%，而我們認為兩個市場同樣具備吸引力。基於中國的醫療設備滲透率仍然較低，加上進口替代逐漸成為主流，該公司料會迎來龐大的機遇。

中國監管機構審慎應對系統性風險

在經歷長達兩年的疫情後，我們估計 A 股市場將會逐漸回復正常。有別於歐美及日本，中國市場多年來持續收緊政策，意味著中國人民銀行將有更多空間放寬措施，從而支持經濟發展。去年，在當局實施「三道紅線」政策¹後，恒大集團和多間槓桿過高的房地產開發商爆出債券違約問題，並停止開發多個項目，危機一觸即發。

在制定貨幣政策方面，中國政府將需要在經濟放緩及人口老化的環境下達成打擊供應側通脹的目標，並兼顧房地產市場氣氛轉弱的情況。由於危機擴散的風險大得不容忽視，當局已開始改變部分政策。不久前，有關部門下調存款準備金率及貸款市場報價利率，反映北京政府願意設立更多緩衝。在其他國家開始收緊利率之際，中國政府轉為推動增長，因此在全球投資者眼中，中國或許變得更具吸引力。

¹2020 年 8 月，中央政府提出三道紅線，以限制企業借貸。三道紅線分別指扣除預收款後的資產負債率必須低於 70%；淨債務權益比率必須少於 100%；以及現金短債比率不得少於 1 倍。

我們預期政府會推出更多政策，可是在追求穩定的前提下，當局將會繼續以審慎態度調整各項措施。近日傳媒報導，政府計劃將收購不良資產產生的貸款剔出計算範圍，以放寬三道紅線政策，相信有關調整將會有利行業整合。

在上述的行業整合期間，擁有穩健資產負債狀況及投資組合的**華潤置地**有望成為贏家。政府剛推出的政策對高槓桿企業構成限制，並影響該類公司的利潤水平，但反過來說，華潤置地等低槓桿企業應能受惠。

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。該公司還在深圳紮根多年，並於投資物業營運領域建立了良好聲譽，有助其爭取市區更新項目及以公共交通為主的發展項目。於 2021 年上半年，華潤置地的收入及毛利率分別大增 64% 及 31%，而且淨負債比率有所下降。

縱使我們只持有少量房地產股，該類股票亦應能在家居升級熱潮中獲利。在我們的 A 股投資組合中，頂尖家居排水管道企業**浙江偉星新材**面對原材料成本上升的挑戰，以致第三季表現回落，猶幸去年整體成績理想。隨著零售市場顯著增長及原材料成本上漲的壓力減退，近期公司上調產品價格推動了純利增長。另外，政府表示放寬房地產市場限制，也有利於該股表現。

浙江偉星奉行審慎推動業務發展的企業文化，在房地產行業動盪之際，這是一項重要的優勢。近來，我們與該公司進行電話會議，其董事長金紅陽表示：「經營企業就像人體一樣，最重要是保持健康。」有見及此，預料浙江偉星不會過分進取地追求增長或收購其他公司，與我們專心投資於優質及可持續增長型企業的方針不謀而合。總括而言，在 2025 年前，該公司應能將每年盈利增長維持在 10% 至 15%。

在浙江偉星取得好成績後，我們加倍留意有關市場，並將經營相同行業的全國最大石膏板公司**北新建材**加入 A 股投資組合。北新建材擁有完善的業務、競爭對手不多、需求穩定，而且在高端及大眾市場的市佔率均超過 60%。石膏板是一種低成本的優質建材，不單重量較輕，更能防火及隔熱。在中國，石膏板的人均消費量只有 2.5 平方米，遠低於美國的 7 平方米、歐洲的 6 平方米及日本的 4 平方米，意味著該類產品擁有巨大的增長空間。北新建材亦計劃在海外市場發展新業務，不久前還收購了數間企業，以進軍防水產品市場。

市場觀察及展望

中國與全球各國同樣面對多項問題，包括貧富差距擴大、人口老化及出生率偏低，以及氣候變化挑戰（詳見我們近日有關中國淨零排放推動力的文章）。新登場的市場改革並非一般措施，預料將會產生深遠影響。與此同時，即使國民日漸變得富庶，中國經濟亦未必能夠擺脫結構性放緩。幸運的是，中國仍然是相對貧困的國家，人均收入只有 \$10,000 美

元至 \$11,000 美元。換句話說，就算前景受損，中國依然擁有可觀的增長空間。

我們採取由下而上的方針，利用我們從企業看到及聽到的資訊建立對市場的觀察。房地產市場難以維持當前的龐大規模，經濟發展由投資主導的現象不單令資本生產力顯著減低，更影響增長及回報。

中國的部分改革措施正是應對上述情況的合理手段。雖然中國的經濟規模只有美國的四分之三，但房地產市場反而是後者的兩倍，可見經濟發展已經失去平衡。經濟學家普遍估計，中國的房地產行業佔國內生產總值比例高達 25% 至 30%，較大部分國家高出兩至三倍。目前市場資金氾濫，全球投資者大多認為房地產市場處於歷史高位，而且難以延續增長。

過去十年，中國的鬼城問題成為報章熱話。不少房屋空置，人均住房比例更達到 1.5 間。由此可見，這些年來，物業市場早就出現了多次泡沫，只是在現時的政策及經濟發展環境下，情況才終於出現變化。

在中國，物業佔家庭資產大約 80%，高於 1989 年時東京物業佔當地家庭資產比例的 65%。儘管兩國情況並非完全一樣，值得注意的是，在 1989 年後，作為富庶、穩定及發達國家的日本經濟泡沫破裂。中國與日本的另一個相似之處在於人口結構，部分人認為，中國將無法像日本一樣，在人口老化問題爆發前躋身富裕國家之列。換言之，中國國民的物業負擔能力極低，債務水平極高。恒大風暴正好印證了這一點，該公司的負債水平超過 3,000 億美元。

好消息是，中國經濟仍然大致封閉，當局能夠供應資金，並指示銀行及其他房地產企業提出解決方案，故此雷曼事件應不會在中國重演。消化過量的債務顯然需要時間，並且極有可能拖慢增長。我們認為，無論政策帶來甚麼風險，企業估值都會下跌。

此外，政府在引導資金從房地產及基建投資流向消費，以重新平衡經濟發展時將會遇上挑戰，原因是薪金上升將會妨礙出口增長。另一方面，出於政治及社會穩定的考慮，房地產市場絕對不能崩盤。在理想的情況下，當局應會採取漸進調適的策略。從中國過往的經濟發展來看，這亦是較有可能出現的情況。

中國政府提出「共同富裕」的目標，以實施平衡經濟的新措施及解決方案。有關政策包括將互聯網企業的資產強制重新分配、打擊私人補習行業，以及對各行各業施加巨額「罰款」及要求更多「捐款」。上述措施應能發揮作用，不過短期內卻不會帶來劇變，而且明顯不利於回報及增長，特別是私營企業表現。

有鑑於此，我們將致力保持審慎，並專心追求穩定回報、保本能力及合理增長。我們會繼續奉行成熟的投資理念及流程，並買入廣泛的大中華區企業，包括在香港、台灣及中國內地的優質公司。

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 1 月 24 日或另行註明。

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。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。