

# 以股息驅動的總回報投資 釋放中國A股市場潛力





# 簡介

惠理基金認為採用主動管理型總回報方針是投資中國的最佳方式，此方針偏好穩定、可持續及提供可靠股息的優質公司。

有別於普遍觀念，成功地投資中國並非僅僅關於把握增長機會；根據過往經驗，派息股的表現領先。但我們認為，隨著供需兩方面均出現利好的長期結構性趨勢，對於著重股息的投資者而言，環境變得更為有利。

- ▶ 隨著中國經濟增長正常化及人口老化，我們預期通縮壓力將導致低利率持續一段時期，這為派付收益的股票投資創造利好環境。
- ▶ 同時，中國國民將投資從房地產市場分散至其他投資機會，加上年長人士尋求其他收益來源，大規模的資產重新配置正在進行。中國私人退休金行業的發展及保險業的新規例同樣有望為收息股創造強勁及可持續的需求。
- ▶ 與此同時，中國政府正採取行動提高國企的股本回報率、派息率及股東整體回報。整體而言，在上海及深圳證券交易所主板上市的公司現在必須符合最低派息率的要求。有關改革利好股市的收益回報。

總括而言，這些結構性趨勢有望在現時及未來數十年為中國的股息投資帶來強勁支持。

在本文中，我們將闡述採用這種以股息為重點的策略的理據。我們期望這有助投資者重新評估投資中國的原因，以及如何從中國股市獲得最大超額回報。







## 超越增長的局限

中國國內股市開放予境外投資者已超過20年。在此期間，投資中國的首要目標就是把握中國超卓的經濟增長。

然而，此目標的往績好壞參半。經濟增長與股市回報的相關性經常受到質疑，研究顯示兩者的關係充其量是不確定的。<sup>1</sup>自1978年鄧小平開始推行經濟改革以來，中國經濟以年均9%以上的速度增長，但國內A股市場的回報卻低得多：

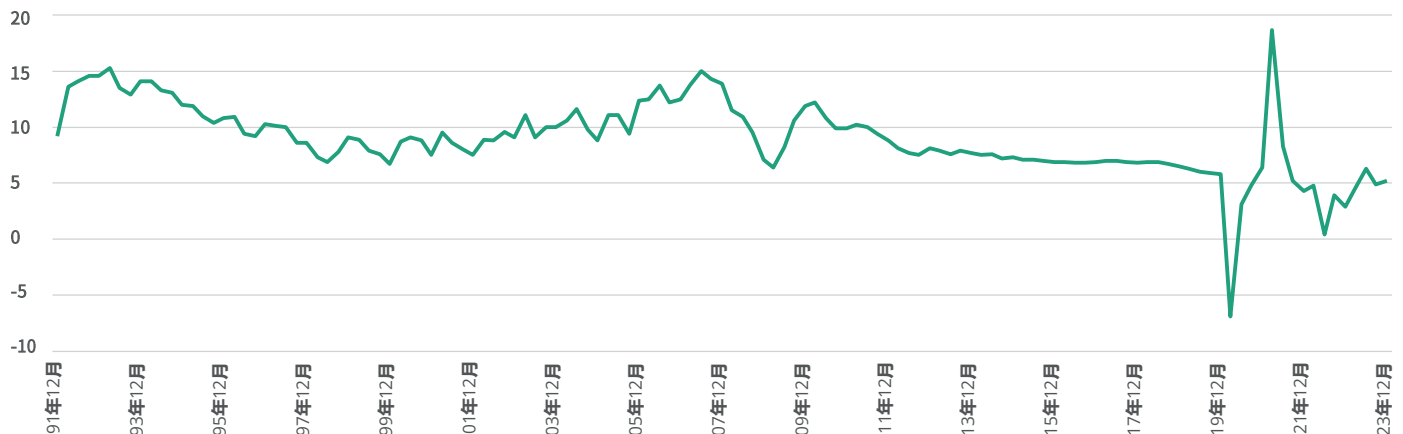
MSCI中國A股在岸指數的年化長期回報率僅為4.40%。<sup>2</sup>這種差異部分可能源於相對複雜的因素，例如高增長公司尋求在香港等地的交易所上市或以美國預託證券的形式上市。儘管這些相關因素的影響可能由於各種原因而正在減弱，但我們認為，投資A股市場最終需要採取一個不同的觀點。

我們認為投資者需要重新評估他們過去對增長股的過度關注。中國經濟近數十年來驚人的增長率並沒有如許多人的期望般帶來吸引的股市回報。

而且無論如何，中國的經濟增長正走向正常化。未來數年，中國經濟可能繼續以每年4%或5%速度增長，而不會如2000年代及2010年代般致力推動或實現雙位數增長。即使考慮到疫情造成的阻礙，中國經濟增長率的長期趨勢相當明確。

僅出於此原因，投資者就應重新考慮中國的股票投資機會。相對於英國、歐洲及日本，4%或5%的經濟增長率仍然吸引，但明顯有別於本世紀前二十年的中國經濟增長率。

圖1：即使在疫情之前，中國經濟增長率已降至約5%



資料來源：中國國家統計局

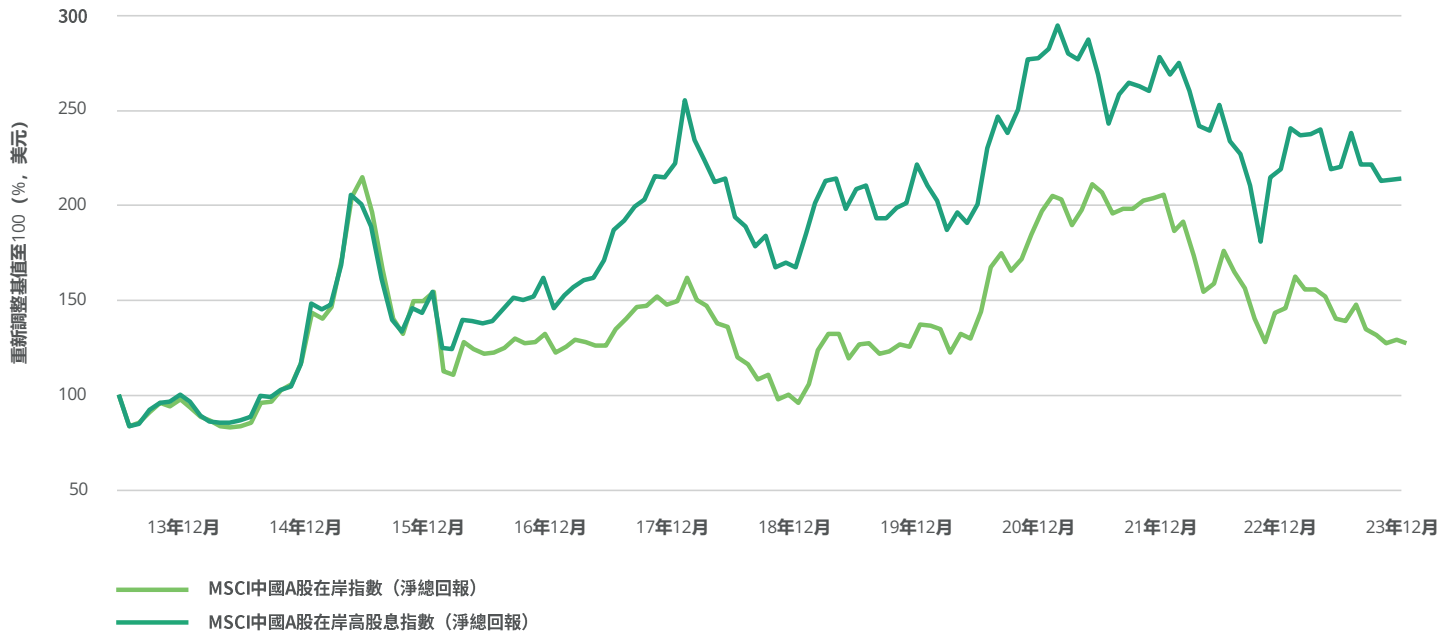
1 (PDF) 中國股市與經濟增長相關性研究 (researchgate.net)

2 MSCI中國A股在岸指數 (數據截至2023年12月31日; 指數成立日期為2000年12月29日)

## 聚焦股息的投資 – 致勝策略

儘管整體A股市場的回報未能充分捕捉中國的經濟增長，但聚焦股息的投資卻成功得多。如下圖所示，自2013年6月MSCI中國A股在岸高股息指數推出以來，事實證明聚焦股息的投資策略在A股市場具有優勢——這在很大程度上是由於收息股在市場受壓期間的拋售程度較低。值得注意的是，高息股大幅領先的情況自2015年開始更為明顯，當時市場開始懷疑中國的經濟增長率能否回升至接近雙位數。<sup>3,4,5,6</sup>

圖2：聚焦股息的方針一直是致勝策略



資料來源：彭博、MSCI、惠理基金，數據截至2023年12月31日。

## 為什麼股息投資奏效

最終，一間公司的股息與其股本回報率 (ROE) 息息相關。股息反映相關公司的企業管治、股東回報及該公司的增長質素及可持續性。簡而言之，能夠實現高股本回報率的公司更有能力向股東回饋現金。這並非什麼新奇發現。事實上，高股息與強勁表現的相關性在很多其他市場均顯而易見。

儘管近年高增長的美國科技股大幅上漲，但MSCI世界高股息指數自1995年成立以來的表現領先MSCI世界指數。<sup>7</sup>美國方面自1989年以來，持續增派股息的公司表現優於標普500指數。<sup>8</sup>

我們認為有充分理由預計中國高息股在未來數年將持續表現領先。這些理由包括經濟增長正常化、人口結構變化及通縮前景以及這些因素將促使貨幣政策、監管及投資者行為出現轉變。

這些因素共同為供需兩方面創造有利發展形勢，利好收息股領域持續提供「全天候」回報，使得聚焦股息的中國投資策略較過去更加吸引。

<sup>3</sup> 為何人口趨勢不利中國及俄羅斯，卻對美國的繁榮有利 (forbes.com)

<sup>4</sup> 中國的一孩政策是經濟放緩的罪魁禍首? | PBS NewsHour

<sup>5</sup> 中國經濟增長的煩惱 (linkedin.com)

<sup>6</sup> 羅兵咸永道表示，中國及印度到2050年將領導全球 – The Diplomat

<sup>7</sup> MSCI世界高股息指數

<sup>8</sup> 標普500指數「股息貴族」：穩定股息收益的重要性 (spglobal.com)





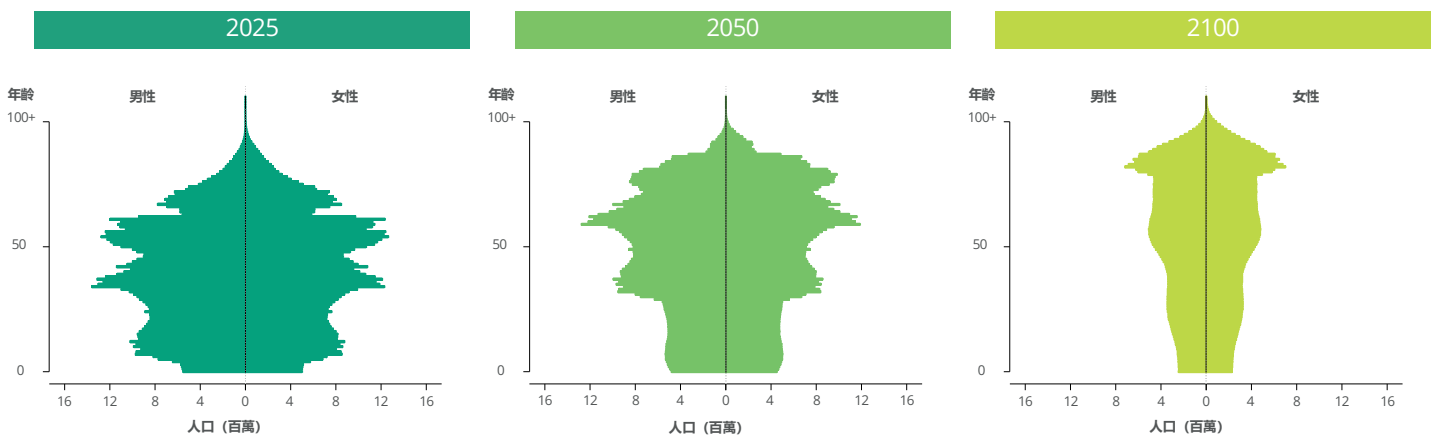
# 人口老化及其對利率的影響

中國的人口老化問題一直是市場討論的焦點。<sup>9</sup>「預計人口金字塔」以視像方式清晰顯示相關情況，並且能夠與美國及日本等國家進行簡單比較及類比。然而，這些圖表無法提供關於這些轉變將如何重塑中國投資環境的觀點。

其中一個深受中國人口結構變化影響的領域是貨幣政策。人口老化往往會導致需求下降。需求不足可能導致低通脹，甚至通縮，日本及韓國近數十年均出現這種發展趨勢。<sup>10,11</sup>通縮已成為中國當局面對的挑戰，目前實際利率因物價下跌而上升。

隨著人口進一步老化，有關挑戰只會加劇。潛在結果是中國人民銀行採取措施刺激需求，導致利率下降。

圖3：中國人口結構的轉變



資料來源：聯合國人口署

<sup>9</sup> 老化與健康—中國 ([who.int](http://who.int))

<sup>10</sup> 為何日本是全球通脹最低的國家之一? 世界經濟論壇 ([weforum.org](http://weforum.org))

<sup>11</sup> 韓國物價首次下跌預示著通縮風險 - 彭博

## 在中國追求收益

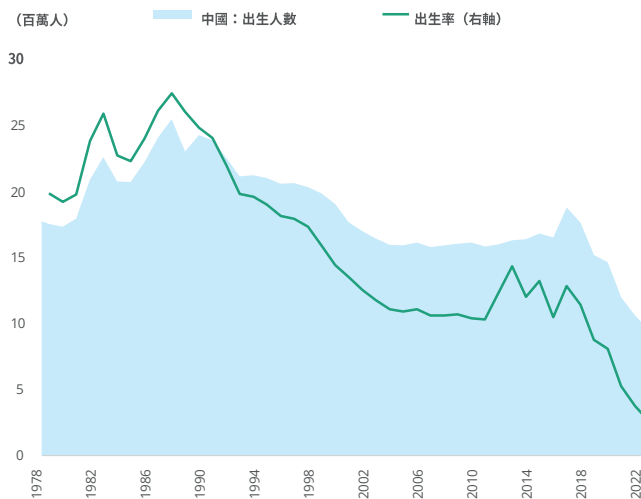
面對低利率及銀行存款和債券收益率較低的環境，收益投資應日益受到青睞。這與2007/8年全球金融危機後已發展市場「追求收益」的發展趨勢相同，對高收益資產存在長期需求，直至央行開始再次加息才結束。

西方的「追求收益」顯示了中國的投資機遇有多龐大。全球金融危機促使各國央行將利率降至接近零，十多年後，市值達60萬億美元的全球債券市場大部分收益率均低於1%。<sup>12</sup>投資者被迫轉向廣泛的另類投資，導致私人債務、槓桿貸款及收息股等資產迎來持續牛市。<sup>13,14,15</sup>

下表顯示人口結構及利率之間的關係。隨著中國的利率將進一步下降，並在可見將來維持較低水平，對於傳統投資選擇（房地產）日益失望的投資者，收息股等收益投資有望具有長期吸引力。

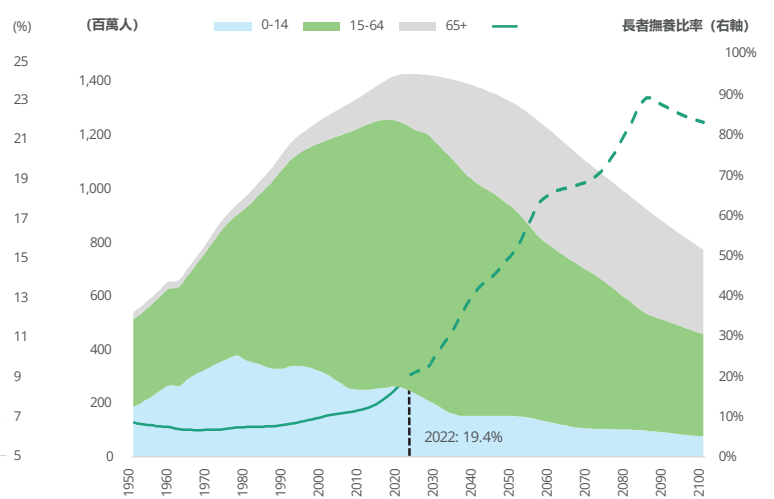
圖4：人口結構及利率

### 出生率



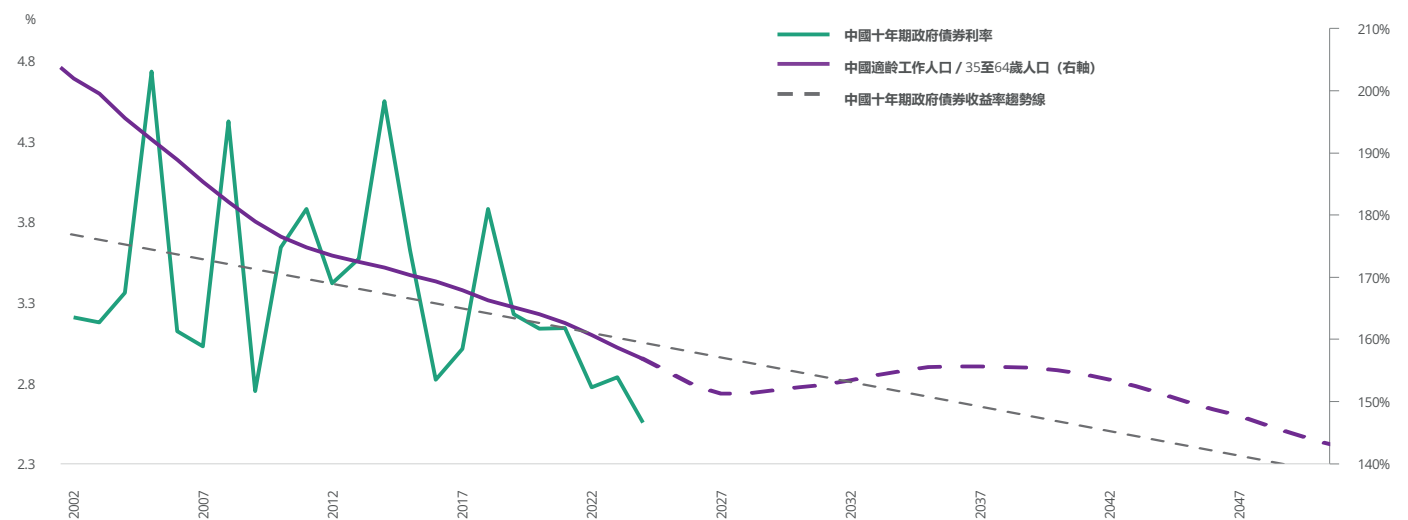
資料來源：Wind、中金研究

### 撫養比率



資料來源：聯合國、中金研究

### 中國利率



資料來源：聯合國、Wind、中金研究

12 追求收益迫使投資者承擔「極端風險」 | [ft.com](http://ft.com)  
 13 私人債務：金融領域鮮為人知的角落成為關注焦點 | 標準普爾全球 | [spglobal.com](http://spglobal.com)  
 14 隨著市場追求收益，槓桿貸款市場在第三季繼續打破記錄 | 標準普爾全球財智 | [spglobal.com](http://spglobal.com)  
 15 高息股在追求收益的趨勢中獲勝 | [ft.com](http://ft.com)

# 大規模的資產重新配置

正當低利率引發「追求收益」的趨勢時，中國人的投資喜好出現了巨大轉變。過去，中國普羅大眾傳統上視房地產為投資的首選。據估計，中國70%的家庭財富投資於房地產。<sup>16</sup>

事實證明，無論是文化原因或是財務原因，該資產類別均具吸引力：在中國擁有自置物業與個人成就的觀念息息相關；對於年輕男性而言，這往往被視為結婚的先決條件。<sup>17</sup>此外，大量財富從上一代傳承至年輕一代，這過程因一孩政策而加快，因為四個祖父母通常只有一個孫子。

但中國對房地產的需求導致資產泡沫形成，促使當局採取行動。2017年，習近平主席在中國共產黨第十九次全國代表大會上提出「房子是用來住的，不是用來炒的」。<sup>18</sup>2020年，中國政府限制房地產發展商的負債水平。隨後發生的危機已廣為人知。

由於槓桿過高的發展商無法獲得融資，許多購置房屋人士無法入住已付款但尚未落成的物業。中國政府採取應對措施，將焦點放在項目交付上，並向發展商提供緊急融資，協助他們完成預售項目。但市場仍然疲弱，或許更重要的是大眾對房地產市場的態度和預期似乎出現明確轉變，尤其在樓價方面。過去，購置物業人士存有樓價將會上升的既有觀念。然而，鑑於政府政策及過去數年的情況，人們現在普遍預期樓價將保持穩定，絕對不會期望樓價短期內大幅上漲。

因此，大量私人財富現正從房地產流出。同時，早年本應投資房地產的財富正配置到其他領域。鑑於風險胃納一般較低，尤其是長者，對穩定高息股的需求勢必增加，長遠帶來強勁市場動力。

事實上，經驗證據顯示隨著長者尋求可靠的收益來源，人口老化利好收息股的表現，這正是中國目前的情況。<sup>19</sup>

## 中國私人退休金行業的發展

需求側的另一動力是中國退休金行業的發展。事實上，預計中國私人及職業退休金將大幅增長，應可確保市場對國內的派息股保持強勁需求，這對優質派息股產生利好影響。

中國擁有歷史悠久的國家退休金（「第一支柱」），並自2004年起設立職業退休金（「第二支柱」），儘管參與率有限。但私人退休金（「第三支柱」）仍處於起步階段。2018年，第三支柱計劃在部分省份試行。參與情況略為令人失望，但全國性的計劃目前正在進行。

第二支柱及第三支柱退休金資產有望在不久將來大幅成長。根據畢馬威中國及ASIFMA Asset Management Group的研究，這些資產到2030年總額可能達人民幣15至21萬億元，相當於中國退休金市場總額近三倍。<sup>20</sup>

如此龐大的擴張迫在眉睫。中國人口老化將不能再依靠年輕一代提供必要的支持。鑑於勞動年齡人口比例不斷下降，年輕一代開始繳納退休金變得日益重要。隨著中國勞動人口與退休人口的比例到本世紀中葉接近相同的水平，第一支柱（國家退休金）將遠遠不足。<sup>21</sup>

私人退休金產品需要具有穩定回報的資產。因此，預計退休金資產將會激增，這應會帶動市場對股息可靠的股票需求進一步增加。

## 保險公司的需求不斷增加

派息股另一需求源於保險公司採用的中國新會計準則。該等準則已經對上市公司實施，並將於2026年對非上市公司實施。

根據有關的新準則，派息股對保險公司特別吸引，因為這些股票可歸類為「按公允值計入其他綜合收益」（FVOCI）項目。按公允值計入其他綜合收益的分類意味著這些股票對保險公司資產負債表的影響小於其他股本派付資產，因此更受青睞。因此，保險公司有望繼續增持收息股，這為A股市場此領域提供進一步長期動力。

16 中國的房地產危機正蠶食中產階級的財富 - 彭博

17 婚姻經濟學：基於中國的證據 | 《人文社會科學通訊》(nature.com)

18 習近平：房子是用來住的，不是用來炒的 - 彭博

19 美國人口結構及股息率策略的長期回報，US Munich Personal RePEc Archive(uni-muenchen.de)

20 中國退休金改革 (kpmg.com)

21 中國：2100年勞動年齡人口與老人比例 | Statista





# 重新關注企業管治

除了低利率及對收益的需求不斷增加外，收息股第三個利好因素來自中國當局致力改善企業管治及股東回報。

隨著中國經濟增長持續正常化，政府更加迫切關注資本配置。當國內生產總值增長幅度接近雙位數百分比，投資資本回報（ROIC）較低的項目可能會受到忽視，因為整體增長率較高，這為表現落後的企業提供較大空間。但經濟增長正常化下，則需要提高資本利用的效率。

為實現此目標，中國政府現正加快國有企業（國企）的改革：此為當局在市場中擁有最大控制權的領域。最近推出的相關措施僅為數十年來一系列改革中的最新舉措。

最新的改革旨在推動國企蛻變，能夠更有效率使用資本。中國政府正推動國企變得更為自律，並向股東回饋更多資本——股東當然包括地方政府及中央政府。

這與日本有相似之處，值得借鑑。日本政府的企業管治改革計劃推動市場重新關注效率及可持續性，有關計劃在改善企業盈利方面已取得成果。2024年2月，韓國推出改革計劃，期望取得與日本類似的成功。據此，中國的努力可視為區內趨勢一部分，因為東亞國家正擺脫部分墨守成規的慣例，這些慣例過去限制企業表現。

圖5：國企改革現已邁入第五個十年

階段	時期	主要政策重點
第1階段	1978年-1983年 1983年-1992年	「管理改革」，重點在於賦予國企更大自主權。建立「雙軌」制，進一步落實管理責任，並開徵利得稅。
第2階段	1992年-1998年 1998年-2003年	實行所有制改革，將部分中小型國企私有化，並實行政府與企業的職責分隔。此為重組時期，解決國企面對的債務及不良貸款問題。
第3階段	2003年-2013年	設立國務院國資委監管國企，並專注於策略性具重要地位的行業。開始發展混合所有制。
第4階段	2014年-2020年	重點關注國企的規模及深度，包括鼓勵國企進行併購。進一步鼓勵混合所有制，以及發展政府和社會資本合作項目。同時推出供給側改革及去槓桿措施，例如去產能。
第5階段	2020年-2022年	推出「三年行動計劃」，完善企業管治制度、提升營運效率、鼓勵技術創新。
第6階段	2023年至今	進一步改善管治制度，增強國企服務國家策略性目標的作用，啟動「中國特色價值體系」。



## 股本回報率及最低派息率

中國最近一項改革是國務院國有資產監督管理委員會（國務院國資委）為國企制定新的關鍵績效指標（KPI）。這些指標包括營業收入及股本回報率。新的關鍵績效指標有望改善國企的營運效率，提高股東回報。國務院國資委推出這些關鍵績效指標後，國企及上海和深圳證券交易所持續致力改善投資者的關係。

圖6：最新一輪改革聚焦股東回報

公告日期	負責機關	主要法規	主要措施
2022年5月	國務院國資委	上市央企質素提升工作計劃	透過注入資產、併購重組、股權轉移等方式，在2024年底前改善及加強上市央企資產質素。
2022年11月	中國證監會	-	證監會主席易會滿在「金融街論壇」年會上表示，應致力掌握不同類型上市公司的估值邏輯，探索建構中國特色的估值體系，讓市場更能發揮資源配置作用。這亦包括多重所有權的考慮，以及增強上市公司核心能力及加強投資者關係管理。
2022年12月	上海證券交易所	針對央企推出三年行動計劃	透過改善投資者通訊，進一步推動重組，以及培養一批旗艦上市央企，藉此提高央企估值。
2023年2月	國務院國資委	-	國務院國資委主任張玉卓介紹2023年主要目標及工作，包括推動央企利潤總額增長高於全國國內生產總值增長率。主要財務目標是穩定資產負債率、股本回報率、研發力度、勞動生產力及營運現金比率。
2024年1月	國務院國資委	-	國務院國資委官員強調央企的資本市場管理機制是其管理層評核一環。有關措施擬推動管理層更加重視股價表現，透過因應市場狀況進行購股、回購等方式，以及增加現金股息，以提高投資者回報，及時給予市場信心及穩定預期。此舉亦被認為可使國企與小股東的利益更為一致。

國企提高股東回報的壓力越來越大，有助為中央及地方政府提供急需的收入。經濟增長速度更為正常化，地區方面房地產發展商的物業銷售回報則持續減少，有關趨勢可見將來仍會在全國持續。或許更重要的是，最近的改革預示著大股東及小股東之間的利益更為一致，出現重大有利發展，從而利好看重股息的投資者。整體而言，自2023年9月起，有關部門強烈鼓勵在上海及深圳證券交易所主板上市的所有公司符合30%的最低派息率要求。<sup>22</sup> 相關公司可保留較多資本，但若作出如此決定，現在必須向當局解釋為何持有現金，以及計劃如何使用現金。

所有這些因素均為中國股市的股息方針創造良好環境。關鍵的是，中國對政府收益及國內生產總值可持續增長的需求，應可確保當局長期推行利好股東回報的相關政策。大股東及小股東之間的利益前所未有地一致，出現如此正面及可持續的協調。

最近的改革預示大股東及小股東之間的利益更為一致，出現重大有利發展，從而利好看重股息的投資者。

<sup>22</sup> The China Securities Regulatory Commission plans to further improve the normalised dividend mechanism of listed companies, strengthen institutional China Securities Regulatory Commission plans to further improve the normalised dividend mechanism of listed companies, strengthen institutional (lwxsd.com)



## 總結

近年，外資從中國股市大幅撤資。然而，基於我們概述的理由，預計國內資本將利好及推動A股股息領域的相關股票，政府政策及長期結構性趨勢同樣帶來支持。

我們認為追求標誌性增長不應再成為中國投資者的目標。隨著中國經濟趨向成熟及正常化，我們認為從該具有深度及多元化的龐大市場獲取超額回報的最佳方法是採用基於股息的主動型管理總回報方針。

正如本文所述，過去15年來，股息投資在A股市場已證明是成功策略。收息股在供需兩側迎來日益有利的發展趨勢，我們認為有關策略將繼續奏效。

- ▶ 隨著中國經濟增長正常化及人口老化，我們預期通縮壓力將導致低利率持續一段時期，這為派付收益的股票投資創造利好環境。
- ▶ 中國國民將投資從房地產市場分散至其他投資機會，加上年長人士尋求其他收益來源，大規模的資產重新配置正在進行。
- ▶ 中國私人退休金行業的發展及保險業的新規例有望為穩健及可持續的派息股創造額外需求。

- ▶ 中國政府正採取行動提高國有企業的股本回報率、派息率及股東整體回報。這些改革有助為中央及地方政府創造急需的收益，亦代表著大股東及小股東之間的利益更為一致，迎來重要及正面的轉變。這反過來利好著重股息的投資者。整體而言，在上海及深圳證券交易所主板上市的公司現在必須符合最低派息率的要求。有關改革利好股市的收益回報。

總括而言，這些結構性趨勢有望在現時及未來數十年為中國的股息投資帶來強勁支持。

如欲詳細討論本文或獲取惠理基金在中國A股市場的專業知識及主動型管理投資能力更多詳情，請聯絡您的專責服務主任。



# 附錄1： 具有深度及多元化的投資領域

股息方針為中國市場的分散投資提供充裕空間。若我們將「收息股」定義為股息率超過3%的股票，則單是A股市場就有約550隻股票。

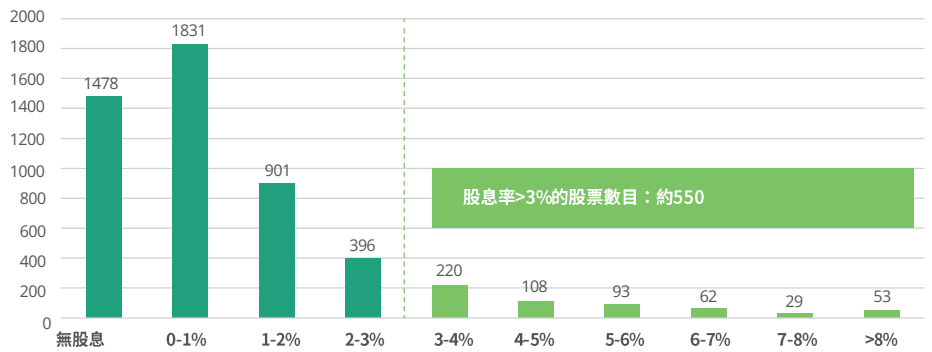
如圖8所示，有關股票涵蓋各行各業，該市場的機遇顯然並不局限於「防禦性」。

機遇亦不限於國企領域。近年，國企及私人企業的派息均有所增加。<sup>23</sup>

中國許多行業的龍頭企業已進入穩定增長階段，現金流及資產負債表強勁。未來數年，更多公司將進入此階段，確保持續數量的上市公司有能力派發吸引的股息，以及令人驚喜的多元化股票領域，可供捕捉超額回報。

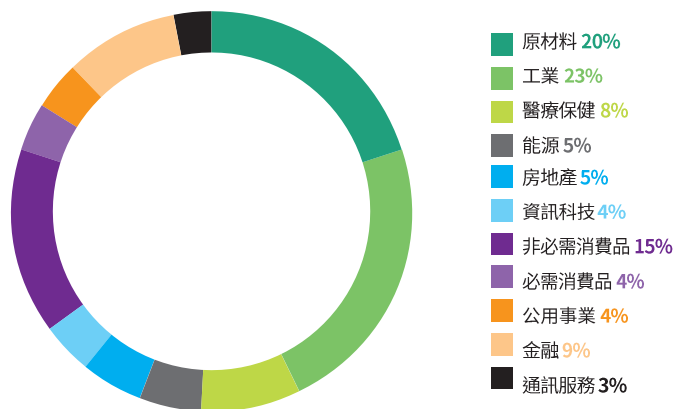
在可持續性方面，股息方針在中國投資具明顯優勢。如果您投資可靠派發股息的股票，有望投資於眾多業務本質上可持續的公司。如圖9所示，股息率及股本回報率呈正相關性，凸顯股息策略針對的企業具備質素。

圖7：以股息率劃分的滬深上市股票



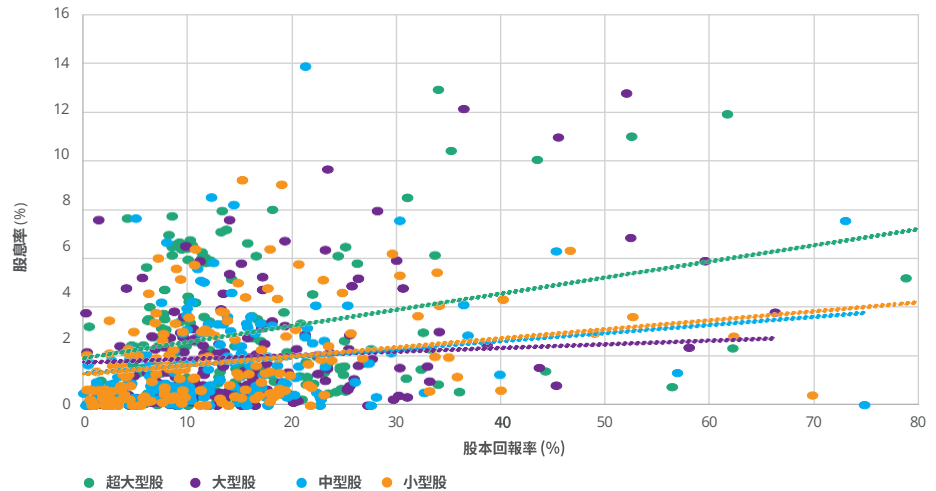
資料來源：FactSet、惠理基金，分析基於所有A股上市公司，數據截至2023年12月31日。

圖8：中國A股股息領域



資料來源：FactSet、惠理基金，分析基於A股市場所有上市公司，數據截至2023年12月31日。

圖9：股息率與股本回報率呈正相關性



資料來源：彭博、MSCI、惠理基金，數據截至2023年12月31日。

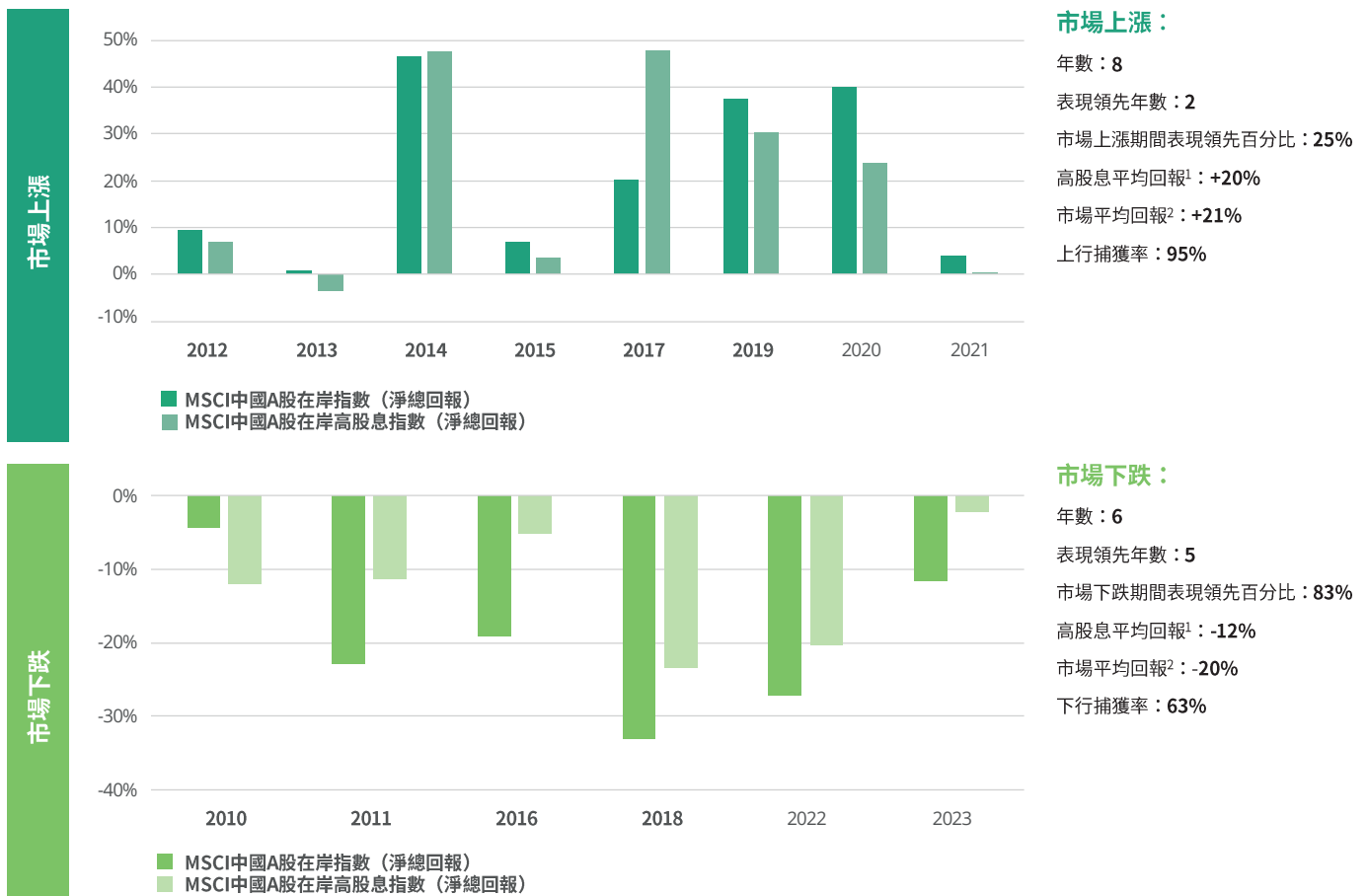
23 A股剖析 (goldmansachs.com)

# 附錄2： 吸引人的風險回報狀況

中國股息投資方針的提供的風險回報優勢相當明顯。

國際投資者對中國股市最大憂慮之一是市場波動。中國國內股市正越加制度化，正如我們在本文強調，預計有關發展將會加快。然而，儘管零售投資者僅佔市場不到四分之一，但仍佔成交量很大部分。<sup>24</sup>該極度活躍的群體追逐及唾棄增長「故事」，可對市場整體波動產生巨大影響，以致影響整體市場回報。

圖10：中國A股市場高股息表現行為



資料來源：彭博、MSCI、惠理基金，數據截至2023年12月31日。  
 1. 指MSCI中國A股在岸高股息指數的平均回報。  
 2. 指MSCI中國A股在岸指數的平均回報。  
 過往表現並不代表未來業績。

相較之下，典型的大型、成熟及業務穩定的企業是股息策略最佳之選，有關股票較少機會受到短期投機行為影響。在有利市場環境下，市場積極參與上升趨勢，而在不利市場環境下，則對下跌具有良好規避特性，這使高息A股有望持續跑贏大市。



# 附錄3： 中國與股息貼現模型

對於股息投資者，股息貼現模型（DDM）是評估公司價值的可靠公式。股息貼現模型中，分子是未來股息的現值，而分母是要求的回報率。當分子較高而分母較低，股息貼現模型得出的價值可能高於相關股票當前價格，這顯示有關股票具有良好價值。

圖11：股息貼現模型（DDM）

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{DPS_t}{(1+r)^t} \approx \frac{DPS_1}{r-g}$$

$$P_0 = \frac{DPS_1}{r-g} = \frac{EPS_1 * \text{Payout Ratio}}{r-g}$$

$$r = R_f + ERP$$

當我們將該公式應用於整個中國A股市場時，可發現數個因素應可保持要求的回報率（分母）維持較低水平。這包括經濟增長正常化、人口結構挑戰、通縮壓力、異常高的實際利率，以及長遠減息週期前景。總括而言，這些因素顯示高息股有望具有良好價值。隨著中國政府對股東回報的支持，以及股本回報率提高，股息吸引的股票看來將保持充足數量，從而提高股息貼現模型的分子。



立即瀏覽惠理官方網站  
掌握最新基金資訊<sup>^</sup>  
和市場動態！

關注我們



惠理集團

<sup>^</sup> 基金指獲香港證監會認可的惠理基金。證監會的認可並不同官方的推介。

本文提供之意見純屬惠理基金管理香港有限公司（「惠理」）之意見，會因市場及其他情況而改變。以上資料並不構成任何投資建議，亦不可視作倚賴之依據。所有資料是搜集自被認為是可靠的資料來源，但惠理不保證資料的準確性。本文包含之部分陳述可能被視為前瞻性陳述，此前瞻性陳述不保證任何將來表現，實際情況或發展可能與該等前瞻性陳述有重大落差。投資涉及風險，基金單位價格可升亦可跌，基金過往業績並不表示將來的回報。投資者應參閱有關基金之解釋備忘錄，以瞭解基金詳情及風險因素，投資者應特別注意投資房地產投資信託產業涉及之風險。在決定認購基金之前，您或應徵詢財務顧問之意見。如果您選擇不徵詢財務顧問之意見，則應考慮該基金產品對您是否適合。證監會認可不等如對該計劃作出推介或認許，亦不是對該計劃的商業利弊或表現作出保證，更不代表該計劃適合所有投資者，或認許該計劃適合任何個別投資者或任何類別的投資者。本文件並未經香港證券及期貨事務監察委員會審閱。刊發人：惠理基金管理香港有限公司。

**惠理基金管理香港有限公司**

香港中環皇后大道中99號中環中心43樓

T +852 2143 0688

F +852 2564 8487

E [vppl@vp.com.hk](mailto:vppl@vp.com.hk)

**Value Partners Asset Management Singapore Pte. Ltd.**

9 Raffles Place, #13-04 Republic Plaza, Singapore 048619

T +65 6718 0380

E [vpams@valuepartners.com.sg](mailto:vpams@valuepartners.com.sg)

**惠理海外投資基金管理(上海)有限公司**

中國上海市浦東新區花園石橋路33號花旗集團大廈701室

T +86 21 3818 6888

F +86 21 6841 0030

**惠理投資管理(上海)有限公司**

中國上海市浦東新區花園石橋路33號花旗集團大廈702室

T +86 21 3818 6888

F +86 21 6841 0030

**Value Partners (UK) Limited**

City Tower, 40 Basinghall Street, London EC2V 5DE,

United Kingdom

T +44 20 3907 3870

E [vpuk-sales@valuepartners-group.com](mailto:vpuk-sales@valuepartners-group.com)

[www.valuepartners-group.com](http://www.valuepartners-group.com)