

富国基金于洋

解构“从0到1”的投资密码

□本报记者 李良



创新迸发“巨能量”

中国证券报:去年医药股整体承压,也令市场对行业前景的判断产生了明显的分化。站在当前时点,您对医药板块未来的投资作何预判?

于洋:相对于其他行业而言,医药行业的周期性不太明显,但依然有自己的周期,其中,政策是影响行业周期的最大因素。也正因为如此,在政策变化的背景下,近几年医药股的投资逻辑也变化得很快。

但是,站在当前时点展望未来,我认为,现在整个医药行业的政策环境已经基本明朗。而在经历了相对较大幅度的调整后,医药行业整体估值水平也跌入了一个底部区域。所以,以时点而论,我认为现在是投资医药股比较好的时间点。

中国医药行业最大的优势就是人口红利。庞大的人口基数和明显的人口结构老龄化趋势,意味着对医药行业的需求会不断增加。所以,与海外市场不同的是,中国医药股中,单一药品的生命周期特别长,所带来的回报非常丰厚。但在去年控费落地后,这种状况会逐渐改变,单一药品的生命周期有可能大幅缩短,存量市场博弈日渐激烈,创新药会成为增量市场的“蓝海”,从而引起医药行业中不同子行业投资逻辑发生质的变化。这一点,必须引起投资者的高度重视。

中国证券报:您所指的不同子行业中投资逻辑发生质的变化,具体会体现在哪些方面?

于洋:先从存量市场来看,过去,一个医药企业如果获批一个畅销药品,其单品的生命周期会非常长,有些甚至能长达20年以上,这是因为市场空间足够大,而竞争压力却不够大。相比之下,海外市场的单品生命周期短的不过五六年,长的也不会超过十年。因此,很长时间内,中国的医药企业其实是在享受政策红利和人口红利的双重叠加。但在去年新政落地后,这种舒服赚钱的模式必然会被打破,存量市场的竞争一定会非常激烈,在单品生命周期快速缩短的同时,降价常态化 and 优胜劣汰并行,将会显著改变存量市场的投资逻辑。

相较于存量市场,医药股未来投资的希望,会落于创新药这个“黄金赛道”上,因为它将为医药行业提供空间更广阔的增量市场。举个简单的例子,大家会发现,越来越多的肿瘤病人会愿意为延长几个月的生命而付出高昂的医药费用。这表明,随着生活水平的提高,人们对于健康、对于寿命的延续有着越来越高的要求。而且,这种要求其实是永无边界的。而这种要求的存在,就会显著刺激创新药的不断研发和生产。虽然单品的生命周期同样会缩短,但创新的永不止步和药品价格更具弹性,将会为这类创新药企业提供丰厚而且可持续的回报。因此,在增量市场,我们会面临另外一个投资逻辑——重点挖掘“从0到1”的医药股。

中国证券报:能否解释一下,什么是“从0到1”的投资?从您自身的投研经验来看,如何才能做好“从0到1”的投资?

于洋:正如前面所说,未来,医药行业的存量市场会陷入博弈的红海,但增量市场却会成为创新药的蓝海。而“从0到1”的投资,主要指的就是创新药这块。

“从0到1”中的“0”,指的是站在当前时点,所投资的医药股或者医药企业所投资的药品目前并不能带来利润,甚至有可能亏损;而“1”,则指的是,展望未来,该药企研发的创新药推向市场后,由于其较强的“创新”性而获得丰厚的回报。这种以对“1”的理解为核心的投资模式,在纳斯达克等海外市场比较流行,但在中国A股市场,以盈利能力为基本面研究的公募基金,却比较少涉足。但我认为,在政策改变了医药股的投资逻辑之后,“从0到1”的投资将会是医药行业获取超额收益的主要来源。

不过,风险从来都是和收益成正比的,潜在高收益的背后,必然对应着一定的高风险。但是,医药行业的专业性可以对冲这种风险。如果基金经理有足够强的医药专业背景,并且对医药行业有足够深入的理解,对创新药的价值有足够深入的研究,对药品临床成功的概率有足够的认识和测算,并能够对未来三五年的竞争格局做出相对准确的预判,那么,“从0到1”的投资性价比会大幅提升。

有时候,岁月的冲刷,会让年轻的锋芒更为夺目。

2017年11月,于洋担任富国精准医疗基金的基金经理时,他不会想到,8个月之后,会登顶为2018年偏股基金业绩的半程冠军。当然,随后的医药行业“黑天鹅”事件,让他进一步敬畏市场——“欲戴王冠,必承其重”。

作为“研而优则管”的基金经理代表,于洋遭遇了鲜花与“黑天鹅”的共舞,让精于研究的他颇有些不适应,但他很快调整好了心态。“基本面研究和投资实践还是有不同之处,我需要不断地学习。”于洋对记者说,“一年的跌宕起伏让我认识到,除了坚持自己的专业性外,还要学会敬畏市场!”

而此次直面与反思,也让于洋升级了医药股的投资逻辑。于洋认为,“从0到1”的投资,将是未来医药行业投资获得超额收益的主要来源,虽然潜藏着一定的投资风险,但辅以专业性的深度研究,其收益率回报也同样巨大。

灵活的“攻守道”

中国证券报:在谈了您对医药行业的理解之后,我们也想听听您担纲基金经理一年多来的投资心得。

于洋:在担任基金经理之前,我已经做了7年左右的医药行业研究。有几个投资心得可以和大家分享一下:第一,投资一定要专注。医药行业的研究壁垒比较高,对于很多非专业投资者来说,他可能很难理解,为何某些医药股会一直处于估值较高的位置,因此,要求他根据医药股的边际变化来捕捉合适的买点就更加困难。反过来,从我多年医药研究的经验来讲,这就要求投资人做到高度的专注,必须做到对行业的政策、公司的变化有非常前瞻的判断。

第二,要有长期持续跟踪的耐力。医药行业是长期大牛股较为集中的行业。对于一些长期牛股来说,成长期中任何一个时间点都存在投资机会,但能否把握这类投资机会,却需要有耐心的长期跟踪和确定性投资机会来

临时的果敢决策。其实,在一个基金组合中,对业绩贡献最大的,一定是对长期大牛股的坚定持有,如果敢于重仓持有,效果会更加突出。

中国证券报:您刚才提到了长期持有的理念,但从去年医药股的表现来,前高后低的波动非常明显,这也对您个人的操作造成了一定的影响。您如何应对长期持有和短期波动之间的这种矛盾?

于洋:我担任基金经理的时间不长,每一次市场波动都会令我反思,给我带来宝贵的经验。以去年的波动为例,我会思考“偏离度”对产品的影响,然后会对风险管理更加重视。事实上,我在投资里一直都很注重回撤,主要是控制仓位和把握持仓结构,避免持有的股票属性过于单一。但现在,除了控制仓位和持仓结构外,我也会重视市场情绪和一些事件对个股的催化作用,要敬畏市场的力量,对于不同阶段的风险收益特征要及时审视,不做一个盲目的长期持有者。

科创板带来新机遇

中国证券报:科创板即将推出,而创新药会成为其中重要组成部分,您如何看待科创板出炉后的医药股投资机会?

于洋:前面我谈到了“从0到1”的投资。从我的观察角度而言,我认为,科创板推出对医药行业带来的最大机遇,就是提供了更多“从0到1”的投资机会。

这种观点基于三个方面的逻辑:第一,中国医药市场的人口基数庞大,虽然溢价能力相对弱一些,但是在这个庞大基数的支撑下,中国医药企业的研发成功回报率一定会比纳斯达克市场要高。而从纳斯达克的表现来看,一旦“1”实现了,回报是非常不错的。第二,从研发成本来说,中国医药企业的人工成本和其他成本都会明显低于海外医药企业,这种优势也会提升“1”成功后的回报率。第三,中国市场目前的饱和度远远不够,尤其是在一些罕见病、重大疾病方面,创新药的空间非常巨大,因此,一旦有人获得了某个领域的“1”,那么其不仅会获得很高的回报率,还会在一个相对温和的竞争环境中持续获得红利。

另外,我们需要认识到,由于科创板放宽了企业上市的条件,并且实行注册制,这为那些初创期达不到盈利要求的医药创新企

业提供了上市的机会。而获得了更为通畅便捷的融资渠道后,这些医药企业研发创新药成功的概率也会增加。因此,科创板和医药创新是互为正向能量的结合,互相促进,共同发展。而对于公募基金来说,参与到这种正向循环的“发展”之中,显然是一个非常好的投资机会。

中国证券报:虽然很多人会谈到科创板的投资机遇,但考虑到资金热炒的可能,以及创业型企业存在较高的失败概率,其中的风险也不得不引起人们的重视。您如何看待科创板医药股的投资风险?

于洋:科创板提供了更多“从0到1”的投资机会,也会出现很多“从1到0”的可能风险。其中必然是诱惑与风险混合在一块,让普通投资者难以辨别。但恰恰是这种机会与风险的并存,让专业投资者有了更多施展拳脚的余地。也就是说,医药专业功底深厚、对临床医学和成功概率的理解和测算等诸多能力的高低,将成为机构投资者在科创板投资中的“分水岭”。

简单地说,就是需要更加深入、更加专注、更具耐力的研究和投资,才有机会在科创板的医药股中“大浪淘沙始见金”。