

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。

于洋：先从存量市场来看，过去，一

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，很长的时间里，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，降价常态化和优胜劣汰并行，将会显示医药行业的真实面貌。

于洋,2011年8月至2013年2月任第一创业证券医药行业分析师;2013年3月至2015年2月任华创证券医药研究员;2015年4月至2015年10月任安信证券医药行业首席分析师;2015年11月起加入富国基金管理有限公司,任高级行业研究员;2017年10月起任富国新动力基金的基金经理,2017年11月起任富国精准医疗基金的基金经理,2018年2月起任富国医疗保健基金的基金经理。

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，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，中国医药市场的基数非常庞大，虽然溢价能力相对弱一些，但是在这个庞大基数的支持下，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”成功了，回报是非常不错的。第二，从研发成本来说，中国医药企业的研发成本和其他成本都会明显低于海外医药企业，这种优势也会拉高“1”成功后的回报率。第三，中国医药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获得红利。

另外，我们需要认识到，由于创业板放宽了企业上市的条件且实行注册制，这为那些创业板上市公司提供了新的创新

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增资风险？

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，医药专业功底的深厚、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，才有可能在科创板的医药股中“上演淘金巨变”。