

秉持成长性思维

三条主线掘金医药板块

□博时医疗保健基金经理 葛晨

步入2020年,一场严重的疫情不期而至,对社会经济造成了一定冲击。但在当下全社会高度重视高效动员的情况下,疫情一定能够得到有效控制,疫情对社会经济造成的负面影响也是暂时的。从二级市场投资角度而言,综合考虑当下市场的估值水平和经济韧性,我们相信市场的下行空间有限,疫情也不会改变社会经济发展的中长期趋势。医药行业投资的根本逻辑没有发生变化,仍然应该从长期确定性的逻辑着手,抓住医药板块的三条投资主线——医保卫生经济学评价、个性化/高端化改善属性的自费可选医疗消费、中国特有全球竞争优势产业。

关注长期稳健的增长

2019年医药行业基金取得了不错的收益,主要与医药行业本身持续稳健增长的内在属性相关;同时也与外界经济环境相关,当与经济周期和国际贸易相关的投资与出口承压时,刚性需求且成长性较好的消费医药就会更加受到市场的关注。从长期来看,医药行业投资的根本逻辑在于其长期稳健的增长。这种增长来源于经济发展导致的对健康的重视、源于人口老龄化加深及相应疾病谱的迁移,也源于科技进步能更好更高效地满足过去未被满足的健康需求。这些因



素都是慢变量,但拉长时间维度来看却都是确定性极高的变量。所以,我们认为投资医药行业需要秉持成长性思维,做时间的朋友,无论从个股、行业、仓位的选择上,都应该秉持这一理念。

此外,医药行业是科技密集型的高新产业,同时也是关乎百姓健康的民生行业。那些真正能满足最广大人民群众不断提升的健康需求的产品及企业,才是真正值得投资的标的。如制药巨头默克公司创始人乔治默克所说:“我们永远不应该忘记药物是为人类而生产,而非为追求利润而制造,如果我们牢记药物是以治病为目的,利润总会随之而

来。”

紧抓三条投资主线

做好医药行业的投资需要认清行业发展的驱动因素并且把握住驱动因素背后的核心矛盾。从大方向来看,笔者认为,医药行业的核心矛盾是老龄化加剧和健康消费水平提升的同时,基础医疗保险的收入支出增速在逐渐放缓。

因此,未来医疗行业的前景已经较为明确,随着消费结构升级与老龄化加剧,都将导致医疗消费支出在整个消费支出中的占比提升。医药行业是一个长期稳健增长的行业,笔者希望能从

更长期的角度来选择投资机会。展望2020年,医药行业投资的根本逻辑和核心矛盾没有发生变化,即老龄化加剧和健康消费水平在持续快速提升,但基础医疗保险的收入支出增速在逐渐放缓。因此,我们认为仍然应该抓住医药板块的三条投资主线。首先,是医保卫生经济学评价,满足老百姓更多未被满足的临床需求,包括疗效导向的创新药及产业链、性价比导向的仿制药一致性评价;其次为针对个性化、高端化、改善性需求的自费可选医疗消费,如部分眼科、口腔、体检、医美等;第三是由于中国独特的人才及产业结构所带来的的一些具有全球竞争优势的产业,比如工程师红利和产业链优势,具体如医疗设备、CRO/CDMO行业等。但考虑到市场的一些新增边际变化,如股权质押风险化解、流动性相对宽松等因素,我们更看好一些低位、低估值,有向好边际变化的中小市值、二线细分领域龙头公司的表现。

医药行业直接受疫情的负面影响偏小,表现出一定的抗跌性,受到市场的集中关注,部分子板块甚至逆势上涨。因此,疫情除面对社会运营经济的暂时性负面冲击外,也有可能对国内疾病防控体系造成深远的影响,并可能对全民的医学健康意识造成潜移默化的影响,在这些方面寻找投资机会或可找到积极的变量。

遵循市场内在规律
不惧短期阶段性震荡



□银华内需精选基金经理 刘辉

受当前疫情影响,投资人对市场产生了一些不安情绪。根据笔者从业20多年的经验来看,市场都是服从它的内在运动规律,服从基本的趋势和方向。

笔者认为,只要我们能认清疫情对市场而言只是一次阶段性冲击,我们就不会觉得它是一件很令人恐慌的事情。2003年非典也引起了市场的恐慌,市场在短期下跌之后,很多股票出现连续上涨,股价很快恢复到下跌前水平。当时的情况就是,当新增发病人数逐渐平稳,市场很快就做出了非常积极和强劲的反应。

笔者的投资遵从于产业和公司的深度研究,服从于一到三年这个时间纬度上产业与公司的变化,面对短期波动乃至剧烈震荡,采取投资的长期眼光进行取舍评判。一般不做过短的交易,基本上都会选择一些中长期的,比如在一年、两年、三年内,既能够持续持有,也能够获得相当收益的品种。如何实现呢?主要就是靠上市公司自身能够随着时间的推移向前发展,带动公司内在价值的提升,然后逐渐地获得市场的认可,最后提升公司的股价。这种投资方式,能够对短期的波动基本脱敏,但是对方向性的变化很敏感。也就是说,只要大的方向没有发生变化,我们对于这种阶段性的波动考虑相对较少。因为对于投资而言,如果区间看得过短,几乎每天都需要耗费大量的精力在市场的波动上面。与其这样,不如把有限的资源和精力投入到对公司中长期的研究中去。

我们坦然且乐观积极地面对市场,必须看到中国A股市场结构性牛市逐渐成形并逐步展开这个基本趋势。这个趋势,来源于国家在内外环境下的长期坚定布局,也来源于中国经济结构变化和产业升级的内在驱动,具有很强且可靠的方向性,这不是阶段性外生冲击可以改变的。紧扣基本面方向是我们投资的重要任务,也不应在阶段性震荡的市场中,迷失基本方向。

在笔者的思维框架中,市场的运行风格往往都是交替进行的。我们基本上把2018年11月6日以后的市场定义成一个成长股主导的市场。也就是说,在我们理解市场的时候,首先要看清楚市场运动的主导性力量在哪里,在明确了目前是处于成长股为主导的市场的情况下,我们首先就需要去找到在当前中国经济发展中具有重大发展空间的行业和公司。

第一是科技股,特别是半导体。这其中既包括中国经济整个产业升级、战略竞争所导致的产业重构,也包括5G推动的技术发展。尤其是半导体,可能成为其中发展的重中之重。

第二是医药股,我们需要看到目前中国的医药发展水平总体不高,但是整个国家的需求是巨大的。特别是创新医药、新产品开发等方面更是十分薄弱。这个方向的发展是比较确定可靠的,我们比较重视对医药板块的配置。

第三是新能源汽车板块,虽然目前配置不多,但是这个方向确实是一个比较重要的方向。因为这是中国未来在汽车行业能否取得主导权的关键环节。

第四是高端制造板块,比如机器人、新材料等方面,也需要进行较为深入地挖掘。

另外,对笔者来说,农业板块是一个特定阶段的投资机会,它代表着周期股方面的投资机会。目前来看,这一板块在2020年会是一个预期差极大的行业。

除此之外,今年对于价值型的公司,比如证券、保险,包括建筑等板块,我们也会考虑进行跟踪,因为这些板块在下半年可能会产生一些指数性的变化。

总体而言,2020年的投资机会应该会比2019年更宽泛一些,但是单个机会的空间可能不及2019年。

践行价值投资 封闭式运作实现复合收益

□鹏华基金董事总经理 王宗合

投资中超额收益最大的一块就是长期投资,一部分人很难用长期角度思考问题,另一部分人没有条件站在长期的维度去行动。

价值投资 知易行难

价值投资不仅仅是一种投资方法,更是思维方式。价值投资需要相匹配的能力,这个能力是内心真正相信这个框架能带来长期的收益,并且懂得放弃各种短期的诱惑。价值投资是反人性的,它意味着长期,并且放弃短期的诱惑,这对于大部分人来说很难做到。价值投资的问题并非大家不知道,而是不会行动和执行。价值投资需要相应的能力匹配,否则是一句空话。

价值投资对能力圈有很高的要求,对于一个公司的复利效应要有深刻认识,并且能看得比其他人更长远。在每买入一个公司股票时,都会有极其苛刻的要求。无论是公司的商业模式、盈利能力、估值还是安全边际。时间效率应该最大化,不应该放在平庸的公司和平庸的机会上。从长期来看,无论美国还是中国,都是头部行业的头部公司带来最大的复合收益。

从价值投资的角度去理解波动,价值投资者并不应该过多在意波动,短期市场是难以预测的。价值投资者应该将时间精力放在构建对公司具有领先市场



的研究上,并且投入到优秀的企业和投资机会上。笔者的投资思路是,“自下而上”找到长期有竞争壁垒、有复利效应以及成长性的个股。

更好地践行价值投资

持有人购买产品的收益,有两个部分:一个是基金经理通过专业化投研取得的净值增长,将其定义为投资收益(Investment Return);另一个是持有人在持有周期中,享受到的净值增长,将其定义为投资者收益(Investment Return)。大部分时候,这两个收益率是不一样的,而且投资收益几乎肯定比投资者收益高。

封闭式基金产品,恰恰能大幅提高持有人的投资者收益。首先,由于是封闭运作,不受持有人申购和赎回的影响,能让基金

经理更加纯粹地去做投资,不用担心阶段性的规模变动。更重要的一点是,投资者在两年内无法进行任何申购赎回,能全部享受到来自基金经理的投资收益。市场历史经验表明,有些年化20%复合收益率的产品,其持有人并没有赚到那么多钱;甚至一些新发现的开放式基金,净值上涨10%,持有人就落袋为安进行赎回。通过一定的封闭期,能给投资者带来相对确定的投资收益。

封闭式主动权益基金的背后,是价值投资这套方法的长期有效性。波动和投资亏损,有时候一致,有时候又不一致。如果这个波动是来自情绪的影响,那最终回撤并不会转化成亏损。短期的波动并不是风险,而是一种噪音。真正的风险是对公司基本面判断错误导致的亏损。短期的市场是无法判断的,一个基金经

理应该专注于企业自身的基本面,判断未来几年后公司的价值在什么水平,要买入那些未来几年后价值有比较明确增长的企业。所以,一个月的收益率是不确定的,但是看两三年的收益率是比较确定的。

持续构建三大能力圈

市场的情绪就像一个钟摆,会出现周期性的摆动。真正的风险是,错误判断企业价值。价值投资者的超额收益,必须来自领先于市场的研究,如果没有领先于市场的研究,就不应该去投资这个标的。笔者注重在三类企业中持续构建能力圈:

第一类是商业模式构建在人群之上。这种公司偏向消费属性多一些,可以是卖某种产品或者某种服务。比如品牌消费、医疗服务、金融服务、文化娱乐等,都是建立在人群之上,有2C的属性。

第二类是大制造领域。这类公司和第一类不同,是比较看重成本或者效率领先于竞争对手的企业,或者学习曲线已经和海外拉平的制造业创新企业。

第三类是产品创新的公司,比如医疗领域的一些公司。这些公司学习曲线还在早期阶段,有比较大的发展空间。

价格告诉我们要择时,价值告诉我们要精心选股。在投资理念的指导下,匹配相应能力圈,知行合一,才有可能使资产组合获取较高收益率。