

医药科技赛道未来成长空间广阔

□长城医疗保健基金经理、长城医药科技拟任基金经理 谭小兵

受多重因素影响,今年以来医药板块持续震荡,走出了一波“上涨-回调-反弹-震荡”的“四重奏”行情,波动加剧的同时,细分行业的结构性行情分化也十分明显。笔者认为,估值与景气度是影响今年以来医药行情演绎的主要因素。对于医药行业的下一个十年,看好医药科技、医药创新等高景气度赛道。

医药行业高估值是常态

今年以来医药板块历经两次调整,核心原因都是投资者对医药核心资产高估值存在担忧。对于医药核心资产来说,春节后的调整并不是因为基本面出现变化,而主要是由于宏观环境变化导致市场风格发生变化,中长期估值扩张逻辑并没有发生改变。从中长期来看,医药板块肯定是长跑之王,这是由宏观大环境和医药行业的景气度所决定的。

一方面,我国的GDP增速处于下行通道,而医药产业则处于成长早期阶段,二者存在明显的逆向剪刀差。由广阔发展空间带来的持续高增长预期使得医药行业必将享受超越历史的估值溢价率,尤其是一些新兴高景气度赛道更是如此。

另一方面,医药行业本身在经历资本逻辑与产业逻辑的双重共振后,出现了优质资产荒。从资本上来说,居民资产权益化是长期趋势,配置医药的资金也将不断增加;从医药行业的产业逻辑上来说,具备长期投资价值的赛道将变得越来越稀缺。这两方面因素共同决定了医药核心资产的高估值只会波动,不会消失。

医药科技时代到来

过去十年是中国医药产业的高速发展期,16%的年均复合增长率远超其他国家。从规模来看,2008年至2017年,中国规模以上医药制



造业主营业务收入从7914亿元增长至近3万亿元,中国已经成为“医药大国”,并向“医药强国”迈进。

在高增长背后,医药产业的基本面也悄然发生着变化。在从“医药大国”向“医药强国”的转变中,科技力量将更加重要。因此未来十年,笔者认为会是医药科技的天下。从2008年到2017年,在政策与技术的双重共振下,中国的医药创新已经从基础设施的建设演变为成果的萌芽。政策上除了从宏观鼓励到资金支持外,医保结构改革也成为医药创新发展的有力推手。比如在整个医药蛋糕中,医保改革直接压缩了仿制药的份额,将其让位给创新药,这种做法大大加快了创新药的商业化进程,让创新药的业绩能够快速进入到爆发期。

而技术方面,过去几年医药产业的研发支出快速增长且呈现不断加速趋势,研发型药企

的数量也出现井喷现象。除此之外,传统医药叠加新的科学技术应用,借助制度与资本助力,医药行业的新技术、新产品、新应用、新平台不断涌现,医药科技赛道未来的成长空间广阔,投资机会凸显。

赛道不同 投资逻辑不一

医药科技未来的景气度毋庸置疑,但要捕捉其中的投资机遇并非易事。医药行业涵盖的细分子领域众多,可分为制药、器械、服务三大板块,每一板块又可划分为不同的细分子行业,比如制药板块可分为原料药、化学制药、中药、生物制药/生物制品等子行业。不同子领域的竞争格局和发展前景各异,也相应的具有不同的投资逻辑,需要逐一寻找、仔细鉴别蕴含其中的科技含量和发展趋势。

制药板块的投资逻辑主要看创新升级和消费升级,这是因为该板块主要受用药结构影响。在国内目前用药结构中,过期专利药、中药注射剂及辅助用药、抗生素占比过高。相比全球范围内生物药占比持续提升,国内用药结构仍有较大改善空间,特别是受益于创新升级与消费升级的创新药、疫苗等细分行业。

器械板块的投资逻辑主要看创新升级与进口替代。据《中国医疗器械蓝皮书(2019)》数据,2018年中国医疗器械市场规模约5304亿元,增速为19.86%。目前仍有较大进口替代空间,器械板块发展的景气度较高,其中又首推医用设备领域。该领域在器械板块中市值占比较高,尽管DR、监护仪等设备的国产比例超50%,但仍有众多领域存在较大进口替代空间,受政策鼓励,创新型器械成长空间广阔。

服务板块的投资逻辑则主要看消费升级与规模效应。随着居民消费能力和消费意愿的提升,提供更加高效高质服务的专科医疗、体检服务机构发展增速高、潜力大。此外,工业性医疗服务方面,随着专业化分工的兴起,三方医学检验、研发生产外包企业具备专业优势和规模优势,发展空间也十分广阔。



□富国沪深300基本面精选拟任基金经理 孙彬

从2016年开始管理专户产品到现在,匆匆走过了五年的投资时光。如果问笔者在这五年里被机构和个人投资者问得最多的问题是什么,那一定是:“请问怎么看未来一个季度大盘、某某行业、某某主题板块的走势。”这是一个普遍的问题,但是对笔者来说,这却是一个很难给出高置信度回答的问题。

上市公司的股价是由公司的基本面、市场情绪以及资金等多方面因素决定的。简单来说,上市公司的股价可以表达为“股价=PE×EPS”,其中EPS是公司经营状况的体现,投研人员可以通过对基本面的跟踪以及研究对上市公司近几个季度甚至更长期的EPS做出指引,但是无法对PE给出高置信度的指引。PE是市场情绪的反应,并不以基金经理的意志为转移。在短时间期限内,例如一个季度或者半年,市场情绪是影响股价的重要因素;而在长时间期限内,例如三年或更久,EPS对股价的影响则更大。因此,我们需要用更长期的视角去看待权益资产。尽管在短时间周期内,权益资产相较固收类资产波动性更大,但是在长时间周期内,权益资产的长期回报是高于固收类资产的。Wind数据显示,截至2021年4月底,股票型基金从2003年至今多年的复合收益率超过15%,高于固收类资产的复合收益率。

用更长的期限去看待权益资产,笔者认为,可以从以下几个方面出发。

首先,淡化择时。正如前文所说,预测短期涨跌幅的胜率是不稳定的,但是拉长周期来看,权益资产的回报率是可观的。笔者倾向于用股权风险溢价模型去观察权益资产所处的位置。股权风险溢价模型在大部分的时间点都没有显著的指向性意义,但是在极值点时,却具有高胜率的指向性意义。因此,只有当股权风险溢价模型触及极值点附近时,才需要在大类资产配置上做一些思考,这样的情况往往三年到五年才会出现一次。

其次,将主要的精力放在深入研究,自下而上精选个股上。深入研究也是主动权益基金经理获取超额收益的主要来源。个股选择的胜率高于行业选择的胜率,也高于大类资产择时的胜率。随着中国资本市场的发展,买方研究和卖方研究不断完善,市场一致预期的有效性稳步提升,卖方研究的同质性也逐步显现。买方机构需要借助更加深入、独立、细致的研究,以更加独特、完备的视角以及更快对市场反应的速度才能更加顺利获取超额收益。

最后,通过分散持仓的组合管理来控制组合的下行风险。经历了过去两年的牛市,很多公司估值处于较高的位置,市场整体波动率加大。如果我们不在个股及行业上充分分散,那么当短期因素对组合重仓个股带来较大影响时,也会对整个组合带来较大的影响。

基金经理需要用更长期的眼光看待权益资产,而基金投资人也应该用长期的眼光看待权益基金。我们对公司明星基金富国天惠精选成长做过持有人分析:尽管这是一只十年一倍的基金,但是对于大部分持有人来说,收益率并不显著,其主要原因在于频繁交易以及追涨杀跌。追涨在一个长的期限内,只要基金净值能够持续创新高,那么投资人也能获取正收益。但是对于杀跌出局的投资人,亏损就很难再赚回来了。

在相对收益和绝对收益之间寻找平衡

□广发新兴成长基金经理 刘玉

自2008年入行到现在,从最初对股票的懵懵懂懂,到投资理念的成熟、投资体系的优化与迭代,笔者对投资的本质是什么、如何管理组合、如何平衡收益与风险、如何兼顾长期与短期目标有了更深刻的认知和体会。

首先,投资组合是基金经理集三观(人生观、价值观、世界观)的立体呈现,是基金经理的投资目标、管理水平、投资心态以及思想境界的真实折射;其次,基金经理也是一位产品经理,在管理基金时,需要结合产品的风险收益特征来构建组合,力争在市场上涨时保持向上的弹性,下跌时尽力控制回撤。简而言之,基金经理需要在相对收益和绝对收益之间寻找平衡,以更好地匹配基金持有人对产品的需求。

做好投资的三个“最重要”

作为金融专业科班出身的投资人,笔者在求学阶段就阅读了很多投资大师的经典书籍,其中,受影响较大的是沃伦·巴菲特、查理·芒格、霍华德·马克斯等。例如,《巴菲特致股东的信》、霍华德·马克斯的投资备忘录等经典论述,现在仍时不时拿出来翻阅。

结合投资大师的智慧以及自己的实践,笔者认为做好投资有三点最重要。

第一,最重要的不是买得好,而是卖得好。“以合理的价格买入好公司”,是投资大师巴菲特总结的核心要诀。按照价值投资的信条,好企业从定量层面可以量化为高ROE、高分红、高ROIC等,定性层面可以用良好的治理结构,足够宽的“护城河”等来评估。

优秀的公司股价也有波动。一方面,公司的发展有繁荣和低谷周期;另一方面,市场情绪也存在过热或过度悲观阶段。因而,我们需要在价格低估时买入,在价格高估时卖出,尽量避免因股价“过山车”而对净值带来较大的回撤。

第二,投资中最重要的不是价格也不是内



在价值,而是相对的性价比,即安全边际。克拉曼在《安全边际》一书中提出,所谓安全边际,在投资决策失算的情况下,还能保证不亏钱的安全垫。而安全边际的实现路径是靠买入价格,买入价格越低,安全边际越大。当我们在不停地选择性性价比更高的公司时,其实也是在控制回撤。

第三,最重要的不是进攻,而是防守。本金安全是巴菲特反复强调的投资要义,但也许很多投资者并没有意识到这一点的重要性。如何在高波动的市场中做好防守,笔者认为,目前可行的方法是选择好公司,克制欲望,理性操作。

专注赚自己能力圈内的钱

研读海外投资大师总结的投资心得,关于

人性、勿贪婪的总结有诸多表述。确实,做好投资这件事,需要我们学会控制自己的欲望。一方面,市场有很多赚钱机会,如果我们抱着鱼和熊掌兼得的想法,希望追逐每一次热点,捕捉每一次机会,那么,很有可能踩错节拍,导致长期效果不佳。

另一方面,价值投资有不同的流派和风格,每位基金经理基于自己的研究经验、从业经历、人生阅历等,都有各自的能力圈和认知局限性。因此,我们不能寄希望于自己是一个全能选手,在不同风格、不同阶段都能战胜市场。基于此,笔者的策略是在自己有限的能力范围内,赚自己擅长赚的钱。

具体到投资实践,笔者是从自上而下研究,按照“核心+卫星”的策略构建组合。

第一步,自上而下判断经济周期。在构建组合前,首先需要弄清楚当前宏观经济位于什么阶段,哪个领域属于景气度向上,哪些领域库存在降低,从宏观大趋势角度选择一些行业,犯错误的概率相对较低。

第二步,从中观入手做好行业选择。好的行业是培育优秀企业的肥沃土壤。当我们选出景气度向好的行业后再进行个股挑选,结果容易事半功倍。笔者从两个角度进行选择:一是选择长期景气向上的行业,如新兴医药+新兴消费,它们属于组合中的核心仓位;二是结合行业景气度阶段性投资周期反转的行业,例如2019年的养殖和半导体,2020年的光伏和新能源汽车等,属于组合中的卫星仓位。

第三步,精选优秀行业的优质龙头。按照企业生命周期分类,笔者偏好选择处于稳定成长和成熟期的公司,也就是行业的龙头公司,虽然这类企业的增速没有快速成长长期的公司那么高,但企业已经具备了很强的行业壁垒,在品牌、渠道、产品类别、研发、市场定价等方面都具有很强的竞争力,成长的确定性更强。从财务指标看,笔者选标的时最看重的两个指标是ROE和企业自由现金流。