

姜诚:做消费医药“牛股挖掘机”

□本报记者 黄丽



姜诚,清华大学金融学学士,上海财经大学金融学硕士,曾供职于国泰君安证券资产管理部,历任研究员、投资经理。2010年加盟安信基金筹备组,现任安信基金研究部总经理兼任基金投资部总经理、安信消费医药主题股票基金拟任基金经理。

买股票前先“称重”

“投票机”和“称重机”这两个词实际上代表了股票市场上两种典型的投资理念。经常考虑市场风口是否转向或者其他投资人怎么看,这就是典型的投票思维。姜诚的团队则正是典型的称重思维。他们在投资上特色最鲜明的一点是很少根据短期方向做判断,而是更多地从实业的角度来判断股票价格是否划算。“我们其实对短期阶段性的涨跌并不那么在意”,姜诚相信市场的短期走势是由投资者行为决定的,长期的走势则是由企业的价值决定的。

“这两种投资理念没有好坏之分,只不过投资者的方法论体系决定了他的风格。”姜诚是科班出身,在这么多年的金融学研究中,他所学习的知识都是围绕着商业模式和企业价值评估的体系聚合而后延伸,因此养成了他在投资中不喜博弈、擅长称重的风格,通俗说来就是典型的价值投资者。

对姜诚而言,他投资任何一家企业都希望能获得现金流回报,而不仅仅是“buy high, sell higher”的逻辑。即使是互联网思维大行其道的今天,几乎所有人都在谈论用户黏性、成长空间,姜诚仍然不会选择只烧钱却没有成熟盈利模式的企业。

那么具体如何进行呢?顺着投资的整体脉络,姜诚向记者娓娓道来。首先是称重,称重的要素就是对企业的商业模式、竞争优势进行分析。商业模式分析时要把价值链进行拆分、梳理,拆解其关键资源和关键业务活动。至于未来各种各样的新技术的引入会使得公司基本面发生何种变化,也要基于对价值链和商业模式的分析进行研判。其次,结合对行业或企业成长空间层面的判断对公司进行估值。最后就是通过股票在二级市场的价格和企业的估值对比后,做出是否买入或卖出及买入比例的决策。

秉承市场短期无效、长期有效的思想,姜诚选择淡化自上而下的大类资产配置,重视自下而上的个股甄选,以挖掘商业模式清晰、竞争优势明确的绩优白马股为主要投资策略。

与公募基金行业中许许多多经历坎坷的基金经理不同,姜诚可谓是“名门正派”。他出身于清华金融学,后赶上财深造,毕业后顺风顺水地进入国泰君安证券资产管理部,2010年加入安信基金任研究部总经理,2014年8月接管公募基金,不到5个月内就实现了约25%的投资佳绩。

科班出身的他不喜欢博弈,坚守学院派的价值投资理念,以投资企业的眼光选择股票。他信奉本·格雷厄姆的一句话,“股票市场短期是投票机,长期是称重机”。他精准地发现了消费医药板块的风险报酬比眼下明显占优,誓做消费医药板块的牛股挖掘机。跟随姜诚的基民或许较难体会过山车般的大起大落,却可以顺着静水深流走向财富的海洋。

在记者对姜诚的采访中,他最频繁提及的一个词就是“风险报酬比”。这是姜诚做决策的一个重要指标。正如2014年前三个季度到第四个季度的绝大多数时间中,他都认为蓝筹股的风险报酬比更高,因此他所管理的安信平稳增长混合型基金主要配置了传统行业蓝筹股,获得了十分理想的业绩和同类排名。但是现在,他认为蓝筹股已经不具备明显优势,反而是已经滞涨了一年的消费医药板块在风险报酬比上占优。

“不可否认,蓝筹股群体中还存在个股的机会,但从全局而言,风险报酬比已经发生了比较大的逆转。”原本风格分化的行情中,2013年市场倾向于有真实业绩增长的中小盘股,2014年则洋溢着各种主题、故事、概念的投资机会,这些风格对周期蓝筹股是极其不利的。但是物极必反,2014年四季度,蓝筹股奋起直追,把成长股用了六个季度积累起来的相对优势抹平了。

最近,姜诚的团队将各个行业的历史水平分别做了横向和纵向的对比。他们发现,经过过去两三年的行

消费医药板块优势明显

情,无论是从涨幅还是历史估值的中位数而言,蓝筹股和中型成长股都已经旗鼓相当了。

大盘站在现在这个点上,颇有“茫然不知归处”的仓皇之意。一带一路、国企改革等板块的风险报酬比相对而言已经不具备优势。这时,消费和医药的投资机会落入姜诚的视野。他们猛然发现,从中证行业细分角度来看,可选消费、主要消费的历史估值已经处于相对偏下的位置,而其他行业基本已经走在历史估值以上,并且高出许多。

“这两个板块的相对低估在历史上是很少见的。”姜诚这样判断。而医药行业的市盈率一直比较高,即使滞涨了一段时间,现在也仍在历史估值的中位偏上。但姜诚认为,医药的投资机会向来是在个股层面的,“比如很多医药股会长期维持在较高的市盈率,是因为明确的竞争优势和巨大的成长空间可以赋予一个优秀企业更高的估值。”

去年5月份姜诚在筹划发行基金产品,那时候TMT行业正处于最疯狂的时候,他隐隐觉得TMT积聚

的风险已经很明显了,后来蓝筹又暴涨,而消费医药已经持续萎靡一段时间。“当时我们已经预计到现在发行消费医药产品将会是比较好的机会。”

另外,从个股来看,他们持续跟踪的一些股票已经出现了买入机会。有些股票已经两年没有涨过了,估值从3字头、4字头逐渐变成2字头。“这些股票基本面都很好,但估值一直没有便宜过。我们用时间换来了空间。”姜诚说。

为何在去年A股大幅上涨中医药板块会成为被遗忘的角落,从而出现了良好的投资机会?据姜诚分析,首先是因为医药行业2014年业绩在前期较高增速基础上有所回落;其次,2013年医药板块涨幅居前,市场预期较高;最后,整个蓝筹股板块在经历多年调整后积累了较高的风险报酬比,使其在估值修复的过程中对前期涨幅较高的医药板块形成压制。“2015年我们认为上述不利因素将发生逆转,尤其是经历了一年滞涨后,医药板块的风险报酬比已经大幅提升,相比于其它板块优势明显。”

市场机会来自基本面修复

对于2015年A股的投资机会,姜诚认为大盘蓝筹股在经历了前期大幅上涨之后的风险报酬比已经不具有优势,大股票将仍以震荡为主;上半年小股票会占优势,但创业板一再创新高意味着小股票离泡沫破裂的时点越来越近。整体而言,他看好中型成长股。但他还是认为,牛市还未结束,只是行情特征将不同于往年。

“如果说去年的上涨是流动性预期改善带来的估值修复的话,接下来的投资机会将来自基本面修复,而基本面行情通常是个股维度而非风格维度。”姜诚认为,2015年无论是价值型抑或是成长型投资者都面临凭借扎实的基本面研究功底取得优异业绩的机会。

姜诚认为,一个成熟的投资人要对股票的分量有感觉,就像在海里游泳的人要对水位有感觉一样。“目前,以金融地产为代表的蓝筹股估值已经在中性偏危险的水位区域,水有点深了。为什么还没有进入降息周期,股票的水位就深了呢?这就是股票市场有意思的一点。”姜诚解释道,去年其实市场没有怎么放松,但由于市场有宽松的预期,所以估值修复迅速发生,而且估值修复的行情往往非常剧烈,金融地产在两个月不到的时间内普遍翻了一倍。事实上,宽松的预期已经反映在股价上了。

以银行股为例,银行股在海外市场的PB基本都在1倍以下,全世界最好的富国银行,在美国市场得到了最高的估值,约为1.5倍PB。其次是汇丰,其在港股的PB也就1倍左右。反观A股,银行股经过一轮上涨后,PB的中位数上升至1.2倍左右,前段时间稍微回调后,工行的PB在1.1倍左右,建行、招行的PB在1.1倍到1.3倍之间,若干银行在1倍左右。“不能说它们很贵,但已经不像沪港通开通时那样有相对H股的明显折价了。即使深港通开通也很难再带来巨大的正向刺激,因为A股的估值修复已经完成,相对于港股由折价转为溢价。这时候蓝筹股再有比较大行情的可能性能较低。”

“2015年市场将大概率回到以基本面为主要驱动因素的状态,个股层面的机会将更加层出不穷,但在全市场层面,我们反而认为不能过高期待全面的系统性机会,经过前期上涨,大多数行业和板块的估值修复已经完成。”姜诚说,理性的投资者在估值修复完成后将重新关注基本面,只有大盘蓝筹受益于降准降息的逻辑并非是持续性很强的一般规律。

基于当前估值水平和基本面运行趋势,姜诚认为消费板块中的大众消费品将面临较好的投资机会,包括大众食品、品牌服装等,一方面当前

估值水平对悲观预期反映较为充分,另一方面基本面也面临反转机会。

医药板块的最核心投资机会也在较多个股正面临估值修复和基本面提升带来的戴维斯双击机会。姜诚表示,医药领域包括了药品、器械、服务等多个环节,任何一个环节都具有投资机会,且投资机会在个股层面,不能简单以细分行业的维度进行区分。就标的数量而言,药品制造将是最容易建立差异化竞争优势的价值链环节,个股投资机会也将更多。

值得注意的是,姜诚并不那么看好现在被热炒的互联网医疗概念。他认为,互联网技术在医疗领域的应用空间确实非常广阔,但目前的互联网医疗还更多停留在概念层面,尚未见到清晰可行的盈利模式,其进一步的推进依赖于现有医疗体系改革的进度。

“一个完整的医疗价值链中包括了制药厂商、药品流通渠道、医院、医生、患者等众多方面,而当前价值链中的话语主导权掌握在处方权者手中,也就是医院和医生的手中,互联网能否对医疗体系形成颠覆取决于处方权能否分离以及药品定价体系能否发生重大变化。”姜诚说,互联网医疗或许会成为下一个亮点,但当前的投资机会和投资标的并不明确,有赖于政策的进一步明确和互联网医疗商业模式的逐步成熟。