

改革创新仍是投资主线

树木与森林

□易方达价值成长混基经理 王义克

□博时基金宏观策略部总经理 魏凤春



四季度A股市场的主要矛盾可能是关于创新和改革的预期。四季度反弹可能性较大,风格较有可能偏向消费、科技和设备制造。

我们认为国有企业、土地等关键区域改革需要在高层和公众有相当的共识后才能有大的突破,当前的确有明显掣肘,财政、金融、税收等领域改革则相对更易于推进。而在创新方面,我们看到,在不突破底线、不影响国家安全的范围内,国家在推动创新上的努力绝对是空前的;同时,估值调整后做资产运作相对更加容易。唯一需要注意的是,私募股权市场可能会冷一段时间。

改革创新是主旋律

国企的相对走势会弱于民营企业。而民营企业中坚持走创新路线、锐意进取的,会持续受到追捧。进一步而言,如果这些企业能和国家的战略相结合,会成为市场的主角。而我们认为之所以创新改革的预期会成为第四季度的主要矛盾,理由有三:

一是改革、创新的预期是2014年年中以来市场走强的基本面基础,“改革牛”等说法即是佐证;因为有这样的历史,关于改革和创新进程的关注度一直处于较高水平。

二是市场恢复常态,理应是回到市场的基本面。但近期的业绩并非基本面的全部,在非正常的市场中,它能帮助提供避难的场所;在市场恢复常态后,关于业绩空间的讨论自然会回到聚光灯下;当前,A

股公司业绩空间与创新、改革的政策及实践关系尤为密切。

三是市场震荡之后,推进改革、创新的步伐是否会有减缓?加上中小创是这轮市场下跌的震中,这方面也较有可能形成分歧,需要通过持续的观察和验证来解决分歧。

国企改革顶层规划: 渐进性质为主

国有企业改革是中国改革的核心问题,重要性毋庸置疑。9月14日顶层规划文件的出台,使我们得以一窥政府在这方面的考虑和用心。

我们认为,顶层规划文件本身渐进性质较强,集中体现在混合所有制改革重要性相对较低;国有资本投资公司、国有资本运营公司至少一开始是有限引入,

并不会带来国资管理体制的突变;国企“做大”重要性也有所下降。

国企改革仍然是投资主题的重要来源。顶层规划文件发布后,较为确定的投资机会应该在国有企业的整体上市。央企之间的强强联合、大集团内部的资产归并也会带来不少机会。

创新受到空前的重视

有相当多的事件显示股灾之后,高层对创新的支持没有任何变化。7月30日的政治局会议上就指出把发展实体经济和培育有核心竞争力的优秀企业作为制定和实施经济政策的出发点……要切实推进结构调整,加快实施创新驱动发展战略,促进大众创业、万众创新。”这基本上都是近来才有的新提法。

李克强总理在7月28日出席国家科技战略座谈会讲“创新驱动”时,明确了它的含义:“实施创新驱动发展战略,要坚持把科技创新摆在国家发展全局的核心位置,既发挥好科技创新的引领作用和科技人员的骨干中坚作用,又最大限度地激发群众的无穷智慧和力量,形成大众创业、万众创新的新局面。”

最后,我们认为“十三五”规划对创新的重视将是空前的。智能制造、互联网+、农业信息化等方向将会确定它们的战略地位。

并购重组加快推进

并购重组是经济中的新鲜血液,也是进入A股市场最为便利的手段。因此,看并购重组活动,也能看出来A股是否还在求新求进。从我们统计到的数字看,A股市场并没有失去支持创新的活力。

到9月,A股宣布重大资产重组董事会预案的公司无论是数量,还是占A股上市公司总数的比例均已经创出历史新高。已经在进行重大资产重组的公司,重组步伐并没有减缓;宣布重大资产重组失败的公司,在7、8、9三个月处于低位。

但需要提示的是,私募股权市场可能会有一些压力。无论是美国还是中国,有越来越多的业界人士认为市场正处于泡沫或者泡沫破裂的开始。红杉资本董事长莫里茨最近在《金融时报》也以Theoranos的例子讲了同样的观点。

好在A股并购的标的相对都还比较成熟,当前初创企业投资的泡沫对上市公司并购重组的影响应该还是相对较小的。

2007年我到香港工作,在九龙租了一套60平米左右的公寓。房东比我年长几岁,是一家本地制造企业的销售经理,大概因为年龄相近,又算投缘,一来二往我们成了很好的朋友。香港以房价昂贵著称,我的房东朋友却已经按揭供有两套房子,一套自住,一套放租。一次聊天中,他坦言感觉香港股票太贵,房子却因有越来越多的大陆富豪前来投资而具有很大升值空间,因此他考虑把所持股票都沽出转为投资房产。

房东朋友的话给了我很大触动,作为非专业投资人士,他看到了股票市场见顶、地产市场处于上升趋势这片“森林”;而我,当时作为一名分析师,每天却沉浸在自己所覆盖行业的供需假设变化,公司赢利模型调整这一棵棵独立的“树木”上,很少从宏观经济周期的层面、从各个行业比较的角度去思考问题。2008年以来,香港房价不断攀升;反观港股,目前却已跌破2008年的低点,房东朋友无疑做了一次成功的资产配置转换。

“只见树木、不见森林”的错误在我们的日常投资中屡见不鲜。国庆档热播电影《夏洛特烦恼》中的大春虽然因得到来自未来的好友暗示而让人在1994年以2700元每平方米的价格买入了北京二环的房子,却在房价迅速攀升到2900元以后兴高采烈的让家人和亲戚都将手头房子卖了套现。你猜他们在2015年会是什么心情呢?套用夏洛的一句话“那些亲戚就别再联系了。”大春卖房子的理由是“房价已经很贵了”,所谓“贵”是参照他对这套房子价值的预期。

我们在日常投资中何尝不是如此,当看到上市公司的季报超预期(低于预期),以为是买入点(卖出点);却忽略了行业和公司赢利趋势向下(向上)的趋势。如果大春能看到过去20年中国房地产蓬勃发展的行业周期,又怎会卖掉手头的房产呢?

过去一年,A股市场经历了一次世所罕见的牛熊周期,不少投资者损失惨重,也因此对市场前景感到困惑、迷茫乃至极度的悲观。尽管市场短期确实还可能呈现大幅波动的走势,但若不能从更高的视野、更宽的视角去分析,只怕又会犯“只见树木、不见森林”的错误。让我们看看下面几组数据:

首先,中国的GDP增速从过去的10%左右下降到目前的7%左右,将来可能更低。尽管增速下来了,质量却上去了。中国经济的结构已经悄然发生了变化。目前第三产业在GDP的比重为48.1%,已经超过第二产业工业。第三产业服务业的增速也在2013年开始超过工业增速。

其次,经过30多年经济的高速发展,中国居民积累的大量的财富,有巨大的财富管理的需求。目前,中国居民的金融资产占家庭整体资产的比重为46%左右,远低于美国的70%以上。过去5-10年,中国居民金融资产主要构成是固定收益类资产,包括银行存款、银行理财、信托理财等。上述资产的收益率持续走低,其性价比将不可避免的逐渐降低。从中长期来看,中国居民提高对金融资产配置的趋势不会改变,中国居民金融资产提高对权益资产的趋势不会改变。

最后,目前中国正在进行经济结构调整,流动性在经济转型期保持相对宽松将是一个常态。目前10年期国债收益率为3.6%左右,历史上最低的收益率是2002年的2.1%,因此认为长期利率见底的判断还为时尚早。目前沪深300的2015年平均PE估值为11.2倍,处于2003年历史平均估值附近,也处于全球各个证券市场估值的中枢位置,因此认为A股市场泡沫很大的观点值得商榷。

在史无前例的“股灾”后,投资者的心理需要修复,市场信心需要重建。我们知道,这些都需要时间。但是,如果我们忽略了中国经济潜移默化中所发生的优化,一味拘泥于A股市场刚刚经历过的暴涨暴跌、认为投资者受伤严重将远离市场,恐怕又会低估A股中长期的投资价值,再次犯下“只见树木、不见森林”的错误。

医药行业投资黄金期即将到来

□融通医疗保健基金经理 蒋菁蕾



10月,医药股站上了风口。

医药板块的启动,主要是因为媒体报道“健康中国”将被写入“十三五”规划。在此之前,市场预期全面放开二胎会被写入“十三五”规划,但是市场预期“健康中国”也会被写入“十三五”规划,这给大家想象空间。“健康中国”这一提法迎合了目前市场的特点。

回到目前市场的大背景,上证指数从2850点反弹至3400点,融资融券余额重返一万亿,整个市场的风险偏好逐步提升,而健康产业的增长又有确定性,所以医疗板块受到资金追捧。

全面二胎政策落地,我认为,市场对此事件已有预期,短期不排除利好兑现,但是从中长期来看,一定是影响中长期人口结构的拐点性事件。

以前医药股被看做防御性板块,在市场长期低迷时被投资者“关照”,但今非昔比,医药板块越来越具有“创业板”特色,其走势和创业板关联性也越来越高。

再往前追溯,医药行业是个小版块,但是目前整个医药行业市值占比处于第三的位置,大概三万亿。在上市公司中占据举足轻重的位置,近年来医药行业本身业务增长带来市值增长外,更

杀的很厉害。

但是医疗行业自身发展的规律客观存在,医药是必选消费品,需求是刚性的,而医疗行业的新方向将会得到推广,行业不断会有催化剂出台,这将推动新医药新方向上的公司市值增长。明年,随着医药招标进入正轨,传统药业公司的增速将提升,这将带动医药行业回暖。所以,中长期看好医药股的投资机会,我认为投资医药股的黄金时期即将到来。

接下来,我来谈谈看好医药行业的哪些细分领域。

首先是医疗器械,这个领域存在并购整合的机会。不同于药品,全国的药品生产企业有6000多家,医疗器械制造企业则有17000多家,而产值达2000多亿元,特别是90%的医疗器械企业单产不足1000万,这就提供了很多并购整合机会。加之现在医疗器械企业的市值偏小,而且招标环境相对宽松,未来国产医疗器械或随着技术进步和国家政策扶持而逐步取代外企。

其次,看好医疗服务行业。我国人口基数大,医疗服务市场空间广阔。但是医疗服务行业进入壁垒高,A股上市公司介入医疗服务行业尚处于早期阶段,在公立医院医疗改革的大背景下,会有越来越多的公司涉足其中。

再次,看好精准医疗具体包括

基因测序、细胞治疗、干细胞运用等,从长期来看,这些技术运用空间非常大。

另外还有互联网+医疗。国务院今年上半年发布的《全国医疗卫生服务体系规划纲要2015-2020》首次提出“健康中国云服务计划”,是政府首次从战略高度提出医疗领域的互联网战略计划。由于医药行业的特殊性,互联网要想颠覆医药行业很难,但是改变已经开始,医药电商已经起步。还有基于互联网应用的产品创新,诸如可穿戴医疗设备也值得关注。

最后,我也看好一些转型方向上的个股。一些原本并非医疗板块的公司,但是转型加入了健康产业领域,其中重点看好做养老产业、康复产业的公司。养老产业这个毋庸置疑,这本身契合目前老龄化趋势,康复产业则是医疗服务发展的一个趋势,医院要从以药养医到寻找多样化的服务模式提升盈利水平,康复产业是医药可以突破发展的一个领域。

虽然我中长期看好医疗行业,而看好细分领域不少,但是值得提醒的是,医药行业在国内二级市场从来都不是爆发式增长的行业,所以投资这个行业有比较长的时间周期。投资者要用产业的眼光来看待医药股的中长期投资机会,对于医药股的投资要多一分耐心,多一分希望。

多的上市转型后加入了医疗行业。整体来看,未来趋势仍旧是向上的。

不过,不可回避的客观事实是,在医药招标下降和医保控费的大背景下,医药行业增速相比前几年大幅下滑,而医疗新方向新业务的业绩贡献不明显,在目前估值相对较高等情况,一旦市场风险偏好发生急剧变化,高估值的公司会被