

需求驱动医药股高估值

医疗行业投资机会显著

□博时健康成长主题拟任基金经理 葛晨

受疫情及海外市场波动等因素影响,今年以来A股呈现震荡之势,结构性行情突出,行业表现差异较大,医药、科技等板块涨幅较高。笔者认为,医药健康行业的需求较刚性,且疫情背景下部分疫情防控类产品存在全新的增量需求,投资价值凸显。

医药行业受需求影响投资机会值得关注

医药健康行业需求增长的驱动力包括两点:其一,随着经济发展、财富增加,人们对生理和心理健康的诉求提升,健康消费在整体消费中的占比持续提升;其二,人口老龄化的趋势难以逆转,老龄人群在医疗健康方面的支出显著高于年轻人群。

笔者认为,疫情影响下,相比其他行业而言医药健康行业确定性的长期稳定增长是其吸引大量资金涌入的主要原因。部分疫情防控产品甚至有全新的增量需求。疫情在全球范围内爆发带来抗“疫”相关产品的短期爆发性需求,而疫情的常态化防控则将在检验检测、防护、疫苗等领域带来中期甚至长期持续的增量需求,由此带来的投资机会值得挖掘。

根据适用人群、使用频次和产品壁垒来看,疫情防控相关投资机会一般可用三层圈来进行框定。最外圈是防护类,如口罩、消毒液等;中圈则是疫苗、检验检疫等;最内圈则是针对感染患者乃至重症患者的治疗性产品。从投资属性来看,越往内圈的情

况相关主题性越强,但越往外圈则涉及的适用人群基数越大。综合来看,我们认为



中圈的检验和疫苗板块是最具长期投资价值的领域。

当前国内疫情得到有效控制,各地推进复工复产,但并不意味着相关防护以及检测等需求会回落。相反,由于海外疫情的延续和国内零星疫情的出现,复工复产背景下社会经济活动强度大幅上升,相关的防护和检验的需求反而会比之前国内疫情高发

的全国居家隔离阶段更为紧迫。考虑到新冠病毒的高传染性和久潜伏期,在今后很长一段时间内,严防疫情反弹将是社会正常运转的前提条件。笔者认为疫情防控相关产品,尤其是检验防护类板块并非只是短期爆发的“一波流”,而是中长期的投资机会。

抓住医药投资三大发展主线

近十多年来,国内医药行业大幅增长。

其中2009-2013年的爆发式增长发展源于2009年新医改“补需方”指导思想下的医保扩容。通过医保覆盖率和筹资水平的大幅提升,提升了患者的支付能力,带来了一轮全行业的盛宴。

2013年之后,参保人群近乎全覆盖,医保渗透率提升的红利基本见顶。随着老百姓对于健康消费的需求仍在快速提升,居民花费在医疗保健方面的资金在整体消费中的占比不断上行。不断高涨的健康需求,与增长放缓的基本医保收入/支出形成矛盾,这个矛盾乃是当下医疗健康行业的核心焦点,从中可以引出医药健康行业的三条投资主线。

第一是基本医保内市场的结构性变化,包括疗效导向的创新药及产业链。由于医保的巨大体量和杠杆效果,这也是当下医药行业容量最大的投资机会。

第二是基本医保不覆盖的自费可选医疗消费,如部分眼科、口腔、体检、医美领域的个性化升级需求。这一领域随着科技的进步和需求的多元化,具有良好投资价值的新产品不断涌现。

第三是全球视角下的中国比较优势,比如工程师红利和产业链优势。中国理工科毕业生人数比较多,中国(理工科)一年毕业人数接近500万人,美国约是中国的十分之一,印度只有中国的一半。虽然中国和美国在部分最顶尖的科学领域存在差距,但决定两个国家产业竞争优势的往往是在优质企业中的研发的普通工程师和科学家。在这一方面,中国的理工科人才在成本、效率、数量上都具有巨大优势。

笔者都会长期持有。

主要矛盾变化催生投资逻辑变化

站在当前时点,笔者认为,未来具有成长高确定性特征的真成长公司会越来越受到关注。这既与宏观经济的发展阶段有关,也与市场结构的变化密不可分。

过去市场喜欢炒作“讲故事”的公司,主要是由于在经济高速发展的阶段,小市值的公司更容易提供股价弹性。如今,中国经济由高速发展进入高质量发展阶段,转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力是当前的要务。投资关注的主要矛盾发生变化。

从市场面来看,A股对外开放的步伐加快,陆港通、入摩、入富,偏好长期投资的外资不断进入A股,资金结构也发生了变化,未来长线投资者占比会越来越高。市场的主要矛盾也随之发生了变化。

这两个变化都指向了用更长期的眼光看公司价值,确定性高的成长,比一两年短期的快速增长要重要的多。这也提醒着投资人,要符合长期主要矛盾变化趋势的公司。

拿医药行业为例,过去几年人口老龄化加速,行业的主要矛盾是快速增长的需求和有限医保资金供给,政策的主要方向就是“控费降价”。2018年底,第一批带量采购的政策出台后,仿制药价格跌幅达到50%。

从那个时候起,笔者的医药组合构建就围绕这个主要矛盾来做:挑选能够规避“控费降价”的子行业或者公司。最后笔者总结出了三条投资线索:一是由消费者买单而不是医保买单的创新药;二是能够自主定价的保健类品种;三是能够规避医保局定价的医疗服务;四是改变药品定价问题的药店。

长期来看,笔者看好具有创新能力、通过产品创新或者服务创新来获得持续稳定增长的企业。创新固然重要,但最本质的还是要落实到增长。

科技与龙头券商
为长期配置主线



□鹏华基金量化及衍生品投资部量化研究副总监 陈龙

创业板试点注册制改革启动成为市场关注焦点,随着创业板注册制改革的落地,市场必然带来一定的红利和分化。创业板注册制有利于加速企业优胜劣汰,推动整个资本市场生态改善和上市公司质量提升,同时也会带来一定的板块分化,机遇与挑战并存。有基本面支撑的公司估值优势会逐步显现,科技+券商这个逻辑依然是需要关注的配置主线。

创业板内部或出现两极分化

创业板注册制的推出或使得创业板内部出现两极分化,一些基本面比较好、市值比较大的股票受影响较小,有基本面支撑的公司估值优势会逐步显现,炒壳的小市值股票会受到较大冲击。放宽涨跌幅度以后,资金拉涨停的难度可能会比以前更大,这对一些短期比较活跃的资金可能会带来较大影响,一些连续拉涨停板的情况未来可能会弱化。

短期来看市场或有较大的波动过程,但从长远来看,创业板注册制改革会带来资本市场生态改善、上市公司质量提升,从长远角度来看,对资本市场较为利好。

在板块配置上,首先,券商是相对比较受益的方向,后续要关注一些头部券商或者偏龙头的券商,在选择基金产品的时候也可以考虑做一些差异化的配置。创业板注册制推出后有基本面支撑的市值较大的公司估值优势会逐步显现。其次,国家要走创新的新基建道路,利好半导体、芯片、5G等科技股,而老基建等板块调整幅度较大,后续的刺激幅度可能不会特别大。此外,国债期货增长,利率下行,也侧面反映了上述判断。

创业板注册制推出后,科技股的行情表现带动整个市场活跃度的提升,整个市场情绪提升提振券商板块,“科技+券商”这个逻辑依然是需要关注的配置主线。

注册制利好头部券商

券商利好的政策层出不穷,包括前期的再融资政策、基金投顾政策,以及创业板注册制的落地,资本市场基础制度的改善对于券商来说都是利好,前期积累的一些政策会逐步传导到券商的业绩。目前头部券商的估值基本处于后1/4分位的水平,个别头部券商估值与2018年10月份市场启动之前最悲观阶段的估值相似,而现阶段监管环境、资本市场的发展情况相对当时更加乐观,头部券商的盈利水平也比当时更好。所以当前背景下,券商是相对比较受益的方向,后续要关注一些头部券商或者偏龙头的券商,在选择基金产品的时候也可以考虑做一些差异化配置。

目前市场上有两只券商ETF跟踪指数可供投资者参考:证券公司指数和证券龙头指数。国证证券龙头指数个股集中度更高,其成分股数量25只,前十大权重股的合计占比为71.3%,证券公司指数成分数量44只,前十大权重股的合计占比为50.8%。且证券龙头更加聚焦于高评级券商,其中AA和A级券商占比高达92%,最低评级BBB级,远超证券公司评级水平。相比证券公司指数具备更高的盈利能力(净资产收益率ROE)(证券龙头7.16/证券公司6.8),估值也更加合理(PB估值)。在不降低指数中长期回报的前提下,国证证券龙头指数有效回避了部分中小券商估值、盈利等方面的风险。

从2016年开始证监会就开始强调打造世界一流的投行,现阶段提出打造航母级券商,在资本市场改革过程中需要强大的投行来承载改革重任,所以监管扶优限劣,对于优质的头部券商有政策上的倾斜。自2012年以来证券行业进入加杠杆周期后,头部券商资产负债表扩张非常明显,资产负债表扩张带来的是营收结构的改变,头部券商能够使用更多的投资工具,盈利稳定性相对中小券商更加突出。从财务数据来看,大券商ROE也相对比较稳健,中小券商经营压力会大一些。所以大券商可以利用政策优势,在渠道和产品、团队、科技上面的优势,占据业务转型先机并利用更高的评级获得更多的业务资质,减少对本金的消耗,提早布局国际业务,拉开与中小券商之间的差距。

投资中最美妙的事情:当成长遇上确定性

□招商创新增长拟任基金经理 李佳存

投资最美妙的事情,就是当成长遇上确定性,对于笔者来说尤为如此。笔者偏好于用持有3-5年的眼光去看公司价值,因为价值投资本质上赚的就是企业业绩成长

的钱,如果3-5年之后,这个公司的市场空间依然足够大,竞争壁垒一样强甚至更强,那么这个确定性成长的过程就能消化估值。如果你不想持有这只股五年,那就不要持有一分钟。

中国经济进入高质量发展阶段,加上外

资加速流入,机构投资者占比提高,长期资金话语权越来越大,不仅用长期的眼光看公司价值更重要,确定的、可持续的成长也比一两年短期的高增速要重要的多。

将定量数据与成长性结合验证

在每一笔投资决策中,笔者首要考虑的是成长空间,其次是定量数据与定性成长的结合验证,即必须有历史数据证明公司过去已经实现了较快的业绩增长。如果一家公司说自己成长空间很大,但过去的

数据中没有呈现收入和利润的高增长,那么其成长空间就要打一个问号。具体而言,

笔者偏好过去三年收入和利润增速都在20%以上的公司。

在成长空间之外,笔者还会关注公司的竞争壁垒、成长质量、管理层、估值。一个公司的业绩增速和ROE都很高,说明这家公司的成长质量很好,壁垒很强。估值之所以排在最后一位,是因为只要有确定的成长,就能消化估值。通过美股涨跌归因研究可以发现,一年期维度的涨跌只有约20%归因于业绩增长,约80%归因于估值波动;但拉长到五年维度,业绩增长归因占到80%,估值波动影响只有20%。对于基金经理来说,公司业绩的增长更容易把握,而估值的波动更多是博弈。

但成长股并不一定是小市值公司,反过来,规模小的公司弹性也不一定大。举例



来说,笔者2008年入行时某医药企业的市值当时就已排名前列,2009-2011年受政策刺激医药行业增速达到20%的时候,这家公司的收入和利润增速也是20%多。如今在“控费降价”的政策导向之下,医药行业增速降至5%-8%,但这家公司依然保持了20%的成长速度。当行业成长空间不大时,龙头企业营收和利润增长较快,选择高弹性的小公司,就不如选择成长确定性高的公司。

那么是不是存在有些公司成长空间较大,但成长性还没有从营收和利润增速上体现出来的情况?是的,这一类公司往往是从0-1的成长股,不确定性较高,很难把握商业模式或者产品是否能成功。拿创新药公司来举例,创新药开发是风险很高的过程,二期临床进入三期临床的成功率过去十年并没有显著提高,但从三期临床到产品上市的成功率显著提高。而市场上普遍喜欢炒二期临床这一段,笔者认为这更像是博弈。

基于以上的框架,笔者都是本着持有3-5年的心态和眼光去研究公司价值。如果一个公司我不愿意拿5年,那么从一开始就不会去投。如果投了,只要逻辑没有被破坏,