

产业升级助力医药生物行业投资

□前海开源基金权益投资本部总监助理、
基金经理 范洁

医药生物行业是2020年年初至今表现最好的行业,其突出表现,笔者认为主要有两个因素:第一,疫情对于对医药行业部分领域和产品的销售有显著促进,这是相对短期的因素;第二,在疫情的冲击下,行业长期发展的逻辑更为明确和清晰。

医药生物行业估值溢价或长期存在

首先,在疫情爆发的特殊环境下,医药行业相对于其他行业的刚需属性得以凸显,体现出了较明显的比较优势,而刚性需求是不会消失的,累积的需求会在某个时刻延迟释放。其次,各公司的一季报已经发布完毕,拥有更高竞争壁垒的行业龙头往往抗风险能力更强,这进一步验证了我们此前的判断,即外部冲击会强化行业内强者恒强的竞争格局。最后,作为专业投资者,我们往往站在3年、5年甚至更长的投资周期来评估一个企业或者一个行业的发展,即使短期业绩出现了波动,也不会影响我们对行业长期发展的判断。

站在当前时点,虽然医药行业涨幅已经较大,但复盘过去10年医药行业的数据会发现,医药生物行业的整体估值目前处于历史估值中枢偏上的位置,并没有脱离历史的区间。与此同时,医药行业无论是企业的发展战略还是投资者的选股策略都已经有了明显的变化,长期发展趋势和成长确定性成为大家更为关注的因素。当下,医药行业正处于快速变化的阶段,具备长期确定发展趋势的企业是一种稀缺品,估值溢价可能会长期存在。

坚定看好医药行业长期发展。医药行业的刚需属性使得其具备抵御外界环境变化的



能力,我国较大的人口基数和人口老龄化催生了大量的医药需求,中国经济的腾飞又提升了终端市场整体的支付能力,因此,医药行业具有市场空间大、成长确定性强、可长期持续发展的特点。在药审政策不断与国际接轨、公共卫生建设持续加强、政策大力度鼓励创新和研发的时代大背景下,医药行业的产业升级势在必行。

2015年以来,多个医药领域重磅文件相继发布,这些纲领性文件为医药行业未来的长期发展指明了方向,从研发到上市,从上市到销售,产业的各环节政策和审批逐步与成熟市场接轨,这些改变将加速科研成果转化的效率,创新将是行业长期发展的主要方向。

疫情发生以来,加强公共卫生体系建设被提上议事日程,但这又不仅仅是公共卫生体系建设,本次疫情对于医药行业长期发展的促进作用未来还将体现在医药产业创新能力提升、医药产业制造水平提升以及医药行业整体人才供给提升等多个方面。医药行业的全面升级会带来大量的投资机会,这对于医药行业投资人来说,既是机遇,也是挑战。

聚焦创新驱动下的龙头企业

在投资方向上,创新仍然是一条长期的主线,我们看好创新驱动下的药品、器械、相关耗材的细分赛道,同时看好以消费升级为主要驱动力的医疗服务行业和具备消费品属性的相关医药产品的长期发展。此外,以轻问诊为代表的新型医疗服务业态具备长期发展潜力,我们也将对产业链保持长期的跟踪和关注。

投资理念方面,我们坚持聚焦好赛道、聚焦龙头企业,保持深入研究长期跟踪,对于优秀企业敢于重仓并长期持有。对于投资标的的选择,兼顾自上而下的赛道精选和自下而上的个股优选。首先,根据行业政策方向 and 行业发展规律,挑选出未来空间大、可以长期持续成长的赛道;其次,根据行业内的竞争格局、公司自身实力、同行业之间的比较优势等,挑选出龙头企业或者有潜力成为龙头企业的有力竞争者纳入观察范围。对于重点关注的企业,我们将保持长期动态跟踪,并实时修正自己对公司的判断,最终进行投资决策。此外,相对于个股估值而言,我们更看重公司本身的发展前景、竞争格局和管理水平,当公司的未来发展还大量体现在产品线、研发投入等因素的情况下,估值因素可以适当淡化。

左手“大国重器” 右手“国民幸福”



□太平灵活配置、太平MSCI香港价值增强基金经理
林开盛

回顾2020年1-5月,受新冠疫情影响,全球股市都出现了历史罕见的大幅波动。期间A股市场上表现较好的行业包括医药、食品饮料、农业、计算机、电子、建材和新能源。可以看到,这些行业要么以内需为主,受疫情影响不大,个别子行业甚至从中受益;要么具有科技成长属性,在5G和新能源浪潮中获得了发展的新动能。

笔者自入行以来先后长时间研究基础化工和石油化工,并曾担任研究部门负责人,成为基金经理后主要的投资方向聚焦在“大国重器”和“国民幸福”两条主线。

首先,2019年中国GDP已经接近100万亿元,位居全球第二,未来总量保持合理增长的同时,更需要质的稳步提升,可以预见,随着改革开放的进一步推进和经济结构的不断优化,我国势必会诞生一大批掌握核心技术、引领全球发展趋势的新行业和大公司,它们将成为新时代的国之重器,代表性行业包括TMT、新能源和先进装备制造。

其次,随着人均收入水平的逐年提升,我们作为拥有全球最多人口的泱泱大国,消费潜力的释放必将孕育出能为中国人民乃至世界人民带来幸福感受的众多品牌,具备品牌力的公司将享有更高的溢价,代表性行业包括医药、家电和食品饮料。

笔者的投资理念可概括为:重视研究,聚焦业绩,偏爱业绩增长提速而静态估值处于合理水平的行业与个股。

研究是投资的基石,反过来,研究也要接受投资的检验。笔者认为好的研究有三个“度”:

第一个“度”是“长度”。只有长期跟踪,才能积累经验,发现变化。成功的投资往往可以归纳为“好行业和好公司”,好公司有可能从成立开始就是该行业里的好公司,但好行业却未必一开始就是好行业,更未必一直都是好行业。选行业比选公司重要,好的赛道事半功倍。任何行业都带有周期属性,即便是成长性行业,收入和盈利的增速也会波动,因此一定要对重要的行业保持长时间细致和紧密的跟踪。

第二个“度”是“宽度”。判断一个行业和一个公司是不是好,有多好,往往取决于参照系,如同没有标杆就无所谓高矮。很多行业,尤其是一些细分行业,常常找不到可比行业,这时候,就需要打破市场的界限,从国际上寻找类似案例,但更重要的是,打破思考的界限,从一些看似没有直接联系的行业中找到共性,这些共性有可能体现在竞争格局,也可能体现在下游需求或者其他方面,基金经理把握了这些共性,就可以从过去的投资经验中获得对新行业更深层次的理解。

第三个“度”是“温度”。首先,要广泛地与产业上中下游进行交流,获悉行业的景气度;其次,要与公司的管理团队深入沟通,感知其创业激情和愿景;最后,还要和同业共同探讨,了解市场的关注度和预期。

短期来看,笔者认为A股自沪指2647点以来的反弹行情短期或告一段落,市场已经进入震荡期,可能持续至7月底,主要原因为:第一,前期支撑市场上涨的一个重要利好已经阶段性兑现;第二,近期外部环境扰动有再度升温迹象,影响投资者情绪;第三,全球新冠疫情仍未见拐点,并且随着部分国家的管控放松,是否存在二次爆发尚不得而知;第四,对于上市公司来说,由于一季度收入和利润占全年比重较小,因此虽然一季度业绩大多不理想,但市场并未大规模和大幅度地下调全年盈利预测,需要警惕可能出现的全年盈利预测下调带来的冲击。

笔者认为,从全年的时间维度来看,7-8月或将是需要予以特别关注的时期,因为届时全球经济大概率将出现明显修复,市场也会对上市公司全年盈利展望有更加清晰的判断,科技创新型行业将随着疫情的消退进一步焕发活力,内需导向的行业也有望受益于大众的报复性消费。

寻找一条适合长期投资的赛道

□广发医疗保健基金经理 吴兴武

过去半年,A股市场结构分化,受疫情影响较小、发展路径相对清晰、成长确定性较强的行业受到资金的追捧,如必选消费和医药等。Wind数据统计,截至5月28日,医药生物(申万)指数自年初以来上涨17.65%,在28个行业中排名第一。目前,医药股的估值普遍处于历史较高水平,医药股的估值是否被高估,医药行业的长期发展趋势如何,将成为投资者关注较高的问题。

关注医保政策受益领域

医药行业本质上是消费行业,这个行业为消费者提供健康产品和服务。随着居民消费能力的提升,消费者有能力也有意愿为自己的健康买单。无论是明确的疾病还是改善性健康需求,与之对应的消费能力都在增加。这是医药行业长期发展和持续扩容的核心原因。同时,中国的医保制度日益健全,医保收支合理,这也促进了医药行业总体规模的稳定增长。消费者的需求和医保的供给,共同构筑了医药行业长期发展的驱动力。

医药行业也存在利空或者阶段性的下行周期,影响股票的因素很多,既包括企业本身的长期价值、阶段性经营波动,也包括市场环境,如市场风格、流动性水平等。对医药板块而言,除了上述常规的因素外,比较突出的因素是政策。

因为医药行业有很大一部分是由医保支付,当医保政策发生变化时,会对行业盈利产生较强影响,从而影响股价表现。自2009年到2013年,医药板块走出长牛行情,背后的驱动因素是中国医保政策在2009年逐渐完善,支付能力逐渐提升,覆盖的人数在增加,促使医药行业整体需求稳定增长。

2014年,医保支付开始收紧,很多辅助用药或者是可用可不用的药,在这个过程中受到很大影响。从那时开始,很多医药企业的业绩开始急转直下,直到2017年,影响才逐渐消退。2017年至今,创新药产业链中的优



质公司走出独立行情,大背景是药品审评流程缩短,节奏加快,这使得很多企业愿意去做创新药,能够在一个相对比较可控的时间周期中收获自己的研发成果。可见,医保政策是对医药行业比较特别的因素,也是一个很重要的影响因素。

回顾国内过去十年的医保政策周期,2010年到2014年是医保扩容周期,2015年医保红利达到瓶颈,这使得前一轮受益于医保红利的仿制药和相关销售企业经历了较大的打击。从2019年开始的这一轮医药行情,更多是以自费品种或者受医保影响较小的创新药为主线。目前来看,这条主线处于没有明确政策利空的阶段。基于此,笔者看好医药行业的长期投资机会,医药板块的创新属性、服务属性和消费属性,均是具备逻辑的方向和主线。

重成长轻估值

回到前文提到的关于估值与走势的讨论。最近有些投资者提出疑问,为什么煤炭钢

铁几倍估值没人买,医药股六七十倍估值还有人买?投资的本质是看企业的价值,包含企业的当前价值及未来的成长价值。作为一个长期没有成长性的行业而言,钢铁和煤炭所能吸引到的投资者数量非常少,而医药行业吸引的投资者很多,投资者基数不一样,决定了它们的估值起点也不一样。

不过,估值并没有统一的标准,同样一只股票,在30倍、50倍还是70倍PE的水平,都可以通过绝对估值模型进行估算,也均有可以解释的合理性。对医药股而言,按照历史百分位,当前估值是偏高的,但是“偏高”只是一个客观事实和中性描述,与股价是否见顶没有必然的因果关系。评估估值的意义在于它体现了一个赔率,而未来的趋势是上涨,还是下跌则是一个概率问题。

相比估值水平而言,影响阶段性走势的更重要因素是行业发展趋势。只要产业处于良性趋势中,行情大概率会持续。如果处在趋势下行周期,估值即便偏低也有可能还会继续下跌。总体而言,笔者认为,高估值的资产存在一定风险,尤其是企业阶段性的高增长被线性外推以后,存在业绩和估值双杀的可能性。但保护高估值资产最核心的因素不是阶段性的高增长,而是长期可持续的成长。能够长期可持续成长的企业需要满足两个条件:一是所处领域具备较高的天花板,二是公司具备较强的护城河。

在日常的研究和投资中,笔者最为关注的指标就是企业的核心竞争力和护城河够不够深,这是笔者研究企业最关键的因素。护城河可能是显性的,也可能是相对偏隐性的,需要具体情况具体分析,最直观的是技术和产品,这是做投资最希望看到的,因为它简单直观又有效。如果企业不是以这种路径成功的,而是以自己的管理效率、销售能力或产品升级换代、制造能力、对客户的服务能力来体现的话,就需要长期对企业全面跟踪和了解才能体会得到。情况多种多样,最根本点是护城河和核心竞争力。