

后疫情时代医药板块仍可期

□鑫元基金基金经理 林启姜

回溯A股医药板块会发现,曾有不少牛股出没。医药板块表现确实可圈可点,近十年,中信医药指数跑赢沪深300指数接近200%;而医药基金整体表现更为瞩目,特别是2016年之后发行的医药基金,业绩表现尤为突出。近十年,所有A股涨幅前20的个股中,医药股占据9席。因为医疗保健需求刚性,长期成长路径清晰,又与宏观经济相关性弱,机构长期超配医药,即使少部分年份跑输大盘,但对医药行业持续增配的热情不减。

三大底层逻辑或支撑医药长牛。2015年开启了药审改革,药械审评向国际接轨,从此鼓励创新成为政策主基调,虽然药品和高值耗材集采成为常态,但医保支出每年还是以12%–14%的增速增长,内部结构优化加速产业升级转型,这些制度红利或是支撑医药长牛的最重要基础。同时,国内工程师人才红利明显,在创新药产业链的全球分工中受益。另外,生物科技一级股权融资如火如荼,未盈利的生物科技公司允许在港交所和科创板上市,创造资本红利,退出后再反哺创新企业。三大红利或构筑医药长牛基础,这是长期趋势,奠定了未来10年甚至更长时间的医药产业发展,不会轻易被逆转。虽然近两年医药板块收益表现优良,特别是今年在疫情背景下医药表现尤为突出,短期估值不算便宜,但拉长周期来看,当前或是医药长牛的起点。

医药投资重视产业趋势,低估值并不提供安全边际,有可能是价值陷阱,自上而下重点关注顺产业周期里的优秀公司是较好策略。所谓顺产业周期有几个特点:受政策支持,有巨大的患者基数或临床需求,产品



渗透率较低还处于高速成长期等。因此,对于医药板块趋势,看好医保倾斜支付的创新药和创新器械,受益于工程师红利及全球产能转移的创新服务以及格局好技术壁垒高的原料药,正在加速进行进口替代的国产医疗设备和器械耗材,以及具有消费属性的医疗服务以及疫苗等。

自下而上的选股同样重要。医药板块业态丰富,新技术也层出不穷,要求投资者具备强烈的求知欲和较好的学习能力,而且不轻易对某一业态产生偏见。我们并不先入为主地对某一产品或技术定性高级或低级,而是核心关注企业是否具有竞争优势。落实到研究,要对产业链有较清晰的认识。产业链里有两类公司:第一类是已经具备先发优势或者“护城河”、产业链地位清晰、公司治理优秀的公司,这类型公司只要

产业政策没有发生大的转变,一般经营较为稳健并且能在产业链中始终保持领先,可以以相对合理的估值买入并持有,伴随公司一起成长;第二类公司在产业链中的地位未被投资者充分认知,对于此类公司,先要对企业未来三至五年成长路径有大致认知,了解大概的行业空间、利润体量,以及公司的竞争优势是否容易被打破等,持续跟踪调研公司的治理结构,验证公司的业绩可持续性。

当下时点,很多投资者担心,在疫情背景下今年医药板块表现优良,全球疫情控制住之后医药板块是否还有机会?答案大概率是肯定的。首先,医药行业业态及其丰富,不同细分领域的政策背景、研究框架以及投资逻辑差异较大,并不能简单认为医药行业是同一种投资逻辑。其次,不同业态所处的政策环境和产业周期迥异,技术迭代也催生新的需求。况且在此次疫情中,很多企业由于医院门诊量和手术量下降导致业绩不佳,疫情结束之后这些企业是很好的投资机会。例如2018年药品带量采购,虽然仿制药价格压力较大,但并不影响其他业态药企的正常经营,反而加速传统药企升级转型。新冠疫情并不会改变医药长牛的基础,后疫情时代仍不乏大量投资机会。

在投资上最重要的是足够客观和诚实,在短期股价下跌时保持情绪稳定,重新评估当初买入的逻辑是否发生改变,如果成长逻辑未变,敢于在下跌和上涨中加仓都是考验投资者的时候。当然,在经过重新评估之后,若企业长期成长性发生重大变化,也要果断卖出,绝不拖沓。

医药基金历史业绩告诉我们医药板块长期表现不俗,未来仍然可期。

“固收++” 为绝对收益投资添利器



□招商增浩一年定开拟任基金经理 姚飞雁

由于定增市场持续复苏,如今公募基金在“固收+”产品基础上,也开始积极关注定增,开发出“固收++”新品。从市场数据来看,2020年定增已发竞价项目的浮动绝对收益率均值表现亮眼,对“固收++”产品的绝对收益思路而言,定增正成为一个极为重要的投资领域。

定增盈利效应较显著

再融资政策修订从投融资两端进行优化。对上市公司融资端的优化,主要体现在创业板再融资条件的精简放宽。而投资端的优化则反映在减少投资约束、激发投资活力,坚持市场化发行导向,表现为提升定价吸引力,降低投资周期和退出难度,提高单个项目投资者参与数量上限,同时为规范定增市场投资,首次明文规定禁止保底保收益行为,引导定增投资回归价值投资本源。

在扩大折价空间、缩短投资者投资周期的双重吸引下,定增市场投资热情再度点燃,再叠加更加便利宽松的融资条件,上市公司的定增融资需求也得到持续释放。

新政实施以来,定增市场发行端持续升温,上市公司募资难度降低。据统计,2020年前三季度累计发行竞价项目139个,募资总额2624亿元,同比分别增加35.58%和21.30%。其中,按新规发行的竞价项目有110宗,募资额合计2152.06亿元。与此同时,定增市场募资难度明显降低,新规下竞价项目平均募资率高达92.46%,70.91%的项目募足资金,而今年按旧规发行的竞价项目平均募资率为73.64%,仅35.71%的项目募足资金。

从投资端来看,新政后盈利效应较为显著。截至11月17日,2020年已发竞价项目的浮动绝对收益率均值为24.02%,正收益占比80%。

助力实现绝对收益

对于公募基金,定增市场在绝对收益策略中是一个很重要的投资领域,一方面是因为定增的折扣提供保护,另一方面是公募基金参与定增有较为明显的优势。

定增新政进一步下调发行价格底价,由之前的不得低于定价基准日前20个交易日股票均价的9折改为8折。这意味着参与定增,最低可8折买入,提供了价格保护。虽然不是所有定增标的最终的发行价格都可以给到8折折扣,但在市场询价机制中,最终的参与价格较基准日以及较现价基本上都会有不同程度的折扣,对于绝对收益投资来说比较有利。

另外,公募基金参与定增有明显优势,尤其是对于权益规模越大的公募,优势愈发明显。主要由于公募基金买入股票通常金额较大,若在市场上直接买入,不可避免地会对市场带来冲击,抬高股票价格、摊高买入成本。且由于成交额限制,公募基金从重仓买入股票到建仓完毕,通常最快也需要5–10个交易日。若股票处在上升趋势中,时间成本也会明显抬高买入成本。如若通过定增参与股票,则可提前锁定参与价格区间,且可在发行价格直接锁定大额股份,避免在二级市场买入所带来的冲击成本和时间成本。

参与定增也存在一些弊端,比如参与定增需要锁定半年,可能导致无法在最优价格卖出股票。另外,若定增基准日选定后,股票价格开始趋势性下跌,则不如直接从二级市场买入。如何更好地通过定增实现绝对收益?

第一,以长期视角深度研究优选公司。参与定增的股票必须有较长成长周期和长期投资价值,不受短期的市场波动干扰。相对而言,在选择定增股票时,更倾向于处在底部周期即将反转,或处在景气周期的行业,且该股票需要在所属行业中具有明显的竞争优势和较高的行业地位。

第二,结合市场周期做好择时。按照市场的周期规律,通常一个熊市的周期为1–2年左右。当市场步入熊市,即便再优质的个股可能也会有较长时间或较大幅度的下跌。所以,择时能力对于参与定增而言也至关重要。

发挥公募基金专业优势 推进养老金第三支柱建设

□广发稳健养老(FOF)基金经理 陆靖昶

老有所养、老有所依、老有所乐、老有所安,这是每个人对美好生活的期待和向往。要实现这个目标,需要做的准备还有很多。特别是在我国老龄化进程加快、养老体系发展尚不充分的背景下,需要发挥公募基金公司的专业优势,加快推进养老金第三支柱建设,为居民实现美好的养老生活提供有力的保障。

老龄化进程加快

目前我国正处于深度老龄化的过程中。截至2017年,中国65岁以上老年人已达1.6亿人,老龄化人口占比为11.5%。尽管当前已有越来越多的人意识到社会老龄化进程的加快,仅依靠基本养老不足以支撑理想中的退休生活,但绝大多数人对养老的长期投资规划准备不足。

《中国养老前景调查报告2018》收集了超过28000个调查对象的养老规划反馈,全方位展现了当下我国年青一代群体(18–34岁)的养老储备现状。统计结果显示,57岁是年青一代理想的退休年龄,他们认为至少需要163万元才能过上舒适的退休生活。然而,仅有44%的年轻人已经开始为退休而存钱,还没有开始养老储备的人计划开始这项“工程”的平均年龄则是40岁,这距离他们理想的退休年龄仅剩17年。

我国的养老体系是“三支柱”模式。第一支柱是基本养老金,即社保;第二支柱是企业年金和职业年金;第三支柱是个人商业养老。数据显示,截至2018年末,“第一支柱”基本养老保险金结存金额约5.81万亿元,全国社保基金2.24万亿元;“第二支柱”企业/职业年金约1.48/0.49万亿元;“第三支柱”个人商业养老累计保费收入0.45万亿元。对比发现,“第一支柱”占比77%、“第二支柱”占比19%、“第三支柱”占比4%,“三支柱”呈现出“一支独大”的局面。



居民对前两大支柱依赖度较高(95%以上),但仅靠前两大支柱难以保障我们在退休后维持当前生活水平。“第一支柱”提供的替代率有待改善(目前为40%左右),“第二支柱”企业年金覆盖面较小,因此“第三支柱”个人养老基金是实现美好退休生活的必要补充。要达到国际定义的养老金替代率水平(70%),需要我们未雨绸缪,通过理财等方式提前为养老做准备。而养老目标基金是以配合基本养老实现替代率水平(70%)作为目标进行规划设计。

发挥多资产配置优势

养老目标基金作为“第三支柱”的一种方式,是海外养老资金的重要来源。以美国为例,养老金第三支柱——个人养老账户(IRAs)是美国养老金持续增长的主要动力,截至2017年底,IRAs账户规模达到8.92万亿美元,在养老金体系中总规模达到32%。值得一提的是,在IRAs计划8.92万亿美元资产中,投资于共同基金的占比为48%,规模达到4.29万亿美元。

养老目标基金分为目标日期和目标风

险策略两大类。所谓目标风险策略,顾名思义是指在风险一定的情况下,选取适当的风险测度指标和方法,设定相应的风险目标值,将各类资产进行最优配置,以追求既定风险水平下的收益最大化。从中可以看出,目标风险策略的一大优势是风险水平明确。

目标风险基金的风险水平通常直接体现为权益类资产的配置比例,一般可以分为“积极型”、“平衡型”和“稳健型”三类,相对应的权益类资产配置占比约为80%、60%、30%,权益资产占比递减的同时,其风险水平也相应降低。

从国内基金市场的发展情况来看,目标风险策略基金的出现有助于完善我国基金品种,进一步丰富理财产品线,为个人实现养老目标提供优质的配置工具。Wind数据显示,2005年–2015年,十年间我国股票型基金波动率通常在25%以上,债券型基金波动率在5%以下,国内市场缺少波动率在5%–8%的产品。目标风险策略风险定位明确,其中,稳健型和平衡型的产品对应的波动率大约是5%、7%,恰好可以满足稳健理财的需求。在银行理财净值化转型的趋势下,低波动且提供稳定回报在5%–8%的稳健养老基金,可以达到类似企业年金的收益水平,能提供更为长期的养老储蓄。同时,由于理财收益率逐步走低,稳健养老基金也可作为理财类产品的替代,进行长期投资。

2020年,A股权益是大类资产中表现最好的类别,沪深300指数全年收益超过19%,主动偏股基金更是达到40%以上。展望2021年,A股的收益率大概率将低于今年的水平,如果组合中只配置投资A股的权益基金,组合业绩的波动或许会增加。而以资产配置为核心的FOF,将最大可能地发挥多资产配置的优势,通过配置港股、美股、黄金等与A股相关性较低的权益类基金分散波动风险,在降低组合风险的基础上实现长期稳健回报,为投资者提供更好的盈利体验,帮助投资者实现长期养老和理财的投资目标。