

# 布局医疗产业创新机遇



□汇丰晋信医疗先锋基金拟任基金经理 骆莹

经历一季度调整之后,医疗板块整体估值风险有所释放,中证医药指数的TTM市盈率从接近60倍回落至45倍左右。当前医疗板块估值是否合理?由疫情所带来的基本面高景气能持续多久?对此笔者认为,应该拉长时间维度去看待。过去20年,医疗板块是A股表现最好的行业之一,中信医药指数累计涨幅超过14倍。而这一表现在未来很长一段时间内仍有望延续,是值得长期布局的一条“黄金赛道”。

## 医疗产业空间广阔

过去10年,A股医疗上市公司的利润增速始终维持在每年20%-25%,是典型的高增长行业。而这一高增长的主要背景,则是以医保为代表的居民医疗支出的不断提升。截至2019年,我国医疗卫生支出占GDP的比例已经提升至6.6%,但相比发达国家仍有一定距离。同期美国的医疗支出占GDP的17%,日本及其他欧洲发达国家亦在8%-10%的水平。未来随着我国公共卫生体系的进一步完善,以及人口老龄化程度的加深,医疗卫生支出整体上行仍是大趋势。因此,仅从公共卫生开支的角度来看,我国医疗产业就有超过一倍的增长空间。

消费化和国际化亦是未来我国医疗产业继续增长的重要支点。

包括牙科、眼科、医美等在内的消费类医疗项目近几年正在兴起,目前在我国的渗透率普遍较低。如我国医美渗透率只有日本的1/2、美国的1/3,韩国的1/6,即使如此也已经形成了一个2000亿元规模的市场。各类消费医疗项目在未来同样有较大的增长空间。

伴随着我国支援全球抗疫,以呼吸机为代表的一批国产高端医疗器械和配套耗材也成功打开海外的销售通路,与医院和代理商建立了联系。即使未来新冠疫情平复,这些厂商依

创新能力是贯穿上述四大方向的主线。对于海外市场来说,只有具备很强的产品竞争力才有望分享海外市场份份额,这就要求企业不断瞄准国际前沿研发产品和服务;对于国内来说,医保控费的压力也会逐步压缩传统仿制药和普通医疗器械的利润空间。只有通过不断创新将产品推向高端化,形成独一无二的竞争优势,才有望掌握产品定价权,保持较高的净利润水平。而医保控费的压力也会带来进口替代的需求,在这方面,谁能够率先通过创新实现技术突破,谁就能分享传统进口药品和设备的高利润空间。

## 医疗投资需要耐心

回到开篇的问题上,静态来看,医疗板块估值的确相对较高。但如果拉长时间维度来看,医疗板块相对较高的增速有能力消化这一估值。因此笔者认为,对于医疗投资,投资者不妨多一点耐心,无论是从A股还是从美股的历史经验来看,买入并持有对于医药板块来说都是一个非常不错的策略。

此外,医疗板块还兼具科技与消费的双重属性。医疗板块内的产业格局不像消费股那么牢固,但也不像科技股那样常常被颠覆。对于医药投资,最重要的是等待行业拐点。对于拐点的准确认知和判断,往往是医药投资收益率高低的重要分水岭,同时也是医药基金主动管理的核心价值所在。

这一点从医药基金的表现也可以略窥一二。Wind数据显示,过去5年,医药行业主动管理基金的平均收益率为184%,同期医药被动指数基金的平均收益率为93%,在医药领域,主动管理依然能为投资者获取不错的Alpha收益。对于不熟悉医药行业的普通投资者来说,挑选一只优秀的主动管理医疗基金,并拉长持有时间,或许才是布局医疗板块长期机会的最好方式。

寻找安全边际  
陪伴优秀企业成长



□银华长荣拟任基金经理 胡银玉

今年一季度市场出现波动,究其原因,并不是来源于企业经营层面,也并非是企业利润突然大幅下滑带来的调整,更多是交易层面的因素。在春节之前,整个A股市场只有一小部分股票在持续大幅上涨,在这种交易拥挤的情况下,就难免造成后来的“踩踏”。

交易层面的影响一般不会持续,一些优质资产在3月股价见底以后持续回升。目前有一批优秀企业经过年报和一季报的考验,股价甚至已经逐步创出新高。笔者认为,今年市场大部分的风险在一季度已经得到释放,之后再出现系统性踩踏的调整的可能性不大,除非再次累积过大的涨幅。之后一段时间不宜对收益率预期过高,但也不必过分悲观。

具体来看,A股在过去两年回报相对较高,但优质资产估值已经相对不低,所以今年的预期收益率不能设置太高。同时,对后市的行情也不必过分悲观,一是今年全球经济形势良好,二是资本市场的政策面比较温和,三是居民资产配置转移在大方向上会继续有利于资本市场。

在此市场背景下,笔者的投资框架就是以好价格挑选好公司,寻找安全边际。目前处于价值投资时代,大家在选好公司上的理念较为一致。笔者更为关注的是好价格,以一个合理的价格买入优秀公司并长期持有,整体的胜率会高一些。对于安全边际,笔者则更加关注,尤其是那些董监高能在现价增持的企业,或者存在有效激励目标的企业,这些公司能够提供一定的安全边际。总体来看,笔者希望能以围绕好公司、好价格,并寻找安全边际的方式,陪伴优秀企业成长,赚取企业内在价值提升的钱。

在新产品的建仓过程中,笔者将会根据净值的安全边际,逐步提高仓位。当然,如果市场在产品建仓初期快速下跌,或将出现难得的建仓机会,可适当加快建仓步伐。这种建仓策略在早期可能会牺牲一部分收益,但这是出于给持有人带来较好持有体验的角度来考虑。

行业选择上,笔者会选择三个行业作为基石行业,使组合整体相对稳定。这三个基石行业分别是大健康、大消费和大金融。笔者做过医药行业的分析师,大健康算是笔者自身的能力圈;消费升级是笔者非常看好的大方向,有很多细分领域值得长期深耕;大金融的长期回报率可能不如前两个行业,但配置金融股的好处是在某些时候可以平抑组合的波动,避免产品净值出现大幅回撤,提高抗风险能力。除上述基石行业外,其他的行业笔者也会适当关注,积极寻找具有进攻性的资产并进行轮动,保持组合的活力。

总体来看,笔者在建仓期将以三大行业做基石,其他行业轮动,整体上倾向于均衡配置。在控制好回撤和获取高收益率方面,虽然两者很难同时做到,但从提升持有人持有体验的角度,适当控制回撤还是有必要的。持有人能否长期持有产品,是决定其能否获得长期回报的基础。

在回撤管理方面,结合笔者过往经验,可以从几方面来考虑:一是行业配置适度均衡,不把仓位都放在单一板块上;二是选择个股时更注重安全边际,有安全边际的股票,会使组合整体回撤相对可控;三是做好仓位控制,尤其在市场面临不可预知的系统性风险时,及时做出仓位上的调整。

# 聚焦基础设施行业优选REITs基金



□博时基金基础设施投资管理部基金经理  
胡海宾

近日首批9只REITs发售圆满完成象征着公募REITs新征程的开启。公募REITs是个万亿元级别的市场,中国公募REITs业务对基础资产的持有人意义重大,可以加快企业资金流转,有利于国家基础设施项目建设的发展,但同时投资者也要对REITs产品风险有充分的认知,抱着长期持有的心态来进行投资。

## 组合分散化管理的有效工具

REITs是不动产投资信托基金简称,是实现不动产资产证券化的重要手段,它以发行收益凭证的方式汇集特定多数投资者的资金,由专门投资机构进行房地产投资经营管理,并将投资综合收益按比例分配给投资者。

我国公开募集基础设施证券投资基金管理人(简称“基础设施REITs”),是指依法向社会投资者公开募集资金形成基金财产,通过基础设施资产支持证券等特殊目的载体持有基础设施项目,由基金管理人主动管理运营上述基础设施项目,并将产生的绝大部分收益分配给投资者的标准化金融产品。

基础设施REITs的基础资产特征突出,即三聚焦:聚焦重点区域、聚焦基础设施行业、聚焦优质项目。聚焦重点区域,是指优先支持京津冀、长江经济带、雄安新区、粤港澳大湾区、海南、长三角洲等重点区域,同时支持国家级新区、有条件的国家级经济技术开发区发行公募REITs;聚焦基础设施行业,是指优先支持基础设施补短板的行业,包括交通设施类的仓储物流、公路机场港口码头项目,市政工程类的水电气热收费权项目,污染治理类的液体垃圾处理、固废处理项目等。此外也鼓励新型基础设施如数据中心、5G基站信号塔和产业园类项目。

聚焦优质项目,是指项目权属清晰,即原始权益人享有完全所有权或特许经营权,无经济法律纠纷,项目必须现金流稳定、运营

国内REITs的基础资产聚焦于基础设施行业,没有明显的牛熊特征,在其强制分红机制下,受益于相对稳定的派息水平以及资产成熟运营,可在一定程度上有效对冲周期性波动风险。

## 秉持长期投资理念

公募REITs作为一种封闭式基金,投资的资产是有一定现金流的基础设施项目,以通过长期持有并提高基础设施项目的运营管理水平创造更高的现金流回报收益为主要目的。因此,REITs业务的主要风险可分为项目质量风险及运营风险。项目质量风险方面,要对原始权益人情况、基础资产情况进行充分的尽职调查,包括原始权益人财务报表、整体业务经营、公司治理结构、基础资产合法合规性、历史收益稳定性考察等多个方面,以防范质量有瑕疵的基础设施项目被推向市场。

公募REITs的产品机制强调基金管理人对基础设施项目的主动管理和运营能力,是对公司综合化资产管理能力的一种考验。在项目前期,基金管理人的项目挖掘能力是着重考量点,但在产品发行后,运营管理能力则成为更加不可忽视的因素。

对于投资者而言,在投资基础设施公募REITs时,一是要关注底层资产,毕竟在起步阶段还没有历史数据可追溯。二是未来随着市场的成熟,关注点会从底层资产慢慢过渡到管理团队。从历史经验来看,市场初期可能会存在非理性成分,如市场流动性相对不足,小量的成交就可能对市场价格产生重大的影响,使得产品的价格波动偏大,投资者也要密切关注二级市场的价格波动风险。

REITs为我们带来分享中国经济持续健康发展的机会,也成为投资人获取长期、稳定价值回报的新通道。目前,地方政府基础设施资产存量已经超过100万亿元,若按照百分之一的证券化率粗略估计,基础设施REITs市场规模接近万亿元。据此,我国基础设施REITs市场发展潜力值得期待。