

信达澳亚基金李淑彦:

# 三大维度严选个股 把握周期反转机会

□本报记者 余世鹏



面;V维度主要关注个股的估值。“我的投资有着显著的‘周期’偏好,因此这三大维度里我更看重的是Growth和Value维度。即通过自上而下去寻找周期类行业中景气度较好的小行业,然后结合估值维度进行标的筛选。”李淑彦说。据他介绍,拟由他管理的信澳匠心严选混合基金,将于8月16日起公开发售。

## 先进制造业需求持续超预期

李淑彦认为,A股和成熟市场相比波动比较明显,但也要看到,中国的技术迭代会比较快,超额收益机会层出不穷。比如,前些年聚焦

A股近年来层出不穷的结构性机会,成就了越来越多新锐基金经理。在近日接受中国证券报记者专访时,信达澳亚基金副总经理、信澳匠心严选混合基金拟任基金经理李淑彦表示,在A股市场里,“自下而上”的投资会更具效率。他会深入洞察每一个细分行业的景气度变化和公司的估值,偏好处于周期反转的行业,并基于“质量、增速、估值”即“Q(Quality)G(Growth)V(Value)”三大基本面因素,进行个股筛选。他认为,A股4月底以来的上涨属于反转行情,在宏观经济呈现缓慢复苏态势的背景下,往后看A股依然具备可观的投资机会,对新能源车、光伏、风电等赛道比较乐观。

## 更看重景气度和估值因素

李淑彦毕业于北京大学,2012年7月至2014年10月先后于博时基金、永赢基金任行业研究员,2015年5月加入信达澳亚基金,历任行业研究员、基金经理助理,现任公司副总经理、权益投资总部副总监,研究咨询部负责人、基金经理。和另一位副总经理冯明远一样,李淑彦是信达澳亚基金“投而优则仕”的又一案例。

Wind数据显示,截至2022年二季度末,李淑彦自2020年四季度开始管理信澳周期动力混合基金和信澳匠心臻选混合基金,自他管理以来分别取得了逾50%和70%的收益率。在优异的业绩带动下,李淑彦顺势成为“百亿”基金经理。他对记者表示,从研究员到基金经理,他聚焦的领域包括宏观、策略、钢铁、煤炭、有色、化工、军工、机械、汽车、公用事业、环保等,尤其是对中游制造业和上游周期资源品较为熟悉。因此,“周期”在他的投资理念中,具有重要意义。他直言,与人类、动物有自己的生命周期类

似,相关行业由于其所处的产业链位置、自身的商业模式,从而具备了周期属性。并且,周期还会通过不同大类资产之间的轮动、不同行业景气度的变化来体现。“在投资管理上,由于周期股涵盖的范围比较广,天然的波动也会比较大,要求我们深入洞察每一个细分行业的景气度变化和公司的估值。对投资者而言,从短期投资标的的选择,到长期的资产配置,都需要我们对周期的运行规律有所了解,从而更合理地安排自身和家庭长短期的投资规划。”

基于上述投资理念,李淑彦在投资上会通过宏观和行业分析两大维度,将市场行业划分为顺周期、逆周期和独立周期三大部分,并从中挑选处于周期反转的行业进行重点配置。在此基础上,他会将影响公司基本面的因素划分为“质量、增速、估值”即“Q(Quality)G(Growth)V(Value)”三部分,严选个股。

其中,Q维度主要聚焦公司的商业模式质量;G维度主要关注公司的景气度,以度量公司成长性,包括竞争力、技术壁垒、管理水平等方

好商业模式、拥抱消费蓝筹白马核心资产的投资,成就了不少基金经理。近两年,新能源汽车产业链、半导体等高景气成长赛道,则成为结构性行情的新土壤。

在这样的市场环境下,李淑彦表示,“自下而上”的投资思路会有更高效率。从公司层面、行业层面去跟踪研究产业最新变化,更容易发掘相对比较前沿的投资机会。一直以来,周期制造行业的经营杠杆比较高,所以盈利波动、股价波动都会比较大。就当前情况而言,新能源汽车、光伏、风电这些产业发展起来后,对整个传统制造业的拉动和改变非常大,尤其是机械、化工、材料等领域的产品和技术升级。

“A股4月底以来这波反弹,从截至目前的情况来看,其实是一个反转行情。”李淑彦指出,与欧美经济走弱不同,中国的宏观经济呈现缓慢复苏态势,并且没有出现外围经济体那样的高通胀。站在8月往后看,A股依然具备可观的投资机会。甚至,未来三年到五年,A股有可能依然是一个慢牛格局。

一方面,从中国经济结构来看,出口依然呈现较明显的韧性,目前来看依然会持续超预期。消费方面,往后会出现向上修正的过程。“我们在内陆省份的微观调研中看到,疫情对消费和居民收入的影响已趋于减弱,消费产品受影响的幅度其实并没有那么大。”

另一方面,在先进制造业领域,无论是新能源汽车,还是光伏、风电等,市场需求依然持续超预期,他对这些赛道的大方向比较乐观。“风电此前在A股中并不是一个主流板块,但这些年经过发展后,风电产业目前已有相当规模。目前,行业成本在持续下降,叠加相关企业持续布局海外市场,这个领域的上市公司会持续显露出投资性价比。”

## 广发言 | 以时间的名义

# 广发基金吴兴武:长坡厚雪 始于足下



广发基金策略投资部基金经理 吴兴武

投资大师巴菲特有一句名言:“人生就像滚雪球,最重要的是发现很湿的雪和长长的坡。”在投资中,医药行业一直被看作是一条长坡厚雪的赛道。人们对健康和生活质量的追求,决定了医药行业会有广阔的发展空间。

但另一方面,医药行业的投资又很难,其关键在于,医药细分行业多,商业模式多元且互相独立,这导致医药行业的研究门槛较高,对专业性要求极强。做医药投资,既要了解行业底层的专业知识,也要活到老、学到老,不断积累经验,才能跟上行业飞速发展的步伐。

过去十几年的从业中,我有幸见证了中国医药产业几次完整的产业变迁,经历了从研究到投资的岗位变化,从中收获了不少经验和教训。今天有幸跟大家分享一些其中的研究和投资心得,希望能对投资者理解医药行业有些许帮助。

## 深入产业链,洞察长期趋势

从投资的方法论来讲,医药跟其他行业一样,存在多元的投资方式。长期投资、景气度投资、事件驱动投资,都有各自适用的标的和获取收益的路径。但由于行业的专业性要求高,无论用哪种方式来投资,都需要具备行业底层的专业知识,以及对各类细分行业的商业模式和特征有长时间的沉淀。

根据企业的商业模式,我们可以将医药行业分为药品、医疗器械、医疗服务等细分行业,每一个子行业又可以延伸出相关的产业链。从企业自身的生意属性而言,这些子行业不难理解,无非相关企业提供的到底是产品还是服务,做产品的就是产品型企业,做服务的就是服务型企业,而有些企业可能两者都做。但是在深入比较产品的优劣、服务能力强弱的时候,就涉及很多底层的专业知识。

一位听过几次创新药路演的全市场基金经理曾感慨,“我发现你们医药研究员真的在做基础研究。”这就如同盖一栋高楼大厦一样,需要先把底层的地基打好。在医药行业的投资过程中,底层的基础研究非常重要,否则投资很可能会变成“空中楼阁”。

创新药品,尤其是目前国内的创新药企业,就是一个典型的例子。这个细分行业的研究难度最大,变化最复杂,学习性价比最低,但恰恰又是在投资中最容易踩坑的领域。这个特征也使得在创新药中选股的难度最大,面临的不确定性也最高。

我们在实践中往往会见到这几种情况:例如,药品的治疗机制似乎很清晰,早期临床效果也很不错,但是推进到中后期临床以后开始掉链子,好的临床数据无法重现。又如,某家公司的产品管线看起来很厚实,PPT上列了满满一整页,但是过了两年以后发现,整体推进得很费劲,有些项目也逐渐在PPT里悄悄消失了。此外,我们可能还会碰到的情况是一个项目好不容易如期上市,但是竞争格局和治疗方案却已经发生变化,无法兑现当初预设的商业化体量。不过,客观来讲,前面提到的这些现象更多出现在研发实

自身的研发能力实现药品出海,面临的困难比我们之前想象得要多。我们只能针对不同企业、不同品种去甄别和筛选创新药企业的出海机会,必须对企业的研发能力和执行力有更深层次的了解。

相对而言,创新药产业链中的CXO企业是中国企业更具全球比较优势的发展方向。这些企业的核心竞争力,来自我们国家的工程师红利和相对较低的生产成本。比如说,全球医药巨头辉瑞的新冠疫苗,一半以上的生产是由中国的三家企业提供,这就是很好的例证。值得注意的是,受地缘政治等因素影响,全球药品供应链在东西方重构的趋势也在悄然发生,这也对国内CXO企业提出了海外建厂能力的要求。

如果说研究创新药需要生物学、化学和医学知识,那么创新医疗器械所需要的底层知识更多、更复杂,往往要把机械、光电、材料、计算机等工程学科融合进去。相对应地,医疗器械的创新也就涉及更多底层领域的协同,自然比创新药品更难实现弯道超车。如果产品不能实现弯道超车,就更难出海赚钱。虽然国内企业目前很难在海外打响终端品牌,但是中国医疗器械的供应链也有其客观优势——更低的成本和日益提升的生产工艺水平,这为海外贴牌提供了基础。这块业务的海外市场空间很大,还远远没有达到天花板,为一些企业提供了巨大的机会。

相比于药品和器械的自然科学属性,医疗服务的商业模式更像是一门社会科学。这个行业本质上是医疗的消费升级,做好消费升级,就需要提供相对公立医院的差异化服务和项目,以及相比同行更高水平的管理能力和文化输出。我们面向的是一个广阔且不断增长的中国消费升级市场,行业里的玩家对需求端无须担忧,只要供给端具备差异化就足够支撑若干优质企业脱颖而出。过去十年,我们看到很多企业实现了收入、利润、市值的十倍乃至几十倍的增长,未来十年预计仍然会有这样的投资机遇。

医药投资也需要宽广的视野

那么,面对专业性较强、需要产业知识支撑的医药行业,我们又该如何入手呢?我的理解是,作为投资人,我们需要真正地融入到企业中去,通过长期的学习和跟踪,将一手的知识转化为自己的研究认知,形成结论,才有可能识别哪些企业做得更加扎实。在此基础上,我们还要思考如何将研究落实到投资上。

作为新兴市场,A股波动较大是客观的实际情况,我们做投资,既要懂得产业发展,又要能够解读股价波动的原因,甚至需要争取预见未来可能的波动方向。探索股价波动的驱动因素,企业发展层面只是其中一个因素,它不仅取决于企业的竞争力、护城河,还会受到政策变化、国际形势、行业环境等外部因素的影响。

例如,在政策的引导下,行业景气度对公司股票阶段性有一些影响,甚至可能带来长期的影响。过去,我相信优质企业

可以借助自身的核心竞争力穿越行业周期,但现则更尊重行业周期、行业景气度对企业发展的变化。有些企业需要行业景气度提升的周期来使企业由小企业变成中型企业,推动公司内在的发展更加完善,在更长周期迎来更好的发展。

这种认知的变化,也体现在我的选股视角上。以CDMO、CXO的股票选择为例,此前我更多是买头部公司,不太关注行业中的小企业,理由是这类公司缺乏足够宽阔的护城河,业绩持续性没有那么强。但后来我发现,一个周期来临后,小企业抢订单能力也在增强,订单充裕之后,企业运营资金会进一步充裕,就能招更多人,人才不断补充后,企业技术、经营水平越来越高,工资提升后能招更多的优秀人才,从而促进小企业的快速成长。在行业红利来临时,这种中小型企业,弹性会显著放大,一方面是经营弹性,另一方面是股价弹性,因此此类小玩家的估值起点比较低。

反过来,股价的波动又会基于各种逻辑的发酵被演绎和放大。有一次,机构客户在调研时问我:“如果重来一次,能否预判医药板块2021年7月开始的那次股价拐点?”我回答:“如果我在2021年上半年跟您讲,医药板块会在2021年7月因为教育行业的政策而出现一次大级别的股价拐点,您会相信吗?”还没等我说完,我听到电话的另一端就已经发出笑声。

但这也不等于我们对股价的变化一筹莫展,也并不是说每次做到高抛低吸才能赚钱。对于趋势投资的投资者,他们认为产品的发展是未知的,与其尝试去判断哪些企业未来能做大做强,不如把握趋势性的拐点,及时将每一波股价上涨带来的收益落袋为安。而对于更加相信企业未来的发展是有差异的,并且能一定程度预判这些差异的投资者来说,则会把更多的精力放在对企业发展的研究跟踪上,企业核心能力的变化和竞争优势的下降才是他们选择减仓的主要原因。

投资医药行业最幸运的点是,驱动医药行业发展的内在动力是人类对健康和生活的追求,在这个本质需求的基础上,医药行业会不断地被赋予各种内涵和表现形式,无论是产品类型,还是医疗服务形式。只要人类在进步,医疗健康需求也会与时俱进。对我来说,做好产业发展的研判和优质企业的持续跟踪,是投资工作中最重要、最核心的事情。我们也坚信,长期在这些优质赛道上耕耘,长周期会有望带来良好的业绩回报。

**基金经理简介:**吴兴武,化学专业,研究生主攻生物学。2009年开始担任医药行业研究员,2015年2月被提拔为基金经理,先后管理广发轮动配置、广发医疗保健等产品。

(风险提示:文章涉及的观点和判断仅代表基金经理个人的看法,本文仅用于沟通交流之目的,不构成任何投资建议,市场有风险,投资须谨慎。)