

中银基金郑宁:

聚焦创新药投资 优化组合风险收益比

□本报记者 王鹤静

中银基金基金经理郑宁深受价值投资文化熏陶,对创新药投资有着独到见地。他化繁为简,抓住价值投资的资产定价核心逻辑,以中性自由现金流假设下的隐含回报率为锚,力争构建当下风险收益比最高的投资组合。

近日,郑宁在接受中国证券报记者专访时全面介绍了价值投资在创新药领域的实践。作为全市场较早一批重仓创新药个股的医药基金经理,郑宁在三年前就注意到了这类低估值优质资产的机会。在基本面超预期的驱动下,郑宁十分看好近几年的创新药投资机会。低点时果断“上车”让郑宁多了一份底气,如何把握时机“下车”,又将成为新的考验。

给不确定性定价

作为医药基金经理,郑宁属于“价值派”投资者。金融背景的郑宁从事过医药行业研究工作,在价值投资文化的熏陶下,其投资逻辑深受影响,对于资产定价逐步建立起一套完整的分析框架。

“我觉得买股票赚的钱本质上是来自于公司未来自由现金流的贴现,如果能够看得长远一些,那就买远期现金流的资产;如果远期看不清楚,那就买短期现金流的资产。医药行业我比较熟悉,就可以看得更长远一些。”以前的郑宁更执着于追求确定性的机会,但他逐渐意识到,没有什么因素始终具备确定性,核心要做的其实就是给不确定性定价,目前定价隐含的现金流概率分布是什么水平,才是真正需要琢磨的事情。

在郑宁看来,定价的核心就是中性自由现金流假设下的隐含回报率,如果资产的隐含回报率无法达到组合预期,即便拥有再高的壁垒、再深的护城河,可能都没有必要配置;如果资产的不确定性定价非常便宜,反而可能是很好的



高赔率配置机会。

早在2022年7月开始管理公募产品的时候,郑宁就看到了创新药资产这样稀缺的高赔率且高胜率的机会:“我应该是市场上较早一批重仓创新药个股的医药基金经理,2022年三季度我就把仓位果断切过来了,当时确实是看到这些优质的创新药公司以非常便宜的价格交易,在中性的现金流假设下,依然有足够高的风险补偿溢价。”

挖掘高风险收益比机会

自上而下构建投资组合,郑宁按照以下三个步骤有序推进。

第一步是判断股票仓位,郑宁的思路是基于基本面、估值面、资金面、政策面等维度进行打分,确认目前所处的周期位置,当出现25%分位以下以及75%分位以上等极端情况时,强势市场就逆势降仓,弱市则拉高仓位,通过纪律性的手段,在关键时点进行有效的仓位管理。

第二步、第三步分别是划分行业仓位、调整个股仓位。在郑宁看来,二者其实可以互补:“当行业基本面好转,同时估值便宜、政策友好、机构持仓少,这样我们就可以从中挑选符合组合风险收益比要求的标的;如果我们发现隐含回报率较高的标的密集出现在一些细分行业,那么即使该行业基本面还未出现明显变化,我们也会去研究,提前做好准备。”

相比赔率,郑宁更加重视对胜率的均衡,即便隐含回报率没有那么高,确定性相对较高也是他追求的机会;同时,他也不会排斥赔率更高而胜率更低的资产。

郑宁希望,通过动态比较不同行业和个股,持续优化组合的风险收益比,力争在承担风险的同时,获得更多的收益补偿。

接管公募产品以来,郑宁坦言,自己既有成功,也有失误,同时还有几分幸运:“比如2022年我在创新药个股上赚了钱;2023年CXO领域业绩降速、医药消费复苏不及预期,所以我把这些持仓果断砍掉了。这几年由于其他细分行业基本面相对弱势,组合持仓又开始‘被动’向创新药聚集。”

经历了一次次考验之后,郑宁愈发坚定自己对定价的判断:“知道标的资产值多少钱,才能拿得住,否则就会东张西望看别人怎么做。”

创新药行情还将延续

复盘这一轮创新药个股上涨,郑宁认为,这是典型的基本面驱动行情,无论是BD出海、利

润兑现,还是研发进展,都实现了超预期发展,叠加估值便宜、政策鼓励、机构欠配等利好因素,创新药板块得以持续上涨。

即便上涨到现在的位置,郑宁测算,部分港股创新药龙头公司依然处于低估状态,隐含回报率仍十分可观。

“中国企业凭借研发转化、临床资源等多方优势,已经在创新药研发方面形成了飞轮效应,尤其在创新药的突破进程中,中国企业绝对是站在全球前列的。”郑宁提到,创新药有专利保护,行业竞争格局依然属于相对健康的状态,创新药出海创造出的丰厚回报十分契合我国经济高质量发展的诉求。在他看来,投资中国创新药最好的时间可能就是这几年。

在具体投向上,郑宁目前对那些顺利向创新药转型的低估值传统药企很感兴趣:“未来组成中国创新药产业格局的主要有两类玩家,一类是新入局者,没有包袱地投入创新药研发;另一类就是传统药企转型,经过这几年的发展,已经能观察到一些传统药企走了出来,估值又很便宜,这会是我们重点关注的方向。”

随着持仓的创新药公司迅速兑现业绩,郑宁旗下的基金组合成长因子暴露度逐步降低,同时价值因子暴露度陆续提升,组合整体锐度逐步下降,而这正是他追求的“健康”状态。

在郑宁看来,下一步组合面临的重要考验,将是如何把握时点,提前左侧卖出创新药个股,“就像当初低点逆向买入一样,一个组合显著的超额收益正是来自于底部、顶部这些关键时刻的逆向操作。”郑宁估算下来,基本面驱动的行情往往可能会有两三年的周期,并且创新药龙头公司还有较为可观的业绩增长空间,所以这一时刻可能在短时期之内不会到来。

浙商资管周文超、陈顾君: 科创综指将迎来投资窗口期

□本报记者 魏昭宇

今年以来,投资机构对科创领域的布局热度持续升温。Wind数据显示,截至今年6月末,全市场科创主题基金产品数量已攀升至200只左右。今年上半年,新成立的科创主题基金近百只,合计首发规模近700亿元。

近日,浙商资管推出公司首只覆盖科创板全貌的指数产品——浙商汇金上证科创板综合指数基金,拟由基金经理周文超、陈顾君执掌。两位基金经理在接受中国证券报记者专访时表示,科创板正迎来历史性发展机遇,其高研发投入构筑的成长“护城河”以及当前相对较低的估值,为投资者布局中国科技未来提供了优质土壤。

全貌覆盖下的硬科技“温度计”

面对市场上已有的科创50、科创100等指数产品,浙商资管为何选择布局科创综指?周文超的答案直指核心:传统科创指数存在表征局限,而综指可以更好地反映板块全貌。

“上证科创综指由上海证券交易所与中证指数公司联合打造,覆盖科创板近97%市值,样本数量远超其他指数。”周文超表示,与科创50(市值覆盖率45%)等传统科创指数相比,科创综指具备三大独特优势。

第一,全链条覆盖,同时纳入大、中、小市值企业,避免因市值门槛遗漏潜力标的。第二,行业配置更加均衡,半导体、电力设备、机械制造、医药生物多元布局,打破单一行业的高波动风险。第三,利润前景可期,未来一年归母净利润预期同比增速为60%,即将迎来利润的拐点。

周文超表示,对于投资者而言,该指数成为一键布局科创板的理想工具。“过去投资者需



周文超



陈顾君

同时买入多只ETF,仍难覆盖小盘股,而科创综指可以真正实现全市场打包,在分散个股风险的同时,精准捕捉板块整体成长红利。”周文超表示,该基金风险等级为R4,适合风险承受能力较强(C4-C5级)、追求科技产业长期增长红利的积极型投资者。

有望迎来估值和业绩双击

谈及宏观层面的研判,两位基金经理持谨慎乐观的态度。“决策层提出稳定楼市股市,股市的战略定位上升到前所未有的高度。”陈顾君表示,“我们看到,中国经济的抗风险能力已发生质变。此外,市场情绪亦在快速修复。”但与此同时,他也直言,新旧动能切换尚未完成,叠加百年大变局下的外部不确定性,A股下半年或延续震荡格局。

市场风格层面,陈顾君认为,市场风格或再度向科技倾斜。他分析,今年上半年市场先后追逐DeepSeek、机器人、可控核聚变等科技热点,但二季度受海外扰动因素压制,价值风格占优。展望下半年,陈顾君预计,市场或再次重现科技成长风格占优的阶段行情,重点关注三季度下旬(半年报发布后)和四季度初的时间窗口。

“对于科技板块投资,我们综合分析了TMT领域几个细分行业自2024年四季度以来的业绩表现,发现在A股30多个细分行业里面,通信、电子、计算机、传媒为代表的科技板块业绩在近几个季度名列前茅,而且逐步进入上行通道,每个季度都有代表性的公司业绩超预期,明显超越了宏观经济周期,走出了独立趋势。”陈顾君表示,“例如部分半导体公司,单季度业

绩超越2021~2022年的行业景气高峰,而本轮景气周期才刚刚开启。在稳健的基本面支撑下,科技行业相对估值均处于近年历史较低位置。从去年底以来,我们已经看到部分细分行业获得明显的重估。预期2025年下半年到2026年,我们将看到科创板估值和业绩的双击局面。我们认为,在这样的行业背景下,被动指数投资是非常适合普通投资者的选择。”

硬核科创投研团队护航

近年来,浙商资管科技团队逐步壮大发展,在基本面追踪等多个方面形成了系统化的策略。未来,浙商资管计划进一步扩大科技团队规模,加强分工覆盖,进一步深耕细分领域。

据悉,浙商资管科技团队由5名资深投研专家构成,全部具备8年以上科技赛道研究经验,且兼具产业与金融复合基因。“我们完整穿越了智能手机、信创、半导体国产化等多轮周期,对识别技术真伪、评估商业化潜力有独特方法论。”周文超以“0-1”阶段投资为例解释:技术路线竞争、研发风险、政策支持力度等需动态验证,团队凭借深厚的产业资源网络,能高效获取一线情报并交叉求证。

对于新发基金如何实现高效指数跟踪,陈顾君介绍了“基准不偏离,细节可优化”的双轨策略。“首先,我们会利用好6个月建仓期的有利条件,择机逢低配置;其次,在配置上,我们仍然有微调空间。目前科创板有接近600只股票,对大量尾部小权重标的,我们会做到有取有舍,对于大量同质化竞争、产品重复度高、规模和权重小的公司我们会适当舍弃,同时相对侧重配置更加有代表性的行业细分龙头。我们科技团队更加重视对优质龙头公司的跟踪,保证本产品能够更好分享优质公司成长的红利。”