

中資醫護股：未來十年最具潛力

目前最大市值的20家中資醫護股份，總市值仍然未及半家騰訊或阿里巴巴的市值，相對於行業對中國經濟的重要性，其實是極其低估的。假如要我下注，預期未來十年最具增長潛力的行業，醫護行業目前是我的首選。

作者為以立投資管理有限公司董事總經理兼投資總監，投資及研究亞太區金融市場之經驗接近20年。最新著作包括《催化劑投資法》。作者電郵 vincent@vlasset.com。

一直以來，投資界都有一個極大的爭議，就是究竟市場擇時 (market timing) 是否能為投資者帶來重大的財富收益。不少實證研究顯示，在絕大多數情況下，投資者很難從市場擇時中獲取額外利潤。就本人個人投資經驗而言，多年來至少80% (很可能遠高於此數) 的投資回報，其實都是透過坐貨 (買入並長線持有增長股) 而得來的。

當然，這並不是說本人永遠只買不賣，完全不去理會市場的實際情況，一味死守自己認為是最優質的資產。例如，在今年1月的時候，我們的投資組合，的確進行了一輪換馬行動，將一些我們認為中長線表現未必太樂觀的股份，趁當時市場氣氛良好，大市交投暢旺時，換入另一批我們認為中長線投資價值較高的股份。

有長期關注本欄的投資者，應該很清楚，筆者對港股的中長線表現，是非常樂觀的。市場上不少論者認為2017年港股已處於所謂的牛市第三期 (按照杜氏理論，此乃市況已經過熱，即將由瘋牛轉入熊市的前奏)，筆者亦不以為然。不過，由於今年1月份的時候，港股的確出現過一輪的短暫的興奮狀態。因此，筆者曾經在多個不同的場合，認為仍然手持大量現金的投資者，既然由去年初的22000點樓下都一直沒有入市，再等一會亦未必有太大的損失。

部分買賣較靈活的投資者，筆者於過去兩個月的一些投資策略，可以供讀者參考。由於筆者代客管理的基金，在1月底時用了一點槓桿，因應2月份的市況突變，因應風險管理的需要，即時的動作當然是去槓桿，同步將長倉及短倉減持，以免在兵荒馬亂的時候，令投資組合錄得不必要的市價波幅。

跌市保險：指數認沽期權

不過，即使在市況最低迷的時候，我們的總長倉仍然維持於接近滿倉狀態，只是同時買入了一些指數認沽期權，對沖手上長倉的潛在下跌風險。讀者可能會問，我們為什麼不是大幅減持手中的長倉，而是要透過較高成本的 (買入認沽期權是要支付溢價，與消費者買保險要支付保險金的原理一樣) 購買跌市保險呢？主要考慮如下：

第一，我並不能肯定，自己對市場擇時的判斷，是否百分之百準確 (即使跌市之初看對了，亦不保證能準確判斷幾時應該重新入市)，萬一出錯的話，要重新建倉可能在沽出後，最終反而要以更高價買回原來的持倉。

第二，我們持有的長倉投資組合，大多是對相關公司中長線發展頗具信心的長期投資，這批股份未必一定跟足市場的升跌韻律上落，假如他們逆市而升，即使我



們同時看對大市的頂部，以及之後出現的轉角市底部，亦不保證我們之前的沽貨決定，一定是有利可圖。

第三，人性總有弱點，我們傾向沽出手中的獲利貨，令我們有獲利回吐的快感，反而要投資者「認低威」在虧損的項目進行減倉，卻是相對較為困難。因此，很多投資者在打算減倉或沽貨的時候，往往會將中長線表現最好的股份沽出。不幸地，這批強勢股份，往往是最後跌但最早升的一批股份。結果，很多投資者會因為不忿自己在較早前「低價 (雖然已較買入價獲得極豐厚利潤)」沽出的股份，以創紀錄的高價買回，最終在大市回升之時，只能買入質素次一等的貨色。長此下去，便會出現經濟學上所謂的「劣幣驅逐良幣」的汰強留弱現象，令投資組合的質素越降越低，最終在終極跌市來臨之時一網成擒。

第四，雖然買入認沽期權要支付溢價，但是這樣買保險的方式，最大的損失亦只不過限於輸掉所有的期權金，投保者不會

「上身」 (必須付出比預算為高的損失)。

有長期留意筆者評論文章的讀者，應該知道我近年已很少為個別股份作詳細的投資分析，那其實是迫不得已。近年筆者代客管理的金額，若大手買入市場流通量不足的股份，或需要用上一段時間才能完成收集或全數沽清。假如我們在公開場合提及相關股份，就必須符合監管機構就持牌人士的買賣指引，為自己的投資組合帶來諸多不便。

不談論持倉情況 避免利益衝突

因此，為免不斷加重自己潛在利益衝突上的負擔，如非必要，我是不會公開談論我們持倉的具體情況，尤其是個別市值較小或流通量不足的股份，更加是可免則免。

我近年大多在公開場合提及的股份，都是成交金額極之暢旺的藍籌股份，以確保自己的言論，不會對股價有任何即時的影響，以免惹來不必要的煩惱。在不詳談個別股份投資分析的前提下，我

▲中國不少醫護行業的巨企，都已紛紛投下巨資，招攬大量海外回流的博士後研究員回國，投身於醫護行業的科研工作，並已做出不錯的成績。(網上圖片)

認為對讀者仍然有投資價值的分析，應該是宏觀的投資分析，包括從上而下的分析個別行業的中長線行業前景，以及大市處於什麼的相對價值水平。

對於最近有讀者於公開場合投訴，筆者這幾個月對後市的態度飄忽不定，我認為那其實是哪一位具備足夠實戰經驗的投資者的必要取態。假如市況或營商環境已經轉變，投資者仍然是一成不變，繼續死牛一邊頸地看好或看淡市況、某隻股份或某個行業，最終吃虧的是投資者自己的荷包。

錯時及時止損 對時盡量賺盡

在投資市場，用我們廣東人一句俗語，做錯買賣決定，其實就像食生菜一樣平常，只是在錯的時候，不要付出致命的損失，而在對的時候，能夠獲得盡可能最多的利潤，在功過相抵後，仍然是有利可圖，便是有效的投資策略。

決定一位投資者在市場上獲利多寡，其實並不在乎其觀點的對與錯，而是在他們錯的時候能否及時修正過錯，在對的時候，下足夠大的注碼。因此，目前環球最富有的人，都是對自己經營的生意押下重注（甚至畢生積蓄）的生意人，他們專心一致經營自己的事業，不受市況的好壞影響他們經營好這盤生意的決心。當然，生意失敗者可以最終一無所有，甚至最終要欠下巨債永不翻身。

如果投資目標並不是想成為世界首富，只是想自己的財富穩定增值，則投資者沒有必要將所有的雞蛋置於同一個籃子裏，強迫自己的財富出現all or nothing（全贏或全輸）的非A即B兩難局面。

中國 20 大市值醫護股份排名

公司名稱 (股份代號)	市值 (億人民幣)*	市價 (元)*	
恒瑞醫藥 (600276)	2,264	79.91	+8.02
康美藥業 (600518)	1,084	21.8	+4.02
復星醫藥 (600196)	1,059	42.99	+8.72
中生製藥 (01177)	1,033	15.22	+4.52
雲南白藥 (000538)	1,025	98.4	+4.92
國藥控股 (01099)	819	36.75	+6.42
上海萊士 (002252)	972	19.54	-
石藥集團 (01093)	965	19.2	+1.4
華大基因 (300676)	684	171	-3.82
美年健康 (002044)	638	24.52	-2.82
藥明生物 (02269)	626	66.65	+21.52
愛爾眼科 (300015)	616	38.84	+1.12
上海醫藥 (601607)	596	23.17	-4.32
華東醫藥 (000963)	594	61.15	+9.52
樂普醫療 (300003)	536	30.11	+11.52
華潤醫藥 (03320)	534	10.56	-11.52
智飛生物 (300122)	492	30.75	+10.82
片仔癀 (600436)	482	79.96	-9.92
同仁堂 (600085)	451	32.89	+4.92
信立泰 (002294)	426	40.72	-3.82
總市值	15,896		

*2018年3月14日收市價；*港元，其餘為人民幣。

因此，即使上期本欄確實認為恒指或有機會在上半年打橫行或先行試底，再於下半年反覆回升，我所操盤的基金，最低倉位的時候，亦不過是淨持80%左右的倉位（連同一些極價外的認沽期權，一旦到價的時候，持倉將進一步減少至50%），目的就是為自己一旦出錯之時，留了一條退路。

過去兩個多月，我們另一個重要的舉措，是陸續減持基建及公用事業的股份，以騰出更多的空間，投資於我們認為中長線表現將更為出色的醫護行業。我們投資的具體股份，請恕本欄未能一一公開，不過有興趣的投資者，不妨從附表中尋寶。

本欄看好醫護行業的其中一個最重要的原因，是目前最大市值的20家中資醫護股份，總市值仍然未及半家騰訊或阿里巴巴的市值，相對於行業對中國經濟的重要性，其實是極其低估的。假如要我下注，預期未來十年最具增長潛力的行業，醫護行業目前是我的首選。（作者客戶持有騰訊及阿里巴巴股份）