

医药行业

## 溢价回落，价值显现

---



分析员：孙亮

联系人：周峰

2009年6月15日

# 投资策略与建议

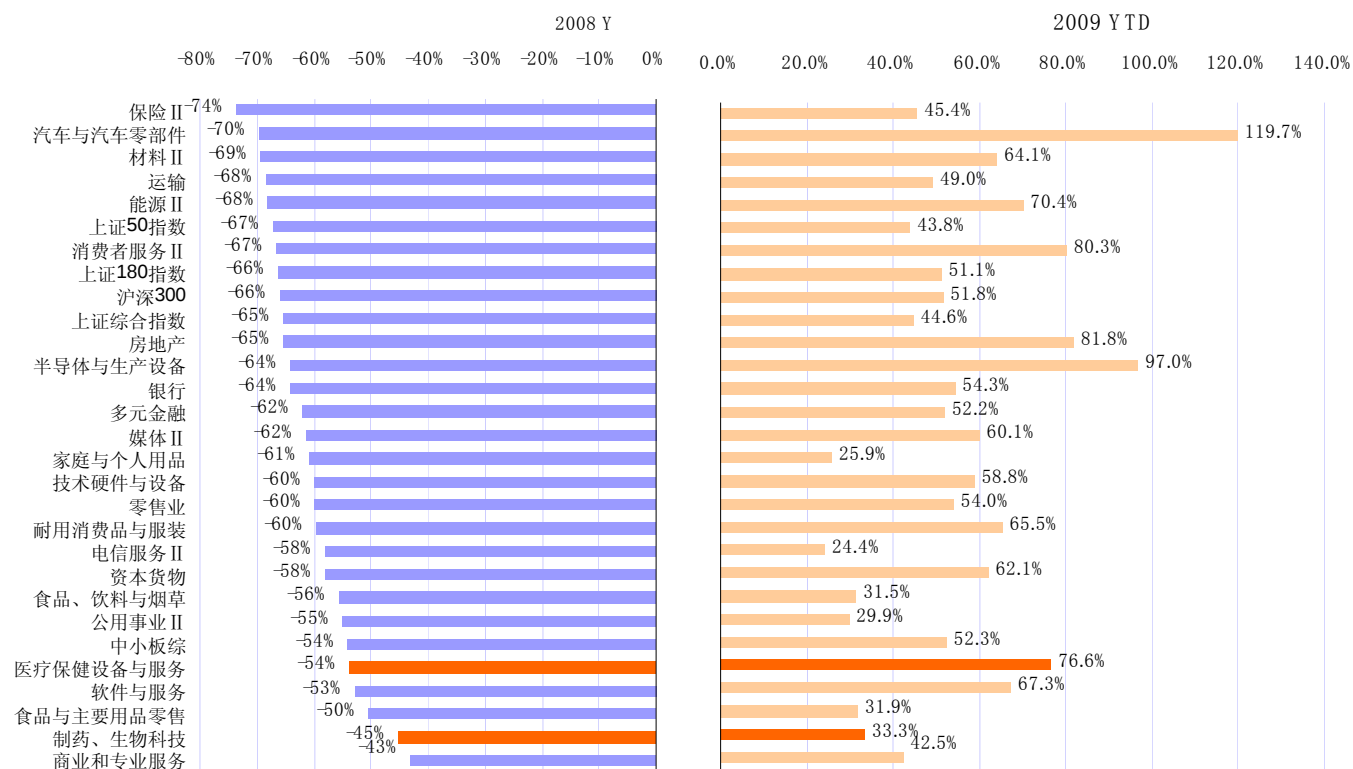
## 投资价值逐步显现

- 行业运行稳定
- 估值溢价回落
- 2010年PE在20x附近，兼具安全边际和收益空间
- 逐步增加配置，时间换取收益空间

# 表现弱于市场

- 2008年防御表现突出的医药行业，上半年跑输大盘

Wind二级行业指数和A股主要指数区间涨幅

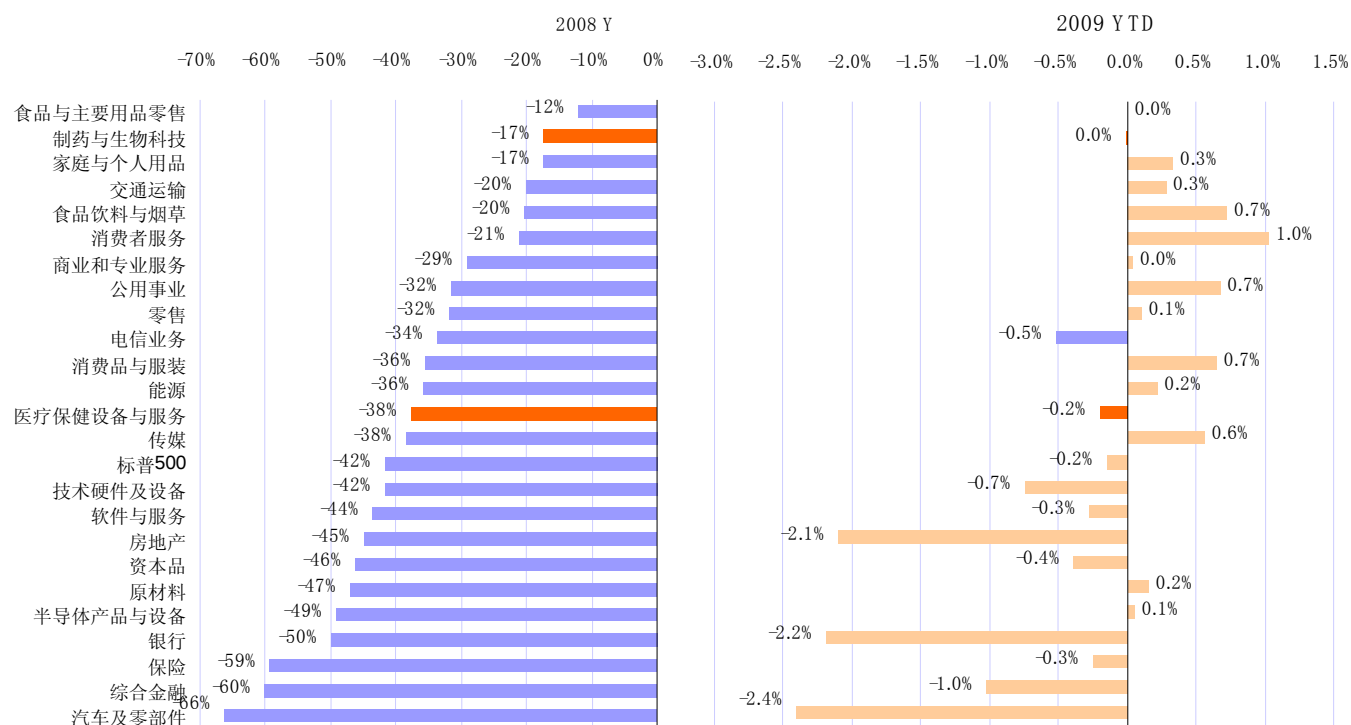


资料来源：wind，中金公司研究部

# 表现弱于市场

- 2008年美国标普制药与生物科技指数表现优异，2009年表现落后

标普500行业指数区间涨幅

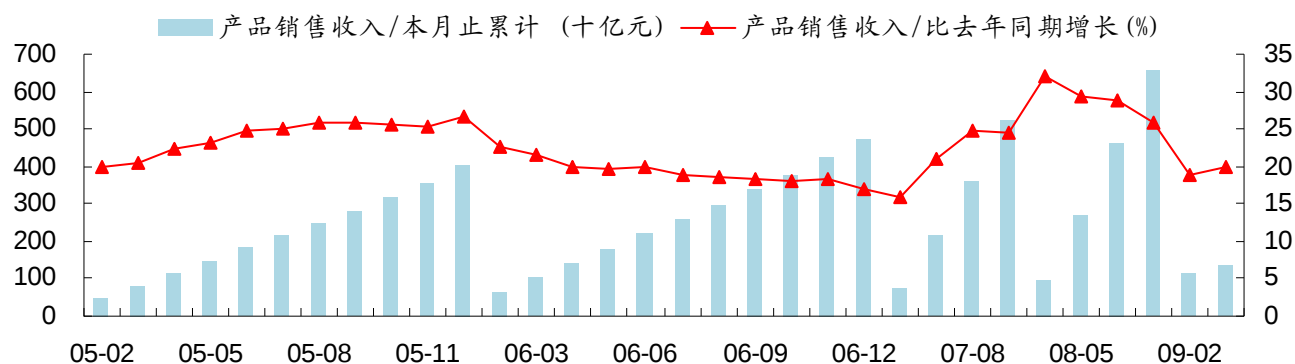


资料来源：wind，中金公司研究部

# 行业稳定运行

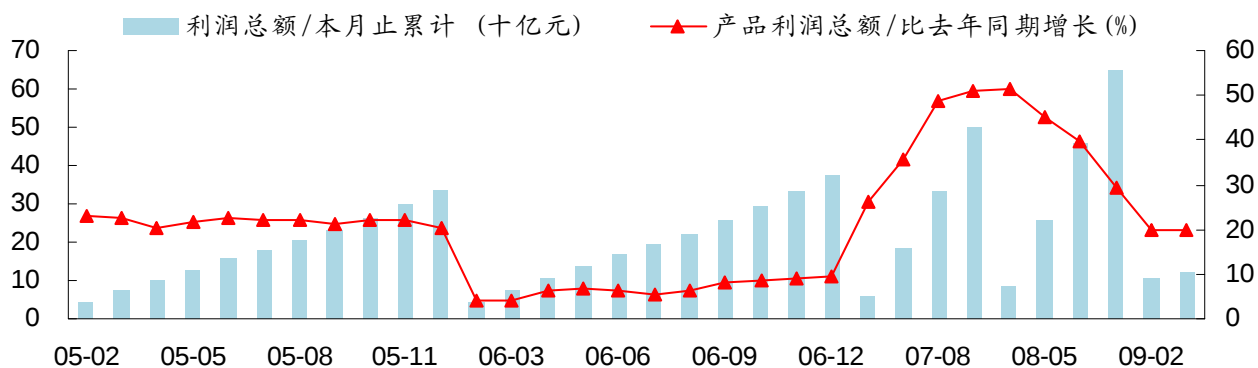
- 2007年医药制造业收入和利润总额增长不断加速，2008年增速逐季回落
- 预期2009年中期医药制造业收入和利润增速将企稳

## 医药制造业产品销售收入\_累计值(十亿元)和同比增速



资料来源：财汇

## 利润总额 (十亿元) 和同比增速



资料来源：财汇

# 行业稳定运行

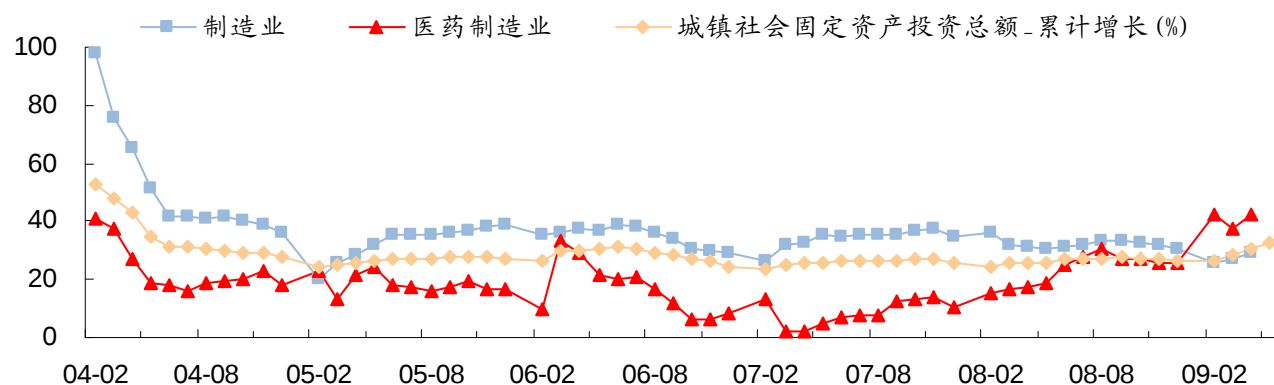
- 2009年医药制造业固定资产投资总额迅速增加，增速创近5年来新高，超过了制造业和社会固定资产总额增速，显示行业扩张意愿较强

医药制造业城镇固定资产投资总额\_累计值(亿元)和同比增速



资料来源：财汇

医药制造业城镇固定资产投资总额\_累计增长和整体比较

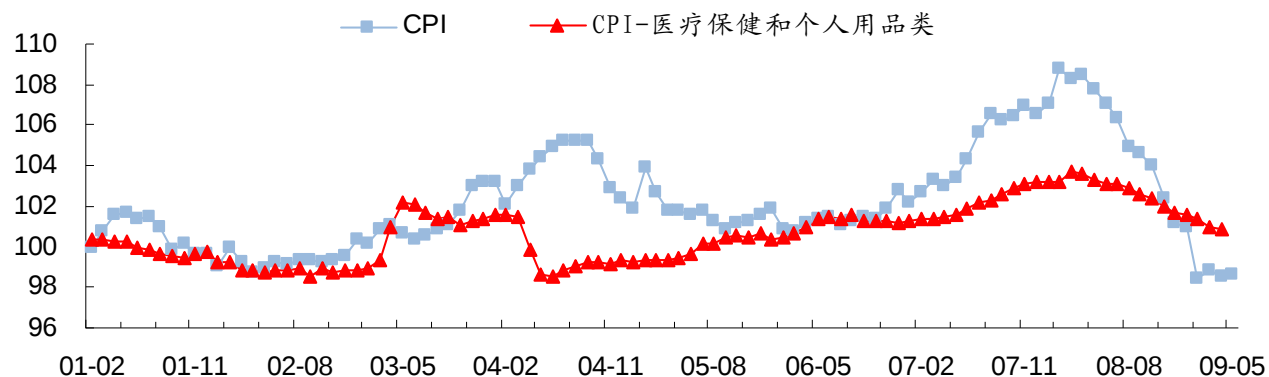


资料来源：财汇

## 行业稳定运行

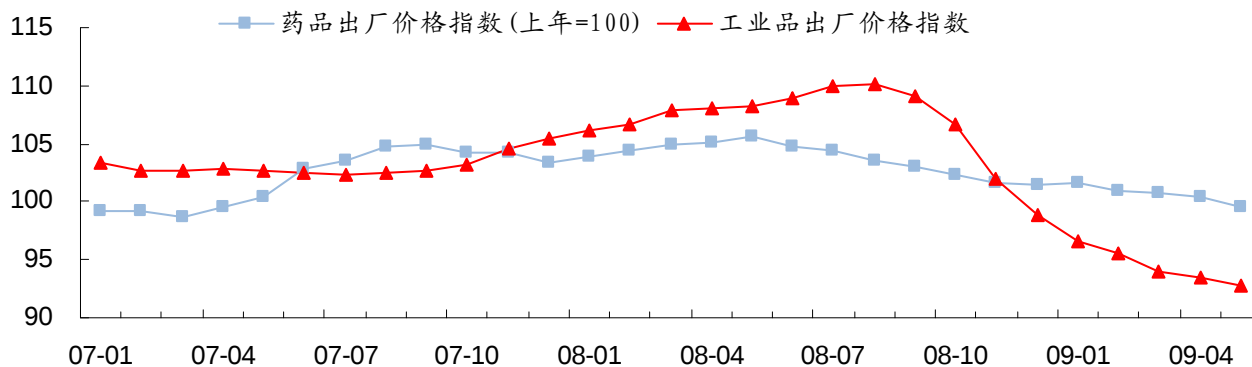
- 医疗保健价格指数跟随CPI一起回落，波动幅度小于CPI，体现了较好的稳定性
- 药品出厂价格指数波动性小于工业品出厂价格指数

居民消费价格指数\_当期值和医疗保健价格



资料来源：财汇

药品出厂价格指数(上年=100)和整体比较

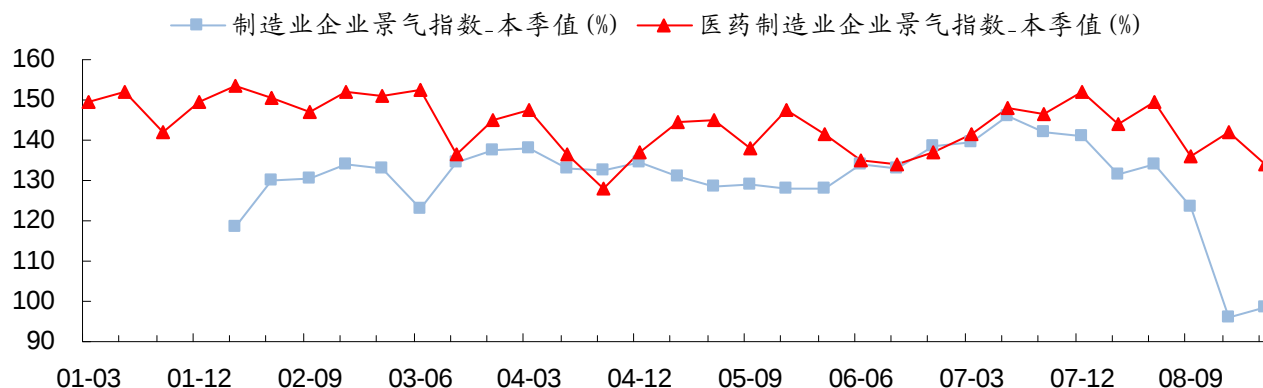


资料来源：华通人

# 行业稳定运行

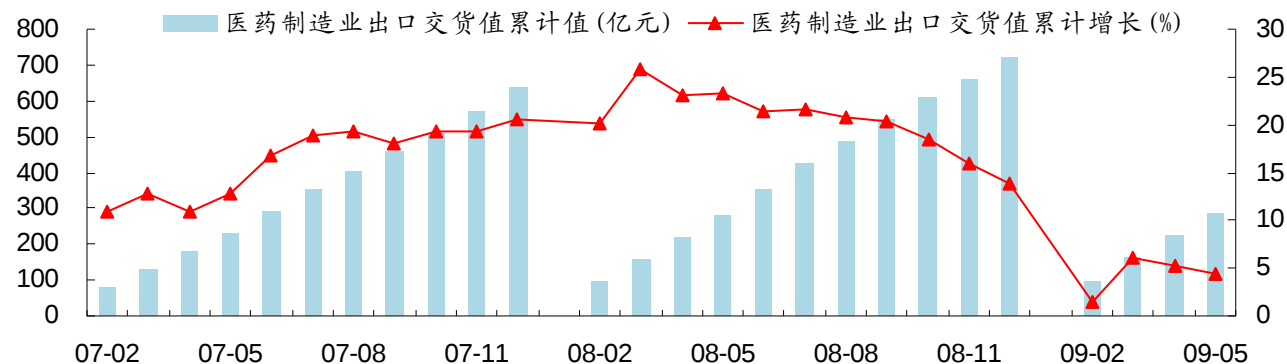
- 2008年中期以来，整体制造业景气指数迅速回落，医药制造业较制造业整体体现了较强的稳定性
- 受国际大形势影响，医药制造业出口增速在2008年四季度出现下滑，2009年仍处于缓慢恢复

## 制造业企业景气指数\_当期值和医药制造业



资料来源：财汇

## 医药制造业出口交货值\_累计和同比增速



资料来源：华通人

# 医改：等待另一只靴子落地

- 新医改方案最终出台，医药卫生产业做大的方向确立；具体政策细则尚未出台，大家等待另一只靴子落地

## 医改最终方案出台

4月国务院签发《中共中央国务院关于深化医药卫生体制改革的意见》，新医改方案最终出台，大方向确立：

- 总体目标：建立健全覆盖城乡居民的基本医疗卫生制度
- 2009-2011年五项重点：基本医疗保障制度建设；国家基本药物制度；基层医疗卫生服务体系；基本公共卫生服务均等化；公立医院改革试点
- 各级政府拟投入8500亿元，推进医药卫生体制改革
- 医药卫生产业做大，企业将结构性分化

## 具体政策尚需细化

短期政策焦点：

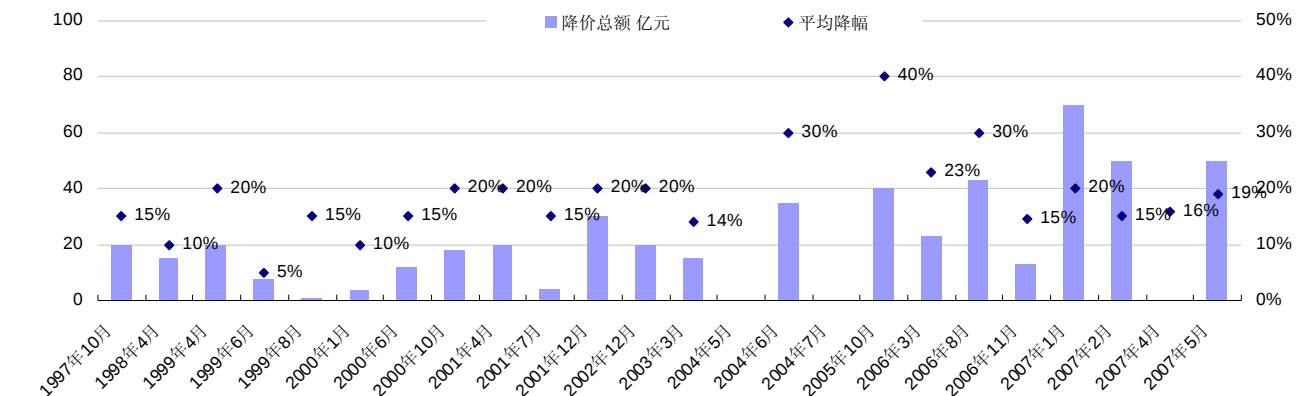
- 基本药物目录
- 药品和医疗服务定价机制
- 公立医院运行机制改革

资料来源：中金公司研究部

# 降价影响几何

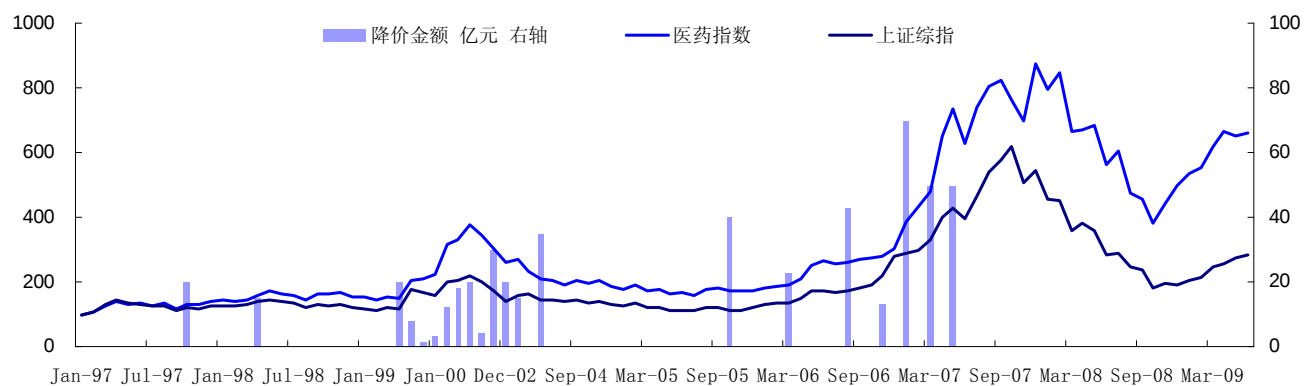
- 降价不会改变医药指数运行大方性

## 历次降价金额和幅度



资料来源：中金公司研究部

## 医药指数与上证指数走势对比

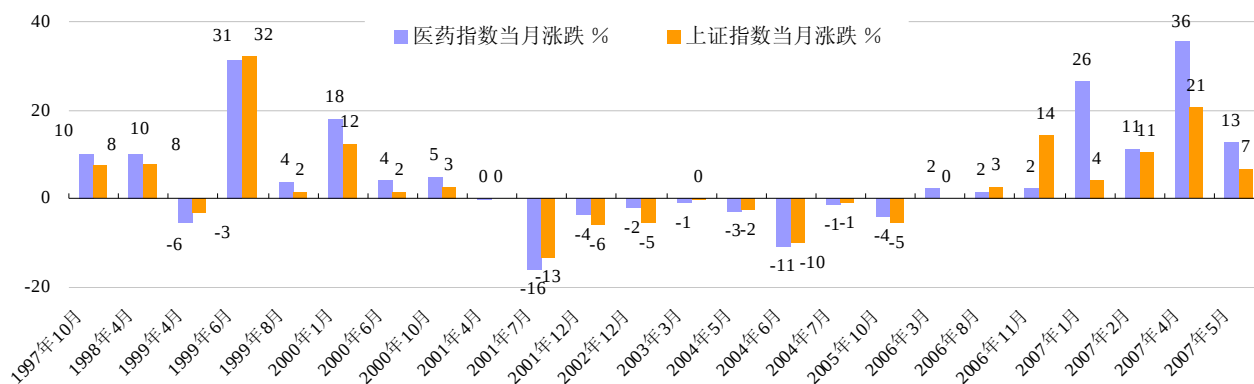


资料来源：中金公司研究部

# 降价影响几何

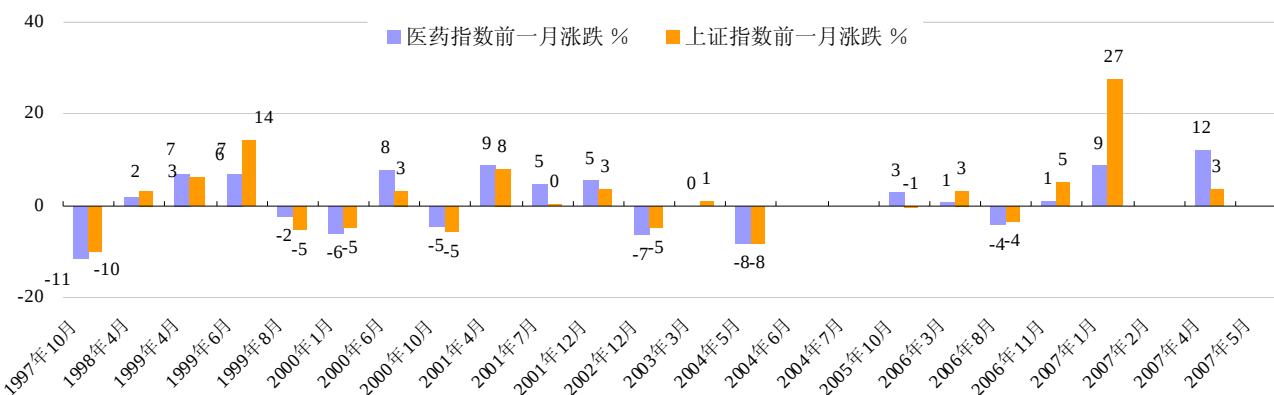
- 降价前后医药指数走势并未明显落后于市场

历次降价当月医药指数与上证指数涨跌幅对比



资料来源：中金公司研究部

历次降价前一月医药指数与上证指数涨跌幅对比

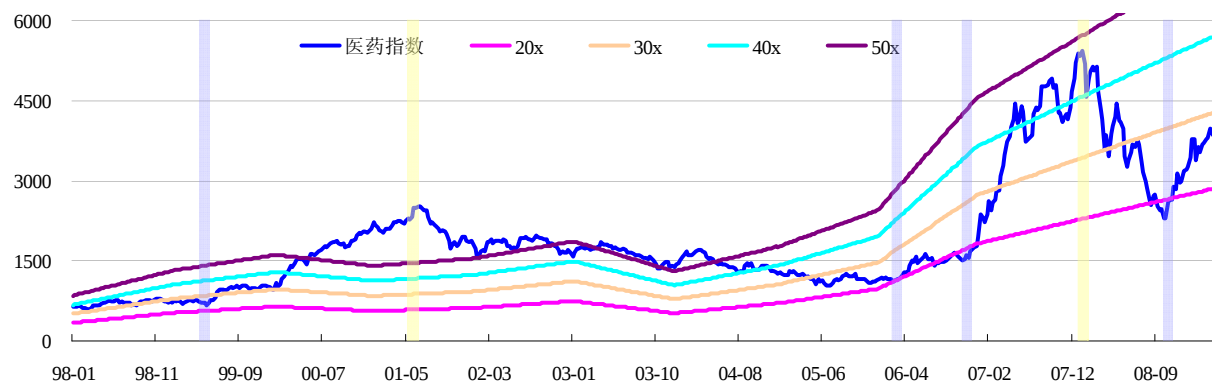


资料来源：中金公司研究部

# 估值溢价回落

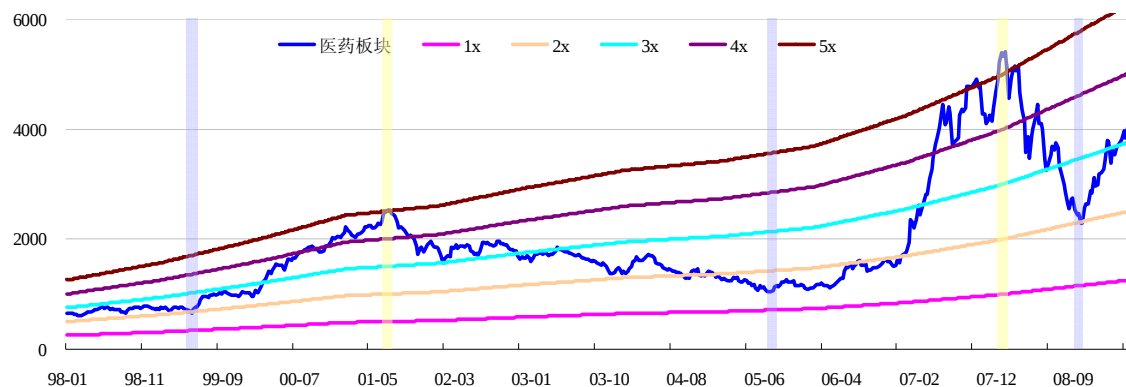
- 医药板块2009年动态 PE 约为 27x 左右，2010年22x，落入底部区域

医药板块历史PE区间



资料来源：中金公司研究部

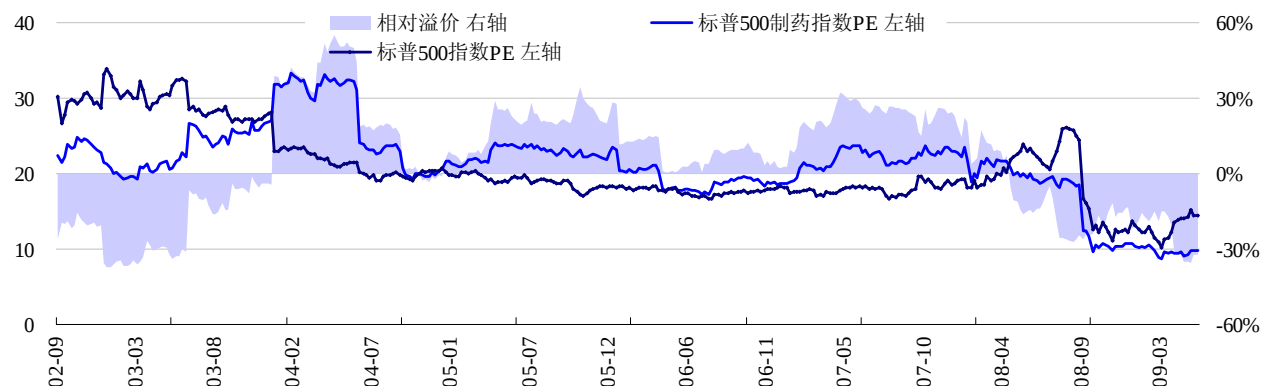
医药板块历史PB区间



资料来源：中金公司研究部

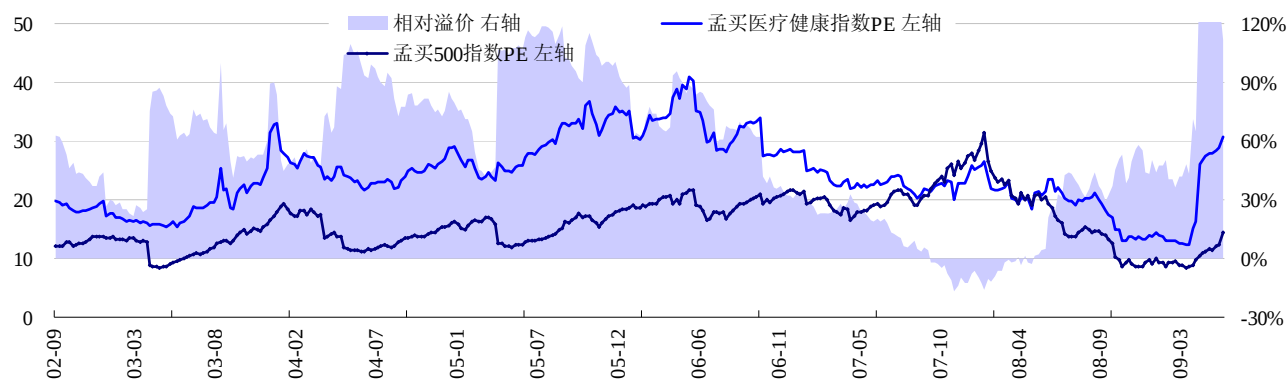
# 估值溢价回落

## 标普制药指数与标普500指数PE对比



资料来源: Bloomberg,中金公司研究部

## 孟买医疗健康指数与孟买500指数PE对比

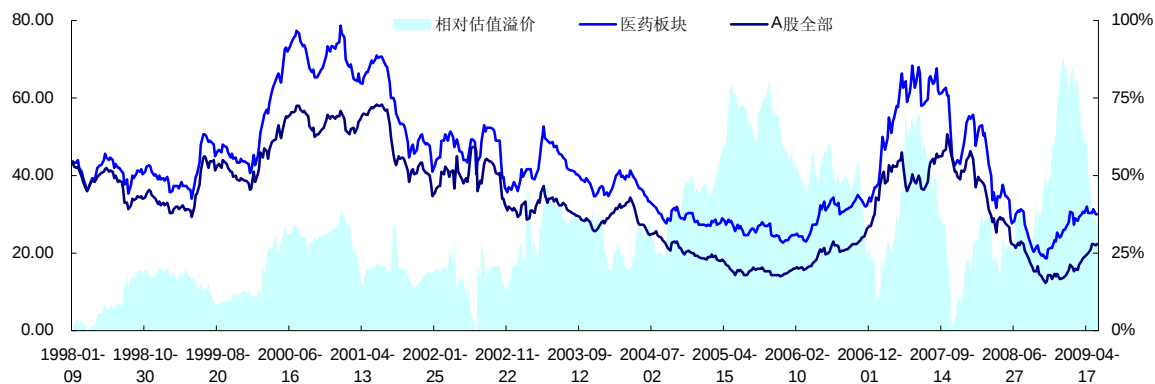


资料来源: Bloomberg,中金公司研究部

# 估值溢价回落

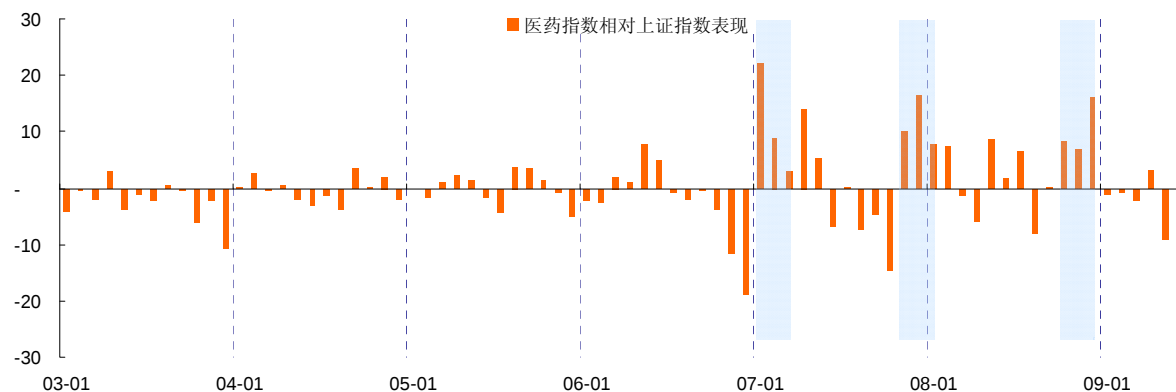
- 医药板块2009年动态PE27x左右，相对大盘溢价从年初80%回落到30%

## 医药板块与A股PE估值对比



资料来源：wind，中金研究部

## 医药板块月度涨跌与指数对比



资料来源：wind，中金研究部

# 全球主要市场估值对比

- 与全球其它市场比，中国医药板块拥有巨大的潜在市场，体现更好的成长性

## 全球主要市场医药板块估值对比

|               | CAGR(08-10) | PE2008 | PE2009 | PE2010 | PEG | ROE08 | PB08 |
|---------------|-------------|--------|--------|--------|-----|-------|------|
| 欧美主要大型研发型制药企业 | 14%         | 13     | 10     | 10     | 0.7 | 26%   | 3.4  |
| 欧美主要非专利药生产企业  | 20%         | 22     | 14     | 15     | 0.7 | 21%   | 3.1  |
| 欧美主要医药分销企业    | 5%          | 13     | 15     | 12     | 3.2 | 10%   | 1.6  |
| 欧美主要生物制药企业    | 28%         | 22     | 16     | 14     | 0.6 | 31%   | 5.0  |
| 印度市场主要制药企业    | 17%         | 18     | 15     | 13     | 0.9 | 23%   | 4.2  |
| 日本市场主要制药企业    | 5%          | 17     | 16     | 16     | 3.4 | 11%   | 1.7  |
| 香港市场主要制药企业    | 19%         | 16     | 14     | 11     | 0.7 | 16%   | 1.5  |
| 国内A股市场覆盖制药企业  | 31%         | 38     | 27     | 22     | 0.9 | 18%   | 4.2  |

资料来源：Bloomberg,中金公司研究部

# 投资策略与建议

## 板块价值显现

- 行业运行稳定
- 估值溢价回落
- 2010年PE在20x附近，兼具安全边际和收益空间
- 逐步增加配置，时间换取收益空间

# 投资策略与建议

## 中期驱动

- 价值: 恒瑞医药, 云南白药
- 估值: 2010年PE20x附近; 康缘药业、天士力、丽珠集团; 华东医药、双鹤药业、三九医药、哈药股份
- 成长: 中小板仍是具备成长性的群体, 双鹭药业、鱼跃医疗、恩华药业、科华生物
- 变革: 营销转变, 东阿阿胶、片仔癀、中新药业
- 升级: 华海药业、海正药业

## 短期驱动

- 价格弹性: 维生素E
- 资产整合: 上实和上药集团、中生集团、国药集团
- 业绩超预期

资料来源: 中金公司研究部

# A股医药公司估值

## A股主要医药上市公司估值表

| 公司名称  | 代码     | 总市值    | 每股收益(元) |       |       | P/E   |       |       | 股息收益率 | 净资产收益率 | 市净率   |
|-------|--------|--------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|
|       |        | (百万元)  | 2008A   | 2009E | 2010E | 2008A | 2009E | 2010E | 2008A | 2008A  | 2008A |
| 大宗原料药 |        |        |         |       |       |       |       |       |       |        |       |
| 海正药业  | 600267 | 7,692  | 0.43    | 0.57  | 0.73  | 39    | 30    | 23    | 0.6%  | 14%    | 5.1   |
| 华海药业  | 600521 | 4,189  | 0.50    | 0.65  | 0.84  | 28    | 22    | 17    | 0.7%  | 15%    | 3.8   |
| 华北制药  | 600812 | 9,051  | 0.26    | 0.41  | 0.49  | 34    | 21    | 18    | 0.0%  | 20%    | 6.2   |
| 浙江医药  | 600216 | 10,810 | 2.16    | 1.56  | 1.67  | 11    | 15    | 14    | 0.1%  | 73%    | 6.0   |
| 新和成   | 002001 | 10,977 | 4.02    | 2.84  | 2.96  | 8     | 11    | 11    | 0.3%  | 103%   | 6.0   |
| 天药股份  | 600488 | 4,023  | 0.09    | 0.31  | 0.57  | 80    | 24    | 13    | 0.3%  | 3%     | 2.7   |
| 东北制药  | 000597 | 7,010  | 1.07    | 1.32  | 1.49  | 20    | 16    | 14    | 0.3%  | 29%    | 4.5   |
| 中间值   |        | 5,600  |         |       |       | 37    | 21    | 14    | 0.3%  | 14%    | 4.2   |
| 品牌中药  |        |        |         |       |       |       |       |       |       |        |       |
| 云南白药  | 000538 | 19,221 | 0.87    | 1.14  | 1.47  | 41    | 32    | 25    | 0.0%  | 20%    | 6.1   |
| 同仁堂   | 600085 | 8,672  | 0.50    | 0.57  | 0.66  | 33    | 29    | 25    | 0.0%  | 9%     | 3.0   |
| 广州药业  | 600332 | 6,406  | 0.23    | 0.19  | 0.26  | 35    | 41    | 31    | 0.0%  | 6%     | 2.1   |
| 东阿阿胶  | 000423 | 9,402  | 0.55    | 0.65  | 0.79  | 33    | 28    | 23    | 0.0%  | 22%    | 6.7   |
| 片仔癀   | 600436 | 3,618  | 1.01    | 0.85  | 0.98  | 26    | 31    | 26    | 2.1%  | 19%    | 5.0   |
| 九芝堂   | 000989 | 3,006  | 0.67    | 0.49  | 0.53  | 15    | 21    | 19    | 4.0%  | 17%    | 2.4   |
| 独一味   | 002219 | 1,952  | 0.48    | 0.66  | 0.81  | 44    | 32    | 26    | 0.0%  | 20%    | 6.3   |
| 中新药业  | 600329 | 6,539  | 0.49    | 0.69  | 0.78  | 36    | 26    | 23    | 0.0%  | 16%    | 5.3   |
| 马应龙   | 600993 | 3,836  | 0.49    | 0.69  | 0.77  | 48    | 33    | 30    | 0.4%  | 11%    | 2.9   |
| 中间值   |        | 6,406  |         |       |       | 35    | 31    | 25    | 0.0%  | 17%    | 5.0   |
| 现代中药  |        |        |         |       |       |       |       |       |       |        |       |
| 天士力   | 600535 | 8,003  | 0.52    | 0.65  | 0.80  | 31    | 25    | 21    | 2.4%  | 14%    | 4.2   |
| 康缘药业  | 600557 | 4,505  | 0.44    | 0.58  | 0.71  | 32    | 24    | 20    | 1.1%  | 19%    | 4.7   |
| 益佰制药  | 600594 | 2,820  | 0.42    | 0.56  | 0.70  | 29    | 21    | 17    | 0.0%  | 18%    | 4.9   |
| 亚宝药业  | 600351 | 3,257  | 0.27    | 0.39  | 0.49  | 38    | 27    | 21    | 1.9%  | 15%    | 4.1   |
| 仁和药业  | 000650 | 2,820  | 0.32    | 0.51  | 0.65  | 40    | 25    | 20    | 0.0%  | 26%    | 9.2   |
| 江中药业  | 600750 | 3,867  | 0.44    | 0.54  | 0.66  | 30    | 24    | 20    | 3.0%  | 15%    | 4.2   |
| 千金药业  | 600479 | 3,593  | 0.60    | 0.67  | 0.84  | 28    | 25    | 20    | 1.9%  | 15%    | 4.2   |
| 沃华医药  | 002107 | 3,559  | 0.65    | 1.20  | 1.30  | 66    | 36    | 33    | 0.0%  | 23%    | 8.2   |
| 康恩贝   | 600572 | 2,472  | 0.28    | 0.37  | 0.43  | 27    | 21    | 18    | 1.6%  | 10%    | 2.7   |
| 中间值   |        | 3,408  |         |       |       | 32    | 25    | 20    | 1.3%  | 15%    | 4.2   |

资料来源：wind资讯，中金研究部

# A股医药公司估值

A股主要医药上市公司估值表

| 公司名称  | 代码     | 总市值<br>(百万元) | 每股收益(元) |       |       | P/E   |       |       | 股息收益率<br>2008A | 净资产收益率<br>2008A | 市净率<br>2008A |
|-------|--------|--------------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|----------------|-----------------|--------------|
|       |        |              | 2008A   | 2009E | 2010E | 2008A | 2009E | 2010E |                |                 |              |
| 化学制剂药 |        |              |         |       |       |       |       |       |                |                 |              |
| 恒瑞医药  | 600276 | 21,844       | 0.68    | 1.16  | 1.44  | 52    | 30    | 24    | 0.3%           | 23%             | 11.0         |
| 白云山A  | 000522 | 3,706        | 0.16    | 0.26  | 0.34  | 48    | 31    | 24    | 0.0%           | 10%             | 4.0          |
| 现代制药  | 600420 | 2,578        | 0.19    | 0.29  | 0.35  | 48    | 31    | 25    | 0.0%           | 10%             | 4.7          |
| 康美药业  | 600518 | 12,843       | 0.17    | 0.24  | 0.34  | 44    | 31    | 23    | 0.8%           | 11%             | 4.4          |
| 恩华药业  | 002262 | 2,254        | 0.23    | 0.34  | 0.48  | 55    | 37    | 26    | 0.8%           | 17%             | 3.9          |
| 华邦制药  | 002004 | 2,475        | 0.67    | 0.84  | 0.92  | 28    | 22    | 20    | 1.8%           | 12%             | 3.3          |
| 华东医药  | 000963 | 5,356        | 0.39    | 0.55  | 0.69  | 32    | 22    | 18    | 0.0%           | 25%             | 7.1          |
| 中间值   |        | 3,706        |         |       |       | 48    | 31    | 24    | 0.3%           | 12%             | 4.4          |
| 生物制药  |        |              |         |       |       |       |       |       |                |                 |              |
| 双鹭药业  | 002038 | 8,284        | 0.88    | 1.25  | 1.58  | 38    | 27    | 21    | 0.6%           | 33%             | 10.9         |
| 科华生物  | 002022 | 7,241        | 0.40    | 0.51  | 0.66  | 44    | 34    | 27    | 1.1%           | 31%             | 11.8         |
| 天坛生物  | 600161 | 10,258       | 0.27    | 0.45  | 0.61  | 77    | 47    | 35    | 0.0%           | 20%             | 15.4         |
| 通化东宝  | 600867 | 5,820        | 0.13    | 0.40  | 0.63  | 124   | 40    | 25    | 0.0%           | 3%              | 3.6          |
| 华兰生物  | 002007 | 11,866       | 0.52    | 0.78  | 0.98  | 63    | 42    | 34    | 0.6%           | 22%             | 10.8         |
| 上海莱士  | 002252 | 4,101        | 0.65    | 0.86  | 1.04  | 39    | 30    | 25    | 3.1%           | 23%             | 5.5          |
| 达安基因  | 002030 | 3,501        | 0.16    | 0.23  | 0.31  | 90    | 63    | 47    | 0.2%           | 12%             | 10.7         |
| 天康生物  | 002100 | 2,361        | 0.40    | 0.54  | 0.70  | 36    | 27    | 21    | 0.5%           | 13%             | 3.7          |
| 中牧股份  | 600195 | 8,139        | 0.41    | 0.65  | 0.77  | 50    | 32    | 27    | 0.6%           | 15%             | 7.4          |
| 金宇集团  | 600201 | 2,628        | 0.26    | 0.40  | 0.47  | 36    | 24    | 20    | 1.1%           | 10%             | 3.7          |
| 中间值   |        | 6,530        |         |       |       | 47    | 33    | 26    | 0.6%           | 18%             | 9.0          |
| 保健品   |        |              |         |       |       |       |       |       |                |                 |              |
| 健康元   | 600380 | 7,037        | -0.02   | 0.26  | 0.31  |       | 24    | 21    | 1.9%           | 19%             | 1.3          |
| 交大昂立  | 600530 | 2,558        | -0.45   | 0.00  | 0.00  |       |       |       | 0.0%           | -16%            | 3.2          |
| 人福科技  | 600079 | 3,109        | 0.20    | 0.25  | 0.33  | 40    | 32    | 24    | 0.5%           | 8%              | 3.1          |
| 中间值   |        | 3,109        |         |       |       | 40    | 28    | 23    | 0.5%           | 8%              | 3.1          |

资料来源：wind资讯，中金研究部

# A股医药公司估值

## A股主要医药上市公司估值表

| 公司名称    | 代码     | 总市值<br>(百万元) | 每股收益(元) |       |       | P/E   |       |       | 股息收益率<br>2008A | 净资产收益率<br>2008A | 市净率<br>2008A |
|---------|--------|--------------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|----------------|-----------------|--------------|
|         |        |              | 2008A   | 2009E | 2010E | 2008A | 2009E | 2010E |                |                 |              |
| 医疗器械    |        |              |         |       |       |       |       |       |                |                 |              |
| 鱼跃医疗    | 002223 | 3,484        | 0.40    | 0.56  | 0.74  | 56    | 41    | 31    | 1.3%           | 23%             | 8.6          |
| 万东医疗    | 600055 | 2,100        | 0.13    | 0.20  | 0.23  | 74    | 50    | 41    | 0.0%           | 6%              | 4.2          |
| 新华医疗    | 600587 | 1,724        | 0.22    | 0.29  | 0.36  | 58    | 44    | 36    | 0.4%           | 5%              | 2.8          |
| 山东药玻    | 600529 | 3,063        | 0.55    | 0.65  | 0.78  | 22    | 18    | 15    | 0.5%           | 10%             | 2.1          |
| 中间值     |        | 2,581        |         |       |       | 57    | 42    | 33    | 0.4%           | 8%              | 3.5          |
| 综合性制药企业 |        |              |         |       |       |       |       |       |                |                 |              |
| 丽珠集团    | 000513 | 8,024        | 0.17    | 0.99  | 1.18  | 154   | 26    | 22    | 0.0%           | 3%              | 4.5          |
| 哈药股份    | 600664 | 17,314       | 0.69    | 0.74  | 0.86  | 20    | 19    | 16    | 0.0%           | 16%             |              |
| 复星医药    | 600196 | 18,950       | 0.56    | 0.59  | 0.71  | 27    | 26    | 22    | 0.0%           | 18%             | 4.7          |
| 双鹤药业    | 600062 | 11,434       | 0.80    | 1.08  | 1.34  | 30    | 22    | 18    | 0.0%           | 14%             | 3.9          |
| 三精制药    | 600829 | 6,464        | 0.70    | 0.84  | 0.94  | 24    | 20    | 18    | 0.0%           | 20%             | 4.3          |
| 三九医药    | 000999 | 15,261       | 0.51    | 0.66  | 0.78  | 31    | 24    | 20    | 1.3%           | 17%             | 4.8          |
| 上实医药    | 600607 | 7,022        | 0.53    | 1.26  | 0.48  | 36    | 15    | 40    | 0.9%           | 10%             | 3.5          |
| 中间值     |        | 11,434       |         |       |       | 30    | 22    | 20    | 0.0%           | 16%             | 4.4          |
| 医药流通企业  |        |              |         |       |       |       |       |       |                |                 |              |
| 国药股份    | 600511 | 8,709        | 0.40    | 0.53  | 0.67  | 45    | 35    | 27    | 0.8%           | 25%             | 10.5         |
| 上海医药    | 600849 | 6,750        | 0.14    | 0.25  | 0.33  | 82    | 47    | 36    | 0.4%           | 5%              | 4.0          |
| 南京医药    | 600713 | 2,176        | 0.10    | 0.21  | 0.27  | 72    | 35    | 27    | 0.1%           | 6%              | 4.5          |
| 桐君阁     | 000591 | 1,377        | 0.11    | 0.12  | 0.12  | 64    | 58    | 59    | 0.0%           | 6%              | 4.0          |
| 一致药业    | 000028 | 5,734        | 0.54    | 0.75  | 0.93  | 37    | 26    | 21    | 0.5%           | 28%             | 9.1          |
| 中间值     |        | 5,734        |         |       |       | 64    | 35    | 27    | 0.4%           | 6%              | 4.5          |

资料来源：wind资讯，中金研究部