

医药行业 2012 年度投资策略

结构化行情值得期待

健康护理/医药

优于大势

维持评级

发布时间：2011 年 12 月 2 日

投资要点：

- 从增速看，我国医药产业在人口老化、慢性病发病率上升、政府投入增加和医疗保障提高等因素的影响下，未来 20 年仍将保持较高的发展速度，我们预计医药板块今年全年的净利润增速为 20% 左右，明年增速可能略低于今年。
- 从政策看，相比于政府主导的“日本模式”和市场化的“美国模式”，我国将采取更加灵活的药价机制，在产业发展和民生保障间博弈。我们认为新一轮的药品降价政策呼之欲出，药物集中采购机制也面临再次变革，但短期内还不会形成类似于日本的常态化降价政策，创新药仍会采取差异化定价，市场化定价的尝试仍在积极探索中。
- 从估值看，根据 11 月 30 日的收盘价，我们预测医药板块今年的 PE 大约在 31 倍。根据我们建立的分析模型，在不降息的情况下，医药板块现在的市场估值比 2011 年合理估值高估了约 32%，比 2012 年合理估值高估了约 13%。
- 从板块看，原料药产能过剩，出口面临挑战，维生素和抗生素原料药价格形势不容乐观；仿制药受益于国际专利药过期浪潮；防“未病”催热保健品、疫苗和中药饮片；基础医疗器械发展动力十足；医疗服务板块受益于政策，高估值有望延续；医药商业集中度将进一步提升，重点关注龙头企业。
- 投资建议：虽然医药板块的估值依旧偏高，但医药行业成长性确定，在经济增速放缓的背景下，医药板块依旧能获得一定的估值溢价，结构化行情值得期待，因此我们给予医药板块“优于大势”的评级。以下三类个股值得投资者关注：一是受药品降价影响不大的家用医疗器械、诊断试剂和中药保健类，比如科华生物、鱼跃医疗、江中药业等；二是受益于国家政策方向的医疗服务、疫苗类，比如通策医疗、马应龙等；三是具有产业整合能力或并购重组概念的企业，比如华润三九、康美药业等。
- 风险提示：药品降价超预期的风险；成本继续上升的风险。

走势图



子行业	评级
化学制药	同步大势
生物制药	优于大势
中药	优于大势
医疗器械	优于大势
医疗服务	优于大势
医药商业	同步大势

重要公司	评级
科华生物	推荐
鱼跃医疗	推荐
马应龙	推荐
通策医疗	推荐
康美药业	推荐

分析师：周思立 联系人：刘林
执业证书编号：S0550511010003
TEL: (8621)6336 7000-254
FAX: (8621)6337 3209
Email: liulin@nesc.cn
地 址：上海市延安东路 45 号 20 楼
邮 编：200002

目 录

1.医药板块 2011 年回顾.....	3
2.医药行业仍将维持较高增速	5
2.1.老龄化进程在加快	5
2.2.慢性病发病率增长较快	6
2.3.政府和社会投入持续增加	6
2.4.医改激发民众释放保健需求.....	8
2.5.今年的行业净利润增速在 20%左右	9
3.政策：“亲日不反美”，产业和民生的博弈	10
3.1. “日本模式”：政府主导药价，重民生甚于重药企.....	10
3.2. “美国模式”：市场化定价机制，创新力全球最强.....	11
3.3.中国：政府主导，渐进式改革.....	12
4.估值依旧偏高	13
4.1.预测今年市盈率在 31 倍左右.....	13
4.2.估值溢价率又有所扩大	14
4.3.目前市场估值比 2011 年合理估值高估约 32%.....	15
5.子行业投资机会	16
5.1.原料药不容乐观	16
5.1.1.原料药出口面临挑战	16
5.1.2.维生素价格稳中有降	17
5.1.3.抗生素原料药价格多数下降	18
5.2. 仿制药受益国际专利药过期浪潮	20
5.3. “防未病”催热保健品、疫苗和中药饮片	21
5.4. 基础医疗器械发展动力十足	23
5.5. 医疗服务板块的高估值有望维持	24
5.6. 医药商业关注龙头企业	25
6.投资建议	26
7.风险提示	26

1. 医药板块 2011 年回顾

我们在 2010 年 12 月 5 日的医药行业年度策略报告中曾明确指出：“药价下调和高估值仍然是限制医药板块上涨的两座大山。展望 2011 年，新版药典、新版 GMP 和新环保标准的全面实行，将大幅增加企业的运营成本；药品价格也将在 2011 年继续下降，虽然下降幅度可能弱于预期，但仍将限制医药制造企业的利润增长；在国家政策和资金的双重推动下，医药产业的兼并重组仍将风起云涌，医药流通走向国家商业时代，医药制造业向规模化和上下游一体化发展的趋势将更加明显；在国际专利药过期的浪潮下，我国特色原料药企业将率先迎来快速发展的机遇；我国医药企业的创新能力在“十二五”期间将有所增强，但新药原创能力仍很薄弱，创新之路任重而道远。”

从实际表现看，成本压力、政策压力和估值压力严重压制了医药板块的上行，再加上流年不利，医药板块的多只个股在 2011 年频频遭遇“黑天鹅”事件，因此医药板块今年表现不尽如人意，未能再现 2009 年和 2010 年的大幅上涨的局面。从今年年初至 11 月 30 日，申万医药生物指数的跌幅为 19.65%，和沪深 300 指数 19.40% 的跌幅大致相同。

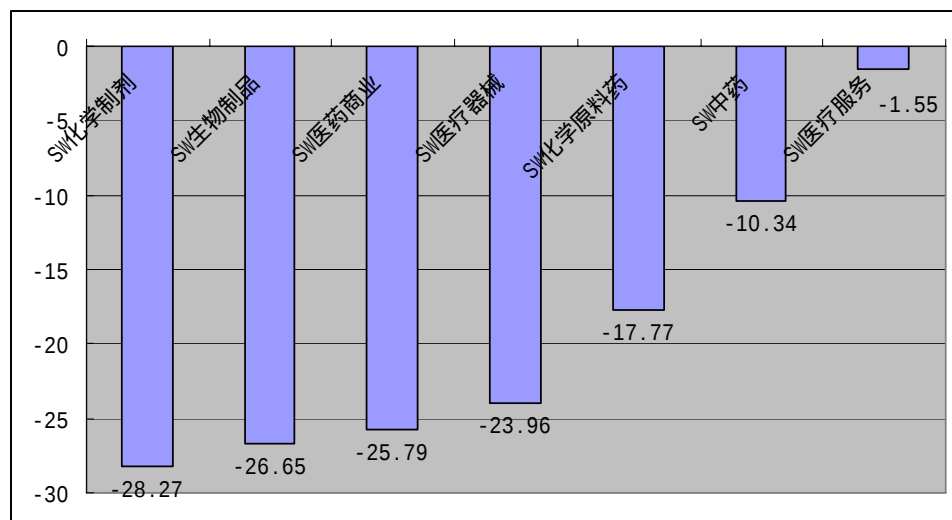
图 1：申万医药生物指数和沪深 300 指数比较



资料来源：WIND，东北证券

从板块和个股上看，正如我们在去年年度策略报告中所预期的那样：医药商业逐渐走向“大流通”时代，但药价下调以及成本增长影响了毛利率的增长，导致医药商业板块出现较大下跌；特色原料药企业受益于专利药过期，且逐渐向毛利率更高的下游仿制药领域发展，因而相对较为抗跌；中成药企业上半年受制于中药材价格上涨，成本压力巨大，但由于受降价影响较小，所以也相对抗跌；而创新药的创新之路“任重而道远”，在经过去年和前年的炒作之后，估值开始合理回归，生物制品和创新药企业跌幅较大；医疗服务板块受益于国家政策，大幅战胜大势。

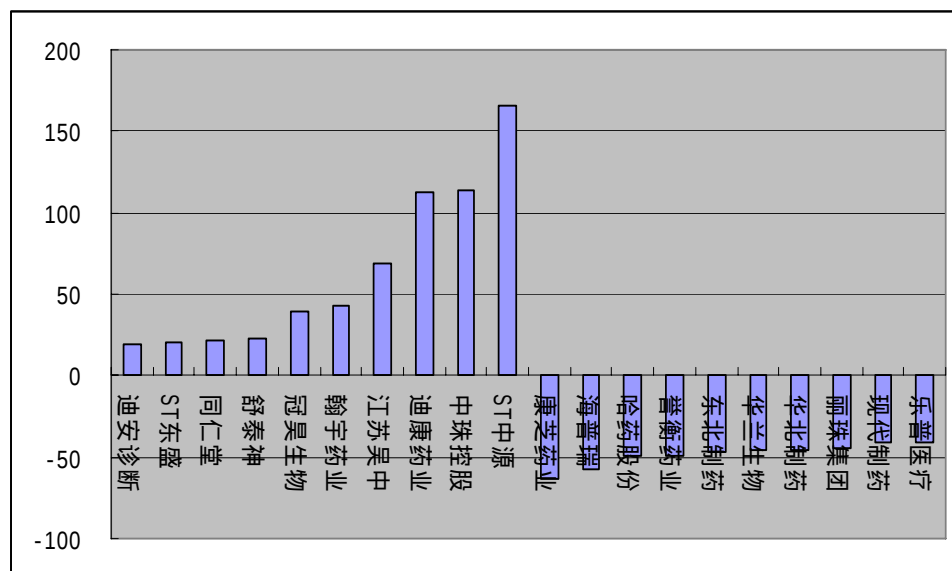
图 2：医药板块各子行业 2011 年行情表现（截至 11 月 30 日）



资料来源：WIND，东北证券

从个股上看，涨幅最大的为 ST 中源，为 165.88%，涨幅较大的除了同仁堂之外，其余大都为新股或非主流医药股；跌幅最大的为康芝药业，为 63.9%，跌幅的较大的个股均受国家调控政策影响较大，例如康芝药业受到药品限用政策影响，华兰生物受贵州血浆站关停政策影响，现代制药、华北制药、哈药股份等均受到降价和抗生素限用政策的影响。

图 3：涨跌幅最大的 20 只医药股（截至 11 月 30 日）



资料来源：WIND，东北证券

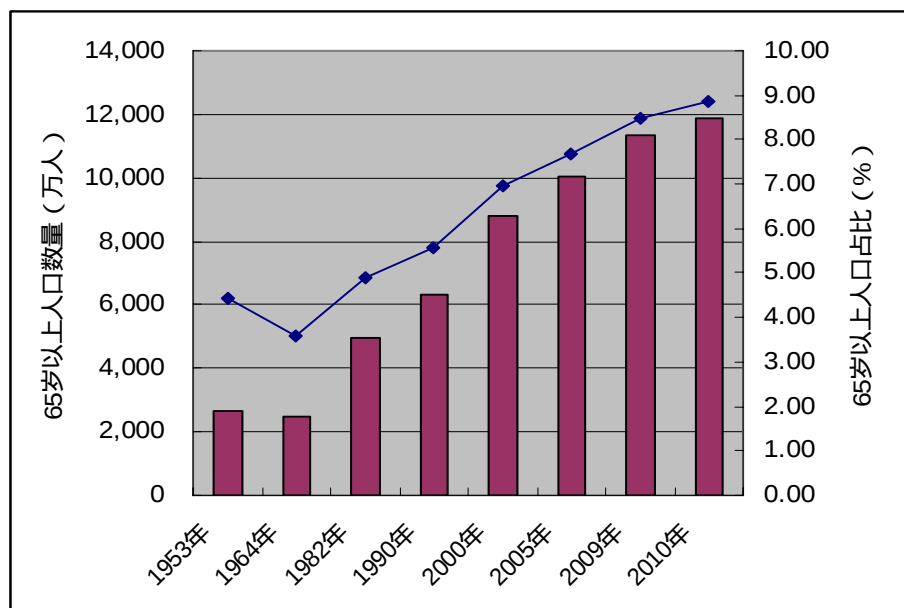
2. 医药行业仍将维持较高增速

2.1. 老龄化进程在加快

根据联合国的标准，一个地区 60 岁以上人口占到总人口的 10%，或者是 65 岁以上人口占到总人口的 7%，这个地区就进入了老龄化社会。按照 2000 年进行的第五次全国人口普查，我国 65 岁以上人口已达 8811 万人，占总人口 6.96%，60 岁以上人口达 1.3 亿人，占总人口的 10.2%，这两项指标均已经达到或者接近老龄化社会的标准。根据 2010 年的第六次全国人口普查，我国 65 岁以上 11,883 万人，占总人口的 8.87%，我国已经进入老龄化社会。

据统计，2009 年，我国 40 岁～60 岁人口占总人口的比例为 15.76%，总人口超过 2.1 亿人，这意味着未来 20 年，我国平均每年将有 1000 万人成为 60 岁以上老人，人口老化速度远超前 20 年。

图 4：我国 65 岁以上人口数量及占比



资料来源：国家统计局，WIND，东北证券

人口老化程度的加剧，将促进医疗保健需求的快速增长，从而带动健康产业的加速发展。

- 1) **老年人的患病率大大提高。**60 岁以上老人慢性病的患病率是全部人口的 3.2 倍，导致老年人用药需求大大提升。有资料显示，65 岁以上的老人中有 66% 需要使用药物，一个老年人每年要开 12 - 17 次处方，平均每次要使用 4.5 种处方药和 2.1 种 OTC 药。
- 2) **老年人的消费能力逐渐提升。**随着国家养老保险制度覆盖面的扩大，越来越多的老年人将实现“老有所养”。若假设未来 10 年内城市 60 岁以上老人增长到 1 亿，人均年退休金为 1 万元，那么仅城市老人的消费能力就在每年 1 万亿元以上。另外，老人的医疗报销比例高于年青人，医疗保健消费能力更强。

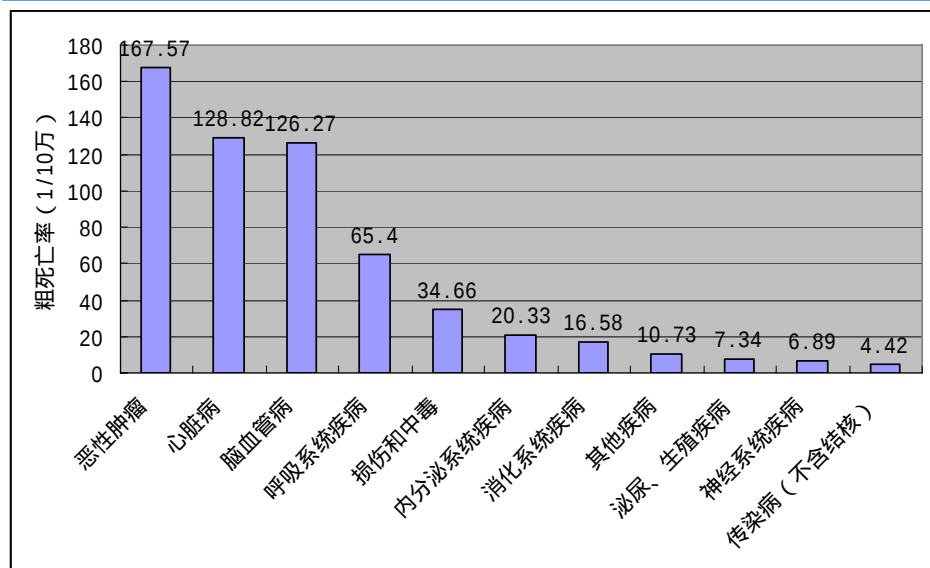
- 3) **老年人储蓄意愿明显下降。**老年人的消费支出尤其是医疗保健方面的支出意愿大大加强,老年人消耗的卫生资源是全部人口平均消耗资源的 1.9 倍。老年人比重的增加也将带动人均卫生费用支出的增加,我国人均卫生费用由 1990 年的 65.4 元增加到 2009 年的 1289 元,20 年增长了近 19 倍。

2.2. 慢性病发病率增长较快

随着时代的发展,传染性疾病的患病率和致死率逐年降低,心血管疾病、肿瘤、糖尿病、慢性阻塞性肺部疾病、骨质疏松和内分泌系统疾病等慢性病的发病率上升较快。据世界卫生组织预测,到 2015 年,中国慢性病造成的直接医疗费用将达到 5000 多亿美元。我国目前有高血压患者 1.6 亿人,血脂异常患者 1.6 亿人,糖尿病患者 9000 多万人,慢性阻塞性肺病患者 2000 万人,每年新增肿瘤患者 160 万人,新增冠心病 75 万人,新增脑卒中患者 150 万人。

如果不实施有效的防控措施,我国 40 岁以上人群罹患心血管疾病、糖尿病和肿瘤的人数在未来 20 年可能增加到现在的 2~3 倍。据卫生部报告,目前慢性病已经导致 45.9% 的全球疾病负担,而中国已经达到 60% 以上。根据卫生部 2010 年卫生统计年鉴,2009 年我国城市居民死亡率居前的疾病分别是恶性肿瘤、心脏病和脑血管病,另外神经系统疾病死亡率近 20 年上升较快,由 1990 年的 4.99/10 万上升到 2009 年的 6.89/10 万。

图 5：我国城市居民 2009 年疾病粗死亡率比较



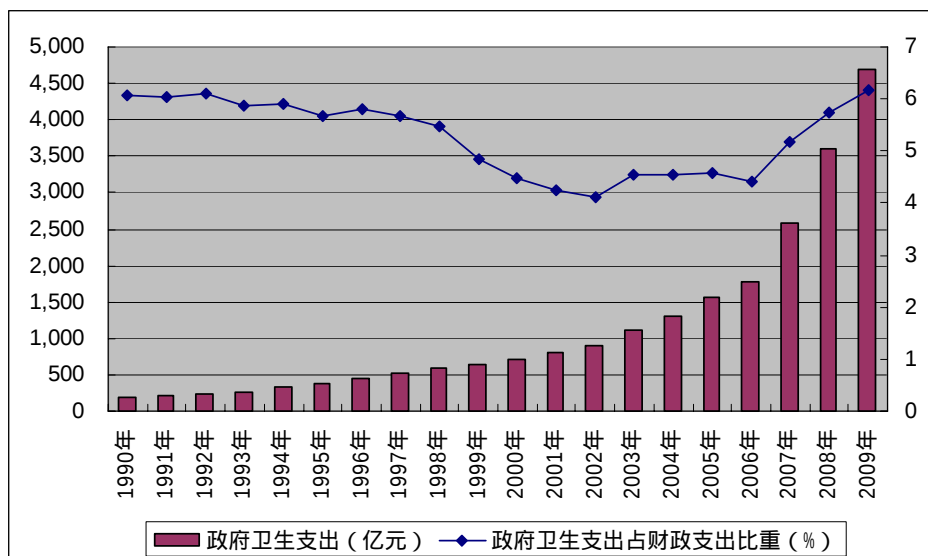
资料来源：卫生部，东北证券

2.3. 政府和社会投入持续增加

从政府投入上看,我国政府对于医疗卫生事业的财政投入力度在逐年加大,政府卫生支出占财政支出的比重从 2000 年的 4.47% 提高到 2009 年的 6.18%,投入金额也由 2000

年的 709.52 亿元增长到 2009 年的 4685.6 亿元，10 年增长了 5.6 倍。

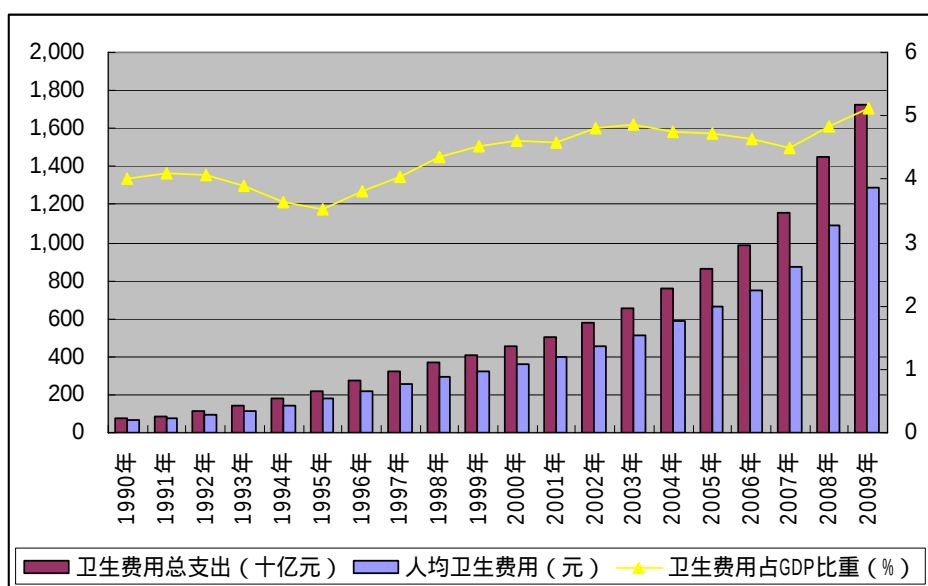
图 6：我国政府卫生投入近年增长较快



资料来源：卫生部、东北证券

除了国家财政投入外，社会 and 居民个人在医疗卫生方面的投入资金也在持续增加。我国卫生费用支出由 1990 年的 747.4 亿元增加到 2009 年的 17204.8 亿元，20 年间增加了 22 倍。但从卫生费用占 GDP 比重这个指标看，20 年间仅由 4% 提高到 5.13%。按照世界银行的数据，发达国家的卫生费用占 GDP 的比重超过 10%，其中美国达到 16%，部分发展中国家也达到 6% - 8%。我国人均 GDP 已经达到 4000 美元，进入了中等收入国家行列，而我国目前的卫生费用占 GDP 的比重刚到 5%，发展潜力巨大。

图 7：我国卫生费用逐年增加



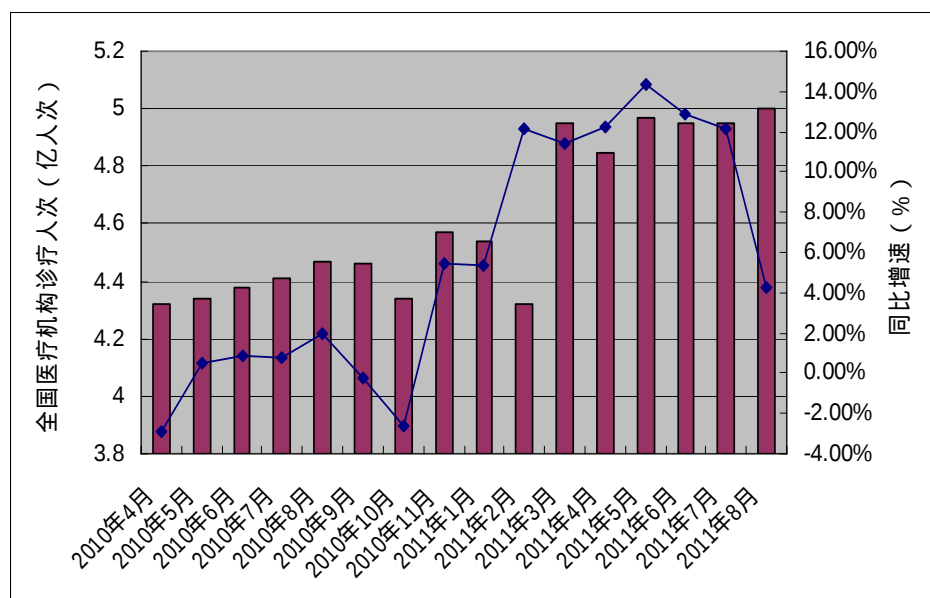
资料来源：卫生部、东北证券

2.4. 医改激发民众释放保健需求

国家在 2009 年启动新一轮医疗卫生体制改革以来，我国基本医疗覆盖面大幅扩大，医保支付水平和支付效率大大提高。

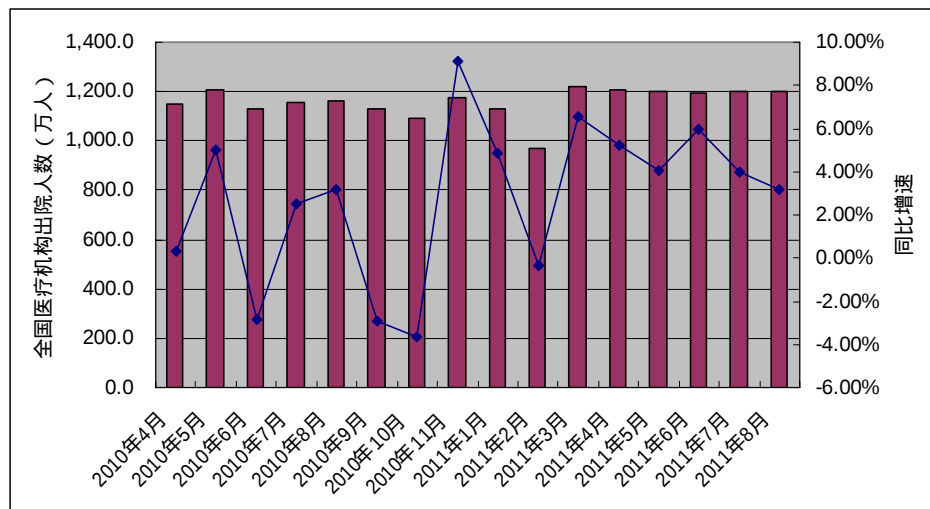
- 1) 从医保覆盖面看，城乡居民参保人数合计达 12.8 亿人，覆盖了全国 90%以上的城乡人群，其中新农合参保人数在 8.34 亿人以上，参合率在 96%以上。
- 2) 从支付水平看，中央财政在 2009 ~ 2011 年新增医改资金 3318 亿元，加上地方政府配套资金，累计投入超过当年承诺的 8500 亿元。2011 年，我国对新农合和城镇居民医保补助标准由每年 120 元提高到 200 元。职工医保、城镇居民医保和新农合政策范围内住院费用报销比例有望分别提高到 75%、70%和 70%，最高支付限额从 3 万元增加到不低于 5 万元。扩大门诊统筹，新农合门诊可按比例报销 20 ~ 25%。
- 3) 从医保支付效率看，90%以上的统筹地区实现医疗费用即时结算，基本医疗保险关系跨制度、跨地区转移接续，福建、江苏、河南、湖北、湖南等省开展省内异地就医联网结算，天津、重庆、宁夏等省份，以及成都、杭州、厦门等 40 多个城市实现了基本医保制度城乡统筹。新农合基金结余率不高于 15%，累计结余不高于 25%，可实施二次补偿。

图 8：全国医疗机构月度诊疗人次



资料来源：卫生部、东北证券

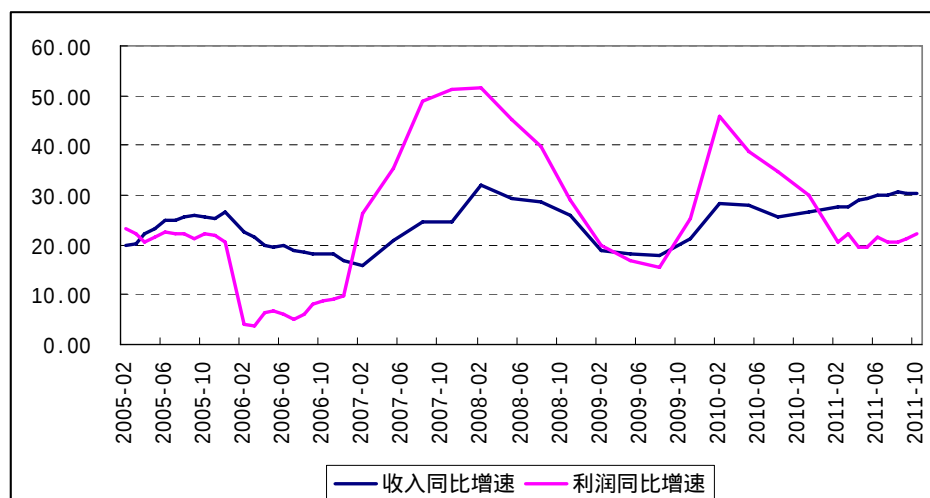
国家层面保障力度的加大，极大地激发了民众医疗保健需求的释放。从全国医疗机构诊疗人次来看，从去年底以来，全国医疗机构的月度诊疗人数的同比增速在快速提高，今年前 8 个月，全国医疗机构诊疗人数达到 13.9 亿人次，同比增长了 8.8%。从出院人数来看，今年前 8 个月的出院人数为 9332.9 万人，同比增长 4.2%。

图 9：全国医疗机构月度出院人数

资料来源：卫生部、东北证券

2.5. 今年的行业净利润增速在 20%左右

从行业增速看，医药制造业营业收入的月度同比增速较为稳定，今年以来的月度收入增速一直稳定在 30%左右，下半年的增速要高于上半年。利润增速的波动要大很多，去年 2 月份月度增速达到 45.71% 的高峰后，便逐渐下滑，由于环比因素，第四季度的利润增速开始略有回升，10 月份的利润增速为 22.28%，增收不增利的现象较为明显。从申万医药生物板块来看，今年前三季度营业收入同比增速为 21.07%，归属于上市公司股东的净利润同比增速为 19.42%，我们预计今年全年的净利润同比增速为 20%左右，明年的净利润增速可能会略低于今年。

图 10：医药制造业收入和利润月度同比增速（单位：%）

资料来源：WIND，东北证券

3. 政策：“亲日不反美”，产业和民生的博弈

3.1. “日本模式”：政府主导药价，重民生甚于重药企

日本老龄化严重，由于已经实现全民医保，政府医疗费用支出较高，根据有关资料，1999 年日本医疗费用支出总额在 30 兆日元左右，而到 2025 年可能达到 141 兆日元。日本泡沫经济破灭后，经济持续低迷，医疗费用的增长速度大大超过了 GDP 增速，国民医疗保障的资金压力很大，日本医保的个人负担比例从 20% 提高到 30%。

日本在老龄化初期甚至是尚未进入老龄社会时就未雨绸缪，严格控制药品价格，对于国家批准的 13000 多种药品，全部实行国家统一定价。医保报销价格确定，并且没有加成体系，医疗机构唯有压低药品的购进价方可获取最大利润，而制药企业竞争激烈，药品出厂价于是就逐年降低。为防止进销差价过大，日本厚生省从 1988 年起，每隔两年就对进入国民健康保险的所有药物价格进行一次调整，年均降幅在 4%~6%。终端价格的不断降低，又进一步倒逼了制药企业出厂价格的降低，从而导致日本药品价格逐年走低，医疗机构的进销差价也被压缩在合理的范围内。由于医疗机构销售药品盈利有限，医药分家逐渐得以推行，目前，日本有近半的医疗机构和药店分开经营，药价虚高和医药流通环节的不合理利润现象得以有效抑制。

日本首仿药每年有一次机会进入医保目录，初始价格为原研药物价格的 80%，如果不是首仿药，根据已有仿制药的最低价来定价。如果仿制药品种已经达到了 20 种，那么后来者的价格将是最低价格的 0.9 倍。含有新化学成份（NECs）的创新药物每年有 4 次机会可以进入医保目录，其价格根据类似药物的价格来制定。若无类似药物，就根据成本法来计算。新药和欧美同类药物相比，价格不能高于其价格的 2 倍或者小于其价格的 1/2，实际新药价格大多为欧美价格的 2/3 左右。

图 11：近三十年日本市场医药板块表现



资料来源：Bloomberg、东北证券

日本的药价控制政策压抑了医药行业的成长空间，但也促进了行业集中度的提高，日本近 70% 的处方药企业遭到淘汰。即便是如此打压药价，日本医药产业仍取得了较大的发展。从股价表现看，日本东证制药板块最近 30 年不仅实现了绝对值的正增长，也大幅跑赢了东京 225 指数。

日本东京 225 指数在 1983 年 1 月 4 日为 8021.4 点，之后最高点出现在 1989 年 12 月 29 日，为 38915.87 点，2011 年 11 月 22 日为 8347.19 点。相比于 1983 年 1 月 4 日，东京 225 指数最高上涨了 3.85 倍，28 年后的现在反而在原地踏步，没有上涨。日本东证制药指数在 1983 年 1 月 4 日为 455.71 点，最高点出现在 2007 年 2 月 16 日，为 2353.31 点，2011 年 11 月 22 日为 1147.65 点。相比于 1983 年 1 月 4 日，东证制药指数最高上涨了 4.16 倍，现在仍然上涨了 1.52 倍。

3.2. “美国模式”：市场化定价机制，创新力全球最强

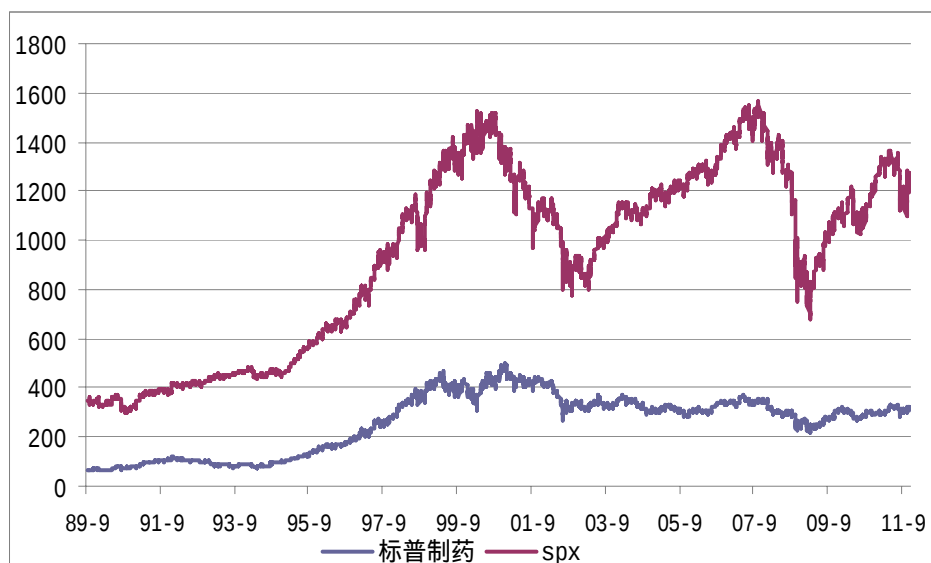
美国是全球药品消费第一大国，也是全球药价最贵的国家。据有关资料统计，以 2008 年为例，假设英国 100 美元的药价为基准，比利时为 122 美元，西班牙为 109 美元，瑞典为 116 美元，第二高的德国是 142 美元，而美国是最高的，达到了 252 美元。高昂的药价导致美国医疗费用开支巨大，达到每年 2 万亿美元左右，占到 GDP 的 17%。虽然有如此高昂的医疗花费，但美国是发达国家中唯一没有实现全民医保的国家，有近 5000 万民众没有医疗保险。因此，奥巴马上任后，提出了“广覆盖、低成本”的医疗改革。

美国的药价政策是实行市场化的定价机制，政府基本不干涉药价，药品价格更多是由市场供需状况来决定的。这样，拥有专利新药的制药企业在专利制度的保护下，就会成为市场上专利新药的独一无二的供应者，在专利保护期内也就拥有了独占定价权，从而攫取高昂的利润。即便与领国加拿大相比，美国的药品价格也要高出至少 1/3，专利药更是全球最高价。创新药的高回报大大刺激了制药企业的研发热情，美国目前在研新药数量超过 3000 个，占世界在研新药总数的将近一半，全球制药企业也都会将美国作为新药上市的首个国家。

美国药品的购买方主要是各个医疗保险机构，比如政府办的 MEDICARE、MEDICAID 以及数万个私人医疗保险机构，这些医疗保险机构在市场机制下自由竞争。大型的医疗保险机构具有与专利制药企业谈判的能力，能约束专利新药的价格过高，中小型医疗保险机构也能与仿制药企业谈判，促使非专利药物价格合理回归。

高昂的药价刺激了创新，促进了美国制药工业的发展，涌现出辉瑞、强生、默克、雅培、礼来等多家世界制药巨头，制药企业的股价也是一路稳定上涨。美国标普指数在 1989 年 9 月 11 日为 347.66 点，到 2007 年 7 月 11 日最高到 1549.37 点，2011 年 11 月 21 日为 1192.98 点。相比于 1989 年 9 月 1 日，美国标普指数最高上涨了 3.46 倍，现在是上涨了 2.43 倍。美国标普制药指数在 1989 年 9 月 11 日为 63.77 点，到 2000 年 12 月 28 日最高到 496.83 点，2011 年 11 月 21 日为 308.63 点。相比于 1989 年 9 月 1 日，美国标普制药指数最高上涨了 6.79 倍，即便是现在，也上涨了 3.84 倍，美国标普制药大幅战胜标普指数。

图 12：近 20 年美国市场医药板块表现



- 2) **药价调控形成常态化机制, 还需要较长时间。**由于国内对于药品市场价格调查和医疗保险谈判机制等还不完善, “以药养医”机制短期内还很难消除, 因此我们认为较长时期内, 国内仍会是渐进式的药价调控模式, 不会像日本那样一次性将所有药品的价格都做调整, 短期内也不会形成两年调整一次药价的价格调控机制。
- 3) **在药物创新上“不反美”, 差异化定价仍将继续存在。**创新药物在我国商业医疗保险机构销售时, 价格也是采取市场化的定价机制。但由于我国民间医疗商业保险机构还不够发达, 销量很小, 买卖双方的谈判地位还不对等, 还很难形成类似于美国的药品定价机制。因此, 新药的价格仍然大多是由国家发改委或地方发改委制定最高零售价。从历次降价政策看, 国家发改委对于外资原研药和国内创新药的价格调整幅度较小, 创新药物仍然能获得较高的单独定价。随着商业医疗保险机构的发展和地方医保机构谈判能力的增强, 类似于美国的市场化定价机制也可能在新药市场实现。
- 4) **基本药物的集中采购机制可能发生较大变革。**基本药物实行零差率销售, 但目前来看, 部分地区、部分品种的采购均价仍然偏高, 也没有体现出品质的差别, 流通环节仍存在暴利的现象, 因此政府可能会在药品采购和流通机制上进一步改革, 但在公立医院改革没有完成的前提下, 药品加价机制难以彻底改变。

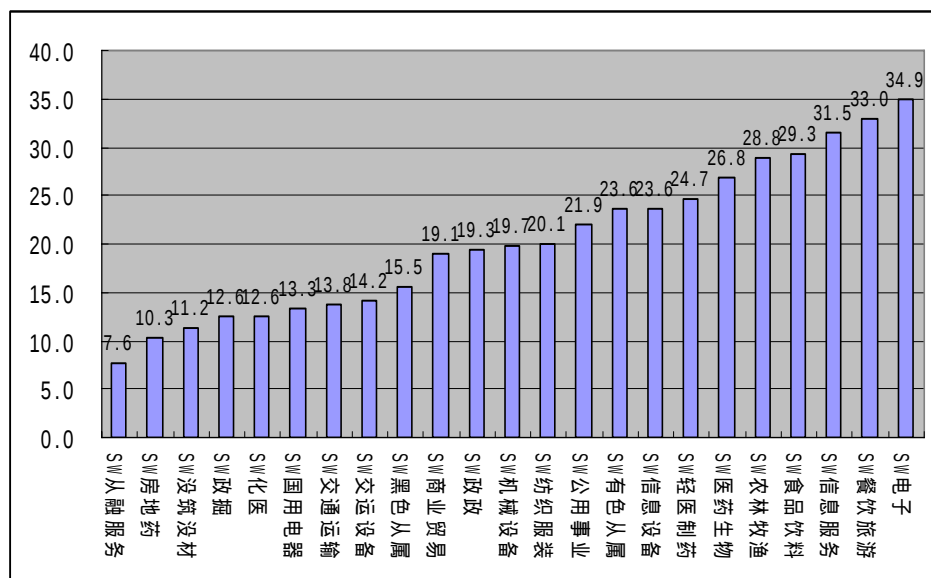
4. 估值依旧偏高

4.1. 预测今年市盈率在 31 倍左右

根据 WIND, 在各个一级行业中, 申万医药生物板块 2011 年的预测市盈率(整体法)为 26.8 倍, 在所有行业中排名第 6 位。但由于 WIND 的数据包含了分析师去年的乐观情绪, 实际数据应当低于 WIND 预测。根据 2011 年 11 月 30 日的收盘价, 我们预测医药板块 2011 年的实际市盈率应当在 31 倍左右, 估值依旧偏高。

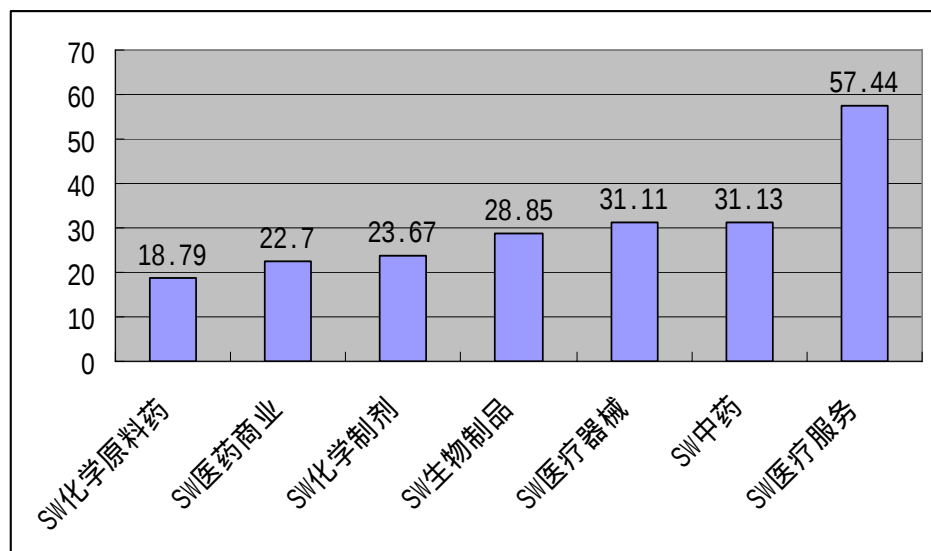
从子行业看, 根据 WIND 预测数据, 截至 2011 年 11 月 30 日, 医疗服务板块估值仍然最高, 但相比去年已经大幅降低, 相比于其良好的成长性和对政策的良好预期, 我们认为其高估值应能得到延续。化学原料药在各板块中估值最低, 反映了市场对于波动性较大的原料药业绩不确定性的担忧。化学制剂经过大幅下跌后, 估值已趋合理, 业绩增速的放缓是其估值提升的最大阻力。生物制品板块由于是前两年的热点板块, 虽然今年以来跌幅较深, 但板块整体估值仍然不便宜, 创新性产品的获批仍是其估值提升的最大动力。医疗器械和中药板块, 今年相对比较抗跌, 估值也均在 30 倍以上, 我们认为明年这两个子板块仍有望维持在较高的估值范围。

图 13：各一级行业板块的 2011 年预测市盈率（整体法）



资料来源：WIND，东北证券

图 14：医药板块子行业 2011 年预测市盈率（整体法）

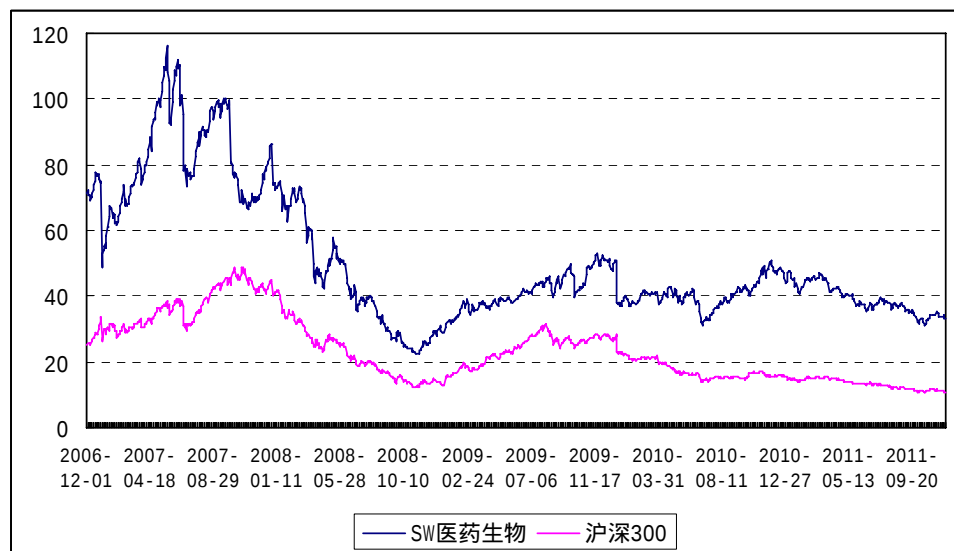


资料来源：WIND，东北证券

4.2. 估值溢价率又有所扩大

从估值溢价率看，截至 11 月 30 日，沪深 300 市盈率（TTM、整体法）为 10.86 倍，申万医药生物指数市盈率（TTM、整体法）为 33.41 倍，估值溢价率为 207.64%，溢价幅度又有所扩大。

图 15：申万医药生物指数和沪深 300 的估值溢价率比较



资料来源：WIND，东北证券

4.3. 目前市场估值比 2011 年合理估值高估约 32%

关于估值模型，市场有 PEG 法、现金流折现法等。现金流折现法常用来估算企业的绝对价值，但通常要预测 5 年或更长时间的企业盈利状况，看似精确，实则很难，且计算较为繁琐。PEG 法较为简单，将企业估值与利润增速较好地结合起来，但由于影响因子较少，没能考虑到股票市场与其他市场收益率的差别。现实中，人们常在股市和其他投资市场切换投资，不同市场的投资风险也有较大差别。为了较简便同时更合理地快速估计企业的估值情况，我们构建了一个新的数学模型，影响因子包括无风险收益率、风险系数和企业利润同比增长率。

我们假定一年期银行贷款利率作为无风险收益率，风险系数是假定企业净利润零增长的情况下，相比于银行贷款，股票给予多大的折扣比例，人们才更愿意去投资股票而不是去放贷。风险系数体现的是交易的便利性、资金的安全性、财务数据的可靠性、信息的真实性、市场的波动性等方面的市场风险，不反映企业的成长性。风险系数的值一般为 0~1，值越高，说明风险越小。从人性的角度看，只要有一倍的利润，投资者就会铤而走险，另外即便在很成熟的股票市场，股票投资的系统性风险仍然存在，因此，风险系数的值建议在 0.5~0.9 之间比较适宜。就不同板块不同个股而言，估值会受到流通市值大小、行业或企业的声誉度、企业波动性等方面的影响，因而风险系数会有较大差别。

企业利润同比增长率是对企业成长性所做的预测，可以是反映市场预期增长率，也可以是自己测算的更反映实际情况的真实增长率（计算企业合理 PE 时，选择自己测算的真实增长率）。根据 A 股现状，一般建议考察未来至少三年的净利润同比增速。

根据我们所建立的分析模型，在贷款利率不变的情况下，若假设未来 3~4 年医药行业的净利润年均复合增速为 20%~25%，根据我们的计算，医药板块现在的市场估值比 2011 年的合理估值大约高估了 32%，比 2012 年的合理估值大约高估了 13%。

5. 子行业投资机会

5.1. 原料药不容乐观

5.1.1. 原料药出口面临挑战

我国是全球原料药供应大国，今年前 9 个月，我国化学原料药出口金额 165.43 亿美元，同比增长了 28.07%。其中，维生素 C 出口 4.44 亿美元，同比下降 31.90%，出口均价比去年下降 28.48%；肝素及其钠盐出口金额 7.19 亿美元，同比下降 19.27%，出口均价下跌 14.21%；青霉素工业盐出口 1.01 亿美元，同比下降 4.59%；6-APA 出口 1.8 亿美元，同比上涨 6.84%；氨基酸类量价齐升，出口 8.75 亿美元，同比上涨 20.64%；激素类出口 4.51 亿美元，同比上涨了 17.23%。

预计 2011 年全年，我国原料药出口仍能维持平稳增长态势，但我国原料药出口也面临诸多挑战。第一，由于欧债危机，欧美发达国家经济不确定性因素增加，医保福利面临削减，国外制药企业谨慎生产，这就导致我国原料药企业的国际新订单呈现出小额化和短期化的趋势。第二，成本压力巨大，基础化工原材料、能源成本、人力成本、环保成本近年上涨较快。第三，部分国家对我国发起反倾销、反补贴等贸易摩擦和出台技术性贸易壁垒，导致部分产品出口受到牵制。第四，部分产品产能过剩现象进一步加剧，出口价格下滑严重，企业利润微薄或者出现亏损。第五，人民币汇率逆转可能较小，外向型原料药企业将继续承压。

图 16：2011 年前 9 个月化学原料药出口情况

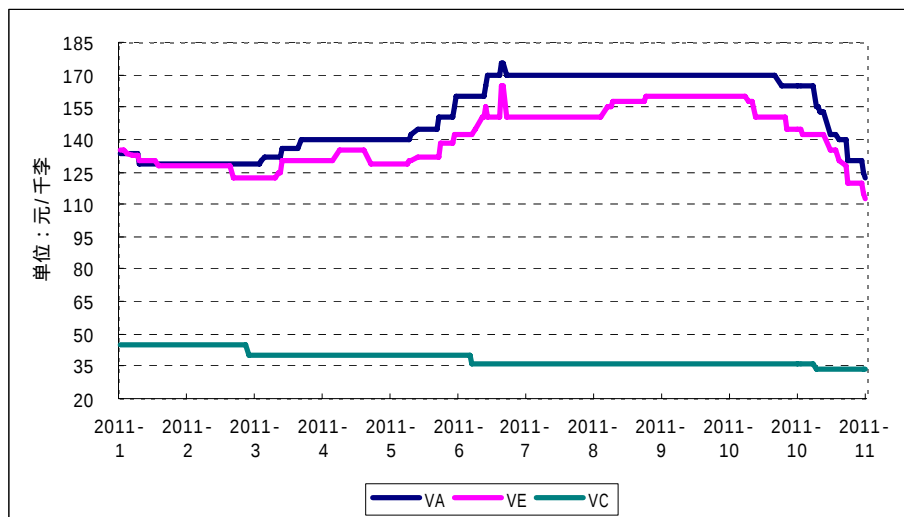
排名	原料药类别	金额占比（%）	出口金额（万美元）	同比增速（%）
1	维生素类	4.23	138513.82	-23.08
2	氨基酸类	2.67	87527.45	20.64
3	激素类	1.38	45142.29	17.23
4	青霉素类	1.36	44452.76	0.58
5	解热镇痛类	1.05	34412.9	-45.92
6	头孢菌素类	1.01	32963.76	-4.51
7	大环内酯类	0.91	29930.84	55.68
8	四环素类	0.77	25236.94	66.72
9	林可霉素类	0.32	10373.95	35.23
10	氯霉素类	0.29	9663.59	51.62
11	氨基糖苷类	0.27	8864.19	19.78
12	中枢神经系统类	0.24	7868.22	-89.68
13	磺胺类	0.12	3984.98	-79.43

资料来源：医保商会、东北证券

5.1.2. 维生素价格稳中有降

进入第四季度后，VA 和 VE 的价格不再坚挺，均出现较大幅度的下跌，截至 2011 年 11 月 30 日，VA 和 VE 的价格分别为 122.5 元/千克和 112.5 元/千克，均较 10 月份下跌近 30%。VC 在产能过剩严重的情况下，今年价格一路走低，从 6 月初起，就一直维持在 36 元/千克的低价，进入 11 月份，再次下跌至 34 元/千克。

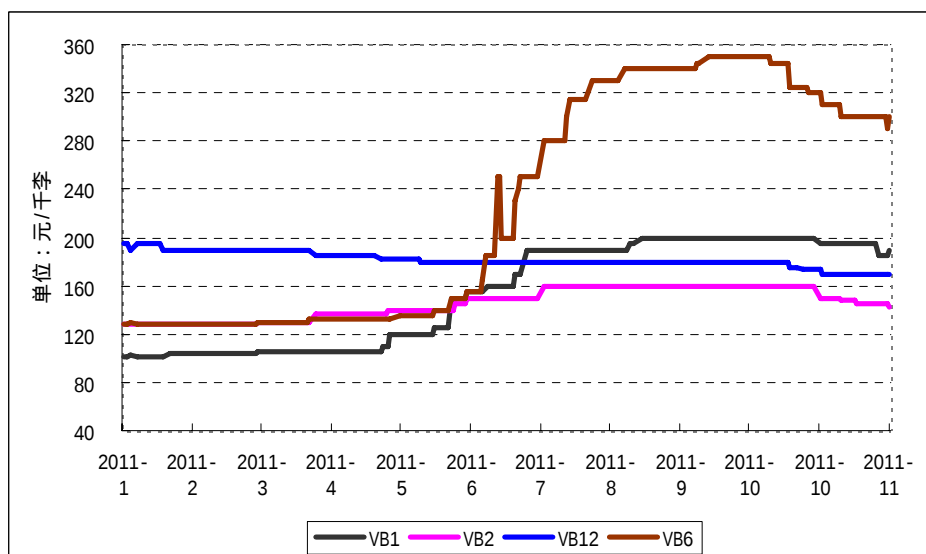
图 17：VA/VC/VE 价格走势



资料来源：WIND，东北证券

第四季度，维生素 B 系列价格大都比较平稳，截至 2011 年 11 月 30 日，VB1、VB2、VB12 和 VB6 的价格分别为 190 元/千克、142.5 元/千克、170 元/千克和 300 元/千克，均较年初有所上涨。

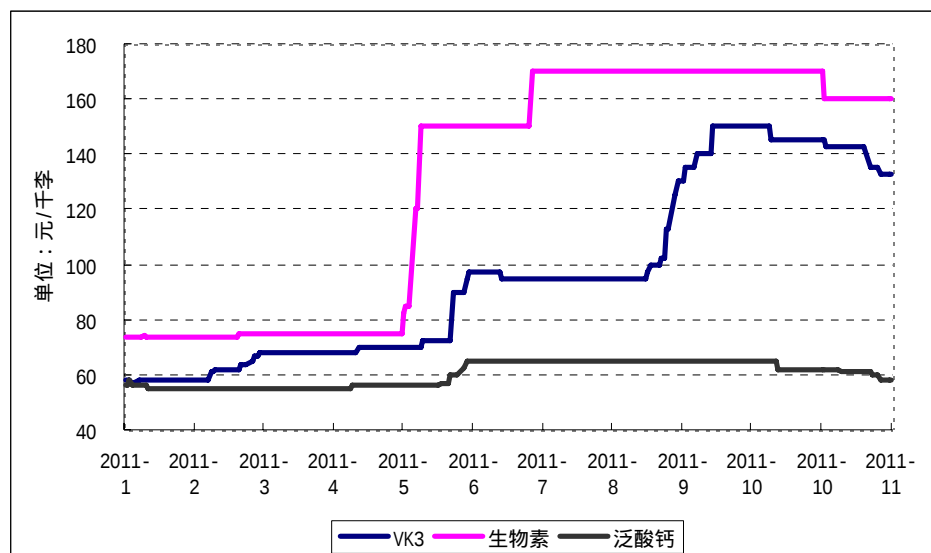
图 18：维生素 B 族价格走势



资料来源：WIND，东北证券

在8月份云南曲靖铬污染事件后，VK3价格一度冲高到150元/千克的高位，第四季度后价格有所回调，但仍在132.5元/千克，较年初上涨2倍以上。生物素的价格在5月份快速上涨，最高达到170元/千克，11月份价格稳定在160元/千克的高位。泛酸钙由于产能过剩，价格在低位徘徊，10月份起价格有所下降，目前在58元/千克。

图 19：VK3、生物素和泛酸钙价格走势

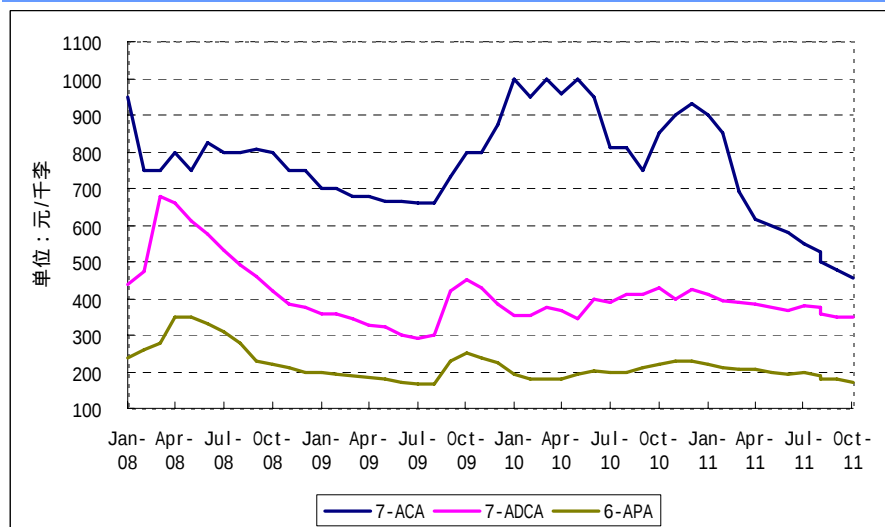


资料来源：WIND，东北证券

5.1.3. 抗生素原料药价格多数下降

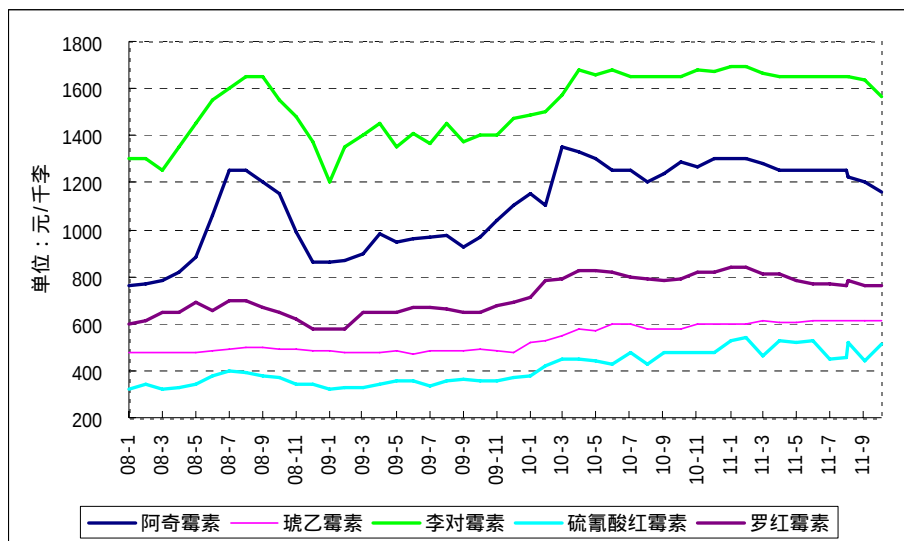
抗生素原料药产能过剩严重，国家对抗生素和大输液的限用政策，进一步加剧了供需不平衡，今年以来，大部分抗生素原料药以及相关中间体的价格都出现下降，其中，7-ACA 降幅最大，从年初的930元/千克下降到11月份的455元/千克，已经逼近成本线。

图 20：7-ACA 等抗生素中间体价格走势



资料来源：WIND，东北证券

图 21：阿奇霉素、罗红霉素等价格走势

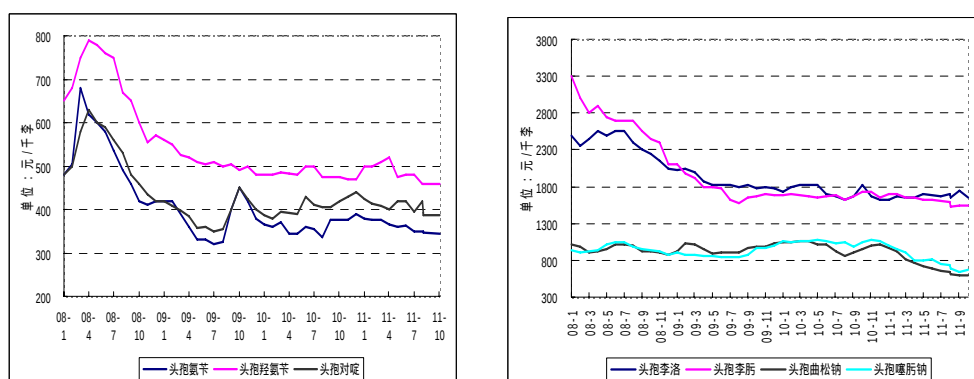


资料来源：WIND，东北证券

硫氰酸红霉素的价格继续维持在高位，11月份的价格为515元/千克，而其下游产品阿奇霉素的价格却继续下移，11月份的价格为1160元/千克，现代制药等阿奇霉素原料药生产商的利润空间进一步被挤压。

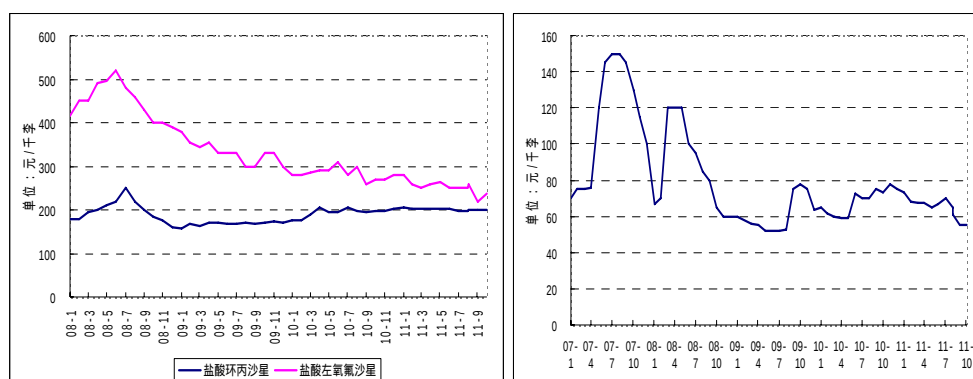
下半年本应是抗生素原料药的旺季，但除了少数品种外，大多数头孢类原料药、喹诺酮类原料药以及青霉素工业盐等价格均出现了不同幅度的下降。我们认为随着抗生素和大输液的限用，欧洲债务危机的蔓延，大部分抗生素原料药的价格走势未来仍不乐观。

图 22：头孢类原料药价格在低位徘徊



资料来源：WIND，东北证券

图 23：青霉素工业盐和喹诺酮类原料药价格走势平缓



资料来源：WIND，东北证券

5.2. 仿制药受益国际专利药过期浪潮

2011 年～2015 年，全球有多个重磅炸弹级别的专利药物过期，其中 2011 年和 2012 年是专利过期高峰期，过期专利药包括立普妥、波利维、再普乐、舒立迭、万艾可等明星产品。专利药到期意味着失去独占销售权，据统计，在仿制药参与专利药竞争后的 6 个月内，品牌药的销售额将下降 72%，仿制药在一年内可以抢占 70% 左右的市场份额。5 年内过期专利药涉及的年销售额超过 1200 亿美元，由此大约产生 220 亿美元的通用名药物市场，这就给仿制药企业带来了发展机遇。

仿制药企业若能抢首仿，在美国将能获得 180 天的销售独占权，但我国仿制药企业研发实力还比较弱，目前还很难参与到欧美发达国家的首仿药竞争中。我国对于首仿药也给予一定的价格优先权，若能抢到国内首仿，也能快速凭借价格优势抢占市场份额，当年的恒瑞就是靠着抢国内首仿快速成长起来的。但目前的过期专利药，国内大多已经有厂家在生产相应制剂，而原研外企仍然能凭着较高的定价获取市场优势，因此，制剂的国内竞争格局短期内难以大幅改变。

专利药过期，影响更多的是欧美市场，仿制药由于价格低廉，必然能带动销量的大幅增加，由此首先受到影响的是相应的特色原料药生产企业，例如沙坦类药物专利的集中过期，带动了沙坦类原料药需求的大幅增加，这大大促进了华海药业的业绩增长；依诺肝素钠的专利过期，将带动仿制药生产商诺华的销售，诺华的原料供应商千红制药也将从中受益。

另外，国内制药企业或扩产或合作，纷纷筹划“走出去”，谋划产业升级，试图进军毛利率更高的国际仿制药市场，例如京新药业、海翔药业、华海药业的增发扩产，海正药业与辉瑞公司的合作等。

图 24：近两年到期的部分专利药

通用名	原研厂家	2010 年销售 (亿美元)	治疗领域	国内生产厂家
阿托伐他汀	辉瑞	107.33	降血脂药	嘉林、天方、海正等 7 家
沙美特罗替卡松	葛兰素史克	79.00	呼吸系统药	天药、仙琚、恒安等 4 家
奥氮平	礼来	50.26	精神疾病药	豪森、华生、海正、新华

奈韦拉平	勃林格殷格翰		抗病毒药	华海、现代等十余家
氯吡格雷	赛诺菲-安万特	94.56	抗血栓药	信立泰、京新等 7 家
伊那西普	安进/辉瑞	68.08	关节炎药	无
缬沙坦	诺华	60.53	抗高血压药	赛科、丽珠等 20 余家
瑞舒伐他汀	阿斯利康	56.91	降血脂药	贝特、京新等 6 家
氯沙坦钾	默克	21.04	抗高血压药	华海、天宇等 20 余家
替米沙坦	勃林格殷格翰	20.60	抗高血压药	致君、莱美等数十家
奥美沙坦	第一制药	26.00	抗高血压药	万生药业
厄贝沙坦	诺华		抗高血压药	华海、海正等 20 余家
吡格列酮	武田制药	42.00	抗糖尿病药	华东、双鹤等 40 余家
富马酸喹硫平	阿斯利康	41.48	精神疾病药	福安、第壹等 4 家
依诺肝素钠	赛诺菲-安万特	37.00	抗血栓药	杭州九源基因
西地那非	辉瑞	19.28	泌尿系统药	无
孟鲁司特	默克	49.87	呼吸系统药	鲁南贝特、牡丹江恒远
伊地普仑	森林实验室	23.00	精神疾病药	无
拉坦前列素	辉瑞	17.49	眼科用药	贝特、美罗、紫竹、恒瑞
他克莫司	安斯泰来	19.00	免疫抑制剂	华东、川抗、海正、弘盛
多奈哌齐	卫材制药	35.00	老年痴呆药	力生、豪森等十余家
赖脯胰岛素	礼来	20.54	抗糖尿病药	甘李药业

资料来源：SFDA，IMS，东北证券

5.3. “防未病”催热保健品、疫苗和中药饮片

在科技部、卫生部、SFDA 等十个部分发布的《医学科技发展十二五规划》中指出，医学科技发展要做到“重点前移”和“重心下移”，从“治已病”为主转向“防未病”和养生保健，从“被动医疗”转向“主动健康”，从关注大城市、大医院转向关注农村和社区基层。

随着医疗保健费用的逐年攀升，国际、社会和居民个人的医疗负担也日渐沉重，相比于“治已病”，“防未病”成本低、效率高，可起到事半功倍的效果，“防未病”符合我国传统的中医健康理念，必将受到国家在政策上更大力度的支持。保健品、疫苗和中药饮片、中药配方颗粒等子产业均有预防保健、费用较低等特点，或将受益于“防未病”需求的快速增长而较快发展。

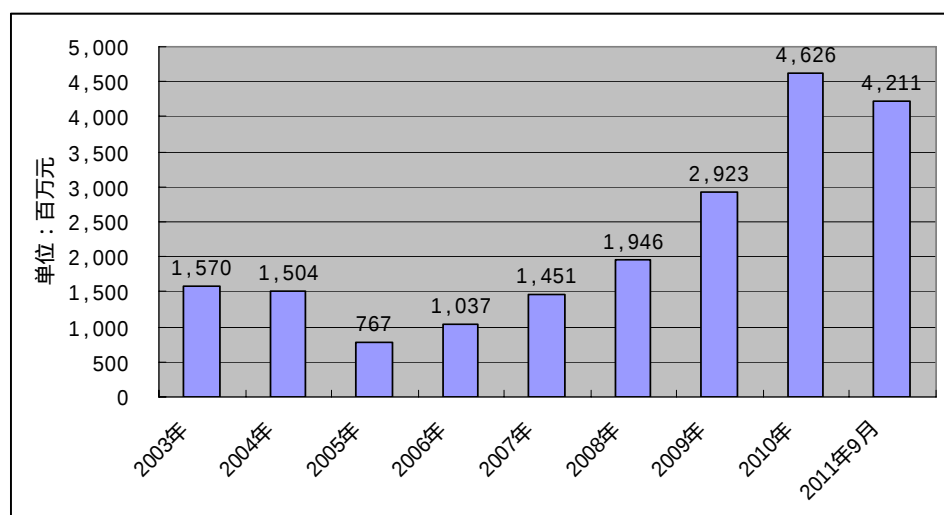
从疾病预防角度看，疫苗对于传染性疾病的防控贡献最大，国家计划免疫规划帮助国人消灭了多个重大传染性疾病，疫苗可以说是疾病防控效率最高的医药品种。疫苗技术近年发展迅速，基因疫苗、多联疫苗、治疗性疫苗、肿瘤疫苗等新型疫苗层出不穷，大大拓展了疫苗的应用范围。国家在政策方面的扶持力度也在加大，今年 10 月 26 日，国务院常务会议《疫苗供应体系建设规划》，提出要尽快完成手足口病等 6 种新型疫苗的研制及产业化，中央财政对扩大国家免疫规划给予支持，重点项目安排投资规模约 94 亿元。我们认为，国家计划免疫目录新一轮的扩容明年可能就会实行，市场规模有望继续扩大，沃森生物、华兰生物、智飞生物、天坛生物和长春高新等具有新型疫苗研制能力或规模化生产能力的企业或将从中受益。

从民众普及角度看，保健品最受百姓的欢迎，市场空间也最大。保健品产业包括保

健食品、膳食营养补充剂和保健器械等，据统计，仅仅膳食营养补充剂在 2008 年的市场规模就达到了 550 亿元以上，其中安利一家公司就销售了 100 亿元。保健品不受药品降价的限制，营销模式多种多样，市场竞争也相对较为激烈。随着我国进入中等收入国家行列，以及老龄化的发展和生活方式的改变，保健需求日益提升，保健产业在未来数年的增速有望高于医药产业。另外，我国的保健品正在改变“各领风骚三五年”的局面，一批具有长远发展潜力的保健品公司正在崛起，部分医药制造企业也在向保健品产业拓展。我们认为进军高端保健品的江中药业、从事膳食营养补充剂的汤臣倍健、从事保健器械生产的蒙发利、提供营养强化剂的金达威等均可给予一定关注。

从应用历史角度看，早在战国时期就有中药炮制的记载，中药饮片在我国具有深厚的群众基础。中药饮片近年发展极为迅速，根据 WIND 资讯，中药饮片加工业的营业收入从 2005 年的 149.18 亿元增长到去年的 614.58 亿元，今年前 9 个月的收入就已经达到 570.46 亿元；营业利润从 2005 年的 7.67 亿元增长到去年的 46.26 亿元，今年前 9 个月的利润累计为 42.11 亿元，今年以来的每月利润同比增速一直保持在 55% 以上，表现出远远超越医药产业增速的高速成长性。

图 25：中药饮片加工业近年利润快速增长



资料来源：WIND，东北证券

图 26：中药材价格下半年开始走低



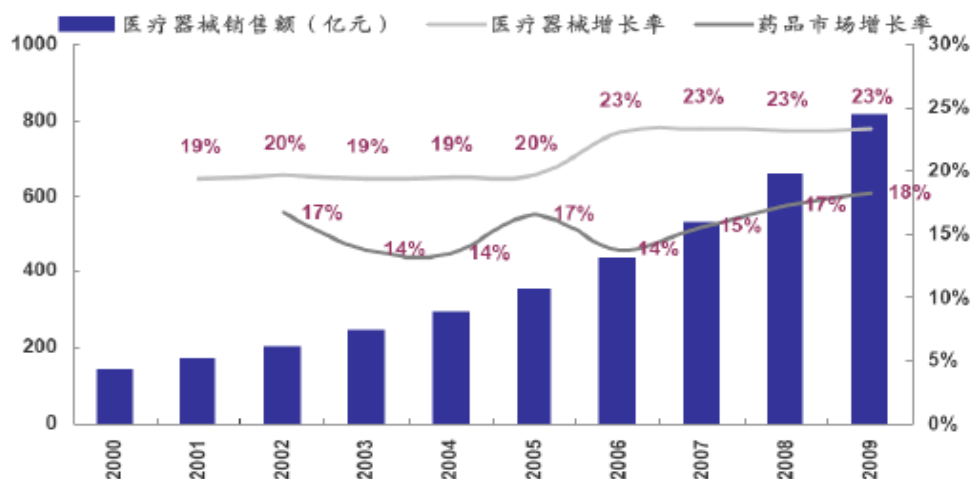
资料来源：中药材天地网，东北证券

从上游中药材看，根据中药材天地网的信息，已经上涨两年多的中药材价格终于出现回调，目前中药材 200 指数比去年同期下降了 15% 左右。中药材价格的回调，有利于促进终端消费，也有利于生产企业营业利润率的回升，我们建议关注中药饮片的龙头企业康美药业、中药配方颗粒企业红日药业，以及受益于成本下降的华润三九、江中药业、昆明制药和中恒集团等。

5.4. 基础医疗器械发展动力十足

从 2005 年开始，中国已成为仅次于美国和日本的世界第三大医疗器械消费市场，2009 年中国医疗器械行业市场规模达到 812 亿元人民币，2010 年规模超过了 1000 亿元，而今年前三季度的工业产值就达到了 957 亿元，比上年增长了 23%，继续保持较快增速。从 2002 年至 2009 年我国医疗器械市场规模增加了近 6 倍，年均复合增长率为 21.1%，高于药品的市场规模的年均增速。

图 27：医疗器械与药品市场比较



资料来源：和佳股份招股书，东北证券

和发达国家相比，由于我国“以药养医”模式的存在，以及国内医疗器械工业制造基础的薄弱，我国医疗机构尤其是基层医疗机构的医疗装备较为落后。根据第 66 届中国国际医疗器械博览会（CMFF）发布的《2011 中国医疗行业年度报告蓝皮书》，目前全球医疗器械占医药总市场总规模的 42%，而我国医疗器械仅占医药总市场规模的 14%，发展潜力巨大。我们认为国内基础医疗器械行业仍具有强劲的发展动力，主要体现在：

- 1) **医院发展的内在动力**：国家发改委出台了多个药价调控政策，医院依靠药品收入来提高收入的压力将会越来越大。随着“以药养医”模式的逐渐转变，医院出于自身发展考虑，必须去寻找新的收入来源，医疗服务和检验诊断的收入占比有望持续增加。为了提高服务水平和服务质量，增加服务种类，医院会有更大的动力去加大医疗设备的采购力度。
- 2) **政府投入在“十二五”期间继续增加**：“十二五”期间，国家对基层医疗机构装备医疗器械的投入将进一步加大，国家发改委和卫生部明确提出，计划在 3 年内安排 360 亿元资金重点支持全国 2176 家县级医院的建设。

- 3) **产业政策的扶持力度不减**：国家在“十二五”期间将继续加大医疗器械产业的扶持力度。2010年10月，工信部、卫生部和SFDA联合印发了《关于加快医药行业结构调整的指导意见》，要大力发展医学影像、放射治疗、微创介入、外科植入、体外诊断试剂等产品。2011年11月15日，卫生部、科技部等十部委发布的《医学科技发展“十二五”规划》中指出，医学科技发展要“重心下移”，要更加关注广大农村和社区基层。在2011年3月颁布的“产业结构调整指导目录”中，将“新型医用诊断医疗仪器设备、微创外科和介入治疗装备及器械、医疗急救及移动式医疗装备、康复工程技术装置、家用医疗器械、新型计划生育器具（第三代宫内节育器）、新型医用材料、人工器官及关键元器件的开发和生产、数字化医学影像产品及医疗信息技术的开发与应用”列入了医学鼓励目录。另外，国家还将医疗器械产业列入新兴产业规划中，并即将发布“医疗器械产业十二五规划”。
- 4) **终端需求的增加**：第一，“十二五”规划鼓励社会资本进入医疗服务领域，这必将促进新医疗机构的建设，从而带动医疗设备需求的增加；第二，随着医保覆盖面的扩大和老龄人口的增多，人民群众对于医疗保健需求的在增加；第三，随着人民收入水平的提高，民众对于中高端医疗服务的需求在提升，中高端医疗服务的受众群体也在快速扩大。
- 5) **国内企业研发和制造能力的提升**：在金融资本的推动下，国内医疗器械企业的实力在近年大大提升，龙头企业的生产规模优势逐渐体现，研发投入也有所增加，新技术、新产品的跟随开发速度在明显加快。由于基础医疗器械领域技术含量不高，我国企业一旦突破技术瓶颈，将能凭借成本优势迅速抢占市场份额，较快实现“进口替代”。县级医院和基层医疗机构对于基础医疗器械，尤其是对于医学影像设备、临床检验设备和医疗信息化等方面的需求仍很旺盛，而国内企业也具备了大规模供应相关产品的能力，具有了与外资企业叫板的实力。

5.5. 医疗服务板块的高估值有望维持

2010年12月，国家发改委等五个部门出台了《关于进一步鼓励和引导社会资本举办医疗机构的意见》，这激发了市场对于医疗服务板块的热情，今年以来，医疗服务的股价表现明显好于大盘，也好于整个医药板块。2011年11月，“求是”杂志发表了李克强副总理的讲话，李总理明确指出：“在保基本的同时开发非基本领域”，“最终实现基层医疗卫生机构、公立医院与多元办医相互促进、共同发展”。李总理的讲话为社会化办医指明了政策方向，民营医疗机构明年在政策上或许能获得更多的政策支持。

目前，我国公立医院床位数占全国医院床位总数的89%，门诊诊疗人次、出院人数均占总数的92%。民营医疗机构与公立医院相比还很弱小，但改革的大幕已经开启，李克强副总理指出，“开弓没有回头箭”，并指出，“要认真贯彻鼓励社会资本举办医疗机构的政策要求，抓紧清理和修订相关规章制度，消除政策障碍，实行同等待遇，加快发展非公立医疗机构，与公立医疗机构相互补充、相互促进，形成公立医院改革的外在推力”。民营机构若能获得与公立机构同等的政策待遇，必能迎来一个快速的发展期。

在A股上市公司中，目前已经有15家公司涉足了医院经营业务，这里可分为三类：第一类是专科连锁医院，包括通策医疗、爱尔眼科和马应龙等，这类医院复制能力较强；第二类是第三方医学诊断中心，包括迪安诊断和达安基因等，不直接面向患者，通过与

医院的合作来开展业务，复制能力也较强；第三类是单体医院，包括综合性医院和单一的专科医院，上市公司进入这类公司大多由于机缘巧合，公司缺乏专业的医院管理能力，多采取合作或收购股权的形式，复制能力较弱。

我们更看好前两类公司在医疗服务领域的拓展能力，我们认为国家在明年可能继续出台放开医疗服务的政策，具有复制能力的连锁医疗服务机构的高估值有望得到维持。

图 28：拥有医疗机构的 A 股上市公司

公司代码	公司名称	医院资产情况
600763	通策医疗	口腔医疗服务连锁机构，同时进军妇幼保健医院等
300015	爱尔眼科	眼科医疗服务连锁机构
600993	马应龙	肛肠诊疗服务连锁机构
002030	达安基因	第三方医学诊断中心
300244	迪安诊断	第三方医学诊断中心
600196	复星医药	“和睦家”医院
000919	金陵药业	持有南京鼓楼医院集团宿迁人民医院有限公司 63%股权
00999	华润三九	三九脑科医院，并计划与中国中医科学院合作共建医疗机构
600518	康美药业	普宁康美中医院
002038	双鹭药业	新乡市中心医院
002004	华邦制药	贵阳利美康医疗
600594	益佰制药	灌南县人民医院
600829	三精制药	黑龙江三精女子专科医院、黑龙江三精肾脏病专科医院
000661	长春高新	长沙贝诺医院
000516	开元投资	西安高新医院

资料来源：东北证券

5.6. 医药商业关注龙头企业

经过近两年的快速发展，目前医药商业产业呈现出以下特点：

- 1) **商业格局日渐清晰。**国药、上药和华润为第一阵营，这三家将争夺全国性医药商业企业的龙头地位；九州通、南京医药、广州医药、天津医药、重庆医药、华东医药等为第二阵营，为区域性龙头企业。
- 2) **整合大戏仍未结束。**按照商务部发布的医药流通“十二五”规划的目标，到 2015 年，形成 1 - 3 家年销售额过千亿的全国性大型医药商业集团，20 家年销售额过百亿的区域性药品流通企业，药品批发百强企业年销售额占药品批发总额 85%以上，药品零售连锁百强企业年销售额占药品零售企业销售总额 60%以上，连锁药店占全部零售门店的比重提高到 2/3 以上。但 2010 年，销售额最高的国药集团的销售收入仅为 1 亿元，过百亿元的企业仅 1 家，零售连锁企业百强集中度仅为 37.7%，连锁率近 34.5%。要达到商务部要求，行业新一轮洗牌在所难免。
- 3) **第三终端的影响力有望继续扩大。**根据南方医药经济研究所的数据，2010 年全国医药商业销售规模 7556 亿元，其中第三终端 1445 亿元，占比为 9.29%；到 2019 年，

预计全国医药商业销售规模为 40188 亿元，年均增长率为 20%，而第三终端市场规模将达到 10766 亿元，年均增长率达到 25%。

- 4) **零售药店面临业务转型。**基本药物的零差率销售、药品的降价政策、抗生素限用政策等给零售药店的销售造成了较大的影响，另外，国内的收入水平已经接近中等收入国家水平，零售药店的经营需要转型，网络药店、药妆经营、健康大卖场等经营业态日益兴起，例如九州通与京东商城的合作，百姓人的网络药店等。
- 5) **大型医药商业企业谋求工商一体化。**比如上海医药、华润医药和国药集团除了继续拓展商业疆域外，也在加大医药工业的发展。

图 29：医药商业主要上市工商营业利润率比较

公司名称	2011H	2010 年	2009 年	2008 年
华东医药	6.86%	5.54%	5.41%	5.97%
上海医药	6.76%	8.57%	7.31%	7.13%
英特集团	5.23%	5.19%	4.87%	5.13%
南京医药	5.91%	6.02%	5.56%	6.16%
国药股份	4.63%	8.19%	8.31%	8.71%
九州通	5.64%	6.20%	5.94%	5.53%
嘉事堂	6.69%	6.56%	6.54%	
瑞康医药	7.85%	8.29%	8.58%	8.86%

资料来源：WIND，东北证券

6. 投资建议

虽然医药板块的估值依旧偏高，但医药行业成长性确定，在经济增速放缓的背景下，医药板块依旧能获得一定的估值溢价，结构化行情值得期待，因此我们给予医药板块“优于大势”的评级。以下三类个股值得投资者重点关注：一是受药品降价影响不大的家用医疗器械和诊断试剂类，比如科华生物、鱼跃医疗等；二是受益于国家政策方向的医疗服务、疫苗和中药保健类，比如通策医疗、马应龙、江中药业等；三是具有产业整合能力或并购重组概念的企业，比如华润三九、康美药业等。

7. 风险提示

- 1) 药品降价超预期的风险；
- 2) 成本继续上升的风险。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据，东北证券股份有限公司（以下简称我公司）对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益；

同步大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平；

落后大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上；

谨慎推荐：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%；

中 性：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间；

回 避：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。