

2012 年 01 月医药生物行业研究月报

评级：增持 维持评级

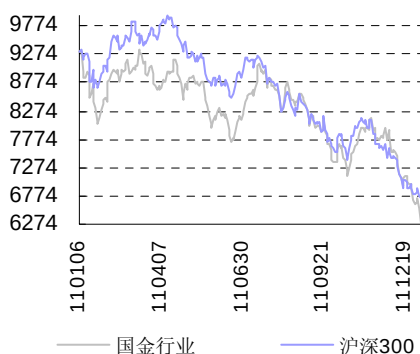
行业研究月报

长期竞争力评级：高于行业均值

急跌中看好进入底部的公司；

市场数据(人民币)

行业优化平均市盈率	62.54
市场优化平均市盈率	22.26
国金医药生物指数	6274.29
沪深 300 指数	2901.22
上证指数	2612.19
深证成指	11568.17
中小板指数	4584.84



相关报告

- 1.《每周药评(第 01 期): 新年寄语;》, 2012.1.3
- 2.《每周药评(第 49 期): 医改深水区怎么动;》, 2011.12.25
- 3.《每周药评(第 48 期): 再看一眼医保;》, 2011.12.18

李敬雷 分析师 SAC 执业编号: S1130511030026
(8621)61038219
lijingl@gjzq.com.cn

黄挺 分析师 SAC 执业编号: S1130511030028
(8621)61038218
huangting@gjzq.com.cn

李龙俊 分析师 SAC 执业编号: S1130511030032
(8621)61038315
lilj@gjzq.com.cn

投资观点: 个股过度下跌迹象已经出现

- 前期观点回顾: 年底最后一个月, 出于对行情的不确定性我们开始只推荐白马股。一方面谋求躲避, 另一方面也靠经验主义判断, 白马股的急跌时刻买入都会有收益。重点个股: 恒瑞医药、云南白药、康美药业、海正药业。
- 最新观点: 新年头两个交易日, 医药股以急跌的形式展开行情, 两天下跌 7%。我们认为这种跌幅已经超出基本面的合理情况, 部分个股出现了过度下跌的迹象。对于超跌个股, 我们明确建议买入。
- 主要依据: (1) 行业估值情况。静态 24 倍估值、10 几倍估值个股普遍出现、35%比例个股估值低于 2008 年, 这些数字详细解释见正文。我们认为行业的估值整体下调已经给部分个股带来了超跌机会。(2) 对未来盈利预期的情况。2012 年行业政策不确定性很高, 但投资者已经给予较多考虑, 这一点与 2011 年初的情况完全不同。在年度策略里我们的情景假设模型下, 我们预测行业 2012 年利润有 20%以上的增长, 这个增速与目前的估值是匹配的, 匹配状况甚至好于 2009、2010 年。因此, 如果能确定超过这个增速的个股, 其投资机会也非常确定。
- 市场判断: 最近板块急跌, 反应的是板块相对估值较高的风险; 但板块与自己历史比的估值已经下调至合理; 部分个股已经出现超跌迹象, 优秀高估值公司也在进行估值回归, 机会即将出现。
- 看好什么? 明确看好进入底部有安全边际的个股。华润三九、康美药业、海正药业、华兰生物。
- 再多一点的话, 我们看好中药降成本(白药、昆药、江中)、医疗服务(迪安、爱尔、开元)、新药(恒瑞、莱美、恩华、华东)

1-11 月份行业数据概述

- 国家统计局公布 2011 年 11 月医药制造业经济运行数据, 1-11 月医药制造业实现营业收入 12936 亿元, 同比增长 29.71%, 略低于 1-10 月的累计增速 30.29%; 1-11 月医药制造业实现利润总额 1281 亿元, 同比增长 20.16%, 低于 1-10 月的累积增速 22.28%。利润增速持续低于收入增速。
- 从盈利水平分析, 11 月单月毛利率为 27.24%, 略低于前十个月平均水平 28.7%; 11 月净利润率 10%, 基本与前十个月持平。
- 由于今年统计口径发生变化, 以上同比数据仅作参考。

个股推荐

- 华润三九: 2012 年估值仅 16 倍, 对应 20%以上的确定性业绩增长;
- 康美药业: 2012 年估值 17 倍, 对应 30%以上增长, 药材龙头;
- 海正药业: 2012 年估值 22 倍, 出口受政策影响小;
- 华兰生物: 估值虽然不低, 但行业基本面确定在底部, 存在向上预期。

几个看板块估值的思路

行业估值

- 不考虑新股，用具有数据连续性的近百支股票进行统计。
- 因为 2008、2009 年投资收益波动很大，我们用经营性净利润做基数。
- 假设 2011 年四季度数据环比三季度持平，全年经营性净利润增长 10%。
- 结果：医药板块 2011 年静态 PE 为 24 倍。
- 结论：目前板块估值与自身历史比具有吸引力。

图表1：最近三年行业利润增速与估值

	2009	2010	2011E	2012E
经营性净利润增速	26%	21%	10%	20%
静态PE（当年底数据）	35	38	24	20

来源：国金证券研究所，wind

图表2：医药行业历年估值水平

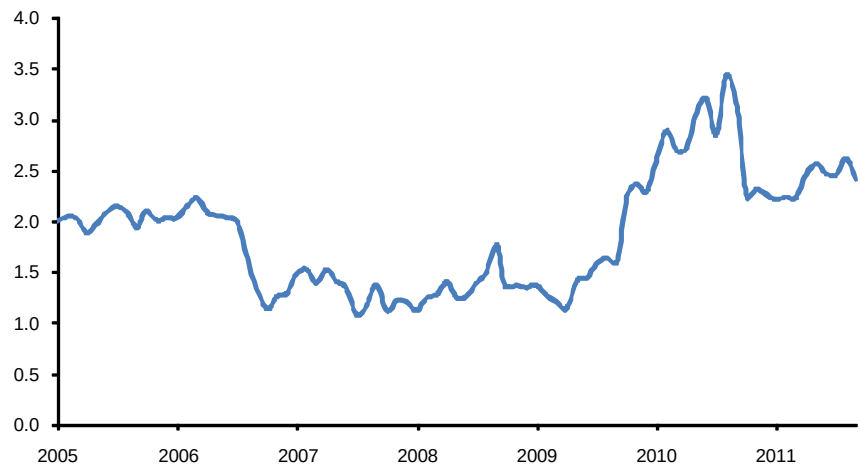


来源：国金证券研究所，wind

行业估值相对溢价

- 目前医药板块相对沪深 300 的溢价率较前期有所回落，但还没有回到此轮医药牛市之前的水平。
- 结论：行业间比较可能估值吸引力不足。

图表3：医药板块相对于沪深 300 估值溢价统计（医药/沪深 300）



来源：国金证券研究所，wind

个股历史估值

- 目前有 35%的医药个股估值状况比 2008 年低（结合增速考虑），本周周报统计的数据还只有 30%的比例，两天增加了 5%。
- 进入估值新低的公司多数是因为基本发生了变化，利润增速出现回落。真正基本面优异的公司还没落入这个区域，意味着板块全面的投资机会还没来。但距离还有多少？
- 我们看几个优秀的龙头公司，海正、恒瑞也只有 20%的股价空间；白药、阿胶也距离不远。

图表4：估值低于或接近 2008 年低点的个股统计

	2008PE	增速	最新 PE	增速	评价指标
双鹭药业	26	12%	21	37%	-74%
康缘药业	25	13%	23	30%	-61%
西南药业	21	6%	39	19%	-41%
三精制药	14	11%	14	17%	-37%
双鹤药业	22	17%	13	14%	-29%
马应龙	19	23%	26	46%	-29%
紫光古汉	42	68%	21	48%	-28%
科华生物	33	16%	18	12%	-27%
复星医药	12	12%	12	16%	-26%
华邦制药	11	18%	25	50%	-14%
丰原药业	47	71%	23	41%	-13%
紫鑫药业	17	80%	11	61%	-11%
浙江震元	42	31%	39	33%	-11%
一致药业	19	30%	16	28%	-10%
国药股份	27	26%	16	15%	1%
新华医疗	24	42%	35	55%	9%
浙江医药	5	8%	7	11%	12%
哈药股份	11	14%	9	10%	13%
海正药业	24	37%	29	38%	17%
恒瑞医药	37	31%	34	22%	24%
天坛生物	32	15%	30	11%	28%
东阿阿胶	23	42%	29	41%	30%
云南白药	25	41%	28	31%	51%
昆明制药	33	63%	30	38%	52%
天士力	18	33%	29	34%	52%
华润三九	26	28%	18	13%	52%
康美药业	16	56%	22	49%	56%
广州药业	20	21%	32	21%	60%
达安基因	23	20%	40	20%	72%
片仔癀	15	17%	39	25%	76%
白云山 A	25	64%	21	28%	83%

来源：国金证券研究所，wind，盈利预测采用一致预期

- **最终结论：**最近板块急跌，反应的是相对估值较高的风险。板块自身的估值已经下调至合理，部分个股已经出现超跌迹象，优秀高估值公司也在进行估值回归，机会即将出现。

2012 年行业收入利润预测（摘自年度策略报告）

从医保控费角度看收入

图表5：国金医药组医保研究结论

研究结论：

- 1、 医保支出贡献了卫生费用来源的30%，增速也远远快于其他卫生费用支出来源，对行业发展起到重要作用。
- 2、 医保支出增速与医药行业销售收入增速关联度非常高（2005-2009），据此我们怀疑医药行业2011年30%的收入增速有多少是统计口径的原因？
- 3、 三大医保的支付率都已经达到80%以上，如果开源节流，医保压力将在5年内体现。
- 4、 我们预测：总额预付制、按病种收费、医保介入招标、取消药品加成等政策未来今年会全面铺开，为医保控费节流。
- 5、 我们希望：政府对医保的补偿支付（居民、农民）持续增加，做到开源。城镇职工的增长受制于工资增长，不敢奢望过大。
- 6、 从我们的预测看，趋势上未来三大医保收入总额增速会逐步下降，如果其他的卫生费用支出不再增加，行业增速也将进入平缓期。

来源：国金证券研究所，社保部

从招标政策角度看利润

图表6：国金医药组利润模拟推算

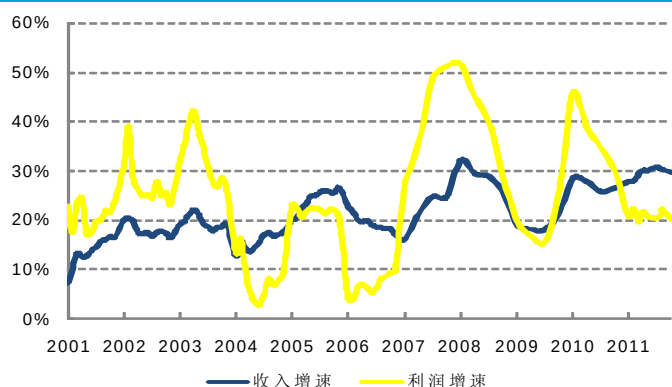
2012年医药行业投资主要关注三个因素：基药价格放松、医保用药降价和中药材价格下降

- 若医保降价不影响出厂价，则行业利润增速将略超收入增速。根据中性假设，我们预计明年医保不降价，基药全面落实今年降价，出厂价下滑15%，中成药毛利率提升4个百分点，则行业收入增速22.7%，利润增速24%。
- 如果医保大幅降价导致药品出厂价下降，则对于行业影响较大。在我们的较悲观假设下，如果明年医保化学药出厂价下降5%，中成药出厂价下降3%，则行业整体利润增速将为1%，其中化学药利润增速为-43%。
- 中药材价格趋势对中成药行业盈利增速影响较大。比较我们中性假设和较乐观假设，如果中成药毛利多上升4个百分点，中成药行业利润增速35.8%；如果中成药毛利提升5个百分点，中成药行业利润增速为41.4%。因此，如果中药材价格大幅下滑，则中成药盈利增速存在较大超预期可能。
- 如果基药定价放松，则行业利润增速大幅超越收入增速。根据极度乐观假设，我们预计明年医保不降价，基药中标价部分纠偏，出厂价下滑10%，则行业整体收入增速22.9%，利润增速28.8%。

综上所述，医保降价是明年医药行业投资的最大风险点，其中化学药系统性风险较大，中成药受益于中药材价格下跌，盈利的抗压能力较好。如果药价政策力度低于预期，中成药的盈利弹性也较大。

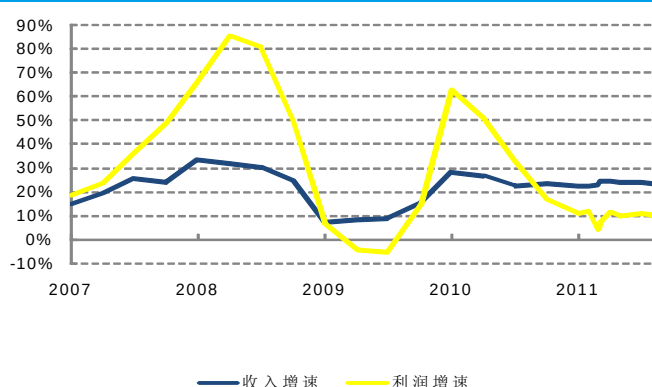
来源：国金证券研究所，各省招标网站

图表7：医药制造业收入和利润增速统计

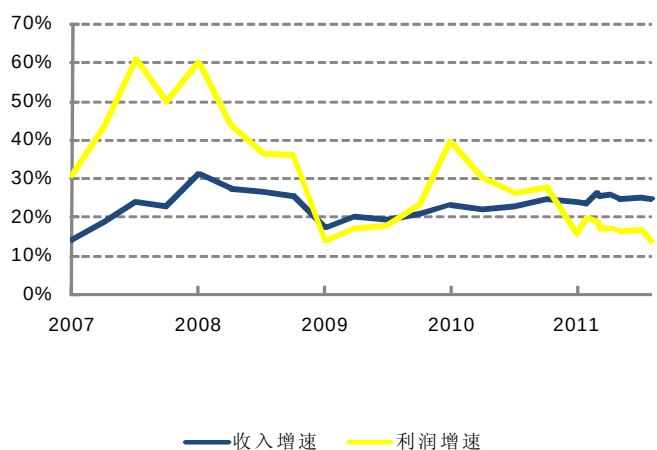


来源：国金证券研究所，wind

图表8：化学原料收入和利润增速统计

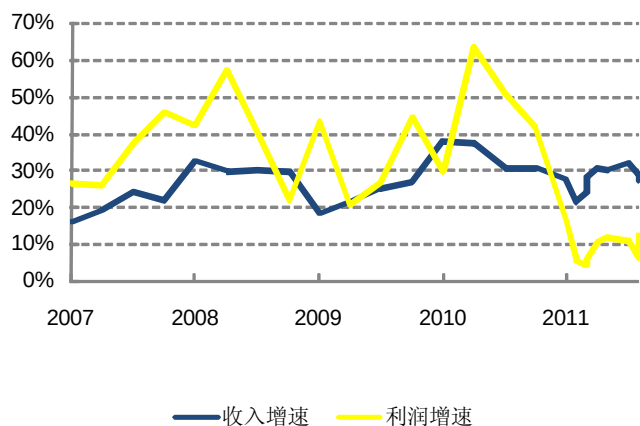


图表9：化学制剂收入和利润增速统计

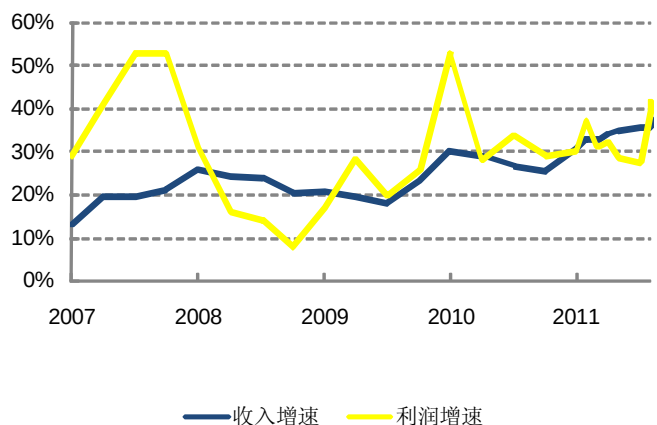


来源：国金证券研究所，wind

图表10：生物制品收入和利润增速统计

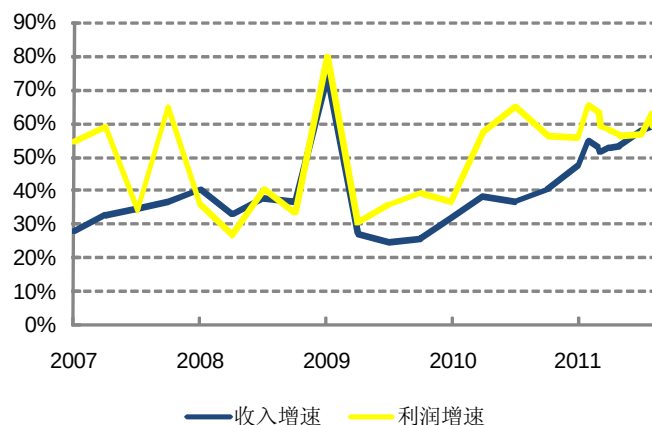


图表11：中成药收入和利润增速统计



来源：国金证券研究所，wind

图表12：中药饮片收入和利润增速统计



图表13：国金医药重点研究股票池

行业	代码	简称	总市值 (亿元)	每股收益EPS								收盘价 2012-1-5	PE			市场表现		
				10	10除权	11E	11/10YOY	12E	12/11YOY	13E	13/12YOY		11PE	12PE	13PE	12月涨跌幅(%)	2011年全年涨跌幅(%)	2012YTD涨跌幅(%)
化药	600276.SH	恒瑞医药	303.5	0.97	0.65	0.79	22%	0.98	24%	1.31	33%	27.00	34	27	21	(4.91)	(25.71)	(8.29)
	002262.SZ	恩华药业	42.1	0.33	0.33	0.46	41%	0.64	40%	0.90	40%	18.00	39	28	20	(8.36)	(19.79)	(5.06)
	002294.SZ	信立泰	89.3	1.57	0.98	1.13	15%	1.38	22%	1.75	27%	24.59	22	18	14	(24.30)	(45.77)	1.00
	300006.SZ	莱美药业	28.0	0.50	0.25	0.50	100%	0.75	50%	0.98	30%	15.29	31	20	16	(16.79)	(6.45)	(11.62)
	002422.SZ	科伦药业	193.0	2.76	1.38	2.00	45%	2.70	35%	3.92	45%	40.21	20	15	10	(16.35)	(44.68)	(7.35)
	000963.SZ	华东医药	107.3	0.73	0.73	0.96	31%	1.29	35%	1.72	33%	24.72	26	19	14	(6.14)	(19.01)	(7.14)
	600062.SH	双鹤药业	75.8	0.91	0.91	0.97	7%	1.12	15%	1.36	21%	13.26	14	12	10	(9.98)	(44.74)	(5.00)
原料药	600216.SH	浙江医药	85.3	2.54	2.54	2.85	12%	3.15	11%	3.51	12%	18.95	7	6	5	(19.38)	(17.58)	(4.73)
	002001.SZ	新和成	130.3	1.61	1.61	1.80	12%	2.07	15%	2.48	20%	17.95	10	9	7	(10.64)	(20.82)	(8.70)
	600267.SH	海正药业	150.0	0.76	0.70	0.98	40%	1.32	35%	1.72	30%	28.59	29	22	17	(12.77)	(17.10)	(10.01)
	002020.SZ	京新药业	19.6	0.13	0.13	0.50	291%	0.79	60%	1.10	39%	15.53	31	20	14	(15.92)	(2.70)	(8.38)
中药	000538.SZ	云南白药	345.6	1.33	1.33	1.75	32%	2.28	30%	2.98	30%	49.78	28	22	17	(13.23)	(12.10)	(6.08)
	600422.SH	昆明制药	40.5	0.27	0.27	0.43	57%	0.61	41%	0.80	32%	12.89	30	21	16	(5.71)	8.21	(13.20)
	600518.SH	康美药业	239.7	0.42	0.33	0.49	51%	0.66	33%	0.85	29%	10.90	22	17	13	(18.64)	(12.76)	(2.85)
	600329.SH	中新药业	65.8	0.40	0.40	0.44	10%	0.55	25%	0.69	25%	8.90	20	16	13	(13.98)	(14.69)	(4.81)
	000423.SZ	东阿阿胶	258.1	0.89	0.89	1.35	52%	1.75	30%	2.19	25%	39.46	29	23	18	(12.33)	(15.41)	(8.13)
	600085.SH	同仁堂	171.1	0.66	0.26	0.35	31%	0.49	40%	0.61	26%	13.14	38	27	22	(14.97)	3.17	(6.34)
	600557.SH	康缘药业	55.1	0.43	0.43	0.57	32%	0.72	27%	0.93	28%	13.01	23	18	14	(10.09)	(20.94)	(11.56)
	600750.SH	江中药业	75.0	0.88	0.88	0.57	-35%	1.30	129%	1.76	35%	24.10	42	19	14	(1.07)	(18.64)	(16.90)
	002007.SZ	华兰生物	136.6	1.06	1.06	0.80	-25%	1.00	25%	1.30	30%	23.70	30	24	18	(3.51)	(17.85)	(5.24)
生物	002022.SZ	科华生物	46.2	0.46	0.46	0.53	15%	0.61	15%	0.70	15%	9.39	18	16	13	(23.22)	(11.80)	(8.39)
	600195.SH	中牧股份	63.9	0.80	0.80	0.94	18%	1.15	22%	1.37	19%	16.38	17	14	12	(13.30)	(26.38)	(5.54)
器械	002223.SZ	鱼跃医疗	78.5	0.63	0.40	0.57	43%	0.81	42%	1.00	23%	19.20	34	24	19	(14.10)	(13.47)	(8.35)
	300171.SZ	东富龙	55.7	2.38	0.89	1.31	47%	1.81	38%	2.50	38%	34.83	27	19	14	(11.47)	(10.47)	(8.99)
	600529.SH	山东药玻	29.3	0.67	0.67	0.60	-10%	0.77	28%	0.96	25%	11.39	19	15	12	(10.33)	(26.75)	(7.62)
医疗	300015.SZ	爱尔眼科	95.8	0.45	0.28	0.41	44%	0.59	46%	0.85	43%	22.42	55	38	26	(1.96)	(9.39)	(10.14)
	300244.SZ	迪安诊断	20.2	0.89	0.45	0.87	37%	1.21	39%	1.67	38%	39.60	46	33	24	(10.97)	5.79	(10.77)
OTC	000999.SZ	华润三九	157.6	0.83	0.83	0.85	2%	1.05	24%	1.30	24%	16.10	19	15	12	(14.57)	(11.23)	(6.94)
行业	000001.SH	上证综合指数														(5.74)	(21.68)	(2.32)
	000002.SH	上证A股指数														(5.74)	(21.64)	(2.31)
	000300.SH	沪深300														(6.97)	(25.01)	(2.96)
	801150.SI	医药生物(申万)														(13.98)	(10.89)	(7.31)

来源：国金证券研究所，wind

长期竞争力评级的说明:

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

公司投资评级的说明:

强买：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上；

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%；

持有：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%；

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%；

卖出：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20% 以上。

行业投资评级的说明:

增持：预期未来 3 - 6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5% 以上；

持有：预期未来 3 - 6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5% - 5%；

减持：预期未来 3 - 6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5% 以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话: (8621)-61356534

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 5599-8803

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: 0755-33516015

传真: 0755-33516020

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 深圳市福田区福中三路
1006 号诺德金融中心 34B