



医药

2012.01.09

风暴过后，坚守成长

——对近期医药行业表现的思考

	李秋实	易镜明
	010-59312730	021-38676779
	liqiushi011821@gtjas.com	yijingming@gtjas.com
编号	S0880511110001	S0880511010019

本报告导读：

估值探底是政策预期和资金调仓双重作用的结果，“去故事化”将让市场更加坚守价值股，政策风暴后将诞生更完美的中国制药巨头。

摘要：

- **估值探底是政策预期和资金调仓双重作用的结果。**自11年12月初以来，医药行业整体下跌了22.69%，12年估值已经调整为17.79倍。近期医药估值探底的主要原因是：统计局公布11月份医药行业数据：收入增长25.1%，利润总额增长5.3%；卫生部部长陈竺1月5日在全国卫生工作会议上强调，“十二五”时期全面取消以药补医。同时机构近期调仓：减仓医药、白酒等消费类股票，准备加仓上游行业和可选消费品。
- **“去故事化”：将让市场更加坚守价值股。**“去故事化”是熊市的典型特征。所有预期和想象空间全部被化解，剩下的只是真实业绩的价值反应。在这样背景下，具有业绩稳定性的一线医药白马、以及具有业绩弹性的成长股是在熊市中值得坚守价值的标的。
- **“估值之辩”：处于成长中的中国医药股应享受估值溢价。**截至1月6日，美国标普500的医药股平均估值为12年13倍PE，标普生物科技指数12年18倍PE。值得注意的一点是：美国医药行业增速为6%，而中国则是20%，而且即使在美国市场，给予高成长期的医药股也是非常高的估值溢价，处于高速成长期的基因泰克估值始终停留在60倍PE以上，处于成长期的中国医药股的估值理应比美国贵。
- **政策风暴后将诞生更完美的中国制药巨头。**陈竺部长指出“十二五”时期要全面取消以药补医，再次瓦解了市场对医药股的信心。但即使在更为黑暗的2005-2006年那场医药政策风暴后，还是有大量优质的医药企业生存下来，之后又启动了2009-2010年的医药大牛市。以强劲增长的需求带动的医药行业健康成长不会改变，优秀医药企业会在困局中成功突围，研发创新、并购扩张，风暴过后，将诞生更为完美的中国制药巨头。
- **2012，成长保卫战。**这注定是一场艰苦的战争，会有不断的反复和纠缠，在最为黑暗的时刻，也许就是光明机会最大的时刻。我们始终相信：历史上真正牛股的逻辑只有一个：就是业绩持续不断的超预期高速增长。新的一年将是优质医药股用业绩捍卫自己价值的一年。

我们建议在2012年持续关注具有创新能力和国际化视野的**恒瑞医药、莱美药业、人福医药**；在中药领域关注具有独特资源和实力的**东阿阿胶、天士力、云南白药、康美药业**；在发生医疗消费结构性变化中，高速成长的医疗器械领域关注**宏达高科、鱼跃医疗**；在深刻变革的医院产业关注**爱尔眼科、开元投资**所做的努力开拓；以及在酝酿变局的血液制品行业中关注**华兰生物、上海莱士**。

评级：

增持

上次评级：

增持

细分行业评级

中成药	增持
化学药制剂	增持
化学原料药	增持
生物制药	增持
医疗器械及服务	增持
医药商业	增持

医药研究团队：

李秋实

010-59312730

liqiushi011821@gtjas.com

易镜明

021-38676779

yijingming@gtjas.com

郑磊

021-38674750

zhenglei008193@gtjas.com

徐志华

021-38674937

xuzhijia@gtjas.com

相关报告

医药：《2012，成长保卫战》

2012.01.04

医药：《医药行业周报第1期：启动春季反攻》

2012.01.03

医药：《图说医药第3期：医药企业并购“风起云涌”》

2011.12.27

医药：《卫生部力推血制品“倍增计划”，畅想量价齐升》

2011.12.27

医药：《新农合筹资标准提高，关注基药独家品种》

2011.12.27

目 录

1. 估值探底是政策预期和资金调仓双重作用的结果	3
2. 对近期医药表现的思考：风暴过后，坚守成长	4
3. 投资建议：2012，成长保卫战	7

1. 估值探底是政策预期和资金调仓双重作用的结果

自 2011 年 12 月初以来，医药行业整体下跌了 22.69%，目前 2012 年估值已经调整为 17.79 倍，市场似乎从来没有像现在这样对医药行业悲观过，究竟是什么发生变化？目前的估值调整到底是基本面的反应？还是一次深度假摔，调整是否已经接近底部？

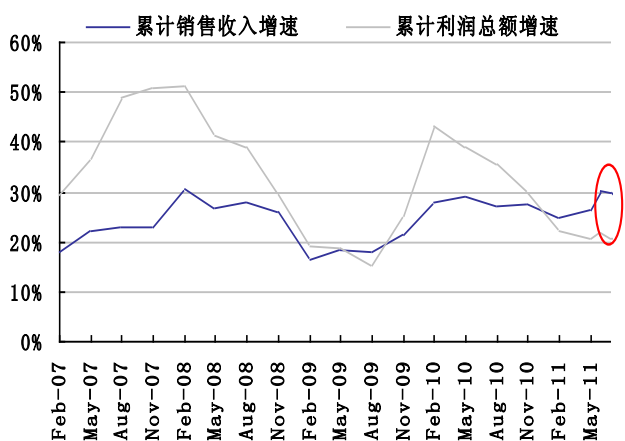
图 1：目前医药股估值已达到历史底部区域



数据来源：wind，国泰君安证券研究

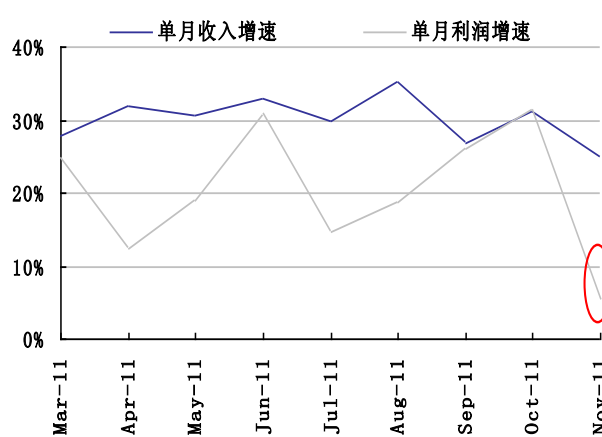
利空因素：统计局公布 11 月份医药行业数据：收入增长 25.1%，利润总额增长 5.3%，由于统计局更换了 2011 年医药行业的统计方式，我们认为这一数据存在统计口径上的差异，有待公布 12 月份数据以及子行业数据后进一步验证；卫生部部长陈竺 1 月 5 日在全国卫生工作会议上强调，“十二五”时期必须理顺补偿机制，全面取消以药补医。

图 2：2011 年医药行业收入增速高于利润增速



数据来源：国家统计局，国泰君安证券研究

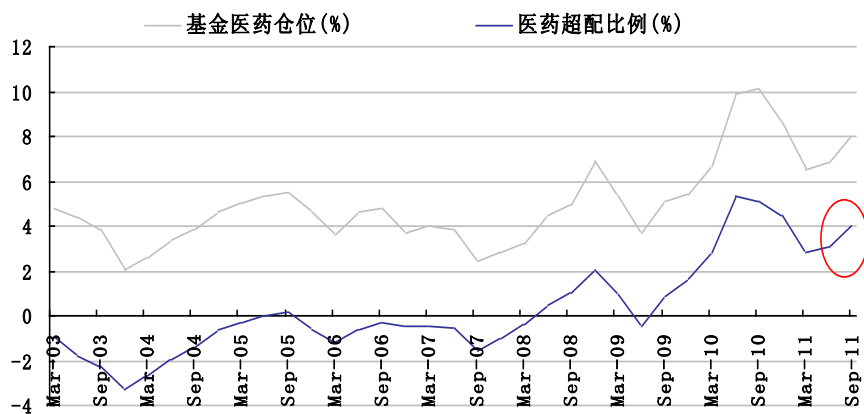
图 3：2011 年 11 月单月增速明显下降



数据来源：国家统计局，国泰君安证券研究

资金层面：机构近期调仓：减仓医药、白酒等消费类股票，准备加仓上游行业和可选消费品。同时，近期部分私募产品被平仓，被动杀跌医药股。

图 4：2011 年 Q3 基金医药仓位已处于历史高位

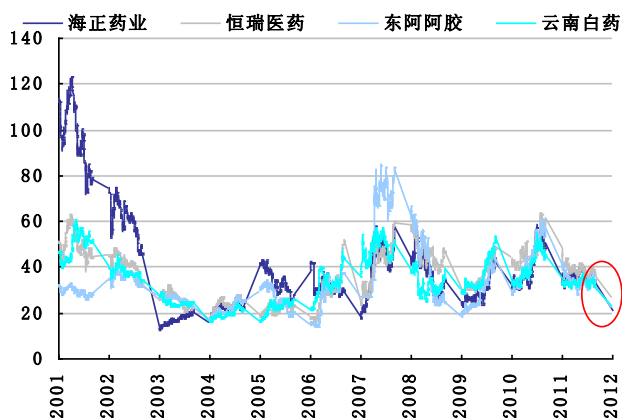


数据来源：wind，国泰君安证券研究

2. 对近期医药表现的思考：风暴过后，坚守成长

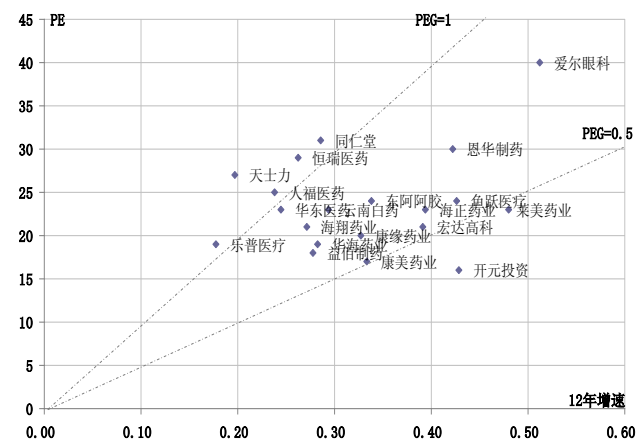
“去故事化”：将让市场更加坚守价值股。近期医药股乃至整个 A 股开始了“去故事化”进程，这也是熊市的典型特征。所有预期和想象空间全部被化解，剩下的只是真实业绩的价值反应。在这样的背景下，具有业绩稳定性和可预期性的一线医药白马、以及具有业绩弹性的成长股是在熊市中值得坚守价值的标的，但下一个问题是，估值中枢是多少？

图 5：一线白马股的估值中枢在下移



数据来源：wind，国泰君安证券研究

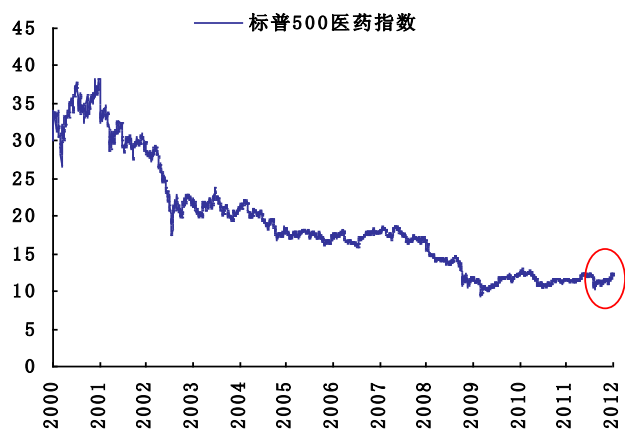
图 6：国泰君安重点覆盖公司风险收益评估



数据来源：wind，国泰君安证券研究

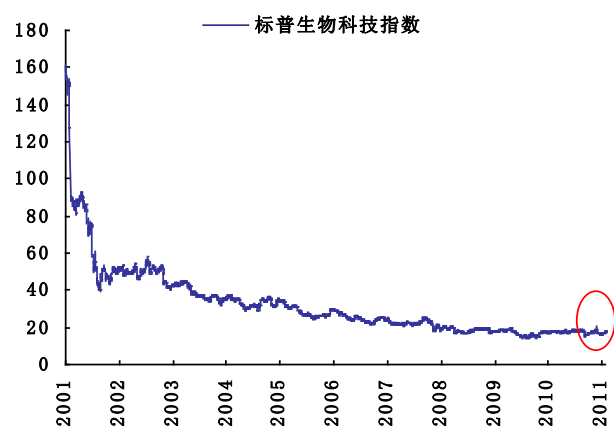
估值之辩：处于成长中的中国医药股应享受估值溢价。近期市场的一种声音是，A 股的医药股估值中枢面临下移，将要和美股的医药股接近。根据我们的统计，截至 1 月 7 日，美国标普 500 的医药股平均估值为 12 年 13 倍 PE，标普生物科技指数 12 年 18 倍 PE，而目前中国医药股的估值已调整为 12 年 17.79 倍 PE。值得注意的一点是：美国医药行业的收入增速为 6% 左右，而中国医药行业的增速是 20%，而且中美制药业处于完全不同的两个发展阶段，即使在美国市场，给予高成长期的辉瑞和强生等医药医药巨头也是享有较高的估值，处于高速成长期的基因泰克估值始终停留在 60 倍 PE 以上，处于成长期的中国医药股的估值理应比美国贵。

图 7：2001~2011 年美国标普医药指数动态 PE



数据来源：Bloomberg，国泰君安证券研究

图 8：2001~2011 年美国标普生物科技指数动态 PE



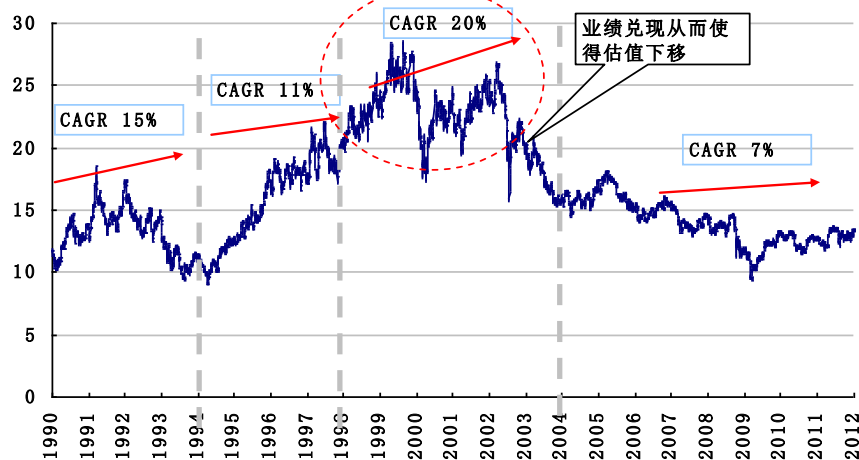
数据来源：Bloomberg，国泰君安证券研究

图 9：1990~2010 年辉瑞估值和盈利情况



数据来源：Bloomberg，国泰君安证券研究

图 10：1990~2010 年强生估值和盈利情况



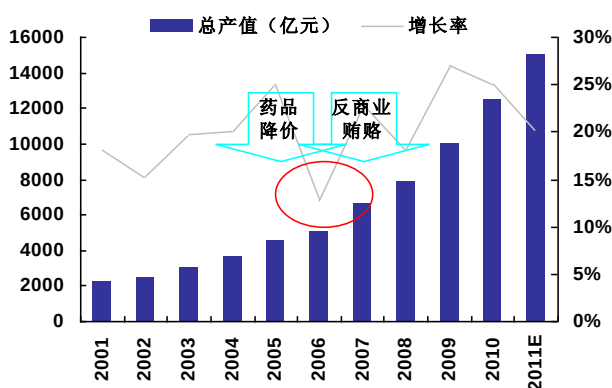
数据来源：Bloomberg，国泰君安证券研究

海外上市的中国药企的估值困局：另一个问题是，在美国上市的中国医药企业估值非常低。在过往的工作经历中，本人曾和香港、美国等多名海外机构投资者交流，对于复杂的中国医药行业和制药企业，他们的确难以理解到位，在经营文化上，他们即使见到董事长本人也难以产生深刻认同；从国际公认的技术角度，他们看到这些企业与美国药企的研发技术差距。对于中国药企，既然这些海外机构研究不通，市值又小，又何必去买？这就造成了海外上市中国药企的估值困局。不同于互联网企业，90%的中国优质医药资产都在 A 股市场上，数以百计的医药分析师每天都在四处调研挖掘，其中很多分析师都来自医药行业内部，医药企业价值会得到充分发掘，行业和公司成长的逻辑非常清晰，为何不应给予国际公认的成长股估值？

“相对美女”：估值回归是时间问题。一个女孩是不是美女，在资本市场看来是不断变化的，要取决于她相对于其他女孩各方面的情况，以及资金的好恶。近期机构大幅度调仓，主要是预期经济形势或政策面有望改善，于是减仓医药白酒，准备加仓估值便宜的上游和可选消费。一种结果是，经济改善的预期落空，资金重新买回医药，另一种结果是经济真的有所改善，上游和可选消费经过一轮上涨后，医药相对便宜，于是再次买回。两种假设下，医药股都会重新被买回，成为资金眼中的“相对美女”，只不过是时间问题。

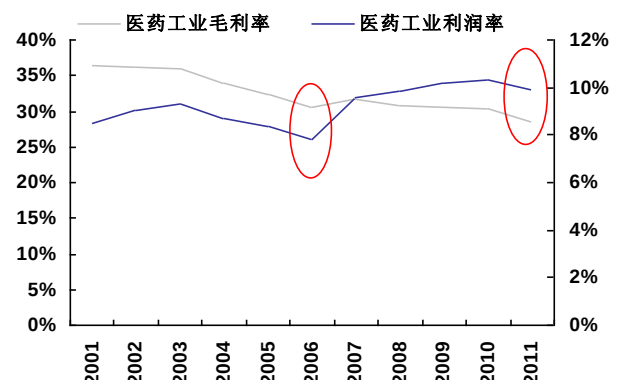
政策风暴后将诞生更完美的中国制药巨头。陈竺部长 1 月 5 日指出“十二五”时期要全面取消以药补医，医药政策雪上加霜，于是再次瓦解了市场对医药股的信心，引发空头继续杀跌。取消“以药补医”，意味着靠着高回扣空间打入医院终端的处方药企业销量下降。对于医疗体制的改革，我们曾研究过全球各主要国家的路径，可以说，这在全世界范围内都是一个几乎无解的难题。即使在更为黑暗的 2005-2006 年那场医药政策风暴后，还是有大量优质的医药企业生存下来，之后又启动了 2009-2010 年的医药大牛市。

图 11: 06 年政策风暴后医药行业重回高增长



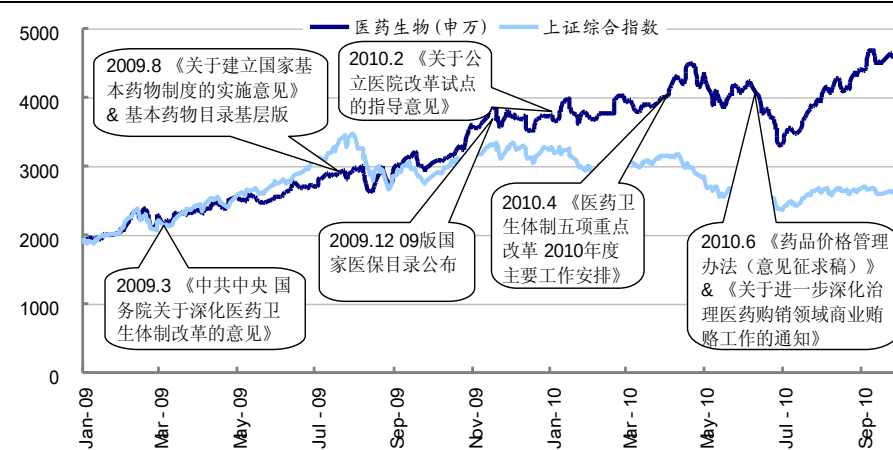
数据来源：南方所，国泰君安证券研究

图 12: 连续药品降价打击行业盈利，07 年开始回升



数据来源：wind，国泰君安证券研究

图13：新医改政策推动医药板块走高，后医改时代仍有利好政策可期



数据来源：wind，国泰君安证券研究

表 1：“十二五”行业政策总结

政策	出台部门	主要内容
医学科技发展十二五规划	科技部	提出以重大新药、医疗器械、中药现代化为核心，发展生物医药战略性新兴产业，将自主创新作为发展医学科技前瞻性研究的战略基点。
医疗器械十二五规划	科技部	提出加大扶持国内高中低端医疗器械企业。基层医疗将有力推广彩超类设备等 10 类重点设备；在高端产品领域重点扶持高值耗材，并争取实现定价权；医疗器械服务业务将得到支持。同时，《规划》还特别提出鼓励企业加大外企合作，实施“走出去”战略。
生物技术的发展十二五规划	科技部	提出了生物技术演进的路径和目标。规划突出了技术发展的系统性，有助于形成从科研到产业、产品的技术体系，是我国从生物科研强国到生物产业强国迈进的重要支持。
中药产业十二五规划	科技部	重点支持领域包括重大疾病中药创新品种产业化、药材种植流通规范化等。其中，创新药品关注有品种储备的研发型中药企业，如天士力、康缘药业、以岭药业；药材种植、流通领域整合规范是大势所趋，康美药业在规模化种植、交易平台的整合、饮片加工标准化方向的探索应是主要扶植方向
血制品“倍增”计划	卫生部	力争“十二五”期间血液制品供应量比“十一五”末增加一倍；并研究将血液制品纳入国家基本药物目录等。

数据来源：政府网站，国泰君安证券研究

除了药品降价之外，对基层药物招标制度，总额预付费制度，按病种付费制度等也是近期市场担心的医药政策。但以强劲增长的需求带动的医药行业健康成长不会改变，优秀医药企业会在困局中成功突围，研发创新、并购扩张，风暴过后，将诞生更为完美的中国制药巨头。

3. 投资建议：2012，成长保卫战

成长保卫战：这注定是一场艰苦的战争，会有不断的反复和纠缠，在最为黑暗的时刻，也许就是光明机会最大的时刻。目前是业绩真空期，资金又在追求“相对美女”，但我们始终相信：史上真正牛股的逻辑只有一个：就是业绩持续不断的超预期高速增长，它可以穿越牛熊市。新的一年将是优质医药股用业绩捍卫自己价值的一年。

在 2012 年以及未来的五年中，一方面是国家投入重金鼓励研发创新和

鼓励行业升级整合，一方面是医药费用的投入发生结构性变化，但不变的依旧是高速增长的医药终端需求，我们依旧相信在中国这片充满机遇的土地上，会诞生多专科药领域的巨头辉瑞，从制药向消费品领域延伸的强生，以及靠不断研发出重磅新药缔造成长神话的基因泰克。

2011 年，尽管医药研发遇到波折，但创新依旧是医药行业乃至人类不断进步的动力，我们建议在 2012 年持续关注：

- 具有创新能力和国际化视野的**恒瑞医药、莱美药业、人福医药**；
- 在中药领域关注具有独特资源和实力的**东阿阿胶、天士力、云南白药、康美药业**；
- 在发生医疗消费结构性变化中，高速成长的医疗器械领域关注**宏达高科，鱼跃医疗**；
- 在深刻变革的医院产业关注**爱尔眼科、开元投资**所做的努力开拓；
- 以及在酝酿变局的血液制品行业中关注**华兰生物、上海莱士**。

附：重点关注上市公司盈利预测及估值

分类	证券代码	公司名称	现价(元)	每股收益(元)			市盈率(X)			目标价 (元)	投资评级
				2010	2011E	2012E	2010	2011E	2012E		
品牌中药	000423	东阿阿胶	39.9	0.89	1.36	1.82	45	29	22	53.4	增持
品牌中药	000538	云南白药	50.96	1.33	1.77	2.29	38	29	22	68	增持
品牌中药	600085	同仁堂	13.33	0.66	0.35	0.45	51	38	30	21	增持
中药	600518	康美药业	11.22	0.42	0.51	0.68	34	22	17	18	增持
现代中药	600535	天士力	38.47	0.92	1.32	1.58	44	29	24	47	增持
现代中药	600557	康缘药业	11.96	0.43	0.55	0.73	28	22	16	17	谨慎增持
现代中药	600594	益佰制药	15.39	0.55	0.72	0.92	28	21	17	20	谨慎增持
国际生产转移	002099	海翔药业	17.4	0.53	0.70	0.89	33	25	20	26.6	增持
国际生产转移	600267	海正药业	27.6	0.76	0.99	1.38	40	28	20	44.6	增持
国际生产转移	600521	华海药业	9.45	0.21	0.46	0.59	54	21	16	19	增持
医疗器械	002144	宏达高科	11.74	0.32	0.46	0.64	44	26	18	19.8	增持
医疗器械	002223	鱼跃医疗	19.15	0.64	0.61	0.87	49	31	22	30	增持
医疗器械	300003	乐普医疗	13.17	0.51	0.62	0.73	26	21	18	20	谨慎增持
医疗器械	300216	千山药机	31.49	0.90	0.96	1.58	47	33	20	47	增持
医药流通	000028	一致药业	18.6	0.91	1.16	1.42	21	16	13	33	谨慎增持
医药流通	601607	上海医药	10.36	0.69	0.74	0.92	20	14	11	17	谨慎增持
医药流通	000963	华东医药	24.87	0.73	0.94	1.17	34	26	21	33	增持
医院主题	000919	金陵药业	7.3	0.38	0.45	0.56	19	16	13	14	增持
医院主题	000516	开元投资	4.87	0.21	0.21	0.30	23	23	16	7.8	增持
医院主题	300015	爱尔眼科	22.66	0.45	0.41	0.62	80	55	37	30	增持
生物制药	002007	华兰生物	23.5	1.06	0.94	0.82	22	25	29	29	谨慎增持
高端专科药物	002038	双鹭药业	28.42	1.08	1.45	1.32	40	20	22	41	增持
高端专科药物	002262	恩华制药	17.36	0.33	0.45	0.64	53	39	27	25	谨慎增持
高端专科药物	600276	恒瑞医药	26.55	0.97	0.80	1.01	41	33	26	35	增持
高端专科药物	600079	人福医药	17.77	0.46	0.63	0.78	41	28	23	26	增持
高端专科药物	300006	莱美药业	15.14	0.48	0.48	0.70	63	32	22	26	增持
保健品	300146	汤臣倍健	78.7	2.25	1.96	2.74	93	40	29	96	增持

数据来源：wind，国泰君安证券研究，截止时间 2012 年 1 月 6 日

作者简介:

李秋实:

执业资格证书编号: S0880511110001

电话: 010-59312730

邮箱: liqiushi011821@gtjas.com

易镜明:

执业资格证书编号: S0880511010019

电话: 021-38676779

邮箱: yijingming@gtjas.com

郑磊 (贡献作者):

执业资格证书编号: S0880110110074

电话: 021-38674750

邮箱: zhenglei008193@gtjas.com

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		