

1月份医药指数补涨 与基药行情或联袂上演

强于大市

——医药行业 2013 年 1 月份投资策略报告——

内容摘要:

- **医药行业数据。**2012 年 1-11 月医药制造业主营业务收入、利润总额分别为 15222 亿、1490 亿，同比增长分别为 17.67%、17.31%；医药工业主营业务成本为 10775 亿，同比增长 16.54%；2012 年 1-10 月主营业务收入同比增速由快到慢依次为化药制剂、医疗器械、中药制剂、中药饮片、生物制品、化药原料药；利润总额同比增速依次为医疗器械、化药制剂、中药制剂、中药饮片、生物制品、化药原料药；但从运行趋势看，中药制剂收入同比上升加速，但利润总额是大幅下降的。
- **医药政策变暖。**安徽县级医院招标情况符合我们预期。大输液部分的玻璃瓶/塑瓶基本上没有下降，软袋降幅约 18%（如 250ml 的软袋中标价约 1.77 元，以前中标价为 2.16 元）；独家中药品种降幅约 2-3%，如以岭药业的通心络胶囊与参松养心胶囊等。海南省招标相对于安徽省的招标环境趋好。2010 年以来湖南、江西、广西、贵州、云南、陕西等六省中标均价和海南省同产品网上交易均价，作为海南省 2012 年度非基药限价（但入围最后谈判后，低价中标）；海南放弃了单一货源制度；海南采用其它省的综合得分作为入围的标准，其中价格仅占 40%的权重。
- **医药板块相对估值明显下降。**截至 12 月 31 日医药板块 PE（TTM）、PB（整体法）以 32.15 倍、3.7 倍分别位居板块的第 7 位、第 2 位；从溢价率看，医药板块 PE（TTM）、PB（TTM）相对 A 股分别为 138%、109%，近 2 月溢价率下降明显；由于近 2 个月医药指数大幅下挫促使溢价率有所下降，其溢价率与医药工业利润总额增速相对于 GDP 增速的溢价率仍有比较优势。
- **1 月份投资策略及其组合。**我们认为：1 月份医药指数补涨与基药行情或联袂上演，建议积极关注。很可能受益于新版基药组合：以岭药业（002603）、康缘药业（600557）、天士力（600535）；具有估值洼地组合：益佰制药（600594）、华润三九（000999）。

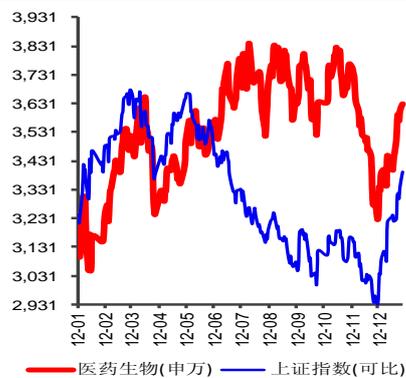
分析师

梁从勇
执业证号：S1250511110003
电话：010-57631180
邮箱：lcyong@swsc.com.cn

联系人

朱国广
电话：023-63812537
邮箱：zhugg@swsc.com.cn

股价走势



公司名称/代码	评级	当前价格	2011 EPS	2012 EPS	2013 EPS	2012 PE	2013 PE
以岭药业 (002603)	买入	24.55	0.82	0.49	0.72	24.99	41.82
康缘药业 (600557)	买入	20.2	0.44	0.58	0.72	45.91	34.83
天士力 (600535)	增持	51.78	1.18	1.45	1.8	43.88	35.71
华润三九 (000999)	买入	24.25	0.78	1.05	1.27	31.09	23.10
益佰制药 (600594)	买入	20.19	0.75	0.91	1.16	26.92	22.19

股价以 1 月 7 日为准

正文目录

1. 12 月医药指数触底反弹，1 月有望迎来补涨行情.....	1
2. 2012 年 1-11 月医药行业增速状况.....	2
2.1 1-11 月医药行业整体运行态势.....	2
2.2 1-10 月医药行业子行业运行态势.....	2
2.3 国内中药材价格及其指数变动.....	3
3. 医药行业最新发展动态.....	4
3.1 招标环境趋向缓和.....	4
3.2 生物产业规划发布 重点布局生物医药.....	4
3.3 广东医改方案公布 全省推广“湛江模式”.....	5
4. 估值分析与投资策略.....	6
4.1 医药指数 12 月二级市场表现.....	6
4.2 估值水平与投资策略.....	7

插图目录

图 1: 12 月份股票组合二级市场表现	1
图 2: 医药工业主营业务收入与同比增长	2
图 3: 医药制造业总利润与同比增长	2
图 4: 医药工业主营业务成本与同比增长	2
图 5: 医药制造业毛利率	2
图 6: 医药工业子行业主营业务收入同比增长情况	3
图 7: 医药制造子行业总利润同比增长情况	3
图 8: 中国成都中药材价格指数	3
图 9: 三七亳州市场价格(120 头春七 云南) (元/公斤)	3
图 10: 太子参市场价格 (元/公斤)	3
图 11: 丹参市场价格 (元/公斤)	3
图 12: 12 月份医药指数相对上证综合指数的走势	6
图 13: 2012 年度医药指数相对上证综合指数的走势	6
图 14: 12 月份医药子行业二级市场涨跌幅	7
图 15: 12 月份医药板块涨跌幅前 5 的个股	7
图 16: 各板块 PE (TTM) 分布	7
图 17: 各板块 PB (TTM) 分布	7
图 18: 医药 PE (TTM) 与其相对应 A 股的溢价	8
图 19: 医药 PB (TTM) 与其相对应 A 股的溢价	8
图 20: 医药 PE (TTM) 值	8
图 21: 医药子板块历史 PE (TTM) 分布	8
图 22: 申万医药指数 (PE-band)	9
图 23: 申万医药指数 (PB-band)	9

1. 12 月医药指数触底反弹，1 月有望迎来补涨行情

12 月份申万医药指数上涨 9.89%，跑输上证综合指数 4.41 个百分点（其中 12 月份上证综指上涨 14.6%），其在 23 个行业中排名倒数第 2 位（其中医疗器械上涨超过 18%，中药仅上涨约 10%）。

我们认为：在整体市场反弹的推动下医药指数也出现快速反弹，之所以医药指数大幅跑输综合指数，主要是因为持有医药股较多的机构选择配置低估值的周期股；2013 年主要投资逻辑如下：

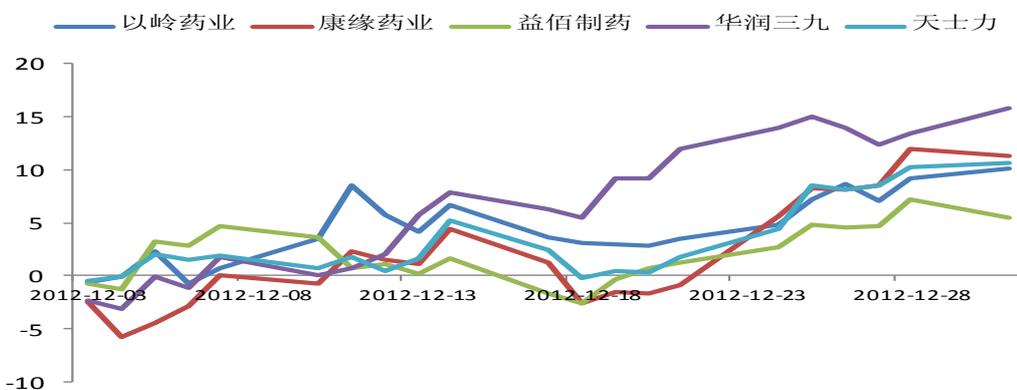
- 医药产业终端需求旺盛、医保控费的背景下的投资思路。新型城镇化带来的县级医院市场容量的扩容、同时国家鼓励大病不出县，从而县级医院终端将迎来发展的“黄金时代”。在此背景下，已经进入县级医院市场的天士力等及即将进入县级医院的以岭药业等直接受益。
- 建议积极关注受医保控费影响比较小的子行业。抗肿瘤等大病领域后期发展看好，主要逻辑是：抗肿瘤药品终端需求比较刚性，只要患者有支付能力就会消费而不会因为是不是医保品种影响需求、我国大病医保政策将为患者的支付能力保驾护航、国内抗肿瘤品种存在进口替代趋势；我们看好大健康产业（即中药的生活化），其不受医保影响但随着人们支付能力的提升大健康产业未来发展空间巨大。

我们认为：从短期看，医药指数在 1 月份很可能出现补涨行情；从长期看，随着我国医药行业的转型，医药公司将必然迎来分化时代而不是“吃大锅饭时代”。后期创新优势明显的企业及性价比较高的品种后期发展可期。

12 月份股票组合二级市场表现

12 月份股票组合有：益佰制药（600594）、华润三九（000999）、天士力（600535）、康缘药业（600557）、以岭药业（002603）。11 月份医药指数下跌 11.23%，我们组合只有 1 支个股（益佰制药）跑输医药指数，其中涨幅最大的分别是华润三九、康缘药业、天士力、以岭药业、益佰制药。

图 1：12 月份股票组合二级市场表现



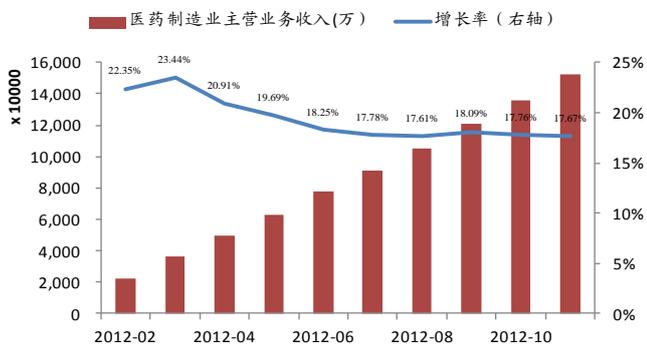
数据来源：Wind，西南证券研究发展中心

2. 2012 年 1-11 月医药行业增速状况

2.1 1-11 月医药行业整体运行态势

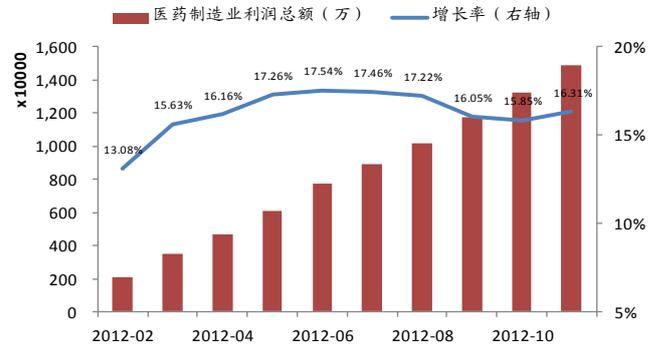
据国家统计局公布数据,2012 年 1-11 月医药制造业主营业务收入、利润总额分别为 15222 亿、1490 亿,同比增长分别为 17.67%、17.31%;医药工业主营业务成本为 10775 亿,同比增长 16.54%。我们可以发现:主营业务收入 11 月份增长率在底部徘徊及成本增长率略有下降,与此同时利润总额增长率上升约 1.5 个百分点。

图 2: 医药工业主营业务收入与同比增长



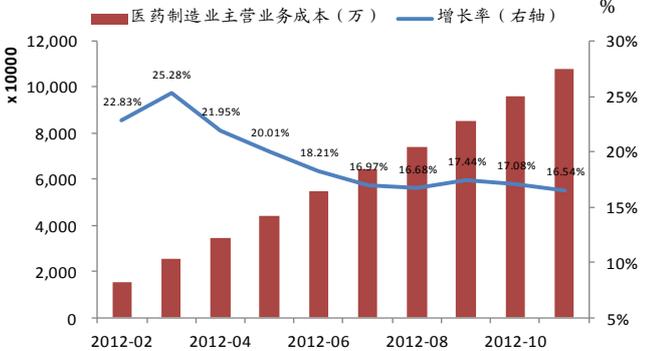
数据来源: Wind、西南证券研究发展中心

图 3: 医药制造业总利润与同比增长



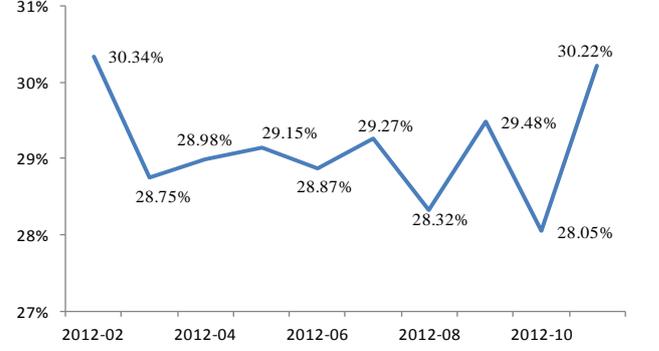
数据来源: Wind、西南证券研究发展中心

图 4: 医药工业主营业务成本与同比增长



数据来源: Wind、西南证券研究发展中心

图 5: 医药制造业毛利率

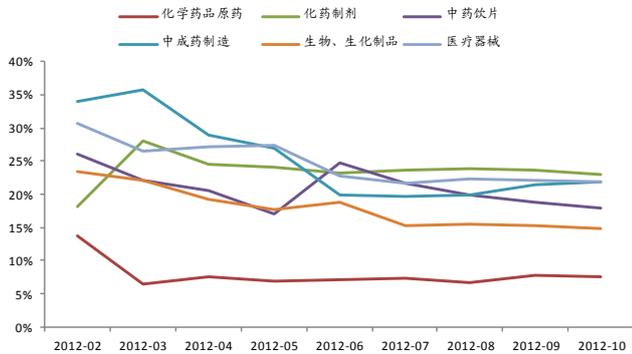


数据来源: Wind、西南证券研究发展中心

2.2 1-10 月医药行业子行业运行态势

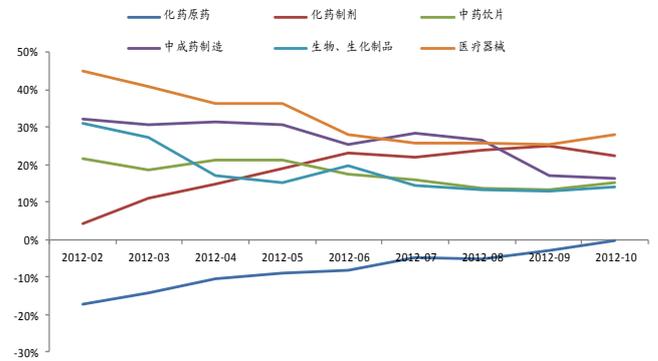
2012 年 1-10 月主营业务收入同比增速由快到慢依次为化药制剂、医疗器械、中药制剂、中药饮片、生物制品、化药原料药;利润总额同比增速依次为医疗器械、化药制剂、中药制剂、中药饮片、生物制品、化药原料药;但从运行趋势看,中药制剂收入同比上升加速,但利润总额是大幅下降的。

图 6: 医药工业子行业主营业务收入同比增长情况



数据来源: Wind、西南证券研究发展中心

图 7: 医药制造子行业总利润同比增长情况

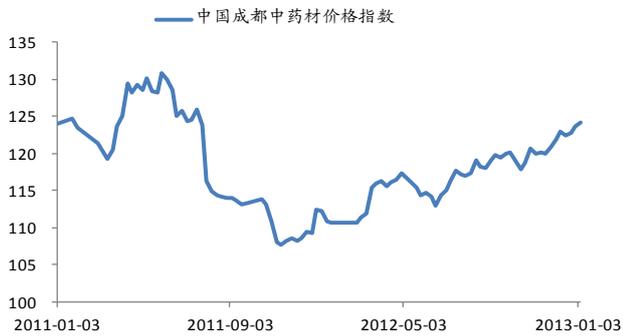


数据来源: Wind、西南证券研究发展中心

2.3 国内中药材价格及其指数变动

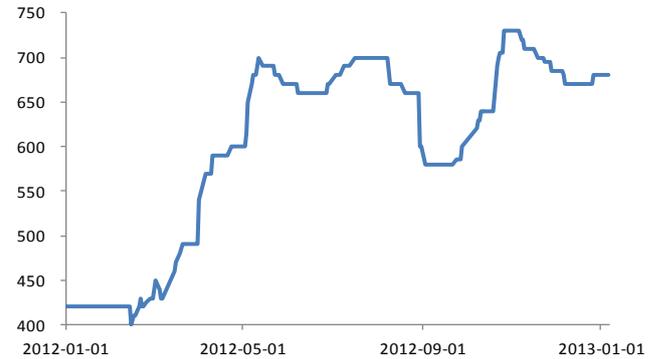
中药价格指数从今年 6 月 18 日开始出现小幅的反弹并创年内新高; 三七价格再次飙升, 创出年内新高至 730 元/公斤; 8 月份太子参、丹参走势相对比较平稳。

图 8: 中国成都中药材价格指数



数据来源: Wind、西南证券研究发展中心

图 9: 三七亳州市场价格(120 头春七 云南) (元/公斤)



数据来源: Wind、西南证券研究发展中心

图 10: 太子参市场价格 (元/公斤)



数据来源: Wind、西南证券研究发展中心

图 11: 丹参市场价格 (元/公斤)



数据来源: Wind、西南证券研究发展中心

3. 医药行业最新发展动态

3.1 招标环境趋向缓和

事件：安徽县级医药招标结果的公布及海南非基药招标的公布。

我们认为：安徽县级医院招标的中标情况符合我们预期。大输液部分降价符合市场预期，玻璃瓶/塑瓶基本上没有出现下降；软袋降幅约 18%（如 250ml 的软袋中标价约 1.77 元，以前中标价为 2.16 元）；独家中药品种降幅约 2-3%，如以岭药业的通心络胶囊与参松养心胶囊等。

海南省招标相对于安徽省的招标环境趋好。2010 年以来湖南、江西、广西、贵州、云南、陕西等六省中标均价和海南省同产品网上交易价均值，作为海南省 2012 年度非基药限价（但入围最后谈判后，低价中标）；海南放弃了单一货源制度；海南采用其它省的综合得分作为入围的标准，其中价格仅占 40% 的权重。

3.2 生物产业规划发布 重点布局生物医药

1 月 6 日，国务院印发《生物产业发展规划》。《规划》提出，到 2020 年，生物产业发展成为我国国民经济的支柱产业，2013—2015 年，生物产业产值年均增速保持在 20% 以上。同时，推动医药产业集中度提升，力促形成一批年产值超百亿元的企业。

提高医药产业集中度

《规划》对生物医药产业发展做出重点布局，要求突出高品质发展，提升生物医药产业竞争力。2013-2015 年，生物医药产业产值年均增速达到 20% 以上，推动一批拥有自主知识产权的新药投放市场，形成一批年产值超百亿元的企业，提高生物医药产业集中度和在国际市场中的份额。

生物技术药物创制和产业化将得到进一步扶持。《规划》表示，将优化审批程序，强化生物技术药物监管体系建设，制定和完善生物技术药物纳入医疗保险产品目录相关政策；化学药物招标机制也有望完善，《规划》要求研究完善药品价格形成机制和药品招标机制，鼓励采用新技术、新工艺提升药品品质，推行药品原、辅料登记备案管理制度，建立药品参比制剂遴选指南和目录。同时，还将提高中药标准化发展水平，对质量标准提高、用药安全显著改善的中药，研究制定优先纳入医疗保险目录等优惠政策。

生物医学工程产业则被提升到与生物医药产业同等重要的层次，并设立了产值目标。《规划》表示，将推动高性能医学装备规模化发展，加速高附加值植入材料及制品的产业化，大力发展新型体外诊断产品。到 2015 年，生物医学工程产业年产值达到 4000 亿元，突破一批核心技术，培育一批高端化发展的生物医学工程制造企业。并将研究制定鼓励性定价、医疗保险等政策。

生物制造业目标产值 7500 亿

《规划》对生物农业、生物制造、生物能源、生物环保和生物服务业的发展做出了协调部署并设立了产值目标。至 2015 年，生物农业年工业产值将达到 3000 亿元，生物制造产业年

值达到 7500 亿元，生物能源产业年产值达到 1500 亿元，生物环保产业年产值达到 1500 亿元，生物服务产业年产值达到 1500 亿元。

政策配套层面，《规划》均提出了不同的政策扶持措施。在生物农业领域，制定了生物育种创新发展行动计划和农用生物制品发展行动计划，将建立国家生物育种产业支撑体系，创制和推广一批重大新品种，培育若干龙头企业，研究完善现代种子（仔）企业扶持政策；在生物制造领域，制定了生物基产品发展行动计划和生物工艺应用示范行动计划，要求建立生物基产品的认证机制，研究制定生物基产品消费的市场鼓励政策，研究农业原料对工业领域的配给制度。

此外，《规划》还表示，将针对生物能源研究建立有利于乙醇汽油和生物柴油产业发展的市场准入机制，促进生物能源与传统能源一体化发展进程，并研究完善乙醇汽油和生物柴油的价格形成机制。到 2015 年，生物能源年利用总量超过 5000 万吨标准煤。生物环保产业方面，在 2013-2015 年的产值年均增长将达 15% 以上，将落实完善支持生物环保企业发展的财政扶持政策，强化生物环保产品的质量管理与审批制度。

据介绍，“十一五”以来，生物产业产值以年均 22.9% 的速度增长，2011 年实现总产值约 2 万亿元。为实现 2013-2015 年的发展目标，《规划》同时制定了一系列保障举措，如完善准入政策、促进创新创业，加强需求激励、强化市场拉动，加强资源管理、保护生物安全等。

评论：该生物规划是医药体制改革的配套政策，其主要目的是欲提高生物医药行业的集中度、提高生物医药企业的国际竞争力；同时国家为了提高国内医药企业的竞争力制定出相关的配套措施；对生物医药行业的增速提出具体的要求，该政策从而为医药行业的发展保驾护航。

3.3 广东医改方案公布 全省推广“湛江模式”

广东省政府昨日公布《广东省“十二五”期间深化医药卫生体制改革实施方案》（下称《方案》），其中提到“十二五”期间，医药卫生体制改革的主要目标是使政府卫生投入占经常性财政支出的比重逐步提高，群众负担明显减轻，个人卫生支出占卫生总费用的比例降低到 30% 以下，看病难、看病贵问题得到有效缓解。

今年全面建立并完善职工医保门诊统筹

《方案》指出，到 2015 年，实现基本医疗保险参保率达 98%。重点做好异地务工人员、非公有制经济组织从业人员、灵活就业人员，大学生和中等职业技术学校、技工学校学生，以及关闭破产企业退休人员和困难企业职工参保工作。到 2015 年，居民医保政府补助标准提高到每人每年 360 元以上。

职工医保政策范围内住院费用支付比例达到 80% 以上，居民医保政策范围内住院费用支付比例达到 75% 左右，明显缩小与实际住院费用支付比例之间的差距。居民医保门诊统筹覆盖所有统筹地区，支付比例提高到 50% 以上。通过职工医保个人账户调整等方式，2013 年全面建立并完善职工医保门诊统筹。

全省推广“湛江模式”

《方案》明确，在全省推广“湛江模式”，从基金管理办法、大病救助、加强诊疗行为监督、引入保险公司竞争、购买服务、加强信息化建设等方面进一步总结完善，着力提高医疗保障水平。今年在全省全面推开，50%以上的地级以上市正式实施；2015 年全省城乡居民医保实际报销水平和服务管理水平进一步提升。实现医保就医“一卡通”，到 2015 年底，社会保障卡全省持卡率达到 80% 以上。

今年将成立广东省医院管理局

《方案》明确，2013 年成立广东省医院管理局；指导各地结合事业单位改革和事业机构编制管理，逐步取消公立医院行政级别；各级卫生行政部门负责人不得兼任公立医院领导职务。《方案》还提到要推行便民惠民措施，2012 年珠江三角洲地区实现三级医院检验检查结果互认，2013 年推广到全省三级医院。

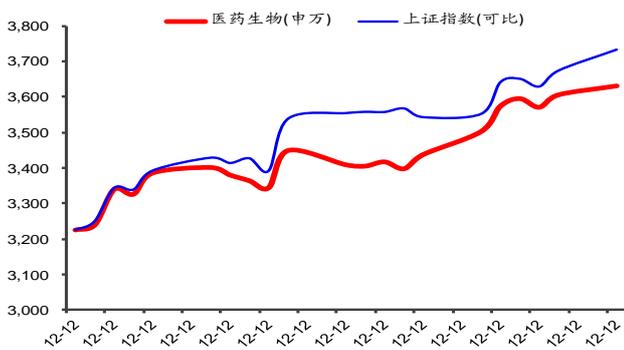
评论：广东省学习“湛江模式”是对该模式的一种肯定，我们认为该模式向全国推广的概率较大；国家大病医保的运作模式其实就是变相的运用“湛江模式”。

4. 估值分析与投资策略

4.1 医药指数 12 月二级市场表现

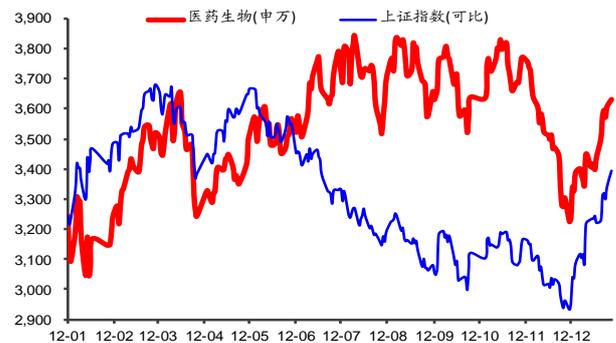
12 月份申万医药指数上涨 9.89%，跑输上证综合指数 4.41 个百分点（其中 12 月份上证综指上涨 14.6%），其在 23 个行业中排名倒数第 2 位（其中医疗器械上涨超过 18%，中药仅上涨约 10%）；12 年度医药指数上涨 8.47%，其超过上证综指 5.3 个百分点。

图 12：12 月份医药指数相对上证综合指数的走势



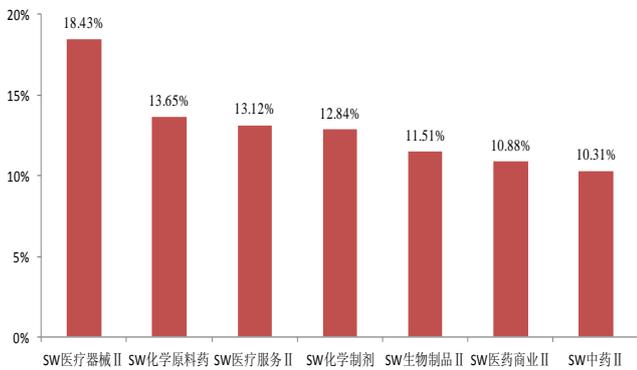
数据来源：Wind、西南证券研究发展中心

图 13：2012 年度医药指数相对上证综合指数的走势



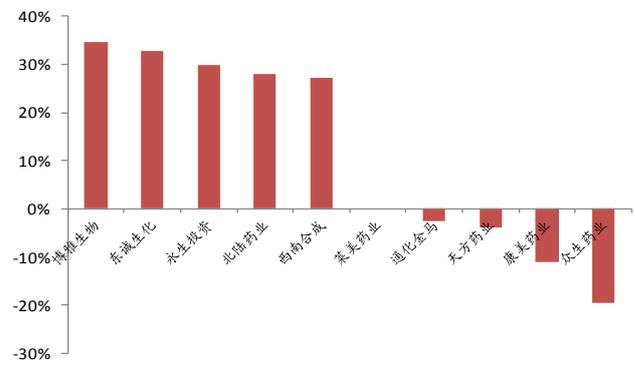
数据来源：Wind、西南证券研究发展中心

图 14: 12 月份医药子行业二级市场涨跌幅



数据来源: Wind、西南证券研究发展中心

图 15: 12 月份医药板块涨跌幅前 5 的个股



数据来源: Wind、西南证券研究发展中心

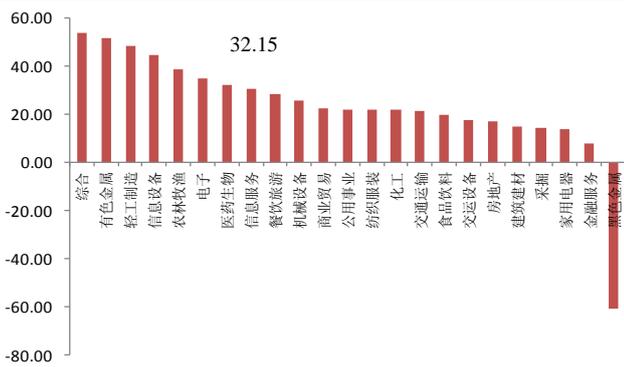
12 月医药指数出现反弹。涨幅较大的分别是: 医疗器械、化药制剂、医疗服务; 涨幅较小的分别是: 中药、医药商业、生物制剂; 个股涨跌幅前 5 的个股。涨幅居前的个股: 博雅生物、东诚生化、永生投资、北陆药业、西南合成; 跌幅居前的个股: 众生药业、康美药业、天方药业、通化金马、菜美药业 (同*ST 北生、*ST 吉药、*ST 生化)。

4.2 估值水平与投资策略

4.2.1 行业相对估值比较分析

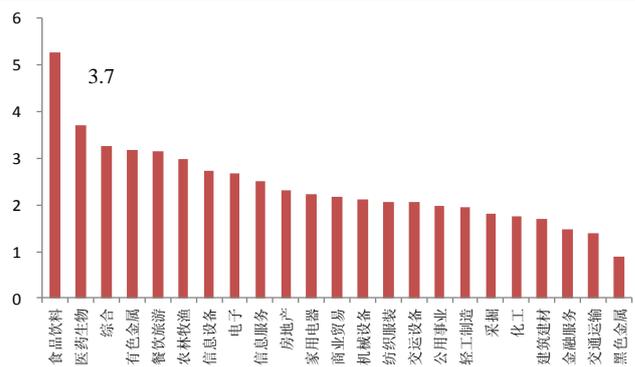
截至 12 月 31 日, 医药板块 PE (TTM)、PB (整体法) 以 32.15 倍、3.7 倍分别位居板块的第 7 位、第 2 位; 从溢价率看, 医药板块 PE (TTM)、PB (TTM) 相对 A 股分别为 138%、109%, 本月溢价率下降明显。

图 16: 各板块 PE (TTM) 分布



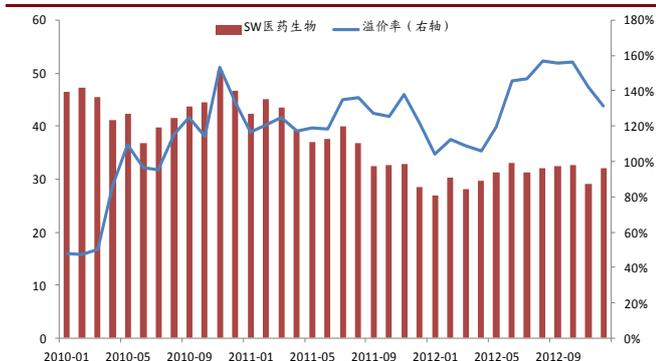
数据来源: Wind、西南证券研究发展中心

图 17: 各板块 PB (TTM) 分布



数据来源: Wind、西南证券研究发展中心

图 18: 医药 PE (TTM) 与其相对应 A 股的溢价



数据来源: Wind、西南证券研究发展中心

图 19: 医药 PB (TTM) 与其相对应 A 股的溢价



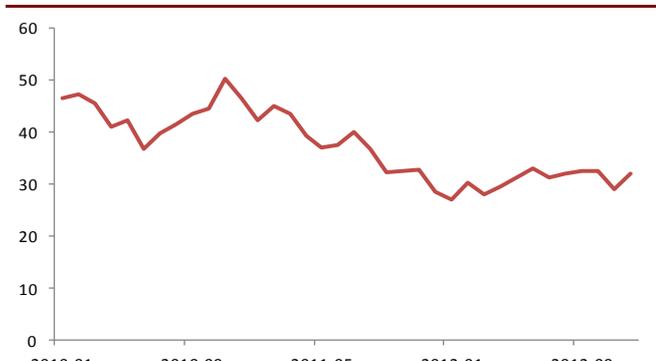
数据来源: Wind、西南证券研究发展中心

4.2.2 行业绝对估值比较分析

近 3 年医药板块 PE (TTM) 平均值为 37.44 倍。现医药板块 PE(TTM) 为 32.15 倍，与历史走势看现估值相对偏低；从子板块估值看，医疗服务估值相对较高，但其估值与行业估值逐步靠拢。医药商业与医疗器械估值相对较低。

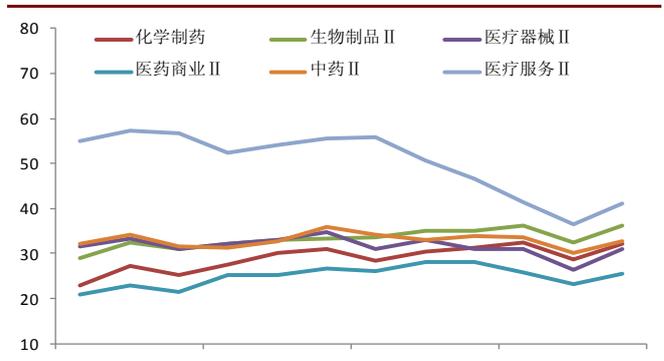
我们认为：从医药 PE (TTM) 历史变化看，其绝对值相对较低；从溢价比率看，由于近 2 个月医药指数大幅下挫促使溢价率有所下降，其溢价率与医药工业利润总额增速相对于 GDP 增速的溢价率相仿。但考虑到医药板块的防御性，建议投资者战略配置医药板块。

图 20: 医药 PE (TTM) 值



数据来源: Wind、西南证券研究发展中心

图 21: 医药子板块历史 PE (TTM) 分布



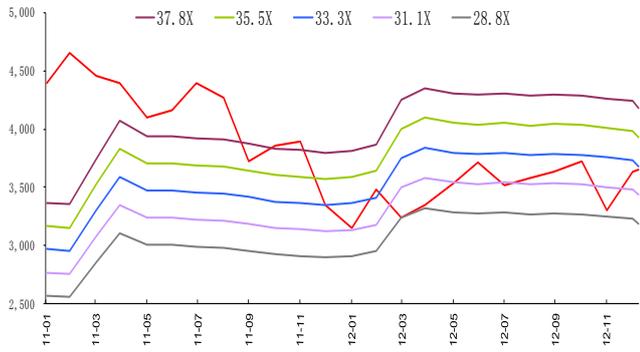
数据来源: Wind、西南证券研究发展中心

4.2.3 2013 年 1 月份投资组合

选股思路及其标的：下半年我们按照以下选择投资标的：

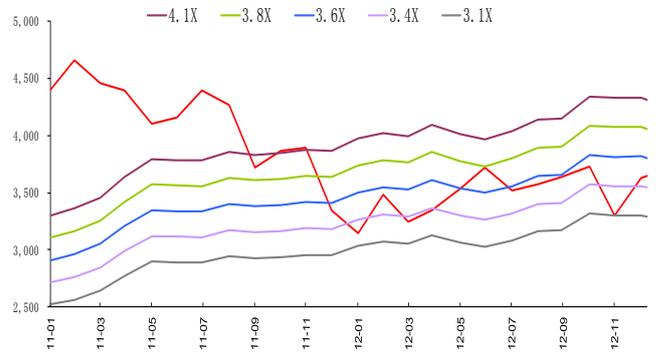
- 1 月份医药指数与基药行业或将联袂上演。以岭药业 (002603)：“参松养心胶囊与莲花清瘟胶囊很可能进入基药”；康缘药业 (600557)：“桂枝茯苓胶囊与热毒宁注射液很可能进入基药”；天士力 (600535)：“养血清脑颗粒很可能进入基药”；
- 具有估值洼地组合。益佰制药 (600594)：“优质品种+精锐销售团队+外延式战略扩张”= 稳定增长；华润三九 (000999)：“处方药快速放量与收购产品上市确认业绩拐点”。

图 22: 申万医药指数 (PE-band)



数据来源: Wind、西南证券研究发展中心

图 23: 申万医药指数 (PB-band)



数据来源: Wind、西南证券研究发展中心

西南证券投资评级说明

西南证券公司评级体系：买入、增持、中性、回避

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20% 以上

增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10% 与 20% 之间

中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间

回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 -10% 以下

西南证券行业评级体系：强于大市、跟随大市、弱于大市

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5% 以上

跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数 -5% 与 5% 之间

弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 -5% 以下

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。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提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归西南证券所有，仅限内部使用，未经书面许可，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

西南证券研究发展中心

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 7 楼

邮编：400023

电话：(023) 63725713

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：(010) 57631234

主要研究人员联系方式

姓名	电子邮件	研究领域	姓名	电子邮件	研究领域
许维鸿	xwh@swsc.com.cn	业务总监	徐永超	xychao@swsc.com.cn	建筑建材
崔秀红	cxh@swsc.com.cn	副总经理	贺众营	hzy@swsc.com.cn	建筑建材
张仕元	zsy@swsc.com.cn	宏观研究	申明亮	shml@swsc.com.cn	有色金属
刘峰	liufeng@swsc.com.cn	宏观研究	梁从勇	lcyong@swsc.com.cn	农林牧渔
张刚	z_ggg@tom.com	首席策略研究	李辉	lihui@swsc.com.cn	食品饮料
马凤桃	mft@swsc.com.cn	基金研究	潘红敏	phm@swsc.com.cn	餐饮旅游
李慧	lih@swsc.com.cn	交通运输	苏晓芳	sxfang@swsc.com.cn	通信行业