

医药 防御优势化解估值压力

□ 中信证券 姚杰 贺菊颖 季序我

4月,地产调控重拳出击,医药板块成诺亚方舟,是当月唯一一个取得正收益的板块。但短期内,随着医药板块股价、估值不断上移,板块溢价率不断提升,可能面临一定的估值压力。因此,我们认为短期内医药板块的投资将从普涨向精选个股和个股的选时过渡。本月重点推荐双鹤药业、上海医药、华东医药以及华润三九等估值较为安全的品种,云南白药和鱼跃医疗等业绩持续高增长的个股,以及基本面改善迹象明显的个股,包括鲁抗医药和同仁堂等。

行业:利润增速快于收入

从去年年报及今年一季报的情况来看,医药上市公司的总体情况与行业数据基本吻合。行业仍然表现出较快的发展态势,利润增速快于收入,主业增长较为突出,今年一季度的行业整体增速显著加快。2009年医药上市公司收入、营业利润(不含非经常性投资收益)、净利润、扣除非经常损益后净利润分别同比增长16%、23%、46%、23%;2010年一季度这四个指标分别同比增长27%、51%、37%和59%。在成本及费用率下降、所得税率优惠等因素的推动下,利润指标的增长速度明显超过了收入。一季度行业整体增速加快则可能得益于国家对医保体系投入的持续提升(比如去年8月开始推行的城镇居民医保门诊统筹;各地医保最高支付额线和报销比例提高,新农合筹资标准提高,同时也在逐步推行门诊统筹等),以及基本药物制度逐步推开,基层用药市场增长逐步体现。我们认为,在年后后三个季度的行业及宏观背景下,医药行业需求端的持续改善带来的收入超预期因素依然值得期待。

公司:基层增长明显

从上市公司的角度观察,2009年主要上市公司的年报业绩基本符合预期,2010年一季度则涌现出不少超预期的公司,诸如同仁堂、东阿阿胶、江中药业、片仔癀、上海医、鲁抗医药、鱼跃医疗、白云山、三精制药等。我们试图从行业整体和公司个体两个角度分析这些公司超预期的原因。从行业角度看,虽然不同的产品本身有各自针对的销售渠道,但基层市场的确成为众多品种销售增长的一个重要驱动力。值得注意的是,此前大家普遍看好的基本药物独家品种销售放量似乎并不明显,反而是一些竞争性的普药品种销售大面积超预期。这些超预期的品种大多分布拥有

众多竞争性普药品种、销售能力并不突出但在改善的公司当中,这些公司的普药产品基数相对不大、有多个品种进入基本药物目录且具备较大的改善空间,所以弹性比较大。不过,一季度部分地区招投标工作还没有完全结束、终端使用情况还没有完全到位,我们认为尚难以得出关于基层医疗市场受益品种的明确结论,还需要再观察一个季度。

从公司角度看,东阿阿胶、同仁堂以及鲁抗医药等公司的主要产品销售超越预期都有营销改善的因素,其中东阿阿胶从2009年开始采取控制营销,同仁堂从2009年二季度开始显著加大营销投入,鲁抗医药2009年开始制剂业务按照事业部运作、销售投入加大。

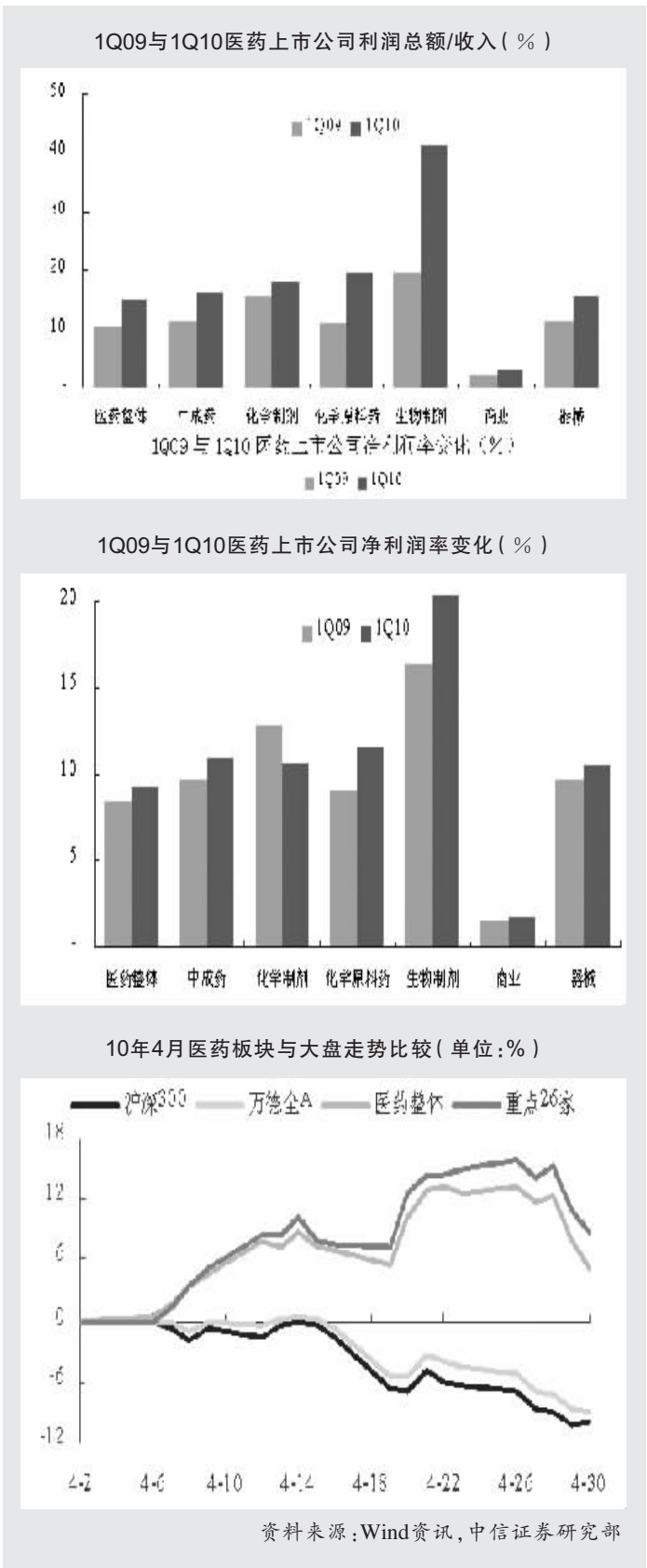
策略:从普涨过渡到精选个股

4月国家出台了多个地产调控的重磅政策,各地也陆续出台抑制房价过快上涨的配套政策,房地产及其相关的家电、建材、钢铁和银行等板块拖累大盘下跌接近8%。医药板块由于其良好的防御性及超预期的一季度经营数据,再度成为资金的避风港。当月医药是唯一一个取得正收益的板块,整体上涨5.6%。但4月最后一周,由于整体估值较高,医药股出现补跌,尤其是一些缺乏业绩支撑的股票出现较大幅度的调整。

4月医药板块投资继续回归业绩,表现较好的主要集中在业绩超预期或估值安全的个股,比如鲁抗医药、白云山、哈药股份等;表现较差的主要集中在缺乏业绩支撑或前期涨幅过高的中小盘或创业板个股。

从历史经验看,医药股是长期投资中收益最大的板块。我们看好中国医药市场需求端的持续快速增长,背后的推动因素(经济发展、老龄化、慢病疾病谱、政府投入增加等)未来仍将长期存在。特别是政府投入增加以后,患者压抑需求的释放,医疗的可及性增加等因素是近几年医药行业加速增长的主要推动力。短期内,医药板块股价、估值不断上移,而整个A股估值不断下移,使医药板块的溢价率不断提升,可能面临一定的估值压力。但全年角度看,医药股业绩再超预期的可能性仍然非常大,从而能够消除高估值的因素。

在选股逻辑上,短期内医药板块的投资将从普涨向精选个股和个股的选时过渡。我们重点推荐估值安全的个股,包括双鹤药业、上海医药、华东医药以及华润三九;业绩持续高速成长的个股,包括云南白药、鱼跃医疗;基本面改善迹象明显的个股,如鲁抗医药和同仁堂。



长江证券:

关注“跷跷板”效应

医药行业同大盘指数形成“跷跷板”关系由来已久,这是由医药行业的稳定增长特性决定的,该特性也决定了医药板块整体上成为市场防御的工具。自去年8月以来医药板块的防御优势表现得尤为明显,截至今年2月份已出现连续7个月跑赢大盘的情形;3月份刚出现变化,又在4月份显示了更大的差距。

我们认为5月份大盘仍可能处于较弱状态,但医药板块同权重股的走势至少在一段时期不会相差太大,因为估值因素是市场不得不考虑的。从估值角度来看,银行、能源板块的估值水平已达到对长期投资者有吸引力的程度,而医药板块的估值水平已达历史中轴以上,显示市场已给医药板块“避险溢价”。

医药行业基本面的持续向好并不能完全消除医药股的价格风险,我们认为投资医药股也应有风险意识,一方面控制仓

天相投顾:

下半年机会好于上半年

结合对大盘走势预判和行业内预期的驱动因素,我们对2010年医药指数对大盘的相对走势进行预测。我们猜测2010年医药相对走势将出现两次探高的N字型走势。在一季度至二季度初,医药行业仍将获得新医改等利好因素的支撑。在大盘稳步向上的背景下,医药相对走势首次上探高点。二季度开始,刺激因素减少,行业在估值水平上优势不足,另外,指数的连续上涨也需要消化,加上去年甲流疫情得到有效控制,相关因素对行业的刺激作用减弱甚至消失。因此,二季度医药行业可能面临调整,具体调整的幅度及时间还将取决于当时大盘的情况。进入三季度下旬,基本药物目录等利好因素开始在公司业绩上体现,尤其是拥有独家产品进入基本药目录的企业,业绩的超预期增长是值得期待的,因此医药相对走势有可能在三季报行情的带动下强势反弹,再创新的高点。

总体而言,我们认为医药行业下半年的投资机会要好于上半年。上半年行业面临较大估值压力,行业普涨的机会较小,投资机会更多蕴藏于子板块或个股之中。下

位,另一方面精选个股。

我们提出的2010年投资策略是,对于长期组合来讲,依旧可以超配相对低估的优质企业,如同仁堂、天士力、江中药业、仁和药业(此类选择还有东阿阿胶、片仔癀、华东医药、马应龙等),还有优质次新股如爱尔眼科、信达泰、乐普医疗;但对持有期在一年内的组合,则可标配医药股,并重点选择原料药企业如鑫富药业、天药股份和上下游产业链完整的大型普药企业如新华制药、鲁抗医药;其它类型,如并购重组可突破估值限制,同样值得关注;而改善型企业也有可能带来较大投资机会,如武汉健民、羚锐制药、华神集团、九芝堂、西南合成等。

具体到5月份,我们重点推荐价值低估类的同仁堂和天士力,以及并购整合类的仁和药业。其中,同仁堂和天士力是中药行业的“经典”企业,值得长期关注。

■ 评级追踪 | Rating

行业最新评级

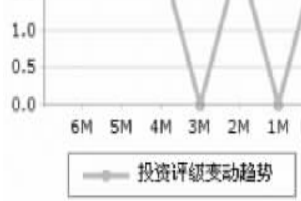
名称	中信证券	招商证券	国泰君安	中信证券	华泰证券	国信证券	长江证券	申银万国	国泰君安	银河证券
机械	推荐 (4.21)	推荐 (2.8)	推荐 (4.11)	(5.5)	推荐 (4.2)	推荐 (3.4)	推荐 (4.8)	推荐 (4.22)	推荐 (4.30)	推荐 (4.21)
煤炭	推荐 (4.21)	推荐 (5.4)	增持 (4.2)	(5.4)	推荐 (4.2)	推荐 (3.25)	推荐 (5.4)	推荐 (4.22)	推荐 (5.4)	推荐 (4.21)
化工	推荐 (4.21)	推荐 (5.5)	推荐 (4.2)	(5.4)	推荐 (4.2)	推荐 (3.4)	推荐 (4.8)	推荐 (4.22)	推荐 (4.30)	推荐 (4.21)
钢铁	推荐 (4.21)	推荐 (5.4)	推荐 (4.2)	(5.4)	推荐 (4.2)	推荐 (3.25)	推荐 (5.4)	推荐 (4.22)	推荐 (5.4)	推荐 (4.21)
有色金属	推荐 (4.21)	推荐 (5.4)	推荐 (4.2)	(5.4)	推荐 (4.2)	推荐 (3.4)	推荐 (4.8)	推荐 (4.22)	推荐 (4.30)	推荐 (4.21)
水泥	推荐 (4.21)	推荐 (5.4)	推荐 (4.2)	(5.4)	推荐 (4.2)	推荐 (3.25)	推荐 (5.4)	推荐 (4.22)	推荐 (5.4)	推荐 (4.21)
纺织服装	推荐 (4.21)	推荐 (5.4)	推荐 (4.2)	(5.4)	推荐 (4.2)	推荐 (3.4)	推荐 (4.8)	推荐 (4.22)	推荐 (4.30)	推荐 (4.21)
电子元件	推荐 (4.21)	推荐 (5.4)	推荐 (4.2)	(5.4)	推荐 (4.2)	推荐 (3.25)	推荐 (5.4)	推荐 (4.22)	推荐 (5.4)	推荐 (4.21)
汽车	推荐 (4.21)	推荐 (5.4)	推荐 (4.2)	(5.4)	推荐 (4.2)	推荐 (3.4)	推荐 (4.8)	推荐 (4.22)	推荐 (4.30)	推荐 (4.21)
医药	推荐 (4.21)	推荐 (5.4)	推荐 (4.2)	(5.4)	推荐 (4.2)	推荐 (3.25)	推荐 (5.4)	推荐 (4.22)	推荐 (5.4)	推荐 (4.21)
食品饮料	推荐 (4.21)	推荐 (5.4)	推荐 (4.2)	(5.4)	推荐 (4.2)	推荐 (3.4)	推荐 (4.8)	推荐 (4.22)	推荐 (4.30)	推荐 (4.21)
农林牧渔	推荐 (4.21)	推荐 (5.4)	推荐 (4.2)	(5.4)	推荐 (4.2)	推荐 (3.25)	推荐 (5.4)	推荐 (4.22)	推荐 (5.4)	推荐 (4.21)
房地产	推荐 (4.21)	推荐 (5.4)	推荐 (4.2)	(5.4)	推荐 (4.2)	推荐 (3.4)	推荐 (4.8)	推荐 (4.22)	推荐 (4.30)	推荐 (4.21)
公用事业	推荐 (4.21)	推荐 (5.4)	推荐 (4.2)	(5.4)	推荐 (4.2)	推荐 (3.25)	推荐 (5.4)	推荐 (4.22)	推荐 (5.4)	推荐 (4.21)
交通运输	推荐 (4.21)	推荐 (5.4)	推荐 (4.2)	(5.4)	推荐 (4.2)	推荐 (3.4)	推荐 (4.8)	推荐 (4.22)	推荐 (4.30)	推荐 (4.21)
有色金属	推荐 (4.21)	推荐 (5.4)	推荐 (4.2)	(5.4)	推荐 (4.2)	推荐 (3.25)	推荐 (5.4)	推荐 (4.22)	推荐 (5.4)	推荐 (4.21)
机械	推荐 (4.21)	推荐 (5.4)	推荐 (4.2)	(5.4)	推荐 (4.2)	推荐 (3.4)	推荐 (4.8)	推荐 (4.22)	推荐 (4.30)	推荐 (4.21)
钢铁	推荐 (4.21)	推荐 (5.4)	推荐 (4.2)	(5.4)	推荐 (4.2)	推荐 (3.25)	推荐 (5.4)	推荐 (4.22)	推荐 (5.4)	推荐 (4.21)
化工	推荐 (4.21)	推荐 (5.4)	推荐 (4.2)	(5.4)	推荐 (4.2)	推荐 (3.4)	推荐 (4.8)	推荐 (4.22)	推荐 (4.30)	推荐 (4.21)
医药	推荐 (4.21)	推荐 (5.4)	推荐 (4.2)	(5.4)	推荐 (4.2)	推荐 (3.25)	推荐 (5.4)	推荐 (4.22)	推荐 (5.4)	推荐 (4.21)
食品饮料	推荐 (4.21)	推荐 (5.4)	推荐 (4.2)	(5.4)	推荐 (4.2)	推荐 (3.4)	推荐 (4.8)	推荐 (4.22)	推荐 (4.30)	推荐 (4.21)
农林牧渔	推荐 (4.21)	推荐 (5.4)	推荐 (4.2)	(5.4)	推荐 (4.2)	推荐 (3.25)	推荐 (5.4)	推荐 (4.22)	推荐 (5.4)	推荐 (4.21)
房地产	推荐 (4.21)	推荐 (5.4)	推荐 (4.2)	(5.4)	推荐 (4.2)	推荐 (3.4)	推荐 (4.8)	推荐 (4.22)	推荐 (4.30)	推荐 (4.21)
公用事业	推荐 (4.21)	推荐 (5.4)	推荐 (4.2)	(5.4)	推荐 (4.2)	推荐 (3.25)	推荐 (5.4)	推荐 (4.22)	推荐 (5.4)	推荐 (4.21)
交通运输	推荐 (4.21)	推荐 (5.4)	推荐 (4.2)	(5.4)	推荐 (4.2)	推荐 (3.4)	推荐 (4.8)	推荐 (4.22)	推荐 (4.30)	推荐 (4.21)

注:中证评级依次为“买入—增持—持有—中性—卖出”

■ 评级简报 | Report

新华光 (600184)

资产重组渐行渐近



新华光 (600184)

资产重组渐行渐近

西南证券分析师发表研究报告指出,考虑到公司实际业绩可能远高出预期,同时公司仍有持续整合集团光电资产的可能,且重大资产重组方案可能很快再次过会,据此给予公司2011年35-40倍市盈率,对应股价为24.15元-27.6元,提高公司评级至“买入”,6个月内目标价为27.6元。

分析师认为,公司有可能继续整合兵器工业集团内其它光电资产。据悉,兵器工业集团在2009年提出,计划用3年多的时间,把现有110多家成员单位重组为30多个专业化的子集团。截至目前,公司已完成了豫西弹药集团、山东机器集团、晋西工业集团、沈阳东基集团的重组工作,并启动了特种化工集团、石油化工集团、夜视集团、导航与控制集团的重组工作,确定了光电信息产业研融合重组方案。

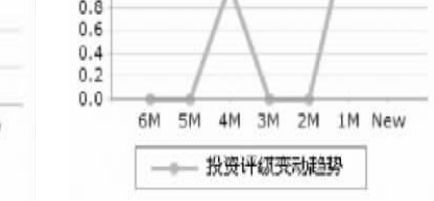
分析师指出,继中航工业集团之后,兵器工业集团也有可能展开大规模的重组整合,相关平台类上市公司存在资产注入可能,将显著受益于集团的专业化整合。而公司完成此次重大资产重组后将拥有核心防务资产,其在兵器工业集团光电信息产业这一专业领域战略地位将凸显,今后还有继续整合领域内其它研究和生产型光电资产的可能。

分析师假设公司2010年内完成此次重大资产重组,则粗略估算公司2010、2011及2012年可实现摊薄后每股收益分别为0.55元、0.69元和0.80元。

■ 评级简报 | Report

永太科技 (002326)

液晶材料想象空间巨大



永太科技 (002326)

液晶材料想象空间巨大

天相投顾分析师发表研究报告,预计公司2010-2012年每股收益分别为0.70、1.68和2.55元,对应动态PE分别为71倍、30倍和20倍,目前公司估值水平偏高,仍维持其“增持”的投资评级。

公司专注氟苯系列精细化工生产,自主改进工艺,依托综合性生产平台,生产成本明显低于其他厂家,且减少废料排放,主要产品质量上乘,附加值高。目前公司台州临海化工园区总部老厂区占地约4万平方米,而距离老厂区不远的新厂区占地约12万平方米,粗略推算未来还可有三倍的扩展空间。

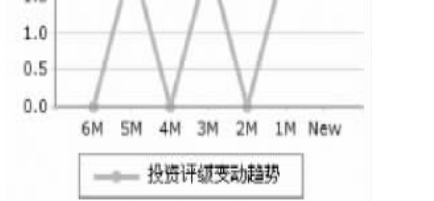
公司产品线丰富,兼具高端医药、农药中间体和液晶单晶,其中高端液晶化学品量产带来的想象空间巨大。公司的西他列汀侧链项目生产工艺比较成熟,目前已建成两个车间,正在调试设备,预计将于2010年建成。届时公司西他列汀侧链产能将由目前的30吨/年扩张到60吨/年,达产后预计可年新增销售收入4500万元,可实现净利润约1200万元。

同时,分析师预计TFT液晶材料项目将于2011年中期建成,届时公司将新增L1-L5系列TFT液晶材料产能共81吨/年,达产后最少可年带来新增销售收入4亿元。由于能量产液晶材料的厂家极少,液晶材料TFT产品毛利率约60-70%。分析师指出,随着新厂区建成产能释放及募投项目建成投产,公司未来两年业绩成长性非常突出。

■ 图说 | Graph

永太科技 (002326)

液晶材料想象空间巨大



永太科技 (002326)

液晶材料想象空间巨大

长城证券分析师发表研究报告,预计公司2010、2011年分别实现营业收入5.3亿元和9.1亿元,分别实现净利润1.09亿元和1.89亿元,分别实现每股收益分0.80元和1.39元,目前公司股价对应的市盈率分别为43倍和25倍,故给予其“推荐”的投资评级。

公司主要产品包括箱式变电站、开关柜,客户主要来自铁路、电力系统和煤炭企业。公司的箱式变电站主要服务铁路通信,每2-2.5公里高铁需要配备一套,市场空间巨大,未来两年内仅高铁市场就超过20亿元。

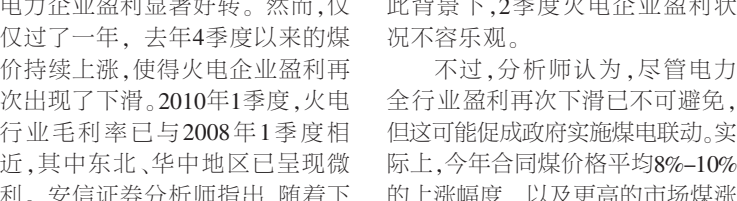
目前我国已经进入了高铁全面建设的高峰期,到2012年底,我国铁路营业里程将达到11万公里以上,其中客运专线和城际铁路将达到1.3万公里,复线率和电气化率将达到50%以上。高铁通信信号供电用电箱式变电站需求滞后于高铁的开工建设,预计景气周期可以持续到2014年前后。

公司募投项目包括节能型变压器和C-GIS开关设备(超募资金使用计划之一)生产计划,预计2011年可以投产。这两个项目均是延长公司的产业链,提升核心零部件的自制率,预计未来可以提升整体毛利率。同时,由于行业竞争的更加透明化,门槛开放,公司毛利率中长期有下滑趋势。目前该募投项目已经完成审批,开始了土地平整,预计厂房部分今年建成,年底可以试生产,2011年开始贡献业绩。(魏静 整理)

■ 图说 | Graph

永太科技 (002326)

液晶材料想象空间巨大



永太科技 (002326)

液晶材料想象空间巨大

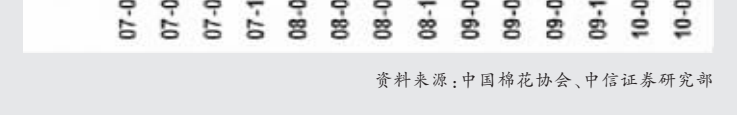
2009年,煤炭价格大幅回落令电力企业盈利显著好转。然而,仅仅过了一年,去年4季度以来的煤价持续上涨,使得火电企业盈利再次出现了下滑。2010年1季度,火电行业毛利率已与2008年1季度相近,其中东北、华中地区已呈现微利。安信证券分析师指出,随着下半年用煤旺季逐步来临,煤价如果出现一定程度上涨,火电行业可能再次出现全行业亏损的局面。

4月以来,国内动力煤价格出现了明显反弹。大同坑口价上涨3%,秦皇岛平仓价上涨5%-8%,全国各主要城市煤价上涨幅度也在2%-5%左右。另外,4月份海外煤价价格也出现了加速上涨局面。当月澳大利亚纽卡斯尔港动力煤FOB价格上涨了13%,创2009年以来新高。

3月以来,随着海外煤价的上涨,国内外进出口价差快速减少。虽然3月份的净进口量仍高达1296万吨,但从趋势上来看,净进口量的下降不可避免,安信分析师估计4月份净进口量即将减少。

分析师指出,在净出口减少、国内需求在2季度保持高位、小煤矿供给受煤矿影响短期难以释放的情况下,煤炭趋势仍然偏紧。在此背景下,2季度火电企业盈利状况不容乐观。

不过,分析师认为,尽管电力全行业盈利再次下滑已不可避免,但这可能促成政府实施煤电联动。实际上,今年合同煤价平均8%-10%的上涨幅度,以及更高的市场煤涨幅,已满足实施煤电联动的条件。历史上,自2004年实施煤电联动以来,2004-2006年实行较好,时间上均在2季度末,提价幅度也较好覆盖了燃料成本上涨。而2008、2009年,受经济大幅波动,尤其是管理层对于通胀的全局考虑的影响,煤电联动的时机与幅度均低于预期,部分牺牲了电力企业盈利。随着2010年1季度企业经营数据公布,盈利的恶化已成共识。考虑近期通胀压力不大,因此在2季度实行煤电联动值得期待。这将对火电企业形成较大利好。另外,根据以往经验,沿海地区的电价上调幅度高于内陆地区,广东、上海等地的火电上市公司受益程度或最大。分析师建议关注2季度煤电联动带来的交易性机会,但在行业盈利系统性下滑的情况下,仍维持行业“同步大市-A”的评级。(张勤峰)



资料来源:中国棉花协会、中信证券研究部

股市有风险,请慎重入市。 本版股市分析文章,属个人观点,仅供参考,股民据此入市操作,风险自担。