

医药股 差异化与定价权决定未来

□国海证券

从成长、政策、估值等方面分析医药股走势,我们认为明年行业增速将有所放缓,子行业需求差异化加剧,强势龙头企业市场份额提升,整合与淘汰是主旋律。医改进一步深化,药品降价趋势不会扭转,独家品种以及价格维护能力强的企业将获益。现阶段医药指数相对大盘的估值溢价率过高,明年增速放缓将无法维系现有估值水平,部分高估值个股面临较大调整压力。

虽然行业整体估值需要调整,但部分优质企业已经具有了较高的安全边际,到明年公布2011年年报时,绩优股成长性将得到确认,部分优势个股将具备良好的投资属性,建议投资者关注。

医药产业不断壮大

国民经济稳步增长、人口老龄化、全民医保体系建设等三大核心因素驱使我国医疗需求持续增加。2009年全国卫生总费用支出1.72万亿元,占GDP比重5.13%,创改革开放以来的最高。政府对医疗卫生体系的投入持续增长,近十年来政府投入占卫生费用比重稳步提高,国民得到医疗保障的程度逐渐提高。随着新医改的推进,三年8500亿元投入的陆续兑现,预计政府部门投入金额还将进一步提高,构成医药总需求增长的重要增量。

同时,65岁以上老年人占比由1980年代初期的不足5%,提高至2010年的8.87%。人均预期寿命由1980年代的60多岁增加到目前的70多岁。受计划生育政策影响,我国人口结构还将延续老龄化的过程。随着环境日益恶化以及饮食习惯、生活习惯变化,老年人慢性病发病率呈现上升态势,2008年65岁老人慢性病发病率达到64.54%,比十年前提高了12.75个百分点,老年人慢性病已呈多发态势。我们认为,老年人绝对数量增加,预期寿命延长,老年人发

病率快速增长,均将构成社会医药需求的增加。

收入高位 毛利率低位

2011年1-9月,医药制造业实现收入10221亿元,同比增长30.17%,收入增速保持高位,市场空间进一步提升,全年预计将达到1.3万亿元。但综合毛利率为28.83%,处于过去5年的最低点。毛利率走低主要是由于:通胀导致以中药材为代表的上游成本上涨,产能过剩、限价政策导致价格竞争。

中药和器械表现较好。收入增长较快的是中药饮片和器械类行业,分别为59%和40%,利润亦有63%和43%的增速。税前利润增长较慢的子行业是生物制品和化学原料,增速分别是6.6%和10.4%。原料药利润增长乏力是由于产能过剩带来价格走低,虽然部分品种有提价,但对全局影响并不显著。

今年前三季度,上市公司经营情况与各行业总体表现基本相当。其中,原料药收入增速低于去年,受价格下降影响,利润同比负增长4%,降幅比一季度有所收窄,但表现仍不及去年。制剂收入与去年相当,同样受降价影响,利润增速下滑至17%。生物收入增长11%,低于去年,正面因素是利润增速由负转正。器械收入增长29%,利润增长27%,整体表现抢眼。商业收入增长26%,利润增长40%,虽不及去年,但仍具有较高景气度。中药收入增长23%,利润增长28%,大体与去年相当,饮片行业受药材涨价的影响,取得较为优异的表现。服务收入增长43%,利润增长44%,收入增长开始加快,利润亦有不错表现,我们判断这种趋势有望得到延续。

估值仍有下行空间

医药生物板块的PE估值目前在32倍左右,在23个一级行业中位列6位,所有A股平均PE则只有13.68倍,医药板块估值溢价率较高。医药股PB估值4.17



倍,位列第2位,相对其他行业,同样不具备优势。所有A股平均PB仅为2.12倍,明显低于医药板块。我们认为,现阶段医药板块的估值仍旧不具备优势,在行业没有确定性高增长支撑下,估值水平有向下回归的动力和空间。

截至11月18日,医药行业的整体市盈率(TTM法)为32.31倍,与医药股指数的历史平均估值水平(42.15倍)相比,处于相对低位。不过,目前A股平均市盈率仅为13.68倍,相比之下,医药行业估值溢价率高达136%,与过去10年相比,估值溢价率依然处在高位,存在调整的需求。

总结过去10年医药行业与大盘利润增速的关系,可以看出,在2003-2005年,医药净利润增速落后大盘时,估值溢价率并没有迅速走低,反而是在2006-2007年,医药利润增速超越大盘时,估值溢价率迅速降低至较低水平;经过2008-2009年医药行业净利润增速持续超越大盘,2010-2011年估值溢价率达到历史最高水平。2010年医药行业净利润增速落后于大盘,如果2011年仍不能扭转这个趋势,根据

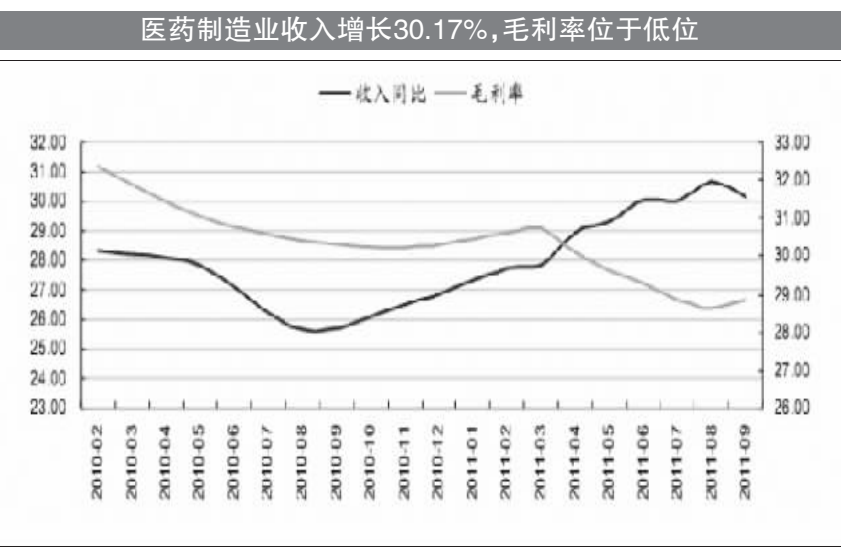
历史经验判断,估值溢价率将回落到历史平均水平。

给予行业“中性”评级

行业整体估值依旧偏高,溢价率仍在历史高位;同时,收入增长不确定性加大,价格也有进一步下滑压力。因此,延续我们在2011年半年度和四季度策略中均提到的“安全边际”逻辑,我们认为2012年医药行业的高估值将有释放需求,部分高估值股票将面临较大压力。

子行业中,原料药估值最低,医疗服务最高。结合成长能力、盈利能力等综合指标,我们认为,医疗器械和中药是具有优势的子行业,医疗服务则面临估值偏高的难题。随着股价走低,利空政策得到部分消化,但医药股整体估值偏高的困局需要时间才能化解,短期不具备发动板块性行情基础。

展望2012年,我们认为行业高估值会随着盈利增长得到缓解,但这个过程相对缓慢,政策面的不确定性加大了增长的不确定性。鉴于此,给予行业“中性”的投资评级。



在选股思路方面,我们建议投资者关注以下逻辑:所处细分行业增长确定性强,市场空间大,如心脑血管中成药及注射液;不受降价影响,兼有消费品和奢侈品属性,具有自主定价能力,品牌优势突出的高端中药;受益新版GMP,客户更换升级需求旺盛,打开增长空间的器械企业;产能竞争不激烈的特色原料药,由原料药转向制剂升级的出口企业;行业景气度提升,供不应求,最高限价有上调预期的血制品;受益政策支持鼓励的民营特色专科医院;具有上市新产品且市场潜力大,竞争不激烈。

重点关注公司

众生药业(002317):公司复方血栓通胶囊和脑栓通胶囊等OTC产品将保持平稳,预计2011、2012年EPS分别为0.95元和1.22元,对应PE27倍、21倍,较同业具有估值优势。公司重视增长的稳定性和确定性,低调务实,经营风险低于同业,是理想的长期投资标的。有鉴于此,我们给予公司“买入”的投资评级。

天士力(600535):公司主打产品

丹滴受益基药放量和通过FDA二期的有利背景,积极进行营销推广,重拾较快增长。新适应症的临床试验有条不紊进行中,若可扩大适应症还将进一步促使销售放量。二线品种保持良好的增长态势,新品种陆续上市,产品结构日渐完善合理。公司经营稳健,讲究提前布局,适合长线投资者积极关注。预计2011、2012年公司EPS分别为1.36元(扣除投资收益为1.18元)和1.52元,给予“增持”的投资评级。

华仁药业(300110):预计公司2011-2013年净利润将分别达到0.85亿元、1.17亿元和1.72亿元,对应EPS分别为0.40元、0.55元、0.81元。我们看好公司进军腹透市场的举措,给予“增持”的投资评级。

红日药业(300026):预计公司2012、2013年EPS分别为1.07元、1.32元。中药配方颗粒市场前景广阔,竞争并不激烈。公司利用康仁堂深耕华北市场,在北方地区发展潜力巨大。公司首家提出“自动化药房”概念,提高客户黏性。公司估值水平适中,产品优势明显,具备高增长的潜力,给予“增持”的评级。

■ 评级简报 | Report

宝莱特(300246)

插件式监护仪保持高速增长

平安证券研究报告指出,公司“转运宝”系列插件式监护仪解决了病人从手术室到病房的生理监护空白,目前仅有飞利浦具有同类产品,公司产品在性能上与之接近,但价格上具有75%的优势。预计该产品今年在国内销售收入将达到1800万元左右,同比增长约75%,如果能在渠道发力,未来前景广阔。国内已有相关企业在研制类似产品,但由于该产品研发需要相当扎实的技术积累,仅有2-3家企业有能力进行研发,产品成型和注册生产还需2-3年的时间,所以公司可以利用这段时间充分开发市场,建立竞争优势。

公司通过推出优质新产品来提高整体毛利率。公司拥有国内领先的研发能力,通过不断推出新产品来提升盈利水平,过去三年公司的毛利率从40%提高到48%,主要原因是高毛利的A系列插件式监护仪占收入的比重逐年提高,高端一体式监护仪M9500、M9000等单品在国内外市场销售增长迅速,且产品规模化生产降低了成本。

公司作为国内监护仪产品的领先企业之一,将受益于基层医院监护产品的普及率提升及大型医院的产品升级。预计公司2011-2013年EPS分别为0.91元、1.14元和1.42元,对应11月29日收盘价37.24元的PE分别为40.9倍、32.7倍和26.2倍。看好公司长期发展,给予“推荐”评级。

悦达投资(600805)

汽车业务发展加速

渤海证券研究报告指出,东风悦达起亚超行业高增长,成为公司未来发展

引擎。东风悦达起亚(DYK)不断推出新车和改善产品结构,使其销量规模与盈利水平不断上升。2011年前10月销售汽车34.18万辆,同比增长29.21%,远高于行业个位数的增长;同时,DYK的净利率2011年上半年达到9.21%,处于行业领先水平,公司在行业中的竞争力不断提高;2011年上半年汽车业务投资收益占公司净利润比重达到83.19%,成为公司盈利的主要来源。公司第三工厂在报批阶段,未来两年公司产能紧张,汽车业务主要驱动力来自产品结构和经销渠道的进一步改善。此外,煤价上涨,公司煤质较高,煤炭增长潜力有待挖掘。

预计公司2011-2013年公司EPS分别为1.54元、1.93元、2.05元。公司的主要业务汽车在未来两年内受产能限制,增速有所回调,影响公司未来两年业绩,但已在公司估值中有了充分的体现。因此,我们认为,公司目前8倍的估值符合基本情况,给予“推荐”评级。

澳洋顺昌(002245)

具备较高成长性

华泰证券研究报告指出,公司传统钢铁物流配送业务模式规模效应明显,凭借长三角第一位的产能优势,公司已经将流程和规模优势提升至极致,正是凭借该优势,公司在产品价格上升和下降周期都能够稳定获取5%左右的净利率,盈利模式十分稳固。预计公司2011-2013年综合产能分别达到26.3万吨、38.6万吨和48.8万吨,同比增速分别为31.5%、46.77%和26.42%,2012年将迎来产能集中释放。

公司拟投建的LED项目在淮安市清河新区已经进入动工阶段,预计洁净厂房设备安装能够在2012年6月份完成。经1个月原厂调试和3至4个月的内部调试

后,2012年底可能会实现投产销售。此外,LED照明市场前景巨大,随着产品成本快速降低,LED照明灯距离全面取代白炽灯、节能灯的期限并不遥远。该项业务有望成为公司第二主业。

预计公司2011-2013年营业收入将分别达到17.58亿元、28.71亿元和37.50亿元,实现归属于上市公司股东的净利润分别为1.15亿元、1.60亿元和2.05亿元,EPS分别为0.31元、0.44元和0.56元。考虑到公司成长性,给予公司2011年25倍PE相对估值,维持“推荐”评级。

海源机械(002529)

墙机增长提速

浙商证券研究报告指出,发改委印发关于“十二五”墙体材料革新的指导意见,表示要把全国实心黏土砖产量控制在3000亿块标准砖以下,新型墙材占比从2010年年底的55%提高到2015年的65%,按照8400亿块墙材总量来计算,需要替代840亿块实心黏土砖。

下游需求持续释放。根据对下游了解,目前粉煤灰蒸压砖的价格已与红砖持平或者更低,毛利率可达30%。北方许多地区限黏力度大,关停多家黏土砖瓦企业,行业集中度的提高进一步促进对先进设备的需求,下游更具有资金实力和更新设备的意愿;火电厂多已配套生产线,但设备更新需求依然巨大。

海源机械将充分享受增长。海源凭借良好的产品性价比和售后服务,已成功打开销售局面。海源是国内全自动墙材压机的龙头企业,市场份额约占80%,远远领先于竞争对手,将最受益于“禁实限黏”推进,未来HF墙材压机领域将迎来快速增长。预计公司2011-2013年的每股收益为0.52元、0.68元和0.83元,维持“买入”评级。

■ 窝轮点金 | Warrant

平安认购证可逢低关注

□香港智远投资咨询

受内地A股大跌拖累,港股在连续两日的反弹后,周三出现回调,恒指收于18000点之下。恒指在11月的最后一个交易日呈放量下跌走势,或对12月港股走势有所启示,考虑未来港股仍将是消息市为主,而以目前情况来看,短期内外围出台重大利好消息的可能性均不大,12月港股走势仍难乐观。

外围市场方面,虽然意大利国债成功拍卖,市场憧憬欧洲将通过把欧

■ 专家在线 | Online

问:以14元买入恒顺醋业(600305),应该如何操作才能解套?

民生证券 李华东:公司2011年三季度业绩亏损,主要财务费用压力过大。三季度公司实现营业收入2.7亿元,同比增长41.96%,环比减少6.92%,归属母公司所有者净利润为-1188万元,实现EPS为-0.09元。醋醋调味品销售收入前三季度同比增长22.61%,预计全年蓄醋业收入约为6.8亿元-7亿元左右,房地产业务同比下滑1.5亿元左右,其他业务基本没有增长。公司受困于地产业务以及高负债经营,财务费用增加明显,一至三季度财务费用为6116万元,三季度新增1295万元。公司目前资产负债率达到86%,预计在货币政策不放松的背景下财务费用将继续维持高位。二级市场上,该股近期低位横盘,表现弱于大市,若跌破12元支撑位建议适当止损。

问:粤电力A(000539)是否可以买入?

民生证券 李华东:公司计划收购广前电力、惠州天然气和台山发电,收购资产平均PB为1.57倍,较为合理,且盈利能力较强。收购完成后,公司2011-2012年有望实现归属净利润分别为8.36亿元、8.82亿元,摊薄每股收益为0.19元、0.20元。二级市场上,该股在60日均线附近维持震荡,表现较为强势,但在市场弱势运行的情况下,不建议追高买入。

问:亿城股份(000616)后市如何操作?

民生证券 李华东:公司积极开发,资金略显紧张,但财务风险可控。三季度末公司货币资金5.61亿元,较

洲金融稳定设施(EFSF)的财力扩大,以及美国消费信心强劲等因素,对欧美股市有所拉动。但意大利几个年期的国债收益率均超过7%,加上前期已经通过的欧洲经济刺激政策仍有较多尚未实行,而现时包括EFSF在内的政策,对于欧债危机而言多数也只是治标之策,未来欧债危机仍将继续反复。美国方面,虽然近期美国经济数据持续好转,但整体来看,美国经济仍然处于弱势之中,短期而言,美国推出类似QE3的经济刺激政策的可能性亦不高,在

2010年底减少13.15亿元,短期借款及一年内到期非流动负债15.56亿元。2011年1-9月公司完成营业收入10.78亿元,同比减少8.49%;实现营业利润2.04亿元,同比增长40.89%;归属于上市公司所有者净利润1.03亿元,同比增长8.74%,实现基本每股收益0.09元,比去年同期减少10%。今年重点项目西山公馆项目销售推进情况低于预期,从目前销售进度看,预计公司全年销售额在40亿元上下,按照年初80亿推算计划看,全年预计去化率在50%左右。不过当前地产业股走势主要还是看政策方面的变化,地产行业政策没有放松迹象,调控时长可能超预期,因此该股短期或仍将维持低迷走势。

问:皖能电力(000543)后市如何操作?

民生证券 叶志刚:公司近期拟出售一热电机组,该交易预计将减少公司2011年收益约1600万元。此外公司11月25日公告,公司下属控股子公司皖能铜陵发电有限公司与安徽电力燃料有限责任公司等拟共同出资设立铜陵皖能鑫港物流有限责任公司。鑫港物流注册资本金为3000万元,其中皖能铜陵拟以现金出资1200万元,持有40%的股份;电燃公司拟以现金出资1200万元,持有40%的股份。二级市场上该股在10月底见底后沿上升通道缓慢爬升,近期仍有挑战7元附近压力区。

问:威孚高科(000581)后市如何操作?

民生证券 叶志刚:公司11月24日公告称,非公开发行A股股票方案获得证监会发审委有条件通过。根据威孚高科9月26日晚间公布的调整后定增方案,公司拟以25.395元/股的

欧债危机的影响下,美股后市表现同样难以乐观。

个股方面,内地保险公司加速业务发展,保监会则一再提高监管要求,令内保资本压力倍增。新华人寿上市,及中国财险(02328.HK)大折让供股,皆使市场担忧中资保险股将掀起新一波融资潮,拖累行业整体表现。资本状况相对较佳的中国平安(02318.HK)亦受拖累,周三随大市大跌5.28%,若大市企稳,其后市或有机会率先反弹。若看好平安后市表现,可关注其认购权证14693,行使价53港元,明年12月到期。提醒投资者,权证或牛熊证投资风险巨大,可能导致本金的全部损失。

问:中原环保(000544)可否继续持股?

广州万隆 凌学文:公司是一家以污水处理为主的环保企业,在污水处理和集中供热业务方面都拥有明显的管网优势。目前,我国正以环保服务业为龙头,大力发展环保产业,预计“十二五”期间环保投资将超3万亿元,环保产业将保持年均15%-20%的复合增长率,公司作为环保板块的专业污水处理龙头企业之一,将直接受益于环保产业的快速发展。从走势上看,该股经过前期的强势上攻之后,目前处于蓄势整理阶段,预计经过短期整理后仍有上升潜力。

实时盘解,网上答疑,请登录中证网(http://www.cs.com.cn)专家在线栏目

曹妍	东吴证券	S0600200010002
吴晓峰	华龙证券	S0230610120052
叶志刚	民生证券	S0100610120002
凌学文	广州万隆	A0580206010014
李华东	民生证券	S01000210100002
文育高	华龙证券	S0230510120002
谢峻	东方证券	S0860610120014
肖宇航	九鼎盛德	A0470200010006
徐宇科	东莞证券	S0340111090051

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。