



每周经济视点 2016年9月14日

研究部联席主管

陈宋恩

电话: 852-21478805

电邮: philipchan@abci.com.hk

分析员

潘泓兴

电话: 852-21478829

电邮: paulpan@abci.com.hk

宏观政策利好中国医药行业

- 医药行业相关的财政政策和保险在群众中的普及率上升将会有利于医药行业
- 医药行业 CPI 和 PPI 的差异加大和该行业高于平均值的零售销售增长显示市场环境有利于医药行业下游企业，其中包括批发商和零售商
- 医药制造企业对于增加固定资产投资持谨慎态度
- 恒生内地医疗保健指数的 16 年预测市盈率和 16 年预测市净率分别为 17.4 倍和 2.57 倍

政府财政政策有利医药行业。我们相信，中国政府正在建立更加完善的社会保障体系。据财政部数据，1-8 月公共财政支出同比增长 12.7%。同期，在医疗卫生和计划生育（医疗卫生）方面的公共财政支出达到 8787 亿元人民币，同比增长 19.8%，占公共财政支出的比例达到 7.6%。同时，医疗卫生方面的公共财政支出增速比教育的支出增速高 8.1 个百分点。相对高的医疗卫生公共财政支出增速将会使医药行业得益。（图表 1）

健康保险业的蓬勃发展为医药行业带来更多商机。健康和意外保险保费收入在 2016 年增速加快。健康和意外保险的保费收入在 2015 年达到 3050 亿元人民币，同比增长 43%；而在 2016 年 1-7 月，此类保费收入已经超过上年全年的金额，达到 3190 亿元人民币，同比增长 78%。当日后这些保险合同实现理赔时，对应的保费金额将会最终流入医药市场。（图表 2）

通胀数据显示医药市场的终端需求强劲。药品和保健服务的 CPI 水平高于全国的水平，显示批发商或零售商具有提价的能力。消费品 CPI 和消费服务 CPI 在今年头 8 个月分别同比增长 1.9% 和 2.1%。而中药、西药以及医疗服务的 CPI 在今年头 8 个月分别同比增长 4.7%、3.6%、3.3%。财政支出和保险业务的增加使中国消费者对医药产品和服务的支出承受能力加强。（图表 3-5）

医药产品的零售销售增速高于全国水平。中西药的零售销售在今年头 8 个月同比增长 12.6%，比全国的增速高 2.4 个百分点。收入的持续增长、政府的支持、健康和意外保险业务的上升都将会继续提高消费者在医药市场的购买力。（图表 7）

对进口医药产品的需求依然强劲。根据中国海关数据，今年头 8 个月的总进口额同比下跌 2.9%。然而同期医药产品的进口总金额则同比增长 15.3%，总进口量同比增长 17.2%。同期，水果、谷物、大豆和食用植物油的进口金额则同比下降 4.1%、34.0%、1.0%、15.6%。对于进口医药产品的强劲需求体现出国内消费者的购买力增强，导致国内的医药产品无法满足其需求。（图表 8）

集中采购政策削弱药品厂商的议价能力。尽管下游的批发商和零售商具有提价的能力，但是上有的药品厂商却面对提价困难的局面。我们相信，医院及连锁药房的集中采购政策将会削弱药品厂商的议价能力。在今年头 8 个月，药品厂商的出场价 PPI 仅同比增长 0.3%。这意味着医药产品的 CPI 和 PPI 之间的差异达到 3.3%-4.4%，导致药品批发商和药店运营商将会享受到更高的毛利率。（图表 6）

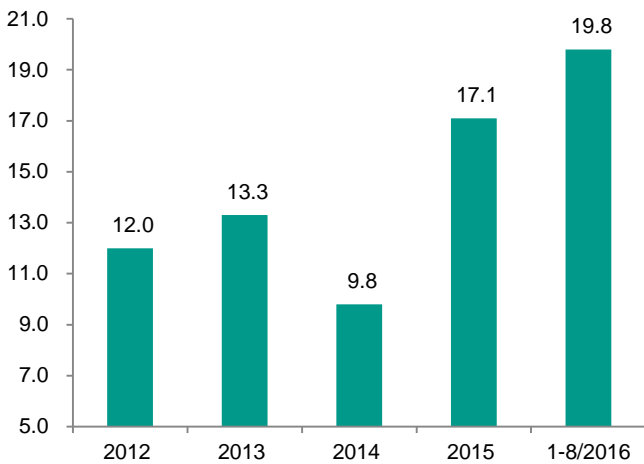


医药制造行业工业增加值增速高于平均值，暗示行业的利润增速保持在健康水平。制药行业的工业增加值在今年头 8 个月同比增长 10.6%，比全国平均水平高 4.6 个百分点。这意味着药品厂商的收入和利润增速正在不断上升。（图表 9）

制药行业的收入和利润增速达到双位数。据统计局数据，工业企业的总收入和利润在今年头 7 个月同比增伤 3.3%和 6.9%。其中，医药制造行业的收入和利润今年头 7 个月分别达到 15151.4 亿元人民币和 1573.3 亿元人民币；增速分别达到 10.0%和 13.8%，高于全国整体制造业水平。此外，制药行业的利润增速高于收入增速，暗示着制药行业的利润率正在改善。制药行业的抗周期能力相对较强。

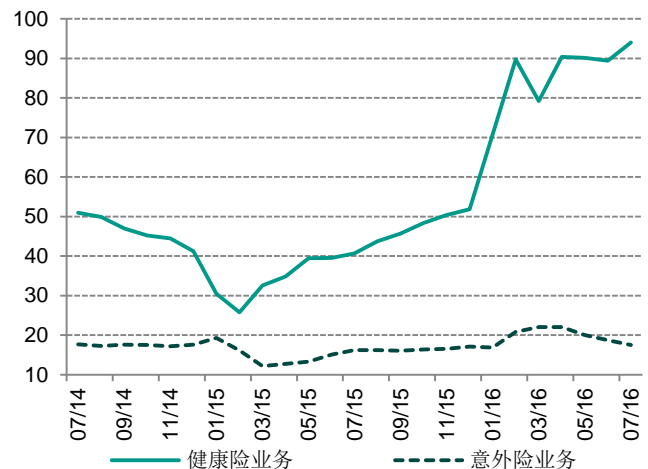
医药制造业对未来预期乐观，但并未因此加快扩大资产规模。医药制造行业的固定资产投资在今年头 8 个月同比增长 9.0%，比整体制造业的固定资产投资增速高出 6.2 个百分点。制药行业的 FAI 累计同比增速在今年一季度、今年上半年和今年头 8 个月分别达到 12.1%、11.7%、9.0%。我们相信，制药行业相对稳定的利润率是药品制造商加大投资力度的其中一个诱因，但是对于产能过剩的担忧使它们更谨慎对待投资。外国投资者对于医药行业也较为乐观。根据商务部数据，在制药行业和医药器械制造行业的外商直接投资在今年头 7 个月分别同比增长 91.4%和 80.5%。（图表 10）

图表 1: 全国财政支出-医疗卫生与计划生育(同比%)



来源: 财政部、农银国际证券

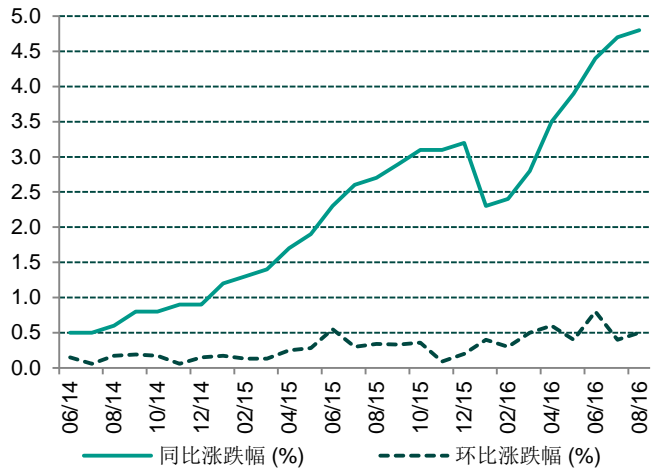
图表 2: 保费收入增长 (累计同比%)



来源: 中国保监会、农银国际证券

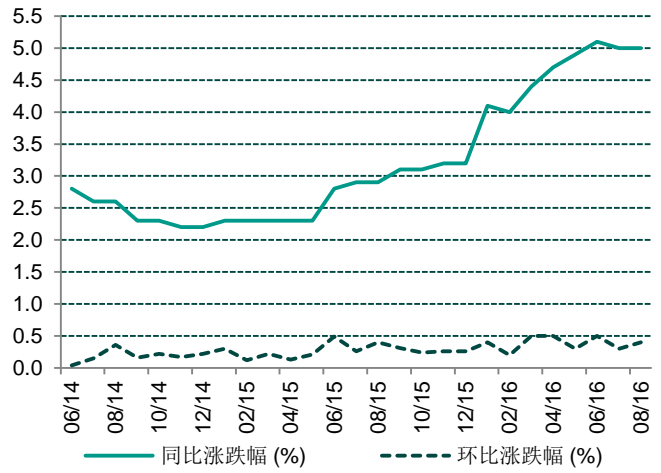


图表 3: 西药 CPI



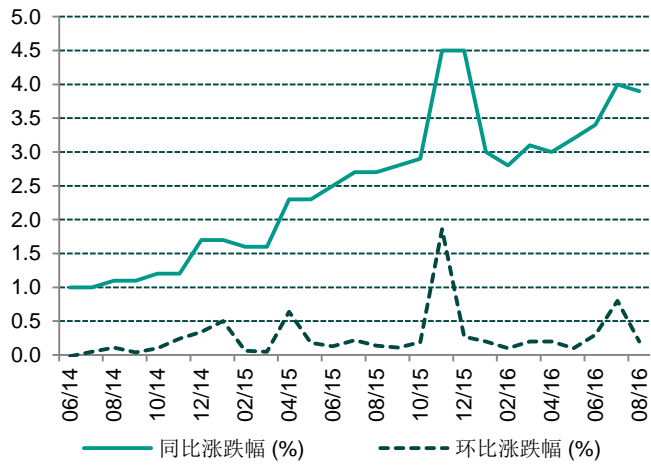
来源: 统计局、农银国际证券

图表 4: 中药 CPI



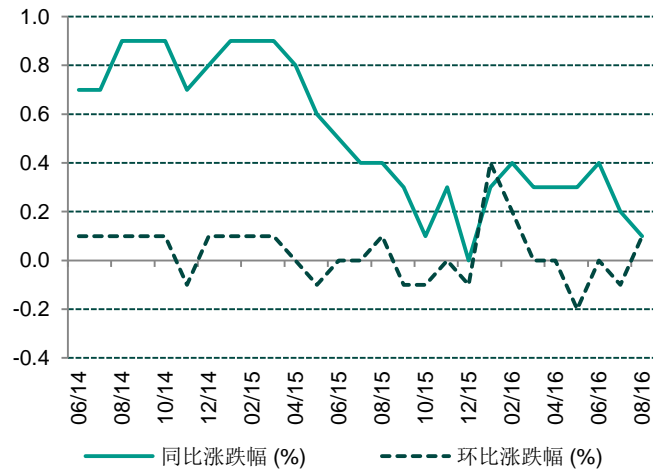
来源: 统计局、农银国际证券

图表 5: 医疗服务 CPI



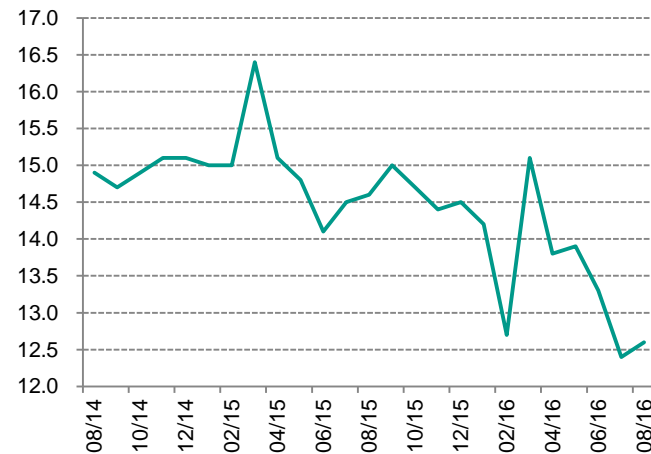
来源: 统计局、农银国际证券

图表 6: 医药制造业出厂价 PPI



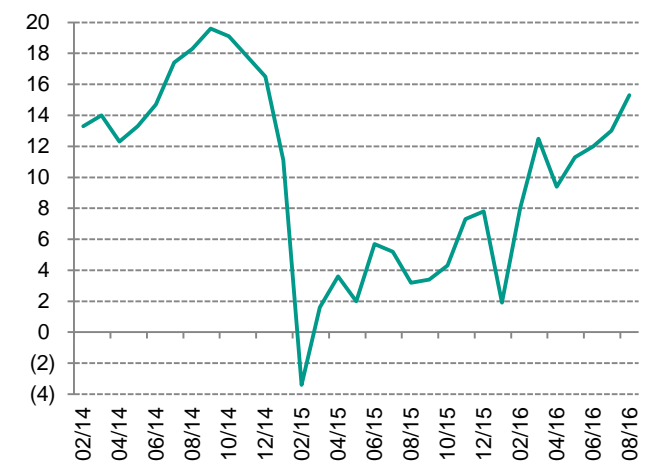
来源: 统计局、农银国际证券

图表 7: 中西药品零售销售增长 (累计同比%)



来源: 统计局、农银国际证券

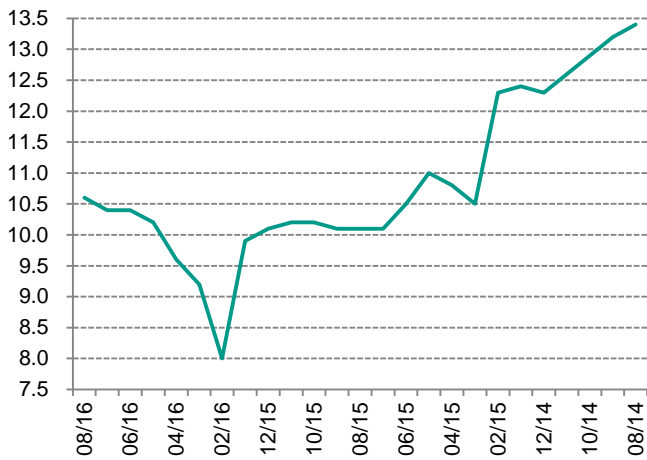
图表 8: 药品进口增速 (累计同比%)



来源: 中国海关、农银国际证券

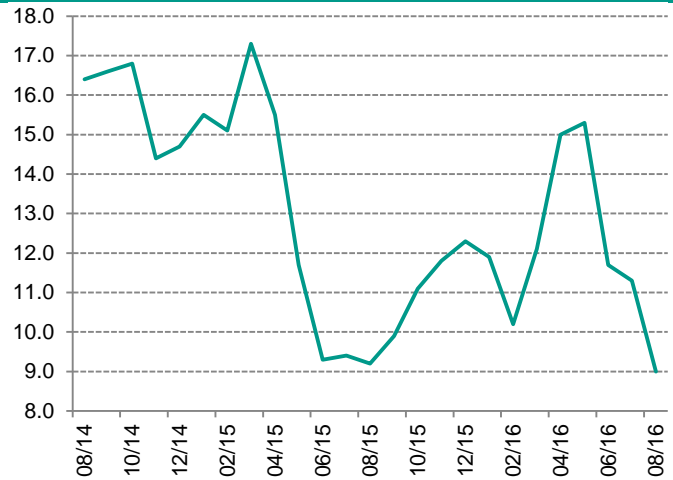


图表 9: 制药行业增加值 (累计同比%)



来源: 统计局、农银国际证券

图表 10: 制药行业的固定资产投资增速 (累计同比%)



来源: 统计局、农银国际证券

图表 11: 中国医药工业的各子行业的收入情况

行业	2015 年			16 年上半年		
	收入 (人民币 亿元)	变动 (同比%)	占整体比例 (%)	收入 (人民币 亿元)	变动 (同比%)	占整体比例 (%)
化学药品原料药制造	4614	9.8	17.2	2363	9.6	17.3
化学药品制剂制造	6816	9.3	25.4	3587	11.1	26.3
中药饮片加工	1700	12.5	6.3	866	13.0	6.4
中成药生产	6167	5.7	22.9	3051	8.2	22.4
生物药品制造	3164	10.3	11.8	1491	9.3	10.9
卫生材料及医药用品制造	1859	10.7	6.9	979	10.6	7.2
制药专用设备制造	182	8.9	0.7	79	6.5	0.6
医疗仪器设备及器械制造	2382	10.3	8.9	1220	12.6	9.0
医药工业	26885	9.0	100.0	13636	10.1	100.0

来源: 中国工信部、农银国际证券

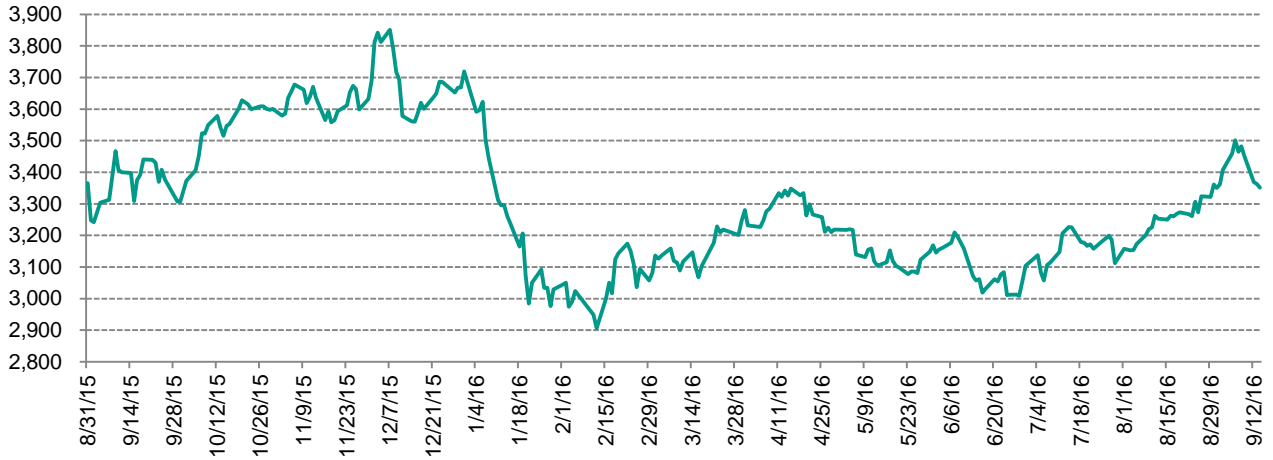
图表 12: 中国医药工业的各子行业的利润情况

行业	2015 年			16 年上半年		
	利润 (人民币 亿元)	变动 (同比%)	占整体比例 (%)	利润 (人民币 亿元)	变动 (同比%)	占整体比例 (%)
化学药品原料药制造	351	15.3	12.7	207	33.3	14.3
化学药品制剂制造	817	11.2	29.5	453	16.2	31.2
中药饮片加工	124	18.8	4.5	60	13.3	4.2
中成药生产	668	11.4	24.2	326	6.1	22.5
生物药品制造	387	15.8	14.0	186	5.1	12.8
卫生材料及医药用品制造	170	13.0	6.1	88	9.3	6.1
制药专用设备制造	19	1.6	0.7	6	-4.3	0.5
医疗仪器设备及器械制造	233	5.3	8.4	122	29.3	8.4
医药工业	2768	12.2	100.0	1450	14.6	100.0

来源: 中国工信部、农银国际证券

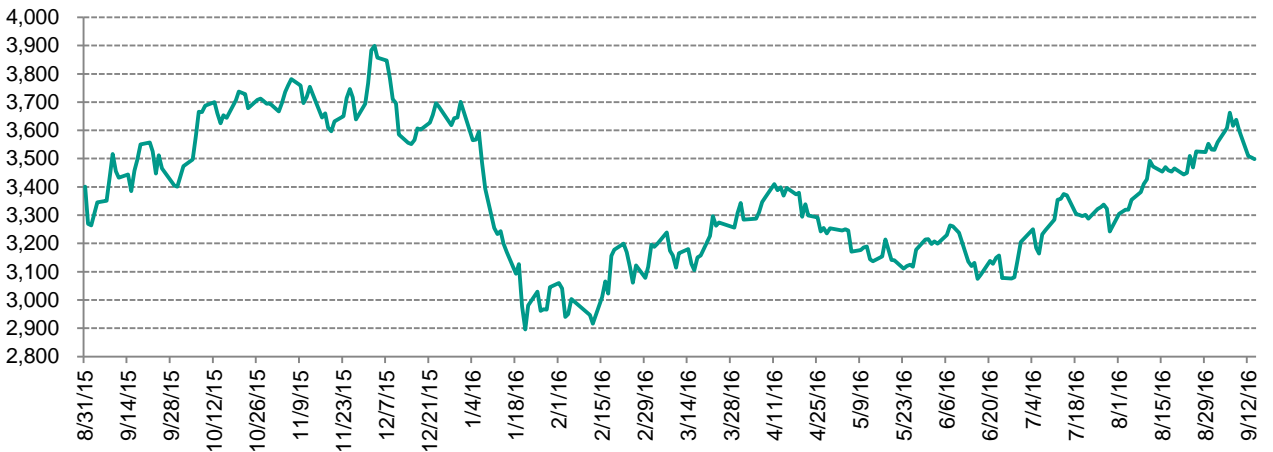


图表 13: 恒生医疗保健指数 (HSHCI)



来源: 彭博、农银国际证券

图表 14: 恒生中国内地医疗保健指数 (MSMHI)



来源: 彭博、农银国际证券

图表 15: 恒生中国内地医疗保健指数 - 盈利能力比较

代码	公司	香港上市 市值 (港元 百万)	平均资产 收益率 (%)	平均股本 收益率 (%)	5 年平均 股本收益率 (%)	毛利润率 (%)	3 年平均 毛利润率 (%)	资产/股本 (倍)
1099	国药控股 H	45,208	3.03	14.70	11.57	8.20	8.13	3.40
1093	石药集团	45,873	13.48	21.74	16.99	45.82	38.51	1.54
1177	中国生物制药	36,987	10.58	23.70	21.57	77.67	77.19	1.58
867	康哲药业	32,384	14.88	21.50	22.59	57.58	56.10	1.20
1530	三生制药	20,233	11.78	16.05	-	85.54	89.43	1.18
460	四环医药	17,729	10.61	12.21	15.50	70.35	65.03	1.10
570	中国中药	17,239	5.57	8.21	12.56	59.15	60.12	1.54
2186	绿叶制药	16,672	11.45	14.27	-	81.44	82.01	1.22
2607	上海医药 H	15,663	4.13	10.37	9.41	11.88	12.28	2.20
1066	山东威高 H	9,720	9.29	11.49	12.88	59.40	59.11	1.25
平均	---	---	9.48	15.42	15.38	55.70	54.79	1.62
高	---	---	14.88	23.70	22.59	85.54	89.43	3.40
低	---	---	3.03	8.21	9.41	8.20	8.13	1.10

注: 香港上市市值= 香港上市的股份 x 股价

来源: 彭博、农银国际证券



图表 16: 恒生中国内地医疗保健指数 - 市场估值

代码	公司	股价 (港元)	2016 预 市盈率 (倍)	2016 预 市净率 (倍)	2016 预 股息率 (%)	2017 预 市盈率 (倍)	2017 预 市净率 (倍)	2017 预 股息率 (%)
1099	国药控股 H	37.90	19.83	2.69	1.51	17.44	2.37	1.71
1093	石药集团	7.58	21.84	4.49	1.72	17.92	3.88	2.08
1177	中国生物制药	4.99	18.28	3.77	0.96	15.99	3.12	1.14
867	康哲药业	13.02	20.93	4.22	1.30	17.30	3.51	1.75
1530	三生制药	7.99	22.90	2.77	-	17.31	2.41	0.09
460	四环医药	1.77	8.01	1.27	2.43	8.01	1.13	2.63
570	中国中药	3.89	14.05	1.20	1.17	12.03	1.12	1.58
2186	绿叶制药	5.02	16.17	2.14	-	14.29	1.87	0.30
2607	上海医药 H	20.45	14.81	1.47	1.89	13.38	1.36	2.13
1066	山东威高 H	5.16	17.20	1.68	1.51	14.18	1.52	1.83
平均	---	---	17.40	2.57	1.25	14.78	2.23	1.52
高	---	---	22.90	4.49	2.43	17.92	3.88	2.63
低	---	---	8.01	1.20	-	8.01	1.12	0.09

来源: 彭博、农银国际证券



中国经济数据

	2015						2016							
	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月
实际国民生产总值 (同比%)	---	---	6.9	---	---	6.8	---	---	6.7	---	---	6.7	---	---
出口增长 (同比%)	(8.3)	(5.5)	(3.7)	(6.9)	(6.8)	(1.4)	(11.2)	(25.4)	11.5	(1.8)	(4.1)	(4.8)	(4.4)	(2.8)
进口增长 (同比%)	(8.1)	(13.8)	(20.4)	(18.8)	(8.7)	(7.6)	(18.8)	(13.8)	(7.6)	(10.9)	(0.4)	(8.4)	(12.5)	1.5
贸易余额 (美元/十亿)	43.0	60.2	60.3	61.6	54.1	60.1	63.3	32.6	29.9	45.56	49.98	48.11	52.31	52.05
零售额 (同比%)	10.5	10.8	10.9	11.0	11.2	11.1	10.2		10.5	10.1	10.0	10.6	10.2	10.6
工业增加值 (同比%)	6.0	6.1	5.7	5.6	6.2	5.9	5.4		6.8	6.0	6.0	6.2	6.0	6.3
制造业 PMI (%)	50.0	49.7	49.8	49.8	49.6	49.7	49.4	49.0	50.2	50.1	50.1	50.0	49.9	50.4
非制造业 PMI (%)	53.9	53.4	53.4	53.1	53.6	54.4	53.5	52.7	53.8	53.5	53.1	53.7	53.9	53.5
固定资产投资(累计同比%)	11.2	10.9	10.3	10.2	10.2	10.0	10.2		10.7	10.5	9.6	9.0	8.1	8.1
消费物价指数 (同比%)	1.6	2.0	1.6	1.3	1.5	1.6	1.8	2.3	2.3	2.3	2.0	1.9	1.8	1.3
生产者物价指数 (同比%)	(5.4)	(5.9)	(5.9)	(5.9)	(5.9)	(5.9)	(5.3)	(4.9)	(4.3)	(3.4)	(2.8)	(2.6)	(1.7)	(0.8)
广义货币供应量 (同比%)	13.3	13.3	13.1	13.5	13.7	13.3	14.0	13.3	13.4	12.8	11.8	11.8	10.2	11.4
新增贷款 (人民币/十亿)	1,480	809.6	1,050	513.6	708.9	597.8	2,510	726.6	1,370	555.6	985.5	1,380	463.6	948.7
总社会融资 (人民币/十亿)	742	1,082	1,300	476.7	1,020	1,815.1	3,425.3	824.5	2,404.0	751.0	659.9	1,629.3	487.9	1,470.0

世界经济/金融数据

股指			大宗商品					债券收益率及主要利率				
收市价	周变化 (%)	市盈率	计价单位/货币	价格	周变化 (%)	5日平均交易量	息率 (%)	周变化 (基点)				
美国			能源					美国联邦基金目标利率				
道琼斯工业平均指数	18,066.75	(0.10)	17.40	纽约商品交易所轻质低硫原油实物期货合约	美元/桶	45.19	(1.50)	685,162	0.50	0.00		
标准普尔 500 指数	2,127.02	(0.04)	19.97	ICE 布伦特原油现金结算期货合约	美元/桶	47.32	(1.44)	270,480	3.50	0.00		
纳斯达克综合指数	5,155.26	0.57	40.13	纽约商品交易所天然气期货合约	美元/百万英热单位	2.93	4.83	166,260	1.00	0.00		
MSCI 美国指数	2,027.52	(0.04)	20.65	中国秦皇岛环渤海动力煤价格指数 ²	人民币/公吨	546.00	8.55	N/A	0.2390	1.08		
欧洲			普通金属					美国 1 年期国债				
富时 100 指数	6,709.13	(1.00)	55.57	伦敦金属交易所铝期货合约	美元/公吨	1,548.25	(0.72)	12,486	1.2341	1.16		
德国 DAX30 指数	10,415.75	(1.49)	24.16	伦敦期货交易所铝期货 3 个月转递交易合约	美元/公吨	1,565.00	(0.86)	42,622	1.7185	4.36		
法国 CAC 40 指数	4,387.38	(2.32)	22.58	COMEX 铜期货合约	美元/磅	4,637.00	0.40	12,237	0.021	(0.60)		
西班牙 IBEX 35 指数	8,725.20	(3.33)	21.67	伦敦金属交易所铜期货 3 个月转递交易合约	美元/公吨	4,650.00	0.37	44,508	2.7730	(3.70)		
意大利 FTSE MIB 指数	16,537.90	(3.61)	38.69	贵金属					欧洲央行基准利率 (再融资利率)			
Stoxx 600 指数	339.94	(1.61)	26.44	COMEX 黄金期货合约	美元/金衡盎司	1,326.20	(0.62)	174,814	0.00	0.00		
MSCI 英国指数	1,940.37	(1.70)	58.73	COMEX 银期货合约	美元/金衡盎司	19.13	(1.23)	60,676	0.5277	0.08		
MSCI 法国指数	124.77	(2.10)	20.77	纽约商品交易所钯金期货合约	美元/金衡盎司	1,043.90	(2.21)	15,715	0.05277	0.08		
MSCI 德国指数	132.63	(1.60)	23.72	农产品					美国 1 年期银行同业拆借固定利率			
MSCI 意大利指数	47.06	(3.80)	39.00	2 号平价黄玉米及其替代品期货合约	美元/蒲式耳	330.00	(3.23)	161,721	0.8558	0.36		
亚洲			贵金属					美国 3 年期银行同业拆借固定利率				
日经 225 指数	16,614.24	(2.07)	20.65	COMEX 黄金期货合约	美元/金衡盎司	1,326.20	(0.62)	174,814	2.1280	4.30		
澳大利亚 S&P/ASX 指数	5,227.69	(2.09)	23.59	COMEX 银期货合约	美元/金衡盎司	19.13	(1.23)	60,676	2.6860	0.90		
恒生指数	23,190.64	(3.77)	12.43	纽约商品交易所钯金期货合约	美元/金衡盎司	1,043.90	(2.21)	15,715	0.5900	0.96		
恒生中国企业指数	9,542.52	(5.12)	8.18	农产品					隔夜上海同业拆借利率			
沪深 300 指数	3,238.73	(2.39)	14.92	2 号平价黄玉米及其替代品期货合约	美元/蒲式耳	330.00	(3.23)	161,721	2.1280	4.30		
上证综合指数	3,002.85	(2.47)	17.42	小麦期货合约	美元/蒲式耳	400.50	(0.74)	54,286	2.6860	0.90		
深成指	10,454.24	(2.87)	31.55	11 号糖期货合约	美元/蒲式耳	20.94	1.21	78,134	0.5900	0.96		
MSCI 中国指数	62.62	(2.82)	13.59	2 号平价黄豆及其替代品期货合约	美元/蒲式耳	946.25	(3.47)	98,749	0.5900	0.96		
MSCI 香港指数	13,035.86	(3.20)	14.70	贵金属					公司债券 (穆迪)			
MSCI 中国指数	800.19	(1.61)	16.90	COMEX 黄金期货合约	美元/金衡盎司	1,326.20	(0.62)	174,814	Aaa	3.43	0.00	
			农产品					Baa			4.36	2.00

附注:

1. 数据来源: 彭博, 中国国家统计局, 农银国际证券 (数据更新于报告发布日期)
2. 为发热量 5500 大卡/千克动力煤的价格

外汇

	欧元/美元	英镑/美元	澳元/美元	美元/日元	美元/瑞郎	美元/人民币	美元/港币	美元/人民币-12 个月无本金交割远期
汇率	1.1224	1.3204	0.7472	102.70	0.9761	6.6731	7.7585	6.8645
周变化 (%)	(0.08)	(0.47)	(0.92)	(0.01)	(0.05)	0.18	(0.02)	0.30



权益披露

分析员, 陈宋恩以及潘泓兴, 作为本研究报告全部或部分撰写人, 谨此证明有关就研究报告中提及的所有公司及/或该公司所发行的证券所做出的观点, 均属分析员之个人意见。分析员亦在此证明, 就研究报告内所做出的推荐或个人观点, 分析员并无直接或间接地收取任何补偿。此外, 分析员及分析员之关联人士并没有持有研究报告内所推介股份的任何权益, 并且没有担任研究报告内曾提及的上市法团的高级工作人员。

权益披露

农银国际证券有限公司及/或与其有联系的公司, 可能会向本报告提及的任何公司收取任何财务权益。

评级的定义

评级	定义
买入	股票投资回报 \geq 市场回报
持有	市场回报 - 6% \leq 股票投资回报 $<$ 市场回报
卖出	股票投资回报 $<$ 市场回报 - 6%

股票投资回报是未来 12 个月预期的股价百分比变化加上股息收益率

市场回报是 2007-2011 年市场平均回报率

股价风险的定义

评级	定义
很高	$2.6 \leq 180$ 天波动率/180 天基准指数波动率
高	$1.5 \leq 180$ 天波动率/180 天基准指数波动率 < 2.6
中等	$1.0 \leq 180$ 天波动率/180 天基准指数波动率 < 1.5
低	180 天波动率/180 天基准指数波动率 < 1.0

我们用股票价格波动率相对基准指数波动率来衡量股票价格风险; 基准指数指恒生指数波动率是由每日价格和历史日价格变化对数的标准偏差计算所得。180 天的价格波动率等于最近的 180 个交易日收盘价的相对价格变化的年化标准偏差。

免责声明

该报告只为客户使用, 并只在适用法律允许的情况下分发。本研究报告并不牵涉具体用户的投资目标, 财务状况和特殊要求。该等信息不得被视为购买或出售所述证券的要约或要约邀请。我等并不保证该等信息的全部或部分可靠, 准确, 完整。该报告不应代替投资人自己的投资判断。文中分析建立于大量的假设基础上, 我等并不承诺通知阁下该报告中的任何信息或观点的变动, 以及由于使用不同的假设和标准, 造成的与其它分析机构的意见相反或不一致。分析员(们)负责报告的准备, 为市场信息采集、整合或诠释, 或会与交易、销售和其它机构人员接触。农银国际证券有限公司不负责文中信息的更新。农银国际证券有限公司对某一或某些公司内部部门的信息进行控制, 阻止内部流动或者进入其它部门及附属机构。负责此研究报告的分析员的薪酬完全由研究部或高层管理者(不包括投资银行)决定。分析员薪酬不取决于投行的收入, 但或会与农银国际证券有限公司的整体收入(包括投行和销售部)有关。报告中所述证券未必适合在其它司法管辖区销售或某些投资人。文中所述的投资价格和价值、收益可能会有波动, 历史表现不是未来表现的必然指示。外币汇率可能对所述证券的价格、价值或收益产生负面影响。如需投资建议、交易执行或其它咨询, 请您联系当地销售代表。农银国际证券有限公司或任何其附属机构、总监、员工和代理, 都不为阁下因依赖该等信息所遭受的任何损失而承担责任。进一步的信息可应要求而提供。

版权所有 2016 年农银国际证券有限公司

该材料的任何部分未经农银国际证券有限公司的书面许可不得复印、影印、复制或以任何其他形式分发;

办公地址: 香港中环, 红棉路 8 号, 东昌大厦 13 楼, 农银国际证券有限公司

电话: (852) 2868 2183