

行业研究/深度研究

2019年03月10日

行业评级:

医药生物 增持 (维持)
化学制药 II 增持 (维持)

代雯 执业证书编号: S0570516120002
研究员 021-28972078
daiwen@htsc.com

李运 执业证书编号: S0570518060003
研究员 021-38476288
liyun3@htsc.com

孙昊阳 执业证书编号: S0570518060001
研究员 sunhaoyang@htsc.com

张云逸 021-38476729
联系人 zhangyunyi@htsc.com

沈卢庆 021-38476125
联系人 shenluqing@htsc.com

孔垂岩 021-38476695
联系人 kongchuiyan@htsc.com

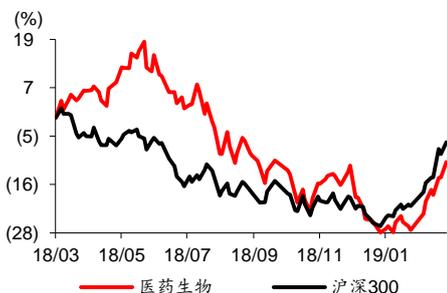
岳梅梅 021-38476098
联系人 yuemeimei@htsc.com

高鹏 021-28972068
联系人 gaopeng@htsc.com

相关研究

- 1 《医药生物: 集采配套措施出台, 支付改革在即》2019.03
- 2 《恩华药业(002262,买入): 招标红利延续, 业绩加速释放》2019.02
- 3 《乐普医疗(300003,买入): 可降解支架获批, 开启发展新征程》2019.02

一年内行业走势图



资料来源: Wind

MSCI 扩容 A 股, 医药大有可为

MSCI 扩容对医药股影响研究

MSCI 扩容 A 股, 医药龙头迎来配置良机

2019年3月初, MSCI 宣布从2019年5月到11月, 分三次将中国 A 股纳入因子从 5% 增加至 20%。这有望加速 A 股国际化进程, 扩大外资 A 股话语权。本次扩容后, 医药公司成分股数量将最多, 达到 49 只, FIF 调整后市值排名第 5, 数量和市值均较首次纳入时提升明显。考虑到外资历来青睐医药龙头, 我们认为本次扩容将加快龙头价值回归。

外资超配 A 股医药行业, 持股高度集中

外资通过陆股通和 QFII 等方式重点配置医药行业, 截至 3 月 4 日外资通过陆股通持有 A 股医药股票市值 803 亿元, 名列第 5, 同时 QFII 持有医药股票 121 亿元 (截至 3Q18), 位居第 4。外资选取的都是优质的细分行业龙头, 陆股通持有市值前十合计 603 亿元, 占陆股通的 75%, 持股集中化。我们认为如果外资定价权进一步加大, 该趋势将延续。

MSCI 扩容有望进一步加大 A 股外资定价权

3 月初, MSCI 宣布将中国 A 股纳入因子分三步从 5% 增加至 20%, 完成后 MSCI 新兴市场指数成分股将包括 253 只大盘 A 股和 168 只中盘 A 股 (包括 27 只创业板股票)。根据华泰策略和港股策略团队测算, A 股在 MSCI 中国指数和 MSCI 新兴市场指数权重分别从 2.32% 上升至 10.43% 和从 0.72% 上升至 3.33%, 有望在 2019 年为 A 股市场带来超过 4100 亿元增量资金, 进一步扩大外资在 A 股定价的话语权。

医药受益于 MSCI 扩容, 呈现投资价值

在 MSCI 扩容后医药股被纳入数量和市值大幅提高, 数量增加到 49 家, 占比 11.6%, 位居榜首 (首次纳入时第 3); FIF 调整市值占比 6.6%, 名列第 4 (首次纳入时第 5)。我们测算本次扩容有望在 2019 年 5 月/8 月/11 月为 MSCI 医药成分股带来 61/57/124 亿元增量资金, 合计 241 亿元。在 2017 年 6 月 MSCI 首次宣布纳入 A 股至今, 18 只首次纳入的医药成分股中陆股通平均持股比例从 1.9% 上升至 4.1%, 市值从 250 亿元扩大到 596 亿元。目前医药行业各子行业估值基本都位于近 5 年相对低位, 2019 年初至今医药整体涨幅落后沪深 300 指数, 因此我们认为目前医药行业具备配置价值。

建议关注受 MSCI 扩容利好影响显著的医药行业龙头

我们认为受到 MSCI 增量资金影响, 医药龙头投资价值凸显。在 MSCI 医药成分股中, 我们看好如下细分行业龙头: 1) 化学制剂: 恒瑞医药、华东医药; 2) 生物制品: 长春高新、通化东宝、华兰生物、康泰生物; 3) 医疗器械: 迈瑞医疗、鱼跃医疗; 4) 中药: 片仔癀; 5) 药店: 老百姓、益丰药房; 6) 医药流通: 国药一致、国药股份; 7) 医疗服务: 爱尔眼科。

风险提示: 药品集采推进超预期; 医保药品和耗材支出增长大幅放缓; 财政对医疗设备采购支持力度不及预期。

正文目录

外资历来青睐优质医药龙头	3
MSCI 扩容有望进一步加大 A 股外资定价权	5
MSCI 扩容后医药受益明显，或将加速价值回归	7
MSCI 扩容显著提升医药股的纳入数量和市值	7
MSCI 扩容后涵盖大多数医药细分龙头，有望流入 241 亿元增量资金	9
纳入 MSCI 后外资持股明显提高，看好龙头投资机会	13
风险提示	17

图表目录

图表 1: A 股各行业陆股通和 QFII 持股情况 (截至 3 月 4 日)	3
图表 2: 医药行业陆股通市值排名前十、占比前十和占自由流通股比例前十 (截至 2019 年 3 月 4 日)	4
图表 3: MSCI 扩容前 MSCI 中国指数权重占比	5
图表 4: MSCI 扩容后 MSCI 中国指数权重占比	5
图表 5: MSCI 扩容前 MSCI 新兴市场指数权重占比	6
图表 6: MSCI 扩容后 MSCI 新兴市场指数权重占比	6
图表 7: 2018 年 6 月首次纳入 MSCI 各行业 (申万一级) FIF 调整后市值 (3 月 7 日) 和入选公司数量	7
图表 8: 2018 年 6 月首次纳入 (申万一级) 入选公司数量占比	7
图表 9: 2018 年 6 月首次纳入各行业 (申万一级) FIF 调整后市值 (3 月 7 日) 占比 ..	8
图表 10: MSCI 扩容后各行业 (申万一级) FIF 调整后市值 (3 月 7 日) 和入选公司数量	8
图表 11: MSCI 扩容后各行业 (申万一级) 入选公司数量占比	9
图表 12: MSCI 扩容后各行业 (申万一级) 当前市值 (3 月 7 日) 占比	9
图表 13: 扩容后纳入 MSCI 指数中的 A 股医药生物行业的公司情况	10
图表 14: MSCI 扩容后各医药子行业 (申万二级) FIF 调整后市值 (3 月 7 日) 和公司数量	11
图表 15: MSCI 扩容后各医药子行业 (申万二级) FIF 调整后市值占比	11
图表 16: MSCI 扩容后各医药子行业 (申万二级) 公司数量占比	11
图表 17: MSCI 的医药成分股在 MSIC 每次扩容后获得的增量资金测算	12
图表 18: MSCI 扩容后各医药子行业 (申万二级) 预计获得的增量资金	13
图表 19: MSCI 扩容后各医药子行业 (申万二级) 三阶段预计获得的增量资金比例 ...	13
图表 20: 2017 年 3 月至今首次纳入 MSCI 的 18 只医药股陆股通持股比例与 MSCI 纳入进度关系	14
图表 21: 2017 年 3 月至今首次纳入 MSCI 的 18 只医药股陆股通持有市值与 MSCI 纳入进度关系	14
图表 22: 2017 年 3 月至今恒瑞医药的股价变化与陆股通持股比例的关系	15
图表 23: 2014 年至今医药生物子行业 (申万二级) 动态市盈率	15
图表 24: 今年以来沪深 300 指数和医药生物指数 (申万一级) 和子行业指数 (申万二级) 涨幅对比	16

外资历来青睐优质医药龙头

外资投资 A 股的主要方式是陆股通（沪股通和深股通）、QFII 和 RQFII。随着开放程度提高，以及外资对中国市场的日益重视，陆股通占 A 股市场交易额比例日渐升高。

外资超配 A 股医药行业。截至 3 月 4 日，外资通过陆股通持有 A 股医药行业股票市值达到 803 亿元，名列第 5，而根据三季度末持仓情况，QFII 持有医药股票 121 亿元，名列第 4。可见，整体上医药是外资长期看好的 A 股行业之一。

图表1：A 股各行业陆股通和 QFII 持股情况（截至 3 月 4 日）

	A 股市值 (亿元)	A 股流通市值 (亿元)	QFII 持股比例 (%)	QFII 持股市值 (亿元)	陆股通持股市值 (亿元)	陆股通持股占比 (%)	QFII 和陆股通持股占比合计 (%)
食品饮料	28,169	27,756	25,918	0.69	179	1,929	6.95
家用电器	12,013	11,694	10,691	1.44	154	1,055	9.02
非银金融	56,296	49,321	39,272	0.02	6	924	1.87
银行	104,935	72,088	66,909	0.56	378	920	1.27
医药生物	36,368	35,837	27,222	0.44	121	803	2.24
电子	30,076	29,830	20,218	0.42	85	641	2.15
交通运输	23,502	20,908	15,146	0.37	57	444	2.12
汽车	19,022	17,773	14,062	0.07	9	358	2.01
公用事业	21,918	20,908	16,101	0.09	15	312	1.49
房地产	22,136	21,752	19,169	0.36	68	268	1.23
化工	31,467	29,011	22,752	0.13	29	219	0.75
机械设备	20,413	19,429	14,836	0.21	31	203	1.04
建筑材料	6,241	5,854	5,149	0.52	27	197	3.36
休闲服务	3,317	3,193	2,846	1.47	42	182	5.71
电气设备	17,562	17,176	12,257	0.19	24	178	1.04
计算机	20,100	20,026	13,716	0.15	21	145	0.72
传媒	14,742	14,703	10,806	0.26	28	133	0.90
建筑装饰	17,503	16,432	13,817	0.05	6	129	0.79
农林牧渔	10,307	10,300	7,985	0.29	23	127	1.23
钢铁	7,519	7,358	6,588	0.42	28	118	1.60
通信	11,980	11,771	8,699	0.12	10	98	0.83
有色金属	15,146	14,022	11,884	0.03	4	97	0.69
采掘	26,274	23,466	22,417	0.02	4	73	0.31
商业贸易	9,248	9,150	6,518	0.21	13	63	0.69
轻工制造	7,506	7,368	5,056	0.12	6	55	0.75
国防军工	7,576	7,510	5,827	-	-	36	0.48
综合	2,666	2,543	2,269	0.10	2	30	1.16
纺织服装	4,495	4,450	3,415	0.14	5	19	0.42

资料来源：Wind，华泰证券研究所

外资持股高度集中，偏爱子行业龙头。截至 2019 年 3 月 4 日，外资通过陆股通持有市值排名前十的医药公司合计 603 亿元，占医药行业陆股通的 75.1%，持股非常集中，其中前三分别是恒瑞医药、云南白药和爱尔眼科。而持股占比前三分别是恒瑞医药、泰格医药和云南白药，持股占自由流通股比例前三分别是恒瑞医药、华润三九和爱尔眼科。未来如果外资在 A 股配资比例加大，同时考虑到外资倾向长期价值投资，那么我们认为医药行业龙头价值将更加突出。

图表2：医药行业陆股通市值排名前十、占比前十和占自由流通股比例前十（截至2019年3月4日）

序号	证券简称	陆股通持股市值(亿元)	序号	证券简称	陆股通持股占比(%)	序号	证券简称	陆股通持股占自由流通股比例(%)
1	恒瑞医药	352.16	1	恒瑞医药	13.27	1	恒瑞医药	22.03
2	云南白药	66.52	2	泰格医药	8.30	2	华润三九	19.98
3	爱尔眼科	54.66	3	云南白药	7.38	3	爱尔眼科	19.52
4	泰格医药	23.68	4	华润三九	7.26	4	云南白药	18.91
5	通化东宝	21.87	5	通化东宝	7.23	5	益丰药房	16.87
6	华润三九	17.89	6	爱尔眼科	6.92	6	贝瑞基因	14.87
7	药明康德	17.62	7	益丰药房	6.05	7	泰格医药	12.81
8	东阿阿胶	17.57	8	东阿阿胶	5.81	8	通化东宝	11.76
9	华东医药	17.51	9	安图生物	4.65	9	安图生物	9.82
10	天士力	13.82	10	天士力	4.41	10	华东医药	9.00

资料来源：Wind, 华泰证券研究所

MSCI 扩容有望进一步加大 A 股外资定价权

MSCI 在 2013 年 6 月首次宣布考虑将 A 股纳入新兴市场指数后，在 2017 年 6 月决定分两步在 2018 年 6 月和 9 月纳入 MSCI 新兴市场指数和 MSCI 全球指数：

- 1) 在 2018 年 5 月半年度指数评审后将 234 只 A 股标的纳入，首次纳入比例为 2.5%；
- 2) 在 2018 年 8 月季度指数评审后，纳入比例上调至 5%；

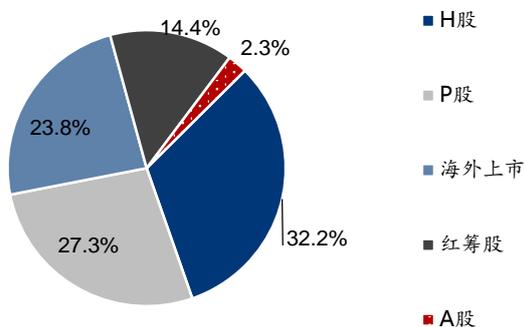
而在 2019 年 3 月 1 日，MSCI 宣布增加中国 A 股在 MSCI 指数的权重，通过三步将中国 A 股的纳入因子从 5% 增加至 20%：

- 1) 在 2019 年 5 月半年度指数评审后，将大盘 A 股纳入因子从 5% 增加至 10%，同时以 10% 的纳入因子纳入中国创业板大盘 A 股；
- 2) 在 2019 年 8 月的季度指数评审后，将指数中的所有中国大盘 A 股纳入因子从 10% 增加至 15%；
- 3) 在 2019 年 11 月的半年度指数评审后，将指数中所有中国大盘 A 股纳入因子从 15% 增加至 20%，同时将中国中盘 A 股（包括创业板股票）以 20% 纳入因子纳入 MSCI 指数；

MSCI 扩容完成后，MSCI 新兴市场指数成分股将包括 253 只大盘 A 股和 168 只中盘 A 股（包括 27 只创业板股票）。

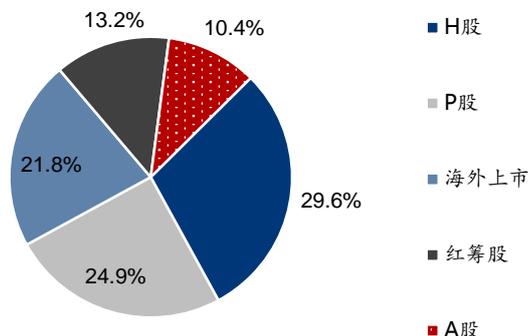
根据华泰策略团队 3 月 1 日的《MSCI 扩容，外资进击时》报告和港股策略团队 3 月 1 日的《How could higher weighting of A shares in MSCI impact H shares》测算，本次扩容完成后，有望在 2019 年为 A 股市场带来超过 4100 亿元的资金，分阶段看，预计将在 2019 年 5 月/2019 年 8 月/2019 年 11 月分别带来 1163/1087/1884 亿元增量资金。A 股在 MSCI 中国指数比重将从 2.32% 上升至 10.43%，在 MSCI 新兴市场指数比重将从 0.72% 上升至 3.33%。此举将加快我国 A 股市场国际化步伐，同时进一步提高外资对 A 股定价的话语权。

图表3： MSCI 扩容前 MSCI 中国指数权重占比



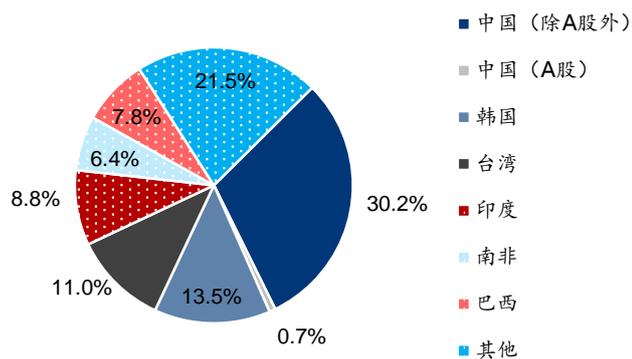
资料来源：MSCI，华泰证券研究所

图表4： MSCI 扩容后 MSCI 中国指数权重占比



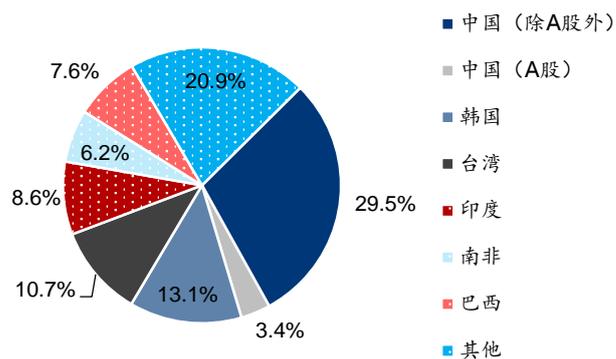
资料来源：MSCI，华泰证券研究所

图表5: MSCI 扩容前 MSCI 新兴市场指数权重占比



资料来源: MSCI, 华泰证券研究所

图表6: MSCI 扩容后 MSCI 新兴市场指数权重占比



资料来源: MSCI, 华泰证券研究所

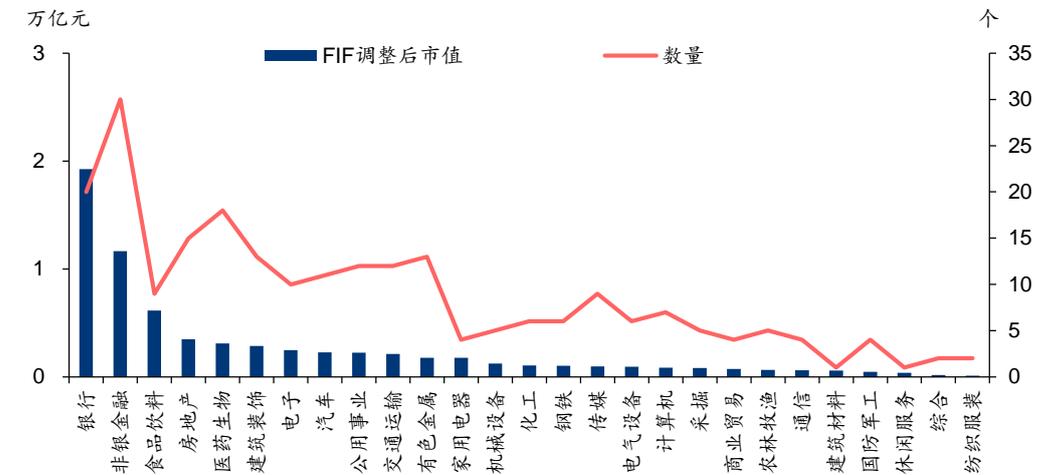
MSCI 扩容后医药受益明显，或将加速价值回归

MSCI 扩容显著提升医药股的纳入数量和市值

在2018年6月A股首次纳入MSCI体系时，共有234只股票，其中18只医药股数量仅次于银行和非银金融，名列第3，占总数的7.7%。以3月5日的价格计算，第一批纳入MSCI体系的A股医药公司FIF调整市值达到0.31万亿元，占比4.4%，名列第5。

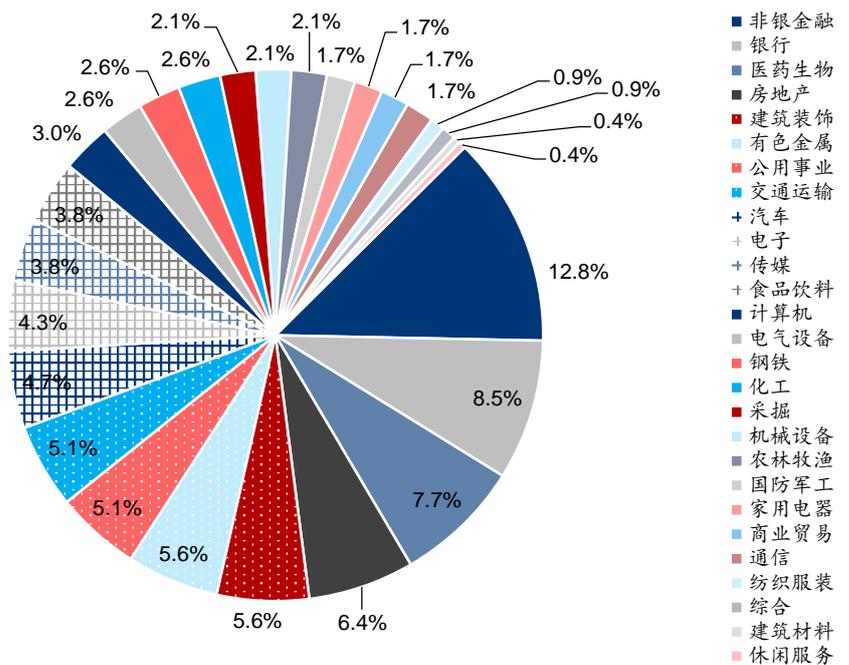
(注:MSCI的成分股纳入比例并不是根据总市值,而是根据FIF(Foreign Inclusion Factor)调整后的市值, $FIF=0.06-0.30$, 主要依据是限售股情况, 大多数为0.30, 个别如迈瑞医疗属于次新股, 限售股比例较高, FIF为0.10。)

图表7: 2018年6月首次纳入MSCI各行业(申万一级)FIF调整后市值(3月7日)和入选公司数量



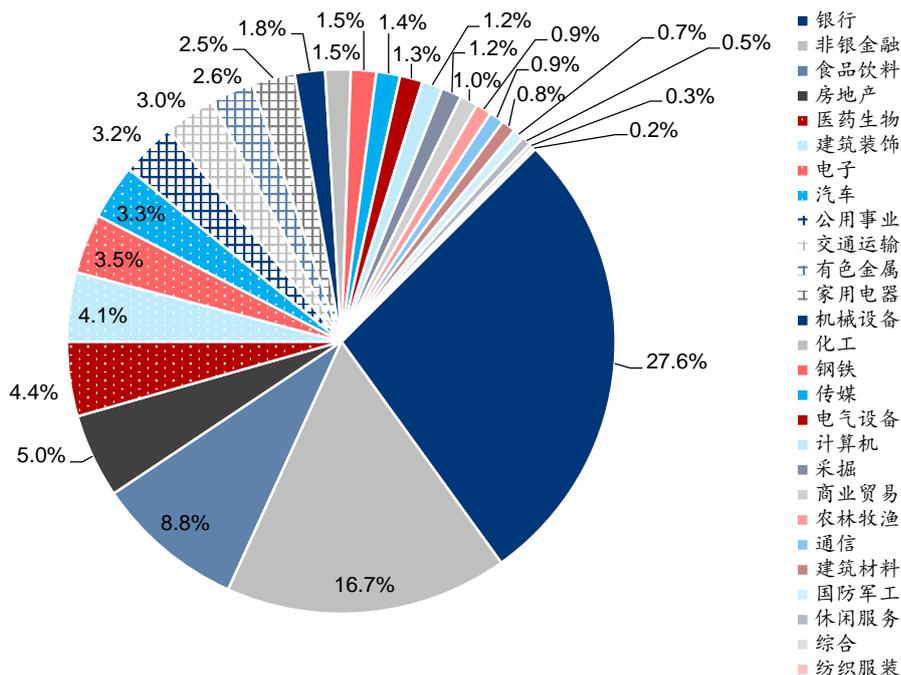
资料来源: MSCI, Wind, 华泰证券研究所

图表8: 2018年6月首次纳入(申万一级)入选公司数量占比



资料来源: MSCI, Wind, 华泰证券研究所

图表9： 2018年6月首次纳入各行业（申万一级）FIF调整后市值（3月7日）占比



资料来源：MSCI, Wind, 华泰证券研究所

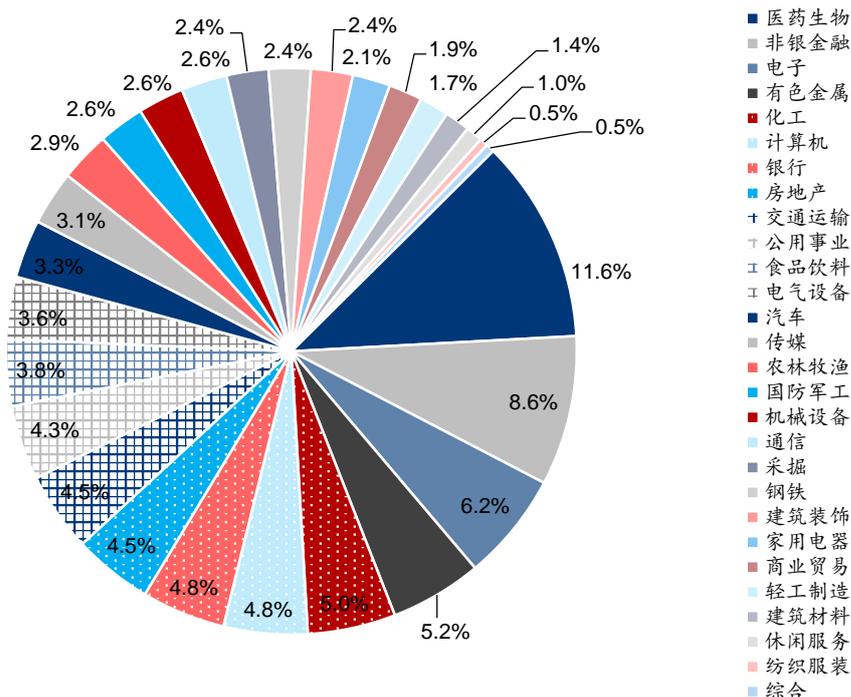
医药股在 MSCI 指数扩容后，纳入数量最多，市值扩大，数量和市值占比提高。本次扩容名单中，医药公司共新增 31 只股票，达到 49 家，占总数的 11.6%，数量占比明显提升，名列第 1。以 3 月 7 日的价格计算，扩容后纳入 MSCI 体系的 A 股医药公司的 FIF 调整市值达到 0.57 万亿元，占比 6.6%，名列第 4，较首次纳入时均有提高。

图表10： MSCI 扩容后各行业（申万一级）FIF 调整后市值（3月7日）和入选公司数量



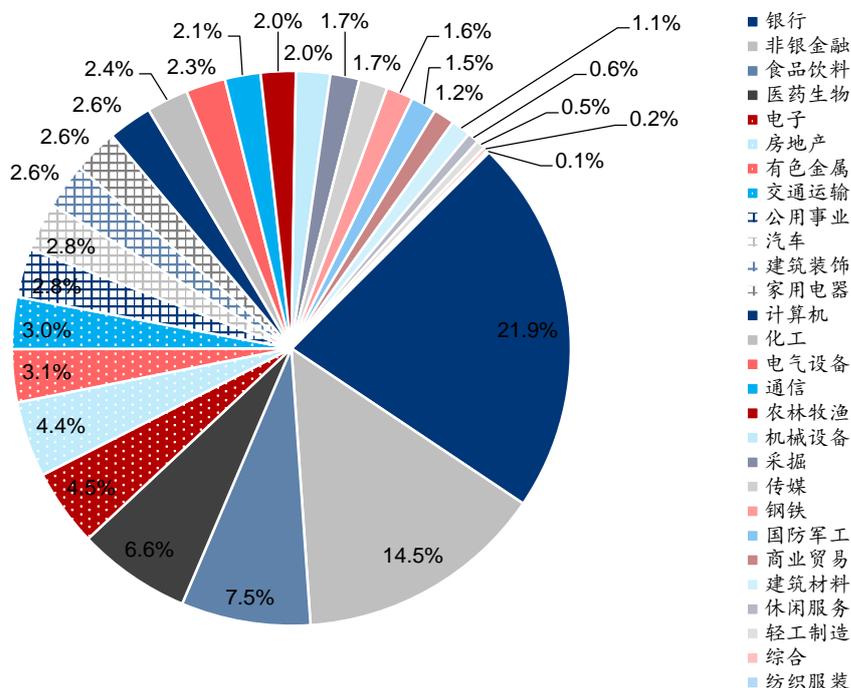
资料来源：MSCI, Wind, 华泰证券研究所

图表11: MSCI 扩容后各行业(申万一级)入选公司数量占比



资料来源: MSCI, Wind, 华泰证券研究所

图表12: MSCI 扩容后各行业(申万一级)当前市值(3月7日)占比



资料来源: MSCI, Wind, 华泰证券研究所

MSCI 扩容后涵盖大多数医药细分龙头, 有望流入 241 亿元增量资金

现在 MSCI 指数已涵盖大多数医药龙头。虽然扩容后 MSCI 指数的 A 股医药成分股数量只占 A 股医药股的 16.6%, 但占 A 股所有医药股总市值的 53.4%, 并且均为龙头公司, 覆盖大多数医药细分行业。

图表13: 扩容后纳入 MSCI 指数中的 A 股医药生物行业的公司情况

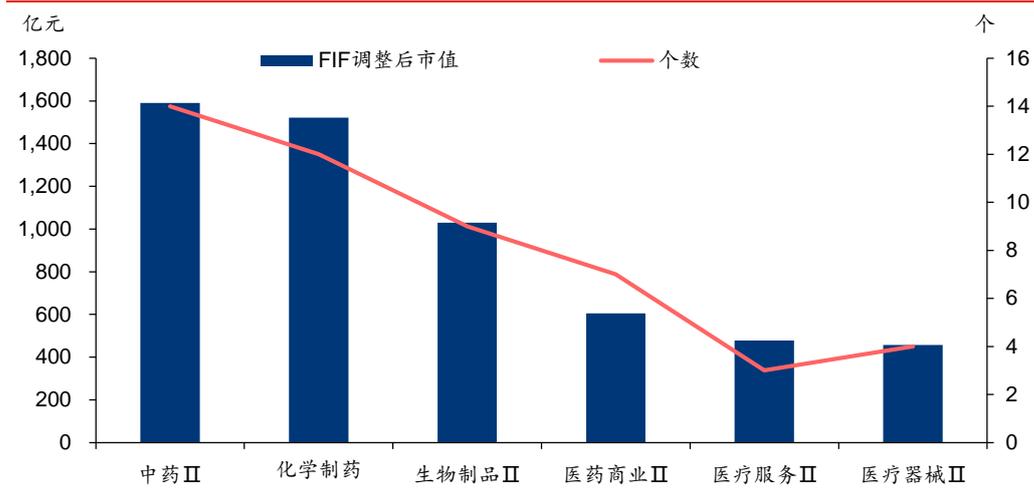
已纳入/扩容后 纳入	代码	股票简称	所属申万医药二 级子行业	当前市值(亿元)	2017 年加权 ROE (%)	2019 年归母净 利润(亿元)	2019 年归母净 利润增速 (%)	2019 年 PE
已纳入	600276.SH	恒瑞医药	化学制药	2,658	23.28	53.67	35.61	49.53
已纳入	000538.SZ	云南白药	中药 II	927	18.55	37.98	13.24	24.40
已纳入	600436.SH	片仔癀	中药 II	638	21.16	14.71	33.55	43.37
已纳入	600196.SH	复星医药	生物制品 II	596	13.02	35.37	21.34	16.84
已纳入	600518.SH	康美药业	中药 II	555	14.02	60.82	20.00	9.12
已纳入	002044.SZ	美年健康	医疗服务 II	549	10.00	12.02	39.00	45.71
已纳入	600332.SH	白云山	中药 II	528	11.34	35.36	-12.81	14.92
已纳入	000963.SZ	华东医药	医药商业 II	459	23.02	27.13	23.55	16.91
已纳入	600085.SH	同仁堂	中药 II	420	12.55	11.84	10.60	35.48
已纳入	601607.SH	上海医药	医药商业 II	364	10.73	45.72	8.83	7.96
已纳入	002422.SZ	科伦药业	化学制药	353	6.45	15.86	27.95	22.23
已纳入	600535.SH	天士力	中药 II	348	15.24	18.88	16.62	18.41
已纳入	000423.SZ	东阿阿胶	中药 II	309	22.46	21.55	5.57	14.35
已纳入	600867.SH	通化东宝	生物制品 II	304	19.79	11.67	23.18	26.03
已纳入	600998.SH	九州通	医药商业 II	293	10.75	17.13	24.80	17.14
已纳入	002294.SZ	信立泰	化学制药	267	25.94	16.76	8.85	15.94
已纳入	000999.SZ	华润三九	中药 II	263	14.06	16.62	13.61	15.83
已纳入	603858.SH	步长制药	中药 II	255	12.81	NA	NA	NA
扩容后纳入	300760.SZ	迈瑞医疗	医疗器械 II	1,612	47.00	45.50	23.93	35.43
扩容后纳入	300015.SZ	爱尔眼科	医疗服务 II	782	21.74	13.78	33.73	56.78
扩容后纳入	300122.SZ	智飞生物	生物制品 II	736	15.85	27.57	80.73	26.69
扩容后纳入	300003.SZ	乐普医疗	医疗器械 II	468	15.17	17.15	30.51	27.26
扩容后纳入	002001.SZ	新和成	化学制药	385	19.87	32.18	4.84	11.97
扩容后纳入	000661.SZ	长春高新	生物制品 II	385	15.99	13.35	33.63	28.81
扩容后纳入	002007.SZ	华兰生物	生物制品 II	367	18.48	14.06	27.22	26.08
扩容后纳入	300142.SZ	沃森生物	生物制品 II	346	-18.13	5.46	318.02	63.41
扩容后纳入	300676.SZ	华大基因	医疗器械 II	329	10.75	5.90	25.42	55.73
扩容后纳入	300347.SZ	泰格医药	医疗服务 II	311	13.89	6.40	38.81	48.59
扩容后纳入	002399.SZ	海普瑞	化学制药	304	1.69	8.14	27.59	37.39
扩容后纳入	002773.SZ	康弘药业	化学制药	295	20.34	9.45	20.64	31.20
扩容后纳入	600566.SH	济川药业	中药 II	288	31.78	21.18	26.13	13.60
扩容后纳入	300601.SZ	康泰生物	生物制品 II	286	22.90	6.49	42.60	44.12
扩容后纳入	002223.SZ	鱼跃医疗	医疗器械 II	240	11.37	8.81	22.66	27.26
扩容后纳入	600572.SH	康恩贝	中药 II	220	15.88	11.49	26.03	19.11
扩容后纳入	000623.SZ	吉林敖东	中药 II	215	9.59	NA	NA	NA
扩容后纳入	600161.SH	天坛生物	生物制品 II	198	41.52	6.30	24.10	31.44
扩容后纳入	000028.SZ	国药一致	医药商业 II	194	11.91	13.34	11.24	14.56
扩容后纳入	600511.SH	国药股份	医药商业 II	191	16.06	14.58	12.83	13.11
扩容后纳入	002038.SZ	双鹭药业	生物制品 II	188	13.03	9.20	26.97	20.40
扩容后纳入	600521.SH	华海药业	化学制药	175	13.81	9.28	36.87	18.86
扩容后纳入	600056.SH	中国医药	医药商业 II	166	17.70	18.55	18.10	8.97
扩容后纳入	603883.SH	老百姓	医药商业 II	164	18.10	5.63	23.94	29.20
扩容后纳入	000513.SZ	丽珠集团	化学制药	162	51.17	13.17	15.58	12.28
扩容后纳入	600380.SH	健康元	化学制药	161	33.73	9.00	13.83	17.92
扩容后纳入	600079.SH	人福医药	化学制药	155	17.43	9.34	-217.08	16.63
扩容后纳入	002019.SZ	亿帆医药	化学制药	154	27.87	9.71	8.37	15.88
扩容后纳入	002603.SZ	以岭药业	中药 II	152	8.25	7.56	20.00	20.09
扩容后纳入	002424.SZ	贵州百灵	中药 II	145	16.79	7.31	21.44	19.81
扩容后纳入	600062.SH	华润双鹤	化学制药	142	11.91	11.73	18.63	12.07

注：定价日是 2019 年 3 月 5 日；2019 年盈利预测和估值采用 Wind 一致预期

资料来源：Wind，华泰证券研究所

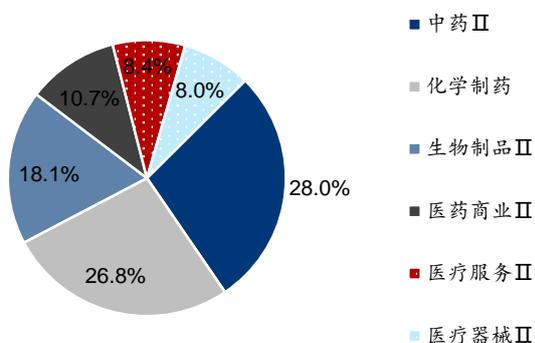
从子行业角度看，MSCI 中 A 股医药成分股市值和入选公司数量前三分别是中药、化学制剂和生物制品。

图表14: MSCI 扩容后各医药子行业（申万二级）FIF 调整后市值（3月7日）和公司数量



资料来源: MSCI, Wind, 华泰证券研究所

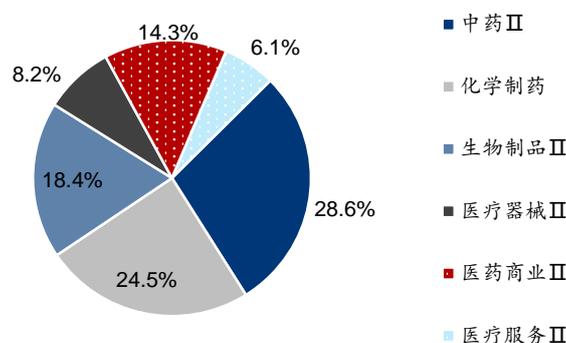
图表15: MSCI 扩容后各医药子行业（申万二级）FIF 调整后市值占比



注: 定价日是 2019 年 3 月 7 日

资料来源: MSCI, Wind, 华泰证券研究所

图表16: MSCI 扩容后各医药子行业（申万二级）公司数量占比



资料来源: MSCI, Wind, 华泰证券研究所

预计为医药成分股合计带来 241 亿元增量资金。根据华泰策略团队 3 月 1 日的《MSCI 扩容, 外资进击时》报告, 本次 MSCI 扩容有望在 2019 年 5 月/2019 年 8 月/2019 年 11 月分别为 MSCI 所有 A 股成分股合计带来 1163/1087/1884 亿元增量资金。据此测算, 我们预计本次扩容有望在 2019 年 5 月/2019 年 8 月/2019 年 11 月可以分别为医药成分股带来 61/57/124 亿元增量资金, 合计 241 亿元。就个股而言, 获得增量资金最多的前三名是恒瑞医药、云南白药和爱尔眼科, 分别达 40.48/13.95/11.85 亿元。

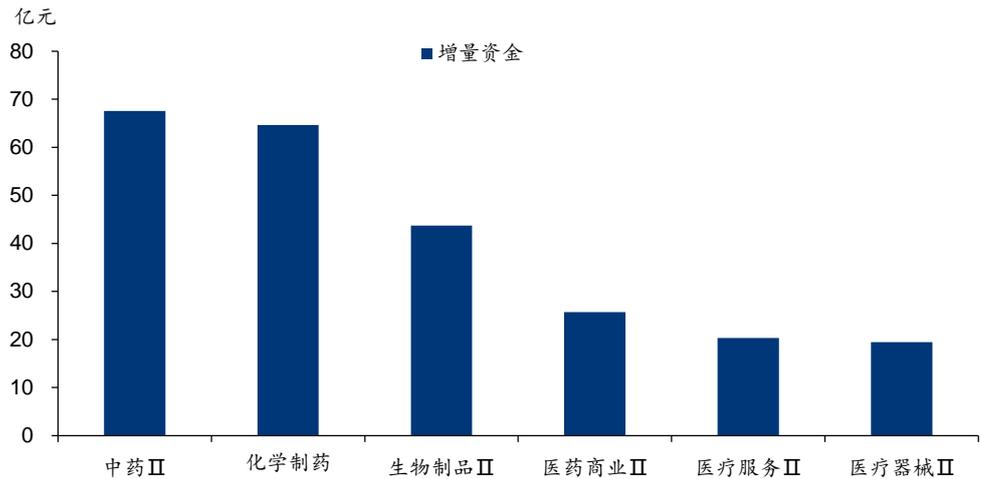
图表17: MSCI的医药成分股在MSCI每次扩容后获得的增量资金测算

公司	二级行业	大盘股/中盘股	当前市值/亿元	FIF	2019年5月新增资金/亿元	2019年8月新增资金/亿元	2019年11月新增资金/亿元	2019年预计合计增量资金/亿元
恒瑞医药	化学制药	大盘	2594	0.3	12.16	11.36	16.96	40.48
迈瑞医疗	医疗器械II	大盘	1548	0.1	2.42	2.26	3.37	8.05
云南白药	中药II	大盘	894	0.3	4.19	3.91	5.84	13.95
爱尔眼科	医疗服务II	大盘	759	0.3	3.56	3.33	4.96	11.85
复星医药	生物制品II	大盘	738	0.3	3.46	3.23	4.82	11.51
智飞生物	生物制品II	大盘	720	0.25	2.81	2.63	3.92	9.36
片仔癀	中药II	大盘	622	0.3	2.92	2.73	4.07	9.71
白云山	中药II	大盘	608	0.3	2.85	2.66	3.97	9.48
康美药业	中药II	大盘	560	0.3	2.62	2.45	3.66	8.74
美年健康	医疗服务II	大盘	534	0.3	2.50	2.34	3.49	8.33
上海医药	医药商业II	大盘	532	0.3	2.49	2.33	3.48	8.30
华东医药	医药商业II	大盘	456	0.3	2.14	2.00	2.98	7.12
乐普医疗	医疗器械II	大盘	451	0.3	2.11	1.98	2.95	7.04
长春高新	生物制品II	中盘	423	0.3			2.77	2.77
新和成	化学制药	中盘	418	0.3			2.74	2.74
同仁堂	中药II	大盘	418	0.3	1.96	1.83	2.73	6.53
华兰生物	生物制品II	中盘	357	0.3			2.34	2.34
天士力	中药II	大盘	351	0.3	1.64	1.54	2.29	5.47
科伦药业	化学制药	大盘	349	0.3	1.63	1.53	2.28	5.44
沃森生物	生物制品II	大盘	346	0.3	1.62	1.51	2.26	5.40
华大基因	医疗器械II	中盘	323	0.3			2.11	2.11
海普瑞	化学制药	中盘	313	0.25			1.70	1.70
东阿阿胶	中药II	大盘	304	0.3	1.42	1.33	1.99	4.74
泰格医药	医疗服务II	中盘	302	0.3			1.97	1.97
九州通	医药商业II	大盘	299	0.3	1.40	1.31	1.95	4.66
通化东宝	生物制品II	大盘	298	0.3	1.40	1.30	1.95	4.65
康弘药业	化学制药	中盘	292	0.2			1.27	1.27
济川药业	中药II	中盘	286	0.25			1.56	1.56
康泰生物	生物制品II	中盘	281	0.3			1.84	1.84
康恩贝	中药II	中盘	266	0.3			1.74	1.74
信立泰	化学制药	大盘	263	0.25	1.03	0.96	1.43	3.42
步长制药	中药II	大盘	258	0.3	1.21	1.13	1.69	4.03
华润三九	中药II	大盘	258	0.3	1.21	1.13	1.68	4.02
丽珠集团	化学制药	中盘	242	0.3			1.58	1.58
鱼跃医疗	医疗器械II	中盘	235	0.3			1.54	1.54
吉林敖东	中药II	中盘	221	0.3			1.44	1.44
国药一致	医药商业II	中盘	206	0.3			1.34	1.34
天坛生物	生物制品II	中盘	196	0.3			1.28	1.28
双鹭药业	生物制品II	中盘	192	0.3			1.25	1.25
国药股份	医药商业II	中盘	190	0.3			1.24	1.24
华海药业	化学制药	中盘	174	0.3			1.14	1.14
老百姓	医药商业II	中盘	171	0.3			1.12	1.12
中国医药	医药商业II	中盘	165	0.3			1.08	1.08
健康元	化学制药	中盘	164	0.3			1.07	1.07
人福医药	化学制药	中盘	157	0.3			1.03	1.03
亿帆医药	化学制药	中盘	155	0.3			1.01	1.01
以岭药业	中药II	中盘	152	0.3			1.00	1.00
贵州百灵	中药II	中盘	152	0.3			1.00	1.00
华润双鹤	化学制药	中盘	143	0.3			0.94	0.94
合计					61	57	124	241

注:假设追踪 MSCI 指数的主动型和被动型外资配置比例相同

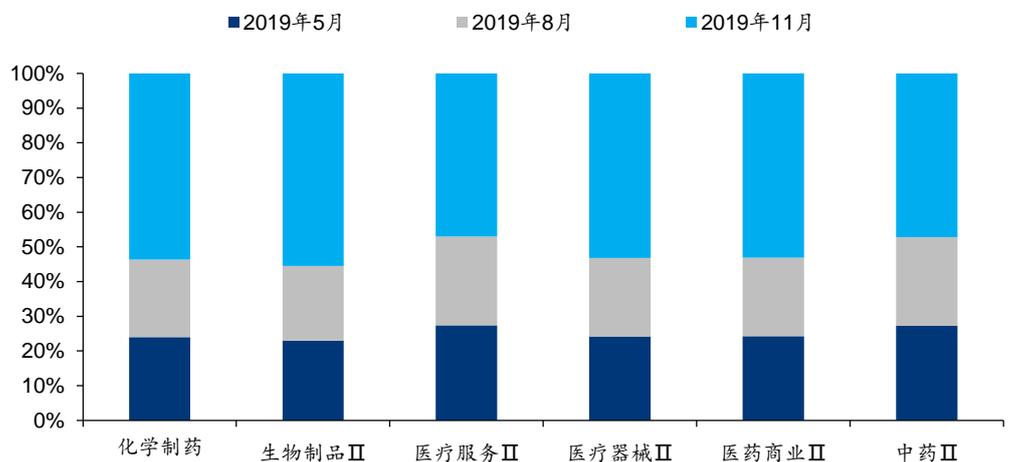
资料来源: MSCI, Wind, 华泰证券研究所

图表18: MSCI 扩容后各医药子行业（申万二级）预计获得的增量资金



资料来源: MSCI, Wind, 华泰证券研究所

图表19: MSCI 扩容后各医药子行业（申万二级）三阶段预计获得的增量资金比例



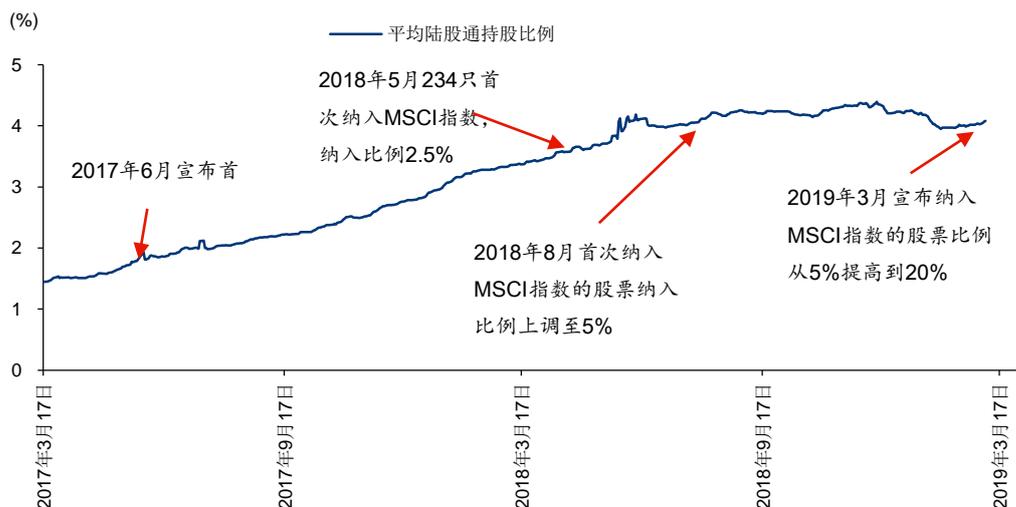
资料来源: MSCI, Wind, 华泰证券研究所

纳入 MSCI 后外资持股明显提高，看好龙头投资机会

在 2017 年 6 月 MSCI 宣布首次纳入 A 股后，我们可通过观测其中 18 只医药股的陆股通持有情况分析 MSCI 影响：

- 1) 持有比例：从宣布纳入之后，这 18 只医药成分股的陆股通持股比例从 1.9% 上升至 4.1%，持股比例提高 2.2pct。我们认为在 MSCI 扩容影响下，外资在 MSCI 的医药成分股持有比例有望进一步提升。
- 2) 持有市值：从宣布纳入之后，这 18 只医药成分股的陆股通持有市值从 250 亿元上升至 596 亿元，增幅翻倍。我们认为未来随着外资持有比例上升，叠加标的的龙头溢价效应，外资通过陆股通持有的市值或可继续提升。

图表20: 2017年3月至今首次纳入MSCI的18只医药股陆股通持股比例与MSCI纳入进度关系



资料来源: MSCI, Wind, 华泰证券研究所

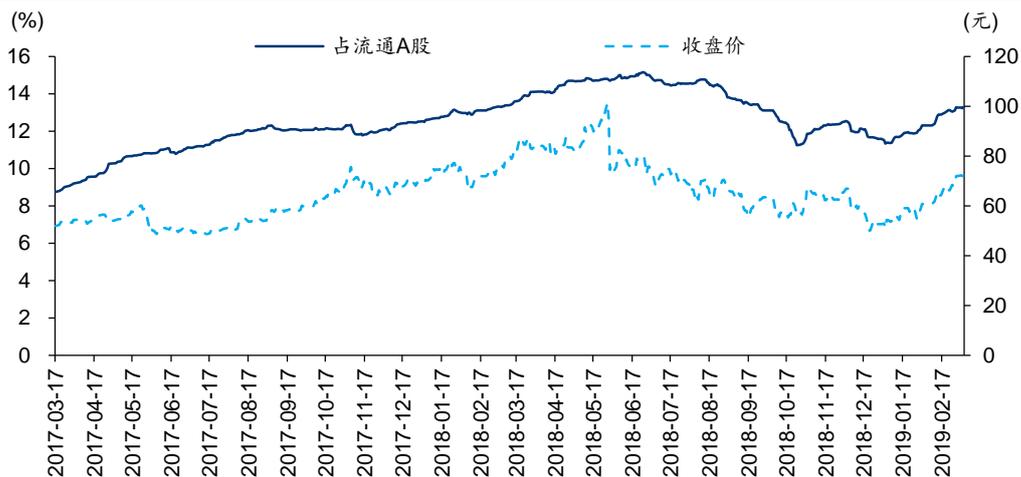
图表21: 2017年3月至今首次纳入MSCI的18只医药股陆股通持有市值与MSCI纳入进度关系



资料来源: MSCI, Wind, 华泰证券研究所

对于外资持股比例高的股票，外资是定价的决定性因素之一。以外资持股比例最高的恒瑞医药为例，恒瑞医药的陆股通持股占比从2017年3月初的8.8%增长至2019年3月6日的13.3%，其股价表现与持股比例呈现明显的正相关，外资成为定价恒瑞医药的核心力量之一。因此，我们认为MSCI扩容后，外资将成为A股医药龙头定价不可忽视的中坚力量。

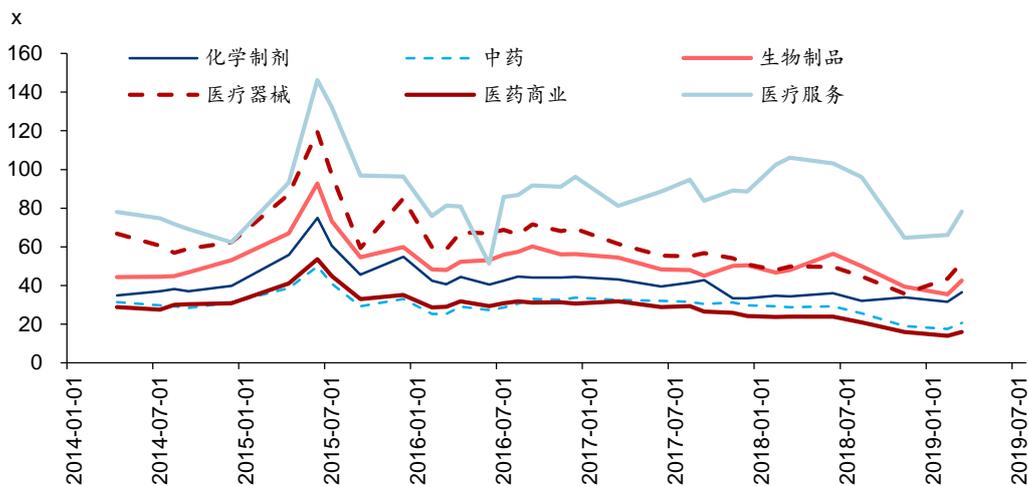
图表22: 2017年3月至今恒瑞医药的股价变化与陆股通持股比例的关系



资料来源: MSCI, Wind, 华泰证券研究所

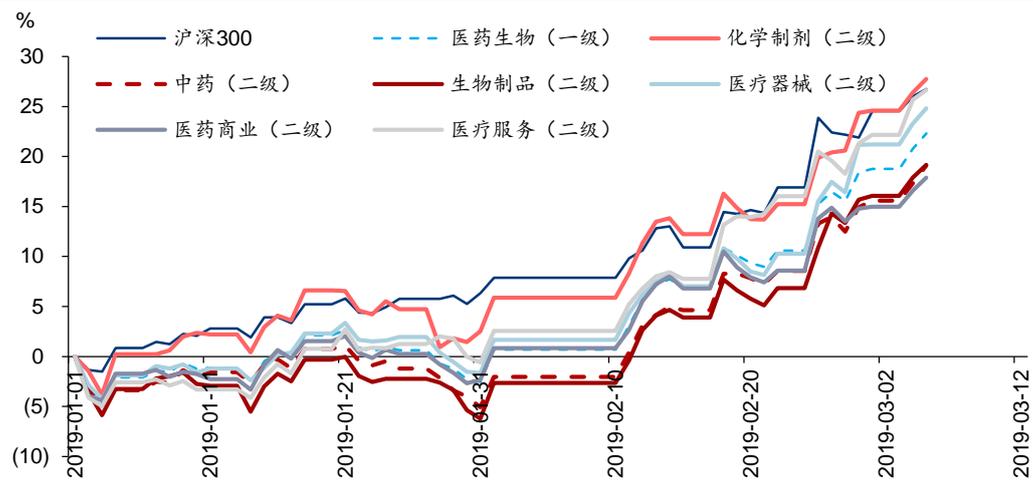
目前医药各子行业市盈率处于近5年较低水平, 仍有上行空间。回顾2014年至今5年时间里, 医药行业整体利润不断增厚, 动态市盈率均处于近5年相对低点, 特别是医药商业和中药板块。同时, 相较沪深300指数今年以来26.8%涨幅, 医药行业指数涨幅为22.3%, 仍有上行空间。因此, 目前我们认为医药板块具备投资价值。

图表23: 2014年至今医药生物子行业(申万二级)动态市盈率



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表24： 今年以来沪深300指数和医药生物指数（申万一级）和子行业指数（申万二级）涨幅对比



资料来源：MSCI, Wind, 华泰证券研究所

考虑到外资对医药龙头的偏爱，以及整体估值处于相对较低位置，我们认为 MSCI 扩容后引入的外资有助于修复医药板块估值，凸显行业龙头价值。

在 MSCI 扩容后的 A 股医药成分股中，我们看好各细分行业龙头如下：

- 1) 化学制剂：恒瑞医药、华东医药；
- 2) 生物制品：长春高新、通化东宝、华兰生物、康泰生物；
- 3) 医疗器械：迈瑞医疗、鱼跃医疗；
- 4) 中药：片仔癀；
- 5) 药店：老百姓、益丰药房；
- 6) 医药流通：国药一致、国药股份；
- 7) 医疗服务：爱尔眼科；

风险提示

- 1) 药品集采推进超预期：如果药品集采各地区快速联动且覆盖品类大幅拓展，会对药企盈利造成很大影响。
- 2) 医保药品和耗材支出增长大幅放缓：医保是药品和耗材的核心支付方，如果增长放缓，可能会影响行业增长。
- 3) 财政对设备采购支持力度减弱：医疗设备采购资金来源是财政和自筹，财政拨款对于基层医疗设备采购尤为重要，如果支持减弱，基层医疗设备市场将受到明显影响。

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com