

多重利好带来流动性回升, 阶段性 β 收益机会

最近一年行业指数走势



联系信息

沈瑞

SAC 证书编号: S0160517040001

shenr@ctsec.com

张文录

SAC 证书编号: S0160517100001

zhangwenlu@ctsec.com

分析师

021-68592283

分析师

相关报告

- 1 《创新药及器械公司更适用 DCF 估值模型 (5P): 科创板医药行业估值方法》 2019-06-20
- 2 《USTR 的 3000 亿美金态度影响反弹进程, 不改反弹方向: 医药生物漫谈第八十三期》 2019-06-17
- 3 《行业事件频发, 坚持创新引领未来: 医药生物漫谈第八十二期》 2019-06-10

● 上涨的逻辑依然在流动性带来的估值回升, 有阶段性 β 收益机会

过去两年多 A 股龙头公司估值的提升与外资的涌入有直接关系。对于医药来说, 今年这一波上涨还是和外资有直接关系, 我们重点跟踪的 90 家医药公司陆港通持股市值从 2 月 1 日的 633 亿到 6 月 21 日的 850 亿, 增加 34%; 其总市值由 19593 亿增加至 23110 亿, 增加 18%。显而易见, 医药的上涨与外资持股上升的关系。那么接下来外资等还会持续涌入么? 我们判断, 对于 A 股的逻辑, 首要的还是流动性驱动的估值提升, 国内消费升级、新旧动能转换和来自美国的压力等, 都是一个相当长的过程演进, 政策依然是底线思维, 稳字当头, 盈利端改善驱动的上漲可能未来一段时间上下空间都不大。流动性上升与国内外政策和市场环境有重要关系。第一, 主要经济体的降息为国内政策的制定腾出了空间; 第二, 国内政策重新支持上市公司并购重组和再融资等是对中小盘形成实质性利好; 鼓励更多的资金入市, 继 MSCI 后, 富时罗素将中国 1005 家公司正式纳入全球指数; 第三, 行业估值情况, 按照美股医药股目前超过 52000 亿美金以上市值, 今年 1380 亿美金净利润, 预测 PE 38 倍, 净利润复合增速 11%; A 股医药的 TTM-PE 仅 34 倍, 预计 18% 的业绩增速, 显然 A 股医药性价比更高。以上政策让未来一段时间不止绝对龙头在上涨, 市场还在外溢, 有阶段性 β 收益机会。

● 医药行业政策上, 持续提醒关注第三季度的“4+7”的衍变。

尊重历史发展规律, 医改方向正确。坚持几个方向性的判断: 制定以政府药品集采为突破口进一步深化医改文件; 制定互联网诊疗收费和医保支付的政策文件。上述两个政策是促进医药分家的关键政策。自上而下方向性选择, 创新药、医疗器械中的设备、药店与服务、血制品与疫苗等不变。中期关注低估值或持续高成长、长逻辑向好个股, 重点推荐: 东诚药业、鱼跃医疗、开立医疗、华兰生物、安科生物、安图生物、康缘药业和金城医药等。

风险提示: 市场剧烈波动风险; 政策冲击风险

表 1: 重点公司投资评级

代码	公司	总市值 (亿元)	收盘价 (06.21)	EPS (元)			PE			投资评级
				2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	
002675	东诚药业	91.21	11.37	0.35	0.49	0.63	32.49	23.20	18.05	买入
300233	金城医药	74.70	19.00	0.67	1.54	1.48	28.36	12.34	12.84	买入
002223	鱼跃医疗	240.69	24.01	0.73	0.90	1.12	32.89	26.68	21.44	买入
002007	华兰生物	404.08	28.80	1.13	1.53	1.78	25.49	18.82	16.18	买入
300595	欧普康视	154.56	38.27	0.96	1.38	1.94	39.86	27.73	19.73	买入
300009	安科生物	173.83	16.55	0.25	0.33	0.55	66.20	50.15	30.09	买入

数据来源: Wind, 财通证券研究所

内容目录

1、医药生物漫谈八十四期:	3
2、本周市场回顾.....	3
2.1 医药生物行业一周表现.....	3
2.2 子行业及个股一周表现.....	4
2.3 行业估值变化.....	5
3、重要报告摘要.....	6
3.1 行业专题报告:科创板医药行业估值方法:创新药及器械公司更适用 DCF 估值模型 (5P)	6
4、周新闻资讯	6
5、风险提示	7

图表目录

图 1: 一年以来医药生物板块与沪深 300 和创业板涨幅比较	4
图 2: 上周各行业涨跌幅一览 (单位: %)	4
图 3: 医药生物子行业涨跌幅 (单位: %)	5
图 4: 2010 年至今医药生物板块估值变化 (TTM、整体法、剔除负值)	6

表 1: 重点公司投资评级	1
表 2: 本周个股涨幅前十.....	5
表 3: 本周个股跌幅前十.....	5

1、医药生物漫谈八十四期：

上涨的逻辑依然在流动性带来的估值回升，有阶段性 β 收益机会

过去两年多 A 股消费股包括医药行业龙头公司估值的提升，毫无疑问外资的涌入有直接关系。对于医药来说，今年这一波上涨还是和外资有直接关系，我们重点跟踪的 90 家医药公司陆港通持股市值从 2 月 1 日的 633 亿到 6 月 21 日的 850 亿，增加 34%。这 90 家公司的总市值由 19593 亿增加至 23110 亿，增加 18%。显而易见，医药的上涨与外资持股比重上升的关系。那么接下来外资等还会持续涌入么？我们判断，对于医药乃至 A 股的逻辑，未来一段时间首要的还是流动性驱动的估值提升，国内消费升级、新旧动能转换和来自美国的压力等，都是一个相当长的过程演进，政策依然是底线思维，稳字当头，盈利端改善驱动的上漲可能未来一段时间向上或者向下空间都不大。流动性上升与国内外政策和市场环境有重要关系。第一，主要经济体的降息为国内政策的制定腾出了空间；第二，国内政策重新支持上市公司并购重组和再融资等是对中小盘形成实质性利好；鼓励更多的资金入市，包括外资和保险、银行资金等，继 MSCI 中国比重从 5% 提升至 10%，纳入 435 家公司外，富时罗素将中国 1005 家公司正式纳入全球指数；第三，医药行业估值情况，似乎国内投资人觉得 A 股医药不便宜，但是和美股相比，还是很便宜。按照美股医药股目前超过 52000 亿美金以上市值，今年 1380 亿美金净利润，预测市盈率 38 倍，净利润复合增速 11%；A 股医药的 TTM-PE 仅 34 倍，预计 18% 的业绩增速，显然 A 股医药性价比更高。以上政策让未来一段时间不止绝对龙头在上涨，市场还在外溢，有阶段性 β 收益机会。

医药行业政策上，持续提醒关注第三季度的“4+7”的衍变。

尊重历史发展规律，医改方向正确、创新是未来。坚持几个方向性的判断：制定以政府药品集采为突破口进一步深化医改文件；制定互联网诊疗收费和医保支付的政策文件。上述两个政策是促进医药分家的关键政策。自上而下方向性选择，创新药、医疗器械中的设备、药店与服务、血制品与疫苗等不变。中期关注低估值或持续高成长、长逻辑向好个股，重点推荐：东诚药业、鱼跃医疗、开立医疗、华兰生物、安科生物、安图生物、康缘药业和金城医药等。

2、本周市场回顾

2.1 医药生物行业一周表现

本周沪深 300 指数上升 4.90%、创业板指上升 4.80%。行业板块全面上涨，非银金融(+10.16%)、计算机(+7.55%)、传媒(+6.37%)涨势居前，医药生物(+5.00%)涨跌幅在 28 个子行业中排在第 7 位。

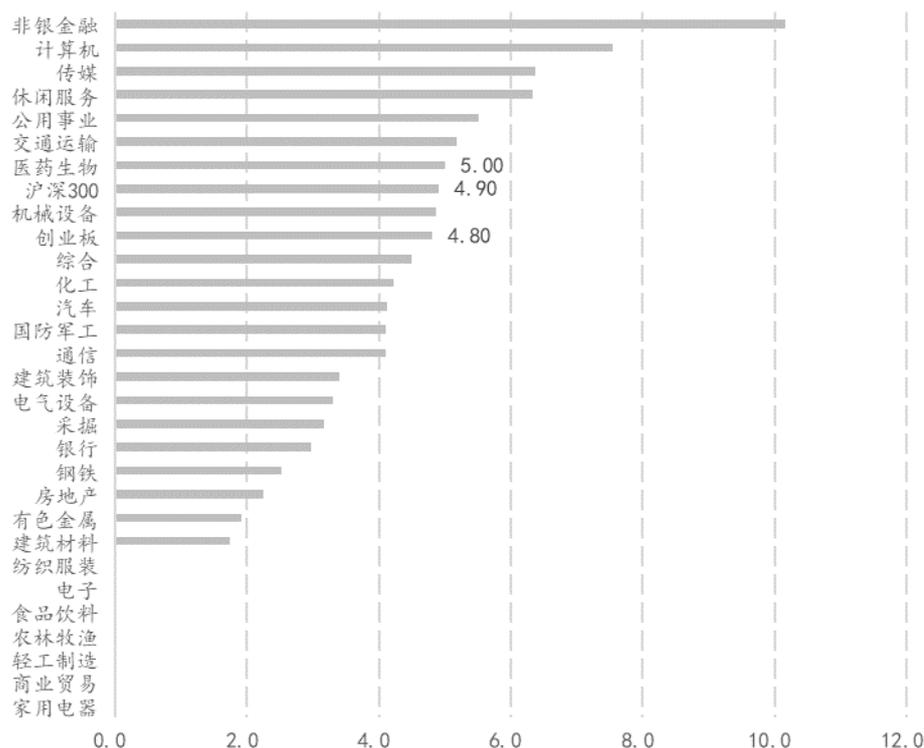
图 1：一年以来医药生物板块与沪深 300 和创业板涨幅比较



数据来源：wind, 财通证券研究所

图 2：上周各行业涨跌幅一览（单位：%）

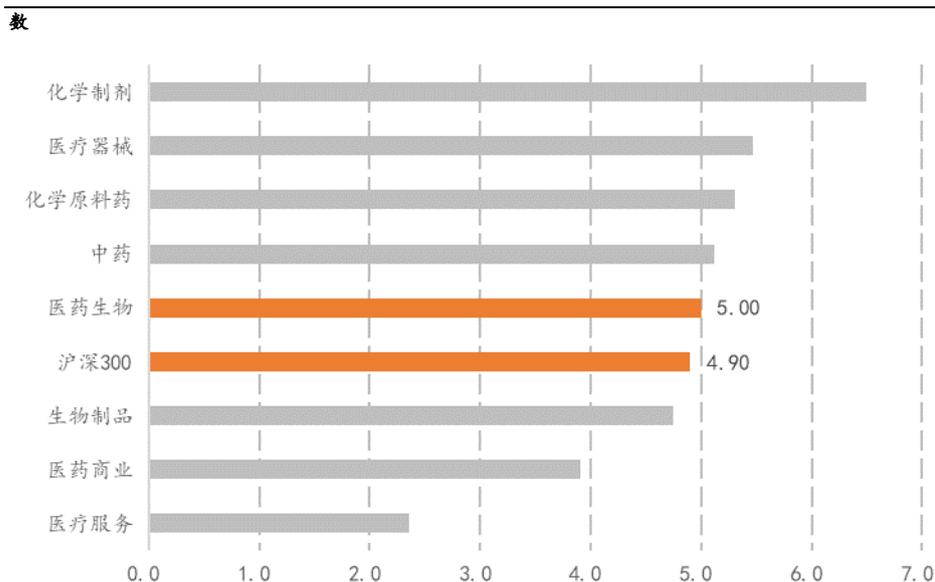
数据



来源：wind, 财通证券研究所

2.2 子行业及个股一周表现

医药生物子行业各板块全面上涨，化学制剂 (+6.50%)、医药器械 (+5.47%)、化学原料药 (+5.31%)、中药 (+5.12%)、生物制品 (+4.74%)、医药商业 (+3.91%)、医疗服务 (+2.36%) 均表现出不同幅度涨幅。

图 3：医药生物子行业涨跌幅（单位：%）


数据来源：Wind,财通证券研究所

个股方面，昆药集团（+51.85%）、润都股份（+50.78%）、兴齐眼药（+21.44%）涨幅居前；ST康美（-11.15%）、我武生物（-5.24%）、药石科技（-4.29%）相对表现不佳。

表 2：本周个股涨幅前十

股票代码	公司名称	涨跌幅 (%)
600422.SH	昆药集团	51.85
002923.SZ	润都股份	50.78
300573.SZ	兴齐眼药	21.44
300406.SZ	九强生物	20.62
603998.SH	方盛制药	18.67
002107.SZ	沃华医药	18.48
300584.SZ	海辰药业	16.32
300453.SZ	三鑫医疗	15.11
600572.SH	康恩贝	14.93
300030.SZ	阳普医疗	14.73

数据来源：Wind，财通证券研究所

表 3：本周个股跌幅前十

股票代码	公司名称	涨跌幅 (%)
600518.SH	ST康美	-11.15
300357.SZ	我武生物	-5.24
300725.SZ	药石科技	-4.29
300630.SZ	普利制药	-4.16
002044.SZ	美年健康	-4.04
002102.SZ	ST冠福	-4.03
000004.SZ	国农科技	-3.70
603108.SH	润达医疗	-2.86
002411.SZ	延安必康	-1.22
300633.SZ	开立医疗	-1.14

数据来源：Wind，财通证券研究所

2.3 行业估值变化

上周医药生物板块估值为 29.55，低于 2010 年至今估值均值 37.41。相对沪深 300 估值溢价率为 146.55%。

图 4：2010 年至今医药生物板块估值变化（TTM、整体法、剔除负值）



数据来源：Wind, 财通证券研究所

3、重要报告摘要

3.1 行业专题报告：科创板医药行业估值方法：创新药及器械公司更适用 DCF 估值模型（5P）

● 医药占科创板行业总申报量的 22%

生物医药是科创板六大行业之一，主要包括生物制品、高端化学药、高端医疗设备与器械及相关技术服务等。科创板拟上市医药公司截止目前 24 家。药企有 7 家，分为三小类，创新药包括微芯生物、复旦张江，普通化药 1 家，生物制品 4 家。器械类最多有 14 家，细分为三小类，IVD 包括热景生物等四家，高值耗材方面包括心脉医疗、华熙生物科技等五家，设备方面包括贝斯达、海尔生物、安翰科技、南微医学、祥生医疗。创新服务（含 cmo）有美迪西、诺康达、泰坦科技等。

● 创新药创新器械更适合改良 DCF 模型（5P）

改良 DCF 模型（5P）存在分阶段的特点，比较适用于目前还没有收入的创新药或者创新高值耗材。由于该模型关键在于新药成功率（Possibility）、患者池（Patient）、渗透率（Penetration）、定价（Price）、专利（Patents）的判断而得名。创新器械耗材也类似，有细微差别，比如推广较慢专利断崖不明显，获批更容易等。在创新药估值的基础上，还有一种简化的创新药估值方法（PS 法），根据峰值的销售收入来评估，创新药市值一般经验数据是销售峰值的 3 倍。本文以微芯生物、心脉医疗为例进行了说明。

● 相对估值法 PE/PEG 适合稳健成长型企业

PE/PEG 方法主要适用于有利润的公司，对于医药公司特别是科创板公司而言，由于成长性较好，PEG 方法使用较多。比如市场空间广阔的美容耗材，偏消费属性，具备长期的稳健的成长性。其次是医疗创新服务领域，行业保持稳健增长，成长性强。再次是一般的化药和生物药，往往也有比较强的成长性。本文以华熙生物为例做了说明。

● 事件驱动型 NCF 估值适用波动较大的公司

CRO、CMO 和疫苗领域，由于订单和事件驱动较为明显，因此需要用 NCF 绝对估值的方法进行估值。结合风险资本、政策、订单爆发情况以及疫情发展等情况进行判断。本文以美迪西为例进行了说明。

● 风险提示：各种估值方法均有假设存在误差

4、周新闻资讯

6 月 20 日，国家卫健委公布《第一批鼓励仿制药品目录建议清单》。该目录清单

是国家卫健委联合科技部、工业和信息化部、国家药监局、知识产权局等部门组织专家对国内专利到期和专利即将到期尚没有提出注册申请、临床供应短缺（竞争不充分）以及企业主动申报的药品进行遴选论证而提出，其中共计 34 个品种。公示期为 5 个工作日。

6 月 20 日下午，上海市卫生健康委召集 7 家第三方预约挂号平台，进一步明确有关预约挂号管理规定，要求规范、诚信提供预约服务，不得提供任何形式的加价预约挂号服务。同时，约谈上海挂号网（优医岛）立即整改加价挂号的违规行为。

6 月 18 日晚间，国家卫健委发布了《关于印发医疗机构医用耗材管理办法（试行）的通知》。该份文件发布在北京医耗联动改革后，对医用耗材从采购、储存、使用、追溯、监测、评价、监督等方面都做了相关要求，此举无疑将进一步破除以耗养医，规范诊疗行为，健全现代医院管理制度。

5、风险提示

市场剧烈波动风险；新药上市不确定性风险

信息披露**分析师承诺**

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
中性：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平-5%以下。

免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。