



每週經濟視點

2016年9月14日

研究部聯席主管

陳宋恩

電話: 852-21478805

電郵: philipchan@abci.com.hk

分析員

潘泓興

電話: 852-21478829

電郵: paulpan@abci.com.hk

宏觀政策利好中國醫藥行業

- 醫藥行業相關的財政政策和保險在群眾中的普及率上升將會有利於醫藥行業
- 醫藥行業 CPI 和 PPI 的差異加大和該行業高於平均值的零售銷售增長顯示市場環境有利於醫藥行業下游企業，其中包括批發商和零售商
- 醫藥製造企業對於增加固定資產投資持謹慎態度
- 恆生內地醫療保健指數的 16 年預測市盈率 and 16 年預測市淨率分別為 17.4 倍和 2.57 倍

政府財政政策有利醫藥行業。我們相信，中國政府正在建立更加完善的社會保障體系。據財政部資料，1-8 月公共財政支出同比增長 12.7%。同期，在醫療衛生和計劃生育（醫療衛生）方面的公共財政支出達到 8787 億元人民幣，同比增長 19.8%，占公共財政支出的比例達到 7.6%。同時，醫療衛生方面的公共財政支出增速比教育的支出增速高 8.1 個百分點。相對高的醫療衛生公共財政支出增速將會使醫藥行業得益。（圖表 1）

健康保險業的蓬勃發展為醫藥行業帶來更多商機。健康和意外保險保費收入在 2016 年增速加快。健康和意外保險的保費收入在 2015 年達到 3050 億元人民幣，同比增長 43%；而在 2016 年 1-7 月，此類保費收入已經超過上年全年的金額，達到 3190 億元人民幣，同比增長 78%。當日後這些保險合同實現理賠時，對應的保費金額將會最終流入醫藥市場。（圖表 2）

通脹資料顯示醫藥市場的終端需求強勁。藥品和保健服務的 CPI 水準高於全國的水準，顯示批發商或零售商具有提價的能力。消費品 CPI 和消費服務 CPI 在今年頭 8 個月分別同比增長 1.9% 和 2.1%。而中藥、西藥以及醫療服務的 CPI 在今年頭 8 個月分別同比增長 4.7%、3.6%、3.3%。財政支出和保險業務的增加使中國消費者對醫藥產品和服務的支出承受能力加強。（圖表 3-5）

醫藥產品的零售銷售增速高於全國水準。中西藥的零售銷售在今年頭 8 個月同比增長 12.6%，比全國的增速高 2.4 個百分點。收入的持續增長、政府的支持、健康和意外保險業務的上升都將會繼續提高消費者在醫藥市場的購買力。（圖表 7）

對進口醫藥產品的需求依然強勁。根據中國海關資料，今年頭 8 個月的總進口額同比下跌 2.9%。然而同期醫藥產品的進口總金額則同比增長 15.3%，總進口量同比增長 17.2%。同期，水果、穀物、大豆和食用植物油的進口金額則同比下降 4.1%、34.0%、1.0%、15.6%。對於進口醫藥產品的強勁需求體現出國內消費者的購買力增強，導致國內的醫藥產品無法滿足其需求。（圖表 8）

集中採購政策削弱藥品廠商的議價能力。儘管下游的批發商和零售商具有提價的能力，但是上有的藥品廠商卻面對提價困難的局面。我們相信，醫院及連鎖藥房的集中採購政策將會削弱藥品廠商的議價能力。在今年頭 8 個月，藥品廠商的出場價 PPI 僅同比增長 0.3%。這意味著醫藥產品的 CPI 和 PPI 之間的差異達到 3.3%-4.4%，導致藥品批發商和藥店運營商將會享受到更高的毛利率。（圖表 6）

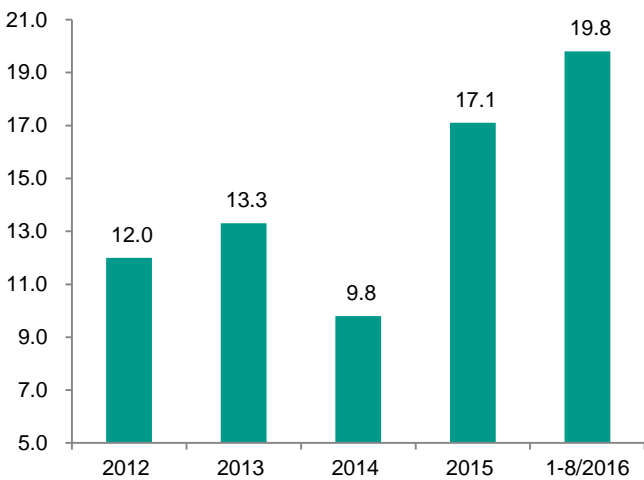


醫藥製造行業工業增加值增速高於平均值，暗示行業的利潤增速保持在健康水準。製藥行業的工業增加值在今年頭 8 個月同比增長 10.6%，比全國平均水準高 4.6 個百分點。這意味著藥品廠商的收入和利潤增速正在不斷上升。(圖表 9)

製藥行業的收入和利潤增速達到雙位數。據統計局資料，工業企業的總收入和利潤在今年頭 7 個月同比增傷 3.3%和 6.9%。其中，醫藥製造行業的收入和利潤今年頭 7 個月分別達到 15151.4 億元人民幣和 1573.3 億元人民幣；增速分別達到 10.0%和 13.8%，高於全國整體製造業水準。此外，製藥行業的利潤增速高於收入增速，暗示著製藥行業的利潤率正在改善。製藥行業的抗週期能力相對較強。

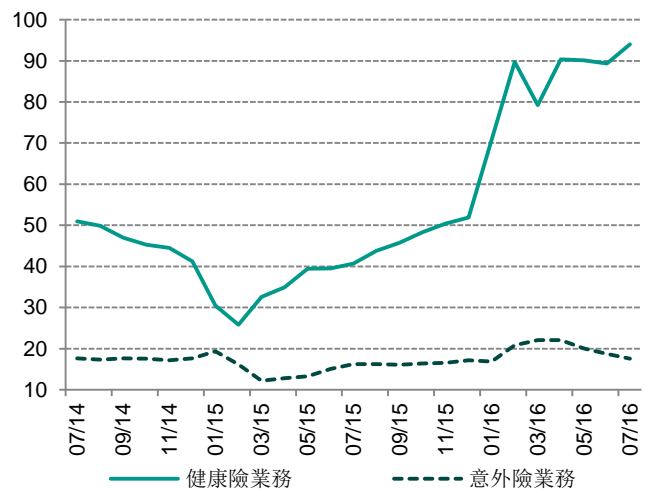
醫藥製造業對未來預期樂觀，但並未因此加快擴大資產規模。醫藥製造行業的固定資產投資在今年頭 8 個月同比增長 9.0%，比整體製造業的固定資產投資增速高出 6.2 個百分點。製藥行業的 FAI 累計同比增速在今年一季度、今年上半年和今年頭 8 個月分別達到 12.1%、11.7%、9.0%。我們相信，製藥行業相對穩定的利潤率是藥品製造商加大投資力度的其中一個誘因，但是對於產能過剩的擔憂使它們更謹慎對待投資。外國投資者對於醫藥行業也較為樂觀。根據商務部資料，在製藥行業和醫藥器械製造行業的外商直接投資在今年頭 7 個月分別同比增長 91.4%和 80.5%。(圖表 10)

圖表 1: 全國財政支出-醫療衛生與計劃生育(同比%)



來源: 財政部、農銀國際證券

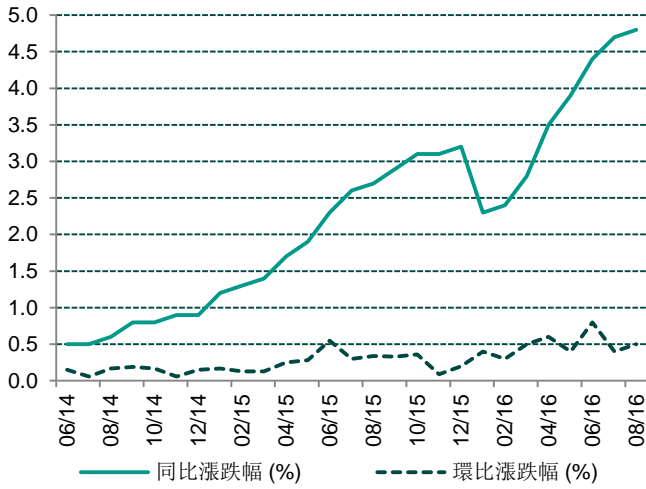
圖表 2: 保費收入增長 (累計同比%)



來源: 中國保監會、農銀國際證券

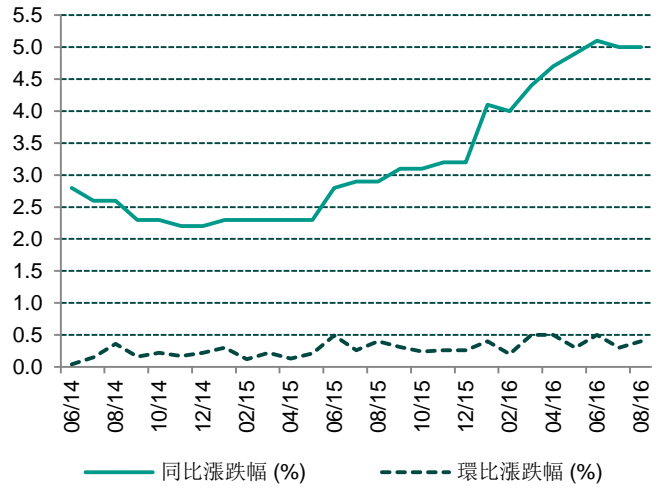


圖表 3: 西藥 CPI



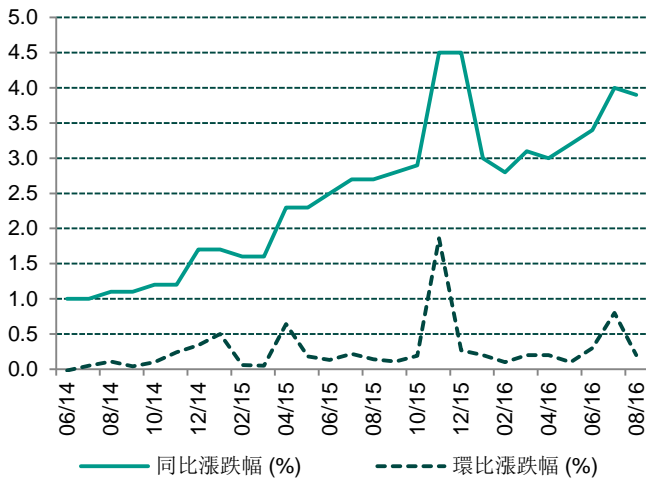
來源: 統計局、農銀國際證券

圖表 4: 中藥 CPI



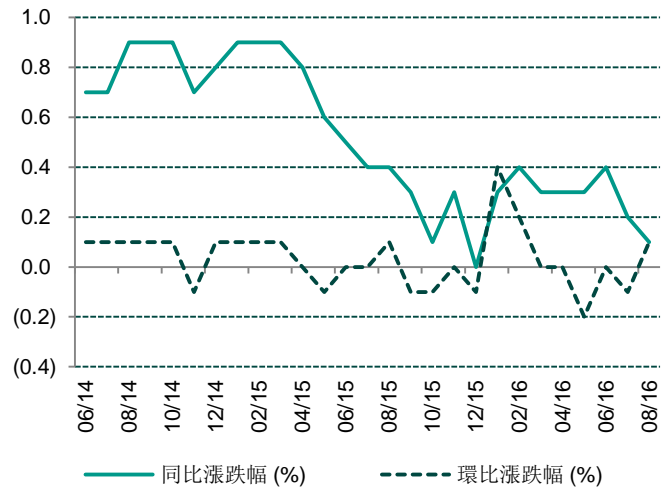
來源: 統計局、農銀國際證券

圖表 5: 醫療服務 CPI



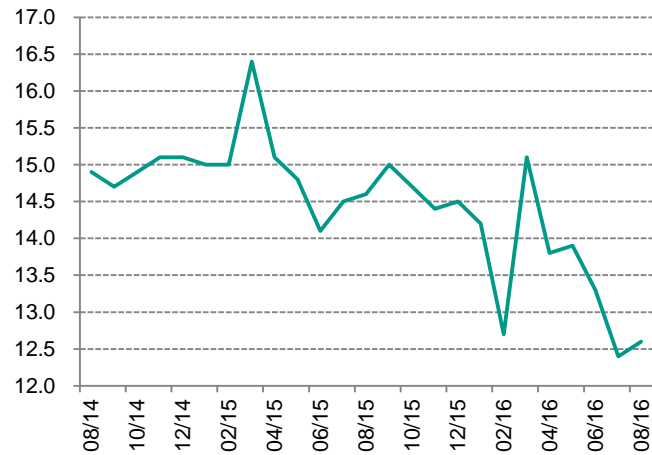
來源: 統計局、農銀國際證券

圖表 6: 醫藥製造業出廠價 PPI



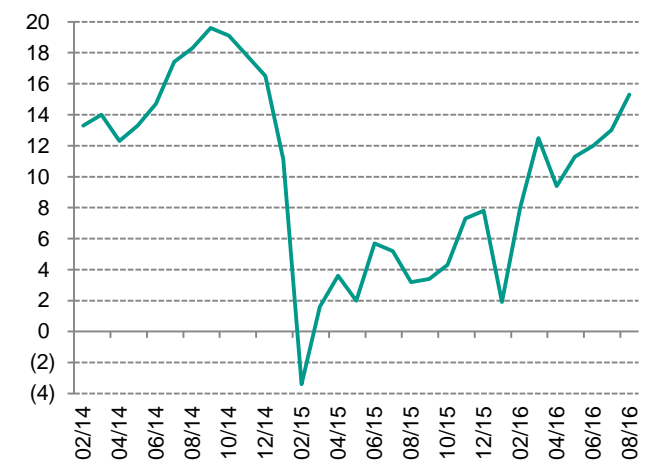
來源: 統計局、農銀國際證券

圖表 7: 中西藥品零售銷售增長 (累計同比%)



來源: 統計局、農銀國際證券

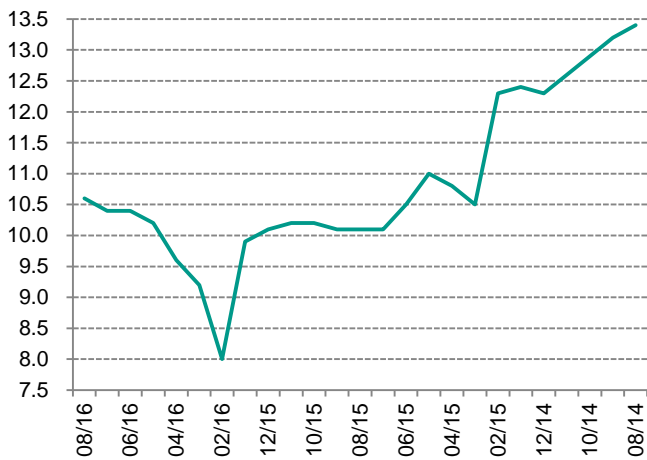
圖表 8: 藥品進口增速 (累計同比%)



來源: 中國海關、農銀國際證券

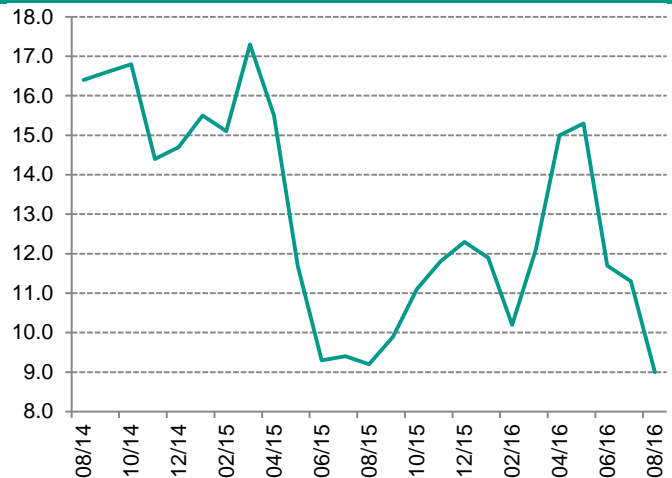


圖表 9: 製藥行業增加值 (累計同比%)



來源: 統計局、農銀國際證券

圖表 10: 製藥行業的固定資產投資增速 (累計同比%)



來源: 統計局、農銀國際證券

圖表 11: 中國醫藥工業的各子行業的收入情況

行業	2015 年			16 年上半年		
	收入 (人民幣 億元)	變動 (同比%)	占整體比例 (%)	收入 (人民幣 億元)	變動 (同比%)	占整體比例 (%)
化學藥品原料藥製造	4614	9.8	17.2	2363	9.6	17.3
化學藥品製劑製造	6816	9.3	25.4	3587	11.1	26.3
中藥飲片加工	1700	12.5	6.3	866	13.0	6.4
中成藥生產	6167	5.7	22.9	3051	8.2	22.4
生物藥品製造	3164	10.3	11.8	1491	9.3	10.9
衛生材料及醫藥用品製造	1859	10.7	6.9	979	10.6	7.2
製藥專用設備製造	182	8.9	0.7	79	6.5	0.6
醫療儀器設備及器械製造	2382	10.3	8.9	1220	12.6	9.0
醫藥工業	26885	9.0	100.0	13636	10.1	100.0

來源: 中國工信部、農銀國際證券

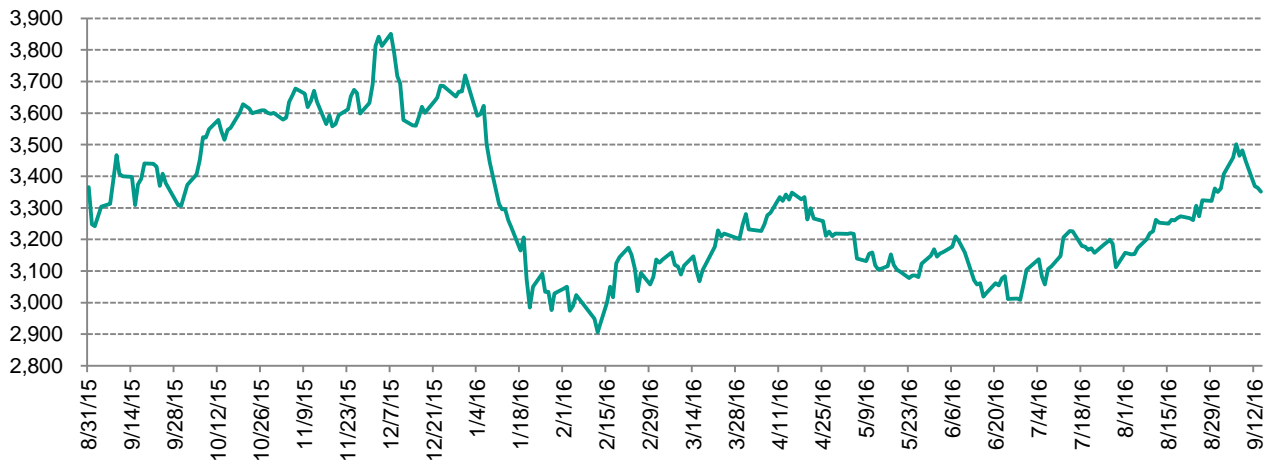
圖表 12: 中國醫藥工業的各子行業的利潤情況

行業	2015 年			16 年上半年		
	利潤 (人民幣 億元)	變動 (同比%)	占整體比例 (%)	利潤 (人民幣 億元)	變動 (同比%)	占整體比例 (%)
化學藥品原料藥製造	351	15.3	12.7	207	33.3	14.3
化學藥品製劑製造	817	11.2	29.5	453	16.2	31.2
中藥飲片加工	124	18.8	4.5	60	13.3	4.2
中成藥生產	668	11.4	24.2	326	6.1	22.5
生物藥品製造	387	15.8	14.0	186	5.1	12.8
衛生材料及醫藥用品製造	170	13.0	6.1	88	9.3	6.1
製藥專用設備製造	19	1.6	0.7	6	-4.3	0.5
醫療儀器設備及器械製造	233	5.3	8.4	122	29.3	8.4
醫藥工業	2768	12.2	100.0	1450	14.6	100.0

來源: 中國工信部、農銀國際證券

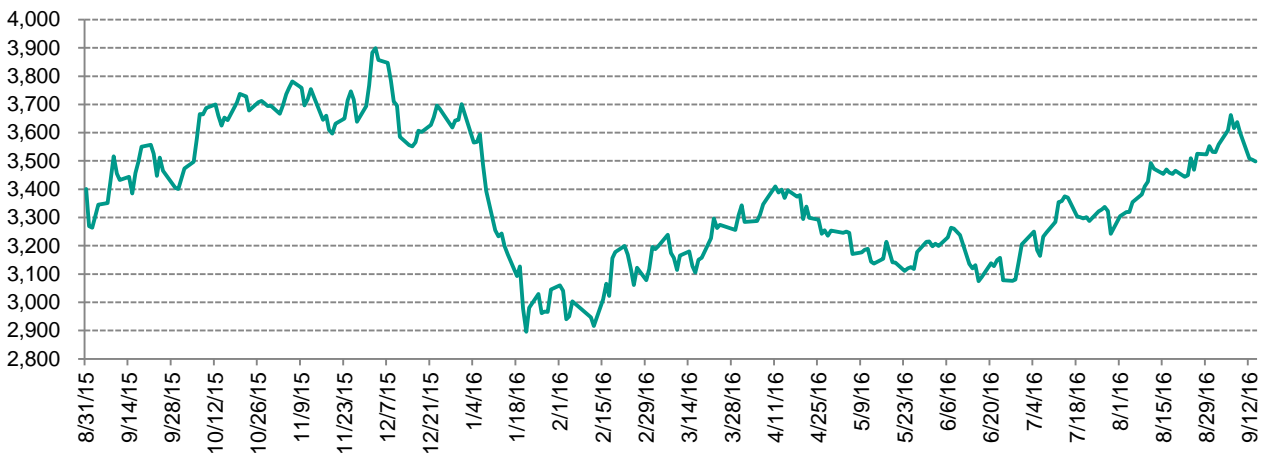


圖表 13: 恆生醫療保健指數 (HSHCI)



來源: 彭博、農銀國際證券

圖表 14: 恆生中國內地醫療保健指數 (MSMHI)



來源: 彭博、農銀國際證券

圖表 15: 恆生中國內地醫療保健指數 - 盈利能力比較

代碼	公司	香港上市 市值 (港元 百萬)	平均資產 收益率 (%)	平均股本 收益率 (%)	5 年平均 股本收益率 (%)	毛利潤率 (%)	3 年平均 毛利潤率 (%)	資產/股本 (倍)
1099	國藥控股 H	45,208	3.03	14.70	11.57	8.20	8.13	3.40
1093	石藥集團	45,873	13.48	21.74	16.99	45.82	38.51	1.54
1177	中國生物製藥	36,987	10.58	23.70	21.57	77.67	77.19	1.58
867	康哲藥業	32,384	14.88	21.50	22.59	57.58	56.10	1.20
1530	三生製藥	20,233	11.78	16.05	-	85.54	89.43	1.18
460	四環醫藥	17,729	10.61	12.21	15.50	70.35	65.03	1.10
570	中國中藥	17,239	5.57	8.21	12.56	59.15	60.12	1.54
2186	綠葉製藥	16,672	11.45	14.27	-	81.44	82.01	1.22
2607	上海醫藥 H	15,663	4.13	10.37	9.41	11.88	12.28	2.20
1066	山東威高 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= 香港上市股份 x 股價

來源: 彭博、農銀國際證券

**圖表 16: 恒生中國內地醫療保健指數 - 市場估值**

代碼	公司	股價 (港元)	2016 預 市盈率 (倍)	2016 預 市淨率 (倍)	2016 預 股息率 (%)	2017 預 市盈率 (倍)	2017 預 市淨率 (倍)	2017 預 股息率 (%)
1099	國藥控股 H	37.90	19.83	2.69	1.51	17.44	2.37	1.71
1093	石藥集團	7.58	21.84	4.49	1.72	17.92	3.88	2.08
1177	中國生物製藥	4.99	18.28	3.77	0.96	15.99	3.12	1.14
867	康哲藥業	13.02	20.93	4.22	1.30	17.30	3.51	1.75
1530	三生製藥	7.99	22.90	2.77	-	17.31	2.41	0.09
460	四環醫藥	1.77	8.01	1.27	2.43	8.01	1.13	2.63
570	中國中藥	3.89	14.05	1.20	1.17	12.03	1.12	1.58
2186	綠葉製藥	5.02	16.17	2.14	-	14.29	1.87	0.30
2607	上海醫藥 H	20.45	14.81	1.47	1.89	13.38	1.36	2.13
1066	山東威高 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

來源：彭博、農銀國際證券



中國經濟資料

	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
實際國民生產總值 (同比%)	---	---	6.9	---	---	6.8	---	---	6.7	---	---	6.7	---	---
出口增長 (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)
進口增長 (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
貿易餘額 (美元/十億)	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
零售額 (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
工業增加值 (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
製造業 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
非製造業 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
固定資產投資(累計同比%)	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
消費物價指數 (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
生產者物價指數 (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)
廣義貨幣供應量 (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
新增貸款 (人民幣/十億)	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
總社會融資 (人民幣/十億)	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

世界經濟/金融資料

股指			大宗商品					債券收益率及主要利率				
收市價	周變化 (%)	市盈率	計價單位/貨幣	價格	周變化 (%)	5日平均交易量	息率 (%)	周變化 (基點)				
美國			能源					美國聯邦基金目標利率				
道瓊斯工業平均指數	18,066.75	(0.10)	17.40	紐約商品交易所輕質低硫原油實物期貨合約	美元/桶	45.19	(1.50)	685,162	0.50	0.00		
標準普爾 500 指數	2,127.02	(0.04)	19.97	ICE 布倫特原油現金結算期貨合約	美元/桶	47.32	(1.44)	270,480	3.50	0.00		
納斯達克綜合指數	5,155.26	0.57	40.13	紐約商品交易所天然氣期貨合約	美元/百萬英熱單位	2.93	4.83	166,260	1.00	0.00		
MSCI 美國指數	2,027.52	(0.04)	20.65	中國秦皇島環渤海動力煤價格指數 ²	人民幣/公噸	546.00	8.55	N/A	美國 1 年期國債	0.2390	1.08	
歐洲			普通金屬					美國 5 年期國債				
富時 100 指數	6,709.13	(1.00)	55.57	倫敦金屬交易所鋁期貨合約	美元/公噸	1,548.25	(0.72)	12,486	1.2341	1.16		
德國 DAX30 指數	10,415.75	(1.49)	24.16	倫敦期貨交易所鋁期貨 3 個月轉遞交易合約	美元/公噸	1,565.00	(0.86)	42,622	美國 10 年期國債	1.7185	4.36	
法國 CAC 40 指數	4,387.38	(2.32)	22.58	COMEX 銅期貨合約	美元/磅	4,637.00	0.40	12,237	日本 10 年期國債	(0.021)	(0.60)	
西班牙 IBEX 35 指數	8,725.20	(3.33)	21.67	倫敦金屬交易所銅期貨 3 個月轉遞交易合約	美元/公噸	4,650.00	0.37	44,508	中國 10 年期國債	2.7730	(3.70)	
義大利 FTSE MIB 指數	16,537.90	(3.61)	38.69	貴金屬					歐洲央行基準利率 (再融資利率)	0.00	0.00	
Stoxx 600 指數	339.94	(1.61)	26.44	COMEX 黃金期貨合約	美元/金衡盎司	1,326.20	(0.62)	174,814	美國 1 月期銀行同業拆借固定利率	0.5277	0.08	
MSCI 英國指數	1,940.37	(1.70)	58.73	COMEX 銀期貨合約	美元/金衡盎司	19.13	(1.23)	60,676	美國 3 月期銀行同業拆借固定利率	0.8558	0.36	
MSCI 法國指數	124.77	(2.10)	20.77	紐約商品交易所鈾金期貨合約	美元/金衡盎司	1,043.90	(2.21)	15,715	隔夜上海同業拆借利率	2.1280	4.30	
MSCI 德國指數	132.63	(1.60)	23.72	農產品					1 月期上海同業拆借利率	2.6860	0.90	
MSCI 義大利指數	47.06	(3.80)	39.00	2 號平價黃玉米及其替代品期貨合約	美元/蒲式耳	330.00	(3.23)	161,721	香港 3 月期銀行同業拆借固定利率	0.5900	0.96	
亞洲			農產品					公司債券 (穆迪)				
日經 225 指數	16,614.24	(2.07)	20.65	小麥期貨合約	美元/蒲式耳	400.50	(0.74)	54,286	Aaa	3.43	0.00	
澳大利亞 S&P/ASX 指數	5,227.69	(2.09)	23.59	11 號糖期貨合約	美元/蒲式耳	20.94	1.21	78,134	Baa	4.36	2.00	
恒生指數	23,190.64	(3.77)	12.43	2 號平價黃豆及其替代品期貨合約	美元/蒲式耳	946.25	(3.47)	98,749	附注:			
恒生中國企業指數	9,542.52	(5.12)	8.18	1. 資料來源: 彭博, 中國國家統計局, 農銀國際證券 (資料更新於報告發布日期)								
滬深 300 指數	3,238.73	(2.39)	14.92	2. 為發熱量 5500 大卡/千克動力煤的價格								
上證綜合指數	3,002.85	(2.47)	17.42									
深成指	10,454.24	(2.87)	31.55									
MSCI 中國指數	62.62	(2.82)	13.59									
MSCI 香港指數	13,035.86	(3.20)	14.70									
MSCI 中國指數	800.19	(1.61)	16.90									

外匯

	歐元/美元	英鎊/美元	澳元/美元	美元/日元	美元/瑞郎	美元/人民幣	美元/港幣	美元/人民幣 - 12 個月無本金交割遠期
匯率	1.1224	1.3204	0.7472	102.70	0.9761	6.6731	7.7585	6.8645
周變化 (%)	(0.08)	(0.47)	(0.92)	(0.01)	(0.05)	0.18	(0.02)	0.30



權益披露

分析員，陳宋恩以及潘泓興，作為本研究報告全部或部分撰寫人，謹此證明有關就研究報告中提及的所有公司及/或該公司所發行的證券所做出的觀點，均屬分析員之個人意見。分析員亦在此證明，就研究報告內所做出的推薦或個人觀點，分析員并無直接或間接地收取任何補償。此外，分析員及分析員之關聯人士并没有持有研究報告內所推介股份的任何權益，并且沒有擔任研究報告內曾提及的上市法團的高級工作人員。

權益披露

農銀國際證券有限公司及/或與其有聯繫的公司，可能會向本報告提及的任何公司收取任何財務權益。

評級的定義

評級	定義
買入	股票投資回報 \geq 市場回報
持有	市場回報 - 6% \leq 股票投資回報 $<$ 市場回報
賣出	股票投資回報 $<$ 市場回報 - 6%

股票投資回報是未來 12 個月預期的股價百分比變化加上股息收益率
市場回報是 2007-2011 年市場平均回報率

股價風險的定義

評級	定義
很高	$2.6 \leq 180$ 天波動率/180 天基準指數波動率
高	$1.5 \leq 180$ 天波動率/180 天基準指數波動率 < 2.6
中等	$1.0 \leq 180$ 天波動率/180 天基準指數波動率 < 1.5
低	180 天波動率/180 天基準指數波動率 < 1.0

我們用股票價格波動率相對基準指數波動率來衡量股票價格風險；基準指數指恒生指數波動率是由每日價格和歷史日價格變化對數的標準差計算所得。180 天的價格波動率等於最近的 180 個交易日收盤價的相對價格變化的年化標準差。

免責聲明

該報告只為客戶使用，并只在適用法律允許的情況下分發。本研究報告并不牽涉具體使用者的投資目標，財務狀況和特殊要求。該等資訊不得被視為購買或出售所述證券的要約或要約邀請。我等并不保證該等資訊的全部或部分可靠，準確，完整。該報告不應代替投資人自己的投資判斷。文中分析建立在大量的假設基礎上，我等并不承諾通知閣下該報告中的任何資訊或觀點的變動，以及由於使用不同的假設和標準，造成的與其它分析機構的意見相反或不一致。分析員(們)負責報告的準備，為市場訊息採集、整合或詮釋，或會與交易、銷售和其它機構人員接觸。農銀國際證券有限公司不負責文中資訊的更新。農銀國際證券有限公司對某一或某些公司內部部門的資訊進行控制，阻止內部流動或者進入其它部門及附屬機構。負責此研究報告的分析員的薪酬完全由研究部或高層管理者(不包括投資銀行)決定。分析員薪酬不取決於投行的收入，但或會與農銀國際證券有限公司的整體收入(包括投行和銷售部)有關。報告中所述證券未必適合在其它司法管轄區銷售或某些投資人。文中所述的投資價格和價值、收益可能會有波動，歷史表現不是未來表現的必然指示。外幣匯率可能對所述證券的價格、價值或收益產生負面影響。如需投資建議、交易執行或其它諮詢，請您聯繫當地銷售代表。農銀國際證券有限公司或任何其附屬機構、總監、員工和代理，都不為閣下因依賴該等資訊所遭受的任何損失而承擔責任。進一步的資訊可應要求而提供。

版權所有 2016 年農銀國際證券有限公司

該材料的任何部分未經農銀國際證券有限公司的書面許可不得複印、影印、複製或以任何其他形式分發；

辦公地址: 香港中環，紅棉路 8 號，東昌大廈 13 樓，農銀國際證券有限公司
電話: (852) 2868 2183