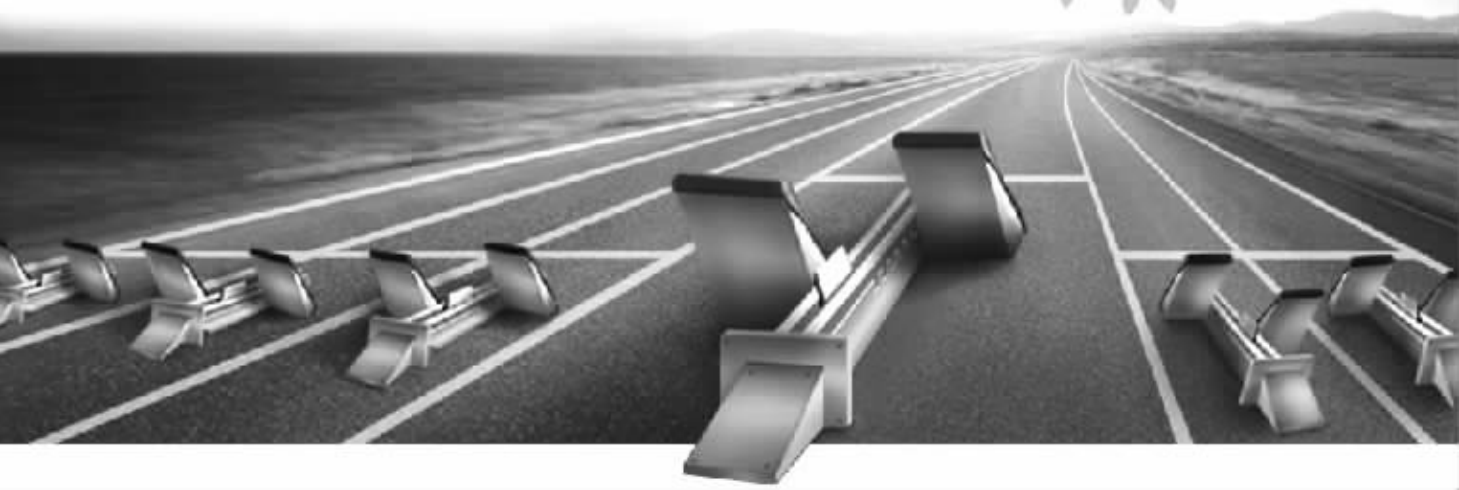


年初以来,医药板块一路震荡上攻,至3月15日收盘其指数上涨达19.05%,列申万一级行业第一,表现十分抢眼。与此同时,前期涨幅较大导致估值偏高的问题也浮出水面。兴业证券统计称,目前医药板块整体估值为36.47倍,相对沪深300的估值溢价率为235.51%,处于历史最高水平。随着近期年报密集发布,市场关注的焦点将重新回到业绩和估值层面,如此偏高估值能否形成看空理由,后续个股投资机会又当如何挖掘——

# 起点还是终点

## ——医药主题估值分析

本报记者 谢 慧



医药板块整体表现优秀,重仓该板块的基金也受益良多。截至2月8日银河证券数据显示,沪指今年以来涨7.20%,同期纳入统计的504只开放式主动偏股基金平均净值增长率为8.67%。其中,易方达医疗保健行业以15.05%的收益位居328只同类型可比股票型基金第四名,汇添富医药保健今年以来收益率也达到15%。

“医药将是未来几年机会最大的几个板块之一,白酒景气下滑将使得医药成为消费领域的首选。”国泰君安医药分析师李秋实称,2012年基金年报10%的医药平均配置在未来几年或远远不能满足需要。易方达积极成长基金经理何云峰也表示,“在目前点位上,股指可能出现震荡回调,但经济复苏向上的大概率不变,今年继续看好大众消费品、医药等行业,自下而上发掘基本面超预期的成长股将获得较大超额回报。”

### 【估值调整】有压力暂无泡沫

医药板块的短期波动与市场资金的博弈有关,但从中长期来看,基本面仍起决定性作用。纵向来看,医药行业去年运营数据良好,医药制造业整体的销售收入同比增长19.80%,利润总额同比增长19.84%。兴业证券分析师项军表示,虽然行业收入和利润同比增速与2011年同期相比有所放缓,但增长态势依然较为稳健。考虑到2012年1—2月份同期基数偏低,机构普遍认为2013年1—2月行业利润总额增长继续加速是大概率事件,而一季报数据向好预期正是年初至今医药保持扬升态势的内在动力支撑。数据显示,截至2月20日,已经公布2012年业绩预报的99家医药行业上市公司中,近一半实现了净利润同比增长,如云南白药(预增30%)、东阿阿胶(预增20%)、康美药业(预增40%)、华润三九(预增30%)等。另一方面,相对估值较高一直是医药板块的重要特征。截至去年年底,板块相对全部A股溢价率达119%,而经过1月份的大涨,溢价率再次攀升至高位。

市场人士普遍认为,虽然相对估值仍然处于高位,但是绝对估值并不高。数据显示,截至2013年2月21日,医药板块整体市盈率为34.52倍。子行业来看,化学制剂、中药、生物医药与历史市盈率值较为接近,原料药、医药流通、医疗器械、医疗服务较历史平均估值水平均有20%以上的折价。在项军看来,今年医药上市公司业绩增幅在15%—20%,对应动态PE约为28—29倍,这样的估值有压力暂无泡沫。“一季度是医药板块较好的投资时点,虽然板块一、二月份上涨较快,快速完成了年度估值切换,但整体估值水平尚未泡沫化。”项军表示,即使板块短期内有震荡甚至回调的可能,投资者也可坚定持有医药股,而且未来如有调整仍然是买入的机会。个股方面,现阶段主要看好业绩稳定增长低估值的公司和年报、一季报预期向好的成长股。但值得注意的是,部分年报或一季报业绩不佳、估值偏高的公司则面临回调风险。国都证券投资报告建议关注估值相对合理、业绩增长较快的个股,如云南白药(年报增长30%,一季报预增近30%)、东阿阿胶(年报增长20%)、康美药业(年报增长40%,季报预增30%)、华润三九(年报增长30%)、新华医疗(一季报预增40%以上)。

### 【基药新政】机遇与挑战并存

“医药板块近期涨幅远超大盘,是由产业趋好、政策偏暖、疫情炒作和机构调仓等多方面因素造成的。”东北证券分析师刘林表示,短期内政策面仍将偏暖,机构调仓行为或未结束,医药整体仍有一定的向上空间。

结构性分化预计是未来医药板块运行的主要特点,在良好的政策环境和稳定需求背景下,优秀企业的竞争优势更加突出。

——交银施罗德行业分析师 盖婷婷

值得注意的是,医药行业的业绩表现与国家政策密不可分。2月19日,新修订的《药品经营质量管理规范》(新版GSP)正式发布,将于6月1日起正式实施。根据国家药监局的调查,预计仅有30%的批发企业、20%的零售企业可通过认证,无力跨过门槛的企业将面临退市。多数机构认为,新版药品GSP大大提高了企业经营质量管理要求,对处理药品流通行业集中度差、购销渠道不透明等现状有很大帮助,因此,新政将加快医药流通行业的整合进度,利好大型龙头企业。个股方面,德邦证券报告重点推荐低估值、由区域性向全国性转变的上海医药,全国布局完善的国药控股,北京区域性商业企业且在供应链管理模式下创新的嘉事堂和山东地区商业龙头瑞康医药。

“2013年医药政策将由2012年的相对真空期转入活跃期,多个政策进入具体执行层面。”国信证券分析师贺平鸽指出,整体看

政策均朝着有利于龙头企业的方向演进。目前,180家医药上市公司中百亿元以上市值的只有28家,市值最大的云南白药也不过500亿元,未来十年优质的医药企业市值有望突破千亿元。

“研发创新、消费延伸、医疗城镇化将成为制药企业摆脱政策压力的最佳路径。”李秋实建议投资者关注千亿成长中坚,包括恒瑞医药、长春高新、康美药业以及华润医药。

中国社会科学院《医药蓝皮书:中国药品市场报告(2012)》指出,2012年中国药品市场规模达到9261亿元,预期2013—2020年,中国药品市场规模将以年均12%的速度继续高速扩容。从一、二月份表现来看,多项行业政策也陆续出台,整体环境偏暖让资金怦然心动,然而,潜在的利空因素亦不容忽视。

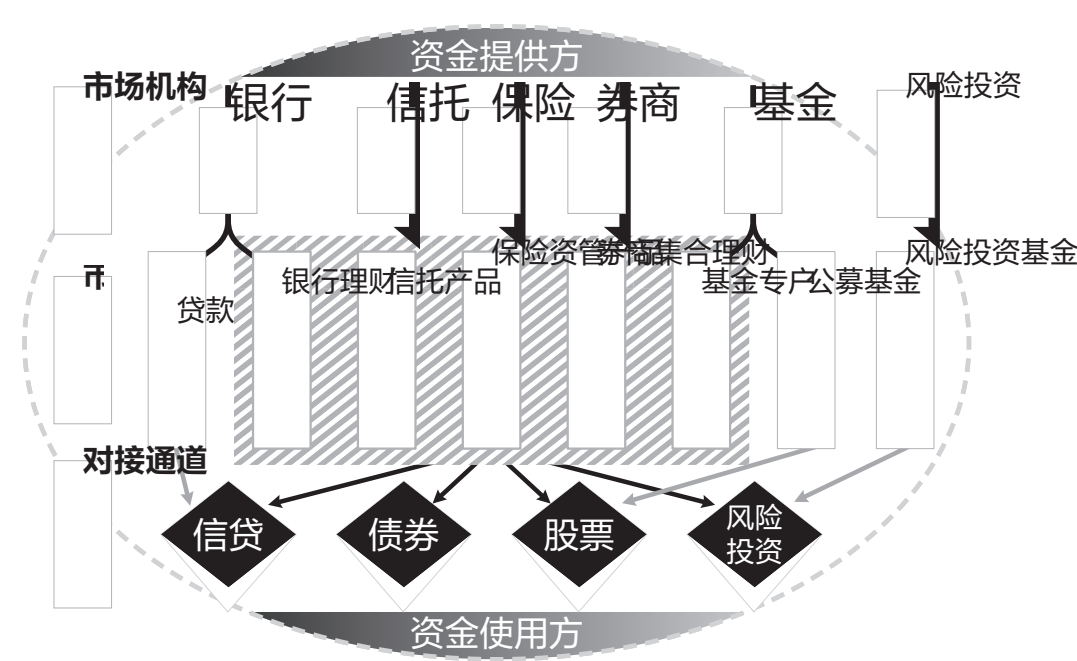
“2013年是招标大年,而招标降价是确定趋势,这将拉低行业增速。”中信建投分析师张明芳指出,医保控费的范围和执行力度同样充满了不确定性,总额预付制的推行,或将挤压基药市场的泡沫,一些疗效并不突出的利益品种将被迫退出,部分抵消基药市场扩容的利好。

随着医保控费的加强、招标的退出、市场化议价的到来,药企、品种和品牌将剧烈分化。因此,投资者对具体医药个股投资机会的把握需要更前瞻更深刻的分析,优质个股不仅要求具备较强的产品定价能力,而且要求具备渠道和终端议价能力、品牌和规模优势、良好的新药研发和销售能力,以及激励机制。

从中长期角度来分析,投资者则须更多地关注行业基本面的因素和国家相关的产业政策。齐鲁证券分析师胡德军认为,对医药行业来说,2011年是政策年,2012年是政策修正年,2013年是估值修复年,2014年是业绩释放年。

在2011年和2012年两年的行业调整之后,近期数据再次表明,医药行业进入强势复苏阶段,其中化学制剂板块2012年累计增速达到29%,为近两年的最高值。“因此,站在目前的时点,依然看好医药板块的后续表现,2013年是投资医药板块的好时机。”胡德军表示。

## 图解财富管理市场



## 信托公司急中生智

中国社会科学院金融所财富管理研究中心 王伯英

2012年,信托行业的资产规模迅速膨胀,截至年底,资产规模达到7.5万亿元,成为仅次于银行业的第二大金融子行业。繁花锦簇后,2013年信托业能否持续高速增长?

当前的信托行业可谓内忧外患并存。其一,长期凭借通道业务的单一增长模式是制约信托业发展的痼疾;其二,信托计划兑付危机频发,无论是监管部门、其他金融机构和广大投资者都极为重视信托计划的风险,对信托产品而言,无论资产来源、资金来源还是销售渠道较以往都大打折扣;其三,券商资产管理业务的一系列创新举措为国内财富管理行业带来了鲶鱼效应,首当其冲的便是信托行业。

在银信合作模式受限、券商创新不断的背景下,银证合作模式日益走俏,“虚胖”的信托行业迫切需要在通道业务之外探寻新的增长动力。

面对发展瓶颈,信托公司急中生“智”。第一招:绕开监管。“463号文”发布以来,众多信托新品试图通过产品设计的微调来规避或顺应监管要求,主要有三种表现形式:方式一是“隐性担保”,比如由人大担保或者地方政府另附函承诺;方式二是设立有限合伙公司,改融资为投资;方式三是融资方与信托公司签订非正式协议,融资方协助信托公司在项目当地筹措一定比例的资金,更有甚者要求当地政府部门工作人员参与投资。随着监管政策的不断完善,游离在监管政策边缘的“擦边球产品”会逐渐被规范,与监管机构博弈仅是权宜之计。

第二招:拓展渠道。在银行因频发的兑付风险而收紧信托产品代销后,信托业兴起了一股大型信托集团收购或投资小型农商行的小热潮。短期来看,信托与银行深度合作的直接目的是为信托产品开

辟销售渠道。长期来看,国内金融机构逐渐走向混业经营是必然趋势,然而,大型银行主导的全能型银行集团似乎比信托集团更具有竞争优势,这既是国际财富管理行业的发展趋势,又是由我国银行业主导的金融体系格局所决定的。

第三招:噱头式创新。近期一款名为“沪深300指数挂钩集合资金信托计划”的产品引起市场关注。该产品的到期收益与沪深300指数挂钩,据不充分了解,资金投向全部为固定收益产品,似乎与沪深300指数毫无关系,但并不排除用固定收益部分的利息收益投资沪深300指数期货的可能性,因此该产品究竟是创新还是噱头值得商榷。

急智只能应付一时,长期的健康发展需要的是信托行业真正的转型发展。在笔者看来,信托公司的“长智”至少应该有三个方面的体现。第一,定位为专业的财富管理和资产管理机构。泛资产管理时代,原本由信托公司专营的业务陆续被银行、证券等金融机构挤占,信托业缺乏明确特色的盈利模式。同时,高净值客户对理财需求日益高端化、专业化及精细化。信托业应当遵循“受人之托、代人理财”的本源精神,致力发展为服务于高端客户的专业化、个性化的投资管理服务平台。第二,提升主动资产管理和风险管控能力。兑付风险的频发暴露了信托资产管理能力的短板,如果不能及时积累经验、储备人才,不断提高资产管理和产品设计能力,建立完善配套的规章制度,信托的资管业务也只能像通道业务一样尴尬地沦为“价格战”的沙场。第三,引入独立客观的第三方评级评价机制。对信托产品从发行机构、增信机构以及产品本身三个维度进行全面风险度量和管理,为专业化、个性化产品的合规销售提供有力的外部支撑。

## 债基乐享弱复苏预期

大摩强收益债券基金经理 洪天阳

2013年以来,伴随企业去库存持续推进,消费等经济内生动力持续恢复,加之欧洲和美国经济最坏的时期也已经过去,中国经济今年复苏的大趋势基本无悬念。

但复苏究竟是强复苏还是弱复苏?从近期的PMI、钢铁、发电量、房地产、重卡等数据以及价格数据来看,此轮复苏为弱复苏的可能性较大,这也是市场的普遍预期。只要CPI不会连续三个月大于3.0%且月环比递增,货币政策应该都将维持适度宽松(7日回购利率在2.80%—3.35%),这对股票和债券都是极为有利的。

在弱复苏的预期下,攻守兼备的投资品种是相对稳健的选择,而债券基金正好具备了这种特征。

当市场波动较大时,债券市场到期收益率通常面临较高的上行风险。一旦利率水平上行,债券价格下行,损失与债券久期正相关。比如说,如果到期收益率上行1%,10年期国债损失测算约为8%,而3个月信用债的损失测算约为0.25%。在波动性较大的市场环境中,信用债比率债更适宜作为债券基金管理利率风险的防守性配置标的。短久期、高票息的信用债甚至可在债市价格下跌时为债券基金贡献稳健的正收益。

对于信用债,市场上信用债的资质千差万别,高等级信用债的信用风险其实较低。例如中国石油、华能电力、中国国航、工商银行等大型国企发行的债券都称为信用债,此类债券为信用债市场的主力品种,其收益率明显高于同期限

国债。作为一种专业理财工具,债券基金的管理人凭借公司内部的专业信用分析能力和完善、严格的风控体系,可在很大程度上降低债券基金的信用风险。

股债合一的可转债为债券基金提供了有保护的进攻可能。所谓“有保护”,是指可转债的债性使其在股市大幅下跌时表现相对稳健。所谓进攻性,强调的是可转债在三方面的获利机会:首先是标的上涨带来的转股价值提升,其次是回售套利或转股价下调等博弈机会,第三则是纯债价值的提升。

值得一提的是,中国可转债的条款明显优于欧美市场,不仅标的股票分红即可相应下调转股价(提升可转债价值),而且公司为促进转股还会主动下调转股价。此外,中国可转债市场是供求关系最好的市场。供给方面,2400多只股票,但只有23只可转债;需求方面,仅以公募基金为例,市场上大多数基金可能有可转债的配置需求,而且纯债基金只能通过配置可转债享受权益市场上涨的收益。



## 那些智慧闪耀的财富观

子曰:“富而可求也,虽执鞭之士,吾亦为之。如不可求,从吾所好。”——《论语·述而》

孔子之言,重在求富有道。也就是说,如果富贵合乎于道而可以求得,即便是守门卒一类的差事,也愿意去做;如若求它而不得,还是做自己喜好的事吧。

在孔子的理念里,富与贵,是人之所欲也。他并不反对追求财富的欲望,只要不违背“义”的道德规范,追求财富就是合理的经济行为。

诚然,对钱财的追求无可厚非,金钱可以带给我们生活的改善和享受的资本。在市场经济化的今天,每个人都有

一展才能的舞台,也有取财的途径和方法。不少人凭借自己的勤劳和智慧去创造财富,在行业领域内干得风生水起,不仅让“取之有道”的钱财满足一己之需,还让它物尽其用,回报社会。

而江河奔涌,鱼龙混杂,利欲熏心、疯狂敛财者亦有之。面对激烈的竞争,他们被金钱蒙蔽了双眼,明知不可求而不择手段求之。“道”和“义”被抛诸脑后,以身试法之流也终落得“过把瘾就死”的惨烈下场。

因此,君子爱财,取之有道。道,也可理解为,一条正确的适合自己走的路,一条指导自己人生规划轨迹的路,人生在道方可弹出美妙的音符。