

在全球经济复苏乏力、中国经济增速放缓及结构调整的背景下,上游的能源、基础原材料等与固定资产投资关联度较大的周期性行业,其整体信用水平面临较大的下行压力。而同期,作为具有典型的弱周期特征,且受益于新医改而处于高成长阶段的医药行业仍实现双位数增长,收入及盈利增长超越绝大多数制造业及工业行业,整体保持了较好的信用状况。

# “医”支独秀还能多久

中债资信 杨文博

## ◎盈利水平整体向好

受益于医保筹资水平的继续提升及政府医疗卫生投入的增加,今年上半年,中国居民医疗需求继续释放,并推动中国药品市场快速扩容,中国医药制造业整体保持了稳定较快增长趋势。根据国家统计局数据,2013年1月至5月,中国医药制造业销售收入同比增长22.45%,增速快于上年全年。同时,各省区市未出现大规模低价招标,行业盈利能力得以保持,1月至5月,中国医药制造业利润总额同比增长20.12%。

从细分行业看,受政策影响不一,各自收入和盈利表现存在一定差异。由于年初政府行政调降呼吸镇痛类化学药品价格及部分省区补招医保药品,导致化学制剂药行业增速有所下滑,但收入、利润仍实现双位数增长,1月至5月,化学制剂药行业销售收入和利润分别同比增长16.18%和14.12%。未来,随着各省区市新版基药招标的推进,加之受医保支出压力渐增影响,当前药品价格仍是政府关注重点,“双信封”招标的模式也仍将是各省区市主要采用方式,以仿制药为主的化学药品降价趋势未来可能成为常态。

而随着限抗政策影响逐渐消化,化学原料药行业出现阶段性反弹,1月至5月,化学原料药行业销售收入和利润总额分别同比增长17.92%和16.97%。不过,欧洲经济依然疲弱,美国经济复苏的不确定性仍存在,国外需求回升的持续性尚有待观察。同时,我国维生素C、抗生素等主要大宗原料药产能仍然过剩,且受企业性质、就业和税收等因素影响,行业去产能和去杠杆难度较大,由此导致的产品价格低位运行态势或将持续。

同期,在政策扶持下,中成药及生物制药行业继续保持高速增长。受益于政府出台的鼓励使用中药产业发展的政策,1月至5月,中成药行业销售收入和利润总额分别同比增长27.61%和23.97%,远高于医药行业平均增速;受益于药品市场扩容及“关停血浆站”影响褪去,1月至5月,生物

制药行业销售收入和利润总额分别同比增长34.75%和34.76%。

值得关注的是,受医保支出压力渐增影响,医保控费逐渐成为各级政府后续政策着力点,中成药产品面临的降价风险也日益加大,尤其是今年颁布的新版国家基本药物目录中,中成药纳入品种数量大幅增加,而已出台的广东、青海和吉林三省的增补基药目录中,中成药数量也是大幅增加,且前期价格维护较好的独家品种数量较多,因此,不排除政府后续启动以中成药为标的药品降价政策,行业或将面临一定负面影响,但对收入和利润总额增速的影响程度仍需配合政策力度来观察。

## ◎“扩容放缓”风险可控

今年以来,政府转变经济增长思路,并未出台大规模的刺激政策,经济增速也相应放缓。在此背景下,国民经济各产业增长和盈利状况出现分化,上游的煤炭开采和洗选、石油和天然气开采以及钢铁等行业的收入增长停滞,利润总额大幅下滑,中下游的化学原料及制品、汽车、造纸等行业的收入和利润总额仍保持增长,但增速放缓。同时,作为轻资产及固定资产通用性较高的产业,近年医药制造业整体固定资产投资增速一般,行业杠杆率普遍偏低,债务负担较轻。截至2013年5月底,医药制造业资产负债率为44.45%,而煤炭开采和洗选、化学原料及制品、造纸及纸制品行业普遍在60%左右,炼钢、汽车制造等行业的资产负债率则均接近70%。

此外,新医改以来,通过大规模的医疗保障体系建设,城镇职工、城镇居民及新农合三大医保网已实现了对中国95%以上居民的覆盖,医保筹资规模也保持持续增加态势,成为推动国内药品市场扩容的主要动力。但经过2009年至2011年的医保建设,政府大规模补偿式增加补贴新农合和城镇居民筹资的阶段已经逐渐结束,并且受经济增长放缓影响,政府财政增速也开始放慢,部分地方政府财政甚至出现负增长现象。因此,未来医保筹资

收入的增速可能会逐渐放缓。

2012年城镇医保(包括城镇职工医保和城镇居民医保)支出率逼近80%,新农合医保则开始趋向收支平衡。考虑到人口结构老龄化趋势加快,各地医保控费可能将加快全面推开的步伐。由于医保是居民医疗费用的主要承担方,医保控费势必影响药品市场的扩容速度,2013年1月至4月,医疗机构总诊疗人次虽保持增长,但增速较去年同期出现一定下滑,公立医院人均用药

费用也连续保持下降。

未来,随着经济增长放缓带动的政府财政收入减支,医保筹资增速会有所下降,同时,伴随医保支出率逐渐逼近上限,补偿式医保高速支出阶段也将结束。医保控费政策将逐步出台,中国药品市场的扩容速度将放缓趋稳,医药制造业增速或将出现一定回落,但中期内行业仍有较大的扩容空间,盈利水平将得到较好的支撑,整体信用水平将保持稳定。



## 把握结构性行情

摩根士丹利华鑫基金 周苑洁

随着“稳增长”措施的陆续推出,经济预期有所改善,短期流动性有所好转,市场风险偏好逐渐回升,推动市场呈现小幅反弹态势。

最新数据显示,7月份规模以上工业增加值同比增长9.7%,高于9%的预期增长和8.9%的前值,是仅次于1月至2月数据的年内第二高增速。环比来看,7月工业增加值环比季调达到11.09,处于阶段性高位且连续两月环比回升。

此外,SHIBOR隔夜利率小幅回落,央行在公开市场净投放200亿元,为近8周的最低水平,显示央行稳健的货币政策仍未动摇。当前金融业“去杠杆”仍然持续,7月社会融资总额增量仅为8088亿元,环比减少2312亿元,社会融资总量累计增速从年初的161%下滑至目前的24%左右,后续资金面或大概率维持紧平衡的状态。

从结构上看,制造业投资下滑趋势有所减缓,基建投资维持高位,房地产投资增速有所回升。但由于产能过剩状况尚未得到根本改观,在负债率整体偏高和资金利率高企的背景下,预计制造业投资增速或会依然下滑。

7月数据的改善有助于短期内提振市场信心。近期连创新高的创业板指有所回调,沪深300在地产、化工以及部分上游板块带动下表现较好,有色金属、农林

牧渔、商业贸易、餐饮旅游以及化工等行业表现突出,而TMT、金融、地产等表现较差。究其原因,一方面是7月份经济数据较好以及政策面“稳增长”预期影响带动上游行业开始有所表现,另一方面是在市场结构分化演绎过程中,低估值板块开始逐步进入估值回归过程。

当前大盘蓝筹股的估值水平已有较高吸引力。在市场逐渐接受经济增速将平稳下行,而非“硬着陆”的情形下,股指继续大幅下行的可能性较小。但同时,改革面临的不确定性也将抑制市场大幅向上的空间,股市总体将呈现震荡格局。

虽然宏观环境暂时处于“增长回暖、通胀温和、流动性改善”的状态,比较适合市场反弹和风格切换。但需要注意的是,长期向上的因素仍不具备,而短期“稳增长”又会增加中期的通胀压力。因此,当前的经济和市场并不是长期底部,目前短期的反弹是中期风险释放过程中的暂时性表现。

总体来看,下半年投资仍以“精选个股”为重点,把握结构性行情机会。建议关注与民生改善密切相关的消费性和生产性服务、科技、食品饮料(不含白酒),以及能够同时兼顾政府短期和长期投资目标的环保、铁路等板块,保持低估值蓝筹与优质成长这两条配置主线的均衡。

## 私募回避高估值板块

白岩

在近期A股市场持续震荡整理的背景下,近一个月来,私募基金有所加仓,但幅度不大,对于市场走势较为谨慎。

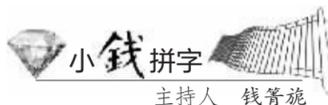
统计显示,持仓方面,7月私募基金公司的股票平均仓位小幅提高,平均仓位上升至65.71%,环比增长5.38%。其中,仓位在七成以上的私募占比为57.14%,仓位介于三成至七成的私募占比28.57%,14.29%的私募仓位低于三成。在私募持股数量上,数量小于10只的占比57.14%,介于10只至20只的占比35.71%,超过20只的为7.14%。从行业配置的资金比例来看,排名前五的依次为医药生物、信息服务、家用电器、食品饮料和金融服务,占比分别为16.13%、12.90%、9.68%、9.68%和9.68%,其中,私募在医药生物和信息设备行业的配置比例有所提升,巩固了其重仓行业地位。

在预判宏观经济形势下,私募对长期走势比较有信心,对中短期较为谨慎。在短期(1个月)经济走势上,认为宏观经济将增强、维持现状、走弱的占比分别为14.29%、71.43%、14.29%。对于中期(6个月)走势,上述三种态度的占比分别为38.46%、46.15%、15.38%。对于长期(1年)走势,这三种态度的占比分别为46.15%、38.46%、15.38%。对于未来政策预期,认为半年内政策面会继续放

松、不会有太大变化的占比分别为14.29%、85.71%,无一私募认为政策会进一步收紧。对于未来流动性,认为半年内资金供给增加、维持现状、减少的占比分别为21.43%、71.43%、7.14%。对未来一个月的股指走势,持乐观、中性、谨慎态度的占比分别为21.43%、64.29%、14.29%。

关于资金面,21.43%的私募认为资金供给在未来6个月将有所增加,71.43%的私募认为资金供给会维持现状,仅7.14%认为资金供给将会减少。对8月份股指走势,持乐观态度的私募占比21.43%,持中性态度的私募占比64.29%,只有14.29%的私募对短期股指走势持谨慎态度。此外,在对目前创业板估值的判断上,认为偏高、偏低的私募占比分别为92.86%、7.14%,无参与调研私募认为该板块估值适当。在上半年相对弱势的市场格局中,不少对冲策略产品表现出众,21.43%的私募已有发行对冲策略产品的计划,42.86%的私募暂无此项计划,其余35.71%的私募表示不能确定。

总体来看,多数私募在市场未来趋势不明的情况下,选择了严控下行风险,等待趋势明朗的策略,并表示将尽量规避前期估值过高的板块,更多配置生物医药、食品饮料等防御性板块。



## 【游戏规则】

阿拉伯数字为横向填字;汉字为纵向填字;每格填一个字,灰色区域不用填字;格中含有两个数字的表示该格中的文字在横纵两题答案中均含有。

1-									二
								三	
2					3四				
	4	五							
5六									八
	6							七	
		十			九	7			
				8					
	9				10				

## 【横向】

- 也叫信托标的物,指委托人通过信托行为,转给受托人并由受托人按照一定的信托目的管理或处理的财产。
- 指至某一节点日期为止,借款人尚未归还放款人的贷款总额。
- 指将本金索取权和利息索取权一分为二,投资者既可保留利息索取权,又可出售本金索取权的债券。
- 指能迎合某一时代潮流但未必能适应另一时代潮流的公司所发行的,股价呈巨幅起伏的股票。
- 指由交易所统一制定的,规定合约买方有权在将来某一时间以特定价格买入或者卖出约定标的证券的标准化合约。
- 指中央结算公司按照回购双方通过中央债券簿记系统发送并相匹配的回购结算指令,在融资方债券托管账户将回购成交合同指定的债券进行冻结的行为。
- 指上市公司以货币形式支付给股东的股息红利,也是最最常见的股利形式,如每股派息多少元。
- 是空头买回以前卖出的股票的行为。
- 又称远期外汇交易,是指交易双方在成交后并不立即办理交割,而是事先约定币种、金额、汇率、交割时间等交易条件,到期才进行实际交割的外汇交易。
- 指对基金资产进行估值的实际日期。

## 【纵向】

- 指以借款人的信誉发放的贷款,借款人不需要提供担保。
- 指规定无论利息的支付或是本金的偿还均只能自债券发行公司的所得或利润中拨出的公司债券。
- 股息与股票价格之间的比率。
- 指在停止股东过户期内,股息红利仍发入给登记在册的旧股东,新买进股票的持有者因没有过户就不能享有领取股息红利的权利的行为。
- 指证券登记结算机构受发行公司的委托,将其所有股东持有的股权进行注册登记。
- 指在股票普涨或者普跌过后出现的个股的不同走势,强势股在普涨过后继续上扬,而弱势股出现调整或者涨幅较小、跑输大盘的情况。
- 即每份基金单位的净值,等于基金的总资产减去总负债后的余额再除以基金单位份数。
- 指印制在债券票面上的固定利率,通常是年利息收入与债券面额之比率,又称为名义收益率、票面收益率。
- 指受强烈利多或利空消息刺激,股价开始大幅度跳动。跳空通常在股价大变动的开始或结束前出现。
- 结汇与售汇的统称。

## 答案

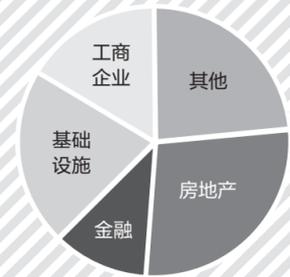
1-信托财产					二收
用					三股息
2贷款余额				3四息	债
款					券
					率
4概念	5股				
5个股	6期	7权	8合	9约	八息
股	6质	7押	8登	9记	七基
分					票
化	十结	记	九跳	7现	金
	售	8补	空	9股	利
					率
9期	汇	交	易	10估	值
					日

横向:1、信托财产 2、贷款余额 3、股息债券 4、概念股 5、个股期权合约 6、质押登记 7、现金股利 8、补空 9、期汇交易 10、估值日

纵向:一、信用贷款 二、收益债券 三、股息率 四、除息 五、股权登记 六、个股分化 七、基金净值 八、息票利率 九、跳空 十、结售汇

2013年7月固定收益信托资金投向

资金投向	数量	占比	募集金额(亿元)	平均募集金额(亿元)
固定收益信托	30	36.20%	37.55(28)	1.34
工商企业	33	14.93%	19.72(24)	0.82
金融	14	6.33%	6.34(6)	1.06
基础设施	40	18.10%	32.01(19)	1.68
其他	54	24.43%	4.2(27)	0.16
总计	221	100.00%	99.82(104)	0.96



2013年7月固定收益信托收益率统计

存续期	数量	收益率(%)		
		平均	最高	最低
0年—1年	81	7.96	9.5	5
1年(不含)—2年	114	8.81	10.4	7
2年(不含)—3年	21	8.36	10.2	7
3年(不含)以上	4	8.53	10	5.5
未披露	1	8	8	8