

明星行业分析师论道

之

医药篇

罗鹄：十年沪上究医药

证券时报记者 尹振茂

2010 年以来， “医药黄金十年” 的说法在业内颇为流行，不少投资机构对医药行业也越来越青睐。作为申银万国证券研究所医药行业首席分析师，十年药企工作经历奠定了罗鹄进行医药行业研究的专业基础，十年券商医药研究则磨砺了她洞悉医药行业风云及相关上市公司的火眼金睛。面对证券时报记者，罗鹄首次系统地阐述了其研究历程和分析体系。

在学校食堂通过申万面试

世纪之交的 2000 年是罗鹄人生历程的分水岭。当时在制药企业做了 10 年技术研发等方面的工作，觉得生活也很安逸，就想变动一下，思前想后决定参加 MBA 全国联考，而且一门心思想到上海去。”

这样，罗鹄就从江西老家来到上海交通大学攻读全日制 MBA。此前，生物化学专业毕业的罗鹄已经在江中制药厂等制药企业做过生物制药研发，参与过化学药、中药和生物制药的生产。

经过一年的刻苦学习，罗鹄的视野得到相当大的拓展，从原来比较专业的制药研发延伸经济管理、财务营销等方面，攻读 MBA 第二年就开始边学习边实习，先后在行业研究公司和保健品公司做过行业研究和营销培训方面的工作，之后就开始找工作。

当时就向申万研究所投了简历，但实际上那个时候也不知道证券公司的行业研究是做什么，只是看到他们要招的人需要有制药背景和懂财务，觉得正好符合要求。”

不过，当申万通知面试的时候，不巧罗鹄正在老家，本来还想在老家多呆一段时间的她只好从家里赶回上海，在上海交大的食堂接受并通过了申万的面试，从此开始在申万研究所进行医药行业研究。

当时可能并不觉得医药方面的教育和工作背景对从事医药行业研究有什么重要，但现在看来，医药行业研究确实是专业性很强。”谈及医药行业背景和财务金融知识对医药行业研究的影响，罗鹄认为医药专业背景更为重要，医药投资很依赖相关的专业人才， “经济金融方面的知识可以在工作中学习，但一个不了解医药的人要在工作中学习医药，其难度比学财务金融要大很多。”

在具体的研究方面，罗鹄也看

过彼得·林奇和巴菲特等人的一些书，但认为这些对她并没有形成大的影响， “每个人在其证券研究或证券投资的过程中都会形成自己的理念，别人难以复制；我已经做了 10 年的研究，在此过程中也形成了我自己的一些风格、理念和看问题的角度。”

从云南白药到东阿阿胶
品牌定价能力研究成形

在专业基础和自己工作过程中形成的研究方法的支撑下，云南白药成为罗鹄医药行业研究中的第一个成名作。

这是偶然，但也是必然。”当时罗鹄刚刚加入申万一年多，负责研究中药行业，覆盖的上市公司主要是中药行业中的品牌企业。

之所以在同仁堂、云南白药、东阿阿胶、片仔癀等中药名企中首先重点推荐了云南白药，源于 2003 年底云南白药的产品价格上涨。根据当时的新闻报道，云南白药的原料收购价较上年翻了一倍，且次年还将有所上升，受此影响，云南白药上调了旗下部分产品的价格。

受此事件推动，罗鹄不断地去云南白药的相关渠道了解情况，并和公司高管沟通，对公司了解越来越深入，随之也对云南白药越来越有信心， “至少在从业至今的时间里，我从来没有看错过它，我们把握住了它的每一次股价上涨的节奏。” 2004 年 2 月，罗鹄写出了关于这家公司的第一份深度研究报告，把该公司的企业战略和未来发展都描述得非常清晰。2004 年至今，以前复权价计算，云南白药股价已经从 3.17 元最高涨至 74.59 元，目前在 60 元左右徘徊。

我最欣赏云南白药的团队。从产品力来讲，它在四大中药品牌公司中是最差的，因为它是伤科用药和治疗性产品，范围很窄；但实际上它是做得最好的，其根源就是拥有一个相当优秀的管理层，不断地把白药产品进行外延拓展。”

此后，东阿阿胶和片仔癀的相关产品也相继提价。由此，罗鹄将对云南白药这家中药上市公司的研究上升到整个中药行业，衍生出中药品牌企业定价能力的研究， “从行业研究的角度说，这是第一个成功的研究案例”。

由此，四大中药品牌公司中的东阿阿胶成为罗鹄的重点研究对象。

2007 年 5 月，在阿胶块每公斤市场零售价为 300 元的时候，罗鹄团

编者按：证券分析师的研究日益成为投资者了解行业发展动向、判断企业投资价值的重要渠道，研究报告成为了影响股价波动的一大因素。近年来一些分析师对上市公司的估值引发市场较大争议，部分研究被证实有失偏颇。但是应该看到，真正的价值终将被时间所检验，优秀的分析师让市场看到了优秀企业的价值所在。有道是，授人与鱼不如授人与渔。证券时报专访了多位在各自所研究行业内有较大影响力的知名分析师，详解他们的研究思路，畅谈多年所得，回顾心路历程。希望透过这些知名分析师的双眼，为投资者打开一扇了解行业研究和企业价值的窗口。



罗鹄：2002 年进入申银万国证券研究所从事医药生物研究，目前为公司董事总经理、首席分析师、医药行业首席分析师，2005 年、2006 年、2008 年、2009 年、2010 年新财富医药生物最佳分析师第一名，2007 年新财富医药生物最佳分析师第二名；2007 年、2008 年、2009 年证券市场周刊水晶球医药生物最佳分析师第一名，2010 年证券市场周刊水晶球最佳分析师第二名；2011 年机构投资者（II）A 股研究大中华区医疗保健第一名。

在其推出的题为 《药中茅台 阿胶每公斤零售价有望超过千元》的东阿阿胶深度研究报告中指出，过去 50 年伴随着驴皮价格的上涨，阿胶出厂价和零售价提升了 30 多倍，平均每三年提升 1 至 2 倍，看好阿胶向奢侈品演化的持续定价能力，预计 2010 年左右阿胶零售价可能超过 1000 元。

当时资本市场一片哗然，一个公司怎么可能一直这么涨价？阿胶怎么可能像你说的这么涨？不可能的！”谈及 2007 年那份报告引发的质疑，罗鹄神色颇为凝重， “这给我们很大压力，但我们不去争辩，让时间说话。”

2011 年 1 月， “时间说话了”。随着东阿阿胶对阿胶块价格的上调，阿胶零售价正式突破千元大关，达到每公斤 1500 元。

其实为了个人的安全，我可以不去做这种预测，但我们要去做这种预测，我想做研究还是要做一些前瞻性的分析。因此这一次我们又提出，到 2015 年阿胶零售价可能达到每公斤 5000 元。” 2011 年 6 月底，在参加了东阿阿胶的年度股东大会之后，罗鹄领导的医药研究团队推出了题为 “阿胶块每公斤零售价 5000 元不是梦” 的深度研究报告， “很多人觉得我们又过头了，但我还是希望让时间来说明一切。我相信我所做的分析能经受时间的检验，因为我所做的任何判断都是基于我的专业分析，是客观的，而不是哗众取宠或造势。”

因为我深入了解这个企业和产业，知道未来驴皮的供需可能是什么样子、驴皮的价格可能会怎么涨，以及公司的整体战略构想，所以我敢于去做这样的预测。如果说当时预测零售价可能达到 1000 元时只是觉得价格太低应该要涨，定量分析的准确度还没有那么高，那么现在这次预测我相信更为科学。”

一直到 2007 年，罗鹄的研究范围主要聚焦于中药和医药流通。但 2007 年，其所在的医药研究团队中关注化学药分析师的离职，又将其研究的覆盖范围推到化学制药行业， “当时整个团队只剩下我和一个助理。”

于是，罗鹄及其助手又开始对国际仿制药进行比较研究。此前，她已经开 A 股医药流通国际比较研究之先河。

当时大概花了一个月的时间做此项研究，春节在家一天都没休息，大量查阅相关外文资料，了解国际仿制药市

场的各方面情况。”

2008 年 2 月，罗鹄把国际仿制药产业发展的历史、现状、趋势写成一本教科书似的报告，揭示该产业的国际转移趋势，认为海正药业和华海药业之类企业将受益于国际仿制药市场的生产外包和研发外包， “至少未来几年这个报告应该还是会有指导作用。”

自上而下选方向
自下而上选个股

2008 年 11 月，罗鹄预计，中国将成为世界最大的药品研发和生产外包基地，认为健康消费是最大的内需市场，是中国政府启动内需的重要组成部分，并展望了中国医药行业未来 30 年的发展前景。

2009 年 12 月，罗鹄认为，中国仿制药企业国际产业升级路径逐步明晰，有望成长为国际化中型制药企业，未来几年小企业出局、向大企业集中的趋势非常明确。

2010 年 11 月，罗鹄表示，中国综合实力强的药企将受益于全球医药行业虚拟一体化的发展趋势，中国医药行业还有 30 年成长时间，中国药企的创新正处于突破阶段。

在上述三年的年度策略研究报告中，“全球视野下的中国医药产业机遇” 始终贯穿着罗鹄的医药行业研究。而在刚刚结束的 2011 年下半年医药行业策略研究报告中，罗鹄依然将重点放在全球医药市场发展给中国医药企业带来的机遇，认为中国正在逐步成为全球药物创新中心，并预计未来五年中国创新药将逐步摘取果实，在为跨国药企提供研发外包的同时，也会成为跨国药企药物筛选和临床前药物较大的专利提供商。

在罗鹄看来，行业研究首先要自上而下，包括怎么把握终端政策、如何看待行业的发展等。

“我们当时之所以要对中国医药行业未来 30 年进行展望，就是希望通过这种自上而下的研究把握产业发展的大趋势，作为一个卖方分析师，我对行业的这些看法还是对资本市场产生了一些影响，至少大家越来越认同医药行业，认为医药行业肯定会诞生很多大公司，因此不能不投资中国的医药行业。”

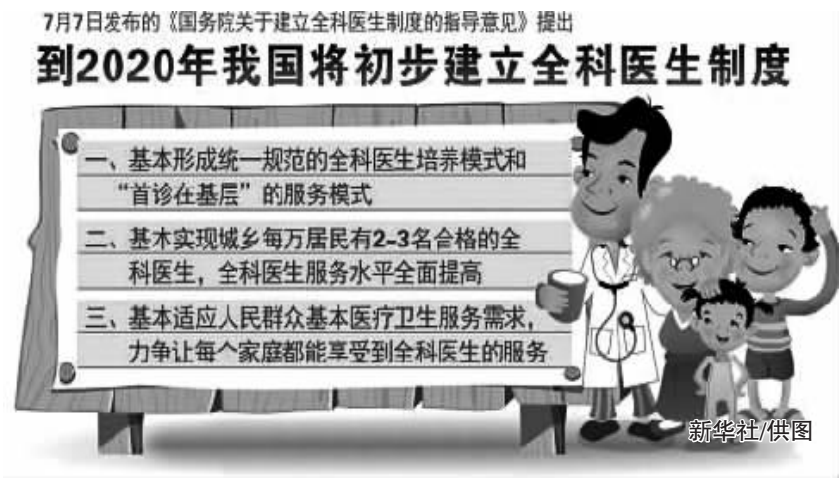
不仅如此，罗鹄还认为，除了白酒行业，中国任何一个行业的研究都离不开全球视野，具体到中国的医药行业，则是全球医药产业转移背景下的 “中国创新” 和 “中国消费” 给中国企业带来的机遇，中国将成为全球药物创新中心， “这些自上而下的研究对战略性的投资方向是有影响的。”

把这些研究清楚之后，我们就要自下而上地挑选个股，因为并不是所有的企业都能够分享到行业需求的快速增长。”

在罗鹄看来，选择具体企业的时候需要重点关注三大要点。首先是战略，即观察企业的高管和管理者是否有足够高远的战略眼光，因为好的战略眼光决定了这个企业能走多远；其次是产品，即看公司有没有好的产品线，是否开发出新的产品；第三是营销，在中国现有的医药制度下，即使有好产品，如果卖不好也没有用，因此，制药企业就需要通过营销使医生来接受处方药，让老百姓接受 OTC 产品或者相关消费品。而且，分析企业在不同阶段的优劣和发展前景时，企业高管的战略眼光尤其重要，同样是国有企业，有的就可以在其高管的带领下突破体制束缚，引导企业不断向前发展。

此外，罗鹄认为，尽管医药行业受宏观经济波动的影响较小，但在进行医药行业研究同样要关注宏观经济，因为整个经济的宏观面会给股市带来系统性影响，进而影响医药板块的短期走向。而且，在国家财政收入下降比较多的情况下，就要研究国家是否会相应地缩减相关支出进而影响到医药支出；当国家的医药卫生投入越来越大的时候，就要注意国家是否会削减相关支出，或者控制药价。

全科医生制度
将给医疗服务业带来革命性影响



证券时报记者 尹振茂

证券时报记者：您如何看待新医改的前景？

罗鹄：对于中国医疗卫生改革，可以用 “前途光明、道路曲折” 来概括。目前比较成功的是医疗保险改革，国家出钱逐步普及，农民和城镇居民都纳入到医保范围，到今年年底，90%以上的人都会享受到医保，另外公共卫生体系也做得比较不错。但基本药物目录的推行目前不尽如人意，其推行远远没有达到社会的预期，其中的一个主要因素是地方财政补偿难以到位。因为一旦药品取消 15% 的加价，原来依靠这部分收入的基层医院就无法运行，那些乡镇医生就无法生存，这些问题当时国家可能没有考虑得特别全面。

公立医院的改革会比较艰难和漫长，我认为实行医生的多点就业很关键，是公立医院改革好的一个前提条件，否则非常难。5 年内应该会有比较大的改观，它慢慢开始看到希望。在此期间医疗企业会获得比较大的发展。

不过，目前国务院正在推行全科医生制度，近期已经发布了 《关于建立全科医生制度的指导意见》。该制度如果按政府规划的方向推行实施，未来基层医疗会有显著改善。对于中国整个医疗服务业来说，这是非常大的一个事情，可能带来革命性的变化，但也要给以相当的时间来推行。

证券时报记者：能否简要介绍下

全科医生的情况？

罗鹄：所谓全科医生，就是每个科室的病基本都要知道，基本的小病都能解决，没法解决的时候要能够做到迅速地转院。但现在社会上的全科医生数量很少，相关人才还要有一个培养的过程。如果该制度能像国外那样顺利地推行下去，未来政府对医疗服务业的监管将不仅是监管医院，还要监管医生。

证券时报记者：您对今年下半年乃至十二五期间医药行业的发展怎么看？

罗鹄：下半年乃至整个十二五期间，医药行业还会保持相当快的发展速度，具体到投资方面，则需要在把握中国创新、中国消费、整合这三个主题的基础上，选择好的企业，因为未来企业的发展会进一步分化，强者更强，弱者则会被淘汰出局。

证券时报记者：中国是否有希望诞生类似葛兰素史克这样的医药巨头？怎么看待中药国际化的前景？

罗鹄：个人认为比较难。因为葛兰素史克这类公司都是有上百年的历史，具有深厚的技术研发积淀，而中国相关制药企业的历史都不长。但我相信中国会出现类似日本武田那样的中型规模的企业，比如现在恒瑞医药是 300 多亿市值，未来可能会成长到 4000 亿市值，能够诞生大市值的领域会是创新药类企业和中药泛消费化企业。

中药国际化的道路会很曲折，目前还看不到希望。对于中药企业的发展来说，我还是比较认同泛消费化的方向，这方面的成长空间很大。

一个医药行业分析师的
困惑与坚持

证券时报记者 尹振茂

在从事医药行业研究的过程中，罗鹄也曾面临过困惑。

“我们做研究出身的人更喜欢价值型投资，不过，对分析师来说，要坚持价值投资理念还是不容易。因为资本市场的价格涨跌不会完全围绕价值波动，很多时候很多股票是无厘头地暴涨，和基本面没有任何关系。” 对于这种情况，尽管现在已经司空见惯，但罗鹄坦承，在刚入行的时候面对这种情况还是感受到一些压力。

比如某只股票涨了很多，但你知道它的基本面并不好，甚至还知道它会因为基本面之外的因素上涨，在这种情况下，你如果不推荐别人可能就会指责——这只股票在所在的行业板块中表现这么好，甚至可能成为年度行业第一牛股，你为什么不推荐？”

2006 年国内一家药企增发，不少基金经理向罗鹄咨询能否参与。此前，罗鹄已经到这家公司调研过，认为公司比预期好，有价值，当时就建议基金可以参与其增发，后来参与增



云南白药和东阿阿胶是罗鹄行业研究的代表之作

翟超/制图