

报告仅供内部交流，不得复制、转载或摘录！请务必阅读正文之后的免责条款。

行业报告（首次）

2009 年医药行业策略报告

——紧跟政策导向，投资医改受益公司

2008 年 12 月 26 日	廖万国 医药行业研究员	86-755-22624358	liaowg@pasc.com.cn
	杨 刚	86-755-22622589	yanggang@pasc.com.cn

主要观点

1. 2009 年随着医改政策的出台和逐步落实，我国医药行业将迎来新的发展时期。

1) 最重要主题——医疗体制改革方案的出台。扩大内需已是国家未来经济策略，而满足民众基本医疗需求又是实现拉动内需的基本保障。可以肯定的是，医疗体制改革方案将会在 2009 年上半年出台，对医疗各行业将产生重大影响，对我国医药行业长远发展无疑会形成重大利好。

2) 2009 年制药工业将直接受益于三项医疗保险覆盖率增加带来的药品消费支出增长。2009 年城镇职工医疗保险、新农合和城镇居民基本医疗保险覆盖率增加将产生 800 亿元左右的药品消费支出，比 2008 年预计增长 44%。考虑到 2009 年原料药增长回落和医保增加的药品消费会部分减少自费药品消费支出，预计 2009 年医药工业会有 20%~25% 的销量增长，预计净利润增长 30% 左右。

3) 预计 2009 年医药商业从医改中得到的收益有限。由于市场分散和配送距离拉长，将增加配送成本，但配送量的增加未必能抵消配送成本的增加，因此我们预计，医药商业 2009 年将难以从第三终端市场的增长中得到更多收益。医药商业的发展机会将更多地来自于行业整合带来的集中度增加，不过这是一个循序渐进的过程。我们建议，关注已经初步具有全国配送能力的国药股份和华南商业龙头一致药业。

2. 疾病因素和治疗空白的改善将大幅度提高对肿瘤药、心脑血管药和降糖药的应用。关注相关子行业龙头企业从内生性增长中受益更大的可能性。

3. 就医人数的增加，扩大了对诊断试剂的需求。诊断试剂龙头企业将会得到越来越多的市场份额。

4. 医疗体制改革不确定因素的解决对相关企业的影

1) 实施基本药物目录的配套政策对公司业绩的影响。基本药物目录配套政策即指与目录药物相关的生产、销售和使用的规定。如果政策有利于龙头企业形成事实上的垄断，则有利于相关企业业绩的大幅提升。反之，则相关企业有可能因为基本药物价格限制，在销售量的增长不足以弥补产品价格和毛利率下降的情况下，业绩增长受到影响。

2) 社区药品零加价长期可行性及对相关行业的影响。社区医疗服务中心实行的药品零加价政策的实施需要财政的充分保证，因此其长期实施的可行性值得怀疑。如果能够长期实施，则会改变患者购药习惯，将严重影响零售药店的销售。医药商业企业零售贡献的利润会减少甚至损害公司整体业绩。

3) 药品价格形成机制的调整对国产仿制药的影响。首仿从优的政策将使抢仿能力超强的企业成为市场的强者，并且会形成强者恒强的长期趋势。原研药单独定价政策的调整有利于仿制药的市场进入和销售。恒瑞医药作为我国仿制药龙头企业，值得重点关注。

5. 投资建议：在 2009 年国民经济走向不确定的情况下，增持医药板块将不失为攻防兼备的有效策略。我们认为，普药龙头企业、中药子行业龙头企业、仿制药龙头企业及诊断试剂龙头企业将会有更大的业绩提升机会。

股票名称	股票代码	股票价格 (元)	EPS (元/股)			PE (倍)			评级
		12/25	2008E	2009E	2010E	2008E	2009E	2010E	
双鹤药业	600062.SH	24	0.84	1.09	1.40	28.6	22.0	17.1	强烈推荐
恒瑞医药	600276.SH	37.89	1.00	1.37	1.80	37.9	27.7	21.0	推荐
科华生物	002022.SZ	22.3	0.56	0.78	1.02	39.8	28.6	21.9	强烈推荐
天士力	600535.SH	12.32	0.51	0.61	0.73	24.2	20.2	16.9	推荐

目 录

一、2008 年医药工业将实现销售收入和净利润大幅增长	3
二、2009 年随着医改政策出台和逐步落实，医药行业将迎来新的发展契机	4
1. 最重要主题——医疗体制改革方案的出台	4
2. 2009 年制药工业将直接受益三项医疗保险覆盖率增加带来的药品消费支出增长	6
3. 2009 年医药商业从医改中得到的收益有限	7
4. 医疗体制改革不确定因素的解决对相关企业的影 响	8
三、疾病因素和治疗空白的改善将大幅度提高对肿瘤药、心脑血管药和降糖药的应用	9
1. 经济增长和人口老年化使心脑血管病和糖尿病发病率大幅增加，相关制药龙头企业增长会更明显	9
2. 大量的高血压和糖尿病病人未得到治疗，有利于降压药和降糖药普药企业药品销售的大幅增长	10
3. 恶性肿瘤发病率大幅增加有利于抗肿瘤药龙头企业的业绩增长	11
四、就医人数增加，提升诊断试剂需求，龙头企业将得到越来越多市场份额	11
五、投资建议	12
1. 行业评级——“推荐”	12
2. 估值比较	12
3. 投资策略	13
4. 公司推荐	13

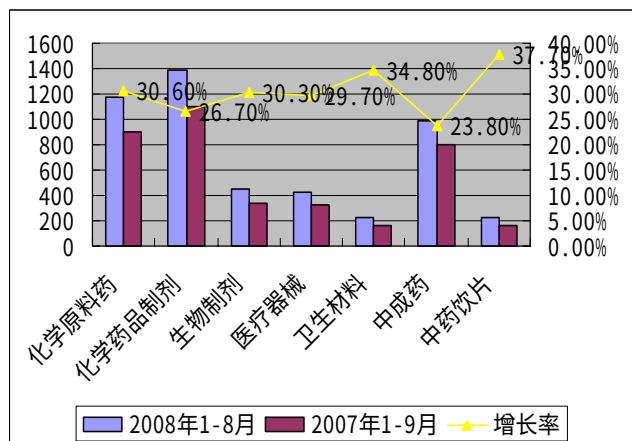
图表目录

图表 1 2008 年 1~8 月医药工业销售收入	4
图表 2 2008 年医药工业盈利水平	4
图表 3 2008 年各月医药工业运营状况	4
图表 4 历年医药工业运营状况	4
图表 5 中国人均卫生费用支出占 GDP%	5
图表 6 中国卫生费用支出分布	5
图表 7 新医改方向及其影响示意图	6
图表 8 2007 年三项医疗保险覆盖情况	7
图表 9 三项医疗保险制度覆盖率增加导致药品消费支出大幅增长	7
图表 10 我国前 20 家商业企业销售占比	8
图表 11 部分企业生产的普药毛利率	8
图表 12 部分国家医疗机构药品加成政策	9
图表 13 我国人口年龄分布	10
图表 14 糖尿病、高血压、恶性肿瘤发病率快速增长	10
图表 15 恶性肿瘤、心脑血管疾病是最主要的死因	10
图表 16 大量的高血压和糖尿病病人未得到治疗	10
图表 17 16 城市样本医院上半年药品采购占比	11
图表 18 16 城市样本医院上半年药品采购占比变化	11
图表 19 我国历年医疗机构诊疗人次数变化	11
图表 20 实地调研四川省安居区和湖北省洪山镇卫生院住院病人增长情况	12
图表 21 医药生物相对申万 300 行业指数成分分类 PE 估值比较	12
图表 22 2009 年到期的专利药品及生产药品企业	13
图表 23 重点公司子行业性质及行业地位	16
图表 24 重点公司业绩预测和估值水平	16

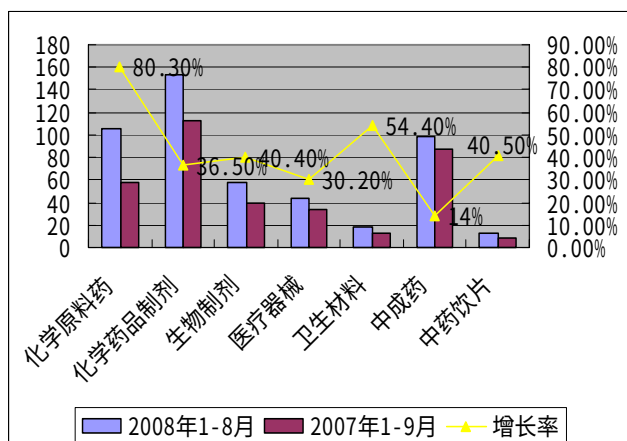
一、2008 年医药工业将实现销售收入和净利润大幅增长

2008 年 1~8 月医药工业销售收入同比增长 28.4%，实现盈利同比增长 38.7%。其中原料药实现利润增长 80%，而化学制剂药品和中成药销售收入增长和利润增长均低于全行业平均水平。2008 年 1~8 月医药工业毛利率比 2007 年略微下降（0.3%），反映出原材料价格上涨和成本上升的影响，而利润率却略微上升（0.3%），反映出企业经营质量的改善。由于第四季度原料药价格回落和需求下降，8 月份后医药工业增速和利润增速有明显放缓趋势，预计 2008 年医药工业可实现销售收入 25% 和利润 30% 以上的增长。

图表 1 2008 年 1~8 月医药工业销售收入（亿元）

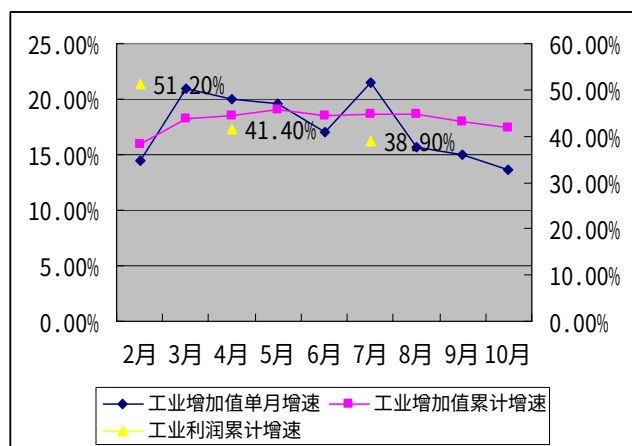


图表 2 2008 年医药工业盈利水平（亿元）



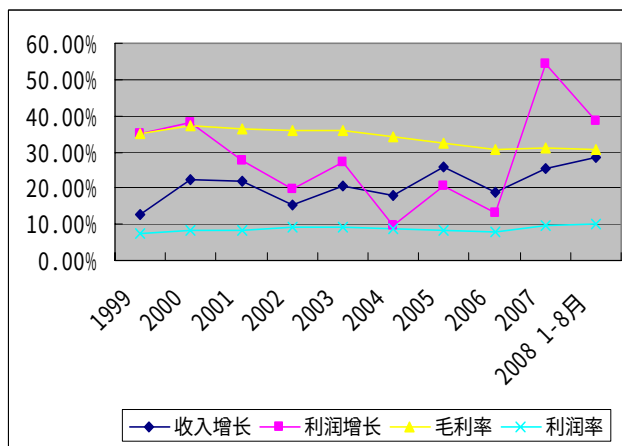
资料来源：Wind，平安证券

图表 3 2008 年各月医药工业运营状况



资料来源：Wind，平安证券

图表 4 历年医药工业运营状况

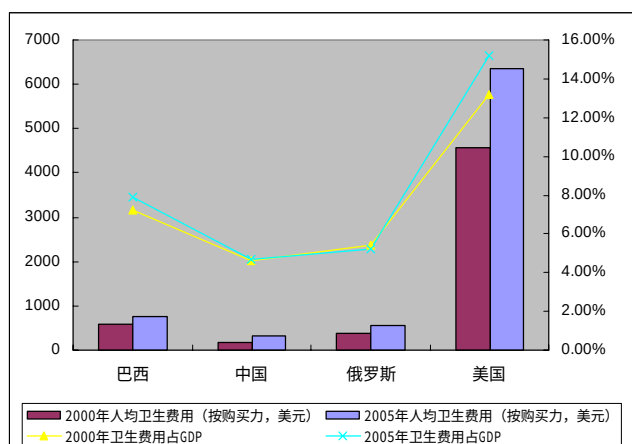


二、2009 年随着医改政策出台和逐步落实，医药行业将迎来新的发展契机

1. 最重要主题——医疗体制改革方案的出台

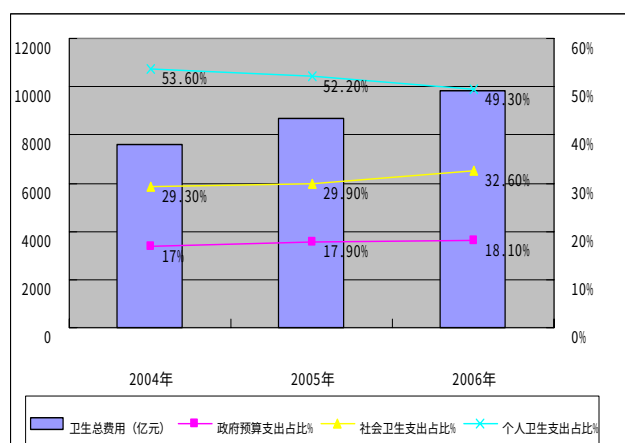
扩大内需已是国家未来经济策略，而满足民众基本医疗需求又是实现拉动内需的基本保障。目前我国人均医疗支出远低于发达国家和新兴经济体国家的水平，增长空间巨大。而政府预算支出远低于世界平均水平也有很大的增长空间。可以肯定医疗体制改革方案将会在 2009 年上半年出台，对医疗各行业将产生重大影响，对我国医药行业长远发展无疑将形成重大利好。

图表 5 中国人均卫生费用支出占 GDP%



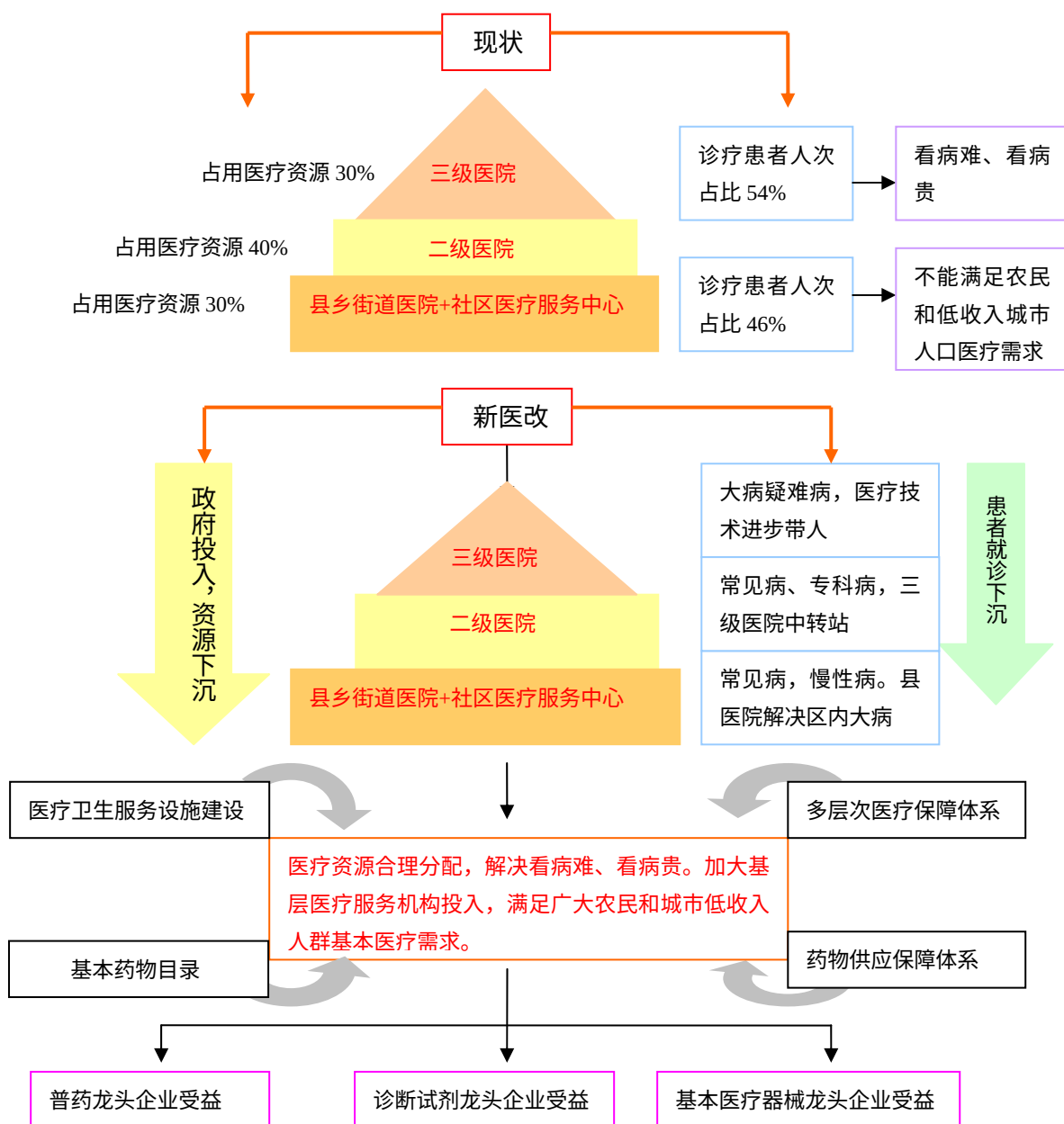
资料来源：卫生部

图表 6 中国卫生费用支出分布



医疗改革的基本目标是满足全体国民的基本医疗需求。通过加强政府投入建立健全基层医疗服务设施，通过多层次医疗保险制度、基本药物制度和药物保障体系建立保障人民基本医疗的需求。随着医改的深入，医疗资源分配会趋于合理，患者就医模式将得到改善，基层医疗服务机构逐渐承担更多的和基本的患者诊疗服务，而普药龙头企业、诊断试剂龙头企业和生产销售基本医疗器械的龙头企业将会从医改中获得更大受益。

图表 7 新医改方向及其影响示意图

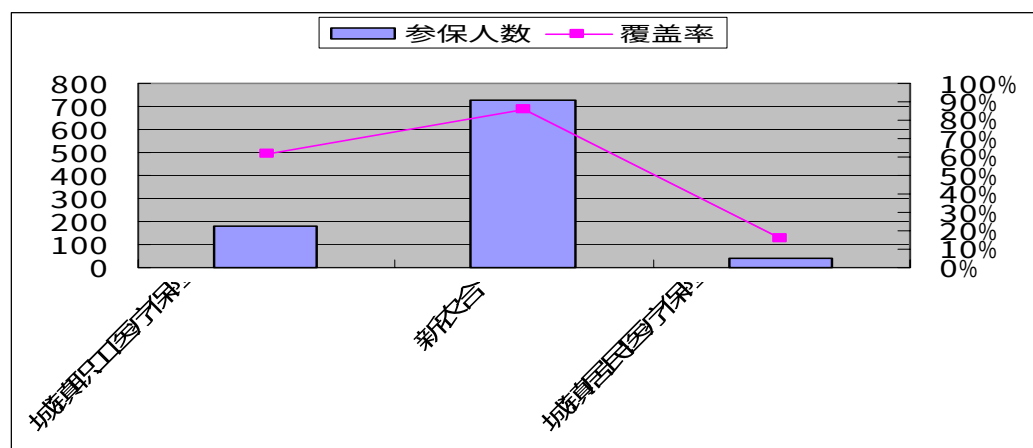


资料来源：平安证券整理

2. 2009 年制药工业将直接受益三项医疗保险覆盖率增加带来的药品消费支出增长

2009 年城镇职工医疗保险、新农合和城镇居民基本医疗保险覆盖率增加将产生 800 亿元左右的药品消费支出, 比 2008 年预计增长 44%。考虑到 2009 年原料药增长回落和医保增加的药品消费会部分减少自费药品消费支出, 预计 2009 年医药工业会有 20%~25% 的销量增长, 净利润实现 30% 左右的增长。

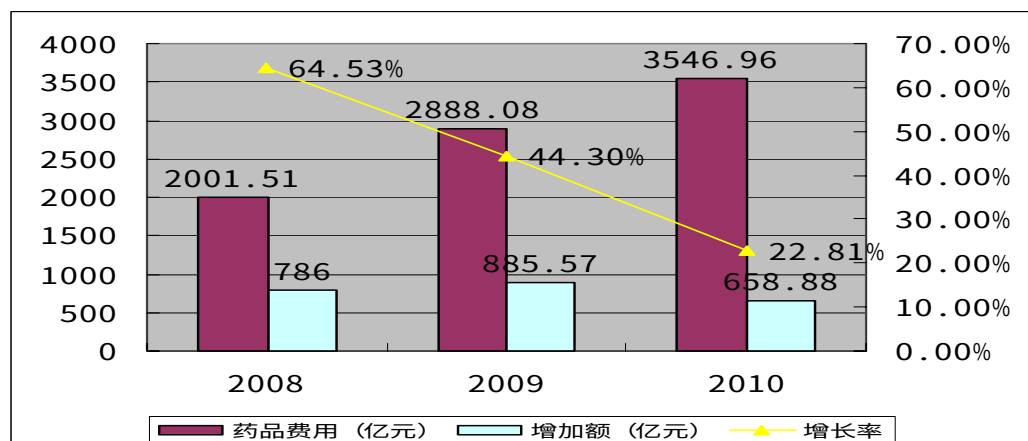
图表 8 2007 年三项医疗保险覆盖情况



注：2007 年城镇职工医保覆盖率为 61%(180 百万人,人均费用额度 1220 元;2007 年新农合覆盖率为 86%(72 百万人),人均费用额度 80 元左右 2007 年城镇居民基本医疗保险覆盖率 16%(42.9 百万人),人均费用额度 150 元左右。

资料来源：卫生部

图表 9 三项医疗保险制度覆盖率增加导致药品消费支出大幅增长



年度	医保药品费用 (亿元)	增长率%	增加额 (亿元)
2008	2001.51	64.53	786.00
2009	2888.08	44.30	885.57
2010	3546.96	22.81	658.88

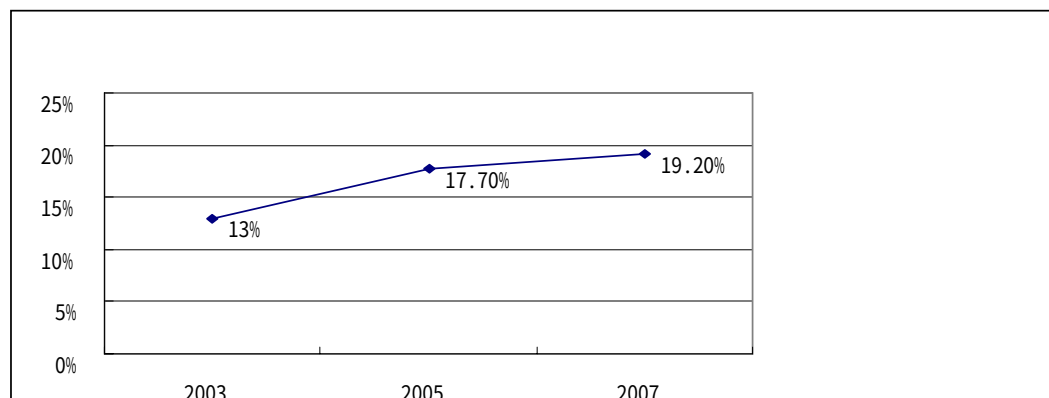
资料来源：平安证券

3. 2009 年医药商业从医改中得到的收益有限

医改使基层医疗需求大幅增加,保障基层医疗服务机构的药品尤其是基本药物的配送无疑会成为工作重点。但农村市场和社区市场较为分散,配送距离拉长,增加了配送成本,而配送量的增加不一定会抵消配送成本的增加,因此医药商业 2009 年从第三终端市场

的增长中得到的收益有限。而医药商业的发展机会更多会来自于行业整合带来的集中度增加，但这是一个循序渐进的过程，关注已经初步具有全国配送能力的国药股份和华南商业龙头一致药业。

图表 10 我国前 20 家商业企业销售占比



注：我国有 1 万 2 千多家药品流通企业，大多处于亏损状态，2007 年前 20 家商业企业利润占全行业利润 67%。可以预见由于政策导向和经营原因，医药商业行业整合会加速，但要达到发达国家的行业集中度还需要很长时间。

资料来源：南方经济研究所，平安证券

4. 医疗体制改革不确定因素的解决对相关企业的影

4.1 实施基本药物目录的配套政策对公司业绩的影响

基本药物目录配套政策即指与目录药物相关的生产、销售和使用的规定。如果政策有利于龙头企业形成事实上的垄断，则有利于相关企业业绩的大幅提升。反之则相关企业有可能因为基本药物价格限制，而销售量的增长不足以弥补价格下降后毛利率下降带来的利润下降而影响业绩增长。双鹤药业的复方降压片市场龙头地位显著，由于价格低廉而疗效肯定（每天费用为中高端降压药的 1/6 左右），可以肯定会进入新的降压治疗药的基本药物目录，而其降价空间已不大，其未来的市场表现值得期待。

图表 11 部分企业生产的普药毛利率

生产企业	药品	毛利率%
白云山	阿莫西林	35.45
	复方丹参片	64.6
	板蓝根	53.46
华北制药	青霉素类	30.23
	头孢类	22.82
天士力	复方丹参滴丸	72
双鹤药业	降压 0 号	84
	大输液	38.75

资料来源：上市公司 2008 年中报

4.2 社区药品零加价长期可行性及对相关行业的影响

目前全国许多地区实行的社区医疗服务中心药品零加价政策即社区医疗服务中心采购的药品不得加价卖给患者，由地方财政补齐加价部分。这个政策的直接结果可能造成社区中心销售的药品价格低于零售药店销售的药品价格，而且患者还可以从社区中心得到医疗服务，如果这一政策能够长期实施，则会改变患者购药习惯，将严重影响零售药店的销售。医药商业企业零售贡献的利润会减少甚至损害公司整体业绩。

但社区医疗服务中心（或者加上医院）药品零加价政策的长期实施不但需要财政的可持续性的充分的保证，而且也完全忽视了医院经营药品所发生的成本，造成了以医养药的结果。从国外的现状来看，也没有一个国家强制医疗机构实施药品零加价，因此我国目前的社区中心药品零加价政策长期实施的可行性值得怀疑。

图表 12 部分国家医疗机构药品加成政策

国家	药品加价幅度	说明
美国	30%~35%	不限价、不限加成
德国	19%	不限价、不限加成
日本	8%	限价、不限加成
澳大利亚	差别加价	低价药加成 10%并加收固定药事服务费
		高价药加成低于 10%并加收固定药事服务费

资料来源：平安证券

4.3 药品价格形成机制的调整对国产仿制药的影响

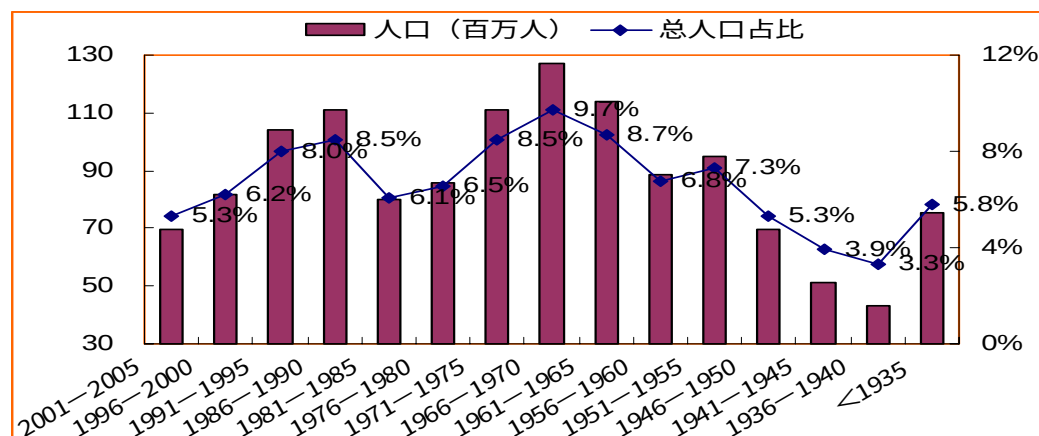
首仿从优的政策将使抢仿能力超强的企业成为市场的强者，并且会形成强者恒强的长期趋势。

原研药单独定价政策的调整有利于仿制药的市场进入和销售。从 2000 年起实行的原研药单独定价政策使合资和外企制药企业的过期专利药品市场定价超过国内仿制药品的 1 到 2 倍，享受着超国民待遇。这一政策已受到越来越多的诟病，调整势在必行。但如果取消单独定价政策让合资和外企目前销售的过期专利药品价格降低到与国内仿制药在同一个价格水平，则会严重降低这些企业在中国的经营业绩甚至会因为无法经营而退出市场，这一结果会大大有利于国内仿制药的市场占有率提高。而如果不取消单独定价政策，让所有的市场参与者在同样的条件下申请单独定价，则有利于国内仿制药的提价或至少有利于阻止这些药品价格的政策性降价。恒瑞医药作为我国仿制药龙头企业值得重点关注。

三、疾病因素和治疗空白的改善将大幅度提高对肿瘤药、心脑血管药和降糖药的应用

1. 经济增长和人口老龄化使心脑血管病和糖尿病发病率大幅增加，相关制药龙头企业增长会更明显。

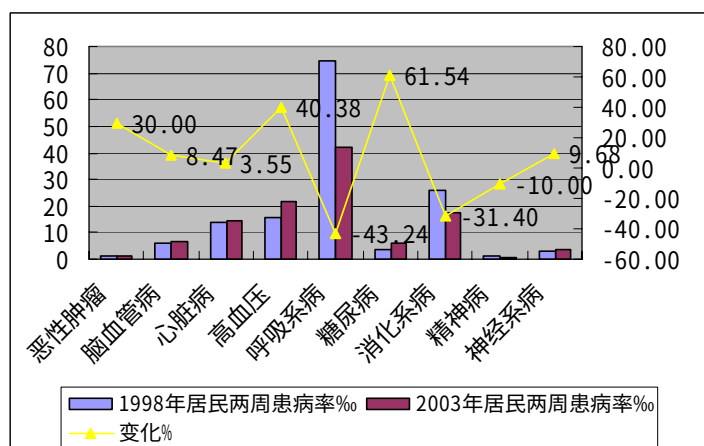
图表 13 我国人口年龄分布



注：从图表中可以看出，目前我国接近 60 周岁（1951 年以前出生的人群）以上的人群占比高达 23%，已基本进入老年化国家。

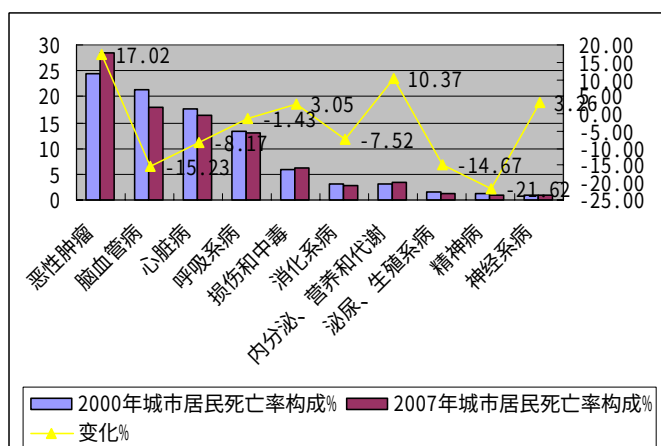
资料来源：国家统计局

图表 14 糖尿病、高血压、恶性肿瘤发病率快速增长



资料来源：卫生部

图表 15 恶性肿瘤、心脑血管疾病是最主要的死因



2. 大量的高血压和糖尿病病人未得到治疗，有利于降压药和降糖药普药企业药品销售的大幅增长。

图表 16 大量的高血压和糖尿病病人未得到治疗

病种	总人口发病率	患者人数	治疗率	控制率	未获治疗患者数	需要加强治疗患者数
高血压	14%	1.6 亿	24.4%	7%	1.2 亿	0.363 亿
糖尿病	6%	0.7 亿	15%	5%	0.6 亿	0.099 亿

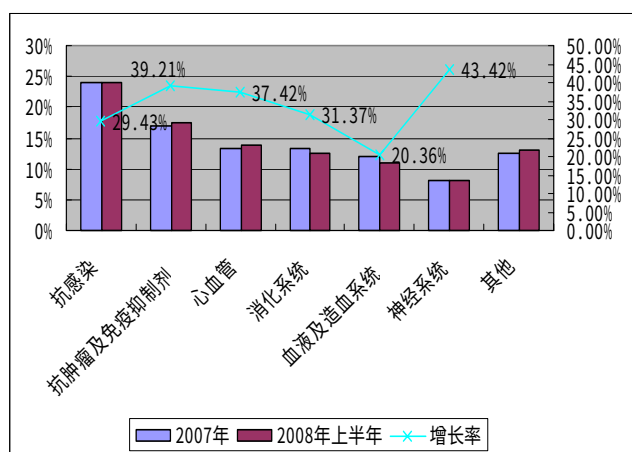
资料来源：高血压病学会，糖尿病学会

有超过 1.2 亿高血压病人和 6000 万糖尿病病人未得到治疗，而这部分病人大部分分布在农村和城市低收入人群。基本医疗保险的广覆盖会使其中大部分人得到基本治疗，因此生产降压药和降糖药普药的龙头企业会得到更大的发展，因为龙头企业通过规模效应降低了生产成本，虽然药品的价格低，但任然可以保持较高的毛利率水平。比如双鹤药业的降压 0 号，每天费用只有中高端降压药的 1/6 左右，但毛利率却达到 84%。

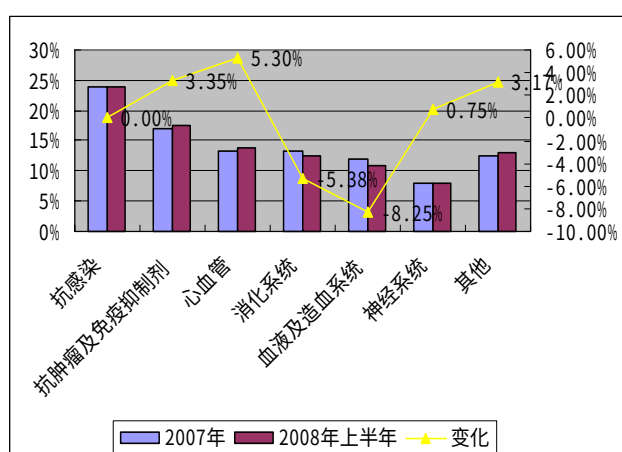
3. 恶性肿瘤发病率大幅增加有利于抗肿瘤药龙头企业的业绩增长。

由于环境恶化和人口老年化，我国恶性肿瘤的发病率增加仅次于糖尿病和高血压之后。2008 年上半年 16 城市样本医院采购药品增长最快的药品分别是神经系统用药、抗肿瘤药和心血管用药，占比增长最大的是心血管用药、神经系统用药和抗肿瘤药。关注抗肿瘤药龙头企业恒瑞医药。

图表 17 16 城市样本医院上半年药品采购占比



图表 18 16 城市样本医院上半年药品采购占比变化

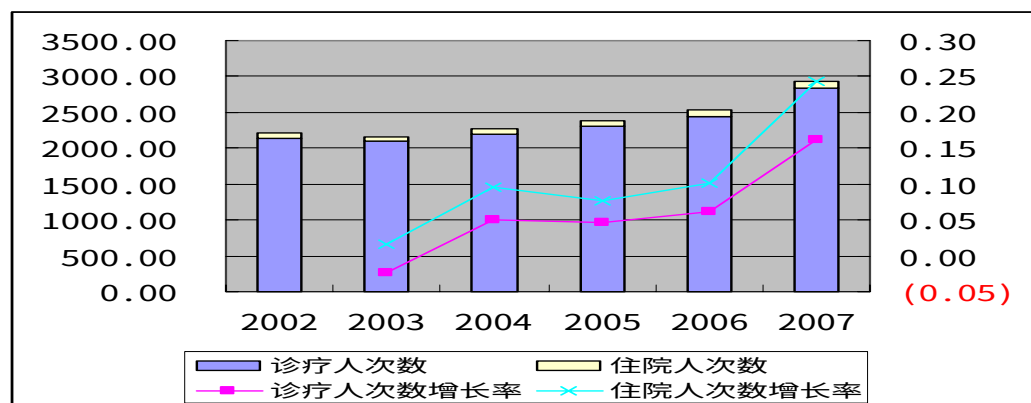


资料来源：南方经济研究所

四、就医人数增加，提升诊断试剂需求，龙头企业将得到越来越多市场份额

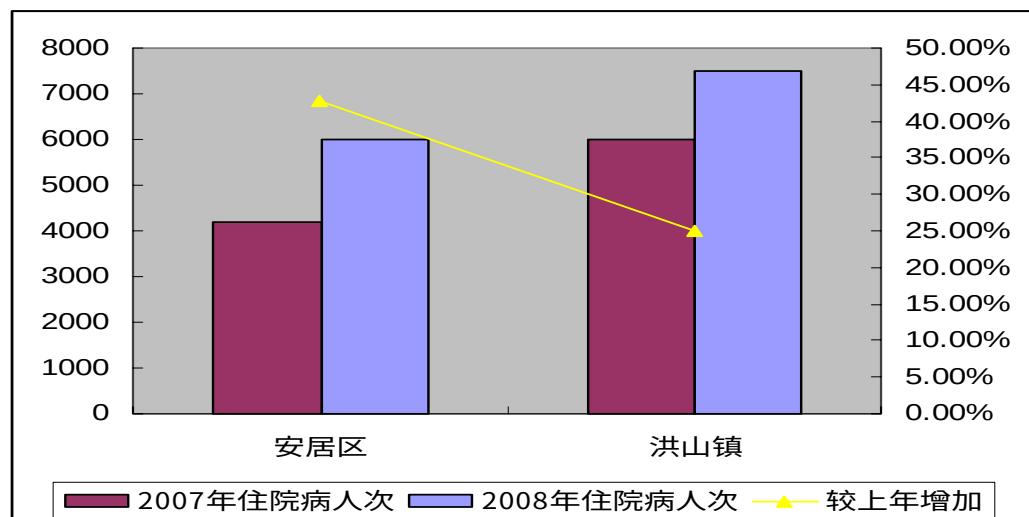
随着三项医疗保险覆盖率增加和人口增加，就医诊疗人次数和住院人次数将快速增长。由于生化等诊断手段是确诊疾病的基本依据，诊断试剂的应用会相应增加。数据表明 2007 年诊疗人次数和住院人次数同比增长分别为 3.96 亿和 1900 万，增长率为 16.2% 和 24.3%。假设新增的诊疗和住院病人需要的诊断项目不变，即说明仅此因素诊断试剂的需求将至少增长 16% 到 18%。科华生物作为我国生化诊断试剂龙头企业，无疑将会成为最大的赢家。

图表 19 我国历年医疗机构诊疗人次数变化



资料来源：卫生部

图表 20 实地调研四川省安居区和湖北省洪山镇卫生院住院病人增长情况



资料来源：平安证券

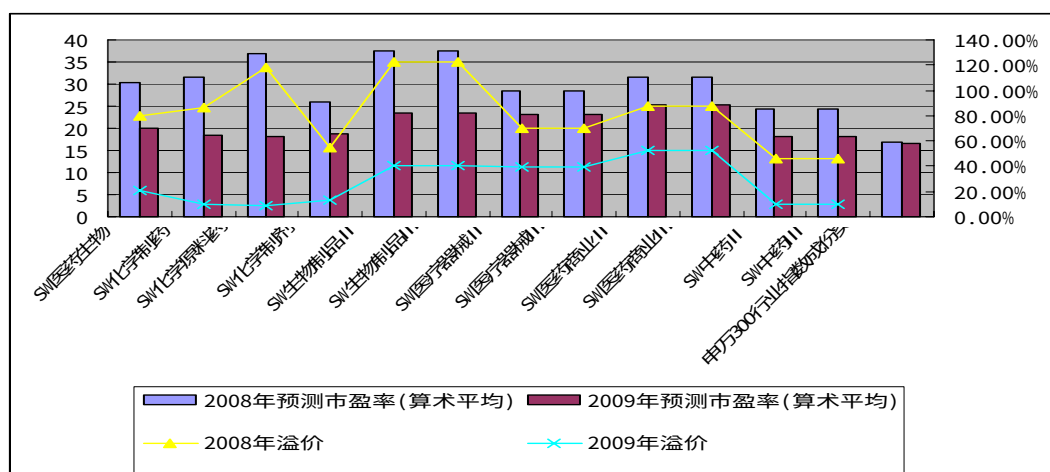
五、投资建议

1. 行业评级——“推荐”

在 2009 年国民经济走向不确定的情况下，增持医药板块将不失为攻防兼备的有效策略。由于医疗体制改革带来的外源性医疗需求增加，和由于人口因素及疾病谱的变化带来的内生性医疗需求的增加保证了 2009 年医药市场的增长。预计 2009 年医药工业会有 20%~25%的收入增长和 30%左右的利润增长。

2. 估值比较

图表 21 医药生物相对申万 300 行业指数成分分类 PE 估值比较



资料来源：Wind (以 2008 年 12 月 16 日收盘价为准)

至 2008 年 12 月 16 日止医药生物估值相对申万 300 行业指数成分分类估值溢价 80%。由于医药行业 2009 年预计的高增长相对于 2009 年国民经济增速的回落，2009 年医药行

业相对申万 300 行业指数成分类估值溢价大幅降低为 21%，考虑到 2020 年以前中国医药行业有望保持平均 10%~15% 的增长，医药企业盈利水平将不断提高，目前对医药行业估值并未高估。

相对于美国和欧洲市场，中国的医药生物行业估值分别高出 30% 和 45%。考虑到这 2 个全球最大的医药市场未来增长速度将在 5% 左右，明显低于中国的医药市场 15% 左右的增长速度，且几大以研发为主导的巨型国际性公司新药的跟进速度越来越赶不上专利药品的过期速度，而一旦专利药品保护期到期，仿制药的出现就会大大降低原研药品的价格，这必将严重影响这些制药企业的未来盈利水平。因此，中国目前的医药生物相对高估值应该是合理的。

图表 22 2009 年到期的专利药品及生产药品企业

商品名	中文通用名 / 英文通用名	生产厂商	专利到期日
Lamictal	拉莫三嗪 / Lamotrigine	GlaxoSmithKline	Jan. 22, 2009
Vexol	利美索龙 / Rimexolone	Alcon Labs	Jan. 22, 2009
Avandia	罗格列酮 / Rosiglitazone	GlaxoSmithKline	Feb. 28, 2009
Topamax	托吡酯 / Topiramate	Johnson & Johnson	March 26, 2009
Glyset	米格列醇 / Miglitol	Pfizer	July 27, 2009
Acular	酮咯酸氨丁三醇 / Ketorolac tromethamine	Allergan	Nov. 5, 2009
Xenical	奥利司他 / Orlistat	Roche	Dec. 18, 2009
Valtrex	万乃洛韦 / Valacyclovir	GlaxoSmithKline	Dec. 23, 2009
Avelox	莫西沙星 / Moxifloxacin	Bayer	Dec. 30, 2009

资料来源：Express Scripts and Generic Pharmaceutical Association

3. 投资策略

3.1 围绕医改受益板块，关注普药龙头企业、中药子行业龙头企业和诊断试剂龙头企业重点推荐双鹤药业、天士力和科华生物。

3.2 关注疾病谱变化和疾病治疗空白的改善带来的超越医药行业平均增速的医药子行业龙头企业

这些子行业分别是抗肿瘤药、心血管和糖尿病药、神经系统疾病用药。重点推荐公司为恒瑞医药、双鹤药业。

4. 公司推荐

4.1 双鹤药业——聚焦医药工业，三大领域齐头并进，受益医改

● 双鹤药业通过剥离不良资产，聚焦医药工业，而医药商业只保留长沙双鹤。公司 2008 年前三季度医药工业销售收入首次超过医药商业销售收入，主营业务利润率较去年同期提高了 0.7%。

● 公司通过收购广州神州药业和投资兴建辽宁新民大输液基地，基本完成了大输液全国布局。预计 2009 年后公司的大输液市场占有率会由现在的 12% 提高到 20% 左右，同时由于公司大幅提高了毛利率较高的塑瓶/袋的产量，大输液毛利率会由目前的 38.75% 提高到 40%~41%。

● 公司第一大心血管品牌药降压 0 号 2008 年可实现 8 亿片销售，增长 13%。由于公司已进行了 2 年的社区和农村医疗两网建设，随着新农合和社区医疗保险覆盖率的提高，预计该产品会进一步焕发活力，实现 15% 或更高的年销售增长。而新产品舒血宁 2008 年销售实现了 50% 的大幅增长，前三季度已实现销售 1.2 亿元。

● 公司在口服降糖药方面形成了高中低端系列产品线，由于糖尿病发病率大幅增加，预计公司口服降糖药 2008 年、2009 年、2010 年可实现销售增长 10%、20% 和 30%

● 预计公司 2008 年、2009 年、2010 年可实现 EPS 分别为 0.84 元、1.09 元和 1.4 元，对应 PE 为 28 倍、22 倍和 17 倍。在适用所得税率不变的情况下，3 年主营业务利润复合增长率为 34%。**给予“强烈推荐”。**

4.2 恒瑞医药——仿制药龙头企业，超强的抢仿能力和成熟的营销能力保证了业绩的稳定增长

● 恒瑞医药是我国抗肿瘤药仿制药龙头企业，抗肿瘤药占其制剂销售比重达到 70%。我们预计公司 2008 年抗肿瘤药规模有望突破 14 亿元，在基数逐渐变大的情况下，高增长的持续性也成为公司考虑的重点。公司已经确立了“以抗肿瘤药为核心，多品类齐发展”的战略，确保收入的持续增长，未来 3 年预计收入增速能保持在 20%~30% 之间。由于公司获得高新技术证书，2008 年至 2010 年享受 10% 优惠所得税率，盈利增速将超过 40%。

● 抗肿瘤药仍然是核心业务，是业绩增长的基石。公司抗肿瘤药销售额超过亿元的品种将达到 4 个。而 2009 年的来曲唑、新上市的培门冬酰胺酶、S1 替加氟复方制剂都有望成为新的过亿品种。

● 手术用药将成为新的增长点，支持公司快速发展。手术用药的市场规模不亚于肿瘤用药，而公司在 2008 年已经产生了销售额超过亿元的品种七氟烷，2009 年的碘佛醇、顺阿曲库胺销售额都有望超过亿元。公司还有数个潜力品种即将上市，因此手术用药有望拉动公司收入再次高增长。

● 传统抗感染药业务保持平稳发展。克拉霉素未来 2 年有望过 3 亿的规模，其他低毛利品种将逐步放弃。因此整个品类将维持在 2 亿多的销售规模。

● 心血管药可能是公司下一个进军的方向。厄贝沙坦 2008 年销售额接近 1 个亿，新的产品有望在 2009 年陆续上市。

● 公司强大的销售实力是产品规模能不断上亿的保障，这也是公司超越其他企业的最大优势。

● 预计公司 2008 ~2010 年主业对应的 EPS 分别为 1.0 元、1.37 元和 1.8 元，对应 PE

为 38 倍、28 倍和 21 倍。从长期来看，公司增长明确，**给予“推荐”评级。**

4.3 科华生物——诊断试剂龙头企业，受益医改

- 收入稳健增长，业绩大幅提升。1~9 月，公司实现营业收入 3.54 亿元，同比增长 22.57%。实现归属母公司的净利润 1.37 亿元，同比增长 50.96%，每股收益 0.433 元。

- 公司为我国生化和酶免诊断试剂龙头企业，随着三项医疗保险覆盖率增加和人口增加，就医诊疗人次数和住院人次数将快速增长。由于生化等诊断手段是确诊疾病的基本依据，诊断试剂的应用会相应增加。数据表明 2007 年诊疗人次数和住院人次数同比增长分别为 3.96 亿和 1900 万，增长率为 16.2%和 24.3%。假设新增的诊疗和住院病人需要的诊断项目不变，即说明仅此因素诊断试剂的需求将至少增长 16%~18%。科华生物作为我国生化诊断试剂龙头企业，无疑将会成为最大的赢家。

- 自产医疗器械销售将成为公司另外一个盈利增长点。1~9 月，自产仪器销售收入约 2,800 万元，全自动生化仪销售约 70~80 台，全年预计销售 130 台。预计 2008 年全年销售收入可达 3800 万元，增长 70%。2009 年由于医改的因素将进一步增加公司的医疗器械销售，预计完成销售增长 50%应不成问题。

- 出口业务快速增长，进一步提升公司业绩。2005 年与美国克林顿基金会艾滋病防治项目部签署了艾滋病诊断试剂（胶体金法）长期供货合同，供货合同有效期为五年。2008 年公司可望取得 500 万美元的出口销售收入，预计 2009 年还会有所增加。

- 预计公司 08、09、10 年 EPS 分别为 0.56 元、0.77 元、1.04 元，对应 PE 为 39 倍、28 倍和 22 倍，3 年复合增长率 44%，**给予“强烈推荐”。**

4.4 天士力——心脑血管中成药龙头企业，受益医改

- 复方丹参滴丸继续保持 2 位数增长。受益于农村市场增长，2008 年复方丹参滴丸预计可实现销售收入 12 亿元，增长 15%。2009 年由于新农合的全面覆盖和筹资额的增加，及城镇居民基本医疗保险覆盖率增加，预计该产品在农村和社区的 sales 会进一步增长，全年实现与 2008 年同样的增长是可以实现的。

- 新产品水林佳 2008 年增长迅猛，预计可实现 7000 万的销售收入。2009 年将成为过亿品种。

- 养血清脑颗粒增长缓慢，公司其他新产品未来市场表现有待观察。故暂不考虑其对公司利润增长的贡献。

- 公司 2009 年将执行 15%的所得税率，直接为公司带来 10%的利润增长。

- 预计公司 2008 年、2009 年、2010 年分别可实现 EPS 0.5 元、0.61 元和 0.73 元，对应 PE 为 24 倍、20 倍和 17 倍，**给予“推荐”评级。**

图表 23 重点公司子行业性质及行业地位

	所处行业	行业地位
双鹤药业	大输液、心血管药、糖尿病药	大输液及降压药普药龙头企业
恒瑞医药	抗肿瘤药、手术用药	抗肿瘤仿制药龙头企业
天士力	心脑血管中成药	心脑血管中成药龙头企业
科华生物	诊断试剂、医疗器械	生化诊断试剂龙头企业

资料来源：平安证券

图表 24 重点公司业绩预测和估值水平

股票名称	股票代码	股票价格 (元)	EPS (元/股)			PE (倍)			评级
		12/25	2008E	2009E	2010E	2008E	2009E	2010E	
双鹤药业	600062.SH	24	0.84	1.09	1.4	28.57	22	17.1	强烈推荐
恒瑞医药	600276.SH	37.89	1.00	1.37	1.8	37.89	27.66	21	推荐
科华生物	002022.SZ	22.3	0.56	0.78	1.02	39.82	28.59	21.86	强烈推荐
天士力	600535.SH	12.32	0.51	0.61	0.73	24.16	20.2	16.88	推荐

资料来源：平安证券

平安证券综合研究所投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价上涨幅度在20%以上）
- 推荐（预计6个月内，股价上涨幅度介于10%至20%之间）
- 中性（预计6个月内，股价上涨幅度介于±10%之间）
- 回避（预计6个月内，股价下跌幅度超过10%）

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司2008版权所有。保留一切权利。

平安证券有限责任公司

综合研究所

地址：深圳市福田区金田南路大中华国际交易广场裙楼8楼

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 82449257