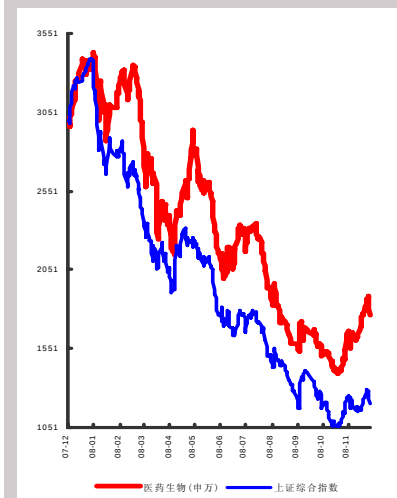




2008 年 12 月 20 日 星期六

行业评级：
推荐（维持）

行业指数



相关报告:

《医药行业 2008 年中期投资策略
报告》

齐鲁证券有限公司
研究所
行业公司部

分析师
吕国启

Tel: (8621) 58306453
Fax: (8621) 58318543
Email: lugq@qlzq.com.cn

三因素保稳定发展 新政策促额外增长

—医药行业 2009 年投资策略报告

投资要点:

- ◇ 医药行业是一个重要的行业，其在国民经济中的重要性也在不断增强；医药行业也是一个最具成长性的行业，自改革开放以来，我国医药业获得了快速的发展：行业近 20 年的复合增长率高达 23%。整个医药制造业在 2008 年的前 8 个月依然有着良好的表现，销售收入和净利润同比增幅分别为 29.11% 和 39.89%。
- ◇ 受国内外经济环境的影响，2009 年我国经济要维持前期高增长存在一些困难。因此部分行业增速较 2008 年会出现大幅下滑，但是我们认为医药行业的稳定增长特性不会发生变化，2009 年三大因素将推动医药行业继续稳定增长。
- ◇ 行业自身成长规律。医药行业在快速增长的同时，整个行业的经营效率和盈利能力都在不断提高，另外整个行业的技术水平也得到较大提高，这将是 2009 年医药行业继续保持稳定增长的内部因素。
- ◇ 社会、经济发展规律。医药行业是一个必需性行业，对医药产品的需求与人口数量、人口老龄化程度、城镇化率、医疗保障水平有着密切的联系，未来行业稳定增长也复合社会、经济发展的规律。
- ◇ 政策导向。在 2009 年中央经济工作会议上，国家明确提出要扩大城镇居民基本医疗保险覆盖面，为此国家将增加卫生费用投入，目前国家已经明确计划新增 48 亿元支持农村卫生服务体系建设的消息。2009 年国家卫生费用投入的增加是行业稳定增长的又一因素。
- ◇ 2009 年及未来几年中，我国的医疗卫生事业仍然面临非常好的发展环境，在不考虑其他额外因素的影响下，2009 年我国卫生费用投入能够维持前期的增长速度；2009 年国家对于医疗卫生事业的支持力度将有所增强，因此医疗卫生费用投入将有一个额外的增长，预计卫生费用总体增幅达 14.79%；医药行业收入增长率要高于卫生费用增长率，预计 2009 年行业增长率可以达到 20.79%，仍是增长较快的一个行业。

重要声明：本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等相关服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。



◇从估值角度来看，当前医药板块的平均PE为 28.8 倍，相对于整个市场继续保持一定的估值溢价。从与发达国家的发展经历的对比来看，认为我国医药行业的平均市盈率应该在 25 倍以上，目前医药行业具备投资价值。综合以上考虑，给予医药行业“推荐”的投资评级。

◇2009 年我们最看好的子行业是：医疗器械子行业、生物制药子行业、中药子行业。建议关注的重点上市公司有：上海莱士（002252）、新华医疗（600587）、东阿阿胶（000423）等。

表 1：医药行业重点公司评级一览

简称	股价	EPS			PE			评级
		07	08E	09E	07	08E	09E	
上海莱士	22.73	0.68	0.64	0.9	33.4	35.5	25.3	推荐
新华医疗	8.44	0.23	0.24	0.41	36.7	35.2	20.6	推荐
东阿阿胶	14.5	0.39	0.54	0.58	37.2	26.9	25.0	推荐
云南白药	32.1	0.7	0.89	1.11	45.9	36.1	28.9	谨慎推荐
恩华药业	13.38	0.23	0.33	0.45	58.2	40.5	29.7	谨慎推荐
科华生物	21.5	0.56	0.53	0.72	38.4	40.6	29.9	谨慎推荐
华兰生物	35.35	0.55	0.84	1.16	64.3	42.1	30.5	谨慎推荐



正文目录

一、行业概况	5
1. 1 行业基本面概况	28
1. 2 板块市场表现	28
二、行业 2009 年面临三大发展机遇	9
2. 1 行业自身成长推动未来快速发展	10
2. 1. 1 行业盈利能力有所提高	10
2. 1. 2 行业技术水平不断提升	13
2. 2 行业未来的发展符合经济、社会发展的规律	14
2. 2. 1 人口增加	14
2. 2. 2 城镇化比例逐年提高	15
2. 2. 3 人口老龄化	16
2. 2. 4 收入增长提供有效需求	17
2. 3 行业发展符合政策导向	18
2. 3. 1 健全基层医疗卫生服务体系已经开始实施	19
2. 3. 2 医疗保障体系建设也将是 2009 年的一项重要工作	20
三、2009 年医药行业仍将保持稳定增长	28
3. 1 卫生投入稳步增长	28
3. 2 医疗卫生体制建设力度加大给予行业 2009 年超额增长	28
3. 3 2009 年医药行业收入继续保持高增长	29
四、子行业篇	30
4. 1 中药子行业	30
4. 2 生物制药子行业	32
4. 3 医疗器械子行业	35
五、投资建议	37
5. 1 行业具备投资价值	37
5. 2 生物制药、中药、医疗器械子行业更具吸引力	39
六、重点上市公司	40
七、风险提示	47
7. 1 经济减速可能对行业产生负面影响	47
7. 2 行业竞争格局影响企业盈利	47
7. 3 限售股可能会影响二级市场表现	47



插图目录

图 1: 医药行业收入增长情况	- 10 -
图 2: 医药行业收入占GDP比重	- 10 -
图 3: 93 年来医药板块与整个市场PE比较	- 10 -
图 4: 2008 年整体市场与医药板块涨跌幅 (%)	- 10 -
图 5: 2008 年各子行业市场表现	- 11 -
图 6: 2008 年部分医药股市场表现	- 12 -
图 7: 2005 年来医药行业毛利率变化情况	- 10 -
图 8: 2005 年来医药行业销售费用率变化情况	- 11 -
图 9: 2005 年来医药行业管理费用率变化情况	- 12 -
图 10: 2005 年来医药行业营运能力概况	- 12 -
图 11: 我国人口增长情况	- 15 -
图 12: 世界卫生费用概况	- 15 -
图 13: 我国居民收入情况	- 15 -
图 14: 我国城镇化率情况	- 15 -
图 15: 城镇人口与农村人口卫生费用	- 15 -
图 16: 我国人口老龄化趋势	- 16 -
图 17: 不同年龄人患病情况 (2006 年)	- 16 -
图 18: 城镇人口与农村人口医疗保健支出	- 17 -
图 19: 城镇居民收入增长情况	- 17 -
图 20: 政府预算卫生支出情况	- 22 -
图 21: 我国卫生支出构成情况	- 23 -
图 22: 世界部分国家卫生投入情况	- 23 -
图 23: 2003 年部分国家总体卫生费用状况	- 24 -
图 24: 部分国家人均卫生费用情况 (元)	- 25 -
图 25: 政府指导用药中药所占比例	- 30 -
图 26: 2005 年来中药子行业收入增长情况	- 31 -
图 27: 2005 年来生物医药行业收入、利润增长情况	- 33 -
图 28: 2006 年世界医疗器械市场构成	- 35 -
图 29: 1999 年来医药板块相对市场表现情况	- 38 -
图 30: 1990 年至今美国部分医药股市盈率概况	- 38 -

表格目录

表 1: 我国医疗保障体系概况	- 20 -
表 2: 我国三大医疗保障体系建设情况	- 21 -
表 3: 政府预算卫生支出占财政支出比重的敏感性分析	- 23 -
表 4: 卫生费用占 GDP 比重的敏感性分析	- 24 -
表 5: GDP 增长率与卫生费用增长率	- 28 -
表 6: 三大基本医疗保险与卫生费用额外增长	- 29 -
表 7: 卫生费用增长率与医药行业增长率	- 29 -
表 8: 1999 年来医药板块相对市场表现情况	- 37 -



一、行业概况

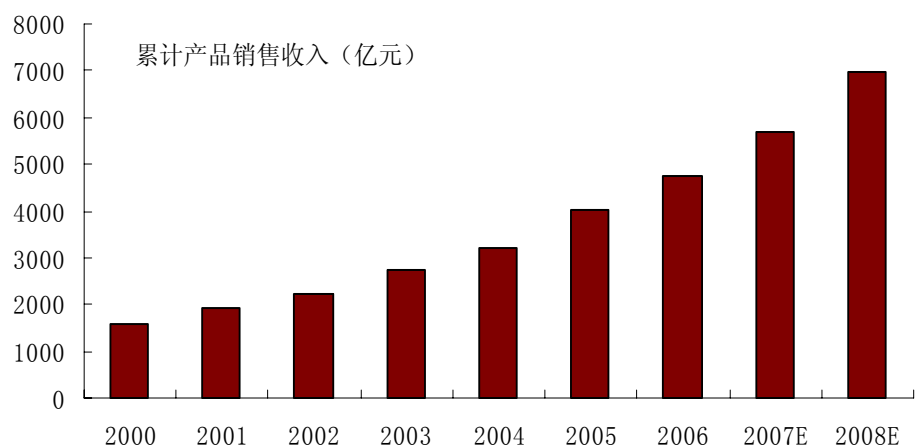
1. 1 行业基本面概况

医药行业是我国国民经济的重要组成部分。其主要门类包括：化学原料药及制剂、中药材、中药饮片、中成药、抗生素、生物制品、生化药品、放射性药品、医疗器械、卫生材料、制药机械、药用包装材料及医药商业。医药行业对于保护和增进人民健康、提高生活质量，为计划生育、救灾防疫、军需战备以及促进经济发展和社会进步均具有十分重要的作用。

新中国成立以来，特别是改革开放 20 多年，我国已经形成了比较完备的医药工业体系和医药流通网络，发展成为世界制药大国。我国现有医药工业企业 5869 家。一些重要品种如维生素 C、青霉素在世界上占有举足轻重的地位。我国的传统中药，已逐步走上科学化、规范化的道路，能生产包括滴丸、气雾剂、注射剂在内的多种现代中药剂型。我国能生产疫苗、类毒素、抗血清、血液制品、体内外诊断试剂等各类生物制品 300 余种。可以生产包括 X 射线断层扫描成像装置、磁共振装置等在内的医疗器械多个品种。还可以生产多个规格的制药机械产品。

医药业是增长最快的朝阳产业之一，自改革开放以来，我国医药业获得了快速的发展。1990 年我国医药品总销售额为 151.42 亿元，2007 年前 11 个月我国医药品总销售额达到 5207 亿元，增长了 34 倍，远高于世界医药业 7.5% 的增长速度。

图 1：我国医药行业累计产品销售收入

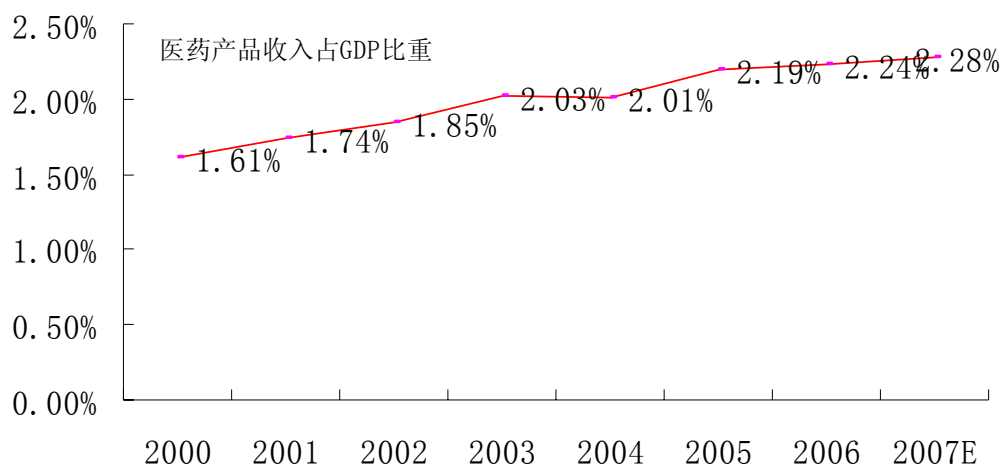


资料来源：WIND 资讯



医药制造业在国民经济中的地位进一步提高，占 GDP 的比重从 1999 年的 1.48% 增加到 2006 年的 2.26%，医药行业在国民经济中的重要性也在不断增强。

图 2：医药产品销售收入占 GDP 的比重

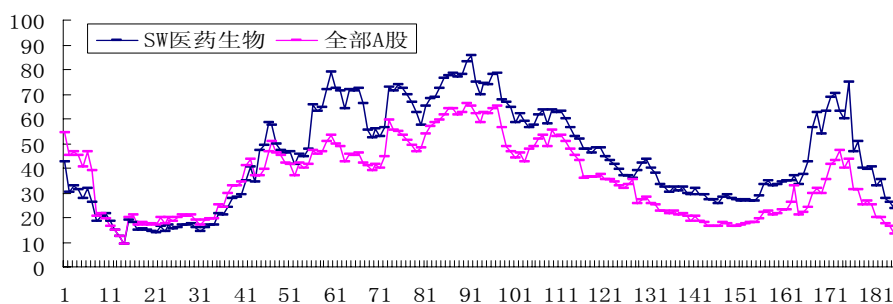


资料来源：WIND 资讯、齐鲁证券研究所

1. 2 医药板块市场表现

医药板块历来是证券市场上表现最好的板块之一，医药板块一直享受着估值溢价。

图 3：93 年来医药板块与整个市场 PE 比较

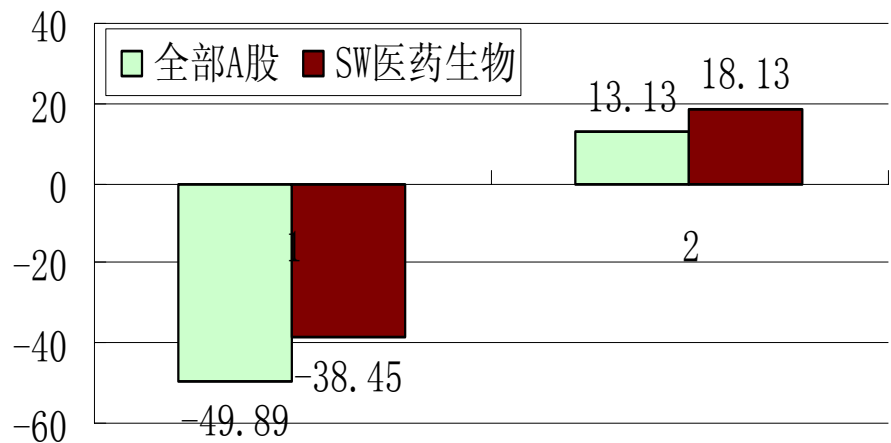


资料来源：WIND 资讯、齐鲁证券研究所



从 2008 年的数据来看，医药板块的市场表现继续强于大市：在下跌的过程中，板块跌幅小于整体市场跌幅；在上涨行情中，板块涨幅大于整体市场的涨幅。

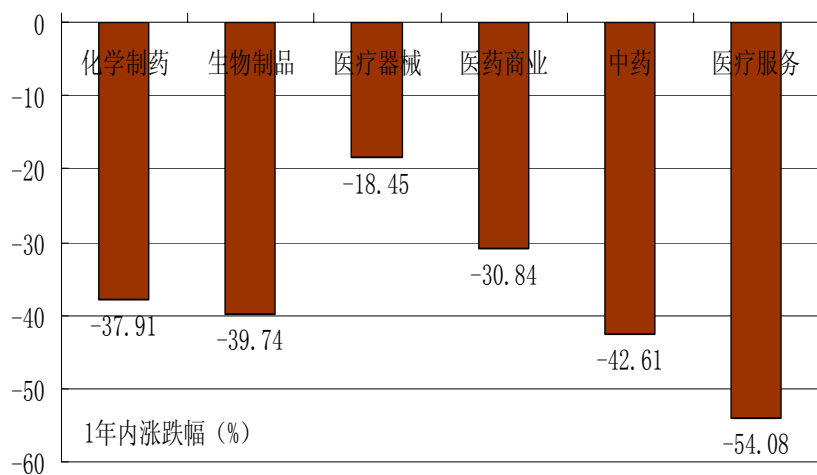
图 4：2008 年整体市场与医药板块涨跌幅（%）



资料来源：WIND 资讯、齐鲁证券研究所

医药行业各子行业的市场表现在 2008 年也具有一定的差异，其中医疗器械子行业表现最为出色，跌幅为 18.46%。

图 5：医药行业各子行业涨跌幅（%）

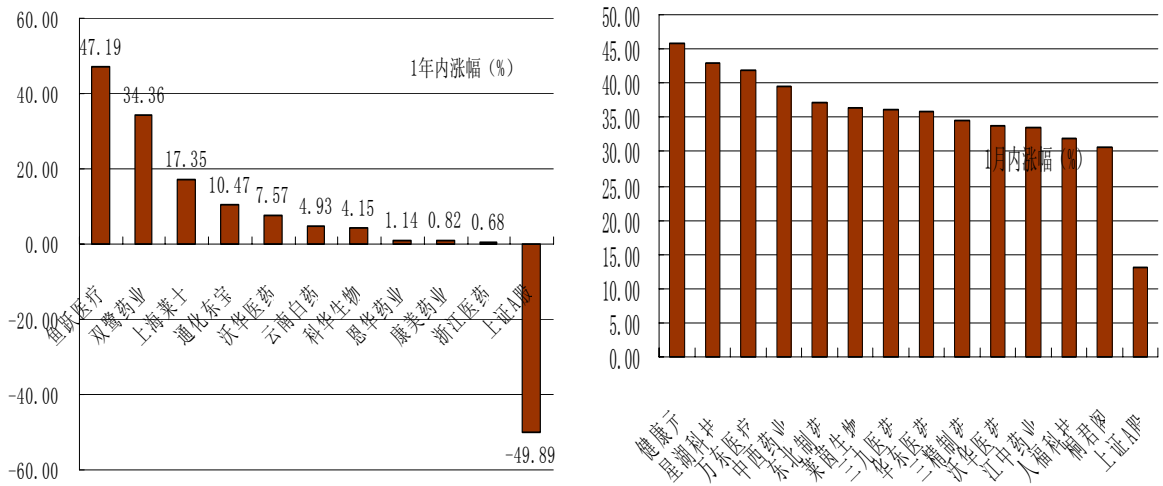


资料来源：WIND 资讯、齐鲁证券研究所



个股方面，2008 年仍然有部分医药股有较出色的市场表现，像鱼跃医疗一年内涨幅超过 40%，双鹭药业涨幅也超过了 30%；近一个月中大盘出现一定的上涨，医药股则表现更为出色：近一个月中累计涨幅超过 30%的股票在 10 只以上。

图 6：2008 年部分医药股一年内（左）、一月内（右）市场表现



资料来源：WIND 资讯、齐鲁证券研究所

2009 年我国的医疗卫生事业仍然面临非常好的发展环境：人口数量仍呈净增长、人口老龄化程度会进一步加剧、城镇化率会有进一步的提高、居民收入水平继续保持稳定增长、政府卫生费用投入能够保持稳步增长等等。在经济增速有所下滑的情况下，医药行业仍然能够维持前期的稳定增长，医药行业将是经济中的一个亮点行业。

有着稳定的业绩为支撑，2009 年医药板块的市场表现仍将强于整体市场。



二、行业 2009 年面临三大发展机遇

2008 年，我国经济克服连续发生的重大自然灾害和外部需求减缓等不利因素的影响，总体保持了平稳较快发展态势。但是受国内外因素的综合影响，增速持续放缓。

以工业增加值为例，前三季度，规模以上工业增加值同比增长 15.2%，增速同比减缓 3.3 个百分点。其中，7、8、9 月增速分别为 14.7%、12.8% 和 11.4%，减速趋势十分明显，9 月份增速为 2002 年 4 月以来月度最低水平。前 8 个月，工业企业实现利润 18685 亿元，增加 3035 亿元，增长 19.4%，增幅同比回落 17.6 个百分点。

在整体经济增速持续放缓的情况下，医药行业继续保持稳定增长，成为经济中的一个亮点。从 2008 年前八个月的数据来看，2008 年 1-8 月医药行业 5775 家公司实现销售收入 4789.19 亿元，同比增长 29.11%；利润总额为 460.09 亿元，同比增长 39.89%，继续保持了高速增长态势。医药行业收入、利润的增长速度和前五个月的增长速度相差无几：2008 年前五个月我国医药制造业实现收入、利润分别为：1876.73 亿元和 260.44 亿元，收入同比增长 26.63%，利润同比增长 41.36%。

虽然当前我国经济的基本面是健康的、增长速度也较快，但是 2009 年经济维持前期高增长存在一些问题：拉动我国经济增长的投资、消费、出口三驾马车都出现了一些问题，开始影经济增长，因此，当前在很多方面出现了紧缩的苗头和迹象，如部分行业和企业经营困难。在经济面临一些困难时，2009 年医药行业的稳定增长特性不会发生变化，推动医药行业稳定增长的因素有：

- 1、行业自身发展规律
- 2、经济、社会发展的规律
- 3、政策导向



2.1 行业自身成长推动未来快速发展

2.1.1 行业盈利能力有所提高

近年来，行业的盈利能力在不断回升，主要表现在以下三个方面：行业整体毛利率的提高、期间费用的下降。

行业毛利率趋稳

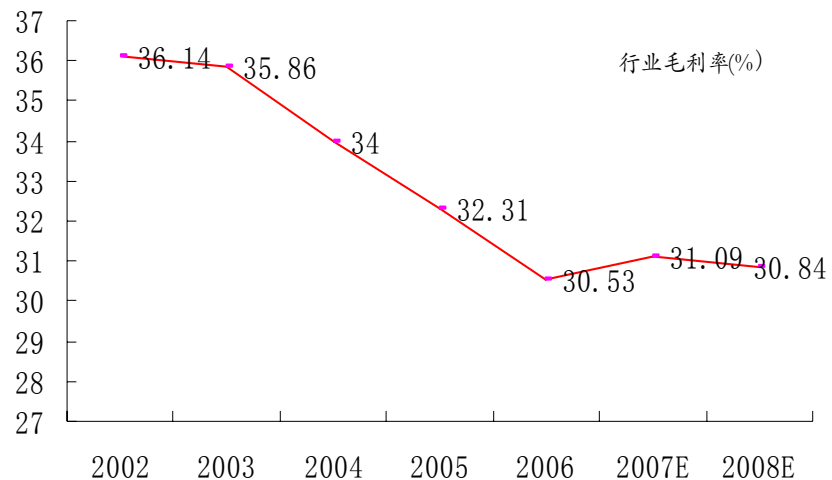
今年前三个季度，在经济面临较大的通货膨胀压力下，医药行业的毛利率没有出现下滑，反而有所上升，其原因是整体药品价格水平彻底摆脱前期下降趋势，出现局部性回升。

药品作为一种商品其价格一定程度上受市场供求关系影响，以此保证其生产、批发、零售、招标等环节价格的灵活性、经济性和合理性。由于药品的特殊性，国家会对一些药品的价格进行宏观管理。药品的价格完全由国家控制和制定

我国大部分药品的价格由国家发展和改革委员会制定，少数药品是由企业自主定价的；大多数原料药的价格不受政府的控制，由企业自主定价。

为了解决看病难、看病贵的问题，从1997年至今，国家发改委对药品进行了25次调整，绝大多数是药品降价。经过这25轮价格调整后，整体药品价格水平过高的现象得到较大改善，大范围药品降价的条件已经不复存在，医药行业的整体毛利率正在逐步回升：

图 7：2005 年来医药行业毛利率变化情况



资料来源：WIND 资讯、齐鲁证券研究所

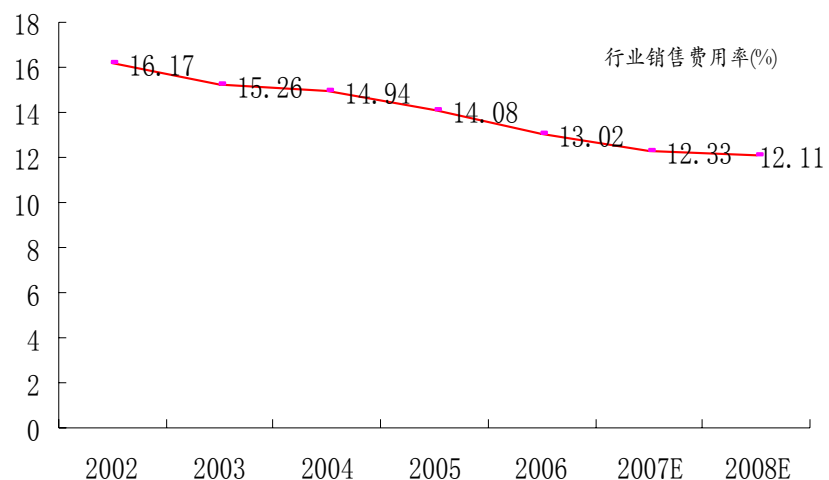


行业期间费用逐步降低

医药行业是一个特殊的行业，其生产、经营方式都具有自身的特点。以行业的销售情况来看，大多数处方药均采用的是“精细化”销售，即医药生产企业的销售人员直接向医生推荐其产品，对其销售的产品进行持续、跟踪的服务。在这种销售模式下，销售人员要直接面对客户，进行日常的销售和跟踪的服务工作，销售人员的精力是有限的，每个销售人员能够覆盖的客户数量也是有限的，这导致国内制药企业销售人员平均实现的销售收入较低，销售费用率过高。

另外行业中的一些不规范和不健全现象的存在，也导致整个行业销售费用率过高，部分公司销售费用率甚至超过 40%。销售费用率是影响医药行业盈利能力的一个重要因素。随着我国医药企业营销效率的提高、行业监管的不断完善，医药行业的销售费用率正在逐步降低：

图 8：2005 年来医药行业销售费用率变化情况

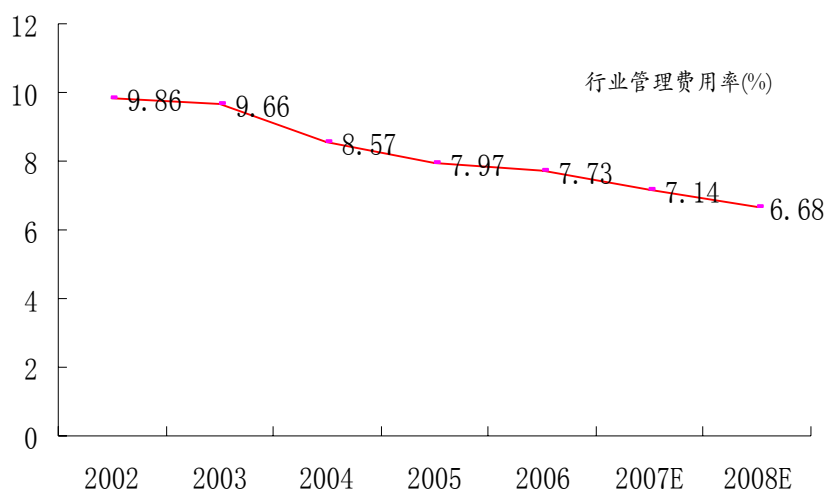


资料来源：WIND 资讯、齐鲁证券研究所

医药行业的另一个特点是管理费用率较高，随着整个行业管理效率的提高，行业的管理费用率虽维持在 12% 以上，但近年来整个医药行业的管理费用率虽下降趋势，随着管理费用率不断的下降，行业的盈利能力逐步增强：



图 9：2005 年来医药行业管理费用率变化情况

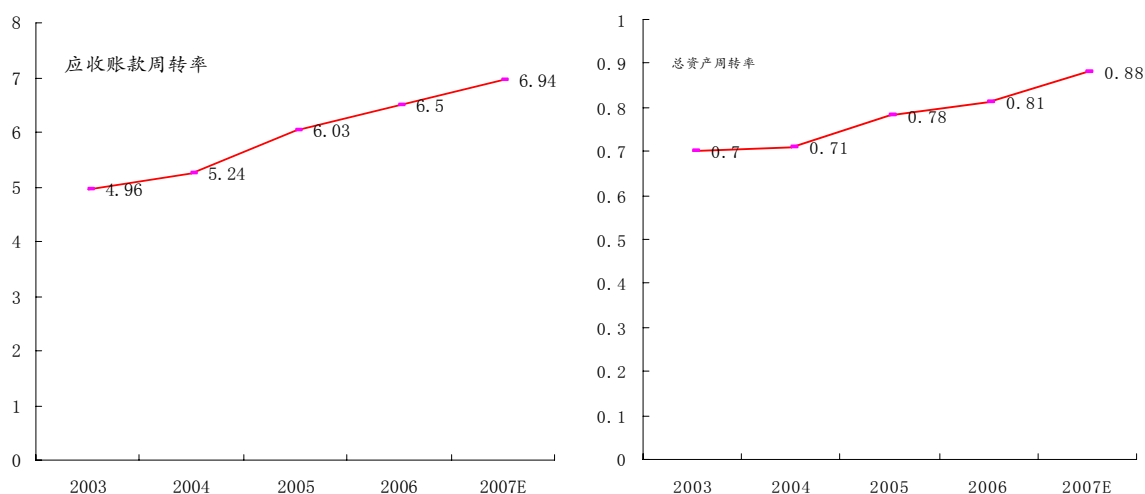


资料来源：WIND 资讯、齐鲁证券研究所

行业营运能力有所提高

在行业盈利能力有所增长的背景下,整个行业的营运能力也有所提高。行业的应收帐款周转率和总资产周转率都有不同程度的提高。

图 10：2005 年来医药行业营运能力概况



资料来源：WIND 资讯、齐鲁证券研究所



2.1.2 行业技术水平不断提升

“十五”期间，国家加大了技术进步和技术创新的投入，设立了“创新药物和中药现代化”重大科技专项，重点加强了新药研究开发体系的建设 and 创新药物的研制，实施了现代中药、生物医学工程、生物新药等高新技术产业专项，促进了新型中成药大品种、先进工艺技术与装备、新型饮片和提取物、常用大宗药材及濒危稀缺药材繁育等技术的产业化。

在政府与产、学、研多方共同努力下，抗肝炎新药双环醇片、脑卒中治疗新药丁苯酞原料药及软胶囊；现代中药人工虎骨粉、体外培育牛黄、丹参多酚酸盐粉针剂、西洋参茎叶总皂苷、骨碎补总黄酮；海洋药物和藻多糖硫酸脂；全球首个基因治疗药物重组人 p53 腺病毒注射液、重组葡激酶、重组人源花抗人表皮生长因子受体单克隆抗体、丙型肝炎分片段抗体检测试剂盒；多层螺旋 CT、旋转式立体定向伽马射线治疗系统、主观式像差仪、高强度聚焦超声治疗系统、热扫描成像系统、普及型低剂量直接数字化 X 射线机，低干扰无心理负荷的生理信息测试床垫等一批拥有自主知识产权的创新产品实现产业化。7-ACA、7-ADCA 关键母核的生产技术取得一定进展，突破了我国头孢类抗生素发展的技术瓶颈；基因工程人胰岛中间体合成技术和装备方面的创新，使我国成为全球第三个基因工程人胰岛素产业化的国家；异植物醇和三甲基氢醌两大关键中间体合成技术和装备方面的创新，使我国成为维生素 E 的生产大国。



2.2 经济、社会发展的规律

医药行业是一个必需性行业，也是一个成长性行业，受整体经济的影响比较小。

人口的增加、人口老龄化程度的加剧、城镇化率的提高、医疗保障体系建设都将推动医药行业持续增长。目前我国卫生费用占 GDP 的比重仍不足 5%，无法和一些发达国家相比，同时由于我国的人口基数非常大，使得我国人均卫生费用更是大大低于世界平均水平，我国医疗保障程度较低，医疗保障体系建设又是人民和政府都十分关注的一个问题，是政府关注的一个重要事项，医疗保障体系建设是新医改的一项重要任务。加强医疗保障体系建设将带动对医药类产品的需求。

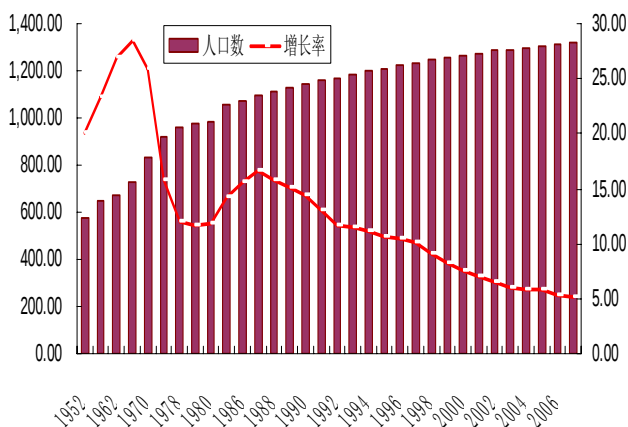
2.2.1 人口增加

药品是一项必需的民生用品，因此药品消费的增长和人口的自然增长和人口结构的变化有着密不可分的关系。

我国有 13 亿人口，并且每年保持 5‰ 以上的速率增加；另外，当前我国人均卫生费用还不到 800 元/年，不能满足居民对医药产品的需求，随着经济的发展和居民收入的提高人均卫生费用也会有较大的增长。

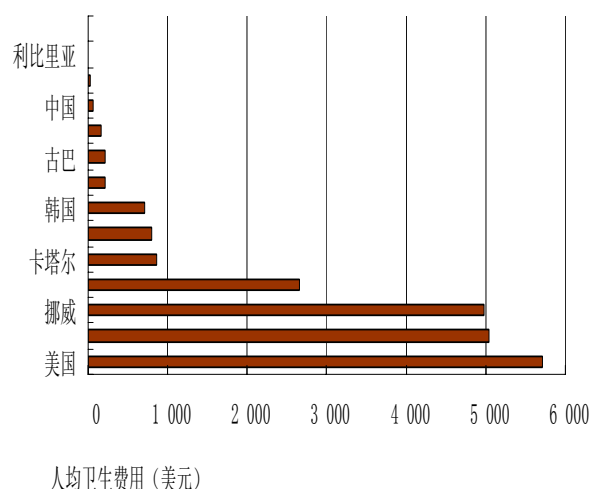
人口数量的增加和人均卫生费用的增长，构筑了医药行业巨大的潜在需求，未来将有力的拉动我国药品消费的高速增长。

图 11：我国人口增长情况



资料来源：WIND 资讯、齐鲁证券研究所

图 12：2003 年世界卫生费用情况（美元）



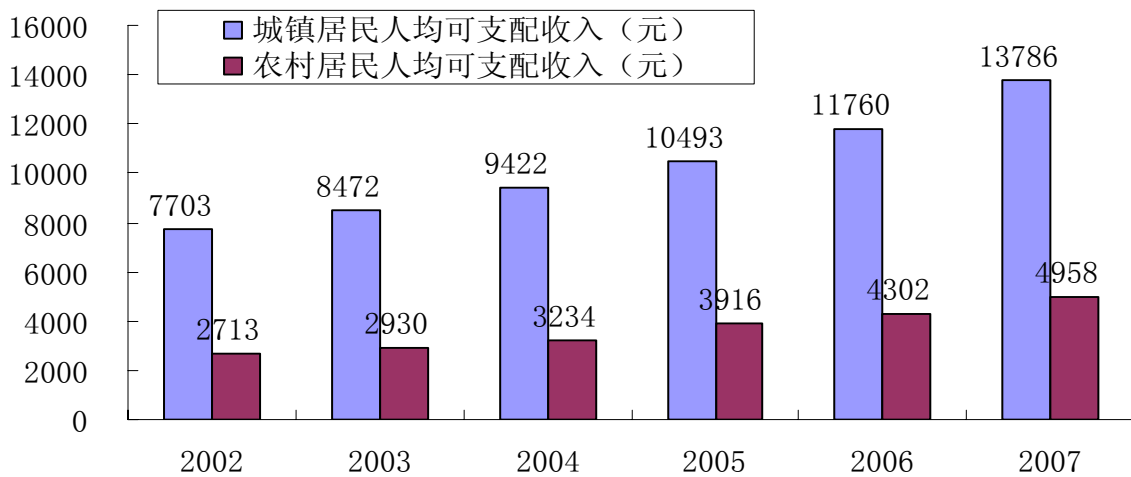
资料来源：WIND 资讯、齐鲁证券研究所



2. 2. 2 城镇化比例逐年提高

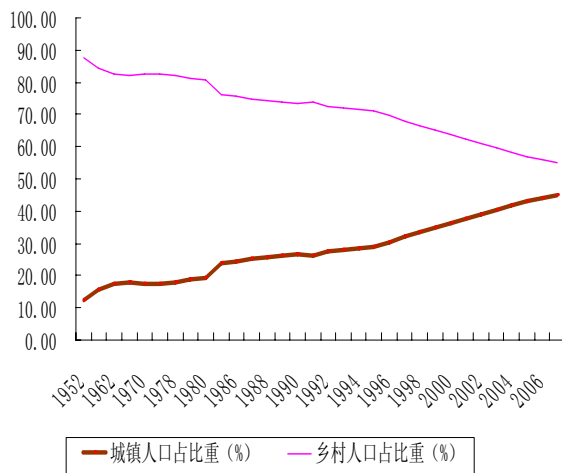
我国的城镇化比率在逐年提高，预计到 2010 年将达到 47.5%，到 2020 年这一数字将上升到 50%，由于城镇居民人均可支配收入要高于农村居民人均可支配收入，导致城镇居民卫生费用支出要高于农村人口，根据历史数据来看，城镇居民卫生费用支出是农村居民的 3-4 倍，城镇化进程有助于扩大城镇人口卫生需求的规模。

图 13: 我国居民收入情况



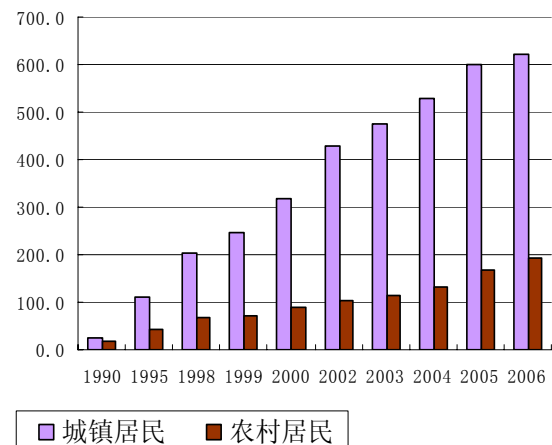
资料来源: WIND 资讯、齐鲁证券研究所

图 14: 我国城镇化率



资料来源: WIND 资讯、齐鲁证券研究所

图 15: 城镇人口与农村人口卫生费用情况



资料来源: WIND 资讯、齐鲁证券研究所

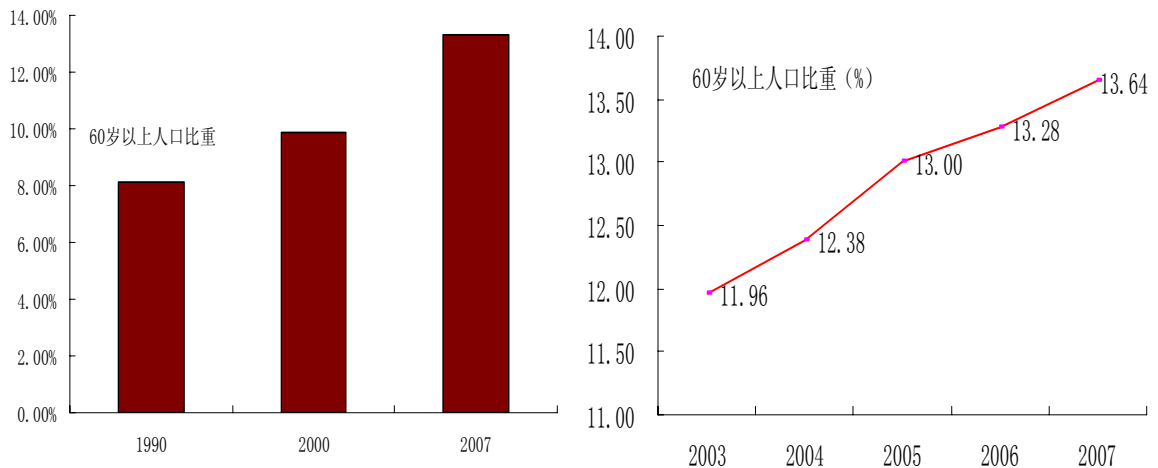




2. 2. 3 人口老龄化

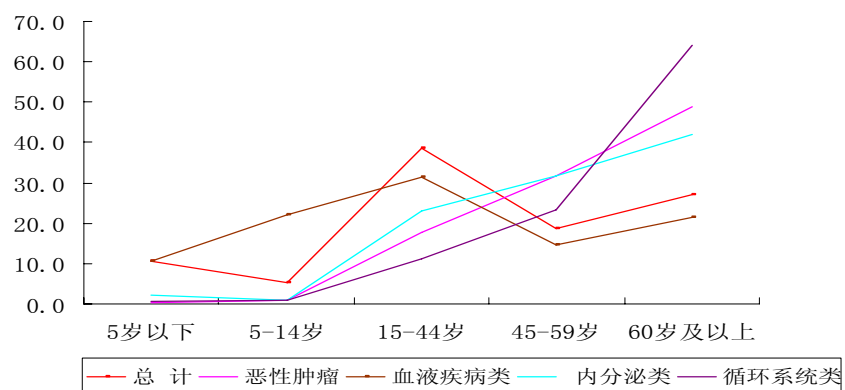
我国在 2000 年就已经步入了老龄化社会，根据全国老龄工作委员会在《我国人口老龄化发展趋势预测研究报告》中预测，到 2020 年，老年人口将达到 2.48 亿，到 2050 年，老年人口总量将超过 4 亿，从 2051 年到 2100 年，是重度老龄化阶段，中国老年人口规模将达到峰值 4.37 亿，这将意味着中国不仅是目前世界上人口数量最多的国家，未来也将成为世界老年人口数量最多的国家。而老龄人对药品的需求要明显的大于年轻人（以患病率代表对药品的需求）。

图 16：我国人口老龄化趋势



资料来源：WIND 资讯、齐鲁证券研究所

图 17：不同年龄人患病情况（2006 年）



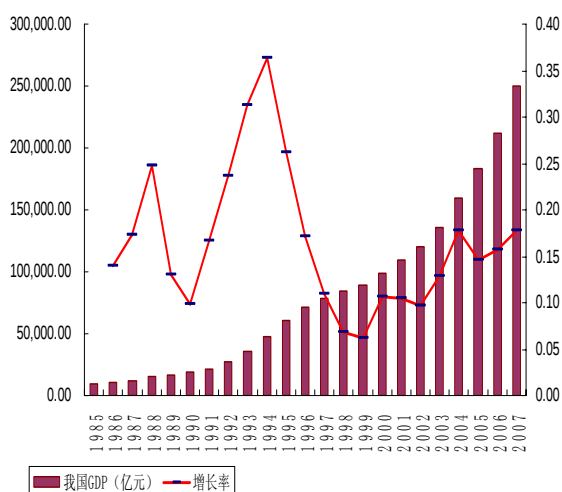
资料来源：WIND 资讯、齐鲁证券研究所



2. 2. 4 收入增长提供有效需求

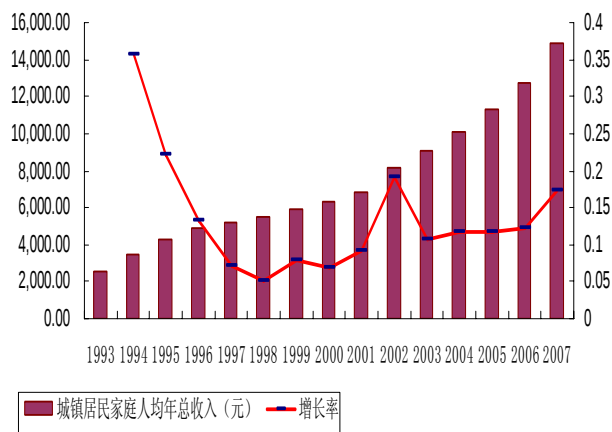
改革开放以来，我国的 GDP 经历了几十年的快速增长，经济的高速增长带动农村和城镇居民实际收入同时高速增长。2007 年我国城镇居民人均收入达到 13786 元，农村居民人均收入也出现了较大幅度增长，收入的增长也实现了对医药类必须品的有效需求。

图 18: 我国 GDP 增长情况



资料来源: WIND 资讯、齐鲁证券研究所

图 19: 城镇居民收入增长情况



资料来源: WIND 资讯、齐鲁证券研究所



2. 3 行业发展符合政策导向

在当前的经济环境下，内部需求是我国经济稳定、快速发展的基础。国家对次也是充分的重视，为了遏制经济持续下滑，保持经济的高增长，国家提出 4 万亿的刺激内需政策方案。

主要投资方向是基础设施建设，我认为主要原因有：基础设施建设是未来经济健康快速发展的基石，另一方面，我国基础设施建设与发达国家相比确实存在一定的差距。

目前我国的医疗卫生体制建设与国外存在较大的差距（以卫生费用占 GDP 的比重为例，我国为 4.7%，与世界 6.26% 存在较大差距），按照这一思路，认为在未来相当长的一段时间内，国家在政策上将会更加支持医药行业的发展。

未来即将推出的新医改方案，将会推动医药行业的快速发展，10 月 14 日国家发展和改革委员会发布了关于《关于深化医药卫生体制改革的意见（征求意见稿）》，再次向社会公开征求意见。本次发布的征求意见稿是对 9 月 10 日国务院常务会议上审议的《关于深化医药卫生体制改革的意见》的进一步细化。

这次发布的征求意见稿提出的医药卫生体制改革的方向、目标、基本原则和主要措施与上次基本一致。总体目标仍是，到 2020 年，基本建立覆盖城乡居民的基本医疗卫生制度，包括比较完善的公共卫生服务体系和医疗服务体系，比较健全的医疗保障体系，比较规范的药品供应保障体系，比较科学的医疗卫生机构管理体制和运行机制，为群众提供安全、有效、方便、价廉的医疗卫生服务，实现人人享有基本医疗卫生服务，不断提高人民群众健康水平。

这次征求意见稿明确指出要完善医药卫生四大体系：建立覆盖城乡居民的公共卫生服务体系、医疗服务体系、医疗保障体系、药品供应保障体系四位一体的基本医疗卫生制度，四大体系相辅相成，配套建设，协调发展。

在这次的征求意见稿中明确指出要着力抓好以下五方面重点工作，力争近期取得明显成效：

（1）加快推进基本医疗保障制度建设。基本医疗保障制度全面覆盖城乡居民，促进各项基本医疗保障制度协调和衔接，进一步健全城乡医疗救助制度，明显减轻城乡居民个人医药费用负担。



(2) 初步建立国家基本药物制度。建立比较完整的基本药物遴选、生产供应、使用和医疗保险报销制度等体系。合理确定基本药物的价格，提高合理用药水平，减轻群众基本用药费用负担。

(3) 健全基层医疗卫生服务体系。加快农村乡镇卫生院、村卫生室和城市社区卫生服务机构建设，实现基层医疗卫生服务网络的全面覆盖。转变基层医疗卫生机构运行机制和服务模式。

(4) 促进基本公共卫生服务逐步均等化。健全城乡公共卫生服务体系，逐步扩大国家公共卫生服务项目范围，逐步缩小城乡居民基本公共卫生服务差距，提高全民健康水平。

(5) 推进公立医院改革试点。探索建立比较规范的公立医院管理体制和运行机制。

2. 3. 1 健全基层医疗卫生服务体系已经开始实施

目前《关于深化医药卫生体制改革的意见（征求意见稿）》中的部分工作，如：健全基层医疗卫生服务体系，已经准备实施。

2008 年 11 月 23 日，卫生部网站上公布了国家计划新增 48 亿元支持农村卫生服务体系建设的消息。具体内容是，国家投资 26.21 亿元支持 7300 多个农村卫生项目，包括县医院 26 个，县妇幼保健站 59 个，县中医院 72 个，乡镇卫生院 1610 个，村卫生室 5547 个。其中乡镇卫生院的总投资所占比例超七成，达 18.91 亿元。

投资 21.79 亿元拟用于支持农场、林场和海岛基层卫生机构，以及包括东部贫困地区在内的卫生院约 6000 个左右。其中，全国有农场、林场和海岛基层卫生机构近 3000 个，每个支持 20 万元，总投资 6 亿元左右；卫生院 3300 多个，每个 50 万元，总投资超过 15 亿元。2004 年以来我国已建设乡镇卫生院达 32771 所。按照 1 个乡镇建设 1 所卫生院的要求，全国现有 34685 个乡镇中已经建设有卫生院的比例达到了 94.5%。

加强基层医疗卫生服务体系的建设，首先将增加对部分基础医疗器械的需求，直接带动这类医疗器械生产企业的发展；其次，健全基层医疗卫生服务体系对整个医药行业未来的成长也具有一定的带动作用。



2. 3. 2 医疗保障体系建设力度有所增强

医疗保障体系建设是医疗卫生体制建设的核心问题，经过 20 多年的医疗体制改革，我国的医疗保障体系建设取得了很大的成绩：人民健康水平不断提高、初步建立了城镇职工医疗保险制度、开展了新型农村合作医疗制度试点等等。下表是当前我国医疗保障体系的概况：

表 1：我国医疗保障体系概况

类型	功能	特点
基本医疗保险	主要支付一般的门诊、急诊、住院费用，能够保障广大参保人员的基本医疗需求	是我国医疗保障体系的基础
大额医疗费用互助制度	主要支付门诊、急诊大额医疗费用和统筹基金最高支付限额以上部分的医疗费用	属于基本医疗保险的补充形式
公务员医疗补助	对基本医疗保障封顶线以上部分的医疗费、门诊医疗费个人账户支付不足的部分	保障公务员医疗待遇水平不降低而建立的医疗补助
企业补充医疗保险	用以支付基本医疗保险及大额医疗费用互助不能解决的费用	有条件的企业和事业单位在参加基本医疗保险的基础上
新型农村合作医疗制度	重点解决农村人口患大病而出现的因病致贫、因病返贫问题	是一项农民初级医疗保障制度
商业医疗保险	可以为有不同医疗需求的人提供度身定做的医疗保障	由单位和个人根据权利义务对等原则自愿购买
社会医疗救助	为享受最低保障待遇人员及农村未解决温饱人口等贫困群体提供基本医疗保障制度	对象为最低保障待遇及农村未解决温饱人口

资料来源：齐鲁证券研究所

这些功能各异、互为补充的医疗保障制度共同构成了我国现阶段多层次医疗保障体系。在保护居民的生命健康方面起到了十分重要的作用，但是目前我国的医疗保障体系仍不能满足人民的需要、和发达国家相比仍存在较大的差距，加强医疗保障体系建设也是新医改的最重要的内容，2009 年国家或将加大医疗保障建设的力度。

我国医疗保障水平的不足之处主要表现在以下两个方面，一是整体医疗水平较低、二是医疗保障严重不均衡。



医疗保障水平较低

近年来政府在积极推进城镇职工医疗保险、城镇居民医疗保险及新农村合作医疗建设，取得了显著的成果，城镇职工医疗保险、城镇居民医疗保险的覆盖范围不断扩大，新农村合作医疗的参合率也不断提高。

但目前我国的整体医疗保障水平仍较低：我国参加城镇职工基本医疗保险、城镇居民基本医疗保险的覆盖率还较低，新农村合作医疗的保障水平还较低，而这些是我国医疗保障体系最根本的制度。

表 2：2007 年我国三大医疗保障体系建设情况

医疗保险种类	目前参保人数（万人）	目前覆盖率	筹资标准（元/人）	需完善的部分
城镇职工基本医疗保险	18020	94.20%	1252	
城镇居民基本医疗保险	4291	17.88%	140	覆盖率较低、保障水平低
新型农村合作医疗保险	73000	82.02%	60	保障水平低

资料来源：齐鲁证券研究所

另外从卫生费用上，大致上可以反映我国医疗保障水平的高低，2003 年英国卫生总费用占国内生产总值的 8.0%，人均卫生总费用为 2428 美元，在发达国家是比较低的。2003 年，美国卫生总费用占国内生产总值的 15.2%，人均卫生总费用为 5711 美元，为全球最高。而我国卫生费用占国内生产总值的比重最高的一年也只有 5% 左右，到 2007 年我国人均卫生费用才 700 多元，和其他国家比较，我国医疗保障水平是很低的。

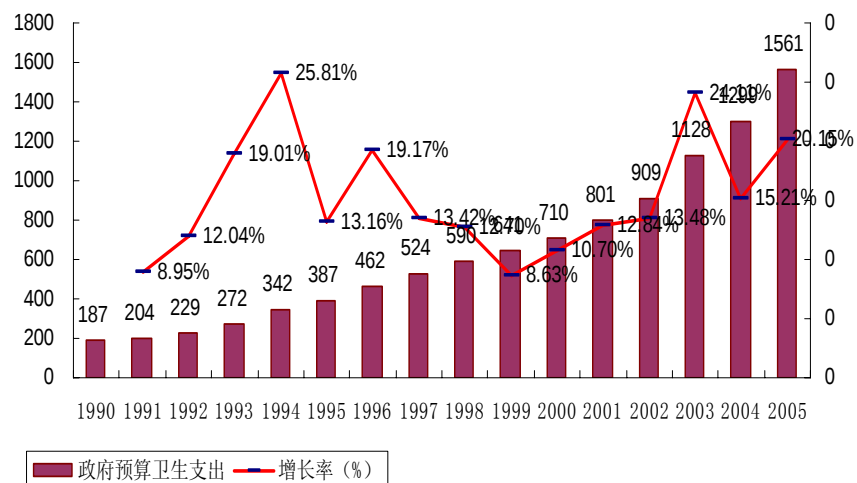


2009 年政策对策

我国医疗保障水平较低的主要原因是卫生费用投入的不足，增加卫生费用投入是提高我国医疗保障水平的根本途径；政府在卫生费用上的投入对卫生费用有着重要的影响，增加政府卫生费用投入能够有效增加整体卫生费用的投入。

改革开放以来，我国的医疗保障体系建设取得了一定的成就，政府在医疗卫生上的投入也有较大幅度的增长。

图 20：政府预算卫生支出情况

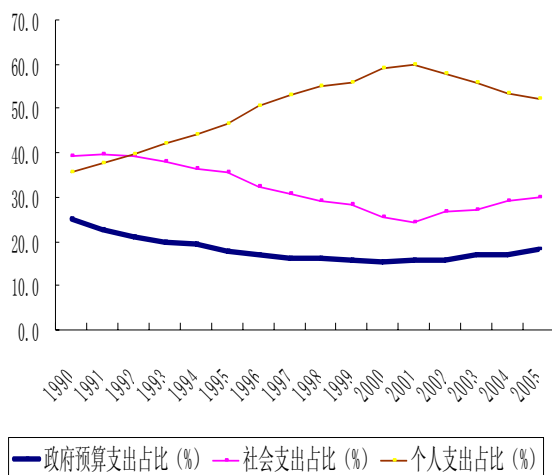


资料来源：WIND 资讯、齐鲁证券研究所

虽然取得一定成绩，但当前我国医疗保障水平仍然较低，卫生费用投入相对有限，其主要原因是，我国还处在快速发展的初级阶段，国家在快速发展的同时也需要大量的资金投入，这就导致在医疗卫生上的投入相对过少，国家投入的相对不足，也导致整体卫生费用投入不足。下图是我国卫生支出的构成情况以及部分国家政府卫生支出占财政支出的比例。

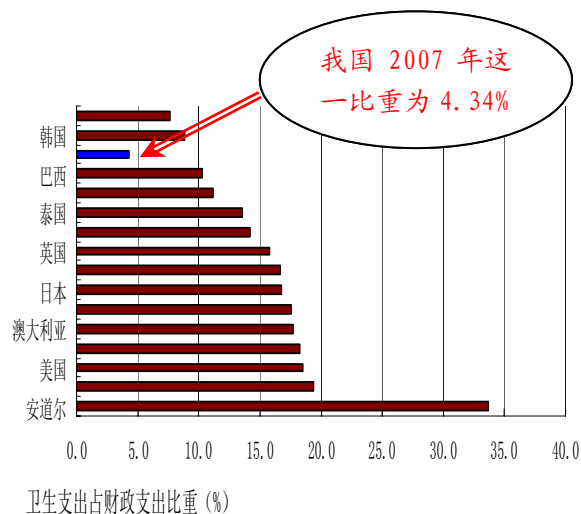


图 21：我国卫生支出构成情况



资料来源：WIND 资讯、齐鲁证券研究所

图 22：部分国家政府卫生投入情况



资料来源：WIND 资讯、齐鲁证券研究所

在 2008 年 10 月 14 日的《关于深化医药卫生体制改革的意见（征求意见稿）》中，明确提出要建立政府主导的投入机制，增加政府在卫生费用上的投入，这对 2009 年行业的发展具有重要的意义。

政府卫生费用投入增长空间较大

虽然政府卫生费用投入有较大的增长，但是在我国，政府卫生费用投入占整个卫生费用投入的比例还较小；政府卫生费用投入比例的相对低下也是造成我国卫生费用投入相对不足的一个原因。

政府卫生费用投入的增加，以 2005 年的数据为例，2005 年我国政府费用投入占财政支出的比重为 4.34%，而 2003 年世界平均水平已经达到 10.7%。

近期的国家政策也明确提出了国家要加大医疗卫生事业的投入力度，我国卫生费用增长空间巨大。2007 年我国财政支出为 49566 亿元，按照世界平均水平做一个敏感性分析，得出政府卫生费用投入的增加情况。

表 3：政府预算卫生支出占财政支出比重的敏感性分析

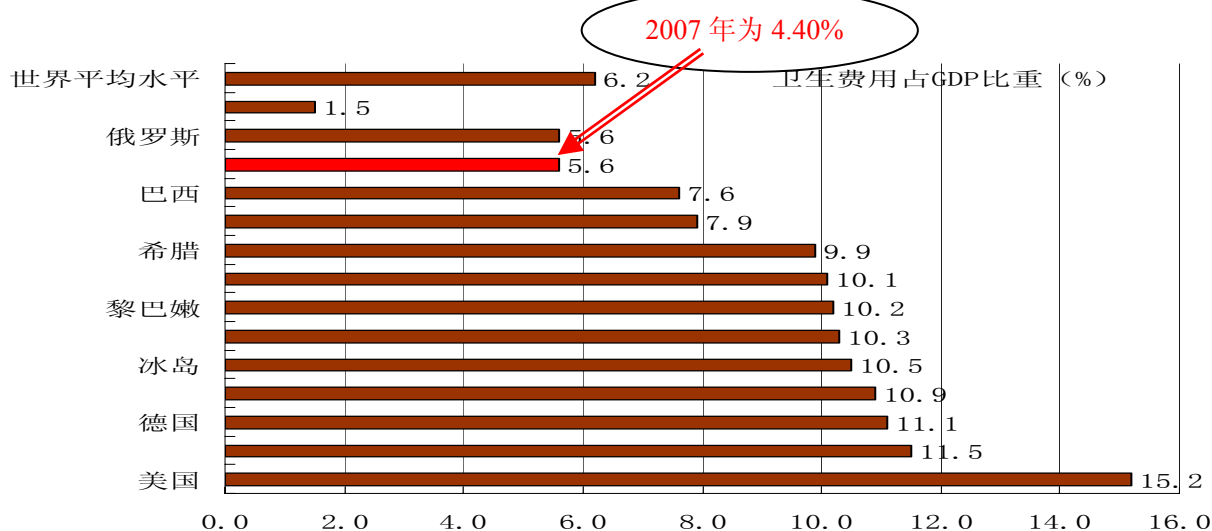
政府卫生支出占财政支出的比重(%)	4.34	5.34	6.34	7.34	8.34	9.34	10.34
政府卫生支出 (亿元)	2153	2647	3142	3638	4134	4629	5125
政府卫生支出增长 (亿元)		494	989	1485	1981	2476	2972

资料来源：WIND 资讯、齐鲁证券研究所



现阶段我国总体卫生费用投入较少，还不能满足社会的需要，政府卫生投入的增加，对非政府卫生费用投入并不存在挤出效应。

图 23: 2003 年部分国家总体卫生费用状况



资料来源: WIND 资讯、齐鲁证券研究所

相反政府卫生费用投入的增加，能够带动非政府卫生费用投入的增加，也将带动整体卫生费用投入的增加。随着政府卫生投入的增加，我国卫生费用占 GDP 的比重也会逐步提高。

表 4: 卫生费用占 GDP 比重的敏感性分析

卫生费用占 GDP 的比重(%)	4.40	5.40	6.40	7.40	8.40	9.40	10.40
卫生费用 (亿元)	10966	13475	15970	18465	20961	23456	25951
卫生费用增长 (亿元)		2509	5004	7499	9995	12490	14985

资料来源: WIND 资讯、齐鲁证券研究所



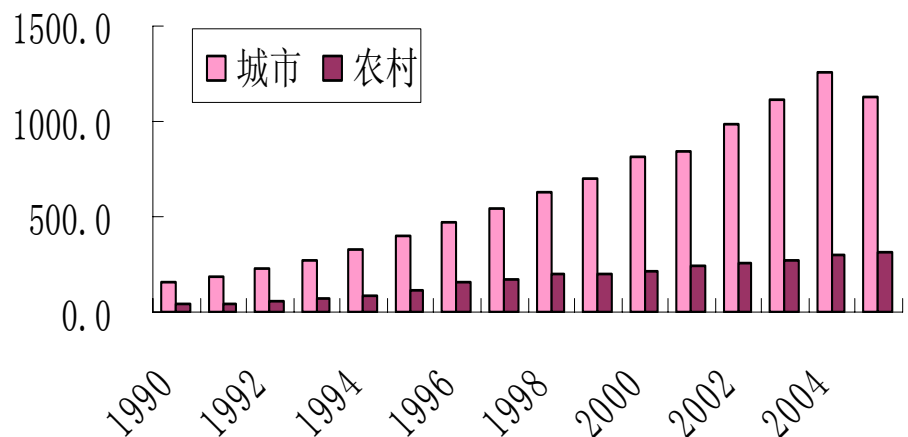
城乡医疗服务严重不均衡

目前我国的医疗保障存在着严重的不均衡现象，在 2000 年世界卫生组织对成员国卫生筹资与分配公平性的评估排序中，中国列 188 位，在 191 个成员国中倒数第 4。

城乡之间、地区之间、社会阶层之间享受的医疗服务差距越来越大。1982 年到 2001 年，城镇医院床位数从 83.2 万张增加到 195.9 万张，增幅为 135.3%，而农村医院床位则从 122.1 万张下降到 101.7 万张，降幅为 16.7%。贫困地区和富裕地区的差距也在扩大。1982 年，按每千人拥有的床位计算，最高与最低(上海和广西)之比为 3.1:1，至 2001 年，最高和最低(北京和贵州)之比已扩大至 4.2:1。

另外根据 2005 年的统计数据显示，占全国近 60 的%农村人口花费的卫生总费用只占我国卫生总费用的 27.4%，城市人均卫生费用约是农村人均卫生费用的 3.5 倍，这一方面说明了我国农村与城市之间的医疗服务资源分配严重的不均衡、在我国广大的农村人口严重缺乏一些基本的医疗服务。

图 24：我国人均卫生费用情况（元）



资料来源：WIND 资讯、齐鲁证券研究所



2009 年政策对策

继续深入推进新农村医疗合作

新型农村合作医疗是为提高广大农村人口医疗保障水平，改善我国医疗保障水平不均衡的重要举措，目前已经取得了一定的成效：建立初期，2004 年（含 2003 年后 3 个月），筹资总额为 40.13 亿元；2007 年，筹资总额达 427.96 亿元，是 2004 年的 10.7 倍。其中，2007 年中央财政补助资金 113.54 亿元（实际下拨 113.98 亿元），是 2004 年中央财政补助资金（6.5 亿元）的 17.5 倍。

然而目前新型农村合作医疗仍然存在一些需要完善的地方，如：保障水平不高、尚未建立起稳定的长效筹资机制等等。为不断完善新型农村合作医疗制度，卫生部、财政部在 2008 年发布了《关于做好 2008 年新型农村合作医疗工作的通知》，进一步指出要加强新型农村合作医疗工作，主要内容如下：

加大工作力度，实现全面覆盖。要加大对尚未开展新型农村合作医疗地区的指导和支持力度，特别对老、少、边、穷县（市、区）要在政策和资金上给予重点扶持，确保这些县（市、区）新型农村合作医疗制度顺利启动，实现 2008 年新型农村合作医疗制度的全面覆盖。已经开展新型农村合作医疗的地区也要加大工作力度，巩固成果、完善制度，不断研究新情况、解决新问题，确保新型农村合作医疗制度平稳运行。

提高筹资标准，完善财政补助政策。从 2008 年开始，各级财政对参合农民的补助标准提高到每人每年 80 元；地方财政也要相应提高补助标。农民个人缴费由每人每年 10 元增加到 20 元，困难地区也可以分两年到位。各地要按照《财政部卫生部关于调整中央财政新型农村合作医疗补助资金拨付办法有关问题的通知》（财社〔2007〕5 号）要求，在 3 月底前上报中央财政补助资金申请，以保证资金及时审核拨付。要切实规范财政补助资金拨付管理办法，保证资金及时足额到位。

2008 年在完善统筹补偿方案，合理使用基金；采取有效措施，加强基金监管；做好相关试点，完善制度建设。

2008 年的工作取得了积极的成果，2009 年新型农村合作医疗制度的建设仍将是我国医疗保障体制建设的重要工作，新型农村合作医疗制度的逐步完善将为广大农村人口提供完善的医疗保障，这也将大幅增加对医药产品的需求。



加强城镇居民基本医疗保险

当前我国城镇居民基本医疗保险的覆盖率和水平都比较低（2007 年的覆盖率不到 20%），在结束的中央经济工作会议上，国家明确提出要扩大城镇居民基本医疗保险覆盖面，为此国家将增加卫生费用投入，这也将大幅增加对医药产品的需求。

加强城镇职工基本医疗保险

与前两种基本医疗保险相比，当前我国城镇职工基本医疗保险的覆盖率和保障水平都较高，但与发达国家相比仍有一定的提升空间。



三、2009 年医药行业仍将保持稳定增长

3. 1 卫生投入稳步增长

近年来我国的卫生费用投入有着稳定的增长,近 8 年中卫生费用投入的平均增长率在 13.32%,2007 年卫生费用增长率为 11.71%。即使在 GDP 增速有较大变化的年份,卫生费用投入也较为稳定。

表 5: GDP 增长率与卫生费用增长率

年份	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
GDP 增长率 (%)	10.64	10.52	9.74	12.87	17.71	14.60	15.67	17.75
卫生费用增长率 (%)	13.32	9.58	15.20	13.90	15.18	14.12	13.55	11.71

资料来源: WIND 资讯、齐鲁证券研究所

2009 年及未来几年中,我国的医疗卫生事业仍然面临非常好的发展环境:人口数量仍呈净增长、人口老龄化程度会进一步加剧、城镇化率会有进一步的提高、居民收入水平继续保持稳定增长、政府卫生费用投入能够保持稳步增长,在不考虑其他额外因素的影响下,2009 年我国卫生费用投入能够维持前期的增长速度,预计 2009 年卫生费用投入增长率维持在 2007 年的水平:增长 11.71%。

3. 2 医疗卫生体制建设力度加大给予行业 2009 年超额增长

在刚刚结束的中央经济工作会议上,国家明确提出要着力解决涉及群众利益的难点热点问题,切实维护社会稳定,加快完善城乡社会保障体系,扩大城镇职工基本养老保险、基本医疗保险和城镇居民基本医疗保险覆盖面;积极推进医药卫生体制改革,为人民群众提供安全、有效、方便、价廉的医疗卫生服务。

可以看出在 2009 年医疗卫生体制建设将是政府一项非常重要的工作,2009 年国家对医疗卫生事业的支持力度将有所增强,在扩大基本医疗保险和城镇居民基本医疗保险覆盖面的同时,2009 年的医疗卫生费用投入将有一个额外的增长,主要包括以下三个方面投入的额外增长:城镇职工基本医疗保险、城镇居民基本医疗保险和新型农村合作医疗保险。估计 2009 年这一额外增长额为 383 亿元,同比 2008 年总体卫生费用增长 3.08%。

综合考虑,2009 年卫生费用同比 2008 年增幅为 14.79%。


表 6：三大基本医疗保险与卫生费用额外增长

		2007	2008E	2009E	2010E
城镇职工基本医疗保险	参保人数（万人）	18020	18212	18403	18403
	覆盖率（%）	94. 2	95. 2	96. 2	96. 2
	人均筹资额/元	1252	1252	1252	1252
	筹资额（亿元）	2257	2280	2304	2304
	筹资增长额（亿元）		23	24	
城镇居民基本医疗保险	参保人数（万人）	4291	8582	17164	22313
	覆盖率（%）	17. 88	35. 76	71. 52	92. 98
	人均筹资额/元	140	140	200	250
	筹资额（亿元）	60	120	343	558
	筹资增长额（亿元）		60	223	215
新型农村合作医疗保险	参保人数（万人）	72600	81400	87850	87850
	覆盖率（%）	82. 02	91. 5	98. 59	98. 59
	人均筹资额/元	59	87	115	140
	筹资额（亿元）	428	710. 02	1010	1230
	筹资增长额（亿元）		210	300	220
筹资额增长（亿元）			293	547	435
备注：新型农村合作医疗参保人数的统计以缴费为标准统计的，部分城镇人口参保的新型农村合作医疗保险，因而其参保人数要大于前面统计的乡村人口的数量；假设这三种保险筹资额的增加对原来的支出没有挤出效应；假设实际支出额为筹资额的 70%。					

资料来源：WIND 资讯、齐鲁证券研究所

3. 2009 年医药行业收入继续保持高增长

经过我们的测算，2009 年卫生费用投入仍将保持较高的增长速度，卫生费用的大部分是流向医药行业的，并且医药行业实现的收入和卫生费用投入的比例是比较稳定的，从近 8 年的数据来看，医药行业收入增长率较卫生费用增长率高 6 个百分点，综合以上分析，预计 2009 年医药行业收入的增长率能够达到 20.79%。

在行业收入保持较高增长的同时，预计行业的经营效率以及盈利能力相对稳定，医药行业利润增长率和收入增长率较接近。

表 7：卫生费用增长率与医药行业增长率

年份	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
卫生费用增长率(%)	13.32	9.58	15.20	13.90	15.18	14.12	13.55	11.71
行业收入增长率(%)	20.38	19.45	16.60	23.89	16.80	25.12	17.84	19.91

资料来源：WIND 资讯、齐鲁证券研究所





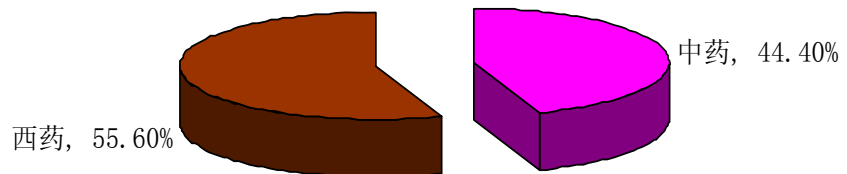
四、子行业篇

4. 1 中药子行业

中医药是我国医药卫生领域中不可分割的重要组成部分；中药在我国经历了漫长的发展过程，为人民生命健康作出过巨大贡献，后来由于工业革命的出现，化学药在很大程度上替代了中药，使得中药地位开始下降，但随着全球经济和文化的不断发展，中医药开始被重新认识，中药踏上了复兴之路。

中医药是我国的优势和特色产品，是科技走向世界的重要突破口，也是实现全民医保的重要物质基础，政府站在国家战略的高度十分重视中医药的发展。国家劳动和社会保障部发布的《国家基本医疗保险和工伤保险药品目录（2004 年版）》中，中成药由原来的 415 个品种增加到 823 个，增幅达 98%；地方政府则从提高医保覆盖率和支持中医药方面考虑，纷纷增加医保报销目录里中药的比例，特别是加重社区医院中的报销比例。在政府指导用药中，中药产品占近一半左右的比重：

图 25：政府指导用药中药所占比例



数据来源：卫生部网站

随着中国国力的增强，中医药无论是作为一种文化还是作为一种治疗手段，其全球影响力都与日俱增。新加坡、澳大利亚的维多利亚省已经承认中医合法化并将其纳入医保；美国 50 多个州中，已经有 42 个州承认中医合法化，超过三分之二的美国医疗保险公司开始支付针灸治疗的部分费用。

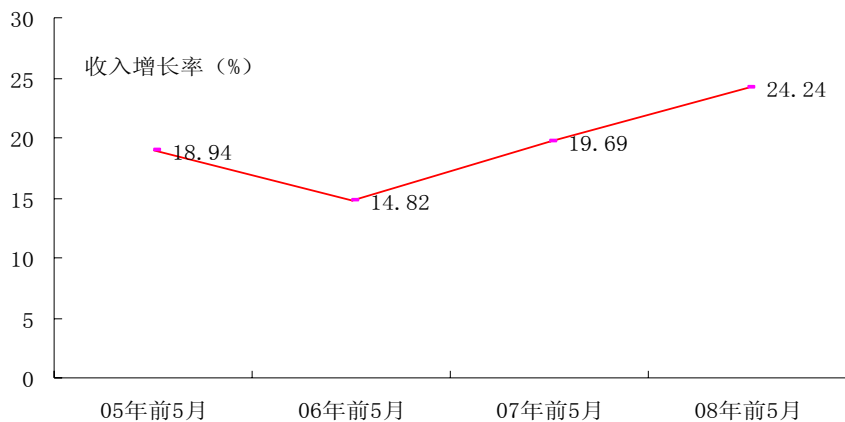


美国 FDA 近期发布了《补充和替代医学产品及 FDA 管理指南（初稿）》，将包括传统中医药在内的整体医学从“补充和替代医学”中分离出来，首次认同中医药学与西方主流医学一样，是一门有着完整理论和实践体系的独立科学体系，而不仅仅是对西方主流医学的补充；世界上已经有 170 多个国家都设有中医诊所、研究所、院校等；世界各地开展中医药相关活动的国家和地区从业人员达 30 万以上。

对中医药最大的威胁来自行业自身：标准问题（原料标准、配方标准、工艺标准、使用标准等）；我国目前已全面启动中医药标准化工作，部分中药品种已经成功走出国门。

近年来中药行业也一直保持着较高的增长速度。2008 年前五个月，我国中成药行业实现收入 578 亿元，同比增长 24.24%。这一增长速度较前几年有所提高。

图 26：2005 年来中药子行业收入增长情况



资料来源：WIND 资讯、齐鲁证券研究所

在中药行业（中成药）收入保持较高增速的同时，行业的利润增速也保持在较高的水平，中药行业正面临着新的发展机遇。

中药源自于我国，我国在中药领域具有较大优势，行业的竞争就是国内企业之间的竞争。行业内具备较强竞争优势的企业将会获得更快的增长速度。

决定中药企业竞争优势的因素有以下几个：产品竞争力、研发实力、营销能力等等。



在我国中药类企业众多，行业内竞争十分激烈。要想在激烈的竞争中获胜，企业首先要有具有较强竞争力的产品。产品的竞争力有以下几个方面，首先是要有较好的疗效，其次是产品应该具有一定的特色和优势，具有一定的独占性、垄断性，市场潜力大。这类企业的代表是：云南白药、片仔癀等。

近年来我国中药产业获得了快速的发展，研发对行业的发展越来越重要，中药企业在产品具有较强的竞争力的同时，还应该加强研发，这样才能实现可持续的发展，研发实力主要通过研发经费支出占销售收入的比例、公司掌握专利技术的多少、研发所获奖项、技术壁垒的高低、研发人员的水平、与科研院所的技术合作状况、新产品的研发进展和新产品储备数量和市场前景等指标来进行考量。在我国这类企业的代表有：康缘药业等。

在一个竞争激烈的市场中，企业的销售能力对企业的未来发展具有十分重要的意义。营销能力直接体现于销售业绩的好坏，主要表现在营销网络健全程度、营销队伍的规模和素质、营销战略与方式的选择等方面。在我国这类企业的代表有：云南白药、东阿阿胶等。

4. 2 生物制药子行业

生物医药行业概况

生物医药，一般医药的对称。包括生化药物、生物技术药物或称生物工程药物和生物制品，狭义的生物药物仅指基因工程药物。

生化药物叫从生物体分离纯化得到的提取物，是来自生物体的基本生化成分，如各种原料药。

现代生物技术也称生物工程，建立在基因重组技术基础上。包括基因工程、细胞工程、蛋白质工程、酶工程和发酵工程，其中基因工程是生物工程的核心，又称基因重组技术。运用基因重组技术生产的药物称基因工程药物。

基因组药物，指利用基因序列数据，经生物信息学分析、高通量基因表达、高通量功能筛选和体内外药效研究开发得到新药候选物，现在运用这一技术研制的生物活性多肽类药物有几十种，如胰岛素、生长激素、干扰素等。

生物制品，主要包括疫苗、菌苗、血液制品和诊断用品。

自 20 世纪 70 年代产生以来，生物医药行业实现了快速发展，特别是 2000 年以后，世界生物医药产业进入大规模产业化的阶段，呈现出加速发展的态势。

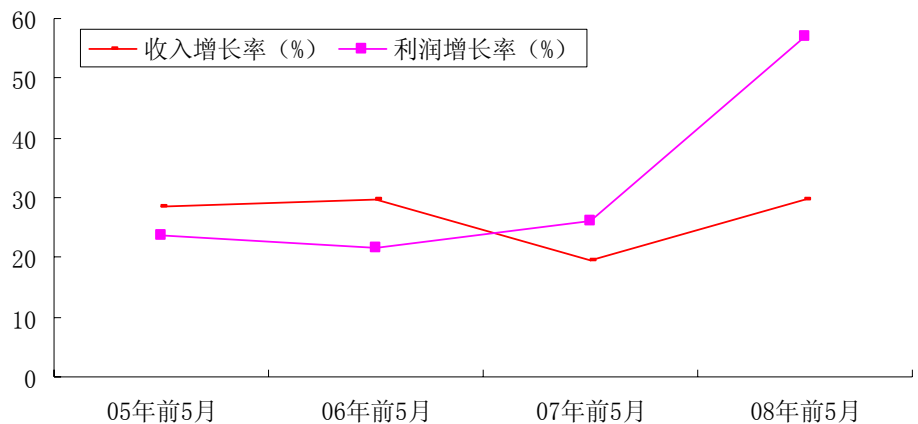


我国的生物医药行业

20 世纪 80 年代中，中国生物制药产业开始起步。1986 年，国家把发展生物技术领域的研究作为国家高技术研究和发展计划即“863”计划的重点资助领域。由此我国的生物医药行业进入快速发展阶段，1989 年，中国第一个基因工程药物 α -1b 干扰素上市。

经过多年的努力，生物医药产业取得一定发展，为进一步发展奠定了良好基础。截至 2006 年 4 月，我国已有 35 种基因工程药物批准上市。在政府的大力支持和扶植、以及广大科技企业家的积极努力下，近年来生物制药行业一直保持着较高的增长速度，2008 年前五个月，我国生物制药行业分别实现收入和利润 254 亿元和 32 亿元，同比分别增长 29.62% 和 59.02%。这一增长速度也要高于其他子行业的增长速度。

图 27：2005 年来生物医药行业收入、利润增长情况



资料来源：WIND 资讯、齐鲁证券研究所

2007 年发布的生物产业“十一五”规划指出将生物产业作为重点战略产业加快发展。“十一五”期间，我国生物产业要显著增强自主创新能力，研究开发投入占产业增加值的比重明显提高，形成一批具有自主知识产权、年销售额超过 10 亿元的生物技术产品；产业结构优化升级，培育一大批创新型中小生物企业，形成 10 个左右销售收入超 100 亿元的大型生物企业。

有了国家政策支持，又面临着广阔的市场需求，行业发展有着天时地利人和的大好机遇。

生物医药行业是医药行业中最具发展前景的一个子行业，但是不同子行业又具有一定的差异。



传统基因工程药品——行业盈利不佳

以传统基因工程药品为例，自第一个基因工程药品重组人胰岛素面世以来，新的基因工程药品不断推出。由美国安进公司开发生产的“促红细胞生成素”（EPO），2004 年销售额已达 119 亿美元，从而一举成为世界医药产品中第一个年销售额突破 100 亿美元大关的药品。

我国的基因工程药品基本集中在重组人干扰素、重组人红细胞生成素、重组人粒细胞集落刺激因子、重组人白细胞介素、重组人生长激素等少数几个品种。

从技术上来看，我国生物技术药物还主要是大肠杆菌表达的产品占绝对地位，而欧美地区的生物技术药物则以哺乳动物细胞表达的产品占主导，存在一定的差距，因而我国在这类产品上不具有竞争力。

另外，同质化严重，导致企业盈利状况不佳。以重组 α -2b 干扰素为例，国内有 20 多家企业 40 多个生产批文。

疫苗产品——面临高增长

疫苗是我国生物药品中的重要组成部分。得益于市场放大、国家扶持和婴儿潮的到来（根据卫生部统计我国新生婴儿保持在 1700 万左右/年，但 2007 年却将达到 2300-2500 万左右，增长 40%以上，而婴幼儿的疫苗消费占整个疫苗市场的 46%左右），疫苗行业整体获得快速增长。

目前国内企业与国外大型疫苗生产企业在技术上存在一定的差距，然而这种差距在不断缩小，疫苗子行业的竞争力在逐步增强。

血液产品——最具竞争力

血液制品也是我国生物制品的重要组成部分，随着我国用药水平的提高和居民生活水平的提高，对血液制品的需求在逐年增长，然而我国人均血液制品拥有量和发达国家相比仍存在较大差距，血液制品市场空间巨大；另外，从供给方面看，由于原料血浆天然具有稀缺性，未来几年血液制品供给仍将趋紧，血液制品行业未来几年仍将处于景气周期。

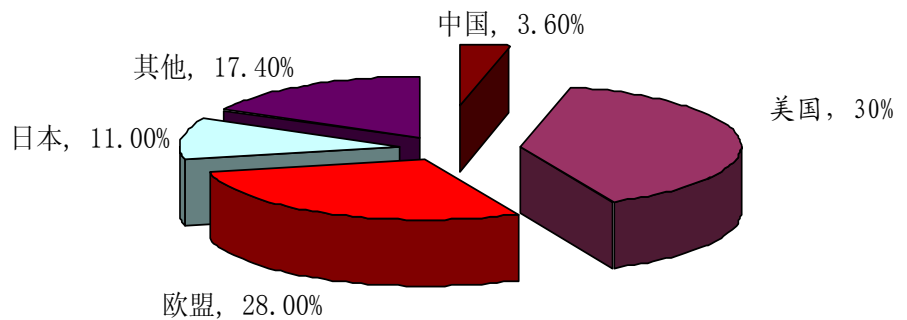
目前我国对血液制品的进口有严格的限制，这增强了国内血液制品企业的竞争能力，在我国的血液制品市场中国内企业占据主导地位，血液制品子行业是生物医药行业中最具竞争力的子行业。



4. 3 医疗器械子行业

医疗器械行业是一个多学科交叉、知识密集、资金密集型的高技术产业。与发达国家相比，我国医疗器械工业基础薄弱，规模较小，发展较为滞后。但同时我国落后的医疗器械装备水平与社会日益增长的医疗需求之间的巨大矛盾，促进了我国近几年医疗器械市场的快速增长，增长速度快于国内其他工业，也快于世界发达国家和其它发展中国家医疗器械市场的增长。2000 年-2006 年每年平均递增 20%以上，2006 年实现销售收入 427 亿元、市场规模已达 600 亿元，是 1978 年 72 倍、1998 年的 3.8 倍，市场规模位居全球第四。

图 28：2006 年世界医疗器械市场构成



资料来源：齐鲁证券研究所

国内医疗器械市场中，高端医疗器械占整体市场的 25%，全球高端医疗器械市场基本由美国、德国、日本公司的产品占据着统治地位；目前国内高端医疗器械市场的 70% 也被跨国公司占领，我国除在超声聚焦等少数领域处于国际领先水平外，多数关键技术被发达国家大公司所垄断。

在基础医疗器械市场上本土企业竞争优势明显，由于我国人口众多、经济水平较为落后，基础医疗设备约占整体市场规模的 75%，这为我国基础医疗器械制造企业提供了较为广阔的市场空间。



2009 年基础医疗器械市场将迎来快速增长

我国覆盖城乡全体居民的医疗保障体系的建设为医疗器械行业发展提供巨大空间，其中包括加快推进新型农村合作医疗，建立以大病统筹为主的城镇居民医疗保险，发展社会医疗救助，完善城镇职工基本医疗保险。

全国医疗机构的平均医疗器械装备水平较低，大量的设备需要更新换代，基层卫生机构设备配置的提升，也将促进基础医疗器械市场的快速增长。需求的增长，将会保证未来 10 年甚至更长一段时间医疗器械市场的快速增长。

2009 年也将是医疗器械行业快速增长的一年。2008 年 11 月 23 日，卫生部网站上公布了国家计划新增 48 亿元支持农村卫生服务体系建设的消息。具体内容是，国家投资 26.21 亿元支持 7300 多个农村卫生项目，包括县医院 26 个，县妇幼保健站 59 个，县中医院 72 个，乡镇卫生院 1610 个，村卫生室 5547 个。其中乡镇卫生院的总投资所占比例超七成，达 18.91 亿元。

投资 21.79 亿元拟用于支持农场、林场和海岛基层卫生机构，以及包括东部贫困地区在内的卫生院约 6000 个左右。其中，全国有农场、林场和海岛基层卫生机构近 3000 个，每个支持 20 万元，总投资 6 亿元左右；卫生院 3300 多个，每个 50 万元，总投资超过 15 亿元。2004 年以来我国已建设乡镇卫生院达 32771 所。按照 1 个乡镇建设 1 所卫生院的要求，全国现有 34685 个乡镇中已经建设有卫生院的比例达到了 94.5%。

加强基层医疗卫生服务体系建设，首先将增加对部分基础医疗器械的首次投入需求。



五、投资建议

5.1 行业具备投资价值

从基本面来看，虽然 2009 年整体经济增长将有所放缓，部分行业增速将会出现大幅下滑。作为一个必须型行业，在人口数呈净增长、人口老龄化程度不断加剧、医疗保障体系建设不断完善的背景下，2009 年医药行业未来的增长是非常确定的。

目前我国卫生费用占 GDP 的比重仍不足 5%，无法和一些发达国家相比，同时我国人均卫生费用更是大大低于世界平均水平，从长期来看，医药行业的发展空间巨大，医药行业未来将是一个增长十分明确的行业。

表 8：医药行业投资收益率情况

年份	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	回收期	收益率
历年收益 (g=20%)	1	1.2	1.44	1.73	2.07	2.49	2.99	3.58	4.3	5.2	9.81 (年)	10.19%
总收益	1	2.2	3.64	5.07	7.44	9.93	12.92	16.5	20.8	26		
历年收益 (g=15%)	1	1.15	1.32	1.52	1.75	2.01	2.31	2.66	3.06	3.52	11.25 (年)	8.89%
总收益	1	2.15	3.47	4.99	6.74	8.87	11.06	13.72	16.8	20.3		
历年收益 (g=10%)	1	1.1	1.21	1.33	1.46	1.61	1.77	1.95	2.14	2.36	13.28 (年)	7.53%
总收益	1	2.1	3.31	4.64	6.1	7.71	9.48	11.43	13.57	15.9		

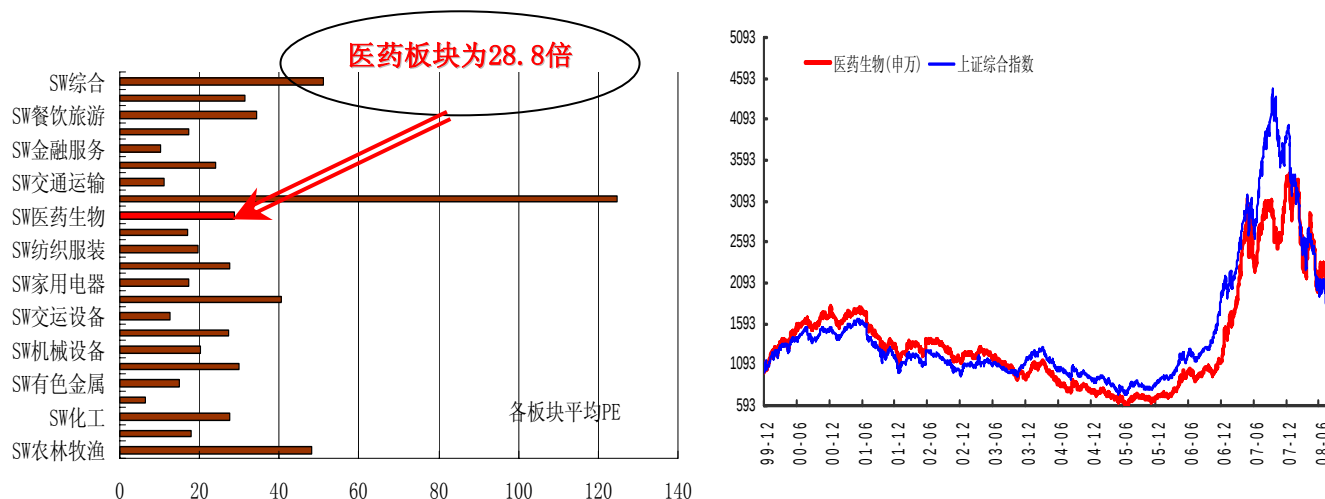
备注：假设未来 10 年中我国医药行业的平均增长率分别为 20%、15%、10%；假设投资者在未来 10 年中持续以企业所有者的角度投资于整个医药行业；假设未来 10 年中我国整体经济能够保持较稳定增长，因而作为一个成长性行业，医药行业能够获得一个较高的增长，就整个医药行业来说存在的不确定很小；年平均收益率是按单利计算的；最后，表中所计算的投资回收期、投资收益率是以行业 25.5 倍市盈率为基础的。

资料来源：齐鲁证券研究所



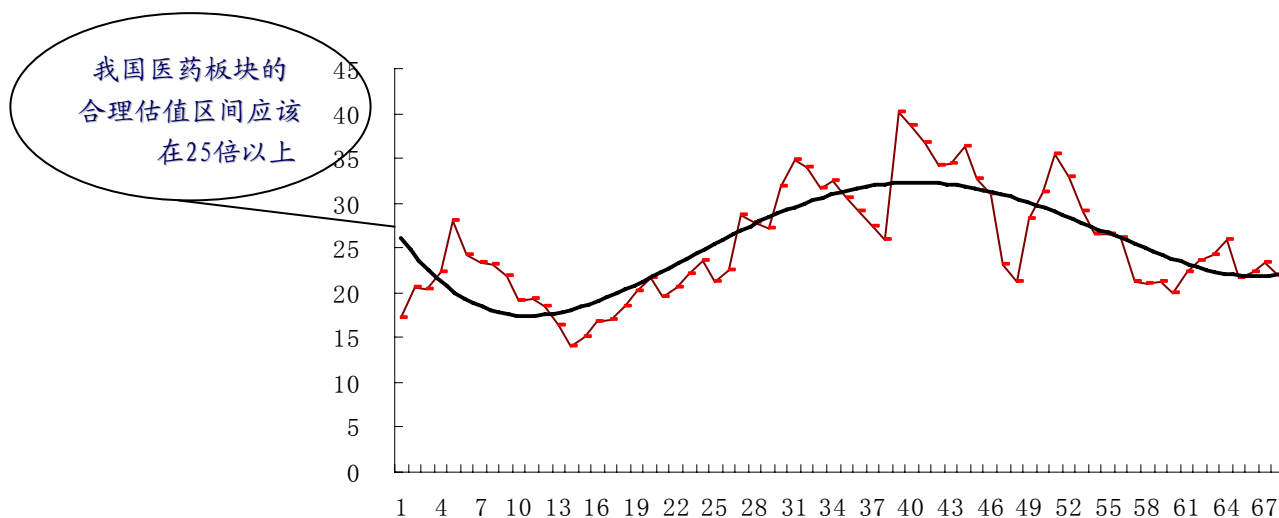
从估值角度来看，当前医药板块的平均 PE 为 28.8 倍，相对于整个市场继续保持一定的估值溢价。从与发达国家的发展经历的对比来看，认为我国医药行业的平均市盈率应该在 25 倍以上，目前医药行业具备投资价值。综合以上考虑，给予医药行业“推荐”的投资评级。

图 29：医药板块相对市场表现情况



资料来源：WIND 资讯 齐鲁证券研究所

图 30：1990 年至今部分美国医药股市盈率概况



资料来源：WIND 资讯 齐鲁证券研究所



5. 2 生物制药、中药、医疗器械子行业更具吸引力

医药行业中，不同子行业在产品、盈利模式、周期性方面都具有很大的差异，不同子行业的竞争格局、所处的景气周期都有较大差别。虽然整个医药行业的业绩在 2009 年会有稳步增长，整个行业已经具备投资价值，但不同的子行业在 2009 年的业绩、市场表现都会有一定的差异。

在 2009 年我们看好的子行业是：医疗器械子行业、生物制药子行业、中药子行业。

拥有国家政策支持、面临着广阔的市场需求，生物制药子行业近年来一直保持着较高的增长速度，生物医药行业也是我国医药行业中最具成长性的一个子行业。

血液制品行业又是生物制药行业中景气度最高的一个行业：从 2006 年开始，血液制品供求紧张的局面不断加剧，血液制品价格也出现大幅上涨；2009 年血液制品供求紧张的局面仍将维持，血液制品价格仍较在高位运行，另一方面 2009 年行业原料短缺的现象将有所改善。综合考虑，认为 2009 年血液制品行业能够实现较高的增长。

我国覆盖城乡全体居民的医疗保障体系的建设为医疗器械行业发展提供巨大空间，未来几年医疗器械市场能够实现快速增长。2009 年也将是医疗器械行业快速增长的一年。2008 年 11 月 23 日，卫生部网站上公布了国家计划新增 48 亿元支持农村卫生服务体系建设的消息这将增加对部分医疗器械产品的投资需求，部分医疗器械生产企业在 2009 年将有较大幅度的增长。

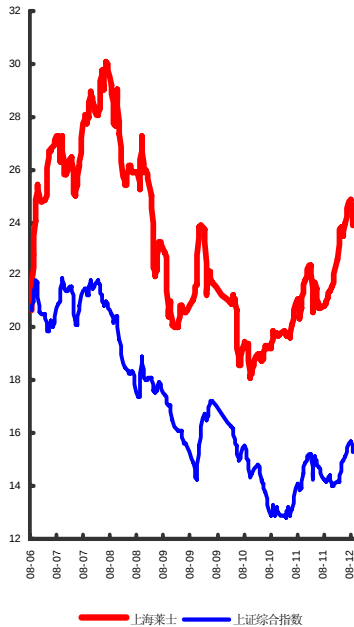
中药是我国的优势和特色产品，中药子行业是医药行业中成长较快的一个子行业。随着我国国力的增强，中药的影响力不断增大，行业未来发展前景非常广阔。另外，中药源自于我国，因而在中药领域具有主导权。



六、重点上市公司

上海莱士（002252）：原料短缺将逐步改善

近一年股价表现：



◇2007 年 9 月 27 日，国家发改委制定并公布人血白蛋白临时最高零售价，国内生产人血白蛋白（10g: 50ml）最高售价 360 元，比 2007 年初的 259 元高 40%，这一提价是在国家药品大降价的前提下发生的，血液制品行业由此进入一个高度景气的时期。

◇目前国家已经不再批准新的血液制品生产企业，同时浆站改制也加剧了行业的洗牌，行业类的一流公司更是获得了发展良机。

◇上海莱士是我国最大血液制品生产企业之一，也是最早实现血液制品批量生产、血浆综合利用率最高、产品种类齐全的国内领先的血液制品生产企业之一，其产品在具有良好的知名度和品牌优势；公司也是我国血液制品企业中经营效率最高、获利能力最强的企业之一，2007 年公司的净资产收益率高达 48%。

◇受血浆检疫期制度、管理费用大幅增加以及所得税税率提高的影响，2008 年公司利润增长率将会出现一定的下滑，随着血浆检疫期制度对公司的短期影响的消失，以及未来公司采浆量的逐步恢复，2009 年公司主要产品的产量也会逐步提高；另一方面，即使未来血液制品行业的投浆量逐步恢复，未来几年中，血液制品仍存在较大的供求缺口，血液制品的价格仍将维持在高位，2009 年公司能够恢复高增长。

◇预计 2008 年、2009 年的 EPS 分别为：0.64 元、0.90 元，对应的市盈率分别为 30 和 21 倍，公司目前的估值水平高于整个市场的平均估值水平；但随着业绩的高增长，公司过高的估值水平会逐步降低，公司已经具备较强的长期投资价值。综合以上考虑，维持公司“推荐”的投资评级。

赢利预测

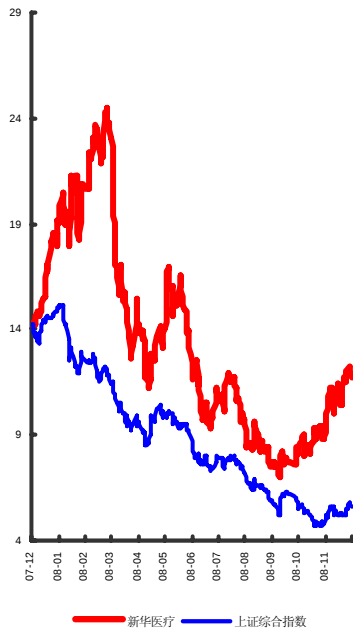
利润表（万元）	2006	2007	2008E	2009 E
主营业务收入	27865	30997	37673	52742
销售费用	1484	1841	1012	1417
管理费用	2421	3855	5109	5722
财务费用	414	513	-373	-790
净利润	5072	8165	10240	14560
EPS（元）	0.42	0.68	0.64	0.90





新华医疗（600587）：原料价格下跌提升盈利能力

近一年股价表现：



◇公司是我国最大的消毒灭菌设备研制生产基地，也是国内生产放射治疗设备品种最多的企业，主要产品有消毒灭菌设备。

◇公司具有良好的成长性。近年来公司主营业务实现了快速增长，从1999年到2007年公司收入增长了6倍多，但2007年公司增速有所放缓，随着新建项目陆续达产，2008年开始公司的发展速度将有所提高；从长期来看，伴随我国医疗卫生体制建设的不断推进，我们认为公司未来几年可以保持稳定的增长。

◇从近几年的数据来看，公司的盈利能力远不及整个行业的平均水平：2007年公司的净资产收益率不到5%；但是从历史上的数据来看，公司也曾具有较强的盈利能力，近年来原料价格的不断上涨是公司盈利能力出现下滑的重要原因。

◇钢材成本占公司总成本的20%—30%，今年钢材价格的下跌将对公司产生较大的影响，将显著改善公司的盈利能力，不考虑其他情况，预计公司2009年的净利润同比2008年增长71%。

◇预计2008年-2010年公司的EPS分别为0.24元、0.41元、0.48元，对应的动态PE分别为：38倍、22倍和19倍，公司的估值水平已经比较合理，具备积极的长期投资夹着；另外国家提出的投资48亿加强基层卫生建设，对公司2009年的发展也具有积极的作用，或将给予公司一个超预期的增长，综合以上考虑，给予公司“推荐”的投资评级。

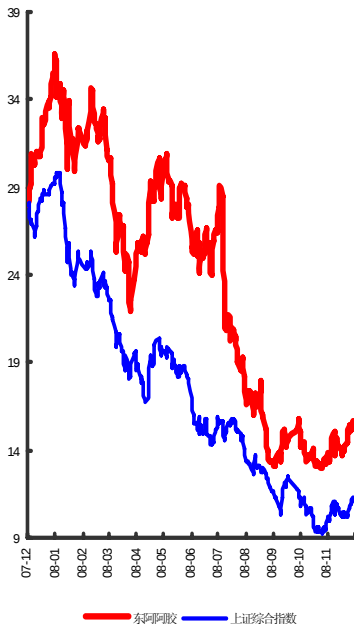
盈利预测

利润表（单位：万元）	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	52891	65999	72599	83489
营业费用	6289	7820	8988	10234
管理费用	3451	3818	4741	5452
财务费用	1060	495	726	835
利润总额	2774	4316	7261	8378
净利润	2243	3237	5446	6284
EPS（元）	0.23	0.24	0.41	0.48



东阿阿胶（000423）：业绩稳定增长可期

近一年股价表现：



◇东阿阿胶是我国最具成长性的中药企业：近五年来公司收入复合增长率高达 28.48%，营业利润复合增长率高达 22.37%；2008 年中期公司收入同比增长 40.84%，营业利润同比增长 27.07%，继续保持高增长势头。

◇阿胶系列产品销售收入的稳定增长是公司快速发展的基础，未来阿胶系列产品仍将保持稳定增长。随着居民生活水平的提高、农村市场的不断开拓，补血产品市场容量将会有持续的增长。同时公司在整个补血产品市场中具有非常强的竞争优势：公司的产品历史悠久，市场认同度非常高；公司具有较强的营销能力。阿胶系列产品能够获得一个高于行业平均的增长速度。

◇保健食品是公司的又一个增长亮点，近年来一直处于高速发展中，2007 年保健食品实现销售收入 7765 万元。目前我国人均保健食品消费支出仅为美国的 1/20，日本的 1/15，保健食品市场巨大的成长空间和发展潜力。公司所生产的保健食品大多是阿胶产品的延伸，因而具有一定的独特性和较高的品牌知名度，预计公司保健食品的增长速度要高于整个行业的平均水平。

◇高增长同时，依然保持较高的盈利能力。在收入保持稳定增长的情况下，产品的毛利率不会出现大的变化；公司的存货周转率、应收帐款周转率、总资产周转率都在不断提高，公司的营运能力保持在一个较好的水平。

◇：预计 2008 年、2009 年将是公司快速发展的两年，对应的 EPS 分别为：0.54 元、0.58 元，对应的动态市盈率分别为 29 和 27 倍，鉴于公司良好的发展前景，维持公司“推荐”的投资评级。

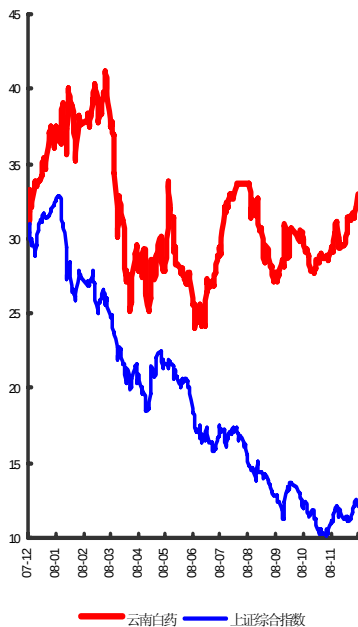
赢利预测

单位（百万元）	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	1381	1657	2055	2468
营业成本	647	832	1013	1196
营业费用	307	315	380	427
管理费用	125	133	154	175
净利润	211	290	385	508
EPS（元）	0.39	0.54	0.58	0.76



云南白药（000538）：非公开增发解决产能瓶颈

近一年股价表现：



◇公司是我国最具成长性的中药类生产企业，从2000年到2007年公司净利润增长高达30%，利润高速增长的基础是白药类产品销售收入的持续高增长。在竞争较为激烈的医药行业中，公司通过不断的营销创新，实现了白药类产品收入的持续增长，目前云南白药系列产品在市场上形成了很高的知名度，销售渠道日益完善，市场空间大大提高。

◇在销售快速发展的同时，产能瓶颈逐渐成为制约公司进一步发展的障碍。公司目前的生产制造中心位于昆明市城区一环路内，场地较小且存在环保风险，导致公司扩大产能受到严重限制。由于产能受限，公司部分产品的产量不能满足市场需求，影响了公司的发展速度。

◇从公司上半年经营情况看，中央产品继续保持稳定增长，两翼产品快速增长势头不减，医药商业业务增长较快。2008年下半年公司增长速度虽然将有所放缓，但幅度非常有限，2008年全年公司仍将能够保持一个较高的增长速度。

◇预计2008年和2009年的每股收益分别为0.83元和1.04元。对应的动态市盈率分别为39倍和32倍，相比于目前医药板块，公司估值水平已经偏高。

◇但公司作为龙头中药企业，具备强大的品牌优势、积极的营销策略和优良的经营质量，公司具有非常好的成长性。非公开发行对公司未来发展也具有积极的作用：本次非公开发行的目的就是为解决白药类产品生产能力不足的问题，在募集资金使用上，公司将资金投向那些较成熟的产品，所以募集资金的风险较小，2010年产能瓶颈彻底解决有望推动公司业绩进入新一轮的快速增长期，我们认为公司具有较强的长期投资价值，给予“谨慎推荐”的投资评级。

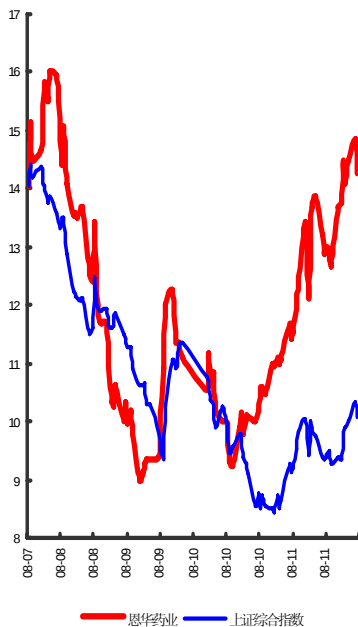
赢利预测

单位（百万元）	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	4116	5437	6796	8155
营业成本	2840	3919	4899	5879
营业费用	617	864	1080	1296
管理费用	163	147	184	221
净利润	338	431	538	508
EPS（元）	0.70	0.89	1.11	1.33



恩华药业 (002262): 中枢神经药的龙头企业

近一年股价表现:



◇中枢神经系统药物近年来是世界销售额增长较快的药物类别，2006 年中枢神经系统用药全球销售额约占药品总销售额的 10%。其中，三类主要的中枢神经系统用药市场为：抗抑郁和抗焦虑药、抗精神病药、抗癫痫药物，合计约占整个中枢神经系统用药市场的 85% 以上。

◇恩华药业是国内医药行业唯一一家专注于中枢神经药物细分市场的企业。目前，公司在中枢神经药物领域已具有综合竞争优势，并已形成了公司独有的核心竞争力。根据 PDB 统计数据，2004、2005、2006 年发行人在静脉麻醉药市场占有率分别为 14.53%、12.98% 和 13.17%。2006 年销售量在静脉麻醉药市场中名列第一，销售额在静脉麻醉药市场中名列第二。

◇恩华药业是一个稳定成长的公司，随着公司新产品的顺利推进，公司有望进入一个加速发展的时期，2007 年公司实现的收入同比增长 15.52%，净利润同比大幅增长 57%。中枢神经药品市场容量巨大，公司在行业内已经形成了一定的竞争力，公司未来有很大的增长空间，能够保持稳定的增长。

◇预计 2008 年——2010 年公司的每股收益分别为：0.33 元、0.45 元和 0.61 元。对应的动态市盈率分别为：45 倍、33 倍和 24 倍，短期内公司估值水平已经偏高，但随着公司的快速成长，公司的估值水平也会逐步降低。综合以上考虑，给予公司“谨慎推荐”的投资评级。

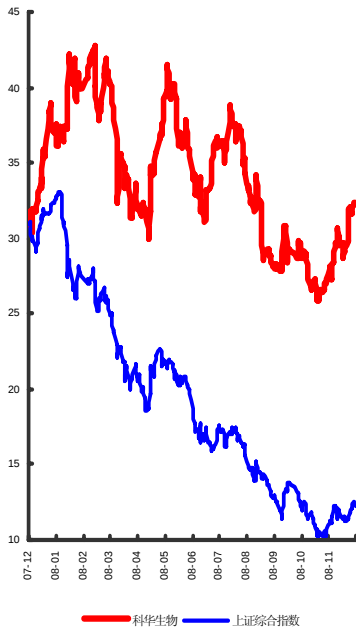
盈利预测

单位 (百万元)	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	805	966	1159	1507
营业成本	509	585	702	910
营业费用	170	241	289	379
管理费用	73	81	97	126
净利润	26	40	54	73
EPS (元)	0.22	0.33	0.45	0.61



科华生物 (002030): 诊断试剂龙头

近一年股价表现:



◇公司是目前国内生产量最大、报批量最大的体外诊断试剂生产企业，已构建了以免疫、生化、核酸三大类试剂、百余种产品为基础的诊断产品线。主要产品乙肝表抗诊断试剂、丙肝抗体诊断试剂的市场占有率全国第一，艾滋病诊断试剂已被列入世界卫生组织的采购目录。公司目前已成为 WHO、联合国儿童基金会、克林顿基金会等多家国际机构的全球供应商。

◇公司具有稳健成长的特性，2001 年到 2007 年间公司收入、利润的复合增长率接近 15%，2008 年公司继续保持较高的增长速度：1-9 月，公司实现营业收入 3.54 亿元，同比增长 22.57%；实现净利润 1.37 亿元，同比增长 50.96%。

◇传统试剂、仪器产品销售和传统业务的不断增长是公司稳健增长的基础。未来这些产品和业务仍将保持稳定的增长速度、新产品和新业务将为公司未来的快速发展注入动力。

◇真空采血管项目目前虽尚处于市场开拓中，我们看好此项业务的前景，预计明年公司此项业务的销售额将会有较大幅度的增长。血筛业务暂时尚存在不确定因素，考虑到血制品安全的必需性，我们看好血筛业务的前景。

◇伴随着我国医疗卫生体制建设的逐步完善，公司的传统业务能够保持稳定的增长，未来几年公司新产品的陆续上市也将提升公司的增长速度。预计 2008—2010 年的 EPS 分别为：0.53 元、0.72 元和 0.93 元，对应的动态市盈率分别为：41 倍、30 倍和 23 倍，给予公司“谨慎推荐”的投资评级。

盈利预测

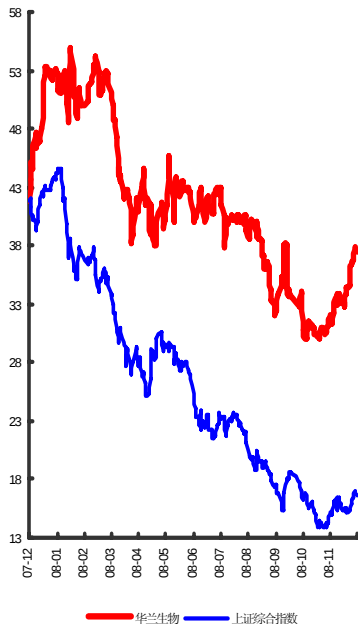
单位（百万元）	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	399	499	674	876
营业成本	156	168	227	295
营业费用	68	82	111	144
管理费用	49	44	59	77
净利润	118	167	225	293
EPS（元）	0.37	0.53	0.72	0.93





华兰生物 (002007): 疫苗为公司业绩锦上添花

近一年股价表现:



◇公司是国内血液制品行业的龙头企业。投浆量和白蛋白市场占有率全国第一；公司也是能从血液中提取最多药用蛋白的血液制品生产企业；其产品在市场上有较强的品牌知名度。

◇公司是国内最具成长性和盈利能力最强的医药企业之一。2001 年-2007 年公司实现的净利润增长了近 7 倍,公司实现的收入增长了近 2 倍。2008 年上半年公司实现营业收入 1.97 亿元,同比增长 15%;实现利润 7628 万元,同比增长 48%,公司继续保持较强的盈利能力和较高的增长速度。

◇随着浆站 GMP 改造的完成和血浆检疫期短期影响的结束,2009 年公司的投浆量将有所增长,投浆量的增长也将带来收入和利润的增长。

◇疫苗业务为公司业绩锦上添花。公司流感疫苗已上市销售,公司为此组织了庞大的销售队伍,加上公司已经具有的销售渠道和品牌效应,预期将出现良好的销售情形。未来其他疫苗产品的陆续上市将是公司未来重要的利润增长点。

◇盈利预测: 在血液制品盈利能力不断提高的情况下,疫苗产品的陆续上市将为公司业绩锦上添花,预计未来几年公司利润能够保持较高的增长速度。预计 2008 年——2010 年的每股收益分别可以达到 0.82 元、1.16 元、1.62 元。对应 2008——2010 年的动态市盈率分别为 47 倍、33 倍和 24 倍,给予公司“谨慎推荐”的投资评级。

盈利预测

单位(百万元)	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	399	499	674	876
营业成本	156	168	227	295
营业费用	68	82	111	144
管理费用	49	44	59	77
净利润	118	167	225	293
EPS (元)	0.37	0.53	0.72	0.93



七、风险提示

7. 1 经济减速可能对行业产生负面影响

医药行业是一个成长性行业，受经济波动影响较小，但如果整体经济大幅下滑，医药行业的成长性，可能会受到一定的影响。

7. 2 行业竞争格局影响企业盈利

整体医药行业未来增长明确，由此可能会吸引医药行业是一个成长性行业，受经济波动影响较小，但如果整体经济大幅下滑，医药行业的成长性，可能会受到一定的影响。

7. 3 限售股可能会影响二级市场表现

整体医药行业未来增长明确，由此可能会吸引医药行业是一个成长性行业，受经济波动影响较小，但如果整体经济大幅下滑，医药行业的成长性，可能会受到一定的影响。

附表：部分上市公司限售股概况

代码	名称	限售数量（万股）	占总股本比例	收盘价	解禁市值（亿元）
002262.SZ	恩华药业	9000	75.00%	14.7	13.23
002252.SZ	上海莱士	12000	75.00%	24.37	29.24
002223.SZ	鱼跃医疗	7700	74.76%	19.29	14.85
002107.SZ	沃华医药	6004	73.23%	22	13.21
000999.SZ	三九医药	64090	65.47%	14.4	92.29
002001.SZ	新和成	21736	63.54%	27.4	59.56
002004.SZ	华邦制药	7373	55.86%	11.13	8.21
600829.SH	三精制药	21194	54.82%	15.88	33.66
600436.SH	片仔癀	7637	54.55%	19.9	15.20
600572.SH	康恩贝	17571	54.23%	6.15	10.81
600195.SH	中牧股份	20850	53.46%	11.52	24.02
600062.SH	双鹤药业	25329	53.17%	25.01	63.35
600161.SH	天坛生物	25031	51.27%	14.5	36.30
000538.SZ	云南白药	23921	49.42%	33.05	79.06
600535.SH	天士力	24074	49.33%	12.34	29.71
000597.SZ	东北制药	16386	49.09%	13.69	22.43
600196.SH	复星医药	60690	49.03%	9.33	56.62
000963.SZ	华东医药	20937	48.24%	9.25	19.37
600380.SH	健康元	48707	44.36%	5.04	24.55
002038.SZ	双鹭药业	10981	44.21%	34.63	38.03
600267.SH	海正药业	19822	44.12%	13.98	27.71
600763.SH	通策医疗	6940	43.29%	5.61	3.89



600511.SH	国药股份	10058	42.01%	27.72	27.88
600055.SH	万东医疗	8986	41.51%	6.38	5.73
002019.SZ	鑫富药业	7711	40.35%	8.35	6.44
600789.SH	鲁抗医药	23291	40.05%	3.8	8.85
600664.SH	哈药股份	43171	34.76%	11.26	48.61
600849.SH	上海医药	19744	34.69%	6.76	13.35
600867.SH	通化东宝	12725	34.52%	14.53	18.49
600216.SH	浙江医药	15418	34.26%	16.88	26.03
600488.SH	天药股份	18131	33.40%	6.4	11.60
600276.SH	恒瑞医药	16320	31.55%	36.78	60.02
600557.SH	康缘药业	6958	26.11%	17.57	12.22
600587.SH	新华医疗	3174	23.62%	9.22	2.93
000423.SZ	东阿阿胶	12132	23.16%	15.75	19.11
600529.SH	山东药玻	5530	21.49%	9.17	5.07
002022.SZ	科华生物	6019	19.07%	21.73	13.08
600812.SH	华北制药	18391	17.88%	6.89	12.67
600201.SH	金宇集团	1864	6.64%	6.09	1.13
002030.SZ	达安基因	846	4.21%	7.45	0.63

备注：解禁市值以 2008 年 12 月 10 日收盘价为计算依据的。



投资评级说明

类别	级别	定义
公司	推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 20%以上
	谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 10%—20%之间
	中性	预计未来 6 个月内，股价变动幅度为-10%—10%之间
	回避	预计未来 6 个月内，股价跌幅为 10%以上
行业	推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数将跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输综合指数

重要声明

本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等相关服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券研究所”所有。未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

齐鲁证券有限公司研究所（上海）

地址：上海浦电路 438 号双鸽大厦 19 层

邮编：200122

电话：(8621) 5820-8334

传真：(8621) 5830-6843

地址：山东济南市经十路 71 号华特广场 B 座 5F（济南）

邮编：250061

电话：(86531) 8128-3789

传真：(86531) 8128-3791

