

医药行业 2009 年 1 月跟踪报告

增长明确+政策预期=超配医药

投资要点

- ❖ **08 年医药制造业表现优异。**今年前 11 个月医药制造业的收入、营业利润、利润总额分别同比增长 26%、32%、29%（剔除原料药子行业计算的收入和利润总额增速为 28%和 26%），行业整体增速有所放缓。全行业税前利润率 9.8%，仍处于较高的水平。在主要制造业中，医药行业销售收入保持稳定增长，利润总额增速第一。
- ❖ **09 年：明确的行业增长和增速回落。**今年第四季度，行业增速有所回落，符合我们的预期。这一变化可能与去年基数较高、今年宏观经济的影响、原料药价格和销量下降、药品安全问题对市场的负面影响等因素有关。单季度经营分析显示，未来短期内医药行业单季盈利难创新高，利润总额增速也可能低于收入增速，但 2009 年医药行业绝对增长是明确的，仅增速回落。维持 2009 年行业收入增速 20-25%预期，调低行业利润总额增速预期至 20-25%。
- ❖ **08 年年报预览：经营有望符合预期。**预计年报业绩增长在 50%以上的公司：双鹭药业（84%），康美药业（83%），三九医药（75%），上海医药（63%），华兰生物（59%），康缘药业（56%）；预计年报业绩增长在 30—50%的公司包括：海正药业（48%），东阿阿胶（46%），科华生物（44%），国药股份（42%），云南白药（37%），天士力（35%），上海莱士（31%），天坛生物（31%）预计年报业绩增长在 0—30%的公司包括：片仔癀（25%），江中药业（19%），华东医药（13%），恒瑞医药（13%），万东医疗（8%），华海药业（7%）。预计年报同比负增长的公司包括：同仁堂等 4 家公司。
- ❖ **投资策略：增长明确+政策预期=超配医药。**行业增长明确，加上医改方案近期出台的强烈预期，故建议仍坚持基本配置行业龙头公司，如双鹤药业、科华生物、三九药业、云南白药、恒瑞医药、国药股份、双鹭药业。另外，建议投资者在 1 月关注低估值、安全边际高的哈药股份、千金药业，年报可能超预期的双鹭药业，上市公司高管变化后的一致药业，公司认购权证即将到期可能带来投资机会的康美药业，具有资产整合和注入预期的天坛生物、上海医药、上实医药。

重点公司盈利预测及投资评级

简 称	股价	EPS			PE			PEG	评级	目标价
		07	08E	09E	07	08E	09E			
双鹤药业	24.45	0.92	0.84	1.20	27	29	20	0.87	买入	31
科华生物	22.33	0.37	0.54	0.76	60	41	29	1.03	买入	28
国药股份	28.75	0.55	0.78	1.03	52	37	28	1.19	买入	33
三九医药	14.62	0.29	0.50	0.65	51	29	22	1.10	买入	18
康美药业	9.31	0.19	0.35	0.44	49	27	21	0.86	买入	14
东阿阿胶	13.81	0.39	0.57	0.72	35	30	24	1.18	买入	17
千金药业	19.69	0.33	0.72	0.97	60	27	20	0.81	买入	25
云南白药	34.12	0.63	0.86	1.18	54	40	29	1.12	增持	33
康缘药业	17.19	0.36	0.56	0.77	48	31	22	0.88	增持	19
恒瑞医药	38.40	0.80	0.90	1.24	48	43	31	1.12	增持	36

资料来源：中信数量化投资分析系统、朝阳永续

注：股价为 2009 年 1 月 6 日收盘价。

强于大市（维持）

分析师

姚杰

中信证券医药行业首席分析师

邮件：yaoj@citics.com

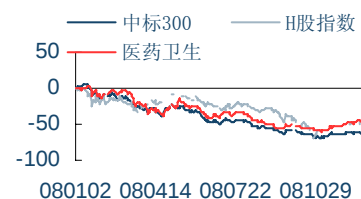
电话：010-84588210

贺菊颖

邮件：hjj@citics.com

电话：010-84588027

行业相对中标300表现



资料来源：中信数量化投资分析系统

相关报告

《医药行业 2008 年 7 月跟踪报告---行业经营符合预期，配置成长明确公司》

.....2008 年 7 月

《医药行业 2008 年 8 月跟踪报告 ---以静制动，以守为攻》 2008 年 8 月 1

《医药行业 2008 年 9 月跟踪报告---医药股调整带来投资机会》 2008 年 9 月

《医药行业 2008 年 10 月跟踪报告---行业经营继续向好，成长性选股关键》 2008 年 10 月 6 日

《医药行业 2008 年 11 月跟踪报告---防御特征明显，仍是资金首选》.2008 年

《医药行业 2009 年投资策略报告---行业增长明确，公司投资分化》2008 年 12 月 3 日

请务必阅读正文之后的免责条款部分

目录

医药行业数据分析：行业增长明确，增速回落	1
医药行业：制造业利润增速第一	1
行业增速有所放缓，但盈利能力仍处于高位	1
2009 年：明确的行业增长和增速回落	2
部分公司将受益于所得税率下降	3
2008 年报业绩预览：经营有望符合预期	4
医药板块投资：重点投资行业，精心挑选公司	8
2008 年：跑赢大盘	8
2009 年：重点投资行业，精心挑选公司	8
附录：近期医药行业重大新闻	12
广东拟三管齐下控药价	12
我国将出台癌症基本药物目录	12
相关专利药品的制造与出口将实行强制许可	12
省以下药监局重回分级管理体制	13

插图目录

图 1：2008 年 1-11 月主要制造业收入增速对比	1
图 2：2008 年 1-11 月主要制造业税前利润增速对比	1
图 3：2005-2008 年 11 月医药制造业经营情况	1
图 4：1999-2008 年医药制造业各季度销售收入与利润总额情况	3
图 5：1999-2008 年医药制造业各季度利润总额增速与销售收入增速的差值	3
图 6：2008 年医药及其他板块涨跌幅统计	8
图 7：2005-2008 年单月医药板块与全部 A 股涨跌幅差异统计	10

表格目录

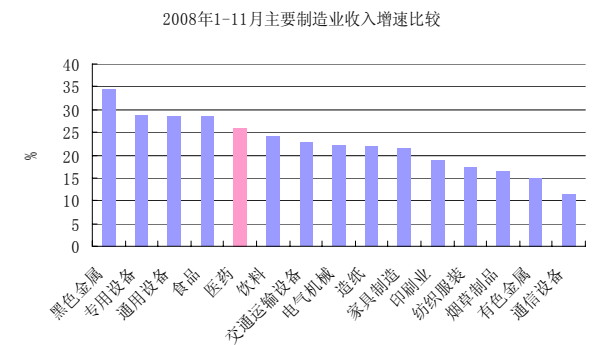
表 1：2008 年各季度医药制造业经营情况	1
表 2：2008 年前 11 个月医药及各子行业销售收入及利润总额情况	2
表 3：医药上市公司高新技术企业认定情况	4
表 4：中信证券覆盖的重点医药上市公司 2007 年报业绩预测	5
表 5：2008 年医药板块二级市场表现前 10 位公司	10
表 6：中信证券覆盖的重点医药上市公司盈利预测及投资建议	10

医药行业数据分析：行业增长明确，增速回落

医药行业：制造业利润增速第一

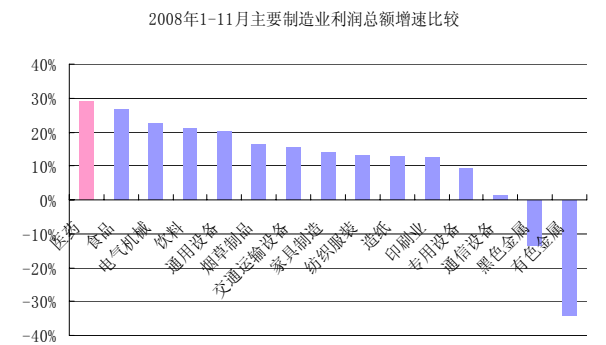
2008 年医药行业的经营情况较好。在主要制造业中，医药行业销售收入保持稳定增长，利润总额增速第一。

图 1：2008 年 1-11 月主要制造业收入增速对比



资料来源：wind 资讯，中信证券研究部

图 2：2008 年 1-11 月主要制造业税前利润入速对比

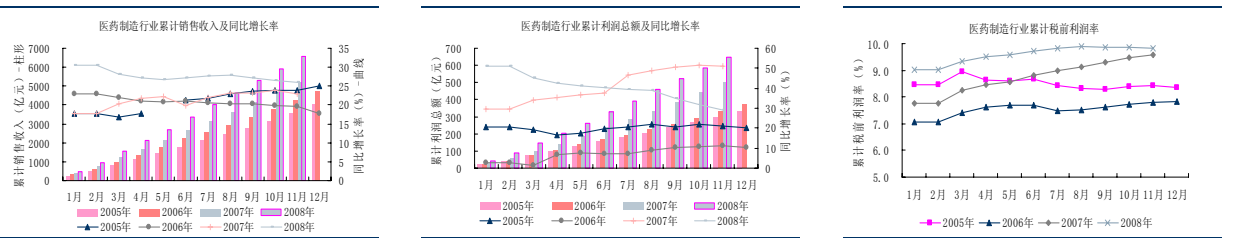


资料来源：wind 资讯，中信证券研究部

行业增速有所放缓，但盈利能力仍处于高位

统计数据显示，2008 年前 11 个月医药制造业的收入、营业利润、利润总额分别同比增长 26%、32%、29%（剔除原料药子行业计算的收入和利润总额增速为 28%和 26%）。对比今年前 8 个月的数据（收入、营业利润、利润总额分别同比增长 28%、42%、39%），行业整体增速有所放缓。全行业税前利润率 9.8%（历史最高值出现在今年前 8 个月，达到 9.9%），仍处于较高的水平。（由于我们已经在 2008 年 12 月 29 日的行业跟踪报告中详细分析了行业增长的原因和各行业的经营情况，在此不再赘述）

图 3：2005-2008 年 11 月医药制造业经营情况



资料来源：华通人商用信息，中信证券研究部

表 1：2008 年各季度医药制造业经营情况

	1-2 月	1-5 月	1-8 月	1-11 月
收入增长率	30%	27%	28%	26%
利润总额增长率	51%	41%	39%	29%
	1-2 月	3-5 月	6-8 月	9-11 月
收入增长率	30%	25%	30%	22%
利润总额增长率	51%	37%	36%	10%

资料来源：华通人商用信息，中信证券研究部

表 2：2008 年前 11 个月医药及各子行业销售收入及利润总额情况

单位：亿元，%

销售收入及利润总额	08 年 1-11 月	07 年 1-11 月销	增长率 1	增长率 2	08 年 1-11 月	07 年 1-11 月	增长率 3	增长率 4
医药制造业	6561	5207	25.84	26.00	645	499	29.12	29.26
扣除原料药以后的医药	4956	3862		28.32	509	403		26.28
化学药品原药制造业	1605	1345	24.53	19.36	136	96	49.48	41.83
化学药品制剂制造业	1947	1516	25.4	28.45	216	157	36.04	38.04
中药饮片加工业	329	242	36.75	36.19	19	15	33.67	34.08
中成药制造业	1420	1183	20.52	20.05	145	136	7.74	6.79
生物、生化制品制造业	642	446	29.81	44.09	77	56	21.81	37.82
医疗仪器设备及器械制	636	493	28.48	29.06	64	53	30.23	20.76

资料来源：华通人商用信息，中信证券研究部

增长率 1：统计局直接给的增长率

增长率 2：根据今年和去年给的销售收入计算的增长率

增长率 3：按照今年给的今年和去年前 8 个月利润总额计算的增长率

增长率 4：按照今年给的今年前 8 个月利润总额和去年给的去年前 8 个月利润总额计算的增长率

(注：从上表数据看，主要是生物生化制药公司统计局直接给的数据和计算出的数据有较大差异，具体原因还需要进一步研究)

2009 年：明确的行业增长和增速回落

我们在医药年度投资策略报告中，曾经明确指出：2009 年医药行业的增长是非常明确的，但增速会回落。下面，我们从医药行业单季度的经营分析中，进一步阐述我们的观点。

从 1999-2008 年医药行业单季度的经营情况可以看出，医药制造业的销售收入和利润总额的实现有一定规律：

1、无论是销售收入，还是利润总额，每年第一季度均为季度低点，这与一季度节假日集中、有效工作日相对较少有关。

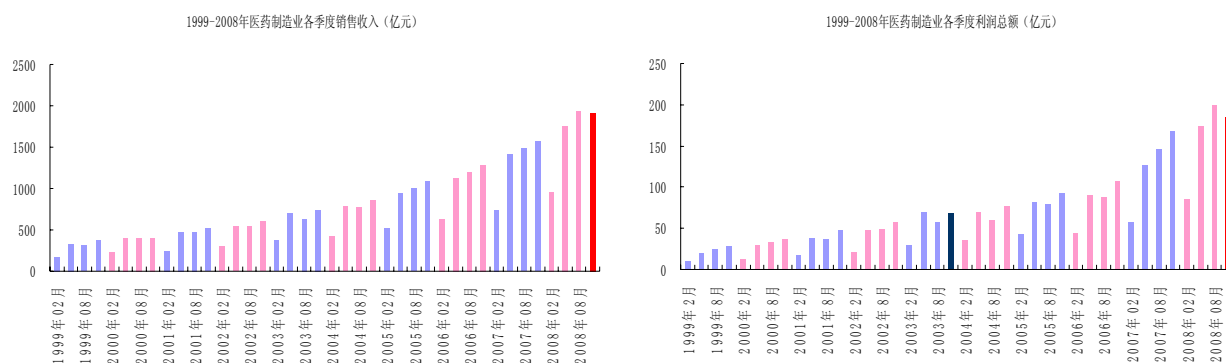
2、销售收入在 2005 年以前，每年第三季度为季度次低点；而 2005 年-2007 年则呈逐季环比增长的态势。这可能与行业的整顿加强、医改等因素促进行业发展有关。

3、利润总额在 2007 年以前（除 2003 年第四季度异常点外），均表现为每年第三季度为季度次低点，第四季度为季度最高点（注：2003 年季度最高点为第二季度，主要因为 2003 年 SARS 因素所致）。2007 年以后，由于医药行业政策（如医改）的促进作用，利润总额则呈现逐季环比增长态势。

4、2008 年第四季度，无论是行业的销售收入还是利润总额，均呈现与前面规律不同的地方，出现环比下降。由于目前行业政策层面没有出现大的转折，因此，我们分析这一变化可能主要与宏观经济的影响有关。其它因素也可能包括原料药价格和销量的下降、药品安全问题对市场的负面影响等。

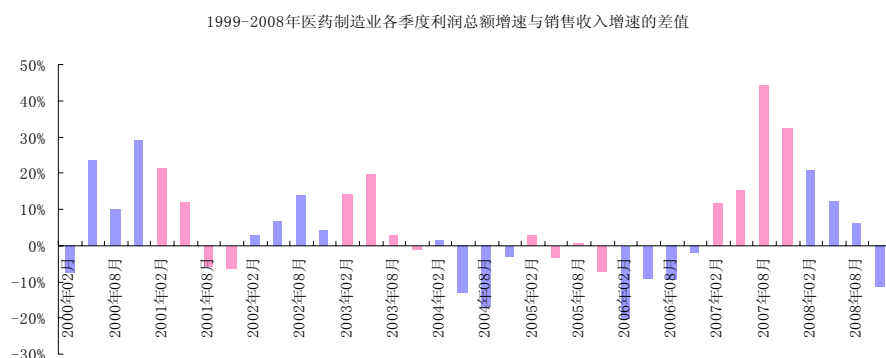
总之，我们仍然提醒投资者密切关注宏观经济等因素对医药行业的影响，也许短期内，医药行业的盈利能力不会再创季度新高，利润总额的增速甚至可能会低于收入增速。

图 4：1999-2008 年医药制造业各季度销售收入与利润总额情况



资料来源：wind, 中信证券研究部

图 5：1999-2008 年医药制造业各季度利润总额增速与销售收入增速的差值



资料来源：wind, 中信证券研究部

根据以上数据分析，我们暂不改变对 2009 年医药行业收入的增长预期，仍为 20-25%，但下调行业利润总额增速预期，由 30%左右下调至 20-25%。

部分公司将受益于所得税率下降

从 2008 年 1 月 1 日开始，中外企业所得税率统一调整为 25%。部分医药上市公司由于被认定为高新技术企业，将享受 15% 的所得税优惠，从而对公司经营产生正面影响。

目前，医药上市公司被认定为高新技术企业一般是从 2008 年-2010 年，为期三年。下表中部分企业已经获得认定；部分企业仍处于公示阶段（通常公示期 15 天），但一般情况下，公示的企业获得最终认定应该没有悬念；部分企业目前仍在努力中，最终亦可能获得认定（指下表中未标明进程的公司）。

医药上市公司获得高新技术企业认定对其影响主要有：

1、所得税率由 33%下调到 15%，减轻公司税负，有利于公司经营业绩的增长，如鱼跃医疗、恒瑞医药、康缘药业等。

2、所得税率仍保持 15%，不增加公司税负，同样有利于公司的发展，如华兰生物、科华生物等。

3、所得税率由 15%上升到 25%，增加公司税负。

所得税变化对于上市公司业绩的影响：

上调公司业绩预测：由于原来盈利预测中假定公司所得税率为 25%，因此，获得高新技术企业认定后，将下调所得税率，上调业绩预期。如双鹭药业。

维持公司业绩预测不变：由于公司的所得税变化已经在业绩预测中考虑，故暂不调整公司业绩预测，如恒瑞医药等。

表 3：医药上市公司高新技术企业认定情况

单位：%

证券简称	2007 年末 所得税率	进程	证券简称	2007 年末 所得税率	进程	证券简称	2007 年末 所得税率	进程	证券简称	2007 年末 所得税率
鱼跃医疗	33	已获批	海南海药	15	已公示	天方药业	33	已公示	马应龙	15
恒瑞医药	33	已获批	华兰生物	15	已公示	羚锐股份	33	已公示	领先科技	15
康缘药业	33	已获批	哈药股份	15	已公示	紫鑫药业	33	已公示	上海医药	15
亚宝药业	33	已获批	三精制药	15	已公示	通化东宝	33	已公示	云南白药	15
浙江震元	33	已获批	双鹭药业	15	已公示	恩华药业	33	已公示	桐君阁	15
华东医药	33	已获批	千金药业	15	已公示	联环药业	33	已公示	华邦制药	15
新和成	33	已获批	长春高新	15	已公示	东北制药	33	已公示	太极集团	15
鑫富药业	33	已获批	金陵药业	15	已公示	美罗药业	33	已公示	西南药业	15
京新药业	33	已获批	江中药业	15	已公示	东阿阿胶	33	已公示	上海辅仁	24
海翔药业	33	已获批	新华制药	15	已公示	山东药玻	33	已公示	国药股份	33
浙江医药	33	已获批	沃华医药	15	已公示	莱茵生物	7.5	已公示	康美药业	33
海正药业	33	已获批	新华医疗	15	已公示	嘉应制药	15	已公示	广济药业	33
华海药业	33	已获批	科华生物	15	已公示	万东医疗	15	已公示	武汉健民	33
康恩贝	33	已获批	上海莱士	15	已公示	天士力	15	已公示	通化金马	33
天药股份	15	已获批	复星医药	15	已公示	白云山 A	33	已公示	南京医药	33
九芝堂	15	已获批	现代制药	15	已公示	广州药业	33	已公示	普洛股份	33
双鹤药业	15	已公示	上实医药	15	已公示	昆明制药	33	已公示	鲁抗医药	33
同仁堂	15	已公示	华神集团	15	已公示	独一味	15		永生数据	33
天坛生物	15	已公示	中汇医药	15	已公示	三九医药	15		第一医药	33
一致药业	15	已公示	丰原药业	33	已公示	达安基因	15		英特集团	33
丽珠集团	15	已公示	片仔癀	33	已公示	健康元	15		通策医疗	33
益佰制药	15	已公示	华北制药	33	已公示	中恒集团	15		西南合成	33

资料来源：wind, 中信证券研究部

2008 年报业绩预览：经营有望符合预期

预计年报业绩增长在 50%以上的公司：双鹭药业（同比增长 84%），康美药业（同比增长 83%），三九医药（同比增长 75%），上海医药（同比增长 63%），华兰生物（同比增长 59%），康缘药业（同比增长 56%）；

预计年报业绩增长在 30—50%的公司包括：海正药业（同比增长 48%），东阿阿胶（同比增长 46%），科华生物（同比增长 44%），国药股份（同比增长 42%），云南白药（同比增长 37%），天士力（同比增长 35%），上海莱士（同比增长 31%），天坛生物（同比增长 31%）

预计年报业绩增长在 0—30%的公司包括：片仔癀（同比增长 25%），江中药业（同比增长 19%），华东医药（同比增长 13%），恒瑞医药（同比增长 13%），万东医疗（同比增长 8%），华海药业（同比增长 7%）。

预计年报同比负增长的公司包括：同仁堂（同比下降 4%，25%所得税假设下），双鹤药业（同比下降 9%，因去年同期房产收益转让造成利润基数较高，剔除此非经常因素，主业同比增长 38%），千金药业（同比下降 25%，主业增长仍健康，但去年同期证券投资收益较高造成利润基数较高），广州药业（同比下降 61%，合并范围变化以及下属工业企业利润大幅下滑）。

表 4：中信证券覆盖的重点医药上市公司 2007 年报业绩预测

证券	最新	证券	每股收益（元/股）										同比增长 (%)	分析
简称	评级	代码	2007				2007	2008				2008 E		
			Q1	Q2	Q3	Q4		Q1	Q2	Q3	Q4E			
生物医药														
科华生物	买入	002022	0.07	0.10	0.12	0.09	0.37	0.11	0.15	0.18	0.11	0.54	44	免疫、生化诊断试剂稳定增长，核酸诊断试剂、自产仪器、产品出口快速增长。血筛等业务进展基本符合预期。
天坛生物	增持	600161	0.05	0.06	0.06	0.04	0.21	0.03	0.08	0.09	0.08	0.28	31	前期产品生产技术瓶颈等问题得到解决，国家扩大计划免疫为公司带来增长机遇，子公司长春有限经营持续向好。外延扩张稳步进行。
华兰生物	增持	002007	0.07	0.16	0.16	0.15	0.54	0.10	0.24	0.18	0.33	0.85	59	08 年公司投浆量较 07 年略有增长，但是血制品价格大幅上涨，带来毛利率明显提升。此外，三、四季度公司流感疫苗上市销售，并且获得了市场第一的份额，有望给公司带来收入约 1 亿（含捐赠）。09 年公司增长主要源于 2 点：1）投浆量的增加；2）流脑疫苗和乙肝疫苗有望上市销售。
双鹭药业	增持	002038	0.09	0.12	0.16	0.17	0.54	0.14	0.25	0.26	0.35	1	85	主要产品贝科能等快速增长。其它产品稳定增长。新产品推广顺利。
上海莱士	增持	002252	0.12	0.14	0.14	0.11	0.51	0.20	0.20	0.12	0.16	0.67	31	受检疫期影响，公司 08 年的投浆量较 07 年略有下降，约为 200 吨；但由于血制品整体价格大幅上涨，公司收入虽增长缓慢，但是毛利率显著提升。09 年考虑到血制品供给的缺口，产品的价格高位仍能维持，而公司的主要增长来自检疫期之后的投浆量大幅回升。
传统中药														
云南白药	增持	000538	0.13	0.14	0.14	0.21	0.63	0.16	0.22	0.20	0.29	0.86	36	公司 08 年年底中央产品均不同程度提价，主要为维护渠道价格，同时公司也增加了返点。我们相应上调了公司的业绩预测。
广州药业	增持	600332	0.09	0.10	0.07	0.15	0.41	0.14	0.07	(0.03)	(0.02)	0.16	(61)	由于终端销售不力，过

证券	最新	证券	每股收益（元/股）										同比	分析
简称	评级	代码	2007				2007	2008				2008 E		
			Q1	Q2	Q3	Q4		Q1	Q2	Q3	Q4E			
											)			分依赖经销商，对渠道的压货现象严重，今年公司在工业销售上出现比较大的问题。公司从第二季度开始调整，在第三季度工业几乎没有发货，第四季度仍然控制发货，导致整个工业部分大幅下滑。
同仁堂	增持	600085	0.14	0.17	0.09	0.05	0.45	0.13	0.14	0.08	0.09	0.43	(4)	收入增速在 10—15% 左右，按照今年 25% 的所得税率计算，业绩有所下降。公司已经在高新技术企业公示名单中，如果获批我们将相应调整业绩预测。
东阿阿胶	买入	000423	0.08	0.07	0.07	0.17	0.39	0.13	0.10	0.09	0.25	0.57	46	公司目前也在控制营销，清理社会库存，为 09 年提升销售质量打基础；从 09 年开始，公司可能执行更严格的现款现货的政策。值得关注的是近期阿胶和华润万家的合作、在医院和农村市场的开拓，这可能是未来阿胶经营超预期的两个方向。
片仔癀	持有	600436	0.20	0.18	0.15	0.15	0.68	0.21	0.28	0.17	0.18	0.85	25	经营平稳，符合预期。
现代中药														
千金药业	买入	600479	0.09	0.16	0.31	0.40	0.96	0.11	0.25	0.23	0.13	0.72	(25)	公司营销中心在 11 月正式迁往长沙，意味着公司扩大营销辐射范围，对未来的产品销售具备一定信心。预计全年妇科系列产品增长 25% 左右，符合我们的预期。
康缘药业	增持	600557	0.07	0.07	0.11	0.11	0.36	0.11	0.10	0.15	0.20	0.56	56	桂枝茯苓胶囊、六味地黄软胶囊等品种增长较为平稳；散结、热毒宁、天舒增长的潜力较大
天士力	增持	600535	0.04	0.10	0.09	0.14	0.36	0.08	0.12	0.12	0.17	0.49	35	工业销售增幅有所放缓，但经营质量有所好转。
江中药业	增持	600750	0.08	0.20	0.05	(0.00)	0.33	0.16	0.15	0.04	0.04	0.39	19	公司近期加强渠道管理，健胃消食片销售可能超过我们预期。
康美药业	买入	600518	0.03	0.05	0.05	0.06	0.19	0.08	0.09	0.07	0.11	0.35	83	二期产能已经正常释放，目前饮片的产量（一期和二期合计）为 7000-8000 吨。预计今年全年公司饮片业务 7 亿元，明年同比增长 40% 左右。公司明年有望进入北京地区销售。
三九医药	增持	000999	0.02	0.07	0.06	0.13	0.29	0.08	0.13	0.16	0.12	0.50	75	经营符合预期。医药制造业仍增长较快，预计全年增速在 20-25%。
医疗器械														
万东医疗	增持	600055	0.02	0.03	0.02	0.06	0.13	0.02	0.03	0.01	0.08	0.14	8	X 射线机在国家招标

证券	最新	证券	每股收益（元/股）										同比增长（%）	分析
简称	评级	代码	2007				2007	2008				2008 E		
			Q1	Q2	Q3	Q4		Q1	Q2	Q3	Q4E			
														中，中标量最大，但对公司盈利贡献甚微。
化学制剂														
恒瑞医药	增持	600276	0.14	0.16	0.19	0.32	0.80	0.14	0.23	0.16	0.37	0.90	13	主要产品多西他赛、奥沙利铂稳定增长，来曲唑、厄贝沙坦、伊立替康、七氟烷、盐酸氨溴索等销量同比增长较大。
双鹤药业	买入	600062	0.13	0.18	0.15	0.46	0.92	0.23	0.17	0.19	0.25	0.84	(9)	主要产品北京降压 0 号、利复星等稳定增长、大输液等同比快速增长。部分 2009 年推广产品中标。
华东医药	买入	000963	0.10	0.10	0.06	0.14	0.40	0.11	0.10	0.08	0.17	0.45	13	主要产品百令胶囊、新赛斯平等稳定增长。
原料药														
华海药业	增持	600521	0.08	0.17	0.09	0.10	0.44	0.11	0.15	0.06	0.15	0.47	7	受人民币升值、出口退税下降、原材料成本上涨影响，公司 08 年收入增长缓慢；并且受全球经济下滑影响，下半年普利产品的出口量及价格均有所下滑；沙坦由于接近专利到期时间，故销量有所放大，但是由于市场竞争激烈，价格亦略有下滑；公司的苯那普利片已销往美国，实现了仿制药出口的突破。预计 09 年，鉴于人民币升值速度放缓甚至贬值、出口退税回升、原材料价格下降、沙坦明显放量等利好因素，公司将走出 08 年业绩低谷。
海正药业	增持	600267	0.07	0.05	0.09	0.10	0.31	0.10	0.09	0.12	0.16	0.46	48	国内制剂持续高增长，毛利率维持高位；原料药中抗肿瘤、心血管等老品种基本持平或略有下降，但内分泌、抗寄生虫等新产品增长迅猛，从而拉高原料药整体毛利率；氟伐他汀出口业务获得突破，08 年对业绩贡献有限，预计随 09-10 年生产规模逐渐扩大，业绩贡献将更为明显；此外，生产转移将成为 09 年的主要增长点之一。
医药商业														
上海医药	持有	600849	0.06	0.04	0.01	0.01	0.12	0.04	0.03	0.06	0.05	0.19	63	医药商业尤其是纯销业务增长迅速，公司经营已经走出低谷，但资产整合和清理仍在进行中。
国药股份	买入	600511	0.16	0.15	0.14	0.10	0.55	0.20	0.25	0.19	0.14	0.78	42	主营收入增速较快、综合毛利率上升和费用率下降是公司业绩保持较快增速的主要原因。

证券	最新	证券	每股收益（元/股）										同比 增长 （%）	分析
简称	评级	代码	2007				2007	2008				2008 E		
			Q1	Q2	Q3	Q4		Q1	Q2	Q3	Q4E			
														因。

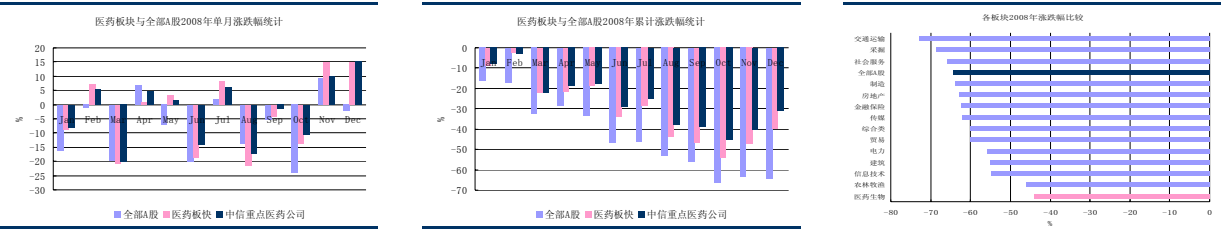
资料来源：公司数据，中信证券研究部

医药板块投资：增长明确+政策预期=超配医药

2008 年：跑赢大盘

不同寻常的 2008 年已经结束，医药板块的累计跌幅除稍逊于农业等二级行业板块外，走势明显强于大盘，印证我们对医药行业“强于大市”的判断。

图 6：2008 年医药及其他板块涨跌幅统计



资料来源：wind, 中信证券研究部

2009 年：增长明确+政策预期=超配医药

我们在《2009 年医药行业投资策略报告》中已经明确指出：2009 年医药行业的绝对增长非常明确，尤其是与其它行业利润的下降形成鲜明对比。同时，新的医改方案有望在 2009 年 1 月正式出台，因此，在 2009 年上半年，特别是一季度，投资者仍然应该重点投资医药板块。

由于是月度投资策略报告，因此，我们进一步探寻医药板块在月度间的投资表现和差异，以期能更准确地把握本月医药板块的投资方向和机会。

从下图中，我们已经注意到 2008 年医药板块的月度表现是“W”型，即一年中两头和中间的月份表现较好（1、2、5、6、7、9、10、11、12 月），这与 2007 年医药板块的走势有着惊人的相似之处。这是否医药板块二级市场走势的一种规律呢？我们追溯统计了 2005 年和 2006 年情况，发现这两年的情况与 2007 年和 2008 年的表现大相径庭。因此，我们得出结论：

- 1、仅仅向前追溯两年就得出截然相反的表现，说明至少截至目前为止，这种月度的“W”走势还不是一种规律性的东西。（我们没有追溯得更久远，是因为我们认为无论是宏观、行业还是二级市场的情况都发生太大变化，已不具有可比性）
- 2、2007 年和 2008 年之所以与前面两年走势截然不同，是因为这两年中观层面（即医药行业层面）发生了巨大的变化，包括新医改的预期、部分政策的先行实施给行业带来的积极影响、行业治理加强以及进入壁垒提高等。
- 3、和 2007 年相比，2008 年板块月度的波动性相对较小；在熊市中也表现出明显的抗跌性，月度落后于大盘的数量明显减少；在第四季度，随着医改的脚步越来越近，整个板块的表现异常活跃，达到年度高点。

通过以上分析，我们认为，2009 年对于医药板块的投资仍然要关注行业政策的变化及其影响，同时也要兼顾宏观经济和大盘走势的变化。

2009 年 1 月仍然应该重点投资医药板块，主要促发因素包括：新医改方案正式出台和上市公司年报超预期行情。此外，上市公司的高分配预期行情、高管激励、上市公司领导层变化、公司权证将到期、再融资或再融资锁定期将到期等因素也可能催生一些投资机会。

在投资标的方面，需要精心挑选个股。我们注意到 2008 年医药板块单月涨跌幅统计中，中信重点跟踪的医药上市公司总是在下跌时超越整个医药板块，表现出更好的防御性，而在上涨时，则绝大多数情况落后于整个医药板块。这说明两个问题：一是重点跟踪的公司中有个别公司表现较差造成拖累，如广州药业、同仁堂等；二是在非重点跟踪的公司中有个别表现非常好，在股价表现上更具有进攻性，特别是 2008 年新上市的小盘公司。因此，在未来的投资中，自下而上地精心挑选个股将显得更为重要。对不同投资风格的投资者（如积极型和价值型），以及投资者的不同投资策略（如进攻型和防守型），医药股的选择也将大相径庭。

2009 年 1 月我们重点推荐以下公司：

仍坚持对行业龙头公司的基本配置：细分行业龙头，品牌、市场份额、公司管理、财务状况等综合实力较强的公司。如双鹤药业、科华生物、三九药业、云南白药、恒瑞医药、国药股份、双鹭药业。

此外，下列因素也可能促发公司股价的上涨：

低估值、安全边际高的公司：哈药股份、千金药业、三九医药。

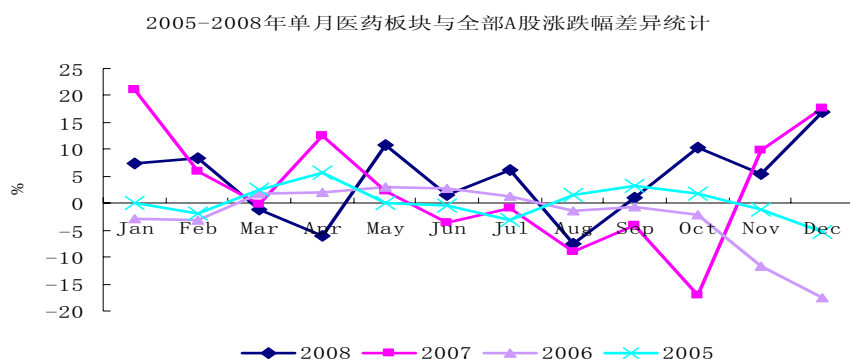
业绩存在超预期可能的公司：双鹭药业。

上市公司领导层变化的公司：一致药业。

公司权证将到期，可能带来投资机会的公司：康美药业。

资产注入或整合预期题材的公司：天坛生物、上海医药、上实医药。

图 7: 2005-2008 年单月医药板块与全部 A 股涨跌幅差异统计



资料来源: wind, 中信证券研究部 (医药板块与全部 A 股涨跌幅差异=医药板块涨跌幅-全部 A 股涨跌幅)

表 5: 2008 年医药板块二级市场表现前 10 位公司

证券代码	证券简称	涨跌幅 (%)
002223.SZ	鱼跃医疗	69.051
002252.SZ	上海莱士	21.8946
002038.SZ	双鹭药业	21.4453
002262.SZ	恩华药业	17.153
002107.SZ	沃华医药	3.8084
600867.SH	通化东宝	0.2149
000538.SZ	云南白药	-0.4644
002022.SZ	科华生物	-1.3911
000566.SZ	海南海药	-5.4545
600518.SH	康美药业	-7.4309

资料来源: wind, 中信证券研究部 (含新上市医药公司)

表 6: 中信证券覆盖的重点医药上市公司盈利预测及投资建议

证券	证券	总股本	流通股	收盘价 (元)	EPS (元/股)				PE				最新
简称	代码	(万股)	(万股)	2009-1-6	2007	2008E	2009E	2010E	2007	2008E	2009E	2010E	评级
生物医药													
科华生物	002022	31556	25538	22.33	0.37	0.54	0.76	1.06	60	41	29	21	买入
天坛生物	600161	48825	23794	15.29	0.21	0.28	0.40	0.52	71	55	38	29	增持
华兰生物	002007	22508	21706	38.30	0.54	0.85	1.35	1.76	72	45	28	22	增持
双鹭药业	002038	24840	13859	36.00	0.54	0.92	1.37	1.87	66	39	26	19	增持
上海莱士	002252	16000	4000	25.22	0.51	0.67	1.04	1.26	49	38	24	20	增持
传统中药													
云南白药	000538	53405	24484	34.12	0.63	0.86	1.18	1.58	54	40	29	22	增持
广州药业	600332	81090	20349	6.11	0.41	0.16	0.19	0.24	15	38	32	25	持有
同仁堂	600085	52083	52083	12.80	0.45	0.43	0.50	0.58	29	30	26	22	持有
东阿阿胶	000423	52376	40245	13.81	0.39	0.57	0.72	0.90	35	30	24	19	买入
东阿阿胶*	000423	52376	40245	13.81	0.31	0.46	0.58	0.72	44	38	30	24	买入
片仔癀	600436	14000	6363	18.86	0.68	0.85	0.90	1.10	28	22	21	17	持有
现代中药													

千金药业	600479	18144	11726	19.69	0.33	0.72	0.97	1.29	60	27	20	15	买入
康缘药业	600557	26644	19686	17.19	0.36	0.56	0.77	1.02	48	31	22	17	增持
天士力	600535	48800	48800	12.30	0.36	0.49	0.59	0.63	34	25	21	20	增持
江中药业	600750	29588	18159	11.75	0.33	0.39	0.49	0.60	36	30	24	20	增持
康美药业	600518	76440	76440	9.31	0.19	0.35	0.50	0.65	49	27	19	14	买入
三九医药	000999	97890	33800	14.62	0.29	0.50	0.65	0.80	51	29	22	18	买入
医疗器械													
万东医疗	600055	21645	12659	6.00	0.13	0.14	0.16	0.18	46	43	38	33	增持
化学制剂													
恒瑞医药	600276	51729	35409	38.40	0.80	0.90	1.24	1.72	48	43	31	22	增持
恒瑞医药 **	600277	51729	35409	38.40	0.57	1.08	1.24	1.72	67	36	31	22	增持
双鹤药业	600062	47641	22312	24.45	0.92	0.84	1.20	1.50	27	29	20	16	买入
双鹤药业 **	600062	47641	22312	24.45	0.61	0.84	1.20	1.50	40	29	20	16	买入
华东医药	000963	43406	22469	10.73	0.40	0.45	0.80	0.78	27	24	13	14	买入
华东医药 **	000963	43406	22469	10.73	0.38	0.45	0.60	0.78	28	24	18	14	买入
原料药													
海海药业	600521	29923	29923	12.25	0.44	0.47	0.60	0.78	28	26	20	16	增持
海正药业	600267	44928	25106	14.94	0.31	0.46	0.62	0.83	48	32	24	18	增持
医药商业													
上海医药	600849	56917	37173	7.47	0.12	0.19	0.23	0.30	64	39	32	25	持有
国药股份	600511	23940	13882	28.75	0.55	0.78	1.03	1.34	52	37	28	21	买入

资料来源: wind 资讯, 中信证券研究部 (注: 东阿阿胶*表示考虑权证摊薄以后的业绩, **表示主业对应的业绩)

表 7: 中信证券覆盖的重点医药上市公司 2009 年分季度盈利预测表

证券 简称	EPS（元/股）					同比增长（%）				
	2009E				2009E	2009E				2009E
	Q1	Q2	Q3	Q4		Q1	Q2	Q3	Q4	
生物医药										
科华生物	0.15	0.20	0.26	0.16	0.76	32%	34%	42%	44%	41%
天坛生物	0.04	0.11	0.13	0.12	0.40	24%	36%	45%	54%	43%
华兰生物	0.33	0.35	0.31	0.36	1.35	230%	46%	72%	9%	59%
双鹭药业	0.21	0.37	0.39	0.40	1.37	48%	49%	50%	14%	37%
上海莱士	0.20	0.23	0.29	0.32	1.04	0%	15%	142%	100%	55%
传统中药										
云南白药	0.22	0.32	0.29	0.36	1.18	35%	45%	45%	22%	37%
广州药业	0.01	0.04	0.06	0.08	0.19	-90%	-50%	----	----	19%
同仁堂	0.15	0.16	0.10	0.09	0.50	14%	15%	20%	5%	16%
东阿阿胶	0.16	0.12	0.11	0.33	0.72	20%	22%	27%	21%	26%

片仔癀	0.24	0.29	0.18	0.19	0.90	14%	5%	5%	4%	6%
现代中药										
千金药业	0.15	0.34	0.30	0.17	0.97	40%	35%	32%	35%	35%
康缘药业	0.14	0.13	0.21	0.29	0.77	25%	32%	40%	45%	38%
天士力	0.10	0.15	0.15	0.20	0.59	20%	25%	21%	17%	20%
江中药业	0.19	0.19	0.05	0.06	0.49	20%	25%	30%	46%	26%
康美药业	0.12	0.13	0.09	0.16	0.50	55%	40%	30%	45%	43%
三九医药	0.11	0.17	0.20	0.17	0.65	33%	31%	25%	44%	30%
医疗器械										
万东医疗	0.02	0.04	0.01	0.09	0.16	7%	18%	15%	15%	14%
化学制剂										
恒瑞医药	0.19	0.27	0.22	0.56	1.24	38%	17%	35%	51%	38%
双鹤药业	0.28	0.28	0.26	0.38	1.20	22%	65%	35%	53%	43%
华东医药	0.14	0.12	0.12	0.42	0.80	27%	20%	50%	147%	78%
原料药										
华海药业	0.10	0.15	0.17	0.18	0.60	-9%	0%	183%	20%	28%
海正药业	0.13	0.15	0.15	0.18	0.61	30%	67%	25%	13%	33%
医药商业										
上海医药	0.05	0.04	0.08	0.07	0.23	20%	25%	26%	38%	21%
国药股份	0.27	0.33	0.25	0.18	1.03	35%	32%	30%	31%	32%

资料来源: wind 资讯, 中信证券研究部

附录：近期医药行业重大新闻

广东拟三管齐下控药价

被国家发改委批准为医改价格改革试点之一的广东省，近日推出了《关于全省医疗服务和药品价格改革试行方案》（下称《方案》），希望通过严控医疗服务和药品的价格，减轻公众医药费用负担。其中，针对药品价格，广东省准备采取比国家发改委更为严格的“三控”——出厂价报备、规定流通差价率、限制最高价。《方案》还提出，要建立以成本为基础，适当考虑药品疗效、安全性和社会效益的药品价格形成机制。全省性的药品价格调整原则上为每两年一次。

我国将出台癌症基本药物目录

在我国，由于缺少相关规范，癌症中晚期患者面临着“过度治疗”、“人财两空”等风险。近期，由同济医院专家参与制定，我国首个癌症姑息治疗基本药物目录有望出台。同济医院肿瘤中心主任于世英教授介绍说，在我国，癌症患者是一个庞大的人群，癌症治疗伴随着这一人群生命的最后阶段，制定基本用药目录是规范医疗行为最好的办法，益于患者有效治疗，可节约大量医疗资源。

相关专利药品的制造与出口将实行强制许可

12 月 27 日，十一届全国人大常委会第六次会议表决通过了关于修改《中华人民共和国专利法》的决定，这一决定规定：为公共健康目的，对在中国取得专利权的药品，国务院专利行政部门可以给予制造并将其出口到规定国家或者地区的强制许可。增加这一规定，是基于世界贸易组织多哈部长级会议通过了《关于〈与贸易有关的知识产权协定〉与公共健康的宣言》。2005 年 12 月 6 日，世界贸易组织总理事会通过了落实该宣言的《修改〈与贸易有关的知识产权协定〉议定书》。根据议定书，发展中成员和最不发达成员可以在国内因艾滋病、疟疾、肺结核和其他流行疾病而发生公共健康危机时，在未经专利权人许可的情况下，在国内实施专利强制许可制度，生产、使用、销售或从其他实施强制许可制度的成员进口有关治疗上述疾病的专利药品。这不仅能大大降低相关专利药品的市场价格，而且有利于更迅速和有效地控制、缓解公共健康危机。

省以下药监局重回分级管理体制

在“大部制”改革中重归卫生部后，地方药监系统如何与卫生系统对接，一直悬而未决。近期，国务院办公厅发文规定，省以下食品药品监督管理机构将由过去的垂直管理，改为由地方政府分级管理。这意味着，在整个药监局系统独立运行十年后，中国的食品药品监督管理体制又发生重大变化。此次体制调整主要涉及流通中的食品和药品安全监管权力的下放，并不涉及药品审批权下放。该项权力依然集中于国家和省级药监部门。该措施意在强化地方政府的监管权力；但同时引发对地方干预监管并形成地方保护、市场分割的担忧。

免责声明

此报告并非针对或意图发送给或为任何就送发、发布、可得到或使用此报告而使中信证券股份有限公司及其附属及联营公司（合称“中信证券”）违反当地的法律或法规或可致使中信证券受制于的法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则所有此报告中的材料的版权均属中信证券。未经中信证券事先书面授权下，不得更改或以任何方式发送、复印此报告的材料、内容或其复印本予任何其它人。所有于此报告中使用的商标、服务标记及标记均为中信证券的商标、服务标记及标记。

此报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请或向人作出邀请。中信证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。此报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中信证券不会因接收人收到此报告而视他们为其客户。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被中信证券认为可靠，但中信证券不能担保其准确性或完整性，而中信证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠此报告以取代行使独立判断。中信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。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中信证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场。

中信证券在法律许可的情况下可参与或投资此报告所提及的发行商的金融交易，向该等发行商提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中信证券于法律容许下可于发送材料前使用于此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中信证券于过去三年于此报告中所指的任何或所有公司的证券于公开发售时可能曾出任经办人或联合经办人。可要求索取额外资料。

以往的表现不应作为日后表现的显示及担保。此报告所载的资料、意见及推测反映中信证券于最初发报此报告日期当日的判断，可随时更改。于此报告所指的证券或金融票据的价格、价值及收入可跌可升。

若干投资可能不易变卖而难以出售或变卖，同样地阁下可能难以就有关该投资所面对的价格或风险获得准确的资料。此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下，我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何投资或策略适合或切合阁下个别情况。此报告并不构成给予阁下私人咨询建议。

此报告旨在派发给中信证券的市场专业及机构投资客户。如接收人非中信证券的市场专业及机构投资客户，应在基于此报告作出任何投资决定或就报告要求任何解释前咨询独立财务顾问。

中信证券股份有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

评级说明

1. 投资建议的比较标准	评级	说明
投资评级分为股票评级和行业评级。	买入	相对中标 300 指数涨幅 20%以上；
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，	增持	相对中标 300 指数涨幅介于 5%~20%之间；
报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）	持有	相对中标 300 指数涨幅介于-10%~5%之间；
的涨跌幅相对同期的中信标普 300 指数的涨跌幅为	卖出	相对中标 300 指数跌幅 10%以上；
基准；	强于大市	相对中标 300 指数涨幅 10%以上；
2. 投资建议的评级标准	中性	相对中标 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）	弱于大市	相对中标 300 指数跌幅 10%以上；
的涨跌幅相对同期的中信标普 300 指数的涨跌幅；		

	北京	上海	深圳	中信证券国际有限公司
地址:	中国北京市朝阳区新源南路 6 号京城大厦(100004)	上海市浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 21 楼(200120)	深圳市深南大道 7088 号招商银行大厦 A 层 (518040)	香港中环添美道 1 号中信大厦 26 楼
电话:	(010)84588720	(021)68818898	(0755)83196279	(852) 2237 6409
传真:	(010)84868307	(021)68818890	(0755)82485240	(852) 2104 6580
服务热线:	(010)84868367			
Email:	service@citics.com			
网址:	http://www.citics.com			
	http://www.spcitic.com			