

行业深度研究报告

医药行业

谨慎推荐
(维持)

2009 年 1 月 12 日

医药行业首席分析师：贺平鸽

电话：0755 - 82130833 - 1851

Email: hepg@guosen.com.cn

医药行业资深分析师：丁丹

电话：0755 - 82130833 - 1821

Email: dingdan@guosen.com.cn

09 年 1 季度投资策略报告

从防御到进攻

近一年收益率比较


资料来源：国信证券经济研究所

相关行业报告：

医药行业 09 年投资策略报告：《产业链变革中的机遇》 2008/12/09

医药行业 08 年 4 季度投资策略报告：《继续持药——从相对收益到绝对收益》 2008/10/08

医药行业 08 年中期策略报告：《行业景气支撑相对收益》 2008/06/25

医药行业 08 年 5 月月报：《借疫情灾情炒做后面临短期调整压力》 2008/05/16

医药行业 08 年 4 月月报：《良好行业运营数据支撑医药股中长期收益》 2008/04/25

医药行业 08 年 3 月月报：《降低板块估值预期，精选个股》 2008/03/27

2008 年医药行业投资策略报告：《全民医保趋势下的蛋糕诱惑》 2007/12/20

独立性申明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

● 中国医药行业景气刚刚开始

纵观历史，中国的医疗卫生体系经历了 4 个发展时期：计划经济、市场经济、医改失败、反思&过渡，目前进入新医改时期。相应地，医药产业走过包产包销期、大发展期、政策调控期、阵痛&拐点期，目前进入新医改牵引下的新一轮有序发展期。新农合快速覆盖，“全民医保”有望提前实现目标，医保支出逐步成为我国药品消费的“买单”主力（占比近 40%），所激活的药品消费蛋糕未来远不至 2000 亿元。如果横向比较，中国人均卫生费用仅是美国人的 1.16%，日本人的 2.5%，未来拥有巨大提升空间。

● 投资策略的转变：从防御到进攻，百花齐放

过去 10 年，医药产业处于政策调控期，过去 2 年处于低谷后的复苏期。而同期中国经济及其它行业一派欣欣向荣，因此市场习惯于将医药股看作防御性配置。未来 3 - 5 年，医药行业沐浴新医改春风，在明确的“需求扩大 vs 供给集中”趋势下，行业重回效益型增长轨道，并保持 GDP 的 2 倍增速。在源头治理，加速淘汰小企业的背景下，创新型企业 and 大型普药企业有了健康成长的土壤，必将催生一批大市值公司。而同期，受金融海啸影响，中国经济及其它行业经历低迷期。因此我们认为对医药行业的短中期投资策略应从防御转向进攻，特别是在经历 08 年剧烈熊市之后的 09 年上半年。

● 医药股的演绎逻辑和假设

理论上有能力生存到 2020 年的公司，都可能分享到“需求扩大 vs 供给集中”所带来的高成长，绝大多数医药股具有相对良好的成长预期空间。一线股投资策略为“买进有高盈利能力企业的股票，在没有极好的理由时不要抛掉”；二线股的投资策略为：合理预期，在股价过度反应负面因素时参与；三线股的投资策略为：在足够安全边际下介入，大胆预期。此外年初和年末可能是不同类别医药股活跃表现的季节。

● 09 年 1 季度：关注相对低估值优质股，寻找向好“蜕变”类公司

建议关注估值和业绩具提升空间的优质公司：天士力、天坛生物。向好“蜕变”之催化剂包括：体制变化、管理层变化、管理层激励；细分行业的复苏等等。建议关注中恒集团、金陵药业、ST 中新、长春高新等公司。

内容目录

本报告提出 2 个观点.....	4
医药股的演绎线路假设:	4
2009 年 1 季度: 从防御到进攻, 百花齐放.....	4
1. 中国医药行业景气刚刚开始	5
1.1. 医药行业进入新一轮有序成长期	5
1.2. “全民医保”有望提前实现——激活需求, 蛋糕无限扩大	6
1.3. 消费提升潜力巨大, 行业成长刚刚开始	7
2. 投资策略: 从防御到进攻, 百花齐放.....	8
2.1. 策略变化的基本因素	8
2.2. 期待出现医药大市值公司	9
2.3. 医药股的演绎线路假设.....	9
2.4. 上期投资策略和投资组合回顾	10
2.5. 09Q1: 关注相对低估值和向好“蜕变”类公司	11
3. 医药工业运行数据跟踪分析	12
3.1. 预期中的回落态势, 确定性的增长趋势	12
3.2. 高景气依旧	13
3.3. 各子行业情况: 化学、生物制剂快速增长, 中成药增长缓慢	15
4. 板块表现数据分析.....	16

图表目录

图 1: 中国医药卫生产业发展历程 (示意图)	5
图 2: 2004 - 2007 年我国不同种类医疗保险参保人数变化情况 (单位: 亿人)	6
图 3: 我国医保总支出及其占药品销售额比重趋势	6
图 4: 城市人均卫生费用 VS 农民人均卫生费用 (单位: 元/人)	7
图 5: 政府预算卫生支出及财政支出增长情况	8
图 6: 医药行业增长率是 GDP 增长率的 2 倍	9
图 7: 1999~2008 年 11 月医药行业收入和利润 (亿元)	12
图 8: 1999~2008 年 11 月医药行业毛利率和利润率	13
图 9: 2008 年 1~11 月主要消费品制造业工业收入增速 (%)	13
图 10: 2008 年 1~11 月消费品制造业利润总额增速 (%)	14
图 11: 2008 年 1~11 月医药制造业工业增加值增速	14
图 12: 2008 年 11 月主要消费品制造业工业增加值增速 (%)	15
图 13: 2008 年 1~11 月主要消费品制造业工业增加值增速 (%)	15
图 14: 2008 年医药板块和大盘收益率比较	16
图 14: 1998~2008 年十年医药板块和大盘 PE 比较	17
表 1: 各国卫生总费用及构成比较 (2004 年)	7
表 2: 各行业主要公司市值对比	9
表 3: 医药股的演绎线路假设	9
表 4: 2008 年 1~11 月医药行业各主要子行业收入及利润 (亿元)	15
表 5: 最新医药股和大盘 PE	16
表 6: 2008 年收益率排名前十五位医药股	17
表 7: 国信证券医药重点公司业绩预测和估值总览	18

提要:

本报告提出 2 个观点:

- 1、中国医药行业景气刚刚开始;
- 2、2009 - 2020 年, 投资策略应从防御转向进攻。

医药股的演绎线路假设:

- 一线股——当前在各细分领域已确立领先地位的公司, 未来可能引领并分享该领域及其产业链延伸领域的大发展。市场给予这类高成长的“产业小龙头”估值溢价是合理的。这类公司的股票特征是“贵”, 长期表现路径为“螺旋式上升”, 不断以时间换空间, 演绎“贵”之“不贵”。投资策略: 套用彼得·林奇的话“买进有高盈利能力企业的股票, 在没有极好的理由时不要抛掉”。
- 二线股——具有一定行业地位, 但在治理结构或其它方面存在微瑕, 使得业绩和成长性表现相对稍逊。市场给予这类股票的估值水平相对较低, 市场疲弱时对其负面因素的过度反应也往往导致这类股票超跌。这类公司的股票演绎方式为: 股价容易在过度反应积极因素和负面因素之间大起大落, 直到基本面各要素逐步完善, 向一线股进发。投资策略: 合理预期, 在股价过度反应负面因素时参与。
- 三线股及其它。一些小市值公司, 可能是“细分产品的突出亮点 vs 突出的基本面要素瑕疵”、可能是某类概念或重组预期。。。股价容易被炒作, 因预期而涨, 因无疾而重回起点, 事隔 1~2 年, 再起再落。直至基本面利好因素终于发生, 高成长显现, 或者跻身二线股。投资策略: 在足够安全边际下介入, 大胆预期。

基本逻辑: 09 年即将出台的“新医改”将牵引医药产业链在未来 10 年发生颠覆性变化, 理论上条件和能力生存到 2020 年的公司, 都可能分享到“需求扩大 vs 供给集中”所带来的高成长。以上 3 类公司均可能或早或晚受益医改, 意味着在金融海啸、其它行业低迷和公司预期不明的情况下, 绝大多数医药股具有相对良好的成长预期空间。

年初和年末成为医药股活跃表现的季节: 上半年一线股的高估值为二三线股打开想象空间——相对低估值的二线股和股价又回到起点的三线股重新开始踊跃预期和表现; 下半年一线股的估值开始以下一年度的成长预期为评价, 又变得“不贵”, 重续升势。

2009 年 1 季度: 从防御到进攻, 百花齐放

建议关注相对低估值和向好“蜕变”类公司:

- 估值和业绩具提升空间的优质公司: 天士力、天坛生物
- 寻找向好“蜕变”类公司: 中恒集团、金陵药业、海南海药、ST 中新、长春高新等。

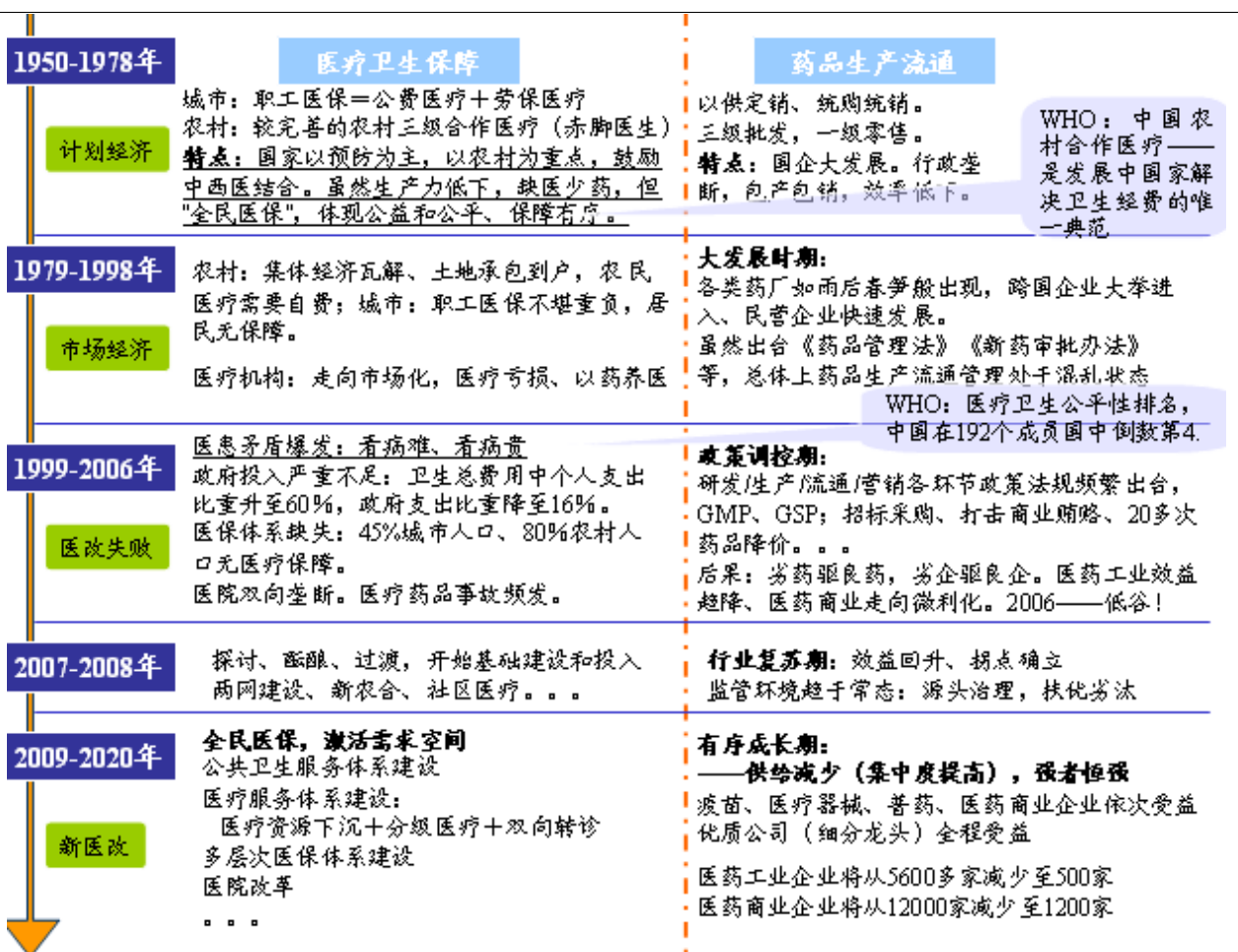
1.中国医药行业景气刚刚开始

1.1.医药行业进入新一轮有序成长期

综观历史，中国医药产业经历了四个发展阶段（如图1所示），2009年，历史的车轮迈过一个拐点，进入在新医改牵引之下的有序成长期。这个时期的特点是：医药工商企业将加速淘汰与整合，强者恒强。医药工业企业将从5600多家减少至约500家，医药工业企业将从12000多家减少至约1200家。理论上条件和能力生存到2020年的公司，都可能或早或晚分享到“需求扩大 vs 供给集中”所带来的高成长。

对新医改结果和过程的探讨——10年后医药工业和医药商业的竞争格局如何？2009-2020年谁受益？请参加我们已发表的09年医药行业投资策略报告《产业链变革中的机遇》（20081208）。

图1：中国医药卫生产业发展历程（示意图）



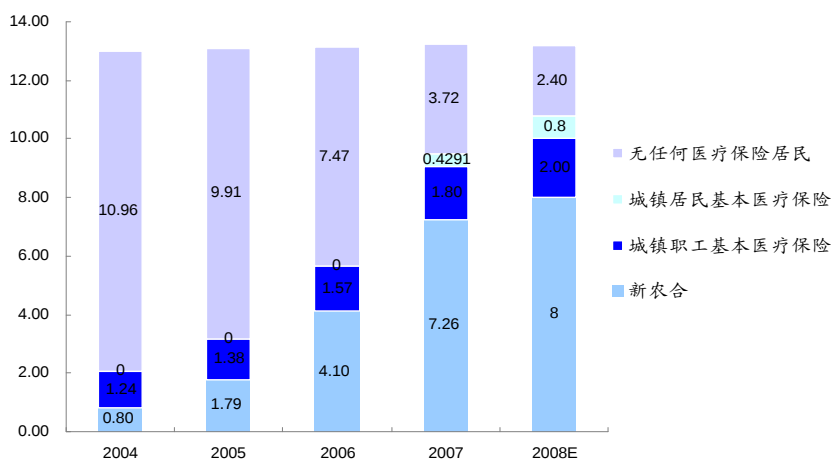
数据来源：国信证券经济研究所

1.2. “全民医保”有望提前实现——激活需求，蛋糕无限扩大

2002 年国务院提出实施新型农村合作医疗，2003 年全国不到 8000 万农民参合，到 2008 年已经覆盖约 8.1 亿农民，参合率达到了 91.5%，提前两年实现了中央提出的新农合制度要基本覆盖农村居民的目标！从 2007 开始，城镇居民、儿童基本医疗保险参合率开始快速提升。

2004 年我国无任何医疗保险的人民高达 11 亿人，08 年已减少至约 2 亿多。预计 2009 年低水平、广覆盖的“全民医保”有望提前实现目标。

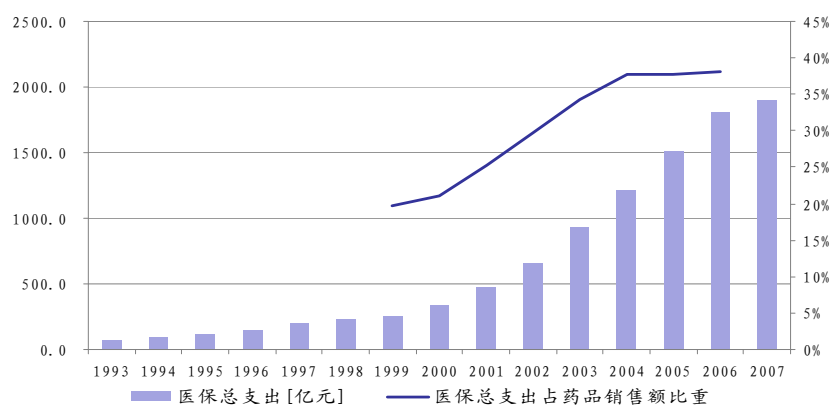
图 2：2004 - 2007 年我国不同种类医疗保险参保人数变化情况（单位：亿人）



数据来源：国信证券经济研究所

与此同时，医保支出逐步成为我国药品消费的“买单”主力。99 年医保支出占药品销售额约 5%；2007 年，各类医保的总支出占药品销售额的比重已升至近 40%。

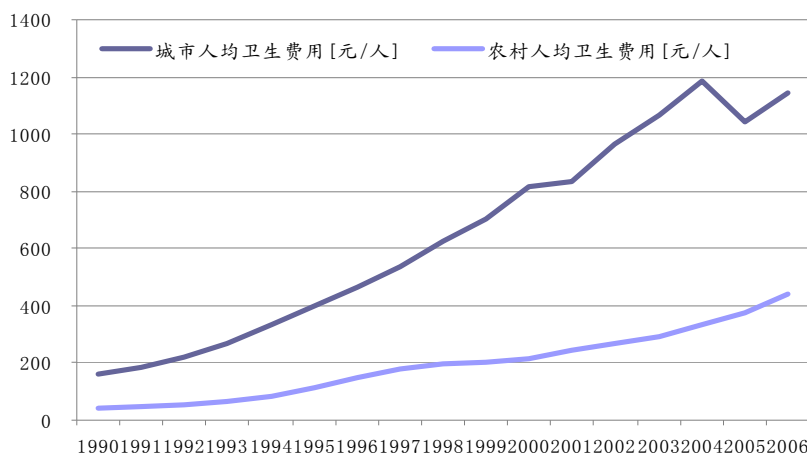
图 3：我国医保总支出及其占药品销售额比重趋势



数据来源：国信证券经济研究所

以中国城市人口和农村人口的当前医疗消费水平为依据，市场普遍测算“全民医保”将带来约 2000 亿元的药品消费蛋糕增量。事实上，随着经济水平提高、政府民生工程全面完善和刺激内需政策，潜在需求将被激活，未来的蛋糕远不止 2000 亿元。

图 4：城市人均卫生费用 VS 农民人均卫生费用（单位：元/人）



数据来源：国信证券经济研究所

1.3.消费提升潜力巨大，行业成长刚刚开始

如果横向比较，2004 年中国人均卫生费用仅是美国人的 1.16%，日本人的 2.5%，俄罗斯人的 28.9%，未来拥有巨大提升空间。

表 1：各国卫生总费用及构成比较（2004 年）

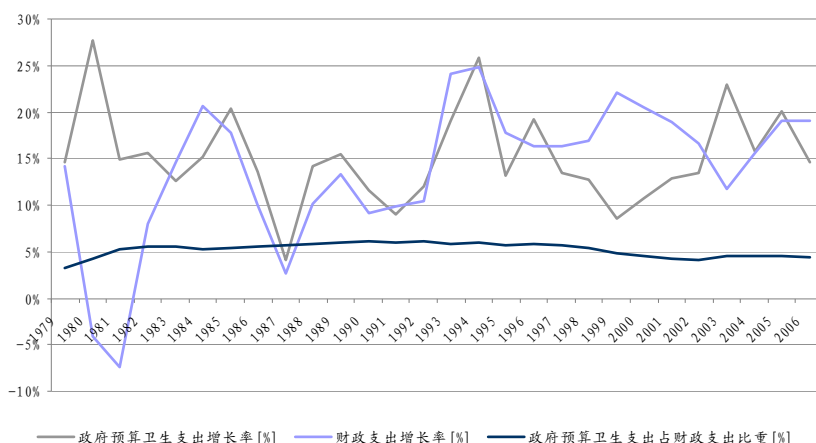
国家	卫生总费用 占 GDP 比重 (%)	卫生总费用构成(%)		政府卫生支 出占财政支 出(%)	人均卫生费 用(美元)
		政府卫生支 出比重(%)	个人卫生支 出比重(%)		
澳大利亚	9.6	67.5	32.5	18.5	3123
巴西	8.8	54.1	45.9	14.2	290
加拿大	9.8	69.8	30.2	17.1	3038
中国	4.7	38.0	62.0	4.5	71
埃及	6.1	38.2	61.8	7.9	66
法国	10.5	78.4	21.6	15.4	3464
德国	10.6	76.9	23.1	17.3	3521
印度	5.0	17.3	82.7	2.9	31
意大利	8.7	75.1	24.9	13.7	2580
日本	7.8	81.3	18.7	17.2	2823
墨西哥	6.5	46.4	53.6	12.9	424
尼日利亚	4.6	30.4	69.6	3.5	23
波兰	6.2	68.6	31.4	10.0	411
俄罗斯	6.0	61.3	38.7	9.8	245

南非	8.6	40.4	59.6	10.8	390
泰国	3.5	64.7	35.3	11.2	88
土耳其	7.7	72.3	27.7	14.3	325
英国	8.1	86.3	13.7	15.9	2900
美国	15.4	44.7	55.3	18.9	6096

数据来源：国信证券经济研究所

中国政府预算卫生支出占财政支出的比重在 1990 年达到 6.07%，之后处于下降态势，2006 年为 4.4%。1997-2002 年，政府预算卫生支出增长率一直低于财政支出增长率。根据新医改草案，未来政府预算卫生支出增长率应超过财政支出增长率。

图 5：政府预算卫生支出及财政支出增长情况



数据来源：国信证券经济研究所

2.投资策略：从防御到进攻，百花齐放

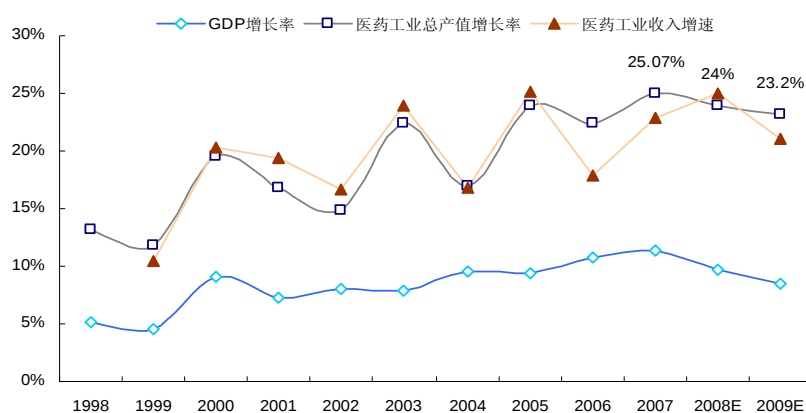
2.1.策略变化的基本因素

市场习惯于将医药股看作防御性配置。的确，过去 10 年，医药行业处于政策调控期，过去 2 年处于低谷后的复苏期。虽然医药行业产值和收入增速一直保持 GDP 的 2 倍增长，但过去 10 年由于密集出台的政策整治措施，行业效益处于下降趋势，近 2 年才有所恢复。而同期，中国经济及其它行业一派欣欣向荣。

综上所述，在新医改推动下，中国医疗卫生产业将迎来一轮黄金发展期，医药工商企业也将进入新一轮有序成长期。因此我们认为——医药行业景气刚刚开始。07、08 年，行业利润增速再次大于收入增速，意味着，未来 3-5 年，医药行业沐浴新医改春风，在明确的“需求扩大 vs 供给集中”趋势下，行业重回效益型增长轨道，并保持 GDP 的 2 倍增速。而同期，受金融海啸影响，中国经济及其它行业经历低迷期。

因此，我们认为对医药行业的短中期投资策略应从防御转向进攻，特别是在经历 08 年剧烈熊市之后的 09 年上半年。

图 6: 医药行业增长率是 GDP 增长率的 2 倍



数据来源: 国信证券经济研究所

2.2.期待出现医药大市值公司

从上述中国医疗卫生产业的历史发展轨迹可以发现, 中国从缺医少药到药品结构性供大于求的发展历程中, 虽然内生性的需求推动收入高速增长, 但由于行业监管动荡、竞争无序, 行业效益起起伏伏, 可以说, 缺乏大型制药企业健康长大所需要的行业土壤。2009 年, 行业进入新的有序发展阶段, 国家已从源头上开始科学治理, 将加速淘汰小企业, 有利于创新型企业 and 大型普药企业的成长。

与中国其它行业相比, 中国制药行业的市值普遍很小, 与国外同行相比更微不足道, 但中国制药行业的未来成长性是毋庸置疑的。“需求扩大 vs 供给集中”必将成就一批大市值公司。

表 2: 各行业主要公司市值对比

	银行业		保险业		汽车行业		医药行业	
公司	JP 摩根	工商银行	安盛(AXA)	中国人寿	福特	上海汽车	辉瑞	恒瑞医药
市值 (亿美元)	1048	1729	464	791	64	57	1200	28

数据来源: bloomberg、国信证券经济研究所

2.3.医药股的演绎线路假设

表 3: 医药股的演绎线路假设

相对的分类	市场表现	投资策略
一线股: 在各细分领域已确立领先地位的公司, 基本面要素良好, 未来可能引领并分享该领域及其产业链延伸领域的大发展。	市场给予这类高成长的“产业小龙头”估值溢价是合理的。这类公司的股票特征是“贵”, 长期表现路径为“螺旋式上升”, 不断以时间换空间, 演绎“贵”之“不贵”。	投资策略: 引用彼得·林奇的话“买进有高盈利能力企业的股票, 在没有极好的理由时不要抛掉”。
二线股: 具有一定行业地位, 但在治理结构或其它方面存在瑕疵, 使得业绩和成长性表现相对逊色。	市场给予这类股票的估值水平相对较低, 市场疲弱时对其负面因素的过度反应也往往导致这类股票超跌。这类公司的股票演绎方式为: 股价容易在过度反应积极因素和负面因素之间大起大落, 直到基本面各要素逐步完善, 向一线股进发。	投资策略: 合理预期, 在股价过度反应负面因素时参与。

三线股及其它： 超小市值公司，可能是“细分产品的突出亮点 vs 突出的基本面要素瑕疵”、可能是某类受益概念或重组预期。。。	股价容易被炒作，因预期而涨，因无疾而重回起点，事隔 1-2 年，再起再落。直至基本面利好因素终于发生，高成长显现，获跻身二线股。	投资策略：在足够安全边际下介入，大胆预期。
--	---	------------------------------

数据来源：国信证券经济研究所

基本逻辑：理论上条件和能力生存到 2020 年的公司，都可能分享到“需求扩大 vs 供给集中”所带来的高成长。以上 3 类公司均可能或早或晚受益医改，意味着在金融海啸、其它行业低迷和预期不明朗的情况下，绝大多数医药股具有相对良好的成长预期空间。

年初和年末成为医药股活跃表现的季节：上半年一线股的高估值为二三线股打开想象空间——相对低估值的二线股和股价又回到起点的三线股重新开始踊跃预期和表现；下半年一线股的估值开始以下一年度的成长预期为评价，又变得“不贵”，重续升势。

2.4.上期投资策略和投资组合回顾

在 12 月份发表的 09 年投资策略报告《产业链变革中的机遇》中，我们提出，09 年坚定持有一线股，适时介入二线股，关注医改受益三线股：

坚定持有高成长，估值合理的一线股。一线股（具中长期投资价值的细分龙头公司）：在此轮熊市中相对收益显著，防御性和抗跌性突出，过去 3 年正收益可观。一线股的 09 年估值水平已逐步降低至 PE 25 倍左右，与其成长性和盈利能力基本匹配。这类公司已被机构所重仓，未来走势存在 2 种情况：如果基本面持续良好，业绩达到或超过预期，则 09 年股价和估值水平均有进一步上升空间，未来 3 年正收益仍将可观；如果基本面变差或者业绩地域预期，则难以维持高估值状态，流动性风险将凸显。这类股票包括：恒瑞医药、国药股份、双鹭药业、科华生物、华兰生物、天坛生物、天士力、康缘药业、海正药业、云南白药、东阿阿胶。

适时介入拥有亮点、增长确定、估值偏低的二线股。一些基本面虽目前谈不上非常优秀或者成长性稍逊，存在瑕疵但不失亮点的公司，事实上 08 年的调整幅度也非常大，估值水平大幅降低，从 PE 和市值角度看均存在一定程度超跌。这类股票包括：一致药业、三精制药、达安基因、哈药股份、复星医药、华东医药。

关注医改可能受益的三线股：2009 年开始，万东医疗和新华医疗有望受益于 27 亿元的国家采购计划。海南海药可能受益于 09 年首仿药政策出台。我们对普药、医药商业的受益时间建立在医改政策推进时点和实施的基础上，关注政策变化对相关公司的影响。

上期投资组合建议回顾：

- ✓ **高成长生物制药：** 天坛生物、双鹭药业、科华生物
- ✓ **稳健中药：** 天士力、云南白药、东阿阿胶、康缘药业

- ✓ 优秀化学制药：恒瑞医药、三精制药、海正药业
- ✓ 医药商业龙头：一致药业、国药股份
- ✓ 开始快速成长的小公司组合：达安基因 + 中恒集团 + 长春高新

2.5. 09Q1：关注相对低估值和向好“蜕变”类公司

上述投资组合仍是立足于 09 年全年的核心股票组合。站在目前时点，多数一线、二线股票已取得一定涨幅。建议重点关注：

- 估值和业绩具提升空间的优质公司：天士力、天坛生物
- 寻找向好“蜕变”类公司：中恒集团、金陵药业、海南海药、ST 中新等。

向好“蜕变”之催化剂包括：体制变化，如从国企蜕变为民营企业（中恒集团、海南海药）、出台管理层激励措施（金陵药业）、管理团队变化（ST 中新）。细分子行业的发展分歧导致相关股票跌出机会，如中药注射剂行业（中恒集团、金陵药业、天士力），虽然目前市场对这个子行业分歧很大，一些新品种的销售也的确暂遇困难，但事实表明，一些在临床上已应用多年，安全性和疗效均突出的品种，其市场销售并未受到显著影响。特别是在心血管领域，这类品种仍具有化学药品不可替代的独特功效，因此市场空间仍然是巨大的。

天士力（600535）：估值具提升空间

天士力仍然是我们重点推荐的现代中药细分龙头品种——拥有核心竞争力、值得看长远的公司。

- 公司已经走出前几年的低谷：主导产品复方丹参滴丸提价效应良好（目前基本无库存），09 年仍有提价空间，增速提升至 2 位数；二线产品大幅增长，09 年整体仍有 50% 增长；中药粉针所面临的市场低迷只是暂时的，新产品消渴清、板蓝根泡腾片陆续上市，增添动力。
- 09 年：适值公司成立 15 周年之际，丹滴在美国 FDA 进行的 II 期临床将有结果、基因药物和其它粉针新品有望获批，公司的营销模式也与时俱进。我们预计 09 年公司将高调亮相，呈现给市场一个厚积薄发的新形象。
- 维持公司 08-10 年业绩预测，EPS 预计分别为 0.51、0.65、0.80 元，同比增长 41%、27%、23%。
- 估值有较大提升空间。当前股价 12.05 元，对应 08-10 年 PE 约 23、18、15 倍。由于前几年的低增速，市场给公司的估值定价偏低，随着增速提升，有望重回一线医药股估值水平。
- 投资建议：买入，一年目标价 16-20 元。

中恒集团（600252）：甩掉包袱，制药业务高成长有望显现

- 一家从国有企业蜕变而来的公司。08 年由于处理房地产历史包袱，制药业务虽然取得净利润约 5000 多万元，但业绩难以完全体现。
- 单看制药业务，公司拥有优秀中药注射剂产品血栓通粉针，08 年该品种销售额超过 2 亿元，09 年、10 年销售额分别预计 3.3 亿元、4.3 亿元，处于价涨量增的快速成长期。其它药品也较具市场潜力。09、10 年制药业总收入预计达 5.4、8.3 亿元。
- 09 年，公司新的制药基地建成投产，制药业产能瓶颈得到解决；其它房地产存量项目是盈利的，投资国海证券的股权也将获得回报。
- 我们最新的预测数据显示：08-10 年制药业务分别带来净利润 5600、8829、12600 万元，制药业务贡献每股收益 0.25、0.40、0.58 元。目前股价 6.54 元，对应 09-10 年 PE 约 16、11 倍，考虑其它业务的仍有盈利，当前价位具有安全边际，维持“谨慎推荐”评级。

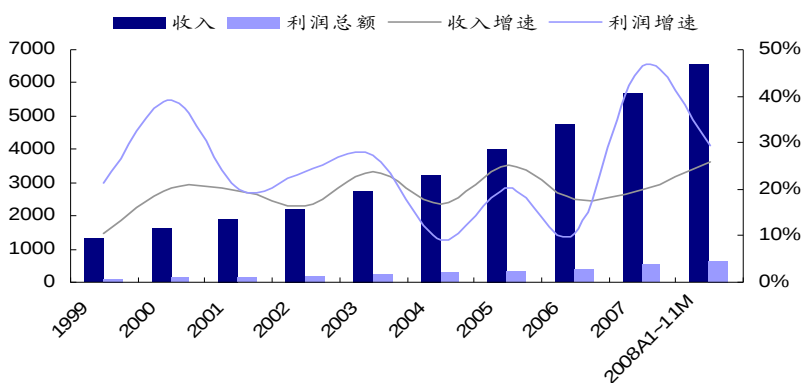
3. 医药工业运行数据跟踪分析

3.1. 预期中的回落态势，确定性的增长趋势

08 年 1~11 月行业收入、利润增长预期中回落：1~11 月医药工业实现产品销售收入 6561 亿元，利润总额 645 亿元。2 月、5 月、8 月、11 月累计的收入增速分别为 30%、27%、28%、26%，累计的利润增速分别为 51%、41%、39%、29%。收入增速略有下降，但相对较为稳定，利润的增速逐季回落态势明显。

我们在今年以来的多篇行业报告中已经预判行业整体利润增速可能会出现前高后低的态势，主要原因是 2007 年行业大幅回暖的首年形成较高基数、证券市场投资收益巨幅波动和多个原料药周期性波动。这种回落是“态势”而不是“趋势”，是预期之中的数字回归。

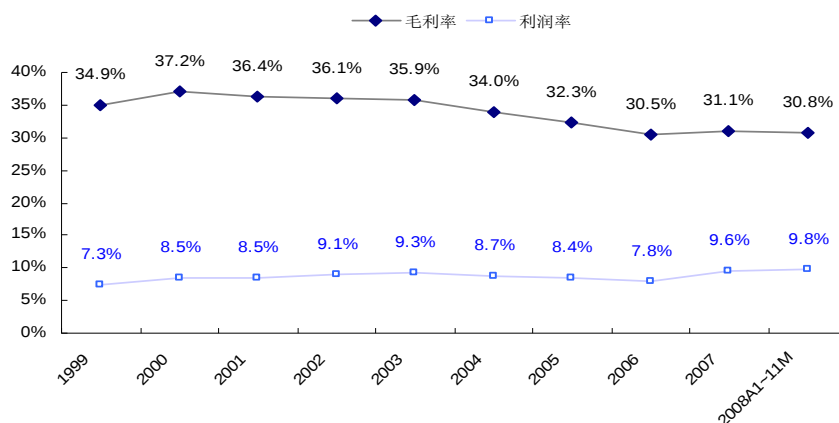
图 7：1999~2008 年 11 月医药行业收入和利润（亿元）



数据来源：wind 国信证券经济研究所

内生性增长因素较为稳定：内生性增长依然良好也证实行业的增速仅仅是“数字化回落”——今年以来化学原料药、中药材价格上涨、人工上涨、各地招投标继续压制药价……在毛利率稳中有降的情况下，利润率仍有提升，显示行业经营效率和质量明显提升。

图 8：1999-2008 年 11 月医药行业毛利率和利润率

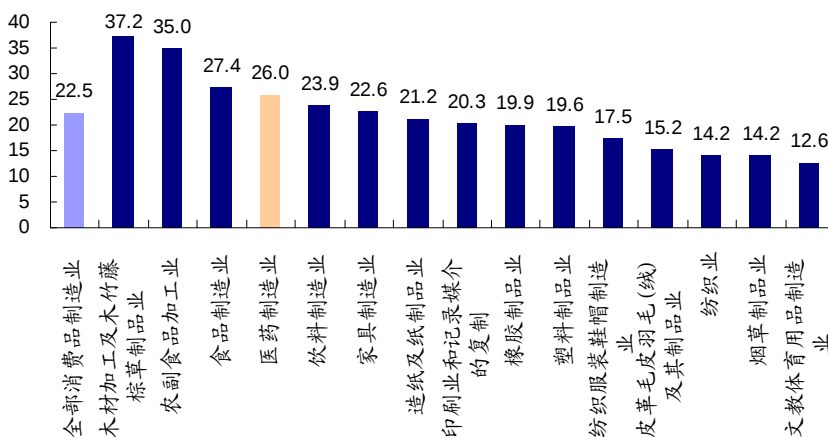


数据来源：wind 国信证券经济研究所

3.2. 高景气依旧

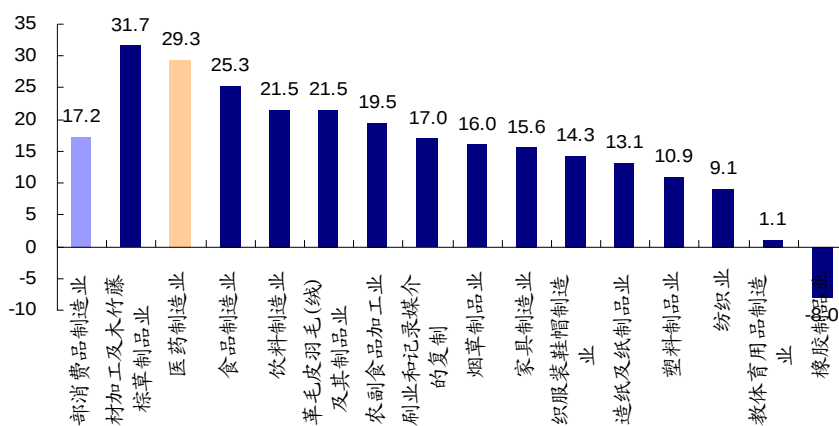
从和其他主要消费品制造业的横向比较来看，1~11 月医药行业累计的工业收入增速在消费类制造业中排名第四，高于全部消费品制造业 3.5 个百分点；1~11 月医药行业累计利润总额增速在消费类制造业中排名第二，远远高于全部消费品制造业 12.1 个百分点，也高于食品、饮料、农副加工等其他主要弱周期性消费品制造业，继续保持了相对较高的景气。

图 9：2008 年 1~11 月主要消费品制造业工业收入增速 (%)



数据来源：wind、国信证券经济研究所

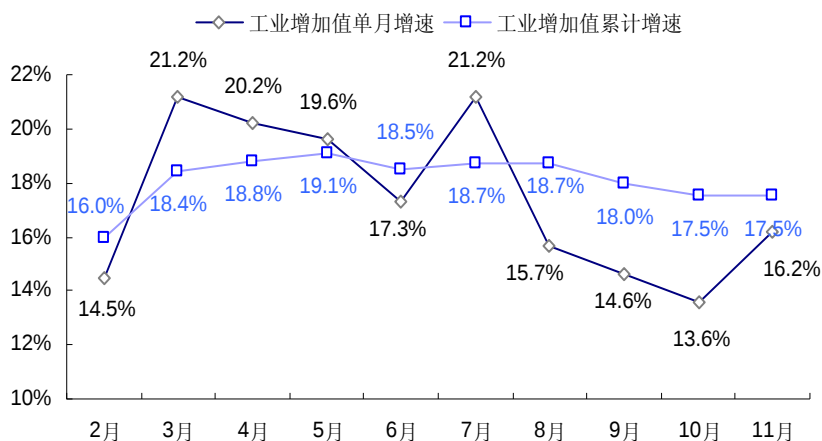
图 10: 2008 年 1~11 月消费品制造业利润总额增速 (%)



数据来源: 国家统计局、国信证券经济研究所

单月动态——工业增加值角度: 对 11 月单月行业运行的跟踪我们仅能从工业增加值增速数据加以考察 (这个数据比较接近“主营业务利润”指标)——虽然自今年初以来, 该指标总体呈现逐月下降的态势, 但 11 月单月行业增加值增速出现较大幅度反弹, 由上月的 13.6% 反弹至 16.2%。单月的数据波动值得注意, 但累计的增速还是比较可靠和平稳的: 1~11 月医药行业累计的工业增加值增速为 17.5%, 仅次于木材加工及木竹藤棕草制品业, 在消费类制造业中排名第二, 高于全部制造业 3.8 个百分点, 和行业利润总额增速比较一致。

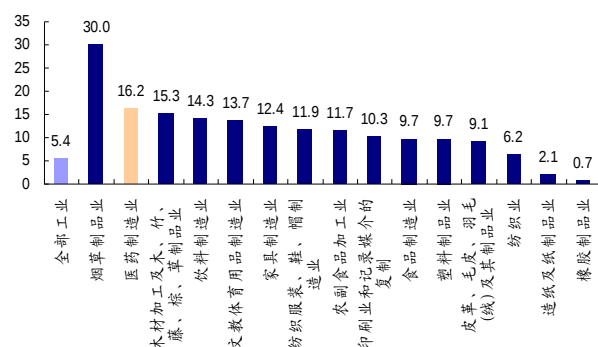
图 11: 2008 年 1~11 月医药制造业工业增加值增速



数据来源: 国家统计局、国信证券经济研究所

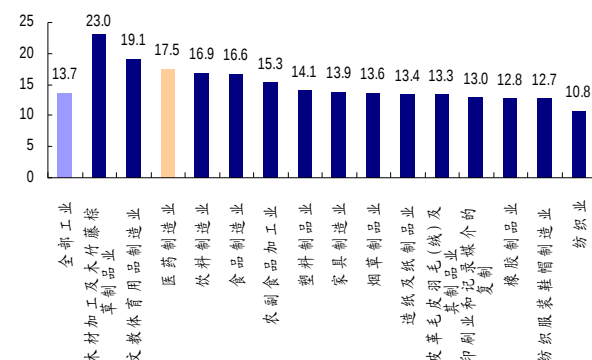
注: 工业增加值, 指工业企业在报告期内以货币表现的工业生产活动的最终成果。国家统计局采用了生产法计算: 工业增加值=工业总产出-工业中间投入+应交增值税

图 12: 2008 年 11 月主要消费品制造业工业增加值增速(%)



数据来源: 国家统计局、国信证券经济研究所

图 13: 2008 年 1~11 月主要消费品制造业工业增加值增速(%)



数据来源: 国家统计局、国信证券经济研究所

3.3. 各子行业情况: 化学、生物制剂快速增长, 中成药增长缓慢

2008 年 1~11 月, 各个子行业显示出较大的差异:

化学制剂和生物制品表现出较稳定的快速增长, 特别是化学制剂子行业毛利率和利润率都有提升, 显示行业内企业运营效率的进一步提高, 当然其中包括了合资药企的贡献。

而中成药行业由于部分品种并非疗效确切的“必需消费品”, 需求增长是三大制剂类行业增长最为缓慢的, 且基本全部为国内企业, 表现在收入和利润上的增长为 20%、7%, 远远低于行业平均。

化学原料药子行业虽然多个品种已经处于价格向下的周期性回落, 但就业绩而言还处于财务上的收获期, 因此收入和利润增长较快, 盈利水平也有明显提升。

表 4: 2008 年 1~11 月医药行业各主要子行业收入及利润(亿元)

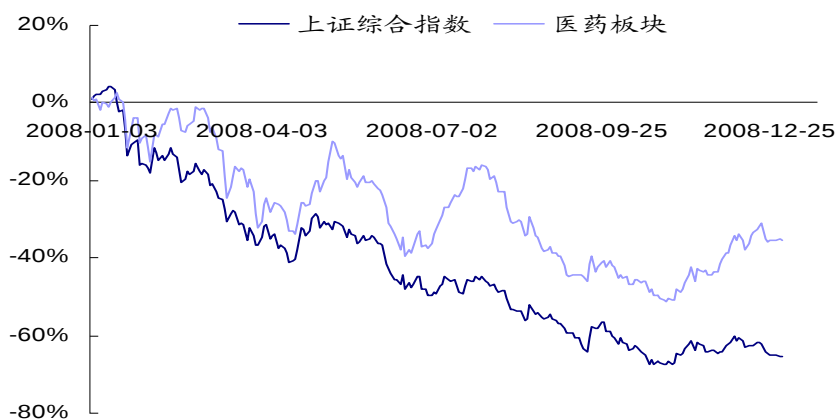
2008 年 1~11 月					
	化学药品制剂制造	中成药制造	生物、生化制品的制造	化学药品原药制造	医疗仪器设备及器械制造
收入	1947	1420	642	1605	636
增速	28.45%	20.05%	44.09%	19.36%	29.06%
利润	216	145	77	136	64
增速	38.04%	6.79%	37.82%	41.83%	20.76%
毛利率	39.55%	37.22%	28.17%	20.23%	23.91%
同期变动	0.45%	-1.33%	-2.50%	0.13%	-1.65%
利润率	11.10%	10.22%	11.97%	8.47%	9.99%
同期变动	0.77%	-1.27%	-0.54%	1.34%	-0.69%

数据来源: wind、国信证券经济研究所

4. 板块表现数据分析

医药板块表现：08 年医药板块收益率远超大盘。2008 年最后一个月（2008/12/01~2008/12/31）医药板块指数上涨 10.32%，而同期上证综指下跌 3.90%，医药板块跑赢大盘 14.2 个百分点。2008 年全年（2008/01/01~2008/12/31），医药板块指数下跌 35.33%，而同期上证指数下跌 65.47%，医药板块大幅跑赢指大盘高达 30.1%个百分点。

图 14：2008 年医药板块和大盘收益率比较



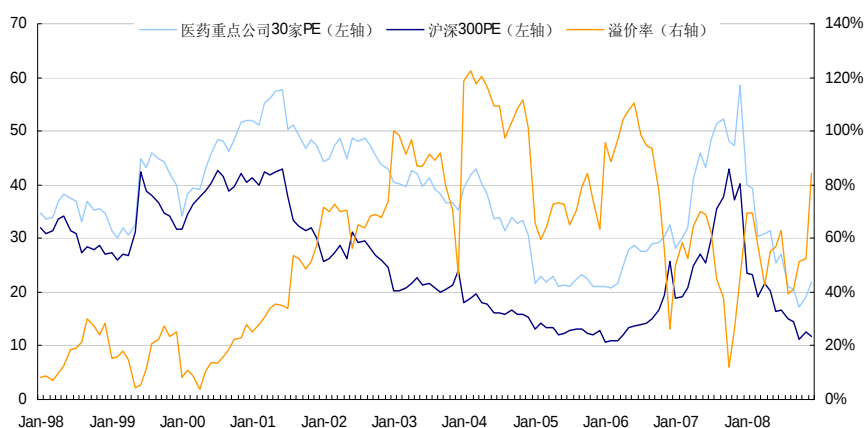
数据来源：wind、国信证券经济研究所

医药股 PE 相对溢价攀升。最新医药股和大盘估值见下表。以整体法计算下的医药股重点公司 30 家 08、09PE 分别为 21.9X、18.08X，相对沪深 300 分别溢价 84%、72%，溢价率不算低，但尚达不到最高峰的 04 年（溢价率达到 100~120%）。

表 5：最新医药股和大盘 PE

板块名称	2008 年 整体法	2008 年 算术平均	2009 年 整体法	2009 年 算术平均
预测 PE 值				
医药 30*	21.91	27.97	18.08	21.5
沪深 300	11.89	17.63	10.49	15.86
医药板块	21.93	28.68	15.85	19.81
全部 A 股	12.54	24.38	10.87	20.28
医药股相对溢价率				
医药 30/沪深 300	84.27%	58.65%	72.35%	35.56%
医药板块/全部 A 股	74.88%	17.64%	45.81%	-2.32%

数据来源：Wind 资讯，*医药 30：指医药板块 30 家重点公司

图 14: 1998~2008 年十年医药板块和大盘 PE 比较


数据来源: wind、国信证券经济研究所

说明: EPS 为当年年报值, 08 年采取 wind 一致预期, 整体法, 剔除负值。

个股表现: 和业绩增长高度相关。从 2008 年的个股表现来看, 双鹭药业以 21.45% 的正收益率排名医药板块第一位。其他收益率表现前五位的医药股大多数业绩增长也比较突出, 净利润增幅大都在 40% 以上, 且多为内生性的可持续增长, 如双鹭药业、云南白药、科华生物、康缘药业、国药股份、恒瑞医药、海正药业等优质白马股。此外包括依靠“甩包袱”实现恢复性增长的 ST 中新和处于产品景气周期的原料药企业新和成。

表 6: 2008 年收益率排名前五位医药股

	证券代码	证券简称	股价表现: 2008 年涨幅	业绩表现: 2008Q1~3 净利润增幅
1	002038.SZ	双鹭药业	21.45%	72.44%
2	002107.SZ	沃华医药	3.81%	52.53%
3	600867.SH	通化东宝	0.21%	0.95%
4	000538.SZ	云南白药	-0.46%	35.69%
5	002022.SZ	科华生物	-1.39%	50.96%
6	000566.SZ	海南海药	-5.45%	99.50%
7	600518.SH	康美药业	-7.43%	83.04%
8	600557.SH	康缘药业	-9.12%	45.13%
9	600511.SH	国药股份	-12.72%	42.22%
10	600267.SH	海正药业	-16.04%	41.99%
11	600276.SH	恒瑞医药	-18.79%	10.05%
12	600329.SH	*ST 中新	-20.60%	331.01%
13	000999.SZ	三九医药	-21.20%	132.14%
14	002001.SZ	新和成	-21.22%	4801.68%
15	000028.SZ	一致药业	-27.07%	17.19%

数据来源: wind 国信证券经济研究所

表 7：国信证券医药重点公司业绩预测和估值总览

		股价	EPS				PB	PE				总市值	投资评级
		08-12-31	2007	2008E	2009E	2010E		07PE	08PE	09PE	10PE		
	中药												
[600535]	天士力	13.21	0.36	0.51	0.66	0.80	3.55	36	26	20	17	64	推荐
[000423]	东阿阿胶	15.02	0.39	0.55	0.67	0.83	6.44	38	27	22	18	79	推荐
[600085]	同仁堂	13.47	0.45	0.40	0.50	0.55	2.64	30	34	27	24	70	谨慎推荐
[600252]	中恒集团	6.59	0.17	0.21	0.40	0.58	3.50	39	26	16	11	14	谨慎推荐
[000538]	云南白药	32.55	0.63	0.91	1.16	1.43	12.90	52	36	28	23	174	谨慎推荐
[600557]	康缘药业	16.35	0.36	0.51	0.63	0.78	7.97	45	32	26	21	44	谨慎推荐
[600332]	广州药业	6.7	0.41	0.15	0.17	0.19	1.78	16	45	39	35	54	中性
[600518]	康美药业	9.49	0.19	0.33	0.42	0.50	3.13	50	28	23	19	73	谨慎推荐
[000919]	金陵药业	6.68	0.61	0.17	0.39	0.46	1.91	11	39	17	15	34	谨慎推荐
[600436]	片仔癀	19.6	0.68	0.83	0.75	0.80	3.79	29	24	26	25	27	谨慎推荐
	生物制药												
[600161]	天坛生物	15.81	0.21	0.27	0.43	0.54	11.91	74	59	37	29	77	推荐
[002038]	双鹭药业	35.89	0.54	0.90	1.25	1.61	16.17	66	40	29	22	89	推荐
[002030]	达安基因	8	0.17	0.21	0.3	0.43	5.26	46	38	27	19	16	推荐
[002022]	科华生物	21.99	0.37	0.54	0.73	0.95	15.11	59	41	30	23	69	谨慎推荐
[002007]	华兰生物	39.98	0.54	0.80	1.49	1.23	14.06	75	50	40	33	90	中性
	化学制药												
[600276]	恒瑞医药	37.86	0.80	0.81	1.24	1.48	12.12	47	47	31	26	196	谨慎推荐
[600829]	三精制药	15.88	0.69	0.70	0.81	0.94	4.88	23	23	20	17	61	谨慎推荐
[600521]	华海药业	12.6	0.44	0.45	0.52	0.6	3.93	29	28	24	21	38	谨慎推荐
[600267]	海正药业	14.66	0.31	0.43	0.52	0.62	4.83	47	34	28	24	66	谨慎推荐
[000522]	白云山	5.88	0.27	0.20	0.23	0.26	3.77	21	29	26	23	28	中性
	医药商业												
[600511]	国药股份	28.65	0.55	0.78	1.02	1.31	9.92	52	37	28	22	69	推荐
[000028]	一致药业	16.70	0.43	0.53	0.75	0.88	9.94	39	32	22	19	48	谨慎推荐
[600849]	上海医药	7.72	0.12	0.20	0.24	0.28	2.68	66	39	32	28	44	中性
	药品包材												
[600529]	山东药玻	10.53	0.43	0.52	0.63	0.75	2.08	24	20	17	14	27	中性
	平均值						6.8	42.3	34.7	26.4	21.9	64.6	

数据来源：wind 国信证券经济研究所

免责声明：

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登

国信证券经济研究所

经济研究所所长 传播与文化、社会服务业首席分析师 廖绪发	副所长 姚鸿斌	副所长、石油化工行业首席分析师 李 晨
副所长、首席金融工程分析师 葛新元	首席策略分析师 汤小生	首席经济顾问 杨建龙
钢铁有色金属行业首席分析师 郑 东	IT 行业首席分析师 肖利娟	交通运输行业首席分析师 唐建华
造纸行业首席分析师 李世新	房地产行业首席分析师 方 焱	汽车与汽配行业首席分析师 赵雪桂
电力设备行业首席分析师 彭继忠	批发和零售贸易行业首席分析师 胡鸿轲	纺织品与服装行业首席分析师 高芳敏
化工行业首席分析师 邱 伟	医药行业首席分析师 贺平鸽	家电行业首席分析师 王念春
通信行业首席分析师 严 平	电力行业首席分析师 徐颖真	建筑与建材行业高级分析师 杨 昕
有色金属行业资深分析师 黄安乐	医药行业资深分析师 丁 丹	机械行业资深分析师 余爱斌
固定收益资深分析师 皮 敏	交通运输行业资深分析师 孙菲菲	社会服务行业资深分析师 李 君
宏观经济资深分析师 林松立	金融衍生品资深分析师 董艺婷	金融工程分析师 黄志文
银行业分析师 黄 飙	银行业分析师 谈 煊	保险行业分析师 武建刚
房地产行业分析师 陈 林	金融工程分析师 王军清	宏观经济分析师 任泽平
证券信托行业分析师 王一峰	IT 行业分析师 王俊峰	食品饮料行业分析师 黄 茂
策略分析师 崔 嵘	纺织品与服装行业分析师 方军平	有色金属行业分析师 李洪冀
批发和零售贸易行业分析师 吴美玉	房地产行业分析师 区瑞明	航空运输行业分析师 黄金香
农业行业分析师 张 如	基金分析师 杨 涛	传播与文化行业分析师 陈财茂

国信证券经济研究所机构销售部

机构销售部总经理 盛建平 shengjp@guosen.com.cn (021) 68864592	机构销售部副总经理 万成水 wancs@guosen.com.cn (0755) 82133147	机构销售部销售副总监 王晓健 wangxj@guosen.com.cn (010) 82252615
机构销售部销售副总监 刘宇华 liuyh@guosen.com.cn (0755) 82130818	机构销售部销售副总监 王立法 wanglf@guosen.com.cn (010) 82252236	机构销售部高级销售经理 黄胜蓝 huangsl@guosen.com.cn (021) 68866011
机构销售部高级销售经理 马小丹 maxd@guosen.com.cn (021) 68866025	机构销售部高级销售经理 谭春元 tancy@guosen.com.cn (010) 82259782	机构销售部销售经理 郑 毅 zhengyi@guosen.com.cn (021) 68866205
机构销售部销售经理 邵燕芳 shaoyf@guosen.com.cn (0755) 82133148	机构销售部销售经理 刘 塑 liusu@guosen.com.cn (021) 68866236	机构销售部销售经理 祝 彬 zhubin@guosen.com.cn (0755) 82133456