

医药

回归一线品种

——09 年 1 月医药行业月报

研究结论

- 行业政策：今后三年，公立医院改革将在各试点城市推进。当前医院销售药品 7%—15% 的加价已确定将取消。政府将通过增设药事服务费、调整部分技术服务收费标准以及增加政府投入来弥补医院减少的收入，药事服务费将纳入基本医疗保障报销范围。但我们判断此项改革将会有有一个漫长的过程。
- 行业政策：中央将加大对社区和农村医疗机构的投入，力争在三年内基本实现城市社区卫生服务全覆盖，三年内新建或改造 3700 所社区卫生服务中心和 1.1 万个社区卫生服务站，中央支持经济欠发达地区 2400 所社区卫生服务中心建设，并重点支持 2000 所左右县医院建设，全面完成中央规划支持的 2.9 万所乡镇卫生院建设任务，再支持改扩建 5000 所中心卫生院。相关上市公司可能收益。
- 行业政策：中国商务部、海关署公告：09 年 1 月起，青霉素工业盐、维生素 C、柠檬酸三大原料药出口实行出口许可证管理。我们认为维生素 C 的出口许可证是“预核签章”制度的缩水版，对企业约束力度较小，但在国外需求缩减 15% 的形势下，对维持出口价格不失为好事。
- 医药板块 08 年相对表现超越上证综指 18.24 个百分点。从 12 月初到 09 年 1 月 14 日，板块涨幅 15.87%，与上证综指表现差异继续扩大。医药的非周期性行业特征明显，是少数受宏观经济影响较小的行业，因此受到投资者的追捧。
- 从 08 年 12 月以来涨幅居前的医药股中，中药公司表现突出。近期中小市值股票较好，二线品种的估值水平提升较快，次新股明显获得更多关注。
- 08 年前 11 个月，行业收入同比增长 26.00%，而利润增速为 29.26%，与前 8 个月累计的收入、利润增速相比，都有所下降。环比数据显示，9—11 月，行业数据环比开始出现下降，收入和利润总额分别减少 0.57%，7.24%。
- 2009 年医药行业将是少数增长比较确定的行业。我们预计整体行业销售收入增长达到 20%，净利润增速达到 25%。但是在普遍增长中，各子行业、各领域和各公司将出现分化。通过对医改政策的解读、上市公司的拜访和行业数据分析，我们预计立足于国内市场，以治疗性药物为主导业务的公司，由于其需求刚性，支付能力稳定（国家财政支持加大），因此增长将最为稳定。考虑到前期二线品种的估值已经有较大提升，可以考虑回归一线品种。
- 投资建议：买入恒瑞医药（600276）、云南白药（000538）、双鹭药业（002038），一致药业（000028），增持亚宝药业（600351）、华东医药（000963）、上实医药（600607）、天坛生物（600161）

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

李淑花

医药行业首席分析师
8621-50366888 × 6088
lishuhua@orientsec.com.cn

徐军

医药行业资深分析师
8621-63325888 × 6087
xjun@orientsec.com.cn

季序我

医药行业分析师
8621-63325888 × 6086
jixuwo@orientsec.com.cn

行业评级

看好 中性 看淡(维持)

国家/地区

中国/A 股

行业

医药

报告日期

2009 年 1 月 16 日

行业表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	11.03	26.64	41.52
相对表现 (%)	12.33	31.02	23.40

重点公司盈利预测及投资评级

	07EPS	08EPS(E)	09EPS(E)	股价	评级
恒瑞药业	0.80	0.93	1.25	37.35	买入
双鹭药业	0.54	1.00	1.80	34.68	买入
云南白药	0.70	0.93	1.20	34.30	买入
一致药业	0.43	0.56	0.80	16.65	买入
上实医药	0.38	0.45	0.54	12.15	增持
华东医药	0.40	0.40	0.50	11.24	增持
亚宝药业	0.34	0.61	0.82	14.03	增持
天坛生物	0.32	0.27	0.35	16.00	增持

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

相关研究报告

目 录

一、政策	4
医改政策渐清晰	4
维生素 C、青霉素工业盐和柠檬酸实行“出口许可证”制度	4
部分医药商品关税继续调整	5
中药出口增长放缓	6
欧盟对华柠檬酸反倾销案终裁	6
卫生部已完成机关各司局的职责调整	6
2010 版中国药典编撰工作积极推进	7
SFDA 严管含可待因复方口服溶液	8
GSP 证书面临换证	8
板块表现回顾	10
行业数据	12
投资建议	16

图表目录

图 1: 2008 年医药板块表现远超大盘	10
图 2: 行业收入增长情况	12
图 3: 行业利润总额增长情况	12
图 4: 各子行业收入环比增长情况 (万元)	15
图 5: 各子行业利润环比增长情况	15
图 6: 行业毛利率水平	16
表 1: 08 年 12 月以来涨幅居前的医药股	11
表 2: 行业 1-11 月销售收入情况 (单位: 万元)	13
表 3: 行业 1-11 月利润总额情况 (单位: 万元)	13
表 4: 下半年单季度收入同比增长情况 (万元)	14
表 5: 下半年单季度利润同比增长情况 (万元)	14
表 6: 重点公司估值水平	17

一、政策

医改政策渐清晰

在 09 年 1 月 8 日的全国卫生工作会议上，卫生部长陈竺表示，今后三年，公立医院改革将在各试点城市推进。

当前医院对所售药品 7%-15% 的加价已确定将取消。医院由此减少的收入，政府将通过增设药事服务费、调整部分技术服务收费标准以及增加政府投入三条路径来弥补。其中药事服务费将纳入基本医疗保障报销范围。

陈竺还指明，政府对公立医院增加投入的具体方向，包括住院医师培训、离退休人员费用和政策性补贴等。

卫生部还表示，今年我国将制订并颁布国家基本药物目录。有关部门将完善基本药物价格形成机制、使用报销政策和国家储备制度。国家还将确定国家基本公共卫生服务项目。

我们认为，由于目前主管部门对每家公立医院的医疗服务支出与收入尚未有清楚的核算，因此科学定价药事服务费或其他技术性的医疗服务收费将比较困难，因此无法明确政府的增加投入。基于这些理由，我们判断此项改革将会有有一个漫长的过程。

政府还表示将力争在三年内基本实现城市社区卫生服务全覆盖。三年内要新建或改造 3700 所社区卫生服务中心和 1.1 万个社区卫生服务站，中央支持经济欠发达地区 2400 所社区卫生服务中心建设。

此外，自今年开始，三年内中央重点支持 2000 所左右县医院建设，使每个县至少有一所县级医院基本达到标准化水平。今年还要全面完成中央规划支持的 2.9 万所乡镇卫生院建设任务，再支持改扩建 5000 所中心卫生院，平均每个县 2-3 所。

在这个投入和建设大潮中，相关上市公司有望获得较大的发展机会。

维生素 C、青霉素工业盐和柠檬酸实行“出口许可证”制度

中国商务部、海关署公告：2009 年 1 月起，青霉素工业盐、维生素 C、柠檬酸三大原料药出口实行出口许可证管理。出口许可证对出口商颁发，青霉素工业盐、维生素 C、柠檬酸的发证权在各地商务厅。一批一证，有效期 6 个月，不可跨年使用。

07 年以前，维生素 C 出口曾实行“预核签章”，从而使医保商会能够决定各企业出口配额，有效降低了价格竞争。但其后因担心贸易纠纷而取消。我们认为维生素 C 的出口许可证是“预核签章”制度的缩水版，对企业约束力度较前者为小，表现在发证权下放到各地商业厅，而非医保商会统一决定。而各地商业厅有可能对当地企业有一定照顾。但出口许可证对价格不失为一件好事。商务部在出口许可证实际执行的过程中，还是保留了较大的调控空间。虽然目前此制度没有明确地与配额挂钩，但如果商务部有意愿，仍能够通过此制度调控各企业出口。

此次事件不会对企业报价产生太实质的影响，因为据了解，早在 11 月中上旬医保商会即与企业小范围沟通，“吹风”。前期企业维持高报价，其实就包含着对此政策的预期。

目前 VC 出口报价 14-14.5 美元/kg，国内报价 100-105 元/kg。江山、东北制药和石药差不多。华药价格略低于此，华龙价格更低一些。价格最低的是华星、拓洋（即原中原制药厂），约 90 元/kg。

我们维持两个月以来的观点，09 年 VC 的均价仍将维持高位，总产量和各企业产量有所缩减。看好均价的主要理由是，二线企业出口维生素 C，会遭遇各种困难，需要相当长时间的努力。行业还是由领头的四家企业掌控，即使是目前排第五的华龙也与第一集团有较大差距，只能跟随第一集团，分享一定利润。而其它二线企业，至少在 09 年上半年，完全无法对出口市场形成像样的影响。第一集团的四家企业有能力通过限产保价等手段，在出口市场维持高价。国内企业 70%以上产量出口，只要出口市场稳定，整个市场的价格体系就稳定。

我们认为，通过维持价格，09 年各大企业在维生素 C 业务保持 60%以上毛利率不存在问题。出口数量则可能受国外经济环境影响，初步估计缩减 15%左右。

部分医药商品关税继续调整

国务院关税税则委员会税委会[2008]40 号文件下发，依照 2009 年关税实施方案，四类医药商品将继续实施零关税。另外，胞嘧啶等抗艾滋病病毒药品的关税亦有下调。

依照海关编码，2009 年 1 月 1 日起，抗血清、人用疫苗、培养微生物（不包括酵母）及类似产品等 4 种血液白蛋白和人用疫苗的进口关税在“零关税”到期后，继续由 3%调整为零。国家此举是基于“国内有需求，解决老百姓看病难、看病贵问题”而做出的举措。血液制品及基因重组制品方面具体主要涉及人血白蛋白、重组 VII 因子、重组 VIII 因子、干扰素四种产品。

由于血液白蛋白类产品在国外亦存在供应紧张的情况，此举对上述四种产品 2009 年进口订单落单有一定帮助。不过，由于跨国企业通常是与中国总代理签订协议，进口关税由总代理缴纳，关税的下调首先受益的是总代理。

目前国内的人血白蛋白慢慢在与国际平均价格靠拢，相信此举将促使跨国企业将富余的白蛋白调配到亚太地区，以增加对中国的市场投放。从市场占有率的角度看，巴斯德、贝林、拜耳、百特等企业也将因此受益。

由于中国血液制品市场尚未完全对外开放，跨国公司的产品定价超出国内民众购买能力，其重组 VIII 因子等基因产品一直没有做大市场份额，加之没有相应进口产品的最高零售价，国内企业均对此次关税下调不甚重视。

疫苗方面，国内企业的产品主要集中在中低端，人用疫苗进口关税降为零，国内企业也不担心市场份额会因此受到影响，因为跨国公司做的基本上是高端产品，与国内企业的产品直接竞争不多。

最惠国关税方面，胞嘧啶首次增列，原本普通税率高达 20%，享受最惠国税率后调低至 6.5%。进入此类税目的均为有利于发展公共卫生事业、保护人类健康的抗艾滋病病毒药品。

中药出口增长放缓

根据中国医保商会数据，2008年1~10月中药出口总额为106,616万美元，同比增长24.1%。其中，中药饮片和中药提取物各占40%。

全球性金融危机下，中药出口也受到了一定影响。今年8月，当月中药出口同比增长10.18%；9月，当月中药出口同比增长12.94%，扣除通胀、人民币汇率上升等因素影响，实际中药出口处于下降态势。

以占中药出口量最大的中药饮片为例，2008年8月同比下降7.1%，9月同比增长5.3%，10月又出现回落，当月同比下降2.8%。

2009年中药出口将继续面临金融危机等严峻考验，这些影响因素包括：金融危机导致的市场需求萎缩及经营渠道中断，人民币汇率与主要货币的可能大幅升值，标准提高导致的国内外经营风险加大，国内经营成本全面上升，新的贸易保护主义抬头等等。

欧盟对华柠檬酸反倾销案终裁

欧盟委员会于12月3日对原产于中国的柠檬酸做出反倾销终裁。此次涉案企业共20余家，应诉企业8家。其中，山东莱芜泰禾生化有限公司、帝斯曼柠檬酸（无锡）有限公司两家企业获得市场经济待遇，所征收的反倾销税率分别为6.6%和8.3%，其余6家获分别裁决：安徽丰原生物化学股份有限公司税率为35.7%；山东日照鲁信金禾生化股份有限公司为36.8%；山东柠檬生化有限公司为42.7%；江苏宜兴协联生物化学股份有限公司为32.6%；日照金禾博源(莒县)生化有限公司为36.8%；潍坊英轩实业有限公司 33.8%，其他企业为42.7%。

同时，欧委会还宣布接受我国6家应诉企业的价格承诺，前提是这些企业符合价格承诺中的条件。选择价格承诺，其实就是主动提价。只要企业以高于承诺价出口，则可免征收反倾销税。如违反价格承诺，就要以征收反倾销税的方式对欧盟出口，而且承诺的价格每季度可依照规定的计算方式进行一次调整。选择价格承诺，明显要比选择征收反倾销税率更利于我国企业。

2007年9月，欧盟委员会对我国柠檬酸进行反倾销立案调查，并于今年6月对此案做出初裁。从终裁结果来看，此次所要征收的反倾销税率与初裁时相比明显要低。这主要是我国企业积极应诉的结果。由于我企业积极应诉抗辩，欧委会根据对我国企业的调查估算，对初裁结果重新做出了调整。

卫生部已完成机关各司局的职责调整

按照《国务院机构改革方案》和国务院统一部署，卫生部已完成机关各司局的职责调整，三个新组建、改建司局的主要领导和部分处室人员已到岗。

根据“三定”规定，卫生部承担管理国家食品药品监督管理局（SFDA）的职责。卫生部和SFDA的具体职能进行了调整和交接。食品安全综合协调、组织查处食品安全重大事故的职责由卫生部承担；食品餐饮消费环节的安全监管和保健品、化妆品质量监管，由SFDA负责。

根据“三定”规定的主要职责，卫生部现设15个内设机构，分别是：办公厅、人事司、规划财务司、政策法规司、卫生应急办公室（突发公共卫生事件应急指挥中心）、疾病预防控制局（全国爱国卫生运动委员会办公室）、农村卫生管理司、妇幼保健与社区卫生司、医政司、医疗服务监管司、食品安全综合协调与卫生监督局、药物政策与基本药物制度司、科技教育司、国际合作司（港澳台

办公室)和保健局。其中,医疗服务监管司、食品安全综合协调与卫生监督局、药物政策与基本药物制度司是3个新设立或改建的司局,其职能调整工作也初步完成。

新设立或改建的司局中:医疗服务监管司主要承担医疗机构医疗服务的监管工作,建立医疗机构医疗质量评价和监督体系,组织开展医疗质量、安全、服务、财务监督和评价等工作;建立健全以公益性为核心的公立医院监督制度,承担推进公立医院管理体制改革的改革工作。食品安全综合协调与卫生监督局负责组织拟订食品安全标准;承担组织查处食品安全重大事故的工作;组织开展食品安全监测、风险评估和预警工作;拟订食品安全检验机构资质认定的条件和检验规范;承担重大食品安全信息发布工作;指导规范卫生行政执法工作;按照职责分工,负责职业卫生、放射卫生、环境卫生和学校卫生的监督管理;负责公共场所、饮用水等的卫生监督管理;负责传染病防治监督;整顿和规范医疗服务市场,组织查处违法行为;督办重大医疗卫生违法案件。药物政策与基本药物制度司主要负责承担建立国家基本药物制度并组织实施的工作,组织拟订药品法典和国家基本药物目录;组织拟订国家药物政策;拟订国家基本药物的采购、配送、使用的政策措施,会同有关方面提出国家基本药物目录内药品生产的鼓励扶持政策,提出国家基本药物价格政策的建议。

目前,三个新组建或改建司局的主要领导和部分处室人员已到岗,并开始按照“三定”规定赋予的职责开展工作。

2010 版中国药典编撰工作积极推进

2010版中国药典编撰各项工作均在积极稳妥地推进,中药、生化药、注射液等成为本次药典标准提高的重点。

根据新版药典编制大纲的要求和各品种的研究基础,新版药典中药材和中药饮片部分的增、修计划新增150个药材,修订318个药材。鉴于中药质量标准复杂、研究基础薄弱、修订难度大等特点,药典委员会提出以药材为基础,饮片与药材相结合的中药质量标准研究与增修订的思路。重点对药材的新增品种、老品种的修订内容、多基原药材的单列、原植物拉丁学名的修订、新技术与新方法的应用等展开讨论。

“倒挂”品种(即中国药典收载中成药处方中组方药味而目前尚未收入药典的中药材品种),曾收入1977年版药典或地方中药材标准中常用的中药材品种,以及居于较好研究基础的品种等,都将作为新增品种中重点遴选的对象。

此次编撰新成立了一个注射剂专业委员会。注射液专业委员会的工作属于软性的而非具体品种或项目的工作,各委员根据所从事的具体专业如中药、抗生素、生物制品等,负责相应专业注射剂品种的统计和存在问题的了解,并提出相关建议,希望注射液能从分散开始建立基础平台。实际上,针对法定标准进行的基础研究和科研工作在本次药典编撰期间同步推进。

对于标准历史欠账多的品种,以及高风险品种标准的提高,是本次修订的要点。一些由于历史原因标准薄弱或原标准方法的标准重现性比较差的品种,都将进行相应修订。同时,在确保控制质量的前提下,提倡简单、实用、不盲目追求高消耗和高成本的技术。如2010版药典中将以往一些化学药进行含量测试的非水滴定法所用的醋酸汞试液一律改用新法替代,并且残留溶剂检查也将统一收入新版药典附录,对细菌、热原等的控制也在新版药典中得到加强。

一批临床不用、或应新淘汰、或质量不可控、存在安全隐患的品种将从本次药典编制中撤出,并采取相应措施,保障公众用药安全。如阿奇霉素的枸橼酸盐稳定,而乳糖酸盐不稳定则加以淘汰。另

外，生化制品中如乙型脑炎灭活疫苗、ⅢⅣ双价肾综合征出血热灭活疫苗等原为非纯化工艺，现均有纯化疫苗替代。

SFDA 严管含可待因复方口服溶液

SFDA近日下发了《关于加强含可待因复方口服溶液管理的通知》，对生产、批发、零售含可待因口服溶液提出了更为严格的管理措施。

含可待因复方口服溶液临床主要用于镇咳，疗效较好，使用面广，是常用的镇咳药品。正常使用是安全有效的，但如果大剂量使用，其中所含的磷酸可待因和麻黄碱两种成分作用叠加，会产生致幻作用，极易造成滥用，对人体造成损害，甚至危及生命。上世纪90年代末，我国部分地区开始出现含可待因复方口服溶液滥用问题，滥用人群以青少年为主。自发现这一问题后，我国一直密切监测该类药品的滥用情况，2000年以来多次采取措施加强对该类药品的管理，2005年更明确规定药品零售企业必须严格凭处方销售含可待因复方口服溶液。

目前该类药品在我国共有13个品种获准上市，包括9个国产品种和4个进口品种。在国际上，也未对该类药品实行特殊管理。

此次SFDA再次加强含可待因复方口服溶液管理，包括以下措施：

首先，要开展含可待因复方口服溶液专项检查。各地食品药品监管部门要在各自辖区内组织开展一次针对含可待因复方口服溶液的专项检查，对辖区内含可待因复方口服溶液的经营情况进行一次全面检查，重点检查药品的生产、批发企业含可待因复方口服溶液的销售流向，以及药品零售企业是否严格凭处方销售含可待因口服溶液的情况。

其次，进一步规范含可待因复方口服溶液的经营行为。要求药品生产企业对销售客户进行全面清理，适度集中销售渠道，选择信誉和管理比较好的药品经营企业经营该品种，不得向无资质的单位或个人销售含可待因复方口服溶液；药品生产、批发企业销售时，必须严格执行《药品管理法》、《药品流通监督管理办法》等相关规定，核实购买方资质证明材料、采购人员的身份证明等情况，无误后方可销售，并跟踪核实药品到货情况；药品零售企业应当严格凭处方销售含可待因复方口服溶液。

再次，进一步加大对含可待因复方口服溶液生产经营违法违规行为的打击力度，对药品生产、经营企业未按规定销售的，要严格依照《药品管理法》、《药品流通监督管理办法》等规定处理；对药品批发企业将含可待因复方口服溶液销售给无资质的单位或个人以及药品零售企业未严格凭处方销售，造成滥用并导致严重后果的，一律吊销其《药品经营许可证》。

GSP 证书面临换证

国家发展与改革委员会官方网站首次发布 2008 年 1~10 月份我国药品价格指数变化情况。

相关指数显示，整体药价指数走势平稳，没有出现大的波动，这意味着自 2006 年上半年国家发改委完成对药品价格的最后一次大范围调整后，2007 年开始，我国药品价格整体运行平稳，对于保持药品市场稳定增长具有重要意义。

发改委药品价格监测中心从 2003 年开始建立药品价格指数（报告期实际销售价格与销售量加权综合价格指数，即帕氏指数形式）。目前，价格监测中心在全国 31 个省（区、市）共确定了 380 余家药品批发企业、批零企业、药店和医院作为药品价格定点监测单位。指数每两个月计算一次。

其中，药品价格指数重点选择监测使用广泛、销售量较大的品种，目前包括西药类的抗生素类抗感染药、非抗生素类抗感染药、抗寄生虫病药、解热镇痛药、酶类及其他生化药、调节免疫功能药、抗肿瘤药、神经系统用药、消化系统用药、循环系统用药、泌尿系统用药、调节水电解质及酸碱平衡药物、特殊管理药等 13 大类中的 116 种药品，共 1057 个剂型规格，以及中药类的解表剂、清热剂、祛暑剂、温里剂、化痰止咳平喘剂、开窍剂、扶正补益剂、安神剂、止血剂、理血剂、理气剂、消导剂、治风剂、祛湿剂、肿瘤用药等 15 大类中的 72 种药品，共 370 个剂型规格。

此次发改委公布的价格指数包括药品批发价格指数和零售价格指数，分为西药和中成药两大类价格。

数据显示，西药批发价格指数先抑后稳。今年 1~4 月份持续下跌，低于去年同期，4 月最低至 98.79%。6 月后价格回升至去年同期水平，并一直维持稳定。而中成药批发价格指数今年一直在略高于去年同期的水平上波动。

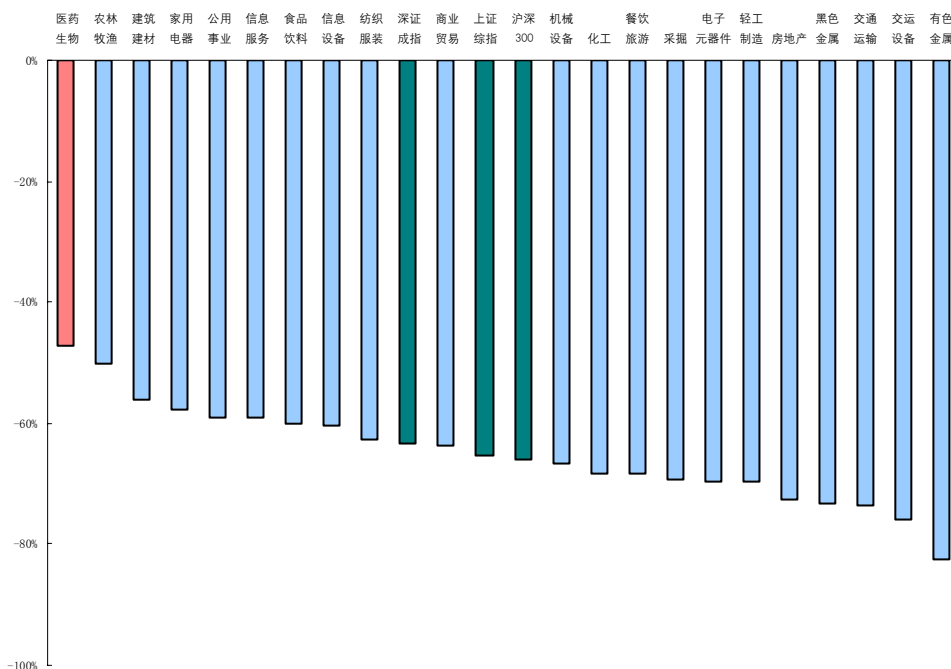
西药零售价格指数则呈现先稳后抑的态势。1~9 月份，西药零售价格指数长时间处在略低于去年同期的水平上运行，10 月出现较大幅度下降，同比为 98.46%。而中成药零售价格指数与中成药批发价格指数变化一样，一直在高于去年同期的水平上运行，并于 8 月达到高峰 102.09%，10 月回落至 100.99%。

总体上看，今年 1~10 月西药价格与中成药价格变动存在一定的差异性，西药价格呈稳中略降趋势，中成药价格则呈稳中略升趋势。

板块表现回顾

医药板块在 08 年表现远远跑赢大市，全年相对表现超越上证综指 18.24 个百分点。进入 12 月份之后，表现依旧抢眼，从 12 月中旬开始指数的差距再次拉大，从 12 月初到 09 年 1 月 14 日，板块涨幅 15.87%，相对上证综指表现超出 14.06 个百分点。到 1 月 12 日，相对表现的差距最大达到 15.74 个百分点。

图 1：2008 年医药板块表现远超大盘



资料来源：wind 东方证券研究所

从四季度板块来看，无论是 10 月份指数下跌，还是 11 月份指数上涨，唯一不变的就是医药行业的表现持续超越大盘。12 月之后的表现是 11 月的延续。其中原因：医药的非周期性行业特征明显，是少数受宏观经济影响较小的行业，因此受到投资者的追捧。三季度板块净利润单季度同比增长 36.42%，坚定了投资者的信心。

从 08 年 12 月以来涨幅居前的医药股中，如果按照子行业分类，中药公司表现突出，在涨幅前二十名中占据 8 席，江中药业、独一味、紫鑫药业更是涨幅前三名。各子行业公司如下：

中药公司（8 家）：江中药业、独一味、紫鑫药业、金陵药业、中恒集团、亿利能源、沃华医药、康美药业

化学原料药（2 家）：鑫富药业、东北制药

化学制剂（7 家）：健康元、华东医药、人福科技、中西药业、华邦制药、恩华药业、上实医药

医疗器械（1 家）：鱼跃医疗

兽药（2家）：天康生物、金宇集团

从市值来看,这段时间表现较好的以中小市值股票居多,提示我们资金推动至少是上涨的原因之一。二线品种的估值水平提升较快,拉近了与一线品种的差距。次新股明显获得更多关注,今年上市的公司中有三家在列(独一味、鱼跃医疗、恩华药业)。

表 1：08 年 12 月以来涨幅居前的医药股

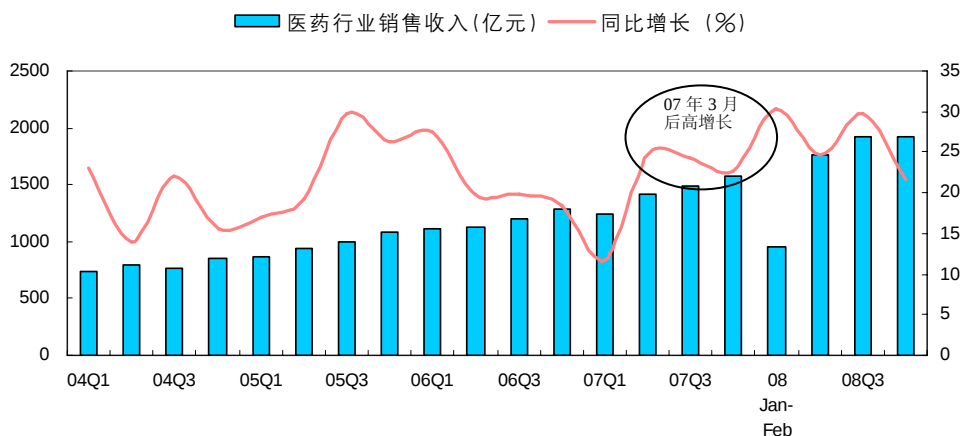
公司	股价（元） (09 年 1 月 14 日收盘)	08 年 12 月以来涨幅
江中药业	13.13	57.06%
独一味	18.29	57.00%
紫鑫药业	15.51	56.67%
鑫富药业	10.06	55.73%
健康元	5.16	54.03%
金陵药业	6.78	50.67%
华东医药	11.24	49.87%
天康生物	12.38	48.26%
人福科技	5.28	47.49%
中西药业	8.74	45.91%
华邦制药	13.16	43.98%
恩华药业	17.91	41.02%
鱼跃医疗	24.39	40.98%
金宇集团	6.69	39.67%
中恒集团	7.2	39.53%
亿利能源	8.38	38.51%
东北制药	13.88	38.11%
沃华医药	27.88	37.34%
康美药业	9.9	34.88%
上实医药	12.15	33.22%

数据来源：CEIC 东方证券研究所

行业数据

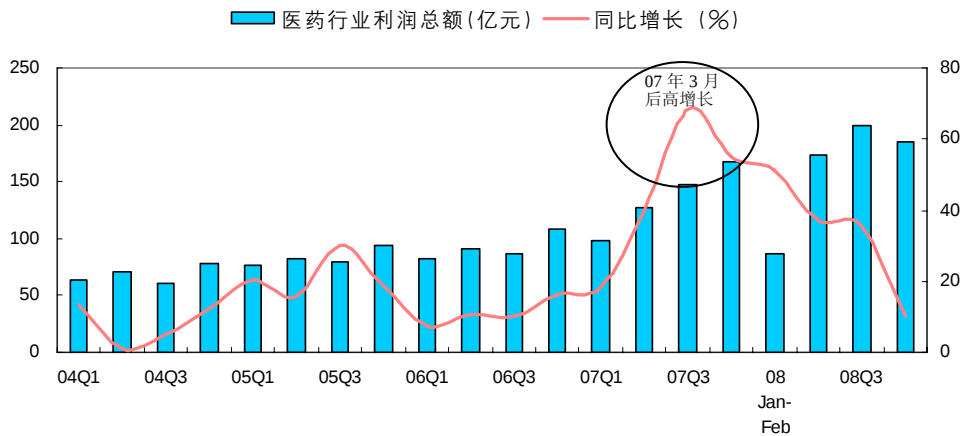
08 年前 11 个月，行业收入同比增长 26.00%，而利润增速有所下降，为 29.26%，都较前 8 个月累计的增速有所下降。大体上说，这种逐季度的增速下降有 07 年前低后高的因素。

图 2：行业收入增长情况



数据来源：CEIC 东方证券研究所

图 3：行业利润总额增长情况



数据来源：CEIC 东方证券研究所

从前 11 个月的累计数据来看，各子行业中，收入同比增长最快的是生物、生化制品，同比增长达到 40.40%，中药饮片也明显高于行业总体增速。化学制剂略高于行业增速，其余领域则低于行业总体增长。

表 2：行业 1-11 月销售收入情况（单位：万元）

收入（万元）	医药制造	化学制剂	中药饮片	中成药	生物生化制品	化学原料药
07 年 1-8 月	36314314	10706154	1624428	8055960.9	3178152.1	9547001.9
08 年 1-8 月	46450771	13866082	2232841.9	9893757.3	4462073	11759828
同比增长	27.91%	29.52%	37.45%	22.81%	40.40%	23.18%
07 年 1-11 月	52072308.6	15158554.3	2416903.7	11827922.5	4458831	13448898
08 年 1-11 月	65613021.9	19471722.4	3291653.5	14199196.5	6424814.3	16052706
同比增长	26.00%	28.45%	36.19%	20.05%	44.09%	19.36%

资料来源：CEIC 东方证券研究所

生物、生化制品在利润增长方面也表现突出，前 11 个月利润同比增长 37.29%，但较今年前 8 个月的增速有所下滑；原料药子行业利润同比增长则高达 41.83%，显示化学原料药企业明显受益于去年以来产品价格的提升。但比较前 8 个月的数据就可以发现，由于 9 月-11 月数据的影响，同比增速已经显著下滑。同时数据显示，中成药增长动力明显不足，前 11 个月收入和利润总额增长仅有 20.05%和 6.79%，都是各子行业中最底的。

表 3：行业 1-11 月利润总额情况（单位：万元）

利润总额(万元)	医药制造	化学制剂	中药饮片	中成药	生物生化制品	化学原料药
07 年 1-8 月	3311815.5	1108426.4	85900.7	878797.8	360201.1	629937.5
08 年 1-8 月	4600947.3	1530610.3	124714.9	988420.9	566567.9	1046481.8
同比增长	38.93%	38.09%	45.18%	12.47%	57.29%	66.12%
07 年 1-11 月	4992146.1	1565471.3	145134.4	1359273.4	557884.8	958301.8
08 年 1-11 月	6453021.5	2160944.5	194601.5	1451587.7	768893.1	1359153.2
同比增长	29.26%	38.04%	34.08%	6.79%	37.82%	41.83%

资料来源：CEIC 东方证券研究所

由于下半年经济形势明显出现较大的变化，多个行业受到严重影响。医药行业也是投资者比较关心的领域，那么医药行业及其各子行业受影响情况如何呢？

把下半年两个季度的数据拿出来讨论，我们看到以销售收入而论，6 月-8 月行业的同比增速还高于上半年。中药饮片的增速更显突出。化学原料药领域，可能由于长单价格逐步提升了产品平均价格，增速也明显上升；但 9 月-11 月情况突变，行业收入同比增速降到 21.60%。除了生物、生化制品的同比增速上升外，其余各子行业都有所下降。

表 4：下半年单季度收入同比增长情况（万元）

收入（万元）	医药制造	化学制剂	中药饮片	中成药	生物、生化制品	化学原料药
07 年 6-8 月	14,851,904.9	4,404,553.0	690,240.4	3,289,892.2	1,397,738.5	3,659,994.6
08 年 6-8 月	19,273,051.7	5,614,300.3	990,671.1	4,113,291.0	1,918,907.1	4,856,114.3
同比增长	29.77%	27.47%	43.53%	25.03%	37.29%	32.68%
07 年 9-11 月	15757994.3	4452400.3	792475.7	3771961.6	1280678.9	3901896.1
08 年 9-11 月	19162250.6	5605640.2	1058811.6	4305439.2	1962741.3	4292878.0
同比增长	21.60%	25.90%	33.61%	14.14%	53.26%	10.02%

资料来源：CEIC、东方证券研究所

利润的情况与收入类似。6-8 月，行业利润总额同比增速提高到 35.82%。虽然化学制剂、生物生化制品的增速不及上半年，中药饮片、化学原料药的利润增速却相当惊人。但 9-11 月数据突变，整个行业利润同比增速骤降至 10.22%，中成药和化学原料药还出现了负增长。在收入增长方面表现出色的生物、生化制品，也并没有将收入增长转化为利润增长，9-11 月单季度利润同比仅增加 2.35%。

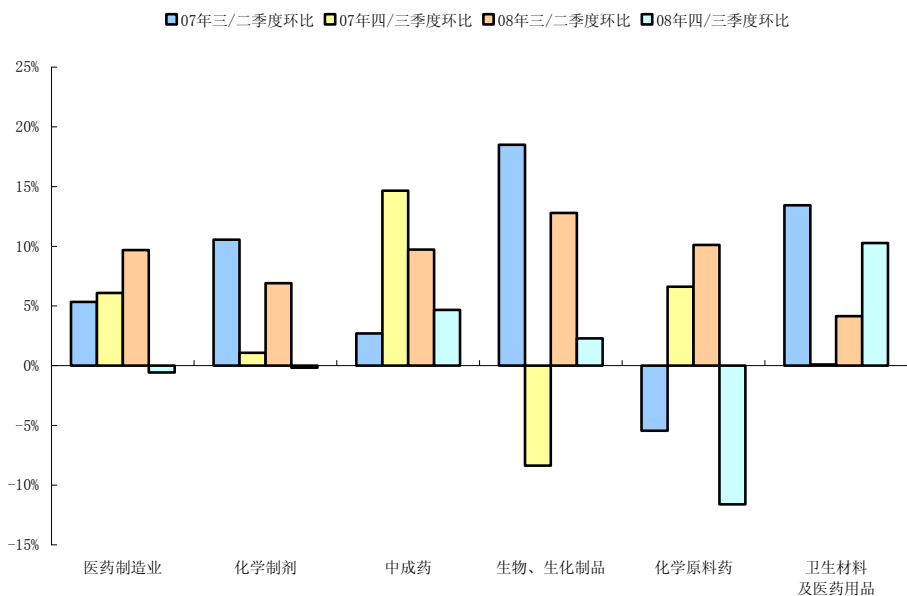
表 5：下半年单季度利润同比增长情况（万元）

利润总额（万元）	医药行业	化学制剂	中药饮片	中成药	生物、生化制品	化学原料药
07 年 6-8 月	1,469,943.0	474,493.5	32,681.6	393,138.6	174,973.3	274,144.0
08 年 6-8 月	1,996,533.2	604,949.5	55,526.3	442,231.0	251,506.2	483,139.1
同比增长	35.82%	27.49%	69.90%	12.49%	43.74%	76.24%
07 年 9-11 月	1680330.6	457044.9	59233.7	480475.6	197683.7	328364.3
08 年 9-11 月	1852074.2	630334.2	69886.6	463166.8	202325.2	312671.4
同比增长	10.22%	37.92%	17.98%	-3.60%	2.35%	-4.78%

资料来源：CEIC、东方证券研究所

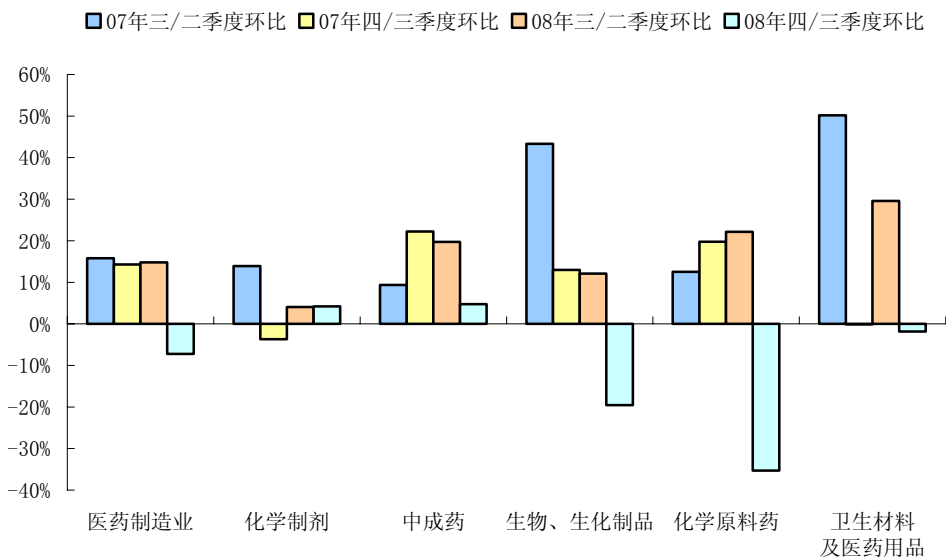
环比数据更直观地说明了问题。08 年三季度（取 6 月-8 月数据）与二季度（取 3 月-5 月数据）比较，行业收入和利润总额的环比增长分别为 9.68%、14.79%，都处在较高的水平。在四季度，环比开始出现衰退，收入和利润总额分别减少 0.57%，7.24%。子行业中比较明显的是化学原料药，短期来看，原料药受到后奥运效应影响，渠道存货需要消化，更本质的是许多原料药品种是出口导向型，在全球经济衰退的大环境中难以独善其身。

图 4：各子行业收入环比增长情况（万元）



资料来源：CEIC、东方证券研究所

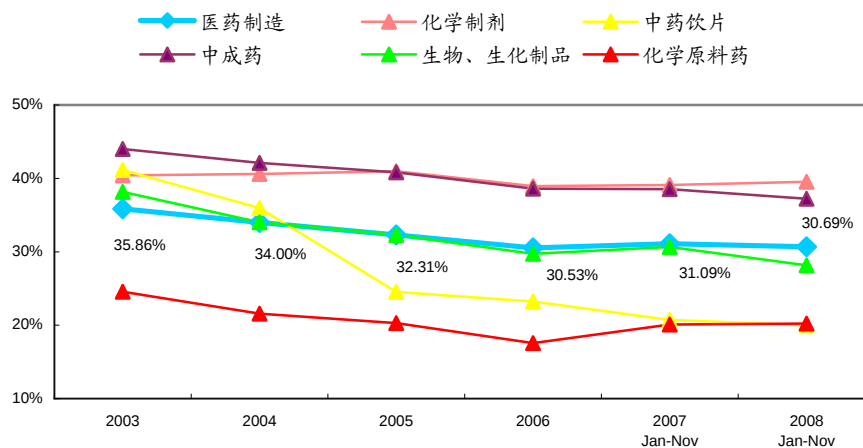
图 5：各子行业利润环比增长情况



资料来源：CEIC、东方证券研究所

从盈利能力来看，2008 年 1 月-11 月，行业的毛利率达到了 30.69%，基本上与 2006、2007 年持平。

图 6：行业毛利率水平



资料来源：CEIC、东方证券研究所

综合来看，我们认为，医药行业增速高峰已过，但与其它行业比较，还处在一个比较健康的发展态势。由于国家投入增长，使得支付能力提升，需求得到释放。我们相信 09 年医药行业将进入稳健发展的时期。在国家的医疗保障制度大变革的背景下，行业的成长没有疑问。

投资建议

2009 年，医药行业将是少数增长比较确定的行业。我们预计整体行业销售收入增长达到 20%，净利润增速达到 25%。但是在普遍增长中，各子行业、各领域和各公司将出现分化。通过对医改政策的解读、上市公司的拜访和行业数据分析，我们预计立足于国内市场，以治疗性药物为主导业务的公司，由于其需求刚性，支付能力稳定（国家财政支持加大），因此增长将最为稳定。另外，考虑到前期二线品种的估值已经有较大提升，投资者可以考虑回归一线品种。

我们建议买入恒瑞医药 (600276)、云南白药 (000538)、双鹭药业 (002038)、一致药业 (000028)，增持亚宝药业 (600351)、华东医药 (000963)、上实医药 (600607)、天坛生物 (600161)。

表 6：重点公司估值水平

股票	代码	投资评级	收盘价	总市值	流通市值	每股收益(元)			市盈率			市净率
			(元)	(亿元)	(亿元)	07	08E	09E	07	08E	09E	
			2009-1-14									
中药企业												
片仔癀	600436	中性	20.09	26.42	12.01	0.68	0.88	0.89	27.75	22.83	22.57	4.05
云南白药	000538	买入	34.30	183.77	84.25	0.70	0.93	1.20	54.56	36.88	28.58	11.23
东阿阿胶	000423	增持	15.25	70.71	54.33	0.39	0.52	0.67	34.36	29.33	22.76	6.21
三九医药	000999	增持	15.14	141.45	48.84	0.29	0.65	0.80	50.55	23.29	18.93	4.85
康美药业	600518	增持	9.90	69.64	69.64	0.29	0.33	0.49	47.66	30.00	20.20	2.79
广州药业	600332	增持	6.44	47.68	11.97	0.41	0.35	0.38	14.23	18.40	16.95	1.69
江中药业	600750	增持	13.13	33.05	20.28	0.33	0.40	0.49	34.21	32.83	26.80	4.33
康恩贝	600572	增持	6.08	17.53	9.11	0.59	0.25	0.29	16.52	24.32	20.97	2.23
亚宝药业	600351	增持	14.03	19.72	16.67	0.34	0.61	0.82	43.76	23.00	17.11	2.86
化学制药企业												
恒瑞医药	600276	买入	37.35	199.21	136.36	0.96	0.93	1.25	48.24	40.16	29.88	10.50
华东医药	000963	增持	11.24	46.75	24.20	0.40	0.40	0.50	27.00	28.10	22.48	6.92
复星医药	600196	增持	11.03	131.33	66.94	0.51	0.61	0.65	20.99	18.08	16.97	3.47
华海药业	600521	增持	12.14	36.39	36.39	0.57	0.53	0.70	27.56	22.91	17.34	3.52
双鹤药业	600062	增持	24.82	114.77	53.75	0.99	0.87	1.10	26.23	28.53	22.56	3.97
华北制药	600812	增持	6.99	62.43	51.27	0.06	0.22	0.35	103.13	31.77	19.97	5.17
华邦制药	002004	增持	13.16	17.33	7.65	1.56	0.49	0.59	8.39	26.86	22.31	2.41
上实医药	600607	买入	12.15	43.99	27.00	0.38	0.45	0.54	31.88	27.00	22.50	2.30
生化制药企业												
双鹭药业	002038	买入	34.68	91.11	50.83	1.09	1.00	1.80	67.59	34.68	19.27	12.25
天坛生物	600161	增持	16.00	70.89	34.55	0.32	0.27	0.30	67.71	59.26	53.33	12.38
科华生物	002022	增持	22.90	73.53	59.50	0.56	0.55	0.75	62.31	41.64	30.53	12.34
华兰生物	002007	增持	40.11	86.66	83.57	0.55	0.83	1.13	71.96	48.33	35.50	8.75
通化东宝	600867	增持	15.52	51.56	33.76	0.21	0.26	0.49	66.59	59.69	31.67	4.04
达安基因	002030	增持	7.89	14.73	14.11	0.28	0.21	0.29	42.03	37.57	27.21	5.00
医药流通企业												
国药股份	600511	增持	28.63	68.40	39.66	0.99	0.82	1.10	52.17	34.91	26.03	8.73
上海医药	600849	增持	7.74	40.98	26.76	0.12	0.20	0.30	61.83	38.70	25.80	2.61
一致药业	000028	增持	16.65	47.29	24.50	0.43	0.56	0.80	37.85	29.73	20.81	7.93
医疗器械企业												
山东药玻	600529	增持	10.14	24.53	19.26	0.43	0.51	0.63	22.09	19.88	16.10	1.86

资料来源：wind 东方证券研究所

分析师承诺

李淑花：医药行业首席分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

徐 军：医药行业资深分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

季序我：医药行业分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：寿岚

电话：021-63325888*6054

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn