

医药行业 中投证券医药行业小组

周锐

0755-82026719

zhourui@cjis.cn

李昱

0755-82026737

liyuyu@cjis.cn

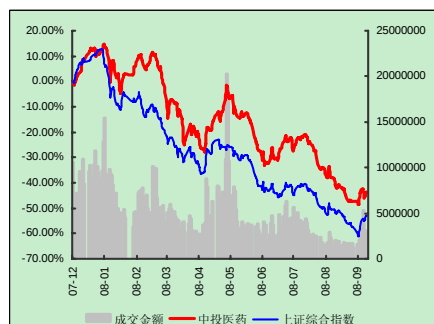
评级调整： 维持

行业基本资料

上市公司家数	113
总市值(亿元)	3613
占 A 股比例(%)	2.7%
平均市盈率(倍)	27.2

行业表现

(%)	1M	3M	6M
医药行业	16.38	19.16	-12.61
上证指数	-0.48	-0.49	-31.22



相关报告

20080114 需求释放和产业集中是投资的两大主题——医药行业 2008 年投资策略报告

20081006 医药制造业 1-8 月份经营数据分析——医药行业研究

医药行业 2009 年投资策略

看好

政府投入推动行业成长，终端变化揭示投资机会

本篇报告详细分析了政府投入对医疗消费的拉动作用，并结合终端数据的变化揭示了未来的投资机会，是我们继 2008 年初提出医改的效应主要体现在需求释放和产业集中之后的更系统、更完善的研究成果。

投资要点：

- 政府投入对医疗卫生的投入正在加速，其对医药消费的拉动主要体现在药品消费、计划内疫苗的采购、医疗设备购置几方面。
- 在国内药品消费需求尚未得到充分释放的情况下，医疗保障资金收支规模的增长可以看作是药品消费景气的先行指标，未来几年医疗保障资金的年复合增长率预计将达到 28%，在其拉动下，医药行业收入增长将达到 20-25% 左右。
- 从终端数据的变化来看，医院主渠道临床终端神经系统类、抗肿瘤类和心血管类药物是增长最快的领域；农村市场在消化系统、呼吸系统疾病用药方面需求较大；社区终端对需求的主要拉动在慢性病方面。
- 医药板块未来增长确定，目前估值处于历史低位，我们维持“看好”的投资评级。09 年建议继续重点投资于需求释放和产业集中：
 - 1、选择受益于需求释放的抗肿瘤领域的恒瑞、海正，神经系统药物的恩华药业，疫苗领域的天坛生物，糖尿病领域的通化东宝；
 - 2、重新审视医药流通领域可能潜在的投资机会，建议重点配置国药股份、一致药业，并适当配置南京医药；
 - 3、适当关注 OTC 和海外市场可能带来的机会，推荐三九、华海。

风险提示：

政府采取严厉的价格政策有可能对医药行业盈利造成不利影响。

股票代码	股票名称	07EPS	08EPS	09EPS	10EPS	07PE	08PE	09PE	10PE	投资评级
600276	恒瑞医药	0.80	0.89	1.2	1.58	48.2	43.3	32.1	24.4	强烈推荐
002262	恩华药业	0.22	0.34	0.48	0.62	64.6	41.8	29.6	22.9	推荐
600557	康缘药业	0.37	0.57	0.78	0.99	46.4	30.1	22.0	17.3	强烈推荐
000538	云南白药	0.70	0.93	1.26	1.71	49.6	37.3	27.5	20.3	强烈推荐
000999	三九医药	0.29	0.51	0.65	0.77	50.7	28.8	22.6	19.1	推荐
600867	通化东宝	0.21	0.23	0.54	0.80	66.5	60.7	25.9	17.5	推荐
600161	天坛生物	0.21	0.28	0.37	0.47	70.5	52.9	40.0	31.5	推荐
002038	双鹭药业	0.54	0.90	1.30	1.76	65.3	39.2	27.1	20.0	推荐
600511	国药股份	0.55	0.78	0.98	1.55	52.3	36.9	29.4	18.6	强烈推荐
000028	致药业	0.43	0.58	0.76	0.95	36.0	26.7	20.3	16.3	强烈推荐

请务必阅读正文之后的免责条款部分

本篇报告的核心内容:	3
1、政府投入撬动医疗消费	4
1.1. 政府对医疗卫生投入加速	4
1.1.1 卫生总费用占 GDP 的比重将不断增加	4
1.1.2 在卫生总费用中政府支出的比例偏低	4
1.1.3 政府对医疗卫生的投入有加速迹象	5
1.1.4. 政府开支将拉动药品、疫苗、医疗器械的消费	5
1.2 医疗保障体系建设拉动药品消费	6
1.2.1 未来几年医疗保障的支出有望加速	6
1.2.2 公费医疗——未来将逐步萎缩	7
1.2.3 城镇基本医疗保险——仍将高速发展	8
1.2.4 新农合——人均筹资水平提升空间巨大	9
1.2.5 对 2010 年医疗保障用于药品消费资金的预测	10
1.3 公共卫生服务体系建设将拉动疫苗需求	10
1.4 医疗服务体系建设刺激医疗器械需求	12
2、终端变化揭示投资机会	13
2.1 医院主渠道——增长加速	13
2.1.1 医院主渠道增长加速	13
2.1.2 神经、抗肿瘤和心血管领域高速增长	14
2.2 农村——市场刚刚起步	16
2.2.1 农村渠道刚刚起步	16
2.2.1 农村药品消费结构不同于城市	17
2.3 社区——等待制度突破	17
2.3.1 社区的药品消费整体没有达到应有的水平	17
2.3.2 社区未来慢性病用药将表现突出	18
2.4 零售终端——机遇和风险并存	19
2.5 未来终端格局的变化将促进产业集中	19
3、09 年投资策略——继续投资于需求释放和产业集中	20
3.1 预计 09 年行业增长将达到 23%左右	20
3.2 重点投资神经系统、抗肿瘤和心血管领域	21
3.1.1 神经系统药物市场	21
3.1.2 抗肿瘤药物市场	21
3.1.3 心血管药物市场	22
3.3 流通领域值得继续关注	23
3.4 估值水平和投资评级	23
3.5 重点公司盈利预测和投资评级	24
附录 主要原料药产品 06 年 9 月来的价格走势	31

本篇报告的核心内容:

医改仍然是 2009 年行业的主题和最重大的推动因素，医改将导致需求释放和产业集中，这是我们一直以来的观点。本篇策略报告我们以政府投入为主线，结合终端消费的变化，以持续跟踪医药需求释放的趋势，判断需求释放受益面的变化；同时对产业集中的状况进行了新的跟踪。

一、政府投入撬动医疗消费增长

近两年以来政府对医疗卫生的投入有加速的趋势，政府开支对医药的拉动未来将主要体现在：药品消费、计划内疫苗的采购、医疗设备购置。

政府支出对药品消费的拉动主要通过医疗保障体系的建设进行，我们预测未来几年国家医疗保障体系（包括公费医疗、城镇职工医保、城镇居民医保、新农合、城乡救助、生育保险、工伤保险）直接撬动的医疗消费的年复合增长率将达到 28%，2010 年相对于 2007 年将新增 1900 亿的药品消费；在疫苗领域，计划内免疫的扩容将新增 25 亿的市场；医疗器械行业受医疗服务体系建设拉动，行业增长率也将达到 25-30%。

二、终端数据变化揭示投资机会

在 08 年的策略报告中，我们指出整个医改过程中，药品消费受益的次序是先大病重病用药，在慢性病用药，最后才是一般疾病用药。

最近我们通过对终端数据的研究，进一步确立了快速增长的细分领域。神经系统类、抗肿瘤类和心血管类是医院主渠道临床终端增长最快的领域；农村市场在消化系统、呼吸系统疾病用药方面需求较大；社区终端对需求的主要拉动在慢性病方面。

三、09 年建议继续投资需求释放和产业集中

在政府投入促进国内需求释放的大背景下，医药板块未来 2-3 年的增长仍然十分明确，剔除原料药板块后，医药板块未来两年维持 20-25% 的增长速度没有问题。

1、需求释放重点投资抗肿瘤领域的恒瑞、海正，神经系统药物的恩华药业，疫苗领域的天坛生物，糖尿病领域的通化东宝；

2、重新审视医药流通领域可能潜在的投资机会，建议重点配置国药股份、一致药业，并适当配置南京医药。

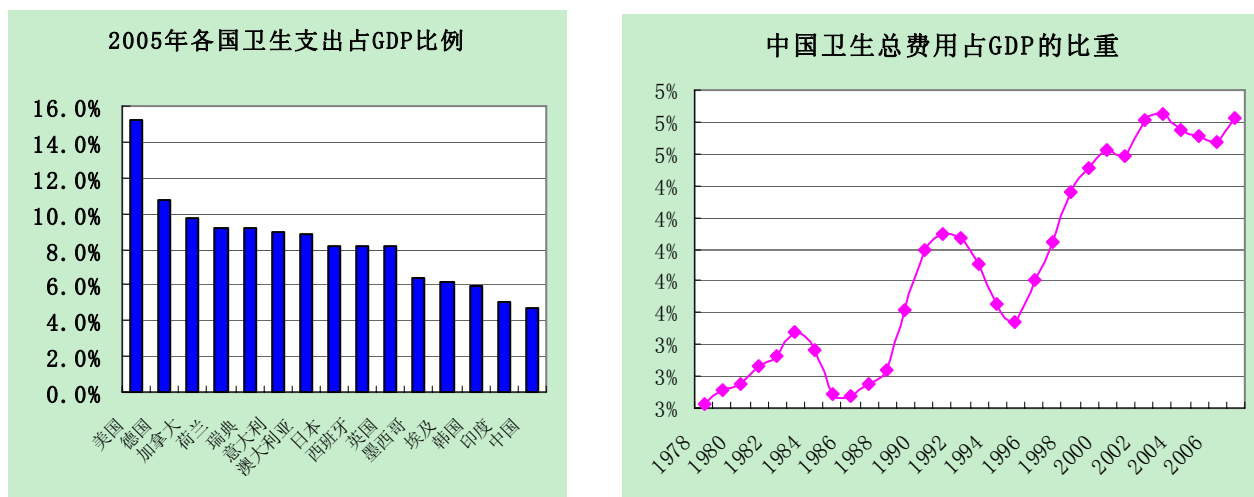
1、政府投入撬动医疗消费

1.1.政府对医疗卫生投入加速

1.1.1 卫生总费用占 GDP 的比重有很大提升空间

我国卫生总费用占 GDP 的比重从 1978 年以来呈现不断加大的趋势，2007 年卫生总费用支出超过 1 万亿，占 GDP 的比重达到 4.82%，但目前与发达国家的卫生支出比重相比，仍然很低，远远低于中等发达国家的水平，甚至低于印度。随着我国经济的不断发展，和经济增长方式的变化，未来我国的卫生总费用占 GDP 的比重将不断增加。

图 1：我国整体卫生费用政府投入仍然处于低水平



资料来源：WHO 世界卫生统计，中国卫生统计年鉴，中投证券研究所搜集整理 2007 年为卫生部预测值

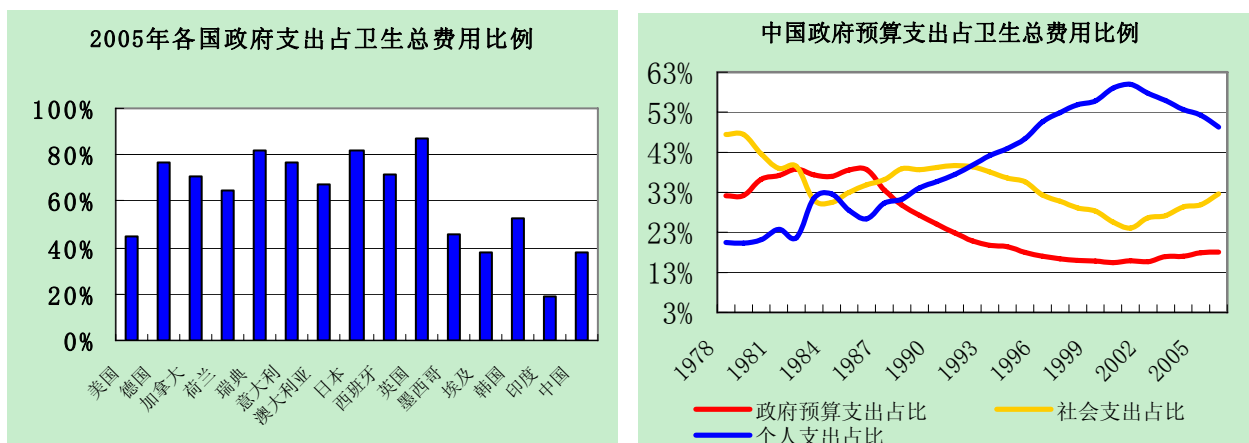
1.1.2 在卫生总费用中政府支出的比例偏低

虽然我国卫生总费用占 GDP 的比重是在增加的，但我国卫生总费用的中政府支出的比例一直偏低，与埃及、韩国等处于同一水平线上，离发达国家的差距还很大。

在改革开放之后，我们政府预算支出占卫生总费用的比例一直成下降趋势，2000 年卫生总费用中政府支出的比例达到历史最低谷，仅为 15.5%。之后有所回升，但 2006 年也仅达到 18.1%。政府对医疗卫生的投入的加大十分迫切。

目前在卫生总费用中，医疗保障发挥的作用越来越大，个人支出比例从 2001 年开始下降，社会支出比例上升，但政府支出比例仍然处于一个很低的水平。

图 2：我国卫生费用中政府支出比例需要增加



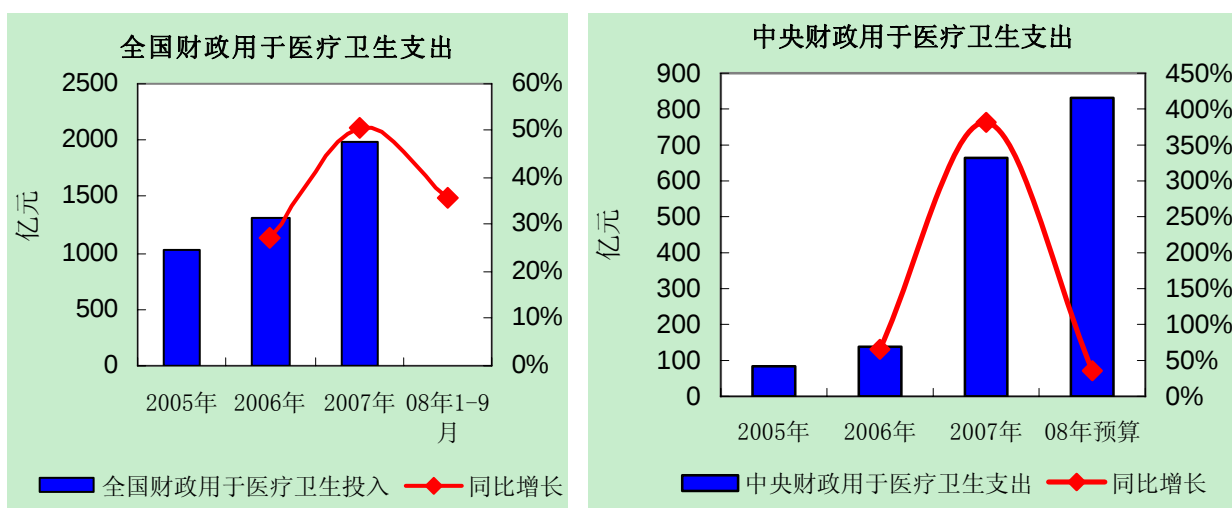
注：WHO 与卫生部统计口径不同，WHO 统计的政府支出包括了社会保险支出

资料来源：WHO（世界卫生组织）世界卫生统计，中国卫生统计年鉴，中投证券研究所搜集整理

1.1.3 政府对医疗卫生的投入有加速迹象

值得欣慰的是近两年政府对医疗卫生的投入有明显的加速迹象，2007 年，全国财政用于医疗卫生的支出达到 1974 亿，同比增长 50.7%，2008 年 1-9 月的增长也达到 35.8%，中央财政用于医疗卫生的支出增加幅度更大，07 年的同比增长达到 296.8%，08 年预计增长 25.1%。增长幅度与前几年相比，政府投入明显加速。

图 3：全国财政和中央财政用于医疗卫生支出呈现加速趋势



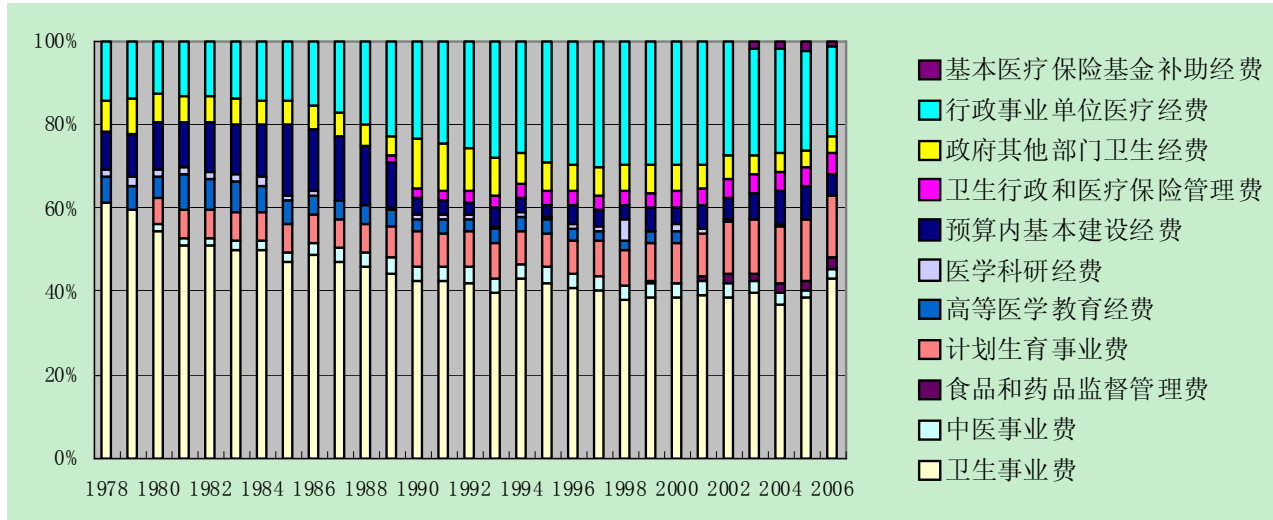
资料来源：财政部历年公告，中投证券研究所搜集整理

1.1.4. 政府开支将拉动药品、疫苗、医疗器械的消费

根据卫生部的数据显示，2006 年政府预算支出有 1779 亿，其中的主要开支如下：

卫生事业费是最大的开支，占政府预算支出的 42.3%，而卫生事业费主要用于卫生部及下属医疗机构的费用支出，其中支出主要为医院人员经费、卫生院补助费、预防事业费（部分用于解决疫苗费用）；

图 4：全国政府预算医疗卫生支出的流向



资料来源：中国卫生统计年鉴，中投证券研究所搜集整理

其它涉及医疗消费的开支主要有：

行政事业单位医疗经费，占 21.2%，实际上就是事业单位公费医疗的那部分；

计划生育事业费，占 14.4%，其中涉及医疗消费的主要有行各种计划生育手术的挂号费、检验费、手术费、医药费、住院费、术后治疗费等；

预算内基本建设经费，占 5.2%，主要涉及公立非营利性医疗机构、疾病控制及妇幼保健等事业机构、卫生监督执法机构的新建、改扩建工程和大中型医疗设备购置，这部分开支在基层医疗服务体系的建设过程中将加大；

基本医疗保险基金补助经费，2003 年才开始有，主要是用于新农合和城镇居民医疗保险的政府开支部分的。这部分的开支未来会越来越大。

总体来看，政府开支对医药的拉动未来将主要体现在：药品消费、医疗设备购置、计划内疫苗的采购。

1.2 医疗保障体系建设拉动药品消费

1.2.1 未来几年医疗保障的支出有望加速

医疗保障是政府支出中直接拉动医药消费的一块支出，医疗保障体系的建

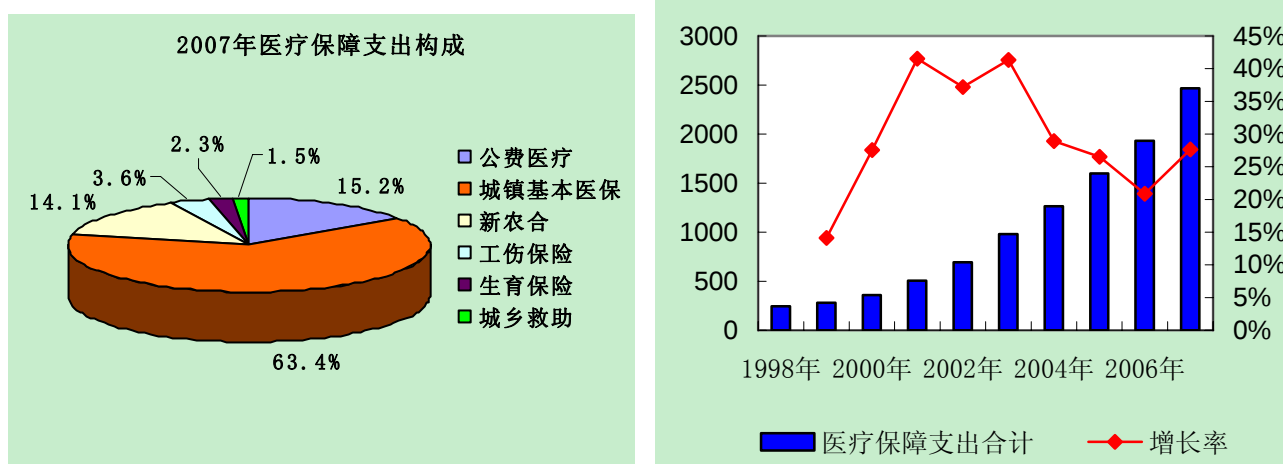
设是 2010 年之前医改各项措施中最重要的一条，被列第一位。医疗保障的支出规模增长情况可以说是药品消费多少的晴雨表。

所有的医疗保障支出中最大的一块是城镇职工医疗保险，其次是公费医疗和新农合。

其中 1998 年开始有城镇职工医保，2003 年开始有新农合，2005 年开始有城乡救助，2007 年开始有城镇居民医疗保险（城镇居民医疗保险的收支目前和城镇职工医疗保险合并统计，统称为城镇基本医保）

在医疗保障体系覆盖面不断增广的推动下，医疗保障支出的整体增速都在 20%以上，超过医药行业的增长速度。

图 5：国内医疗保障的整体增长状况和构成



资料来源：卫生部、劳动和社会保障部、民政部网站 城镇基本医保包括城镇职工和城镇居民 中投证券研究所搜集整理

在目前几类医疗保障中，公费医疗未来将逐步萎缩，城镇职工医保、工伤保险、生育保险的支出都处于快速增长过程中，新农合、城镇居民医保和城乡救助都处于爆发式的增长过程中，总体医保规模有加速增长趋势。

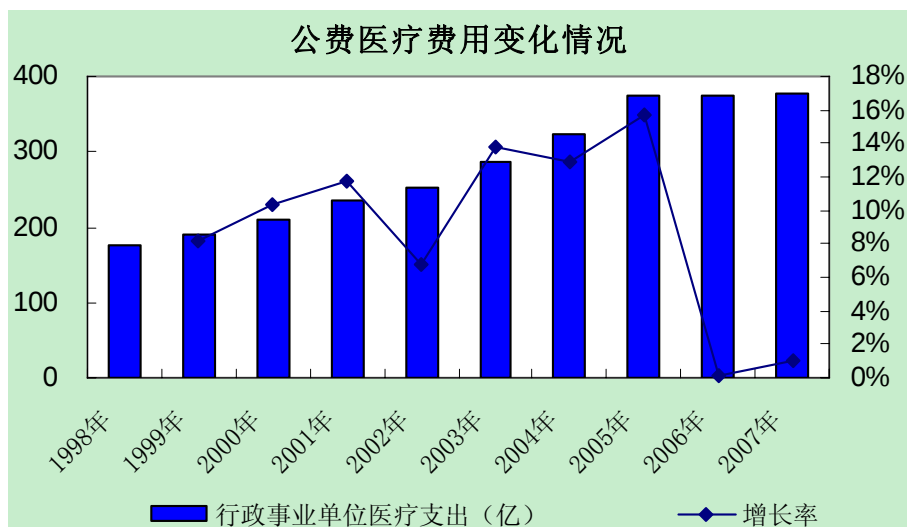
1.2.2 公费医疗——未来将逐步萎缩

公费医疗制度是 1952 年开始建立的，1992 年开始全国开始探索公费医疗的出改革，1998 年开始正式实施城镇职工基本医疗保险之后，公费医疗保障的范围逐步减少，2006 年-2007 年公费医疗的支出已经不增长，开始停滞。

未来公费医疗的人群将逐步被纳入医疗保险范围，原先享受公费医疗的大学生 2009 年将被纳入城镇居民基本医疗保险，其公费医疗的资格将被取消。

因而从趋势来看，政府用于公费医疗的支出将很可能会逐步萎缩。

图 6：公费医疗经费（行政事业单位医疗费用）近年变化情况



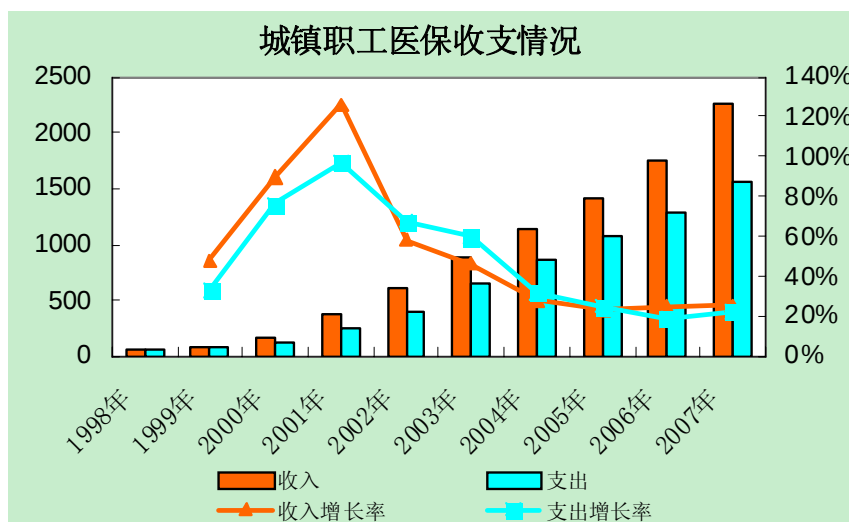
资料来源：卫生部，中投证券研究所

1.2.3 城镇基本医疗保险——仍将高速发展

城镇基本医疗保险包括城镇职工医疗保险和城镇居民医疗保险

城镇职工医疗保险 2007 年收入达到 2257 亿，支出 1562 亿，近几年的增长率维持在 20% 左右。我们认为未来城镇职工基本保险规模未来还有很大的扩展空间。

图 7：城镇职工基本医疗保险的历年收支情况



资料来源：劳动和社会保障部网站，2007 年收支包括了城镇居民数据 中投证券研究所

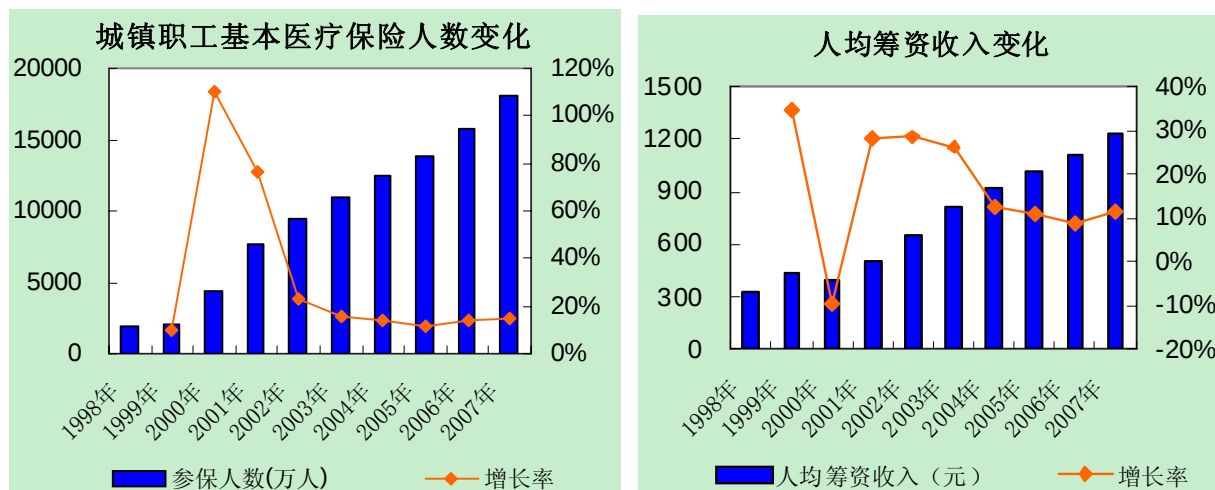
未来城镇职工医保总体规模扩大的动力来自于两条：1、参保人数增长；2、人均参保金额的增加。

城镇职工 2007 年参保人数为 1.8 亿，而城镇职工的人数有 2.93 亿，目前城镇职工参保率还只有 61.4%。随着大量农民工被纳入城镇职工基本医疗保险

后，城镇职工医保的参保人数将加速增加；

从各地城镇职工参保费用的变化来看，这基本上是跟职工平均工资水平挂钩的，随着人均工资水平的提高，人均参保费用也将提高。

图 8：城镇职工基本医疗保险的参保人数和人均筹资收入



资料来源：劳动和社会保障部网站，中投证券研究所

城镇居民基本医疗保险从 2007 年 7 月开始实施以来，2007 年参保人数达到 4068 万，2008 年预计参保人数将超过 9000 万，人均筹资 150 元左右（成人筹资 150-300，儿童 50-150 不等）。

城镇居民的目标人群数量有 2.4 亿，随着大学生被纳入城镇居民医保，这部分的参保人数还将增加，参保金额也将稳步提高。

1.2.4 新农合——人均筹资水平提升空间巨大

新农合是目前政府投入的大头，在 2007 年中央财政医疗卫生支出 664 亿元中，用于新农合的财政补助达到 114 亿元 2008 年用于新农合的政府支出已经下拨 246 亿元。

表 1：新农合参保和补偿情况

年份	参加新农合人数 (亿人)	参合率 (%)	当年基金支出 (亿元)	补偿支出受益 人次 (亿人次)
2004	0.80	75.20	26.37	0.76
2005	1.79	75.66	61.75	1.22
2006	4.10	80.66	155.81	2.72
2007	7.26	86.20	346.63	4.53
2008 年 9 月	8.14	91.5	429	3.7

资料来源：卫生部网站 中投证券研究所

根据最新公布的信息，新农合 2008 年 9 月参保人数达到 8.14 亿人，人均筹资达到 87 元，预计 2009 年全国所有省份的人均筹资都将超过 100 元，而浙江省将 2009 年新农合的筹资目标提高到了 140 元，青岛三区将目标提高到了 200 元。

未来新农合的参保人数将趋于稳定，而人均筹资水平还将有很大的提高，我们预计到 2010 年人均筹资水平将达到 150 元左右。

1.2.5 对 2010 年医疗保障用于药品消费资金的预测

我们在以下假设前提下对 2010 年的医疗保障费用用于药品消费的资金进行了预测：

- (1) 公费医疗人数减少，人均费用增加，总体支出规模不变；
- (2) 城镇职工参保人数达到 2.8 亿，人均筹资 1442 元，支出/收入比为 72.4%；
- (3) 城镇居民医保参保人数达到 2.28 亿，人均筹资 250 元，支出/收入比同上；
- (4) 新农合参保人数 8.27 亿，人均筹资 150 元，支出/收入比同上；
- (5) 工伤保险参保人数 2 亿，人均筹资 168 元，支出/收入为 53%；
- (6) 生育保险参保人数 1.8 亿，人均筹资 132 元，支出/收入为 67%。

表 2：我们预测的 2010 年购买药品的资金增量估算

	试点时间	建成时间	07 年参保人数 (亿人)	目标人数 (亿人)	07 年收入 (亿元)	07 年支出 (亿元)	2010 年支出 (亿元)	增量
				将限于少数群体				
公费医疗	1952 年	已建成	不详	数群体	-	375	375	0
城镇职工医保	1998 年	已建成	1.8	2.93	2257	1562	3069	1507
城镇居民医保	2007 年	2010 年	0.3	2.4	-	-	413	413
新农合	2003 年	2010 年	7.26	8.7	482.3	347	897	550
城乡救助	2005 年	已建成	-	-	-	36	100	64
工伤保险	1996 年	已建成	1.21	2.93	166	88	178	90
生育保险	1951 年	已建成	0.77	2	84	56	160	104
合计供给增量					2989	2464	5191	2727

资料来源：政府相关公报，中投证券研究所估算，增量为 2010 年相对于 2007 年的增加值，2007 年城镇职工医保的收支数据包含在城镇职工医保中。

由此我们预测到 2010 年，医疗保障整体支出规模将达到 5191 亿，相对于 2007 年将形成 2727 亿的医疗消费增量，年复合增长率 28.14%；假设其中 48.8%（医疗消费中药品占比，数据来自 SFDA 南方所）用于药品消费，再假设医保报销比例为 70%，医保能够撬动 1900 亿的药品消费增量。

1.3 公共卫生服务体系建设将拉动疫苗需求

长期以来，我国的公共卫生服务体系处于政府重视不够，投入较少的状态，

2003 年的 SARS 和 2005 年的禽流感促进了政府对这一问题的关注，在新出台的医改征求意见稿中，公共卫生服务体系的构建是核心内容的四大体系之一。

公共卫生服务体系建设包括建立健全**疾病预防控制**、健康教育、妇幼保健、精神卫生、应急救治、采供血、卫生监督和计划生育等专业公共卫生服务网络。对于医药板块来讲，这一体系建设最大的受益者是疫苗行业，主要是计划内疫苗的部分。

国内的疫苗市场分为两部分，一部分是由财政支付费用，集中招标采购，免费接种的免疫计划内疫苗；一部分是公民自费自愿接种的计划外疫苗。

由于计划内疫苗是国家财政投入资金，所以其需求决定于国家免疫规划的范围。

表 3：国家免疫规划实施历史

时间	事件
1978	开始执行免疫规划
1995	国家免疫规划四苗(卡介苗、脊灰、百白破和麻疹疫苗)接种率达到 85%
2002	乙肝疫苗纳入免疫规划
2008	甲肝、流脑、乙脑、麻腮风三联、无细胞百白破疫苗纳入国家免疫规划

资料来源：卫生部，中投证券研究所整理

2008 年，卫生部等 5 部委联合发布**免疫规划扩容通知**，将计划免疫品种从原“6 苗 7 病”增加到“14 苗 15 病”，将甲肝、流脑、乙脑、麻腮风三联、无细胞百白破疫苗纳入国家免疫规划，同时在流行地区对重点人群进行流行性出血热疫苗、炭疽疫苗和钩端螺旋体疫苗接种。其中常规免疫费用由国家财政承担，应急免疫费用由地方政府承担。

表 4：我国一岁儿童免疫报告接种率

	1990	1995	2000	2006	2007
卡介苗	96.0	92.0	97.8	99.2	99.0
百白破	95.0	92.0	97.9	99.0	99.0
脊 灰	96.0	94.0	98.0	99.0	99.1
麻 苗	95.0	93.0	97.4	98.6	98.6
乙 肝	-	-	72	91	92

资料来源：卫生部，WHO，中投证券研究所

计划内疫苗市场的需求包括三部分：1、原有计划内疫苗的新生儿接种；2、原有计划内疫苗漏种儿童的接种 3、新增计划免疫疫苗的接种。由于目前我国计划内疫苗接种率已经接近 100%，所以第二部分的需求可以忽略。

我们初步测算了现有计划内疫苗的市场规模和免疫规划扩容后接种率稳定到较高水平的市场规模，其中：1、每年的新生儿我们按照 1600 万人来估算；2、由于部分疫苗的需求有所重叠，我们只计算其中覆盖最多病种的疫苗需求；

3、按照较低的价格进行估算；4、未计算应用于部分地区重点人群疫苗需求。

表 5：免疫规划扩容对计划内疫苗市场的影响

疫苗品种	接种对象	预防病种	免疫次数	市场规模估算（亿）	备注
乙肝疫苗	适龄儿童	乙型肝炎	3	4.8	
卡介苗	适龄儿童	结核病	1	0.04	
脊灰疫苗	适龄儿童	脊髓灰质炎	4	0.16	
百白破疫苗	适龄儿童	百日咳、白喉、破伤风	4	2.88	存在产能缺口
白破疫苗	适龄儿童	白喉、破伤风	1	0.128	
麻疹疫苗	适龄儿童	麻疹	2	0.32	
麻腮风疫苗	适龄儿童	麻疹、流行性腮腺炎、风疹	2	9.6	存在产能缺口
麻风疫苗	适龄儿童	麻疹、流行性腮腺炎	1	1.92	
麻腮疫苗	适龄儿童	麻疹、风疹	1	1.28	
乙脑疫苗	适龄儿童	流行性乙型脑炎	4	6.4	存在产能缺口
流脑疫苗	适龄儿童	流行性脑脊髓膜炎	4	4.48	
甲肝疫苗	适龄儿童	甲型肝炎	2	11.52	存在产能缺口
出血热疫苗	重点人群	出血热	-	-	
炭疽疫苗	重点人群	炭疽	-	-	
钩体疫苗	重点人群	钩端螺旋体病	-	-	
合计				43.5 亿	

资料来源：卫生部，中投证券研究所

我们测算的结果，免疫扩容前计划内疫苗的市场规模为 8.3 亿元，扩容后的市场规模为 43.5 亿，新增市场需求在 25 亿元左右（考虑到部分新加入免疫规划的疫苗在未进入免疫规划前已有 15-20 亿的市场规模）。这部分新增的需求是一个逐步释放的过程，原因包括：1、由于各地执行情况不同，新增疫苗品种的接种率是一个逐步提高的过程；2、部分品种目前存在较大产能缺口，不能完全满足需求。

从资金上来看，中央财政支出计划增加 28 亿元用于传染病防治，其中大部分将用于计划免疫扩容，可以满足新增的需求。

上市公司中，天坛生物是计划内疫苗垄断者中生集团在资本市场上的唯一平台，而且其主要品种麻腮风三联、无细胞百白破、甲肝、乙脑等均新进入了国家免疫规划，未来的增长值得期待。

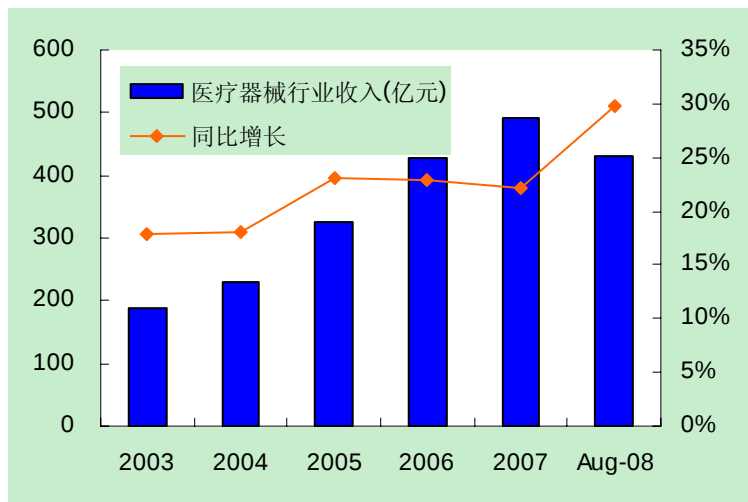
1.4 医疗服务体系建设刺激医疗器械需求

医疗服务体系的建设的目标是建立覆盖城乡的基层医疗卫生服务网络 and 各类医院在内的医疗服务体系。其重点主要放在农村医疗服务体系和城市社区医疗服务体系的建设上。这对基础医疗器械的需求有所拉动。

从医疗器械行业最近几年的收入情况来看，基本保持在 22%-23%的增速，

今年前 8 月份增长接近 30%，一方面是国家对社区和农村医疗体系投入加大，另一方面与汶川地震后卫生系统重建有关，重建用于医疗设备采购的金额在 20 亿元左右，而这部分资金也是逐渐投入，在未来几年对行业有持续正面的影响。

图 9：医疗器械行业增长情况



资料来源：Wind 中投证券研究所

而在《农村卫生服务体系建设与发展规划》的具体投资规划中，用于设备的投资为 30%，大约为 65 亿元，该规划中 06、07、08 年主要投资均用于房屋建设，从 09 年开始，投资将主要用于医疗设备的采购，其中 09 年中央将投入 27 亿元，加上地方配套资金共有 40 亿元左右。我们估计 09、10 年在此规划中均有 30 亿元左右资金用于医疗设备采购，假设其中有 50% 用于医疗器械，则有 15 亿元的新增医疗器械需求。而国家此次新增的 48 亿专项资金按该比例估计，约有 7 亿用于医疗器械，这两项规划的投入将拉动 22 亿元的医疗器械消费需求。而目前医疗器械行业年收入约为 640 亿元，考虑到增值税和零售差价因素，对医疗器械行业的需求拉动在 2.5% 左右。

我们预计，在新增需求的拉动下，医疗器械行业的收入增长速度将保持在 25%-30% 的水平。

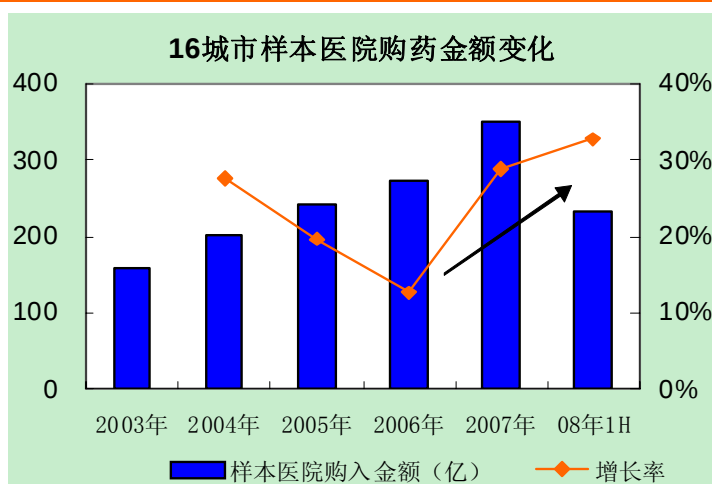
2、终端变化揭示投资机会

2.1 医院主渠道——增长加速

2.1.1 医院主渠道增长加速

SFDA 南方所的医院购药金额数据代表了国内医药消费的主渠道的情况，从同比数据来看，2006 年以来医院购药金额明显增长加速，2008 年增速提高到 32.76%，增长速度明显加快。

图 10：医院购药金额有加速迹象

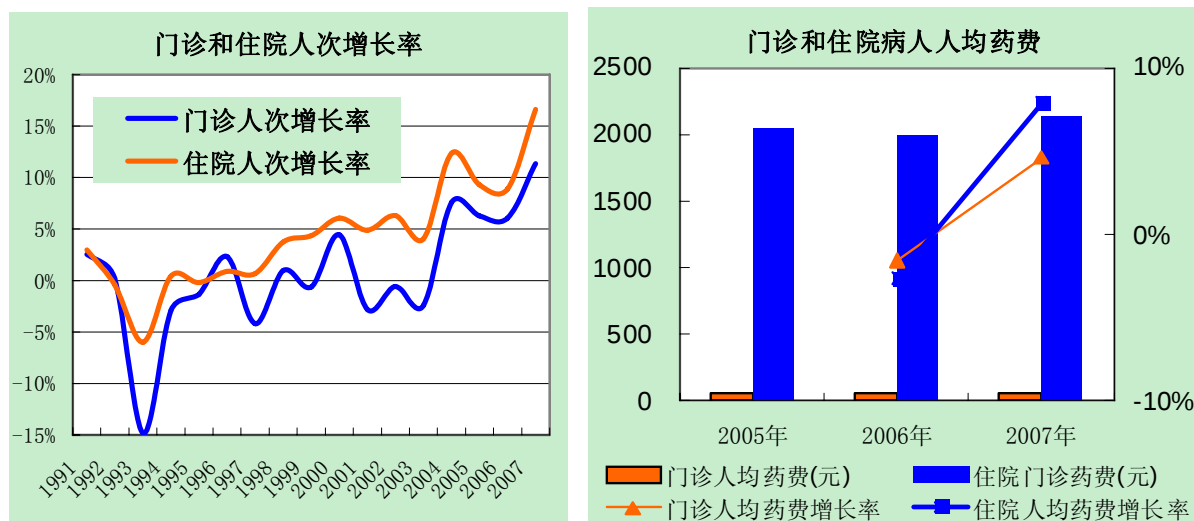


资料来源：SFDA 南方医药经济研究所 中投证券研究所

值得注意的是，医院用药金额的大幅增长的推动力是因为就诊和住院人次的明显提升，而不是来自于人均用药费用的增加（07年门诊人均药费同比增长4.6%，住院人均药费增长7.8%）。

其次，住院人次的增长速度要快于门诊的增长，这也体现了医保政策目前主要保大病、重病的特征。

图 11：医院终端门诊和住院人次增长率及人均药费开支情况



资料来源：卫生部 中投证券研究所

2.1.2 神经、抗肿瘤和心血管领域高速增长

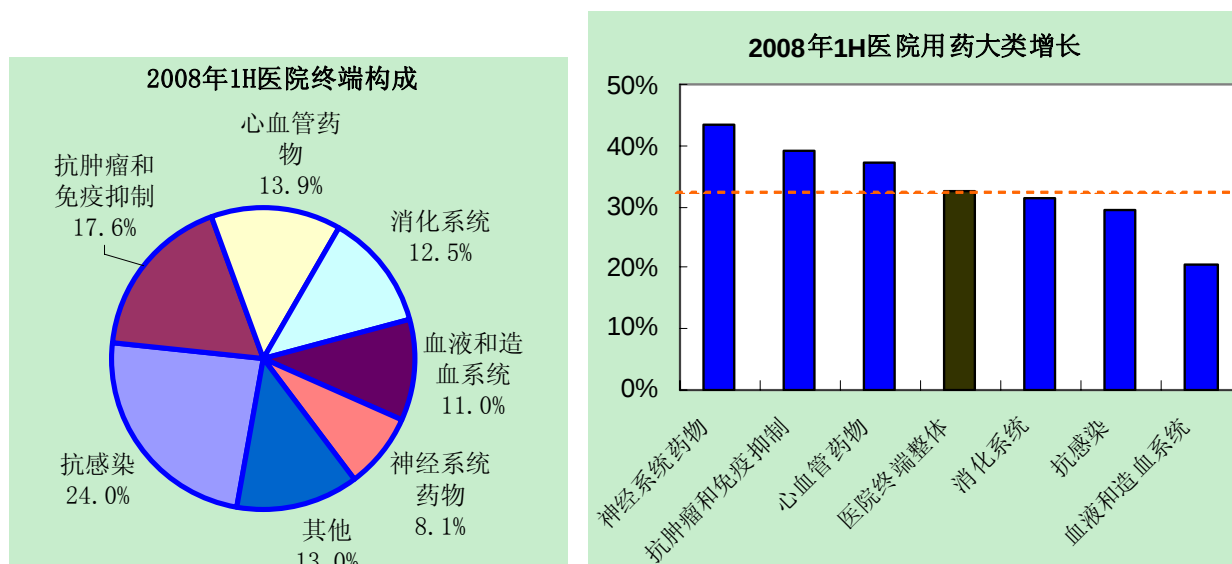
2008年上半年医院终端药品购进数据中抗感染、抗肿瘤和心血管是份额最大的三类；

增长最快的细分领域是神经系统类、抗肿瘤类和心血管类，08年这几类药

物在样本医院的增长速度都达到了 40%左右，高速增长态势明显；

这与我们在 08 年初的策略报告《20080114 需求释放和产业集中是投资的两大主题——医药行业 2008 年投资策略报告——看好》中判断的结果基本相符。

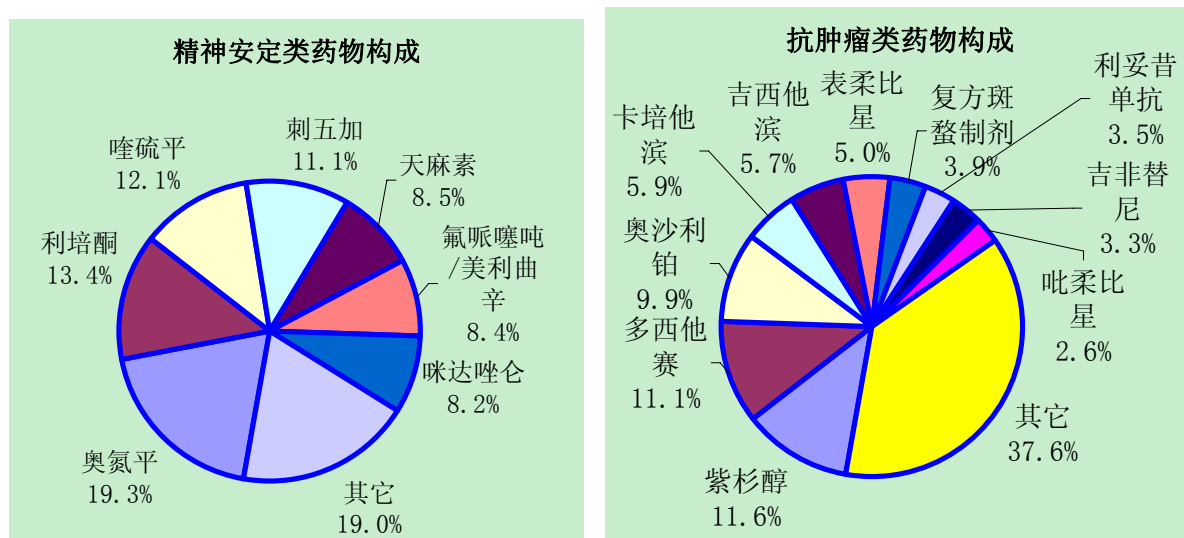
图 12：医院终端分类别市场份额和增长情况



资料来源：药学会 中投证券研究所

结合增长最快的细分领域和细分领域中的药物构成，就可以轻松的发现将快速增长细分领域，从中可以看出，生产利培酮、咪达唑仑的恩华药业，生产多西他赛、奥沙利铂的恒瑞，生产表柔比星、吡柔比星的海正都将是需求释放的受益者。

图 13：神经系统和抗肿瘤药中主要领域的产品构成



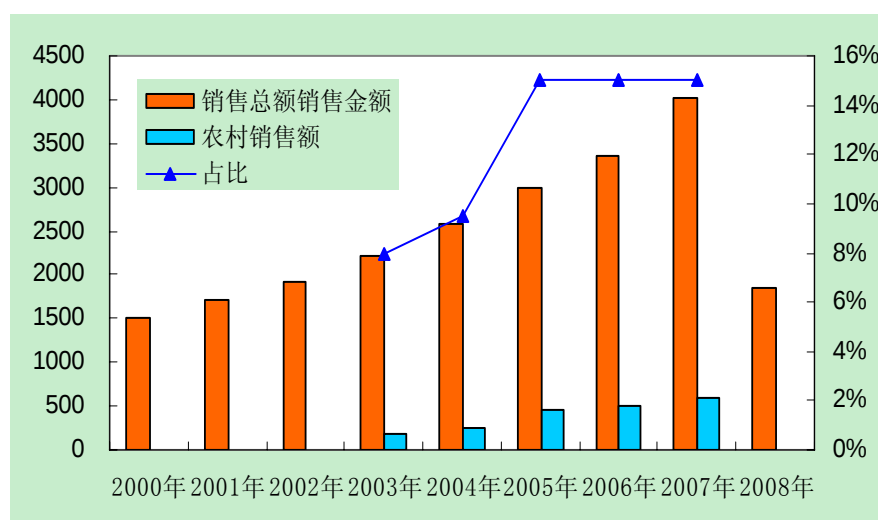
资料来源：SFDA 南方医药经济研究所 中投证券研究所

2.2 农村——市场刚刚起步

2.2.1 农村渠道刚刚起步

在目前的医药商品市场销售数据中，农村的销售额并未显示出高于行业增长的态势，但未来这部分市场的高速增长是可以预期的。

图 14：农村市场近年的增长情况



资料来源：SFDA 南方医药经济研究所 中投证券研究所

农村市场的医药消费主要在乡镇卫生院、村卫生室、乡村药店诊所进行，其中大部分医疗服务是由乡镇卫生院承担。在新的医改征求意见稿中，明确提出政府重点办好县级医院并在每个乡镇办好一所卫生院，并采取多种形式支持村卫生室建设。

到 2007 年乡镇卫生院的个数还是负增长，但在新农合的推动下，乡镇卫生院的住院人数已经有了很大的增长，2007 年同比增长 44.99%，增长的势头已经初步显现，现阶段主要还体现在住院病人上面。

表 6：我国乡镇卫生院资源及使用情况

	2002	2003	2004	2005	2006	2007
乡镇卫生院数量(个)	44992	44279	41626	40907	39975	39876
同比增长		-1.58%	-5.99%	-1.73%	-2.28%	-0.25%
门诊人次(亿次)	7.10	6.91	6.81	6.79	7.01	7.59
同比增长		-2.68%	-1.45%	-0.29%	3.24%	8.27%
住院人数(万人)	1625	1608	1599	1622	1836	2662
同比增长		-1.05%	-0.56%	1.44%	13.19%	44.99%

资料来源：卫生部，中投证券研究所整理

未来乡镇卫生院的建设面临比较大的机遇，2008 年 11 月，卫生部公告国家计划新增 48 亿元安排支持农村卫生服务体系建设。其中，26.21 亿用于 7300 个农村卫生服务体系建设，21 亿多用于支持建设农场、林场和海岛基层卫生机

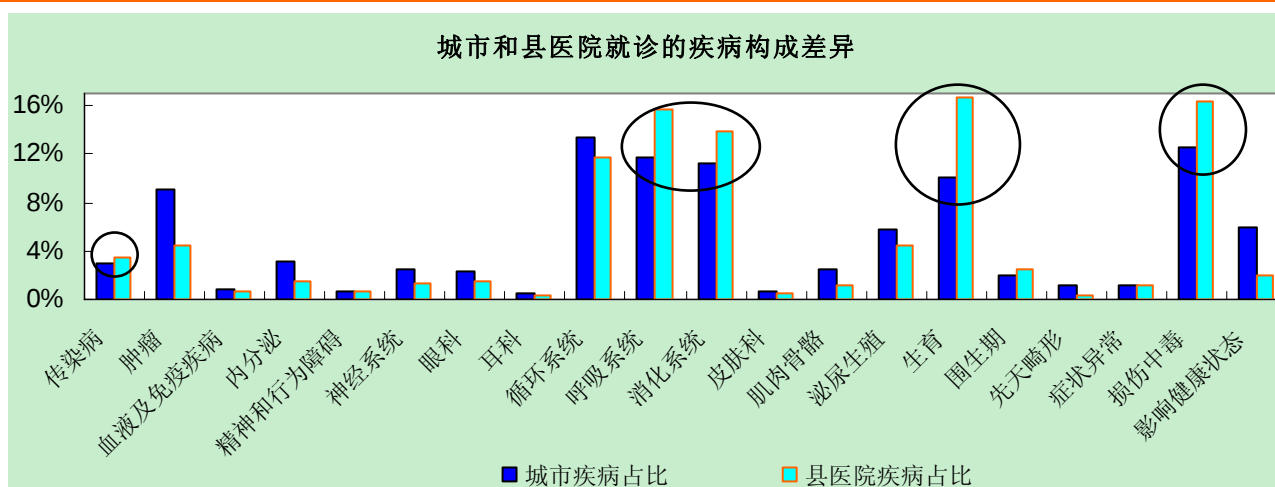
构，以及包括东部贫困地区在内的卫生院 6300 个，乡镇卫生院的数量将出现大的扩容，伴随新农合制度的完善，乡镇卫生院终端的药品消费将因为农村被压抑的医疗需求的释放而快速增长。

2.2.1 农村药品消费结构不同于城市

在新农合实行之前，农村的药品消费大部分集中在药店；当新农合实行之后，在乡镇卫生院的药品消费将逐步拉动。

需要注意的农村的疾病谱跟城市有较大差异，在县医院的就诊疾病中，农村在呼吸系统、消化系统、生育、损伤中毒和传染病上的就诊比例明显高于城市，农村市场发展起来之后，相关领域需要重视。

图 15：2007 年城市和县医院就诊的疾病构成差异



资料来源：卫生部 中投证券研究所

2.3 社区——等待制度突破

2.3.1 社区的药品消费整体没有达到应有的水平

社区医疗服务体系建设包括两个方面：1、加大对社区卫生的投入；2、转变社区卫生服务模式，建立社区首诊制，使得二、三级医院完成的普通门诊的服务向社区和农村服务体系转移，使社区医疗机构逐步承担起居民健康“守门人”的职责。

近几年社区服务中心（站）的数量呈现高速增长的态势，2007 年数量已经达到 27069 个，数量逼近乡镇卫生院的数量，但社区服务中心（站）的诊疗人次还只有乡镇卫生院的 1/3，药品消费金额还只有乡镇卫生院的 1/5，全年只有 100 亿。

表 7: 我国社区卫生资源及使用情况

	2002	2003	2004	2005	2006	2007
社区卫生服务中心(站)数量	8211	10101	14153	17129	22656	27069
同比增长		23.02%	40.11%	21.03%	32.27%	19.48%
诊疗人次(亿次)		0.74	0.97	1.22	1.77	2.26
同比增长			30.94%	25.84%	44.55%	27.87%
住院人数(万人)	10.6	10.3	15.2	26.6	43.6	74.3
同比增长		-2.83%	47.57%	75.00%	63.91%	70.41%

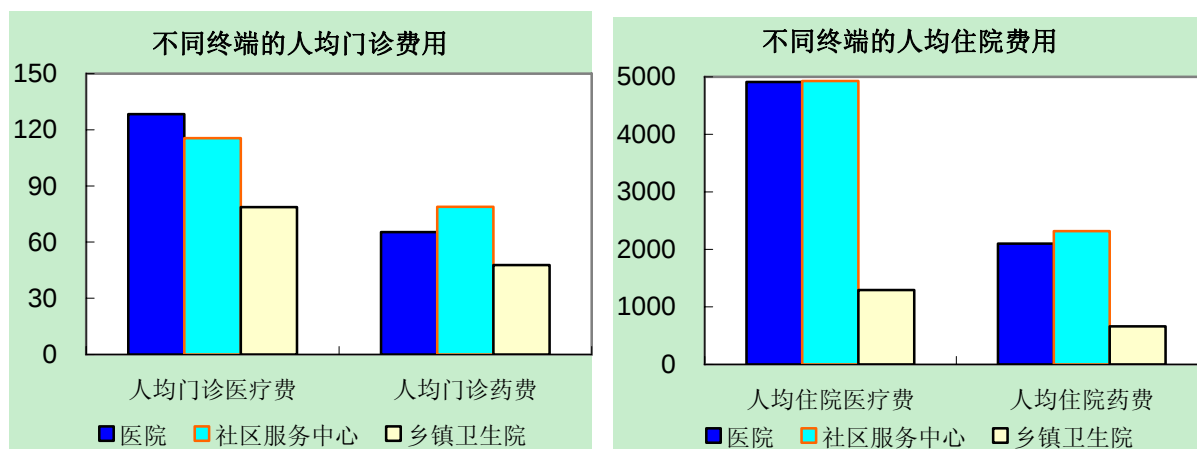
资料来源：卫生部，中投证券研究所整理

社区药品消费规模没有达到应有的水平的原因在于：

1、与大中型医院的医疗价格差距不够大，社区服务中心人均门诊医疗费只比医院低 10%，人均药费甚至比医院高，随着社区药品零差率的实行，当社区和医院医疗费用差距拉开之后，社区的药品消费增长将变得明显；

2、社区首诊制推出尚无时间表。目前实行社区首诊的条件还不成熟，社区医疗还处于引导阶段，没有强制性措施的情况下，社区医疗消费的大幅提高还需要等待。

图 16: 不同终端的人均门诊费用和住院费用



资料来源：卫生部 中投证券研究所

2.3.2 社区未来慢性病用药将表现突出

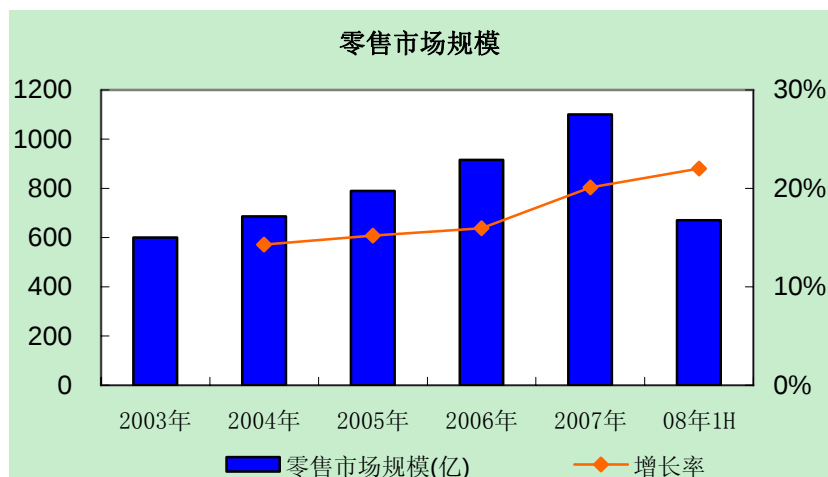
社区的药品消费结构一般是与城市的疾病发病率相关的，此外慢性病和常见病的占比较高。

以重庆社区的就诊情况来看，统计排名前 5 位的病种分别是冠心病、高血压、糖尿病、感冒、上呼吸道感染，而消费金额较大的疾病主要是肿瘤等疾病。这与城市医院就诊的疾病构成基本上是相符的，未来在慢性病方面有可能表现得更突出一些。

2.4 零售终端——机遇和风险并存

在 2004 年抗生素禁售令颁布之后零售市场的增长还有所加快，2007 年以来的增长速度都超过 20%，并不象原先市场所担心的当社区服务中心发展起来以后把零售药店的份额挤压小了。

图 17：零售市场增长情况



资料来源：SFDA 南方医药经济研究所 中投证券研究所

未来我们预计零售市场仍将维持 15% 以上的增长，一方面新农合等新增医保也正在把药店纳入新农合的可报销领域中来；另一方面随着农村基层医疗服务体系的建设，农村药店的数量将有很大增长，也会刺激药品零售。

2.5 未来终端格局的变化将促进产业集中

南方所对 2011 年药品消费终端的构成做了预测，从这个预测中可以看出，未来医院在药品消费终端中占的份额将会下降，而包括农村和社区的第三终端的份额将得到很大提升。

需要提出的是，未来医院份额的下降并不代表医院的药品消费会下降。

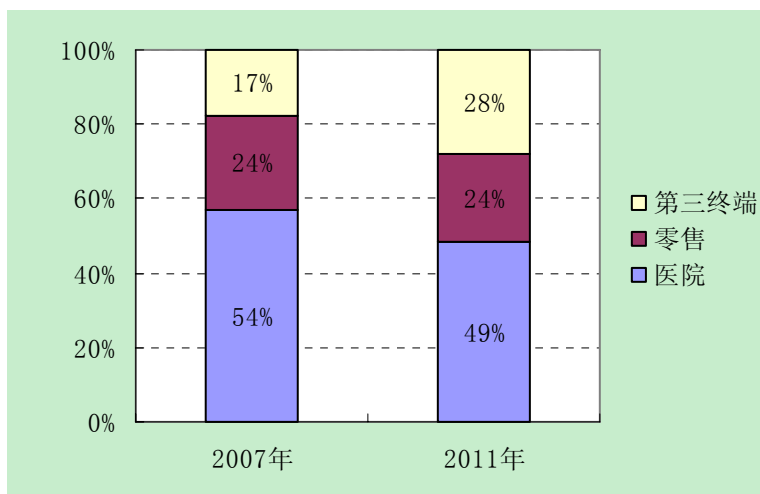
一方面医院中部分慢性病、常见病的诊疗将被转移到第三终端，另外一方面被压抑的需求的释放（可参见我们 2008 年年初的策略报告）将推动医院中神经系统、抗肿瘤、心血管等药品消费的局部高速增长。

另一方面，第三终端（社区和农村）的药品消费增长速度将快于行业，其中一部分药品消费来自于原来在医院的消费，另外一部分是新增消费。

在社区和农村的医疗服务体系中，《国家基本药物目录》将成为用药的基础，由政府组织的集中采购将在其中扮演重要的角色，随着这部分药品消

费金额的提高，将促进行业在普药制剂和医药流通环节的产业集中。其中在流通环节的产业集中更有可能产生规模效应，带来巨大的投资机会。

图 18：药品终端消费结构未来的变化

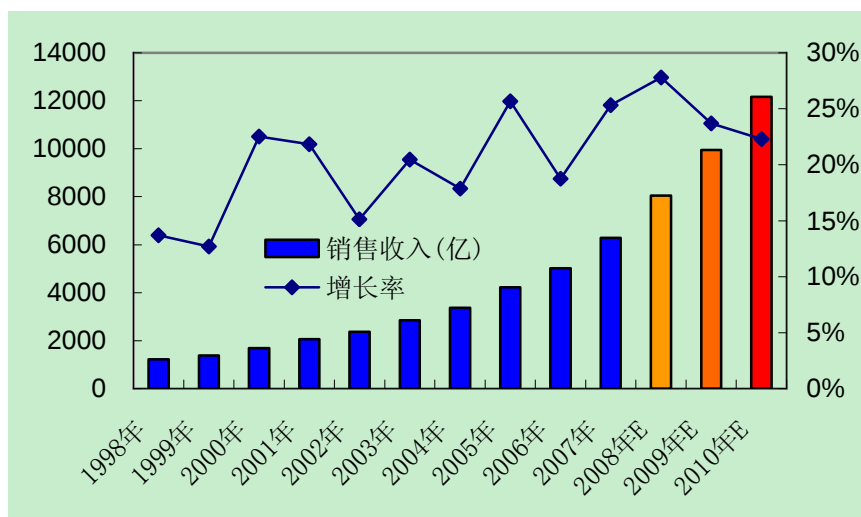


资料来源：SFDA 南方医药经济研究所

3.09 年投资策略——继续投资需求释放&产业集中

3.1 预计 09 年行业增长将达到 23%左右

图 18：医药工业销售收入及预测



资料来源：中投证券研究所预测，主要考虑了国内制剂市场的增长 如果考虑原料药市场价格下跌因素，增长速度有可能回落到 20%左右

目前增长最快的市场是由医保拉动的医院主渠道的市场，我们预计在城镇基本医保、新农合的拉动下，医保支出直接撬动的市场将增长 30%左右；

非医保市场一部分有医保的分流，另一方面医疗卫生服务体系的建设也会提高就诊率，这部分我们认为能够维持 18%左右的增长；

零售市场维持 20%左右的增长。

综合对三大市场的预测，我们认为认为 09 年国内制剂市场的收入增长将达到 23.7%，10 年达到 22.3%。

受大宗原料药产品价格回落的影响，医药行业明年整体的利润增长将放缓，但如果把原料药行业剔除，医药行业的利润增长是能够跟上收入的增长的，我们预计 09 年医药行业的利润增长速度将能达到 25%左右的。

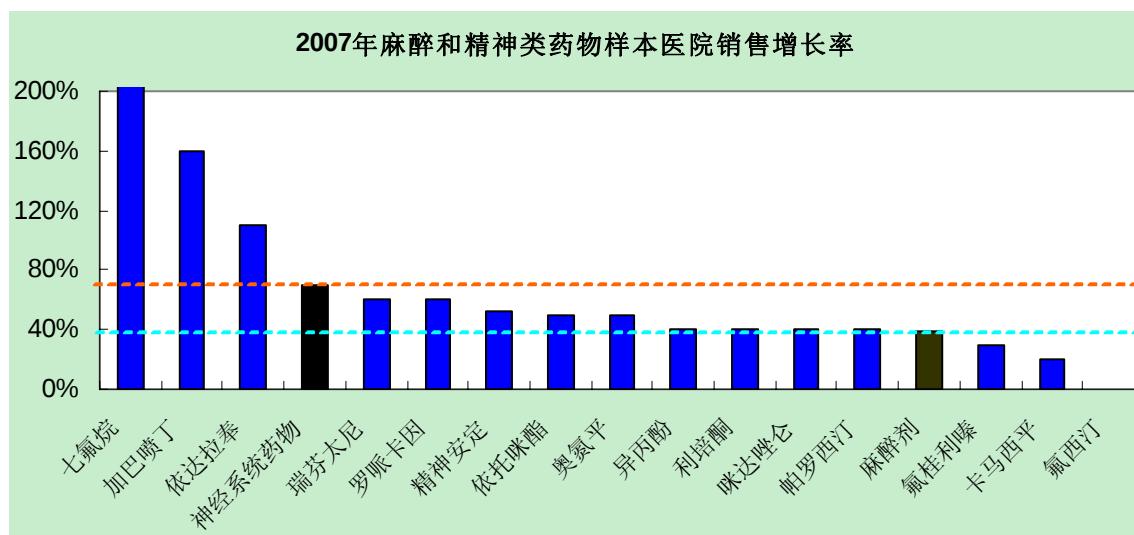
3.2 重点投资神经系统、抗肿瘤和心血管领域

目前医院市场仍然是药品消费的主渠道，其中增长最快的细分领域是神经系统类、抗肿瘤类和心血管类，在社区的发展过程中，心血管疾病等慢性病也是受益的主要领域，因而我们建议重点投资于这几个细分领域。

3.1.1 神经系统药物市场

神经系统药物在 07 年和 08 年上半年都是增长最快的细分领域，其中恒瑞的七氟烷、罗哌卡因，江苏先声的依达拉奉，恩华的加巴喷丁、依托咪酯、利培酮、咪达唑仑，人福药业的瑞芬太尼，华海药业的帕罗西汀的市场都有 40%以上的增长。

图 19：主要麻醉和精神类药物 2007 年样本医院销售增长情况



注：图中产品销售增长率为整体市场增长率，非上市公司产品销售增长率

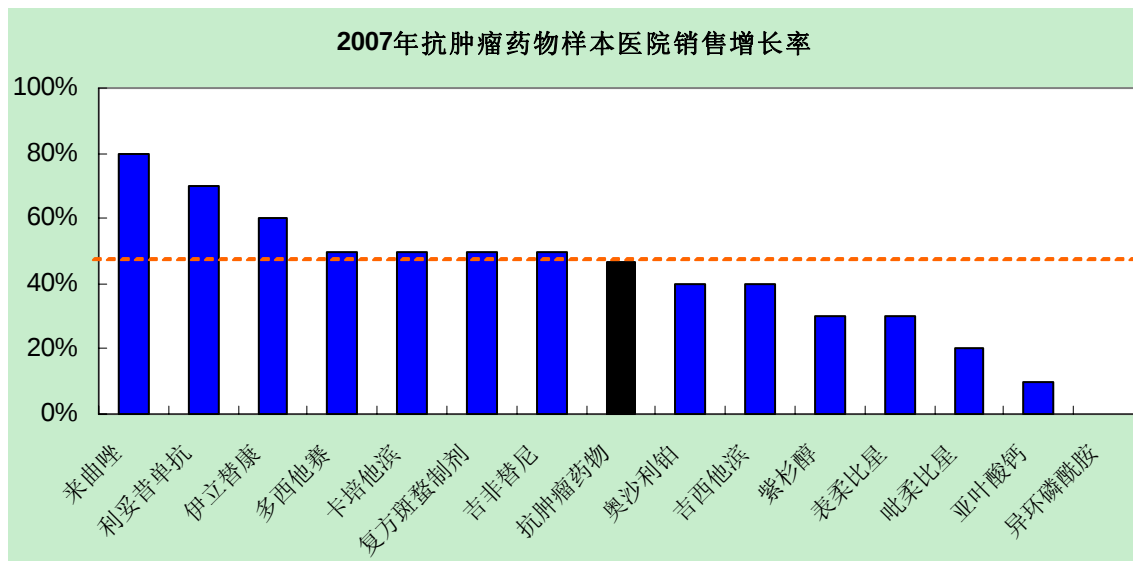
资料来源：SFDA 南方医药经济研究所 中投证券研究所

3.1.2 抗肿瘤药物市场

抗肿瘤药物市场在全球已经超过心脑血管药物，成为最大的药品消费领域，国内医院市场恒瑞的多西他赛、来曲唑、伊立替康，益佰的艾迪（复方斑

螯制剂)都保持了高速增长,海正的表柔比星和吡柔比星也都有较好的表现。

图 20: 主要抗肿瘤药物 2007 年样本医院销售增长情况



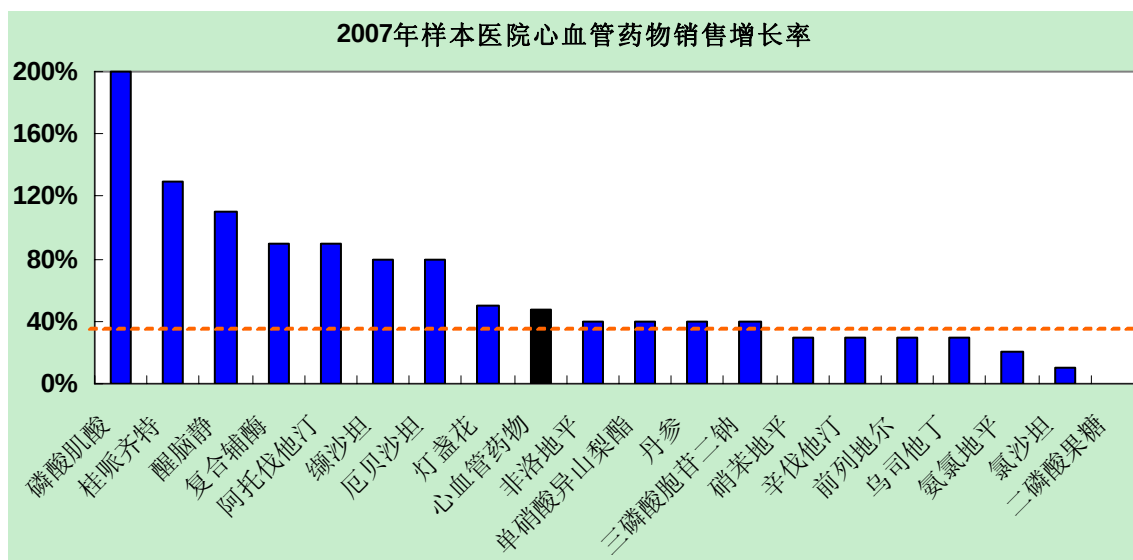
注: 图中产品销售增长率为整体市场增长率, 非上市公司产品销售增长率

资料来源: SFDA 南方医药经济研究所 中投证券研究所

3.1.3 心血管药物市场

心血管药物是增长最快的细分领域之一, 其中相当多的产品表现出了比行业更快的速度(图 19), 其中双鹭药业的复合辅酶名列其中, 其他产品与上市公司关系不大。

图 21: 心血管药物市场及医院用药前 20 名产品 2007 年增长情况



注: 图中产品销售增长率为整体市场增长率, 非上市公司产品销售增长率

资料来源: SFDA 南方医药经济研究所 中投证券研究所

综合以上终端市场可以明确恒瑞、恩华、双鹭、海正是明确受益于国内制

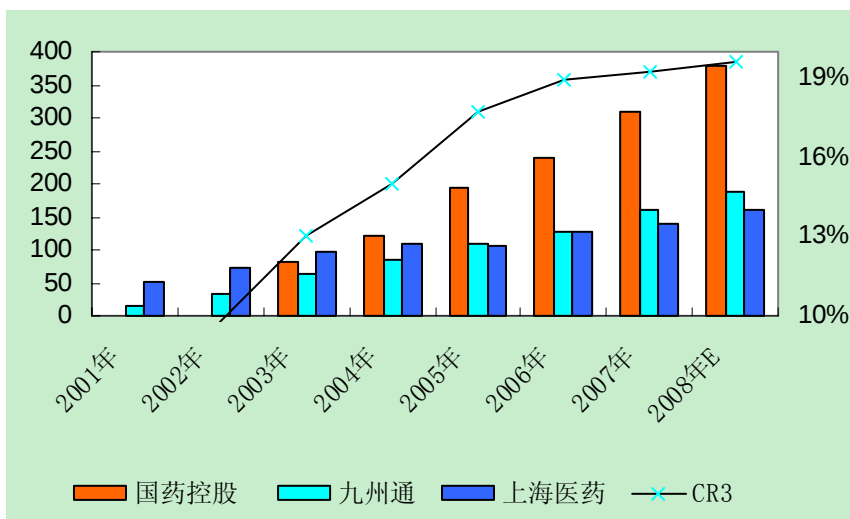
剂市场需求释放的公司。

3.3 流通领域值得继续关注

正如我们在 2006 年 3 月指出的，医药商业目前还是处于一个加速集中的过程，行业前 3 名占市场份额不断提升，2007 年 CR3 达到 19.21%，预计 09 年 CR3 将达到 20%以上。

未来行业中的龙头公司的份额在医改过程中将逐步扩大，随着银行利率的降低，医药商业企业未来的财务负担有望减少，2009 年医药商业领域将面临较好的投资机遇。

图 22：医药商业的三巨头增长情况



资料来源：SFDA 南方医药经济研究所 中投证券研究所

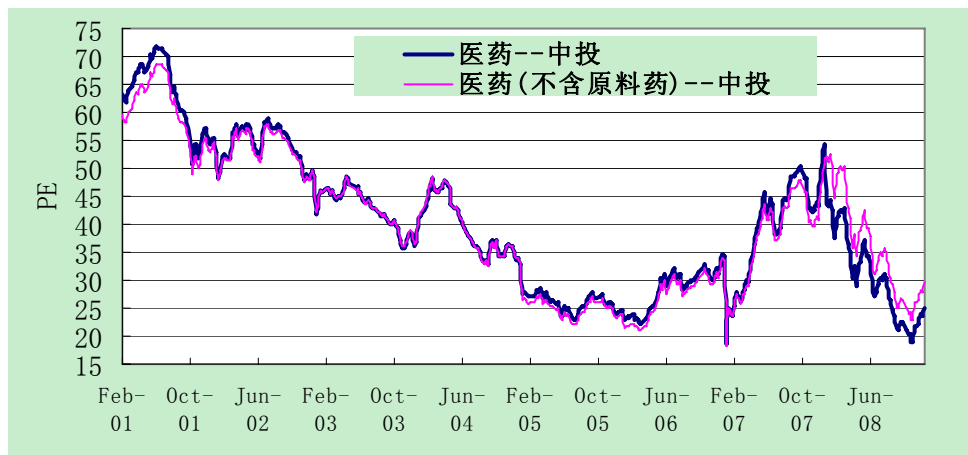
3.4 估值水平和投资评级

医药板块未来 2-3 年的增长仍然十分明确，剔除原料药板块后，医药板块未来两年维持 20-25% 的增长速度没有问题。

从估值来看，医药板块剔除原料药后的估值中枢在 25 倍左右，在历史上也处于底部区域。

无论从成长性还是估值来看，医药板块都是值得我们超配的行业，我们继续维持对医药板块的“看好”评级。

图 23：医药板块的历年估值水平



资料来源：SFDA 南方医药经济研究所 中投证券研究所

3.5 重点公司盈利预测和投资评级

我们建议未来一年的投资重点可从以下几点着手：

- 1、重点投资受益于国内需求快速增长公司，如抗肿瘤领域的恒瑞、海正，神经系统药物的恩华药业，疫苗领域的天坛生物，糖尿病领域的通化东宝；
- 2、重新审视医药流通领域可能潜在的投资机会，建议重点配置国药股份、一致药业，并适当配置南京医药；
- 3、同时适当关注 OTC 领域和海外市场可能产生的机会，如云南白药、三九、华海药业。

表 8: 主要关注公司盈利预测和投资评级

公司	投 资 评 级	股 价	EPS				P/E			06-08 年复	
			07	08E	09E	10E	07	08E	09E	10E	合增长率
化学原料药											
海正药业	推荐	14.11	0.31	0.46	0.62	0.85	45.5	30.7	22.8	16.6	39.96%
华海药业	推荐	12.19	0.44	0.50	0.70	0.87	27.8	24.4	17.4	14.0	25.66%
新和成	无评级	25.28	0.23	4.73	4.02	2.14	112.2	5.3	6.3	11.8	111.82%
浙江医药	无评级	16.2	0.13	2.44	2.54	2.05	128.8	6.6	6.4	7.9	153.55%
化学药制剂											
恒瑞医药	强烈推荐	38.54	0.80	0.89	1.2	1.58	48.2	43.3	32.1	24.4	25.46%
恩华药业	推荐	14.21	0.22	0.34	0.48	0.62	64.6	41.8	29.6	22.9	41.25%
华东医药	推荐	10.38	0.40	0.44	0.58	0.75	26.0	23.6	17.9	13.8	23.31%
中药											
康缘药业	强烈推荐	17.17	0.37	0.57	0.78	0.99	46.4	30.1	22.0	17.3	38.78%
云南白药	强烈推荐	34.7	0.70	0.93	1.26	1.71	49.6	37.3	27.5	20.3	34.68%
天士力	推荐	12.46	0.37	0.49	0.55	0.61	33.7	25.4	22.7	20.4	18.13%
三九医药	推荐	14.7	0.29	0.51	0.65	0.77	50.7	28.8	22.6	19.1	38.47%
东阿阿胶	中性	15.1	0.31	0.50	0.62	0.76	48.7	30.2	24.4	19.9	34.84%
生物药											
双鹭药业	推荐	35.28	0.54	0.90	1.30	1.76	65.3	39.2	27.1	20.0	48.27%
科华生物	推荐	22.5	0.35	0.55	0.74	0.97	63.7	40.9	30.4	23.2	40.02%
达安基因	推荐	7.3	0.18	0.19	0.26	0.35	40.6	38.4	28.1	20.9	24.81%
华兰生物	推荐	36.64	0.53	0.79	1.12	1.48	69.1	46.4	32.7	24.8	40.82%
上海莱士	推荐	24.32	0.51	0.65	0.79	0.99	47.7	37.4	30.8	24.6	24.74%
天坛生物	推荐	14.81	0.21	0.28	0.37	0.47	70.5	52.9	40.0	31.5	30.81%
通化东宝	推荐	13.97	0.21	0.23	0.54	0.80	66.5	60.7	25.9	17.5	56.18%
医药商业											
一致药业	强烈推荐	15.46	0.43	0.58	0.76	0.95	36.0	26.7	20.3	16.3	30.24%
国药股份	强烈推荐	28.77	0.55	0.78	0.98	1.55	52.3	36.9	29.4	18.6	41.25%
南京医药	推荐	6.67	0.19	0.21	0.27	0.34	35.8	32.1	24.3	19.9	21.76%

资料来源：中投证券研究所

医药行业

中投证券医药行业小组

周锐

0755-82026719

zhourui@cjis.cn

恒瑞医药 600276

强烈推荐

长期拥有的战略性品种

12个月目标价：42.00元

当前股价：38.54元

评级调整：维持

基本数据

上证综指 1976.82

总股本(百万) 517

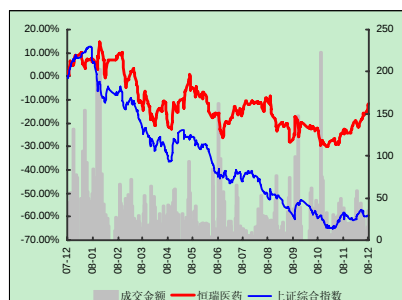
流通股本(百万) 354

流通市值(亿) 136

EPS (TTM) 0.80

每股净资产(元) 3.56

资产负债率 18.9%



相关报告

20070808 恒瑞医药——中期业绩超出预期，未来仍将持续

20071023 恒瑞医药——公司将持续从政策变化中受益，调高08年盈利预测

20080801 恒瑞医药(600276)——业绩符合预期，创新和国际化加速

20081025 恒瑞医药(600276)——主业仍然保持快速增长

投资要点：

- 恒瑞医药构建的“抢仿”和“仿创”产品梯队仍足以推动公司持续快速增长。
- 抗肿瘤药方面，奥沙利铂和多西他赛两大重磅产品维持20%左右快速增长；伊立替康和来曲唑将进入放量高速增长阶段，增长率将达到30%以上；左亚叶酸钙将替代亚叶酸钙；09年前后还将有一个肿瘤药上市；
- 在手术用药方面，左布比卡因等局麻药稳定增长，吸入性麻醉药七氟烷将进入放量增长期，顺苯磺酸阿曲库铵将替代苯磺酸阿曲库铵；
- 在其它领域，碘氟醇、厄贝沙坦、头孢吡肟等产品迅速，雷洛昔芬的市场推广将逐步展开。
- 创新药物除了卡屈沙星和艾瑞昔布即将拿到新药证书之外，抗肿瘤专利药物甲磺酸阿帕替尼进入二期临床，另外还有多个创新药物进入临床前研究。
- 国际化方面，目前有4个品种的原料药已经通过美国FDA认证，制剂出口认证目前还在等结果。
- 考虑了交易性金融资产带来的亏损和公司股本的稀释，我们预测恒瑞医药08-10年的EPS为0.80、1.20和1.58元，维持强烈推荐的投资评级，建议战略性配置。

主要财务指标

单位：百万元	2007	2008E	2009E	2010E
主营收入(百万元)	1960	2582	3341	4376
同比增长	36%	32%	29%	31%
净利润(百万元)	419	459	621	818
同比增长	100%	11%	35%	32%
毛利率	83.1%	83.5%	83.8%	83.8%
ROE	25.6%	23.5%	24.6%	25.0%
每股收益(元)	0.80	0.89	1.20	1.58
市盈率	48.3	43.5	32.1	24.4
市净率	12.3	10.2	7.9	6.1
EV/EBITDA	33.6	31.2	23.0	17.7

资料来源：中投证券研究所

医药行业

中投证券医药行业小组

周锐

0755-82026719

zhourui@cjis.cn

恩华药业 002262

推荐

恒瑞式的仿创型企业

6 个月目标价: 16.8

当前股价: 14.21 元

评级调整: 维持

基本数据

上证综指 1976.82

总股本(百万)120

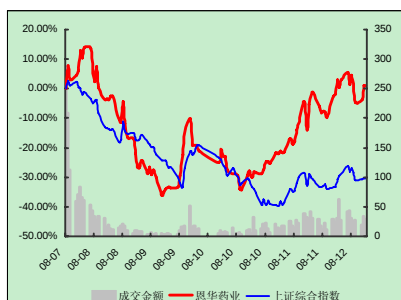
流通股本(百万)90

流通市值(亿)0.22

EPS (TTM) 12.33

每股净资产 (元) 2.73

资产负债率 56.9%



相关报告

20080723 新股分析 恩华药业(002262)

精麻药领域的恒瑞式的仿创药企

20081024 恩华药业(002262)一规模虽
小, 潜力巨大

投资要点:

- 恩华药业业务聚焦于麻醉药品、精神类药物和神经类药物, 相关领域的高壁垒成就了恩华的高盈利能力, 而在创新药物方面的进展为公司未来发展提供了空间;
- 麻醉药是公司的主要利润来源, 占公司制剂和原料药业务的 46%, 该类产品中静脉麻醉药力月西(咪达唑仑)和福尔利(依托咪酯)维持高速增长, 催醒药氟马西尼和镇静剂右美托咪啶对未来增长构成持续支撑;
- 精神类药物未来将是最重要的利润增长点, 精神分裂症一线口服药物思利舒(利培酮)未来销售额将过亿, 精神分裂症注射药物思贝格(齐拉西酮)已经上市开始放量, 未来治疗神经痛的重磅药物普瑞巴林的上市将推动恩华的精神类药物进入一个黄金发展期;
- 神经类药物过去遭遇短暂下滑, 随着新产品迭力(加巴喷丁)治疗神经痛新适应症获批, 该类药品将重新进入增长通道。
- 公司与军事医学科学院、赛德维康研究院合作开发的专利药物埃他卡林已经完成三期临床。埃他卡林由恩华控股 51% 的恩华赛德运作, 恩华赛德拥有该产品的生产技术和中国专利, 预计 2010 年后将贡献利润。

投资建议:

我们认为恩华未来三年处于快速增长恩华药业处于一个未来发展空间巨大的市场, 公司具有良好的产品梯队, 营销力量也在不断增强, 未来几年保持 30% 以上的增长速度没有问题, 我们对恩华药业 08-10 年的盈利预测为 0.34 元、0.48 元和 0.62 元的盈利预测, 给予推荐的评级。

主要财务指标

单位: 百万元	2007	2008E	2009E	2010E
主营收入(百万元)	805	953	1148	1414
同比增长	16%	18%	21%	23%
净利润(百万元)	27	41	57	75
同比增长	57%	54%	39%	30%
毛利率	36.8%	39.3%	42.0%	45.3%
ROE	18.3%	11.8%	14.2%	15.8%
每股收益(元)	0.22	0.34	0.48	0.62
市盈率	64.59	41.79	29.60	22.92
市净率	11.72	4.90	4.25	3.63
EV/EBITDA	29	23	17	12

资料来源: 中投证券研究所

医药行业

中投证券医药行业小组

周锐

0755-82026719

zhou Rui@cjis.cn

一致药业 000028

强烈推荐

增长确定，估值便宜的医药商业股

投资要点：

- 一致药业作为国药控股的南方商业平台和最主要的工业生产基地，定位已经逐步清晰，商业业务短期是公司的主要利润增长点，工业在消化了固定资产折旧增加的短期影响后将为公司业绩增长加速；
- 作为国控的南方平台，一致药业依托母公司的资源将拿到更多的总经销和总代理品种以增强公司的盈利能力；此外，一致药业的商业业务在两广整合完成之后将开始新的扩张，业务将从两广拓展到中国南区的其它部分；
- 一致药业的工业业务的定位今年以来已经逐步清晰，其作为国药控股最主要的生产基地的角色已经使公司明显受益，公司计划收购新的工业项目以扩充产品线，未来这一部分业务的发展空间将十分巨大，其价值目前仍然被市场严重低估；
- 药品零售目前正处于行业低谷，但这恰恰给优势企业带来了收购整合的机会，一致药业的零售业务未来几年将有大的扩张。
- 我们认为随着公司定位的逐步清晰，和业绩的逐步释放，一致药业将维持业绩的高速增长，未来业绩的释放将成为公司股价上涨的持续推动力。
- 一致药业作为国药控股的南方商业平台和最重要的工业平台，未来的增长趋势仍然非常明确，在医改过程中有不断扩大市场份额的能力，我们对一致药业 08-10 年的盈利预测为 0.58 元、0.76 元和 0.95 元的盈利预测，维持强烈推荐评级

6 个月目标价：19 元

当前股价：15.46 元

评级调整：维持

基本数据

上证综指 1976.82

总股本(百万)288

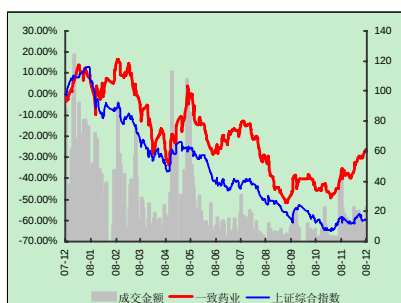
流通股本(百万)149

流通市值(亿)23

EPS (TTM) 0.43

每股净资产 (元) 1.95

资产负债率 82.2%



相关报告

20070730 医药商业——投资医药商业，分享十年成长

20070731 一致药业——市场化程度最高的医药商业企业（深度报告）

20080808 一致药业(000028)——快速增长趋势没有变化

20081024 一致药业(000028)——保持快速稳定增长

主要财务指标

单位：百万元	2007	2008E	2009E	2010E
主营收入(百万元)	6878	8658	10684	13121
同比增长	20%	26%	23%	23%
净利润(百万元)	139	173	223	277
同比增长	56%	34%	31%	25%
毛利率	10.3%	9.4%	9.1%	9.1%
ROE	25.8%	25.8%	25.2%	23.9%
每股收益(元)	0.43	0.58	0.76	0.95
市盈率	35.95	26.66	20.34	16.27
市净率	9.20	6.83	5.11	3.89
EV/EBITDA	19	15	13	11

资料来源：中投证券研究所

医药行业

中投证券医药行业小组

李昱

0755-82026737

liyu@cjis.cn

天坛生物 600161

推荐

受益最明确的疫苗行业龙头

投资要点:

- 疫苗行业是最具发展潜力的子行业,理由如下:1、疾病预防投入比治疗投入更具经济价值和社会价值,是未来的发展方向。2、新医改的四大体系中,公共卫生服务体系建设的的主要内容是建立健全疾病预防控制,最大的受益者是疫苗行业。
- 国家计划免疫规划扩容给计划内疫苗市场带来了巨大的增长,我们测算市场规模将由现在的15-20亿扩大到40亿以上。这部分市场增量将大部分归属于计划内疫苗市场的垄断者中生集团。公司是中生集团在资本市场的唯一平台,并有明确的资产注入预期,是疫苗行业最为确定的投资标的。
- 公司主要品种麻腮风三联、无细胞百白破、甲肝、乙脑等均新进入了国家免疫规划,今年以来经营趋势持续向好。其中,去年受生产工艺影响的麻腮风三联疫苗已经恢复生产和销售,09、10年将对公司业绩产生较大贡献。
- 成都蓉生的注入将使公司成为国内血液制品的龙头,行业的高景气度对公司业绩以及现金流产生有利影响。
- 在不增发的情景下,公司08-10年EPS分别为0.28、0.37和0.47元,如果按最大股本增发,于09年注入成都蓉生,合并一个季度报表,公司08-10年EPS为0.28、0.33和0.51元。我们长期看好疫苗行业的发展,公司作为行业最明确的投资标的,而且有资产注入预期,按40X 09PE,12个月目标价14.8元,维持“推荐”的投资评级。

风险提示:

- 公司资产注入的时间和完成情况存在不确定性。

主要财务指标

单位:百万元	2007	2008E	2009E	2010E
主营收入(百万元)	531	691	833	989
同比增长	27%	30%	21%	19%
净利润(百万元)	105	138	181	229
同比增长	3%	32%	31%	27%
毛利率	62.3%	63.0%	62.3%	61.1%
ROE	16.2%	20.4%	23.4%	25.8%
每股收益(元)	0.32	0.28	0.37	0.47
市盈率	46.28	52.89	40.03	31.51
市净率	6.03	8.66	7.59	6.59
EV/EBITDA	25	20	16	14

资料来源:中投证券研究所

6个月目标价: 14.8

当前股价: 14.81元

评级调整: 维持

基本数据

上证综指 1976.82

总股本(百万)488

流通股本(百万)238

流通市值(亿)35.4

EPS (TTM) 0.24

每股净资产(元)1.32

资产负债率 41%



相关报告

20081027 天坛生物—经营趋势持续向好—推荐

20080829 天坛生物—子公司仍是利润贡献主要来源—推荐

20080320 天坛生物—以时间换空间—推荐

医药行业

中投证券医药行业小组

李昱

0755-82026737

liyu@cjis.cn

三九医药 000999

推荐

OTC 企业的首选品种

投资要点:

- 三九医药是我们所看好的 OTC 中药龙头, 拥有最有价值的 OTC 品牌和渠道优势, 在华润集团入主, 解决债务问题后, 将重装上阵, 迈入新的发展轨道。
- 品牌是三九医药最核心的竞争力, 产品品牌与企业品牌的结合实现三九品牌价值的最大化, 作为国内最具可延伸性的品牌, 三九具有其他 OTC 企业不可比拟的独特优势。
- 华润集团入主使三九甩掉了背负多年的巨额负债, 改善了三九的资本结构, 更重要的是, 华润将把三九作为自己的中药业务平台, 以其出色的资本运作能力支持三九的发展。
- 三九医药未来的战略是立足医药主业, 重点发展品牌 OTC、中药处方药、免煎中药以及抗生素和普药四大业务模块, 逐渐剥离其他业务。OTC 是三九的核心业务, 我们预计将以 10%-15% 速度稳定增长; 中药处方药和抗生素借助行业快速发展的机遇, 增速有望达到 50%; 免煎中药目前还是新兴市场, 公司的策略是争取参与行业标准的制定, 抢占话语权。
- 我们预计三九医药 08-10 年 EPS 为 0.51、0.65、0.77 元, 目前除权后 09 年动态 PE 在 17 倍。公司凭借着独特的品牌价值和良好的销售渠道, 推行品类规划战略, 对合适的产品进行收购, 华润集团的平台资源也将为公司发展提供充足动力。公司基本面临明显好转, 作为增长确定的 OTC 行业龙头, 建议投资者持有, 维持推荐的投资评级。

风险提示:

- 公司产品线扩张依赖于外在的品种收购, 具有不确定性。

主要财务指标

单位: 百万元	2007	2008E	2009E	2010E
主营收入(百万元)	3398	3983	4645	5356
同比增长	16%	17%	17%	15%
净利润(百万元)	280	503	636	756
同比增长	32%	80%	26%	19%
毛利率	47.6%	48.1%	49.4%	50.3%
ROE	10.2%	15.6%	16.4%	16.3%
每股收益(元)	0.29	0.51	0.65	0.77
市盈率	50.69	28.82	22.62	19.09
市净率	5.27	4.45	3.71	3.11
EV/EBITDA	34	22	17	14

资料来源: 中投证券研究所

6 个月目标价: 16.90

当前股价: 14.01 元

评级调整: 维持

基本数据

上证综指 1976.82

总股本(百万) 979

流通股本(百万) 260

流通市值(亿) 38

EPS (TTM) 0.52

每股净资产 (元) 3.12

资产负债率 32.8%



相关报告

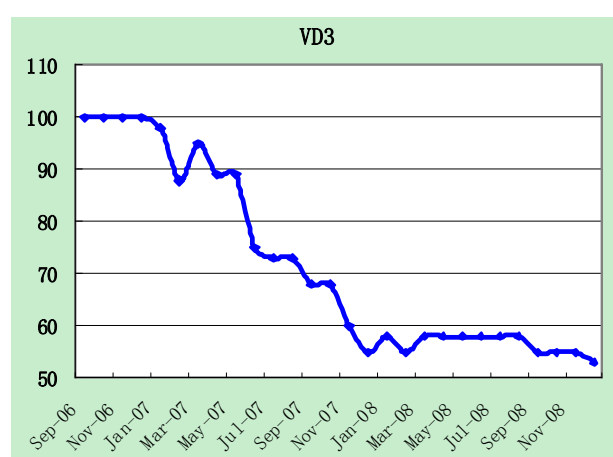
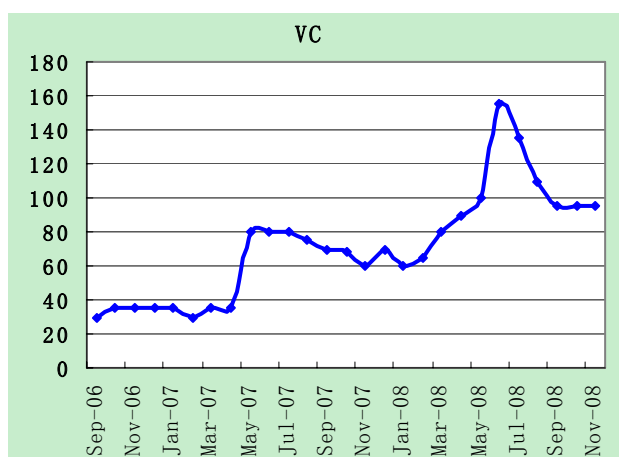
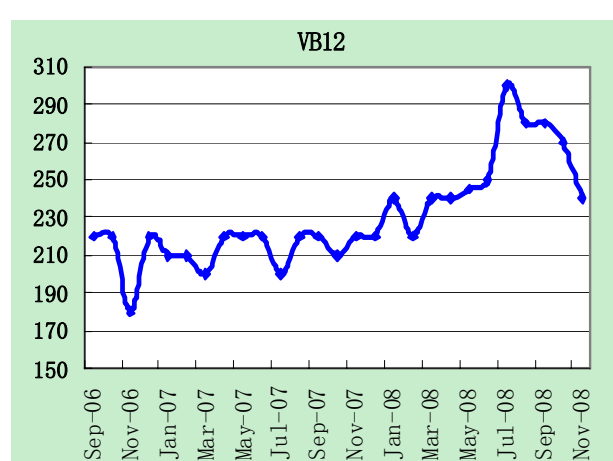
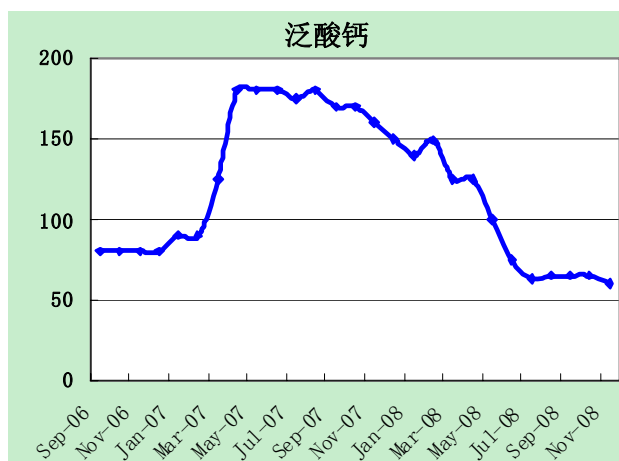
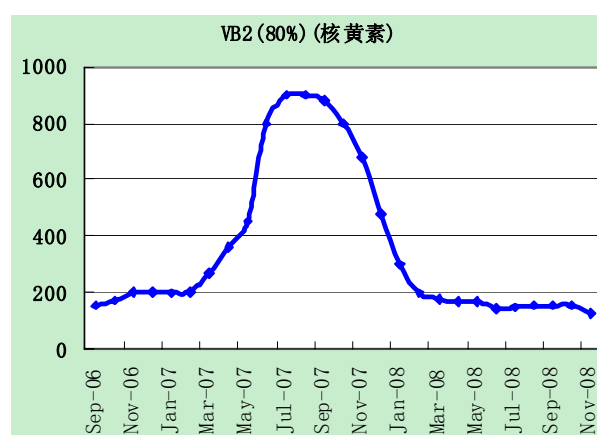
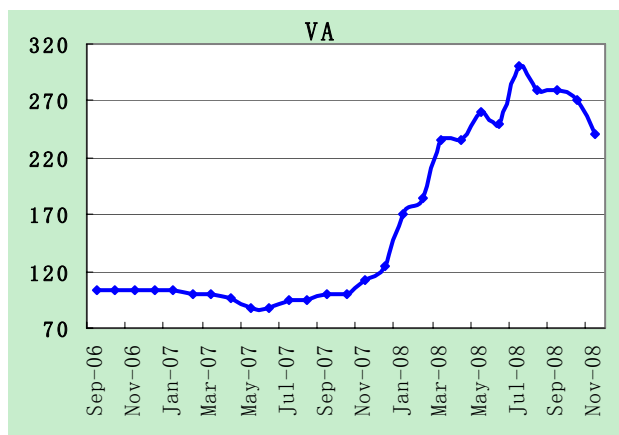
20081030 增长确定的 OTC 首选品种 - 推荐

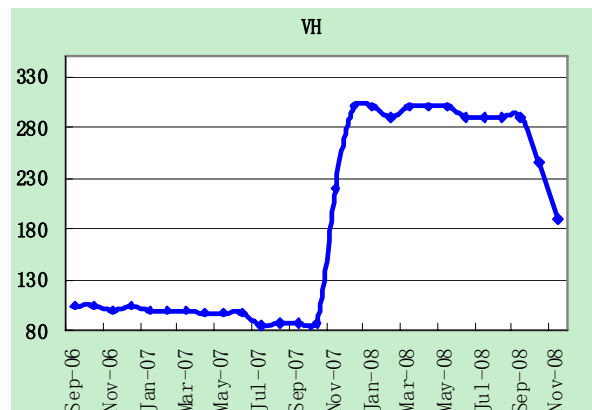
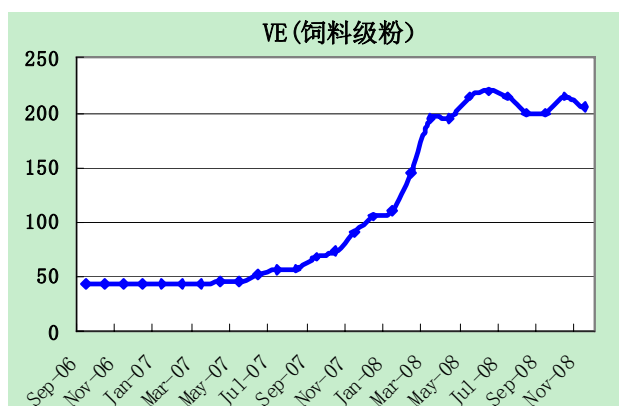
20080805 业绩符合预期 成为一线医药股 - 推荐

20080630 老品牌延伸价值 新三九重装上阵 - 推荐

附录 主要原料药产品 06 年 9 月来的价格走势

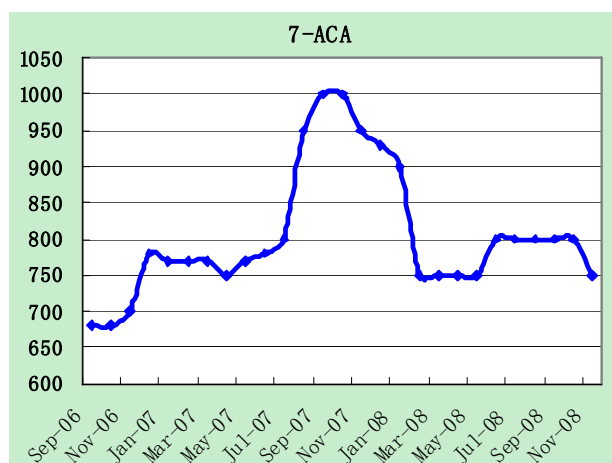
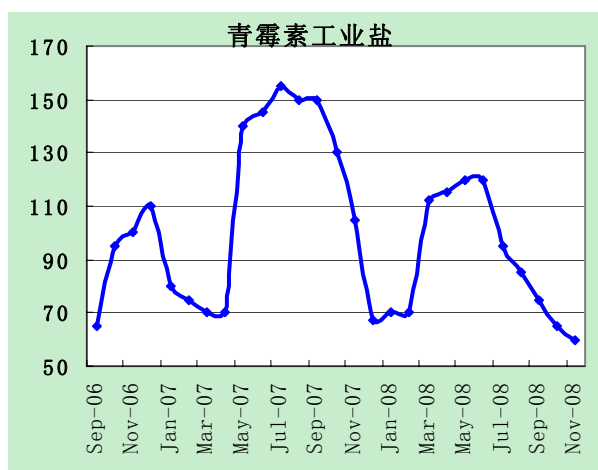
附图 1：主要维生素原料药产品价格





资料来源: <http://www.boyar.cn> 中投证券研究所

附图 2: 抗生素等其它原料药产品价格



资料来源: 健康网 中投证券研究所

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

周锐, 中投证券研究所医药行业首席分析师, 理学博士, 3 年医药行业从业经验, 5 年证券行业从业经验, 2006 年和 2007 年《新财富》最佳分析师评选中入围; “2008 年度卖方分析师水晶球奖”医药行业第二名, 2008 年新财富最佳分析师医药行业第 3 名。

主要研究覆盖化学药&医药商业&现代中药: 海正药业、华海药业、新和成、浙江医药、恒瑞医药、华东医药、国药股份、一致药业、康缘药业、天士力等

李昱, 中投证券研究所医药行业分析师, 理学硕士。2008 年度卖方分析师水晶球奖”医药行业第二名, 2008 年新财富最佳分析师医药行业第 3 名

主要研究覆盖生物医药、传统中药、医疗器械: 云南白药、三九医药、通化东宝、科华生物、上海莱士等。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

深圳福田区福华三路国际商会中心 49 楼

邮编: 518048

传真: (0755) 82026711

北京

北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层

邮编: 100031

传真: (010) 66276939

上海

上海市南京西路 580 号南证大厦 16 楼

邮编: 200041

传真: (021) 62171434