

把握变革中的机遇

医药行业 3 月月报

报告摘要：

- **继续坚定持有医药股，分享行业健康成长带来的稳健收益。**目前医药股相对估值处于合理水平；行业经济运行情况健康；上市公司业绩仍保持较快增长；ROE 未来增长确定；医院、零售、第三终端药品需求加速增长；医改政府投入力度之大前所未有。中长期看，行业的健康成长将为投资者带来稳健的投资收益。
- **医药股在反弹中领先于大盘，内部结构分化明显。**08年11月初以来，医药股明显跑赢大盘，这与我们11月初的预期是相符的。然而行业内部分化明显：前期估值偏低的二、三线股，在估值修正的过程中，成为领涨整个板块的主驱动力，涨幅明显超越一线股。从表1的估值比较中即可清楚地认识到这点。
- **医药股目前估值水平回归合理。**经过自11月初以来的估值抬升，与以往历史年度相比，医药股相对于沪深300的溢价率水平，由前期的偏低回归到了相对合理水平。二、三线医药股中建议重点关注估值仍偏低的丽珠集团、健康元、金陵药业、上实医药（资产重组）。同时，一线的双鹭药业、恒瑞医药、科华生物因较高的成长性，我们仍建议择机介入并长期持有。
- **08年行业仍保持较快的增长，09年前景明朗。**统计局数据显示，08年1-11月，主营收入和利润总额分别为6,561亿元、645亿元，同比增长了25.84%和29.12%。健康网数据显示，2008年1-12月医药工业销售产值达7,519亿元，同比增长26.09%。整个行业仍然保持较快的增长势头。即使在07年含较多证券投资收益、ROE比较基数偏高、宏观经济走势较为不确定的情况下，我们预期08、09年剔除浙江医药、新和成的影响后，医药行业ROE仍将保持一定的增长，这是医药行业较其他周期性行业的突出优势。
- **医改启动在即，政府投入力度之大前所未有。**自02年以来，政府对医疗卫生建设循序渐进、加大投入，国家医疗卫生事业取得了长足进步：新农合参保人数8.14亿人，参保率为91.5%，建设社区卫生服务机构2.6万余个，全国城镇居民基本医疗保险参保人数达10,012万人。而08-09年整个行业可谓是政策出台最为集中的一段时期。随着医改的推出，09-2011年，又是改革力度和政府支持力度最大的一段时期。09年1月21日，国务院常务会议审议并原则通过了《关于深化医药卫生体制改革的意见》和《2009-2011年深化医药卫生体制改革实施方案》。从2009年到2011年，政府将重点抓好五项改革，3年内各级政府投入8,500亿元。
- **“领先大市-A”的投资评级，重点推荐两类公司。**我们建议投资者继续持有两类公司：第一、核心竞争力突出，高增长较明确、市场给予一定估值溢价的公司：双鹭药业、恒瑞医药、科华生物；第二、主业稳健有安全边际，变中求进（具有明确回购B股、资产重组、资产注入等投资亮点）的公司：丽珠集团、上实医药、江中药业、沃华医药、仁和药业。丽珠集团和双鹭药业分别在两类公司中相对估值优势较明显，建议重点关注。
- **变者图强，把握变化中的投资机会。**医药行业正处于大的变革年代，企业如何把握机遇、在变化中增强自身的核心竞争优势，在现阶段显得尤为重要。我们希望能够把握这些变化和投资机会，除重点推荐公司外，我们近期还密切跟踪一些公司包括：积极探索产业升级之路的特色原料药企业—海正药业、华海药业；主业优势突出、业绩恢复性增长、有卖壳预期的太极系企业—太极集团、西南药业、桐君阁；逐步退出二级市场投资，回归医药健康主业，估值仍折价的健康元；公司基本面正发生积极变化的金陵药业；PCR龙头、独立医学检测先驱企业达安基因。上述公司阶段性面临着一定的困难和不确定性，但正润物细无声地积极改善和变化着。我们还是秉承一贯的选股思路，动态地看待行业和公司，在变化中不断找寻好的投资机会。

医疗保健

上次评级

领先大市-A

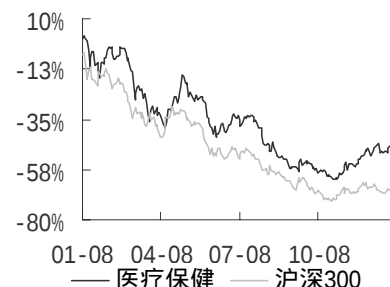
领先大市-A

报告日期

2009-03-22

首选股票	目标价	评级
600276 恒瑞医药	46	增持-A
002038 双鹭药业	36.4	增持-A
002022 科华生物	23	增持-A
000513 丽珠集团	27	增持-A
600607 上实医药	15.2	增持-A
600750 江中药业	13.5	增持-A
000650 仁和药业	13.3	增持-A
002107 沃华医药	33	买入-A

12 个月行业表现



研究员

洪露

021-68766073

高级行业分析师

honglu@essences.com.cn

赵楠

010-66581623

行业分析师

zhaonan@essences.com.cn

前期研究成果

静水深流，变者图强

2008-12-23

估值接近底部，投资时机较佳

2008-11-13

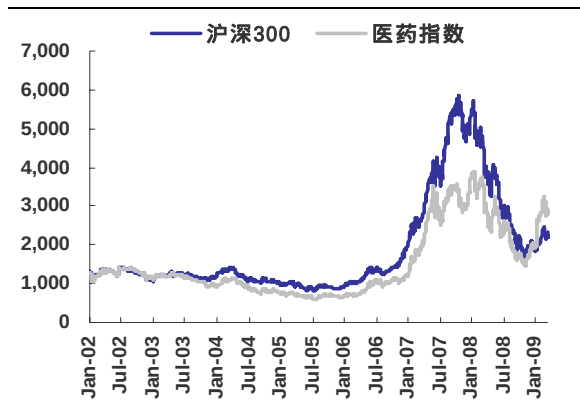
正文目录

1. 医药板块回顾及投资建议	3
2. 重点推荐公司动态分析及投资建议	6
2.1. 恒瑞医药 (600276.SH): 创新引领发展	6
2.2. 双鹭药业 (002038.SZ): 主业快速增长, 基本符合预期	6
2.3. 科华生物 (002022.SZ): 核心业务持续健康成长	7
2.4. 丽珠集团 (000513.SZ): 销售改革继续深化, 营收有望达历史新高	7
2.5. 上实医药 (600607.SH): 主业增长稳健, 重组预期明确	8
2.6. 江中药业 (600750.SH): 集团改制改变市场预期	9
2.7. 沃华医药 (002107.SZ): 2008 年仅是高增长的开始	10
3. 重点关注公司动态分析及投资建议	11
3.1. 海正药业 (600267.SH): 立足当下, 志存高远	11
3.2. 华海药业 (600521.SH): 坚定前行, 前景乐观	11
3.3. 太极集团 (600129.SH): 逐步走出逆境, 业绩改善可期	12
3.4. 西南药业 (600666.SH): 禀赋优质, 顺应医改快速成长	13
3.5. 桐君阁 (000591.SZ): 股价含有整合预期	13
3.6. 健康元 (600380.SH): 逐步退出二级市场投资, 回归医药健康主业	14
3.7. 达安基因 (002030.SZ): PCR 龙头, 仍具增长潜力	14
3.8. 天士力 (600535.SH): 整体仍处于调整期, 趋势向好	15
3.9. 金陵药业 (000919.SZ): 基本面正在发生积极变化	16
3.10. 新华医疗 (600587.SH): 应时就势, 加大放射诊仪器投入	16
4. 医药行业 2008 年 3 月重要政策及事件回顾	17
5. 国外市场动态	19

1. 医药板块回顾及投资建议

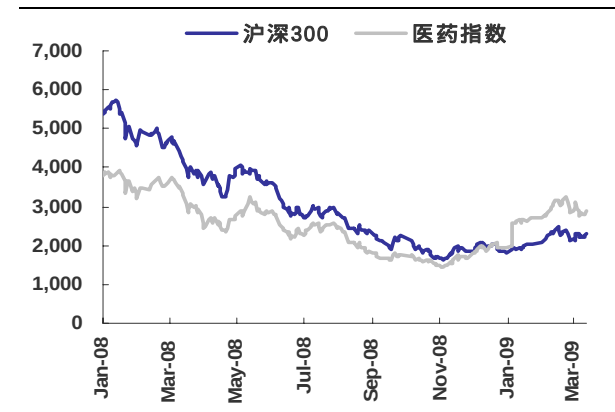
医药股在反弹中领先于大盘，内部结构分化明显。08 年 11 月初以来，医药股明显跑赢大盘，这与我们 11 月初的预期是相符的。然而行业内部分化明显：前期估值偏低的二、三线股，在估值修正的过程中，成为领涨整个板块的主驱动力，涨幅明显超越一线股。从表 1 的估值比较中即可清楚地认识到这点。

图 1：02 年以来医药指数与沪深 300 走势比较



数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心

图 2：08 年以来医药指数与沪深 300 走势比较



数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心

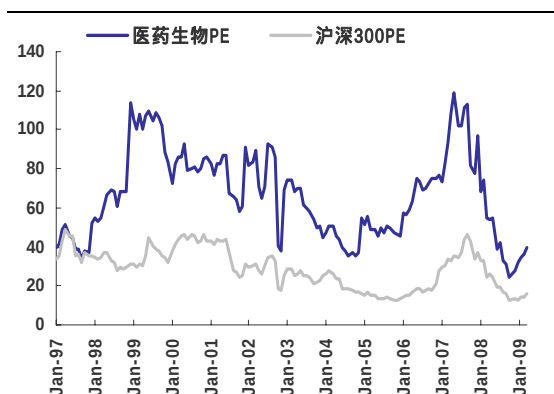
表 1：重点推荐公司 08 年 11 月初与目前估值比较

证券代码	公司名称	现价(元)	市值(亿元)	每股收益(元)			市盈率(X)			Nov-08 2009E*	目标价(元)	投资评级
				2007	2008E	2009E	2007	2008E	2009E			
002038.SZ	双鹭药业	34.1	85	0.54	0.87	1.32	63	39	26	19	36.4	增持-A
600276.SH	恒瑞医药	39.1	202	0.80	0.82	1.30	49	48	30	24	46	增持-A
002022.SZ	科华生物	20.7	65	0.37	0.53	0.68	55	39	30	26	23	增持-A
000513.SZ	丽珠集团	19.9	47	1.66	0.18	1.23	12	111	16	9	27	增持-A
600607.SH	上实医药	13.9	51	0.38	0.45	1.56	31	31	9	5	15.2	增持-B
000650.SZ	仁和药业	12.1	27	0.18	0.32	0.53	68	38	23	11	13.3	增持-A
600750.SH	江中药业	13.4	39	0.33	0.44	0.54	40	30	25	13	13.5	增持-A
002107.SZ	沃华医药	32.1	26	0.43	0.73	1.10	75	44	29	15	33	买入-A

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心 注：计算时点为 09 年 3 月 20 日，2009E* 为 08 年 11 月 3 日的估值水平。

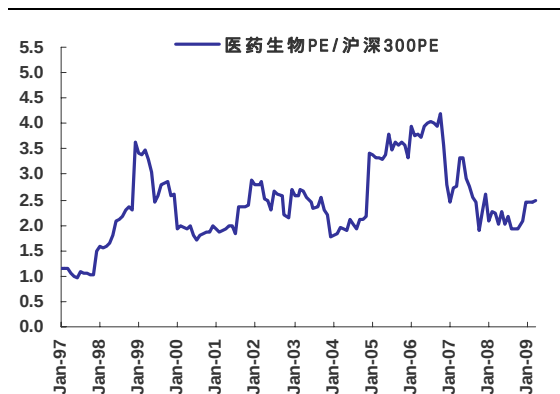
医药股目前估值水平回归合理。经过自 11 月初以来的估值抬升，与以往历史年度相比，医药股相对于沪深 300 的溢价率水平，由前期的偏低回归到了相对合理水平。二、三线医药股中建议重点关注估值仍偏低的丽珠集团、健康元、金陵药业、上实医药（资产重组）；同时，一线的双鹭药业、恒瑞医药、科华生物因较高的成长性，我们仍建议择机介入并长期持有。

图 3：97 年以来医药行业与沪深 300 估值比较



数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心

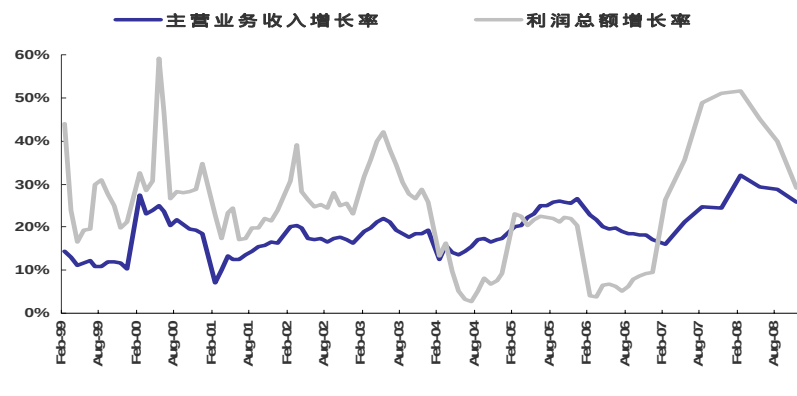
图 4：97 年以来医药行业相对于沪深 300 的溢价率



数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心

2008 年医药制造业仍保持较快的增长。1-11 月，医药制造业主营业务收入、利润总额分别为 6,561 亿元、645 亿元，同比增长了 25.84%和 29.12%，仍然保持较快的增长势头，但相比 1-8 月份数据增速有所放缓，增速分别下降了 2.96 个百分点、10.7 个百分点。利润总额增速放缓的主要原因是收入增速放缓、毛利率下降以及投资损失。原料药行业的收入和利润总额环比增速分别下降了 6.08 个百分点、30.84 个百分点，主要受宏观经济因素影响、出口量价变化较大所致。

图 5：99 年 2 月~08 年 11 月医药制造业主营收入及利润总额增长率



数据来源：CEIC、安信证券研究中心

表 2：医药行业主要经营指标

时间	主营业务收入 (亿元)	同比增长率	利润总额 (亿元)	同比增长率	主营业务成本 (亿元)	同比增长率	毛利率
2008 年 1-11 月	6,561	25.84%	645	29.12%	4,547	26.58%	30.69%
2008 年 1-8 月	4,645	28.80%	460	39.82%	3,212	29.32%	30.84%
2008 年 1-5 月	2,718	29.43%	260	45.12%	1,877	29.28%	30.95%
2008 年 1-2 月	961	32.11%	87	51.63%	656	32.19%	31.67%
2007 年 1-11 月	5,207	24.56%	499	51.07%	3,588	24.13%	31.09%
2007 年 1-8 月	3,631	24.73%	331	48.76%	2,512	25.00%	30.81%
2007 年 1-5 月	2,146	21.05%	184	35.54%	1,492	22.52%	30.48%
2007 年 1-2 月	736	15.94%	57	26.37%	508	17.45%	31.07%

数据来源：CEIC、安信证券研究中心

表 3：医药行业主要经营指标（续）

时间	营业费用 (亿元)	营业费用率	财务费用 (亿元)	财务费用率	管理费用 (亿元)	管理费用率	三项费用率
2008 年 1-11 月	794	12.10%	104	1.59%	441	6.72%	20.42%
2008 年 1-8 月	563	12.11%	76	1.63%	310	6.68%	20.43%
2008 年 1-5 月	337	12.39%	45	1.64%	184	6.76%	20.80%
2008 年 1-2 月	118	12.29%	16	1.71%	70	7.33%	21.33%
2007 年 1-11 月	642	12.33%	85	1.63%	372	7.14%	21.10%
2007 年 1-8 月	450	12.40%	58	1.60%	263	7.25%	21.26%
2007 年 1-5 月	269	12.52%	35	1.62%	154	7.17%	21.31%
2007 年 1-2 月	96	13.02%	13	1.73%	58	7.86%	22.61%

数据来源：CEIC、安信证券研究中心

健康网数据显示 2008 年 1-11 月医药工业销售产值达 6,785 亿元，同比增长 26.88%。

2008 年 1-12 月医药工业销售产值达 7,519 亿元，同比增长 26.09%。

1-9 月上市公司业绩大幅提升，08 年全年业绩增速仍较快。08 年 1-9 月，医药上市

公司营业收入和利润总额分别为 1,579.29 亿元、142.42 亿元，同比分别增长 19.72%、40.45%。若剔除证券投资、浙江医药和新和成影响，利润总额同比增长 62.70%，比 08 年中期业绩的 46.04% 的增速更快。

08 年三季度的上市公司盈利能力较前两季更强，但医药商业、下游化学制剂等细分行业经营性的现金流受宏观经济环境影响，比 08 年上半年有所变差。这一影响延续到了 08 年四季度，表现形式为：许多制剂类公司四季度销售旺季不旺；部分制剂类公司向商业收紧信用政策、控制发货以保证资金的安全；部分公司应收帐款/营业收入比例提高，我们的草根调研已证实上述情况的存在。

目前陆续披露年报的公司看，一、二、三线股均出现一些个股低于预期的情况，市场先前对宏观因素的影响虽有所预判，但显然估计不足、预期仍偏高。但即使不达预期，许多公司实际增速仍然较快，一线股这点表现尤为明显，如科华生物、恒瑞医药、双鹭药业，剔除非经常性因素、税率变化影响，主业分别同比增长 38.89%、68.18%、148%，业绩增速在业内仍是突出的，对这点我们一直持较乐观的态度。

08、09 年 ROE 仍将保持一定的增长。08 年三季报，医药行业的 ROE 水平达到 10.15%，同比增长了 2.52 个百分点；剔除浙江医药、新和成的 ROE 为 8.41%，同比增长了 0.69 个百分点。即使在 07 年含较多证券投资收益（证券投资收益和公允价值变动收益占利润总额的 31.58%）ROE 比较基数偏高、宏观经济走势较为不确定的情况下，我们预期 08、09 年剔除浙江医药、新和成的影响后、医药行业 ROE 仍将保持一定的增长，这是医药行业较其他周期性行业的突出优势，也是我们建议超配医药股的主要原因之一。

医院、零售、第三终端药品需求加速增长。从整个医院市场规模看，IMS 数据显示，08 年上半年医院市场规模达到 908.1 亿元，同比增长 27.7%，增幅较大。国产药品医院采购规模增速最快，达到 30.29%，超过了进口和合资药品的增速，带动了整个医院用药市场的增长。从零售市场看，南方所数据显示，2008 年上半年药品零售市场销售规模为 670 亿元，同比增长约 22%，相比前几年增速明显加快，主要原因是来自于第三终端药店的快速发展。从第三终端需求看，2009 年中央将继续安排专项投资近 27 亿元，用于安排专项投资购置农村医疗设备；计划新增 48 亿元安排支持农村卫生服务体系的建设，这些政策性刺激将驱动第三终端药品需求的快速增长。

医改启动在即，政府投入力度之大前所未有。自 02 年以来，政府对医疗卫生建设循序渐进、加大投入，国家医疗卫生事业取得了长足进步：新农合参保人数 8.14 亿人，参保率为 91.5%，建设社区卫生服务机构 2.6 万余个，全国城镇居民基本医疗保险参保人数达 10,012 万人。而 08-09 年整个行业可谓是政策出台最为集中的一段时期。随着医改的推出，09-2011 年，又是改革力度和政府支持力度最大的一段时期。09 年 1 月 21 日，国务院常务会议审议并原则通过了《关于深化医药卫生体制改革的意见》和《2009-2011 年深化医药卫生体制改革实施方案》。从 2009 年到 2011 年，政府将重点抓好五项改革，3 年内各级政府投入 8,500 亿元。

综上所述：目前医药股相对估值处于合理水平；行业经济运行情况健康；上市公司业绩仍保持较快增长；ROE 未来增长确定；医院、零售、第三终端药品需求加速增长；医改政府投入力度之大前所未有。行业内在稳定健康发展，及外部政策性支持，是支撑医药股持续走强的根本原因。**我们认为目前应继续坚定持有医药股，以分享行业健康成长带来的稳健收益。**

“领先大市-A”的投资评级，继续持有两类公司。我们仍维持前期对行业“领先大市-A”的投资评级，建议投资者仍继续持有非周期性的两类公司：第一、核心竞争力突出，高增长较明确、市场给予一定估值溢价的公司：**双鹭药业、恒瑞医药、科华生物**；第二、主业稳健有安全边际，变中求进（具有明确回购 B 股、资产重组、资产注入等投资亮点）的公司：**丽珠集团、上实医药、江中药业、沃华医药、仁和药业**。**丽珠集团和双鹭药业**分别在两类公司中相对估值优势较明显，建议重点关注。

变者图强，把握变化中的投资机会。另外，我们近期密切跟踪的公司还有：积极探索产业升级之路的特色原料药企业—**海正药业、华海药业**；主业优势突出、业绩恢复性增长、有卖壳预期的太极系企业—**太极集团、西南药业、桐君阁**；逐步退出二级市场投资，回归医药健康主业，估值仍折价的**健康元**；公司基本面正在发生积极变化的**金陵药业**；PCR 龙头、独立医学检测先驱企业**达安基因**。我们还是秉承一贯的选股思路：在变化中寻找投资机会，上述公司阶段性面临着一定的困难和不确定性，但正润物细无声地积极改善和变化着，我们希望能够把握这些变化和投资机会。

2. 重点推荐公司动态分析及投资建议

2.1. 恒瑞医药（600276.SH）：创新引领发展

主业增长强劲，证券投资浮亏。公司08年实现营业收入23.93亿元，同比增长20.80%，增速较三季报的28.85%，下降了8.05个百分点。综合毛利率为83.25%，同比下滑了0.03个百分点。三项费用（含资产减值）占营业收入的比例为56.21%，同比减少7.19个百分点，主要是管理费用率下降了6.27个百分点。投资收益和公允价值变动收益为-15,938万元，为整体业绩的负面影响因素。归属于母公司的净利润为4.23亿元，同比增长1.97%，每股收益0.8176元。扣除非经常性损益后的药品经营性业绩为1.10元，同比增长约100.05%；业绩大幅增长主要因公司销售收入增加、报告期内公司所得税率减按高新技术企业的15%缴纳所致。若不考虑证券投资、营业外收支、所得税影响，药品经营性的营业利润同比增长为68.18%。但公司每股经营活动产生的现金流量净额为0.227，同比减少了44.13%，应收帐款、应收票据占营业收入的比例有较大增长。单季数据看，四季度销售收入为6.05亿元，环比前三季略升，每股收益为0.287元。如不考虑证券投资的负面影响，主业单季分别实现每股收益约0.25元、0.23元、0.19元、0.43元，第四季度业绩大增主要因递延所得税调整所致。

科技创新成绩显著。08年公司科研投入近2亿元，创新药卡曲沙星和艾瑞昔布已申报生产；分子靶向抗肿瘤药物甲磺酸阿帕替尼获得、临床批文；获得左亚叶酸钙等5个新药生产批件、5个临床批件；阿曲库铵被列入国家火炬计划项目；顺阿曲库铵入选国家星火计划项目；七氟烷被评为国家级重点新产品；全年获得专利授权14件，新提交中国专利14件、全球专利19件。公司创新药物孵化基地建设、创新药物研究开发技术平台建设、药物大品种技术改造（多西他赛）以及4个创新药物的临床及临床前研究入选国家“重大新药创制”专项项目，在项目年度里将获得国家扶持资金7,200万元。

国际化战略稳步推进。大浦原料药基地目前二期工程已接近完工，已通过美国FDA对原4个原料药转移到大浦生产的认证；3个通用名药制剂已向美国FDA提交了认证申请，预计09年4月FDA将到公司检查。

维持“增持-A”的投资评级，调高12个月目标价至46元。按照截止到08年底公司证券投资的浮亏情况，我们调高对公司09-2010年的主业的盈利预测至EPS分别为1.30元、1.70元，调高12个月内目标价至46元，仍维持“增持-A”的投资评级。

2.2. 双鹭药业（002038.SZ）：主业快速增长，基本符合预期

主业快速增长，基本符合预期。公司发了08年业绩快报，营业收入及各项利润指标都大幅增长，经营情况健康。实现营业收入3.58亿元，同比增长了50.72%；营业利润2.29亿元，同比增长了64.29%；利润总额2.34亿元，同比增长了57.07%；净利润2.17亿元，同比增长了61.01%，每股收益为0.87元，基本符合我们之前0.88元的业绩预期。根据公司目前持有证券情况，我们预测公司08年投资收益及公允价值变动收益合计为-1,000万元，与07年4,287万元相比，为影响业绩的负面因素，剔除这一因素影响，药品主业营业利润同比增长约为148%，主业每股收益约为0.91元。

受经济环境影响，08年四季度收入环比有所下降。四季度公司税、费正负影响相互抵消：公司被认定为高新技术企业，前三季度按25%的税率多征的企业所得税在年底返还，全年所得税及少数股东损益合计为1,711万元，实际综合税率约7%；我们测算公司四季度管理费用率较前三季较高，主要是科研开发费用计提较多。从单季度看，四个季度销售收入分别为6,298万元、9,602万元、11,030万元、8,870万元，四季度单季收入环比三季度下滑了19.59%，这与往年四季度一般为旺季情况有所不同，主要因受宏观经济环境影响，公司为保证现金回笼、控制应收帐款和发货有关，我们预期09年一季度会逐步恢复。

新产品获批进展顺利，内生性快速增长可持续。自08年下半年国家药监局已批准新产品阿德福韦酯胶囊、氨酚曲马多片、吗替麦考酚酯分散片、利塞膦酸钠片、三氧化二砷以来；目前公司长效立生素即将获临床批文；胸腺五肽10mg水针、环孢素软胶囊将获生产批文。这些产品都将逐步成为公司未来新的利润增长点，与原有产品一起将共同驱动公司持续快速成长。

维持“增持-A”的投资评级，及12个月目标价36.4元。我们维持前期对公司09-10年的盈利预测，即EPS分别为1.32元、1.71元，不含股票投资的EPS分别为1.30元、1.71元，对应的动态PE为26.4、20.3倍，维持“增持-A”的投资评级，及12个月内目标价36.4元。

2.3. 科华生物（002022.SZ）：核心业务持续健康成长

营业利润同比增长38.89%，业绩略低于预期。公司实现营业收入4.87亿元，同比增长22.05%。毛利率60.95%，同比增长0.11个百分点。三项费用率(含资产减值)25.74%，同比下降3.92个百分点。扣除证券投资收益的营业利润为1.69亿元，同比增长38.89%。净利润1.66亿元，同比增长了40.75%。每股收益0.53元，扣除非经常性损益后的每股收益0.42元（年报披露的07年该数据因会计准则变化不具可比性）；非经营性因素主要是固定资产处置收益、政府补贴及证券投资收益等合计增加业绩3,252万元。净资产收益率27.02%，同比增加1.32个百分点。经营活动产生的现金流量净额1.38亿元，同比增长21.90%；每股经营活动产生的现金流量净额0.44元。诊断试剂、仪器收入的增长、毛利率提升和费用的有效控制是公司主营业绩增长的主要来源。

诊断试剂、仪器齐增长，出口业务喜人。公司试剂、仪器销售收入分别为30,584万元、16,556万元，分别同比增长18%和29%。其中公司核酸产品继续保持高速增长，同比增幅达71%；免疫、化学诊断试剂、代理仪器均平稳增长18%、12%、16%；自产仪器增长较快达80%以上。艾滋病金标快速诊断试剂等产品出口获得突破，公司整体出口业务销售约400万美元，增长喜人。

真空采血管将成为公司新的业务增长点。公司08年真空采血管因批文获得较晚，销售才刚刚启动，目前公司正大力做招投标工作并进展顺利。同时高端的无菌真空采血管已获批文，产品系列化已形成，09年真空采血管预期将加速增长。

研发硕果累累，产品储备丰富。公司积极加大新产品研发投入，促进产品技术升级，08年公司研发支出总额2,204万元，占营业收入的4.53%。公司的试剂和仪器的“系列化”、“一体化”研发战略稳步推进，公司共拥有诊断试剂96个，诊断仪器13个，拥有专利15个、高新技术转化项目10项、49项产品通过CE认证。

维持“增持-A”的投资评级，及12个月目标价23元。我们调低对公司09-2010年的盈利预测，即EPS分别为0.68元、0.88元，则对应的动态PE分别为30.3倍、23.2倍，做为行业龙头公司，估值仍处于合理水平，仍维持“增持-A”的投资评级、及12个月目标价23元。

2.4. 丽珠集团（000513.SZ）：销售改革继续深化，营收有望达历史新高

主业稳健增长，证券投资浮亏。公司发了08年业绩快报：1-12月实现营业收入20.62亿元，同比增长17.95%。投资收益和公允价值变动收益合计为-2.15亿元，与去年同期的3.36亿元相比，大幅下降并成为影响公司业绩的主要负面因素。最终实现利润总额1.05亿元。扣除所得税2,984万元、少数股东损益2,123万元后，归属于母公司的净利润为5,432万元，合每股收益0.18元。若剔除证券投资收益和公允价值变动收益影响，公司主业贡献税前利润总额约3.17亿元，同比增长13%。主业对归属于母公司所有者净利润的贡献约为2.39亿元，合每股收益0.78元，同比增长约为9.59%。公司四季单季收入分别为5.24亿元、5.84亿元、4.74亿元、4.79亿元；单季每股收益分别为0.17元、0.29元、0.16元、0.16元，四季度业绩与三季度基本持平。

08年处方药、试剂增长较快，新北江原料药亏损。新北江原料药厂亏损约2,700万元，对母公司业绩有0.08元的负面影响，主要因上半年原材料及动力成本大幅上涨，及新产品阿卡波糖技术尚不成熟、成本居高不下所致。若剔除新北江的影响，公司主业贡献的税前利润总额约为3.44亿元，同比增长18.5%，这一指标更能客观反映公司处方药为主的核心业务的盈利能力。中药和促性激素等处方药、以及诊断试剂销售增长均较快，尤其是中药大输液参芪扶正注射液08年销售将突破2亿元，在中药注射液前期受到冲击的情况下销售仍保持约50%的快速增长。

09年新北江业绩有望改善，制剂、试剂有望加速增长。新北江四季度因原材料及动力价格降低、技术提高使成本大幅下降，业绩显著好转。09年1-2月新北江药厂积极通过扩大产品霉酚酸的 sales 已扭亏为盈。同时随着销售管理体系的进一步理顺，预期制剂及试剂等其它业务业绩增速将提高到25%。

回购B股进展顺利。公司于2008年12月5日首次实施回购部分B股方案，截至2009年2月28日，已累计回购B股6,329,800股，占公司总股本的比例为2.0683%，购买的最高价为港币10元/股，最低价为港币8.38元/股，支付总金额约为港币6,001万元（含税费）。公司回购股价的上限为不超过港币16元/股，回购总金额为不超过1.6亿元港币，回购期限为刊登回购报告书之日起一年，即到2009年12月2日截止。我们预期公司在上述限制条件内，会继续实施B股回购，回购总数量在1,000-1,500万股，缩股3.3%-4.9%。

回购将增厚公司业绩，并提高大股东的持股比例。回购并注销部分B股，可增厚丽珠集团09年的每股收益约0.05元；同时控股股东健康元（600380）可间接提高对丽珠的持股比例、进而提高其合并丽珠报表的业绩。因此，无论对丽珠集团和健康元而言，无疑均是实质性利好。

逐步退出二级市场投资，回购B股专注于主业。公司之前A股和H股二级市场投资较多，考虑到回避风险，预期公司在09年一季报之前会清理掉二级市场投资。按照08年底所持晨鸣纸业等股票价格测算，一季报预期会有2,000-2,500万的证券投资收益。公司继而以港币闲置资金或以人民币资金购汇用于回购B股，以提升公司价值，增加二级市场对公司的认可度和关注度。

维持“增持-A”的投资评级，调高12个月内目标价至27元。我们维持前期对公司08年主业的盈利预测即EPS为0.78元，考虑证券投资损失后的合计EPS为0.18元。因最终回购B股的数量未知，暂不考虑回购对公司业绩的增厚，维持对公司09年主业的盈利预测即EPS为1.08元，考虑到证券投资收益后合计EPS为1.23元。按照09年主业给予25倍PE，调高公司12个月目标价至27元，给予“增持-A”的投资评级。

2.5. 上实医药（600607.SH）：主业增长稳健，重组预期明确

出售联华交易已完成。上实医药3月3日公告：出售全资附属企业上海实业联合集团商务网络发展有限公司100%股权（即：剥离联华超市）的工商变更登记手续已完成，公司已不再持有上实商务股权，且已全额收到百联集团支付的股权转让价款人民币

10.5585 亿元及权益补偿对价人民币 0.1521 亿元（根据股权转让协议约定，百联集团应向公司支付本次交易基准日至完成日期期间的权益补偿对价人民币 0.1521 亿元），本次交易为公司带来税前投资收益约 5.48 亿元人民币。

上实系重组进展加快。自 1 月 22 日公司首次公告剥离联华预案以来，整个交易程序仅历时 40 天，交易完成及资金到位时间比我们之前的预期要早，由此可见上实系重组在上海市政府、国资委推动和支持下速度明显加快。

维持“增持-B”的投资评级，及 12 月目标价 15.2 元。暂不考虑后续医药资产的注入，剥离联华后公司 09-2010 年 EPS 分别为 1.56 元、0.39 元。而上实系重组非常明确，进展明显加快。我们较详细地梳理了上实系可能注入公司的医药工业资产，我们的分析结论为：上实系不乏好的优质医药工业资产，公司未来重组后业绩增厚的可能性极大。鉴于此，我们在 2010 年公司现有业务预测 0.39 元、具有一定的安全边际的基础上，给予公司 30% 的估值溢价，则公司 12 月内合理目标价为 15.2 元，维持“增持-B”的投资评级。我们将密切关注公司资产重组和整合事宜进展，适时随时调整投资建议。风险提示：重组方案、剥离联华后医药资产注入时间目前均未明确，将对公司 2010 年及未来业绩产生重大影响，不排除有业绩波动的风险。

2.6. 江中药业（600750.SH）：集团改制改变市场预期

江中集团改制改变市场预期：09 年 1 月初，一些媒体报道江西省国资委主导 9 大集团股权多元化改制，其中就有江中集团，从去年 11 月以来至今，虽然公司股价出现了大幅上涨，但我们认为江中集团改制将大大改变市场对公司未来业绩增长的预期，目前公司仍值得我们关注。改制之前，公司留给市场的印象是风格偏保守，缺少后续品种，增长动力不足，根本原因在于国有机制因素，激励力度不够，而江中集团改制管理层持股之后，将使核心管理层更加有做事的动力，有利于旗下两家上市公司业绩的释放（江中集团主要是控股型企业，旗下另一家上市公司中江地产在地产行业尚未完全回暖的情况下，短期内较为困难）；另外在集团改制完成第二步之后，引进战略投资者，也将增强整个江中集团的资金实力；

积极进行营销体系调整，增加渠道和终端控制能力：公司一直以来都在进行营销体系的调整，调整的主要目的是为了加强渠道和终端的控制力，08 年这次调整是公司近几年来比较大的一次，公司把全部经销商和分销商进行全面的盘点和整合，把不合格的经销商（主要考核营运能力、资信程度、产品分销效率）淘汰出市场，目前一级经销商仅剩 32 家，分销商数量从原来 300 多家减少到现在不到 100 家；

健胃消食片 08 年增长接近 19%：这个产品从 07 年开始已经进入成熟期，目前在中药化积类产品中占有 70% 的市场份额，未来的增长点主要在两个方面，一个是行业的自然增长，增速大约在 10% 左右，另一个是产品渠道的管控能力和终端覆盖程度的加强。08 年 8 月到 10 月，公司对营销体系进行调整，增加渠道和终端控制能力，并在 10 月份对健胃消食片先后两次提价，每次提价 1 毛钱，提价主要让利给渠道，给予剩下的经销商、分销商更大的激励，促进产品销售。在健胃消食片 19% 的增长中，07 年提价贡献 10% 的增长，另外的增长来自于量；

草珊瑚 09 年或有惊喜、亮嗓仍以维持为主：草珊瑚在 08 年十一之后，更换产品包装，并推出新的广告，广告由葛优拍摄，新广告中突出草珊瑚与金嗓子、西瓜霜差异化之处，由于广告效应存在一定的时滞，预计 09 年草珊瑚销售会有所增长；亮嗓对于公司来讲是一个失败的产品，这个产品公司将来不会再投入力量，以维持为主；

初元是公司 09 年最大的亮点：公司组建了保健食品公司，目前有 600 余人专门的销售团队，初元在全国 26 个省实现了覆盖，覆盖的终端达到了 34000 多家，其中有 3300 多家 KA，院边店（医院附近礼品店）6600 家，药店 11000 家，中小型超市 12000 家、县级终端 800 多家。初元产品毛利率较高，高于现有品种，随着初元产品销售收入快速增长，将提高公司整体盈利能力，由于目前初元销售具有一定规模，不再适

合委托加工的方式，公司计划 09 年在生产基地建设一条口服液生产线，初元 09 年 1 月份销售回款达到 1500 万元，预计全年销售规模有望超过 2 亿元；

IBE_5 二期临床进展顺利：2007 年 11 月 IBE_5 进入二期临床，现正处于二期 A 阶段，今年有望进入二期 B 阶段，预计整个二期临床需要一年半的时间；

股权激励方案在审批之中：公司今年 1 月 21 日推出了股份公司股权激励方案，这个方案从整体上讲是作为江中集团改制的配套方案推出（核心人员集团拿股权，两家上市公司管理层分别在两家上市公司分别做股权激励），股权激励是由江西省国资委积极推动，并受一些条件限制，所以在选择推出时机、激励力度方面略显不足；目前股权激励方案已经提交国资委审批，然后再需证监会批准，等审批通过后，提交股东大会审议；

再融资方案有望年内启动：公司今年有望推出再融资方案，时间点粗略估计将在下半年推出（股权激励方案通过与推出再融资方案需要间隔 1 个月），公司募集资金的主要投向是投放新产品以及建设初元口服液生产线等；

盈利预测、投资评级与目标价格：我们预计公司 2009～2011 年每股收益分别为 0.54 元、0.65 元、0.75 元，维持公司“增持-A”的投资评级，6 个月目标价为 13.5 元。

2.7. 沃华医药（002107.SZ）：2008 年仅是高增长的开始

08 年业绩回顾：公司公布了业绩快报，08 年公司实现营业收入 2.22 亿元，同比增长 72%，营业利润 6,397 万元，同比增长 57%，净利润 5,377 万元，同比增长 52%，摊薄后净资产收益率为 8.43%，每股净资产为 7.78 元，基本每股收益为 0.73 元。公司 08 年主营业务收入和净利润均保持了较快的增长，主要原因是公司加大了营销投入力度以及主导产品心可舒片提价效应体现所致；

新可舒片提价带来短期影响。07 年公司主导品种心可舒片被国家发改委评为“优质优价”品种，其最高零售价格从 19.8 元/盒提高到 24.2 元/盒，出厂价格从 14.11 元/盒相应提高到 19.99 元/盒，提价幅度为 41.67%。由于产品提价对业绩的影响需要一定时间，主要是国内各省市物价、招标政策和招标周期不同，到 07 年底，心可舒片在大部分省市已经完成了提价工作，这样心可舒片提价对业绩的影响主要体现在了 08 年；

营销能力不断增强，构筑核心竞争力，将带来长期影响。公司 07 年以来加大了营销的投入力度，招聘了众多拥有丰富营销经验的优秀人才，构建起来了以副总裁王钰为核心的营销团队，公司营销的整体能力大大提高。在医院覆盖数量上，也有较大的突破，截止 08 年末，公司产品覆盖的医院数量达到 3,800 余家，较 07 年增加 1,600 多家，增长幅度达到 73%，同时，公司在已经建立的营销网络覆盖范围内，加大市场的深度开发，增加目标医院和目标医生的数量，不断扩大营销网络和巩固市场基础，迅速提升公司产品的市场占有率。09 年公司仍在营销方面继续加大投入，扩充营销人员以及医院覆盖数量。营销能力的不断增强将是公司未来 2、3 年重要增长动力之一。在产品方面，“脑血疏”口服液上市。08 年脑血疏还处于市场导入阶段，销售规模不大，脑血疏是国家药监局批准的唯一颅内出血治疗用药，未来这个品种有可能成为公司另一个过亿的大产品。09 年公司计划再上市几个新品种，逐步完善心脑血管领域产品线；

GMP 认证通过，产能无忧：公司新厂区 11 个剂型（包括片剂、口服液、硬胶囊剂、颗粒剂等）生产车间已于 3 月 13 日通过了 GMP 认证，这样公司拳头产品心可舒片产能瓶颈问题得到了彻底解决，心可舒片产能也将从 4.2 亿片提高到 10 亿片；

盈利预测、估值与投资评级：我们维持公司盈利预测，预计公司 09、10 年每股收益为 1.10 元、1.51 元（未考虑土地转让收益），上调公司 12 个月目标价格为 33 元，

维持公司“买入-A”的投资评级。

3. 重点关注公司动态分析及投资建议

3.1. 海正药业（600267.SH）：立足当下，志存高远

业绩增长较快，基本符合市场预期。08年公司实现营业收入31.82亿元，同比增长12.09%；营业利润2.41亿元，同比增长19.12%；净利润1.95亿元，同比增长39.84%；每股收益0.435元；扣除非经常性损益后的每股收益为0.445元，同比增长34.04%；全面摊薄净资产收益率为12.91%，同比增加2.66个百分点；每股经营活动产生的现金流量净额为0.493元，同比下降49.38%。

抗肿瘤原料药、国内制剂仍是公司增长的主动力。公司业绩增长主要来源于：一、抗肿瘤药8.79%的稳定增长和87.7%高毛利率；二、08年上半年原料及能源动力价格上涨较快，但公司通过技术精进、节能降耗增加利润1.76亿元，部分主导产品成本同比下降超20%；三、国内自产制剂销售收入达5.53亿元，同比增长51.75%；销售占比大幅提升达17.89%、毛利率提高8.05个百分点至81.72%；四、公司获高新技术企业所得税率减按15%征收，综合税率降低了9.66个百分点。

商业增长较快、出口业务较平稳。公司商业在子公司浙江省医药工业公司进行重组后，继续保持较快增长，收入达14.60亿元，同比增长16.50%。出口达9.56亿元，占公司工业销售的58.6%，比例较07年约2/3有所下降；其中公司自营出口3.68亿元，增长16.42%；通过外贸公司出口5.88亿元，下滑约16%。

着眼未来产能扩张，融资需求凸显。公司的资产结构中，流动资产增加51.59%，主要因应收票据增224.16%、销售扩大增加备货致存货增加40.39%；这两项因素也使公司经营性现金流同比下降较多。在建工程高达6.3亿元，增长94.73%，主要是为了未来进一步发展特色原料药并逐步发展制剂出口需要，公司下属的杭州海正药植物有限公司工程建设投入大幅增加所致。公司负债结构中，有息负债达16.3亿，负债率达62.4%，提高了8.53个百分点。公司规模扩张过程中，融资需求凸显，若公司增发成功，则公司未来2年的投资资金来源就有了保证。

公司在研发、质控和EHS上继续保持领先优势。08年研发费用投入1.38亿元，占工业销售收入的9.50%，首个基因药物肿瘤坏死因子受体抗体融合蛋白进入II期临床试验。公司已有18个产品获得美国FDA批准，15个产品获得欧洲COS证书，08年共申报发明专利12项。

“增持-A”的首次评级，12个月内目标价为15.6元。公司是国内为数不多的能参与国际竞争的优质医药企业之一，面临国内医药行业变革和国际上通用名药物快速发展的双重机遇。我们对其09-2010年的业绩预测EPS分别为：0.52元、0.64元，按09年业绩给予30倍PE，12个月内合理目标价为15.6元，给予“增持-A”的投资评级。

3.2. 华海药业：坚定前行，前景乐观

公司年报基本符合市场预期。08年实现营业收入8.01亿元，同比增长13.36%；营业利润1.68亿元，同比下降8.82%；净利润1.5亿元，同比增长13.66%；扣除非经常性损益的净利润1.497亿元，同比增长27.41%；每股收益0.50元；扣除非经常性损益后的加权平均净资产收益率14.65%，同比增加1.85个百分点；经营活动产生的现金流量净额8,420万元，同比下降38.32%；每股经营活动产生的现金流量净额为0.28元。公司毛利率为46.34%，同比下降了0.32个百分点；三项费用率为24.59%，同比上升4.89个百分点（07年管理费用冲减、08年研发费用、管理人员工资增加，使08年管理费用率同比上升了3.73个百分点）是营业利润同比下降的主要原因。收入增长13.36%，综合税率为10.62%，同比下降19.51个百分点（高新技术企业所得

税减按 15%计缴；国产设备抵免所得税）是扣非净利润增长的主要原因。公司 2008 年度利润分配预案为：以公司 2008 年末总股本 2.99 亿股为基数，向全体股东每 10 股派送现金红利 2 元，共计 5,985 万元（含税）。

规范市场开拓顺利，沙坦原料药、制剂前景乐观。公司原料药销售收入为 7.2 亿元，同比增长 11.6%；其中普利类药物销售 4.32 亿元，同比增长 4.35%；沙坦类原料药销售 1.48 亿元，同比增长 26.65%。制剂销售 5,952 万元，同比增长 27.85%。国内销售为 9,358 万元，同比增长 16.88%。国际销售为 6.97 亿元，同比增长 11.64%。沙坦类产品销售增长较快带动了整个规范市场销售同比增长 32.9%。为了配套 2010 年以后公司制剂产业化项目逐期达产对沙坦原料的需求，09 年公司准备新上氯沙坦原料 80 吨，缬沙坦原料 50 吨，目前正在做环评工作。

海外销售、产业转型和升级的步伐加快。08-09 年公司把建立海外销售网络作为重点工作，积极运作的国际制剂销售体系初现端倪，公司已与工业企业、流通领域、零售商渠道建立了初步联系。产品海外申报进展顺利：目前有 10-15 个在研项目，每年有 5-6 个产品 AND 申报。除奈韦拉平外，09 年将获得 2 个仿制药文号，同时完成 4 个待加工产品申报。争取 2010 年有 4-5 个自主产品在美国上市，有 7 个待加工产品生产。多奈派齐欧洲已获得英国、法国的市场授权，缬沙坦 2 季度将获得批准，厄贝沙坦 4 月递交申报资料，复方缬沙坦也已申报，后继还有坎地、复方替米沙坦等，2010 年将有 8-9 个产品获得欧洲市场授权。100 亿片制剂新车间一期工程即将动工，这些都为公司的产业转型和升级奠定了良好的基础。

“增持-A”的投资评级，12 月目标价 15.6 元。我们预测公司 09、2010 年每股收益分别为 0.62 元、0.80 元，按照 09 年业绩给予 25 倍 PE，12 个月合理目标价为 15.6 元，给予“增持-A”的首次评级。

3.3. 太极集团：逐步走出逆境，业绩改善可期

08 年业绩低于市场预期。公司发了业绩快报，实现营业收入 48.82 亿元，同比增长 8.37%，公司重点产品太罗增长近 30%，西南药业生产的散列通和益保世灵增长也非常快。实现营业利润 4,333 万元，同比下降 54.12%；利润总额 7,101 万元，同比下降 46.07%；净利润 2,347 万元，同比下降 61.63%；每股收益 0.07 元；净资产收益率 2.02%，同比下降 2.59 个百分点。公司业绩下滑主要因：含兴奋剂药品在奥运会期间受严格管制，使高毛利品种曲美销售同比下降 20%以上；多为历史原因造成的有息负债有 18-20 亿元，银行利率上调，导致公司财务费用同比增加约 25%；原材料和人工成本增加使毛利率下滑较多。单季度数据看，四个季度营业收入分别为 12.90 亿元、11.33 亿元、10.68 亿元、13.91 亿元；营业利润分别为 5,307 万元、1,932 万元、-528 万元、-2,378 万元；收入和利润不配比主要是因公司收入和三项费用确认不配比造成，四季度财务费用偏高约 5,900 万。

09 年业绩恢复性增长预期较明朗。09 年公司业绩增长点主要在于：公司销售 20 年的老品种急支糖浆(含税出厂价从 4.4 元/瓶提至 4.9 元/瓶)和独家专利产品藿香正气口服液(2.8 元/盒提至 3.3 元/盒) 08 年三季度开始提价，按照 08 年销量计，可增加毛利约 8,500 万元。09 年预期曲美销售将恢复性增长，销售收入由 08 年的 1.8-1.9 亿元恢复至 07 年约 2.5 亿元水平。预期随着贷款利率下调，公司 09 年可节省财务费用 2,000 万元。09 年旗下西南药业做为首批 10 家定点生产“城市社区、农村基本用药”的企业、西南地区最大的普药生产商、唯一的麻醉药生产商，在销售策略上较早地顺应医改的发展趋势，重点产品散列通、益保世灵、美菲康预期销售合计增长约 9,000 万元，普药增长 1.1 亿元。09 年旗下的桐君阁新增加盟药房 1,000 家，直营药店 100 家。

历史担保问题已解决，资本运作预期提高安全边际。报告期内，公司控股股东太极集团有限公司收购了公司对“朝华集团”和“星美联合”担保的债权 3.98 亿元，彻底解决了公司担保遗留问题。为了优化财务结构，公司 09 年拟发短期融资券，目前已报至人民银行审批。公司无形资产之土地使用权约 15 亿元，盘活资产预期明确。为减少

关联交易、减少资源浪费，旗下桐君阁、西南药业壳资源有出售的可能。

“增持-B”的投资评级，12个月目标价6.3元。我们整体认为公司凭借一直以来的产品优势、配合灵活的销售政策、趋于改善的债务结构，09年业绩走出谷底向好的可能性极大。基于上述前提假设，我们预测公司09-2010年EPS分别为0.21元、0.28元，分别增长189.6%、32.7%，按照09年业绩给予30倍PE，12个月目标价6.3元，给予“增持-B”的投资评级。

风险提示：公司上述恢复性增长仍需进一步观察 09 年一到两个季度的销售和财务数据方可确定，不排除业绩波动的可能。

3.4. 西南药业：禀赋优质，顺应医改快速成长

开源节流克服成本压力，08年主业大幅增长。公司实现营业收入6.16亿元，同比增长21.04%。实现归属于母公司的净利润3,719万元，同比增长3.82%；每股收益0.19元。扣除非经常性损益后的净利润3,759万（07年有1,193万元的非经常性损益，主要构成为证券收益763万元、政府补贴286万元），同比增长了57.32%。扣非后的净资产收益率10.76%，同比增加3.26个百分点。经营活动产生的现金流量净额1.08亿元，同比基本持平，每股现金流量净额为0.56元。08年由于受汶川地震、原辅包材及能源价格的上涨、企业职工加薪及社保基数调整等因素的影响，公司毛利率同比下降了1.06个百分点，降低至34.23%。但公司通过扩大销售、产品结构调整、深入挖潜，使收入同比增长21.04%的同时，三项费用率（含资产减值）同比下降了2.85个百分点，降低为25.76%。公司开源节流克服成本上涨的不利因素，使08年主业大幅提升。

立足川渝精耕细作，倚重太极省外扩张。公司自太极收购控股以来，逐步形成较为完善的销售体系，按照产品和区域进行销售划分：重点产品散列通在川渝地区以外、美菲康在全部区域均交给太极集团销售；益保世灵、丙酸交沙霉素专门成立公司负责销售；除此之外的其他普药，由公司自身的销售队伍在川渝地区深入县、乡终端做市场开发，在西南以外地区主要靠招商代理销售。08年公司在西南地区收入为4.7亿元，同比增长16.78%；省外销售增速较快达40.85%，销售收入为1.39亿元。重点产品散列通、益保世灵、芬尼康、复方氨酚烷胺胶囊、青霉素V钾片、阿莫西林分散片、阿奇霉素片等销量增幅明显。

西南名企禀赋优质，顺应医改快速成长。公司是西南地区最大的普药生产企业，西南唯一的“麻药定点生产”企业，“城市社区、农村基本用药”的10家首批定点生产企业之一。软袋大输液、缓释片剂、滴丸剂及冻干粉针等制剂技术都居国内一流水平。在产品种200多个，绝大部分产品进入医保目录，产品大类包括麻醉药和精神药品、抗生素、解热镇痛药、心脑血管药等。近年来，公司的产品结构和销售分销体系都逐步顺应医改趋势做出积极调整，09年公司将全面参与“新农合”和“社区医疗”招标工作，提高第三终端市场占有率，收入预计增长约30%，其中普药收入（含税）增长约1.1亿元，益保世灵、散列通、美菲康三个产品收入（含税）共增长9,000万元。给予“增持-A”的首次评级，12个月目标价7.4元。我们预测公司09、2010年的每股收益分别为0.26元、0.36元，考虑到公司的快速成长，以及所拥有的商业土地资源提高安全边际，我们以公司09年业绩给予28倍的PE，则公司12个月合理目标价为7.4元，给予“增持-A”的首次评级。

3.5. 桐君阁：股价含有整合预期

08年业绩回顾：公司3月14日公布了08年年度报告，总的来讲，公司08年业绩较差，整体保持较慢的增长。公司实现营业收入34.9亿元，同比增长7.66%，营业利润为368万元，同比下降75%，主要是公司销售费用同比一定幅度增加，侵蚀了营业利润，相比07年增加3,474万元，销售费用率上升了0.58个百分点，营业外收入4,779万元，同比大幅增加，主要是获得了拆迁补偿款，营业外支出2,359万元，同比大幅增加，主

要是受地震影响，部分子公司不能正常营业，期间发生的费用计入当期营业外支出，归属母公司所有者净利润2,154万元，同比增长9.86%，归属母公司扣除非经常性损益的净利润仅为45.88万元，同比减少94.84%，每股收益为0.11元，公司现金流状况良好，每股经营性现金流净额为0.86元，全面摊薄ROE比上年同期提高了1.16个百分点，达到6.34%。公司08年度不分配利润，不转增；

就单季度业绩，08年第四季度增收不增利。公司第四季度主营业务收入保持了相对较快的增长，同比增长20%，毛利率为8.51%，同比提高了0.74个百分点，营业利润亏损323万元，单季度亏损的主要原因是销售费用一定比较提高，高于08年各个季度，销售费用为5,430万元，销售费用率为5.22%，归属母公司所有者净利润为-519万元，单季度每股收益为-0.03元；

09年继续扩大医药零售业务，公司旗下的桐君阁大药房连锁计划新增加盟药房1,000家，直营药店100家。在医药工业方面，继续向省外推广超级浓缩六味地黄丸；

盈利预测、估值与投资评级：我们在公司09年盈利预测中考虑拆迁补偿对公司业绩的影响，预计公司09-2011年EPS分别为0.17元、0.14元、0.16元，若剔除拆迁补偿因素对公司业绩的影响，09年EPS为0.12元，按照2010年业绩给予30倍PE，12个月目标价为4.2元，目前公司股价偏高，已经充分反应了公司大股东太极集团卖壳的预期，再考虑到公司未来的增长前景，仍然保持低速增长，首次我们给予公司“减持-A”的投资评级。

3.6. 健康元：逐步退出二级市场投资，回归医药健康主业

08年主业稳健增长，证券损失侵蚀主业。08年健康元发了业绩预告，08年公司实现营业收入29.4亿元，同比增长17.68%。归属于上市公司股东的扣除非经常性损益后的净利润约为2.3亿元，较去年同期的1.97亿元相比增加3,351万元，增幅为17.04%，即药品及保健品主业每股收益为0.21元。但因公司持有晨鸣纸业等二级市场股票，受证券市场波动影响，公司证券投资收益及公允价值变动损益对归属于上市公司股东的净利润影响约为-2.64亿元。同时公司处理以前历史遗留问题，全额计提华夏证券资产减值准备1,881万元（后又收回了207万元）。这些均构成对公司主业的侵蚀，最终实现归属于母公司的净利润-2,706.53万元，每股收益-0.02元。

逐步退出二级市场投资，回归主业。健康元预期在09年一季度报告之前会逐步退出二级市场投资，公司合并丽珠报表08年底约持有晨鸣纸业3,500万股，按照08年底股票价格测算，预计减持可带来约6,000万元投资收益。

调高12个月内目标价至7.25元，维持“增持-A”的投资评级。健康元在合并丽珠集团（000513）报表并分享其成长收益、下属海滨制药快速发展、保健品业务09年恢复性增长的前提下，业绩将保持稳健增长。我们对公司08、09年不含证券投资收益的药品和保健品的业绩预测调整为0.21元、0.29元。健康元之前估值折价，主要因证券投资的负面因素影响所致。目前，随着公司逐步退出二级市场，我们认为公司股价应回归正常估值水平，按照公司09年主营业绩0.29元为计算基础，给予25倍PE，则调高公司12个月内目标价至7.25元，维持“增持-A”的投资评级。

3.7. 达安基因：PCR 龙头，仍具增长潜力

业绩基本符合市场预期。公司发了业绩快报，业绩基本符合市场预期。实现营业收入2.39亿元，同比增长15.36%；实现营业利润3,435万元，同比下降13.42%；实现利润总额4,335万元，同比增长0.90%；实现净利润4,017万元，同比增长14.65%；每股收益0.20元；净资产收益率12.21%，同比增加0.72个百分点。营业收入增长主要因：广州临检中心服务收入约5,400万元，同比增长了34.88%；上海达安医学检验中心07年12月开业，08年新增收入约400万元。营业利润同比下降主要因：一是上海达安医学

检验中心前期投入的资产新增折旧摊销、08年开展经营后相关费用增长；二是母公司科研费用投入加大；三是为扩大销售，公司对PCR以外的时间分辨项目、生化产品项目的投入费用加大所致。净利润增长主要因：国家科研补贴增加约900多万、高新达安公司成立后少数股东承担了约500多万亏损所致（亏损主要因高新达安公司前期开办费、上海检验中心亏损所致）。

公司未来发展具潜力。PCR试剂仍是公司盈利的主要来源和立足点。08年内公司科研成果累累，取得了15个国家药监局颁发的医疗器械注册证，完成PCR试剂欧盟CE注册10项，为今后公司产品进入欧盟市场销售打下了基础。同时，PCR以外的时间分辨项目、生化产品项目预期是公司未来新的盈利增长点。公司还积极探索独立医学检测新的业务模式，我们对此长期看好但短期仍偏谨慎。整体而言，我们看好公司所处的诊断试剂的行业及未来的发展潜力。

维持“增持-A”的投资评级，12个月目标价7元。我们对公司08-2010年的业绩预测EPS分别为：0.20元、0.25元、0.31元，参照行业平均水平，按照公司09年业绩给予28倍PE，则12个月目标价为7元，维持“增持-A”的投资评级。

3.8. 天士力：整体仍处于调整期，趋势向好

3月21日，我们参加了公司08年年度股东大会，与公司董事长闫希军先生、董事吴迺峰女士以及公司其他高管交流，会议沟通的主要内容如下：

“复方丹参滴丸”事件已明朗，仅有短期影响：事件从2月5日媒体报道开始，到2月11日SFDA举行新闻发布会声明未发现复方丹参滴丸有严重不良反应，至此整个事件已经非常清楚，李连达院士的论断断章取义、缺乏令人信服的数据支持。公司已经聘请国内权威的相关机构对李连达院士的行为进行司法鉴定，确认李连达院士的行为已经触犯相关法律，对于将来公司是否会采取法律手段，目前仍未确定。此事件给公司拳头产品复方丹参滴丸的销售短期内带来一定不良影响，从销售数据上看，2月份的销售数据已有体现，3月份是否带来影响仍需观察，目前公司现在正在集中精力消除事件带来的不良影响；

FDA认证进展顺利，二期完成时间点很难确定：关于什么时候能够完成FDA 认证，公司并未给出明确的时间点，由于中药FDA 认证并未有先例，在认证过程中存在很多事前难以预料以及非人为因素控制的事情，所以时间很难确定；

丹酚酸B注射剂和生物药u-PA有望在年内获得新药证书：公司预计丹酚酸B和u-PA有望在年内获得新药证书。丹酚酸B属于单组分中药注射剂，原料主要来源于丹参根及根茎提取物，主治瘀血阻滞经络所致的缺血性中风，在中药注射剂再评审工作完成之后，中药注射剂新药审批有望在今年下半年放开；u-PA全称是“重组人尿型纤溶酶原激活剂”，具有使用剂量较小、使用安全、溶栓效果好、再栓率低、无过敏反应等优点，公司若今年取得u-PA新药证书，将是天士力进入生物制药领域的一个重大突破；亚单位流感疫苗预计在2010年上市：由于SFDA新药审批进度较慢，公司错过了在今年销售旺季来临之前获得新药证书的机会，目前公司努力在9月份获得新药证书，预计在2010年上市。亚单位流感疫苗属于国内独家的品种，药品实验效果非常好，技术先进，具有纯度高、制剂稳定、副作用小等优点。另外，公司计划与国外的一些研究机构合作，引进一些疫苗品种，目前正在洽谈之中；

营销改革进行之中，不断培养大品种：公司营销体系，主要以产品线为基础，除本部外，还有七个独立子公司（北京、山东、广州、湖南、陕西、辽宁两家），公司营销既做终端又做渠道工作。芪参益气滴丸、穿心莲内脂滴丸仍未进全国医保，目前公司主要推进地方医保工作，但对销售的拉动效果并不明显，若未来能够进入全国医保，这两个品种将具有较大的增长空间；在OTC领域，藿香正气是公司主要推广的产品，另外还有柴胡和养血清脑等品种，其中养血清脑仍主要在医院销售，公司计划在09年、10年会继续加大养血清脑的市场投入力度。在国家即将公布的《国家基本药物目录》

中，公司预计共有四个品种（复方丹参滴丸、养血清脑颗粒、荆花胃康胶丸、柴胡滴丸）在内，未来这些品种将全面进入中国社区和城乡，对产品的收入增长具有一定拉动作用；

激励方案正在研究，股权激励方案推出没有时间表：目前公司正在研究整个天士力集团不同子公司、不同层面和不同职位的激励方案，将根据情况，采取差异化的方式进行激励，目前股份公司实施高管风险津贴及风险准备金的办法进行激励，每年度按上年合并净利润的2.60%提取高管风险津贴及风险准备金；

我们的观点：短期存在不确定性，看好公司长期发展。放到长时间来看，我们非常看好公司，公司不断追求中药现代化和国际化，走自己的特色的不断创新之路。不过从目前情况来看，公司整体仍处于调整期，仅仅是趋势性向好，一些潜在增长点（FDA、中药注射剂、u-PA、亚流感疫苗）仍存在不确定性。如果前期预期过高，不考虑其中的不确定性，结果总是会感觉公司业绩低预期；

维持公司“中性-A”的投资评级：我们预计公司2009~2011年每股收益分别为0.60元、0.69元、0.78元，6个月目标价为15元，维持公司“中性-A”的投资评级。

3.9. 金陵药业：基本面正在发生积极变化

3月24日公司公布了08年年度报告，总的来讲，公司08年业绩受投资收益及公允价值变动收益亏损影响，净利润出现下滑，但公司主业相比前几年增长明显，脉络宁收入同比增长15.9%；

2008年业绩回顾：公司实现营业收入17.88亿元，同比增长15.49%，毛利率同比07年下降0.29个百分点，为28.99%，毛利率下降主要是公司拳头品种脉络宁毛利率下降所致，营业利润1.08亿元，同比下降74.57%，大幅下降的主要原因是股票、基金投资收益及公允价值变动收益出现亏损所致，归属母公司所有者净利润8,260万元，同比下降73.14%，每股收益为0.16元，公司现金流状况良好，每股经营性现金流净额为0.61元，公司08年度利润分配预案为每10股派现金1.5元（含税）；

08年脉络宁相对历史上出现快速增长，主要原因有两点：1、市场的扩容，城市社区和新农合的拉动；2、销售方式的转变，公司从06年开始建立自己的产品终端销售队伍，并在各个地方建立商务大区，08年效果开始体现。09年脉络宁仍有望保持相对较快的增长；

股权激励基金有利于业绩释放：公司拥有从中药材种植到医院完整的医药产业链，除了脉络宁之外，公司也拥有一些潜力的品种，但由于国有机制、收入较低、激励不足等因素，导致了公司缺乏进取心，为了对管理层进行一定的激励，公司推出了《2008-2010奖励基金实施计划》，实施奖励基金计划将有利于公司未来业绩的释放；

首次给予“增持-A”的投资评级：我们预计公司2009~2010年每股收益为0.41元、0.45元，业绩预测未考虑到投资收益和公允价值变动对公司业绩的影响，首次覆盖我们给予公司“增持-A”的投资评级，12个月目标价为10.25元。

目前公司09年动态市盈率仅为18倍，相对整个医药行业的估值水平存在一定的低估，另外公司基本面上也发生了一些积极变化，脉络宁因医改和营销改善的因素，增速有望未来几年保持相对较快的增长，实施管理层奖励基金计划有利于公司业绩释放。公司从历史上看虽然并不是一个市场主流的投资品种，但公司基本面正在发生一些积极变化，我们建议投资者对公司保持一定的关注。

3.10. 新华医疗：应时就势，加大放射诊疗仪器投入

3月16日，公司公布了08年年度报告，总的来讲，公司08年业绩受益于医改因素影响，

增速加快，08年实际业绩与我们的前期的预测一致。

08年业绩回顾：公司实现营业收入6.55亿元，同比增长23.83%，毛利率同比07年上升0.69个百分点，为25.05%，营业利润2,879万元，同比大幅增长，增长77%，大幅增长的主要原因是07年基数较低和营业收入增长较快的原因，归属母公司所有者净利润2,986万元，同比增长33.14%，每股收益为0.22元，公司现金流状况大幅改善，每股经营性现金流净额为0.37元，而去年同期为-0.34元/股，公司盈利能力仍然处于较低水平，全面摊薄ROE比上年同期提高了1.03个百分点，达到4.86%。公司08年度利润分配预案为每10股派现金0.5元（含税），分红比率为22%；

08年第四季度，公司仍然保持了08年以来相对较快的增长趋势，在收入增长的同时费用也出现了一定幅度的增长，单季度每股收益为0.06元。第四季度实现营业收入1.7亿元，同比增长28%，毛利率为26%，同比和环比均出现小幅上涨，有可能是成本下降和产品结构变化引起，第四季度费用率较高，三项费用率为23.38%，净利润823万元，同比增长106%，大幅增长主要原因是07年同期低基数因素造成；

定向增发项目低于预期：受奥运因素的影响，血液辐照器不能正常运输（内含放射源），销售受到较大影响，另外，价格更高的多腔袋大输液生产线的订单较少，也低于我们前期的预期；考虑到定向增发项目之一血液辐照器项目未来前景的不确定性，公司拟将部分募集资金更改投资于高频X射线诊断设备项目，该项目是公司与GE合资投资项目，主要是为了满足中国低端医疗市场扩容的需求；

公司具备并购价值：公司目前市值仅13.9亿元，大股东淄博市财政局对公司控制力较弱（持股比例为30.65%），未来有减持或转让股份的可能性；

业绩预测、估值与投资评级：考虑到公司定向增发项目进展的不确定性，我们略微下调公司的盈利预测，预计09~2010年公司每股收益为0.28元、0.34元，同比增长27%、21%，考虑到目前市场估值水平上升，上调公司12个月目标价为8.40元，维持公司“中性-A”的投资评级。

4. 医药行业 2008 年 3 月重要政策及事件回顾

温家宝：鼓励医药分开逐步取消以药补医机制

3月5日，国务院总理温家宝作政府工作报告。温家宝在报告中指出，今后三年各级政府拟投入8500亿元，其中中央财政投入3318亿元，以保证医疗卫生体制改革的顺利推进。

温家宝说，要鼓励各地探索政事分开、管办分开、医药分开、营利性和非营利性分开的有效形式。逐步取消以药补医机制，推进公立医院补偿机制改革。鼓励各地探索建立医疗服务由利益相关方参与协商的定价机制，建立由有关机构、群众代表和专家参与的质量监管和评价制度。要充分发挥中医药和民族医药在防病治病中的重要作用。

温家宝强调，医疗卫生体制改革事关人民群众的健康权益，我们要加强领导、精心设计、认真组织，积极稳妥地推进，切实解决看病贵、看病难问题，为人民群众提供安全、有效、方便、价廉的医疗卫生服务。做好人口和计划生育工作，稳定低生育水平。从今年开始，在全国农村实行住院分娩补助政策，定期为孕产妇做产前检查和产后访视，为3岁以下婴幼儿做生长发育检查。加强出生缺陷预防工作。将农村部分计划生育家庭奖励扶助标准由人均600元提高到720元。（信息来源：健康网）

医改方案两会后公布取消药品加成设补偿机制

全国政协委员、卫生部部长陈竺透露，医改方案最终会在“两会”后公布，公立医院

改革的国家试点，会选择在一些比较典型的中等城市进行。

他表示，确定试点改革的公立医院，一方面要考虑地方参与试点的积极性，一方面也要考虑当地卫生事业发展水平。如果地处北京的公立医院有参与国家公立医院试点改革的积极性，国家都会予以鼓励。他透露，国家会选择一些典型的中等城市，但具体的城市选择和数量“都还在进一步研究当中”。

对于医改方案中8500亿的投向，陈竺介绍，一方面投入保障体系，一方面投入服务体系，“首先是基本的保障，比如基本的公共卫生服务体系和基本的医疗服务体系，基本药物制度的建设”。但保障和服务的具体比例“还在进一步研究中”，陈竺说，新农合和城镇医保的保障水平都会有所提升。

针对药品加成取消之后将改变医院“以药养医”的模式，是否会引起医院的其他治疗费用上升的担心，陈竺表示，医改是一个综合配套的改革，取消药品加成的改革，必须要有补偿机制，“这其中公共财政的投入非常重要，并将起到决定性作用”。他认为，这不是一个容易的事情，具体如何补偿还在测算，“这也将是一个逐步的过程”。（信息来源：健康网）

卫生部：职工医保封顶额明年拟升至10万

明年，“医保最高支付限额将提高到城乡居民人均收入的6倍”。卫生部部长陈竺在参加今年全国两会期间，数次公开表示，医改要让普通群众得实惠，生病治疗后获得更多医保报销。

陈竺还为这个“提升”算过一笔账，“如果将来的封顶线就是居民平均收入的6倍。以城镇居民为例，去年我们的平均收入，总理政府工作报告中为人均15700元，乘以6，将近10万。”

人均10万元的基本医保封顶额意味着什么？按照城镇职工医疗保险的报销原则，即对于每位参保者，若生大病住院治疗，治疗年度累计可以得到最高10万元的(补充)报销。

据了解，目前北京市城镇职工基本医疗保险的年度报销封顶额，为每年7万元；在广东，根据当地政府刚出台的改革方案，到今年7月，城镇职工医保封顶额将达到10万元。据悉，不同的省份和地区，因城镇职工的 average 收入不同，基本医保封顶线也有较大差别，这也是目前基本医保难跨地区接续的主要原因。

来自社保和卫生部门的数据显示，去年，城镇职工医疗保险的报销率约为70%，城镇居民医疗保险的报销率约为50%，新农合医疗报销率仅为38%左右。（信息来源：健康网）

中医药医改配套文件已基本完成

国家中医药管理局副局长李大宁表示，《关于扶持和促进中医药发展的意见》目前已基本完成。同时，该《意见》将作为医改的配套文件出台。

3月9日报道称，国家中医药管理局副局长李大宁日前表示，国家中医药管理局目前已经基本完成了《关于扶持和促进中医药发展的意见》，从指导思想、工作思路及在医改中发挥中医药的重要作用等方面都有了明确规定，特别是对农村中医药工作、补偿机制和医师执业法等问题也都有所回答。

李大宁介绍说，该《意见》将作为医改的配套文件出台，国家中医药管理局将积极协调有关部门，在医保制度方面推出相应措施，以鼓励和支持农村的中医药诊疗活动。（信息来源：健康网）

5. 国外市场动态

印度医疗保健上市公司盈利预测与估值比较

公司名称	代码	收盘价	EPS (卢比)				PE			
			2007E	2008E	2009E	2010E	2007E	2008E	2009E	2010E
Apollo Hospitals Enterprise	APHS	379.45	14.10	17.36	19.29	20.74	27	22	20	18
Aurobindo Pharma Ltd	ARBP	170.25	44.46	47.88	63.25	74.01	4	4	3	2
Biocon Ltd	BIOS	119.5	12.05	9.16	13.63	13.99	10	13	9	9
Cadila Healthcare Ltd	CDH	250.5	20.50	24.47	28.97	33.49	12	16	13	11
Dishman Pharmaceuticals & Ch	DISH	91.65	15.47	15.92	23.09	28.23	6	6	4	3
Divi's Laboratories Ltd	DIVI	919.95	53.84	63.98	78.65	103.75	17	14	12	9
Dr Reddys Laboratories Ltd	DRRD	421.9	26.07	32.07	37.62	44.15	16	12	10	9
GlaxoSmithKline Pharmaceutic	GLXO	1075.2	54.60	60.12	67.75	72.69	20	18	16	15
Ipca Laboratories Ltd	IPCA	312.4	54.31	56.65	77.52	88.72	6	6	4	4
Opto Circuits India Ltd	OPTC	82.6	8.35	12.08	16.00	19.90	10	7	5	4
Piramal Healthcare Ltd	PIHC	184.95	15.90	19.00	23.97	28.25	12	10	8	7
Ranbaxy Laboratories Ltd	RBXY	145.35	20.46	4.93	10.70	15.03	7	29	14	10
Sun Pharmaceutical Industries	SUNP	1036.3	74.70	81.11	74.61	82.23	14	13	14	13
Wockhardt Ltd	WPL	77.4	35.25	30.16	34.83	40.63	2	3	2	2

数据来源：Bloomberg、安信证券研究中心

日本医疗保健上市公司盈利预测与估值比较

公司名称	代码	收盘价	EPS (日元)				PE			
			2007E	2008E	2009E	2010E	2007E	2008E	2009E	2010E
中外制药	4519	1531	72.07	73.30	76.60	91.54	21	21	20	17
第一三共	4568	1541	135.35	-441.65	110.75	137.02	11	n.a	14	11
盐野义制药	4507	1600	74.21	61.28	109.06	143.07	22	26	15	11
卫材株式会社	4523	2910	-59.80	179.75	233.47	252.02	-49	16	12	12
协和麒麟	4151	797	59.03	25.56	36.97	44.73	14	31	22	18
武田药品工业	4502	3400	418.97	247.96	346.81	345.93	8	14	10	10
大日本住友制药	4506	790	64.39	47.78	49.27	49.28	12	17	16	16
Astellas 制药	4503	3020	349.89	345.76	323.07	312.90	9	9	9	10
Eiken Chemical Co Ltd	4549	616	84.30	62.20	62.80	65.00	7	10	10	9
Hisamitsu Pharmaceutical Co	4530	2820	210.45	217.13	233.64	242.57	13	13	12	12
Kaken Pharmaceutical Co Ltd	4521	832	48.35	59.63	63.49	64.95	17	14	13	13
Kissei Pharmaceutical Co Ltd	4547	1944	42.86	61.16	77.59	97.00	45	32	25	20
Kyorin Co Ltd	4569	1169	29.26	24.32	79.26	81.12	40	48	15	14
Mitsubishi Tanabe Pharma Cor	4508	1112	50.12	61.72	83.42	86.54	22	18	13	13
Mochida Pharmaceutical Co Lt	4534	978	69.82	68.40	74.80	73.70	14	14	13	13
Nippon Chemiphar Co Ltd	4539	285	10.22	4.33	16.12	23.49	28	66	18	12
Nippon Shinyaku Co Ltd	4516	881	59.57	67.31	57.70	59.17	15	13	15	15
Ono Pharmaceutical Co Ltd	4528	4460	306.80	238.93	254.32	255.40	15	19	18	17
Rohto Pharmaceutical Co Ltd	4527	903	65.10	54.99	69.30	83.48	14	16	13	11
Santen Pharmaceutical Co Ltd	4536	2580	146.15	116.66	171.31	187.99	18	22	15	14
Sawai Pharmaceutical Co Ltd	4555	4330	110.73	155.66	195.01	230.58	39	28	22	19
Seikagaku Corp	4548	1020	73.67	57.20	58.55	65.65	14	18	17	16
Taisho Pharmaceutical Co Ltd	4535	1817	84.01	25.47	82.22	83.75	22	71	22	22
Towa Pharmaceutical Co Ltd	4553	3930	156.85	207.54	242.86	268.80	25	19	16	15
Tsumura & Co	4540	2465	129.57	150.90	169.17	182.66	19	16	15	13

数据来源：Bloomberg、安信证券研究中心

美国医疗保健上市公司盈利预测与估值比较

公司名称	代码	收盘价	EPS (美元)				PE			
			2007E	2008E	2009E	2010E	2007E	2008E	2009E	2010E
安进	AMGN	48.62	4.55	4.65	4.98	5.45	11	10	10	9
百特	BAX	49.57	3.38	3.74	4.23	4.77	15	13	12	10
碧迪	BDX	64.57	4.46	4.94	5.45	6.23	14	13	12	10
礼来	LLY	32.55	4.02	4.15	4.49	4.58	8	8	7	7
强生	JNJ	51.67	4.55	4.49	4.89	5.38	11	12	11	10
默克	MRK	26.72	3.42	3.26	3.47	3.91	8	8	8	7
活德	WAT	31.99	3.30	2.93	3.30	3.76	10	11	10	9
惠氏	WYE	42.1	3.53	3.59	3.48	3.42	12	12	12	12
爱力根	AGN	39.54	2.57	2.70	3.03	3.52	15	15	13	11
美敦力	MDT	27.76	2.60	2.93	3.20	3.54	11	9	9	8
史赛克	SYK	31.53	2.83	3.08	3.49	4.00	11	10	9	8
雅培制药	ABT	47.54	3.32	3.67	4.12	4.54	14	13	12	10
安泰保险	AET	22.69	3.93	3.87	4.31	4.50	6	6	5	5
美源伯根	ABC	30.58	2.92	3.20	3.52	3.86	10	10	9	8
生物基因	BIIB	49.97	3.66	4.06	4.31	4.47	14	12	12	11
快捷药方	ESRX	46.5	3.13	3.69	4.31	5.02	15	13	11	9
辉瑞制药	PFE	13.63	2.42	2.00	2.32	2.43	6	7	6	6
先灵葆雅	SGP	23.66	1.75	1.69	1.94	2.16	14	14	12	11
联合健康	UNH	20.63	2.95	3.02	3.30	3.65	7	7	6	6
华生制药	WPI	27.56	2.03	2.27	2.32	2.42	14	12	12	11
捷迈控股	ZMH	34.98	4.05	3.89	4.29	4.60	9	9	8	8
波士顿科学	BSX	7.56	0.52	0.57	0.70	0.80	15	13	11	9
森林实验室	FRX	21.13	3.55	3.32	3.48	3.90	6	6	6	5
珀金埃尔默	PKI	11.78	1.39	1.23	1.36	1.58	8	10	9	7
百时美施贵宝	BMJ	20.49	1.74	1.93	2.21	2.50	12	11	9	8
美国实验控股	LH	56.76	4.60	4.85	5.39	5.90	12	12	11	10
圣犹达医疗用品	STJ	36.21	2.31	2.51	2.86	3.20	16	14	13	11
Cardinal Health	CAH	31.01	3.80	3.55	3.83	4.30	8	9	8	7
Celgene 公司	CELG	45.52	1.55	2.17	2.93	3.62	29	21	16	13
Cephalon Inc	CEPH	66.31	4.82	5.78	6.66	7.83	14	11	10	8
CIGNA 公司	CI	17.26	3.42	3.94	4.20	4.52	5	4	4	4
Coventry Health Care Inc	CVH	11.72	2.54	1.82	2.25	2.60	5	6	5	5
Covidien Ltd	COV	32.01	2.70	2.95	3.00	3.38	12	11	11	9
CR 巴德	BCR	76.26	4.44	5.07	5.76	6.57	17	15	13	12
DaVita Inc	DVA	42.34	3.53	3.80	4.16	4.57	12	11	10	9
Genzyme 公司	GENZ	54.6	4.00	4.61	5.60	6.41	14	12	10	9
Gilead 科学	GILD	44.31	2.23	2.56	2.93	3.31	20	17	15	13
Hospira 公司	HSP	25.1	2.53	2.63	2.90	3.32	10	10	9	8
Humana 公司	HUM	24.43	4.29	5.91	6.12	6.68	6	4	4	4
IMS 健康	RX	11.81	1.70	1.71	1.84	2.12	7	7	6	6
Intuitive Surgical Inc	ISRG	93.68	5.12	5.06	6.15	7.23	18	19	15	13
King 制药	KG	6.8	1.24	0.79	0.88	1.14	5	9	8	6
McKesson 公司	MCK	35.03	3.31	4.11	4.19	4.60	11	9	8	8
Medco 保健	MHS	38.66	2.28	2.71	3.21	3.90	17	14	12	10
Patterson Cos Inc	PDCO	17.73	1.69	1.73	1.86	2.03	10	10	10	9
Quest Diagnostics	DGX	45.02	3.26	3.58	3.93	3.91	14	13	11	12
Tenet 保健	THC	1	0.21	-0.14	-0.10	-0.09	5	n.a	n.a	n.a
Thermo Fisher Scientific 公司	TMO	33.31	3.16	3.18	3.57	3.97	11	10	9	8
Varian Medical Systems Inc	VAR	28.78	2.31	2.57	2.86	3.01	12	11	10	10
WellPoint 公司	WLP	35.37	5.48	5.63	6.11	6.67	6	6	6	5

数据来源：Bloomberg、安信证券研究中心

作者简介

洪露，高级医药行业研究员，西北大学生命科学院理学学士，中山大学金融投资系管理学硕士。曾就职于丽珠集团，具有 10 年医药行业从业经验，2007 年 6 月加盟安信证券研究中心。2008 年度入围《新财富》最佳分析师排名第六。

赵楠，医药行业研究员，金融学学士，具有 4 年医药行业从业经验，曾就职天士力集团。2007 年 6 月加盟安信证券研究中心。2008 年度入围《新财富》最佳分析师排名第六。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，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。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

行业评级体系

收益评级：

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上；

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%；

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上；

风险评级：

A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

张勤

021-68763879

李国瑞

021-68763872

马正南

010-66581668

张茜萍

0755-82558089

上海联系人

zhangqin@essences.cn

上海联系人

ligr@essences.cn

北京联系人

mazn@essences.cn

深圳联系人

zhangqp@essences.cn

南方

021-68765206

李昕

010-66581689

潘琳

0755-82558268

王远洋

0755-82558087

上海联系人

nanfang@essences.cn

北京联系人

lixin@essences.cn

深圳联系人

panlin@essences.cn

深圳联系人

wangyy3@essences.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
 邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
 邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
 邮编: 100034