

研究员：

金嫣

医药行业

[Jinyan@stocke.c](mailto:Jinyan@stocke.com.cn)
om.cn

(8621)64718888-

1241

相关公司报告

《内需拉动，投资分化——医药生物行业 2009 年投资策略》

联系人

张燕华

(8621)64718888-

1287

[zhangyanhua@st](mailto:zhangyanhua@stocke.com.cn)
ocke.com.cn

上海市长乐路

1219 号长鑫大厦

18 层 (200031)

生物制品、中药两子行业受益明确

——医药行业二季度投资策略

1、靓丽财报静待细则出台

国际经济形势的不确定性对国内药企整体喜忧参半，国内医改新政细则也尚处于等待时期。目前行业的焦点集中于密集的年报披露，而行业中超过 20% 的公司财报预增，可以看出行业整体稳健增长趋势不改。由于医药行业普享税收优惠政策，有 30 多家上市公司所得税率由 33% 降至 15%，可以预见 09Q1 业绩依然能有较好表现。

2、生物制品和中药行业明确受益政策导向

国家对基本公共卫生服务预防用药会放量投入，生物制品中的疫苗业整体获得较快的增长。而在卫生部 2 月 23 日的 09 年卫生工作要点中提出，在深化医药卫生体制改革五项重点工作中，要注重发挥中医药作用，并给予政策倾斜。可见生物制品和中药行业在本次“全民医保”中受益已经较为明确。

3、行业估值：溢价率回落，估值属于合理

经过了大盘在 09Q1 23.32% 的反弹，医药行业与沪深 300 的静态 PE 溢价率大幅缩小，溢价率约 156%。接近自 05 年以来的平均溢价率 146.8%。我们认为，目前医药板块估值尚属于合理的范围。

4、投资建议：理性回归，投资分化

回顾 09Q1，优质白马股滞涨，二三线的药企表现活跃。但是我们认为在二季度，随着 08 年报和 09 年一季报的陆续出炉，优质股由于业绩表现符合预期，加上在不确定的大环境的情况下，优质股的成长最为确定；而二三线股由于前期充满了“美好的预期”，未来如果能兑现，则可能进一步上涨，但如果不能实现，则无法维持目前的高估值。因此在配置方面，我们还是看好行业中业绩稳定的一、二线股票。而医改受益企业，我们则会根据医改配套方案的出台做进一步跟踪。

5、风险提示

4 月行业面临解禁股的高峰期；政府可能再次启动大面积降价；新医改的不确定性。

代码	名称	EPS				PE				评级
		2007A	2008E	2009E	2010E	2007A	2008E	2009E	2010E	
600161	天坛生物	0.32	0.27	0.38	0.46	52.53	62.26	44.24	36.54	推荐
002252	上海莱士	0.68	0.64	0.86	1.08	38.08	40.55	30.17	24.03	推荐
600518	康美药业	0.23	0.39	0.50	0.71	52.78	31.13	24.28	17.10	推荐
600535	天士力	0.36	0.52	0.64	0.67	38.82	26.96	21.93	21.10	推荐
600557	康缘药业	0.36	0.53	0.73	0.85	51.08	34.70	25.19	21.64	推荐
600276	恒瑞医药	0.96	0.82	1.13	1.34	41.34	48.43	35.02	29.55	中性
600267	海正药业	0.31	0.43	0.51	0.60	51.42	37.07	31.25	26.57	中性
000963	华东医药	0.40	0.39	0.53	0.64	30.00	30.77	22.64	18.75	推荐

目 录

回顾与展望.....	4
回顾篇.....	4
展望篇.....	4
稳健仍是主旋律.....	5
08 年医药工业：盈利处高位，增速渐放缓.....	5
医药工业现状：以稳增应万变，静待细则出台.....	5
➢ 财报靓丽引关注.....	5
➢ 内外环境变数多.....	7
子行业向好迹象带来投资契机.....	9
生物制品行业：国内外齐发力.....	9
➢ 国内：政府加大公共卫生投入.....	9
➢ 国际：奥巴马替干细胞松绑.....	11
中药行业：政策导向明显.....	12
➢ 中药行业：扶持力度将会继续加大.....	12
➢ 独家品种：基本药物目录下的发展良机.....	14
投资策略.....	15
市场回顾：一季度跑输大盘.....	15
行业估值：溢价率回落，估值尚属合理.....	15
投资建议：理性回归，投资分化.....	16
风险提示.....	17
政府定价的风险.....	17
新医改不确定性的风险.....	17
大小非解禁股的风险.....	17

图表目录

图 1. 1999-2008 年医药工业主营业务收入及增长率	5
图 2. 1999-2008 年医药工业利润总额及增长率	5
图 3. 医药行业历年营业成本变化	7
图 4. 医药行业历年财务费用率变化	7
图 5. 医药产品出口金额及同比增长率	8
图 6. 医药产品出口数量及同比增长率	8
图 7. 医药产品进口金额及同比增长率	8
图 8. 医药产品进口数量及同比增长率	8
图 9. 中国新生儿数量变化情况	10
图 10. 07 年麻腮风三联疫苗批签发数量占比	11
图 11. 08 年麻腮风三联疫苗批签发数量占比	11
图 12. 09 年至今麻腮风三联疫苗批签发数量占比	11
图 13. 干细胞应用领域	12
图 14. 国家基本医疗保险目录结构	13
图 15. 04 年版《国家基本药物目录》结构	13
图 16. 新版《国家基本药物目录》结构（预计）	13
图 17. 年初至今的涨跌幅	15
图 18. 子行业与沪深 300 的对比	15
图 19. 医药行业与沪深 300 的静态 PE 对比	15
图 20. 医药行业限售股解禁数（单位：百万股）	18
图 21. 09Q2 各子行业限售股解禁数（单位：百万股）	18
图 22. 09Q2 各子行业限售股市值（单位：亿元）	18
表 1. 医药行业盈利能力情况	5
表 2. 08 已披露年报的企业情况	6
表 3. 未披露年报中业绩向好企业的情况	6
表 4. 疫苗扩容后市场现状	9
表 5. 产能缺口疫苗情况	10
表 6. 近期针对中药行业的扶植政策一览	12
表 7. 预计入选基本药物目录中的独家品种	14
表 8. A 股重点公司投资评级	16
表 9. 09 年限售股解禁情况	17

回顾与展望

回顾篇

医药行业作为永久的朝阳行业，年度策略中我们给予了推荐评级。由于 09 年全年经济和股市都存在诸多不确定性。因此我们给予了防御性策略和成长性策略相结合的投资建议。我们在成长性策略中建议关注天坛生物。在防御性策略中我们看好恒瑞医药、华东医药、海正药业、康缘药业以及上海莱士。

09Q1 处于行业的业绩真空期，白马股由于业绩较为透明，明显跑输大盘，而带有或业绩转好，或重组概念的二三线股票则表现不错。我们在之后的周报等报告中进行了跟踪。

展望篇

我们认为，09Q2 医药行业在几大确定和不确定的因素中进行博弈。

- 业绩确定，新政细则不确定

无论是 08 年的年报，抑或是将要在 4 月份公布的一季报，我们认为医药行业相对其他行业而言都会有一个较好的表现，并且正如我们在年报中预期的，医药行业上市公司的年报有超过 20% 的公司财报预增，可以看出行业整体稳健增长趋势不改。细则的未公布虽然打开了行业的想象空间，但其不确定性也加剧了行业受政策影响带来的风险。

- 扩容确定，受益企业不确定

随着国务院通过了医改方案，政府对医药行业除了潜移默化的引导外，也加大了其投入的力度。我们认为政府投入的 8500 亿将会产生一定乘数效应，行业将普遍受益于需求的放大。基于对基本药物目录的憧憬，相关受益企业也一度受到追捧，但由于新政的未落实，使得投资者对受益企业的偏好难以持续。

- 内需确定，经济环境不确定

我国受人口老龄化加剧、新医改的逐步明确化，以及人们生活水平的提高三架马车的拉动，内需明确且向好。但在经济环境不确定的大背景下，医药行业也难以独善其身，受就医意愿的下降以及出口贸易的下滑带给医药行业负面影响的可能性也在加大。

在几大因素的博弈下，我们对各子行业做以下判断：

生物制品行业与中药行业：明确受益政策导向

化学药行业：普药虽会受益于扩容，但非独家品种将导致竞争剧烈，并且最易受政府定价带来的伤害，目前存在不确定性。

化学原料药行业：产品价格太过波动，并且受出口贸易的下滑影响最明显，虽然 09Q1 部分化学原料药企业市场表现不错，但从 08Q4 单季度的数据中就可以看出，企业业绩普遍下滑。我们将进一步对其进行跟踪。

医疗器械行业：在基层医疗体系建设中受益的子行业，但由于行业前期涨幅过大，并且子行业内公司有限，存在较大的估值压力。

医药流通行业：受国家细则影响较大，存在不确定性。

稳健仍是主旋律

08年医药工业：盈利处高位，增速渐放缓

一场金融风暴席卷了全球、肆虐着各个行业，当然医药行业也受到一定的波及。但是由于医药行业是一个弱周期性行业，以及国内医改正进行的如火如荼，总体而言，如我们在年度策略中所判断，医药行业的盈利能力仍处在较高的位置，不过较之上年同期，增速有所放缓。

图 1. 1999-2008 年医药工业主营业务收入及增长率

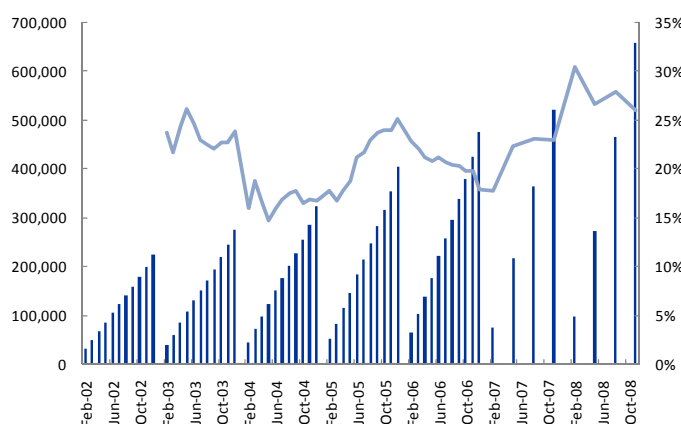
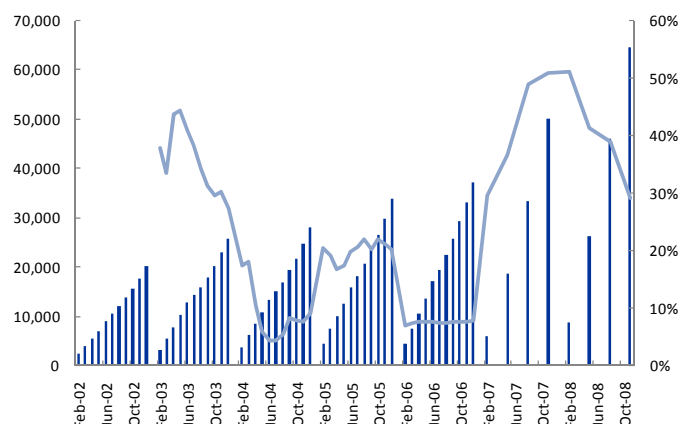


图 2. 1999-2008 年医药工业利润总额及增长率



数据来源：国家统计局, 浙商证券研究所

表 1. 医药行业盈利能力情况

	Feb-07	May-07	Aug-07	Nov-07	Feb-08	May-08	Aug-08	Nov-08
收入增长率(%)	17.81%	22.29%	23.08%	22.95%	30.44%	26.63%	27.91%	26.00%
毛利率(%)	31.07%	30.48%	30.81%	31.09%	31.67%	30.95%	30.84%	30.69%
期间费用率(%)	22.61%	21.31%	21.26%	21.10%	21.33%	20.80%	20.43%	20.42%
销售费用率(%)	13.02%	12.52%	12.40%	12.33%	12.29%	12.39%	12.11%	12.10%
管理费用率(%)	7.86%	7.17%	7.25%	7.14%	7.33%	6.76%	6.68%	6.72%
财务费用率(%)	1.73%	1.62%	1.60%	1.63%	1.71%	1.64%	1.63%	1.59%
利润总额增长率(%)	29.58%	36.57%	49.03%	51.00%	51.15%	41.40%	38.93%	29.26%

数据来源：国家统计局, 浙商证券研究所

2008 年前 11 个月医药行业的收入、利润总额分别同比增长了 26.00%、29.26%，同比和环比上都可看出，行业的增速有所放缓。原因：1. 以往的基数较高。2. 医药行业受全球经济动荡加剧的影响。这点在我们年度的投资策略中就对投资者进行提示。

医药工业现状：以稳增应万变，静待细则出台

➤ 财报靓丽引关注

医药上市公司 08 年业绩整体向好。根据 wind 统计，医药上市公司已披露的年报有 54 家，其中 50 家企业主营业务收入是同比增长的，仅有 4 家业绩同比下滑。

表 2.08 已披露年报的企业情况

代码	简称	收入同比 (%)	代码	简称	收入同比 (%)	代码	简称	收入同比 (%)
002001.SZ	新和成	89.5995	000963.SZ	华东医药	23.964	000590.SZ	紫光古汉	13.7892
600223.SH	ST 万杰	65.7273	000809.SZ	中汇医药	23.8511	600521.SH	华海药业	13.3598
600222.SH	太龙药业	65.0867	600587.SH	新华医疗	23.8331	600557.SH	康缘药业	13.3579
002038.SZ	双鹭药业	50.7184	002022.SZ	科华生物	22.0549	000650.SZ	仁和药业	12.5594
600079.SH	人福科技	44.436	600535.SH	天士力	21.8317	600267.SH	海正药业	12.09
002223.SZ	鱼跃医疗	38.6522	000028.SZ	一致药业	21.5467	600803.SH	威远生化	11.4212
002007.SZ	华兰生物	35.3209	000661.SZ	长春高新	21.4633	000756.SZ	新华制药	11.1281
600518.SH	康美药业	33.469	600666.SH	西南药业	21.0389	600085.SH	同仁堂	8.6923
600568.SH	ST 潜药	33.3563	600276.SH	恒瑞医药	20.7989	000591.SZ	桐君阁	7.6566
000790.SZ	华神集团	31.7503	000739.SZ	普洛股份	20.0597	600195.SH	中牧股份	5.9824
002118.SZ	紫鑫药业	30.8721	600849.SH	上海医药	18.8798	000766.SZ	通化金马	5.454
600161.SH	天坛生物	28.6889	600869.SH	三普药业	17.9193	600196.SH	复星医药	2.1643
600866.SH	星湖科技	27.7525	000705.SZ	浙江震元	16.5717	600773.SH	*ST 雅砻	2.008
600351.SH	亚宝药业	27.2395	600201.SH	金宇集团	16.0692	000788.SZ	西南合成	0.9065
600488.SH	天药股份	25.4565	000919.SZ	金陵药业	15.4886	002166.SZ	莱茵生物	-8.3731
600750.SH	江中药业	24.7353	600466.SH	迪康药业	15.244	600572.SH	康恩贝	-11.5287
000597.SZ	东北制药	24.3843	600594.SH	益佰制药	14.6692	000952.SZ	广济药业	-28.0689
000999.SZ	三九医药	24.1153	600529.SH	山东药玻	14.4411	002019.SZ	鑫富药业	-37.2438

数据来源: WIND, 浙商证券研究所

在未披露年报的上市公司中, 有 42 家发布了业绩预告, 占未披露年报上市公司的 57%。在这些已经发布业绩预告的公司里, 预增的公司有 17 家, 其中业绩增长超过 50% 的有 13 家; 扭亏的公司有 8 家; 预减的公司有 17 家, 其中包括了 4 家 ST 公司。

表 3. 未披露年报中业绩向好企业的情况

代码	简称	类型	代码	简称	类型
600216.SH	浙江医药	净利润为 9.5-11.5 亿元左右	002099.SZ	海翔药业	续盈
600812.SH	华北制药	增长 300%-400%之间	002252.SZ	上海莱士	略增
600645.SH	ST 中源	增长 270%左右	002030.SZ	达安基因	略增
000153.SZ	丰原药业	增长 150%-170%	002219.SZ	独一味	略增
600976.SH	武汉健民	净利润预增 100%	600771.SH	ST 东盛	扭亏
000989.SZ	九芝堂	上升 50%-100%	600200.SH	江苏吴中	扭亏
002107.SZ	沃华医药	增长 50%-80%	002016.SZ	世荣兆业	扭亏
600226.SH	升华拜克	增长 50%-80%	600253.SH	天方药业	扭亏
000605.SZ	ST 四环	增长 43.43%-86.45%	000566.SZ	海南海药	扭亏
002262.SZ	恩华药业	增长 30%-60%	000607.SZ	华立药业	扭亏
600277.SH	亿利能源	增长超过 50%	600211.SH	西藏药业	扭亏
600763.SH	通策医疗	增长 50%左右	600329.SH	*ST 中新	扭亏
000403.SZ	S*ST 生化	增长 800%-850%			

数据来源: WIND, 浙商证券研究所

07 年许多医药上市公司业绩上升明显, 并且投资收益丰厚, 在此基础上 08 年还能更上一层楼实属不易。从披露的年报以及业绩预增的情况来看, 主要有三大原因: **1. 主业增长**, 受益于医改扩容的潜移默化, 医药企业普遍过上了好日子, 上市公司的业绩基本延续了 07 年的增长态势; **2. 所得税率下调**; **3. 化学原料药的涨价**, 新和成、浙江医药、华北制药、东北制药以及天药股份纷纷受益于化学原料药产品价格的上涨。

由于医药行业普获高新技术企业认证, 其所得税率下调使得有 30 多家上市公司的所得税由 33% 下降至 15%, 使得公司四季度利润上升明显。预计所得税税收优惠带来的多缴部分的抵税, 对部分上市公司 09 年 Q1 的业绩也会有提振影响。

➤ 内外环境变数多

正因为医药行业难以在外部环境存在着太多不确定性下独善其身, 无论从数据的分析或者是从企业方面的了解, 都预示着在目前外部环境尚未明朗化的情况下, 保持自身的平稳增长是应对外界变化的最有效的手段。

在目前危机之下, 我们认为正面的影响主要有: **1) 原材料成本的下降**。去年由石油为首的能源价格的上涨对制药行业的生产成本带来的提升, 09 年有望获得一定的缓解。**2) 降息带来财务费用的下降**。国内自 08 年 9 月 16 日以来已降息了四次, 虽然在所有行业中资产负债率较低, 但整个医药行业的财务费用率在所有行业分类排名中却较高, 因此降息对医药行业减少财务费用支出构成利好。**3) 行业的集中度的提升**。我国的制药企业存在规模小、数量多、行业集中度较低、创新能力不足等几大软肋。企业数量高达 5000-6000 多家。据有关部门统计, 我国医药行业前 20 强的国内市场集中度仅为 39.43%, 而世界医药市场上 20 强却占据了世界市场 66% 的市场份额。危机之下必会使得一些企业退出竞争, 对行业内龙头企业而言利好不言而喻。

图 3. 医药行业历年营业成本变化

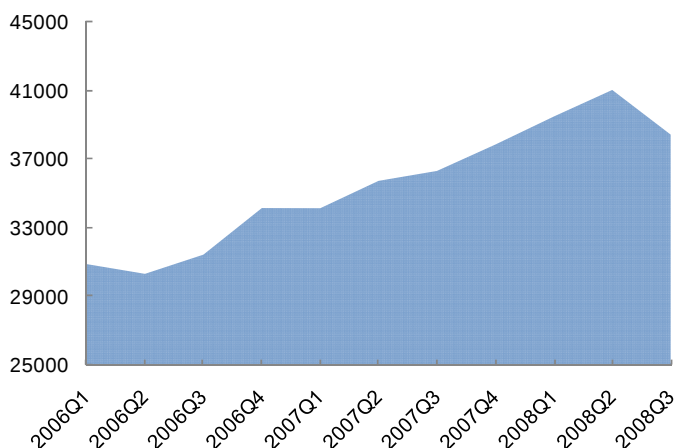
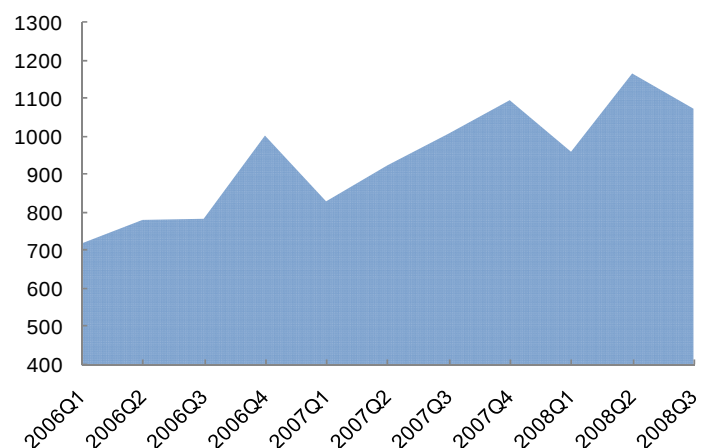


图 4. 医药行业历年财务费用率变化



数据来源: WIND, 浙商证券研究所

当然, 我们也必须意识到金融危机下就医意愿的下降以及出口贸易的下滑对制药企业带来的负面影响。

图 5. 医药产品出口金额及同比增长率

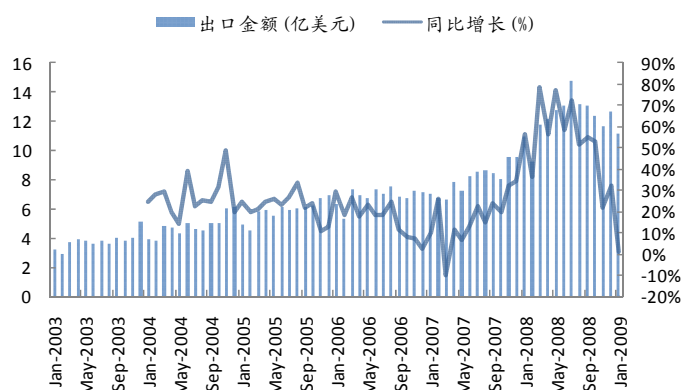
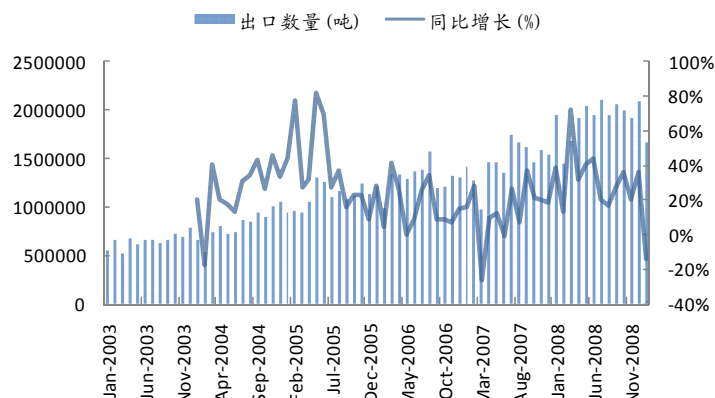


图 6. 医药产品出口数量及同比增长率



数据来源：CEIC, 浙商证券研究所

图 7. 医药产品进口金额及同比增长率

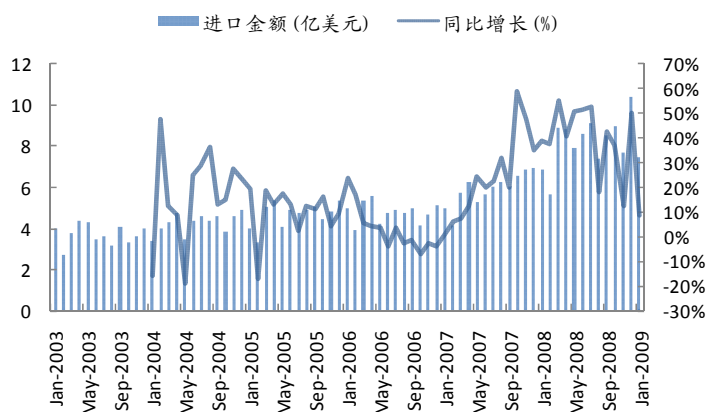
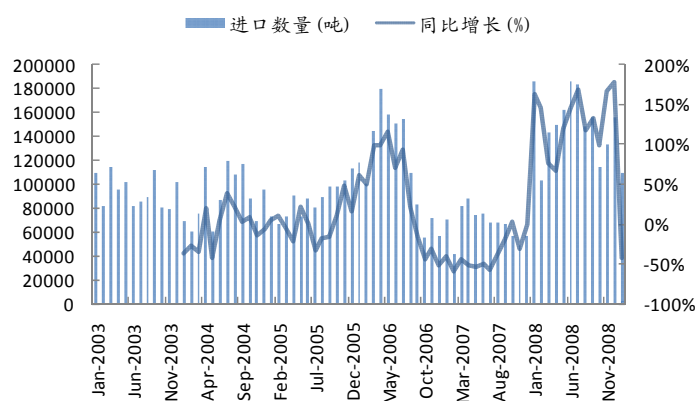


图 8. 医药产品进口数量及同比增长率



数据来源：CEIC, 浙商证券研究所

全球性的金融危机的进一步加重,使得今年1月份我国医药产品进出口总额的增速明显放缓。1月份,我国医药产品的出口增速下滑至1.41%,进口增速下滑至8.59%,如果国际金融危机不见好转,进出口金额有可能重回到了去年2月份的低点。对出口型医药企业的压力不言而喻。

目前,医药行业除了国际经济形势的不确定之外,国内医改方案的具体措施也存在不确定性。医改方案中诸如基本药物目录以及公立医院等问题,不但涉及面较广,而且对行业今后的发展起着关键性的作用。

正是因为外部环境和国内的医药新政都存在许多变数,我们试图在这些不确定的因素下找寻有着明确向好预期的子行业与公司。

子行业向好迹象带来投资契机

生物制品行业：国内外齐发力

➤ 国内：政府加大公共卫生投入

生物制品行业主要包括疫苗、菌苗、血液制品和诊断用品。其中疫苗行业得益于政府对公共卫生投入的加大，符合国家对“基本公共卫生服务预防用药会有一个放量”的目标，该子行业整体将获得较快的增长。

2008 年卫生部在现行全国范围内使用的乙肝疫苗、卡介苗、脊灰疫苗、百白破疫苗、麻疹疫苗、白破疫苗等 6 种国家免疫规划疫苗基础上，将甲肝疫苗、流脑疫苗、乙脑疫苗、麻腮风疫苗纳入国家免疫规划，对适龄儿童进行常规接种。

表 4. 疫苗扩容后市场现状

苗种类	预防传染病种类	接种对象	免疫次数	产能
乙肝疫苗	乙型病毒性肝炎	适龄儿童	3	存在缺口
卡介苗	结核病	适龄儿童	1	
脊灰减毒活疫苗	脊髓灰质炎	适龄儿童	3	
百白破疫苗（基础）	百日咳	适龄儿童	3	
白破疫苗（加强）	白喉、破伤风	适龄儿童	2	
麻疹疫苗	麻疹	适龄儿童	1	
麻腮风联合疫苗 （麻风、麻腮联合疫苗）	麻疹、风疹、流行性 腮腺炎	适龄儿童	2	存在缺口
乙脑减毒活疫苗	流行性乙型脑炎	适龄儿童	4	
A 群流脑疫苗（基础）	流行性脑脊髓膜炎	适龄儿童	4	存在缺口
A+C 群流脑疫苗（加强）		适龄儿童	4	
甲肝减毒活疫苗	甲型肝炎	适龄儿童	2	
出血热双价纯化疫苗	出血热	重点人群		
炭疽减毒活疫苗	炭疽	重点人群		
钩体灭活疫苗	钩体病	重点人群		

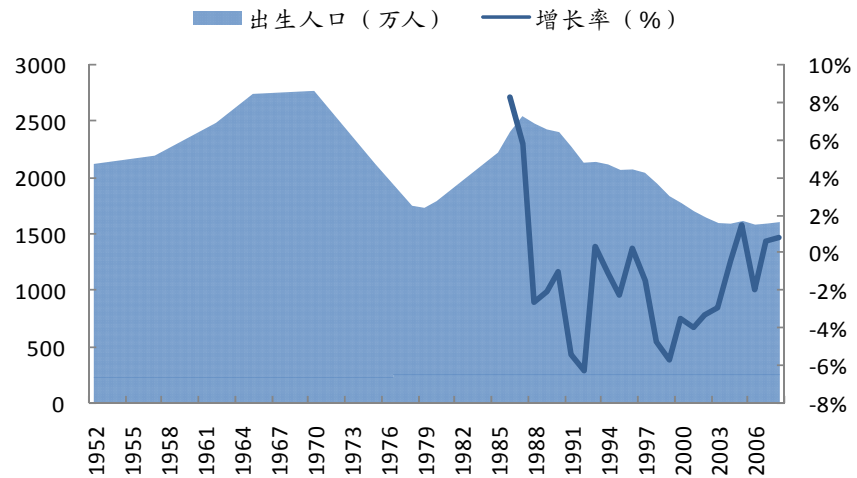
数据来源：卫生部，浙商证券研究所

国内的疫苗市场分为两部分：一部分由财政付费，采用集中招标采购，免费接种的免疫计划内疫苗；另一部分是公民自费接种的计划外疫苗。这次卫生部扩容至“14 苗防 15 病”，使得计划免疫品种在原有的基础上扩大了一倍多。

国家计划到 2010 年，乙肝疫苗、卡介苗、脊灰疫苗、百白破疫苗、麻疹疫苗适龄儿童接种率以乡为单位达到 90%以上；流脑疫苗、乙脑疫苗、甲肝疫苗力争在全国范围对适龄儿童普及接种；出血热疫苗目标人群的接种率达到 70%以上；炭疽疫苗、钩体疫苗应急接种目标人群的接种率达到 70%以上。

政府的扶持之意相当明确，再加上我国新生儿每年稳定的增量——根据近 5 年的出生人口大致测算，预计每年新生儿约为 1600 万人，而婴幼儿的疫苗消费占了整个疫苗近一半的市场份额。因此，我们认为疫苗行业是在诸多不确定的环境中成长确定子行业之一。

图 9. 中国新生儿数量变化情况



数据来源：WIND，浙商证券研究所

我国作为世界上最大的疫苗产品使用国，许多疫苗的产能存在严重不足，本次扩容的苗种中也有几类存在着产能的缺口。

表 5. 产能缺口疫苗情况

苗种类	国内相关公司	招标价格 (元/支)	市场需求 (万人份)	供应量 (万人份)
麻腮风联合疫苗	天坛生物 上生所	32	3194	1396
甲肝减毒活疫苗	长春长生 中科院昆明生物制品研究所 浙江普康	36	4000	1667
无细胞百白破疫苗	天坛生物 成都所 武汉所	4	6388	1809

注：市场需求及供应量为估算值。

数据来源：浙商证券研究所

在这几类产能存在缺口的疫苗中，**最被看好的是麻腮风三联疫苗**。麻腮风三联疫苗是一种联合疫苗，由减毒的麻疹、腮腺炎以及风疹病毒株组成，接种一针即可同时预防麻疹、风疹、流行性腮腺炎三种疾病。目前国内除了天坛生物及同属中生集团下属的上生所拿到了生产批文外，国际疫苗巨头葛兰素史克和默克也有该品种。但在国家免疫规划采购方面，外企对国内的不构成威胁。

麻腮风三联疫苗目前每年约有 3194 万人份的市场需求量，但是仍有 1800 万人份的供应缺口。随着天坛生物大兴县疫苗基地的投产，未来缺口有望缩小。我们根据需求量来计算，麻腮风三联疫苗的市场容量达 10 亿元。

图 10. 07 年麻腮风三联疫苗批签发数量占比

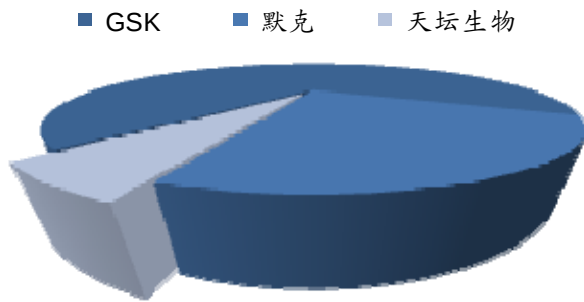
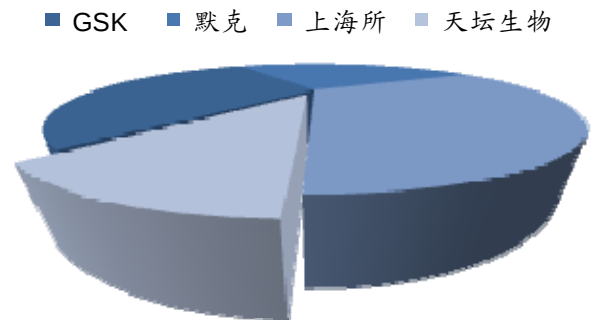
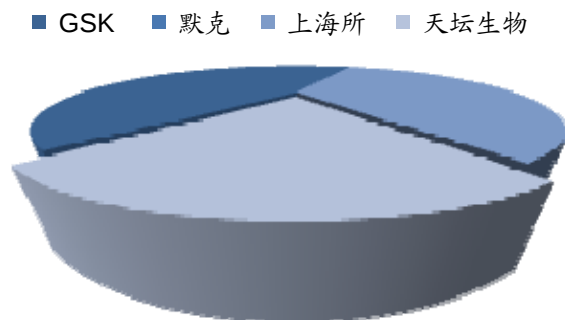


图 11. 08 年麻腮风三联疫苗批签发数量占比



数据来源：中检所, 浙商证券研究所

图 12. 09 年至今麻腮风三联疫苗批签发数量占比



数据来源：中检所, 浙商证券研究所

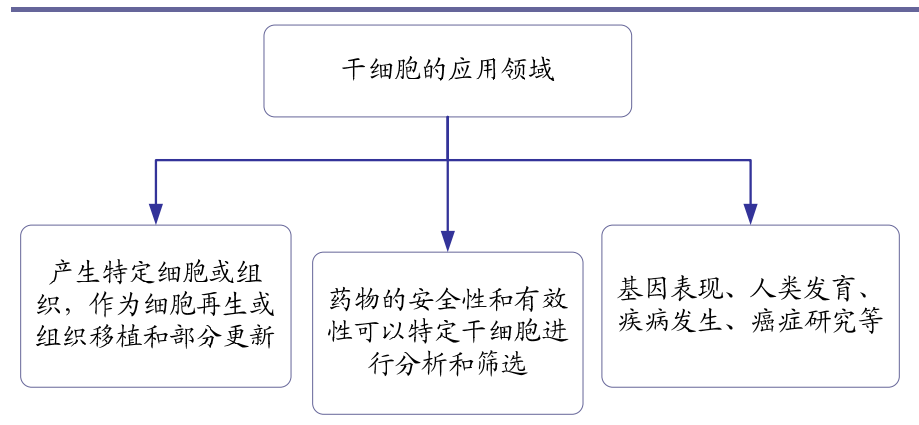
➤ 国际：奥巴马替干细胞松绑

美国总统奥巴马在 3 月 9 日签署了行政命令, 宣布解除对用联邦政府资金支持胚胎干细胞研究的限制, 并且在经济刺激计划中拨给国家卫生研究院的 100 亿美元中有“相当大一部分”会投入干细胞研究领域。这将推动干细胞基础研究投入和在医学领域的应用, 并且也昭示着生物技术或将成为引领全球经济走出衰退的代表的的主导产业。

干细胞是一类具有自我更新和分化潜能的细胞。它包括胚胎干细胞和成体干细胞。干细胞在一定条件下可以分化成多种功能的细胞。根据其分化潜能的大小, 可以分为两类: 全能干细胞和组织干细胞。前者可以分化、发育成完整的动物个体, 后者则是一种或多种组织器官的起源细胞。

干细胞的用途非常广泛, 涉及到医学的多个领域。许多目前无法有效治疗的病症, 包括帕金森氏症、糖尿病及脊髓受伤, 未来都有可能通过胚胎干细胞的研究找到答案, 甚至还能延缓人类的衰老, 因为胚胎干细胞可以发展成各种需要的组织。

图 13. 干细胞应用领域



数据来源：浙商证券研究所

历史中不乏由新技术革命带来的新产业革命推动了世界经济数次大的发展的先例。目前来看由于干细胞对于人类的影响不亚于网络的影响，生物技术有可能成为引领全球经济走出衰退的代表的主导产业。

国内干细胞研究和应用已经具备了一定的基础，早在 20 世纪 60 年代就开始了骨髓干细胞移植方面的研究，目前研究和应用得最多的是造血干细胞。1992 年，我国内地第一个骨髓移植非亲属供者登记组在北京成立，“中华骨髓库”也正式接受捐赠。2002 年，北京建立了脐带血干细胞库。

上市公司领域中没有直接涉及干细胞研究领域的公司。ST 中源拥有天津市脐带血造血干细胞库，但在上市公司中只有脐带血库业务。

中药行业：政策导向明显

➤ 中药行业：扶持力度将会继续加大

国家在医改方案中提出要充分发挥中医药作用，在医疗卫生机构中大力推广中医药适宜技术。创造良好的政策环境，扶持中医药发展，促进中医药继承和创新。

中医药作为民族文化之一，近年来越来越得到国家的重视及扶持。国家 2008 年在中医药行业投入金额逾 35 亿元，创新中国成立以来中央财政投入历史新高。各地政府也纷纷出台政策，增加投入。未来我们认为国家对中医药的扶持力度将会继续加大，对优质的中药企业抢占扩大的市场份额有利。

表 6. 近期针对中药行业的扶植政策一览

政策	要点
《国家中医药管理局主要职责内设机构和人员编制规定》获国务院批准，国家中医药局三定方案终确定	加强促进中医药和民族医药事业发展、继承和发展中医药文化职责；加强中医药人才培养、中医药师承教育职责，提高农村和城市社区中医药人员的职业素质和技术水平。
卫生部提出 09 年工作要点深化医改要注重中医药	卫生部在 09 年卫生工作要点中提出，在深化医药卫生体制改革五项重点工作中，要注重发挥中医药作用，并给予政策倾斜。

国家中医药管理局已经基本完成了《关于扶持和促进中医药发展的意见》

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。

国家食品药品监督管理局发布实施《中药品种保护指导原则》

《指导原则》分为总则、一般要求、初次保护、同品种保护、延长保护期五个部分。目前共有 1257 个品种在保护期内，涉及 1002 家企业。《指导原则》的实施，将有利于解决过去保护门槛较低，保护品种过多以及同品种管理中存在的问题。

药监局制定印发《开展中药注射剂安全性再评价》

全面启动中药注射剂的再评价工作。对于中药注射剂开展再评价，通过再评价工作，提高其质量标准。

国家中医药管理局遴选确定 46 家“治未病”预防保健服务试点单位

初步形成中医特色明显、技术适宜、形式多样、服务规范的“治未病”预防保健服务体系框架。

数据来源：浙商证券研究所

目前国家基本医疗保险目录中西药有 913 个，中药有 575 个，民族药有 47 个，总共 1535 个。中药仅占 37.46%。

图 14. 国家基本医疗保险目录结构

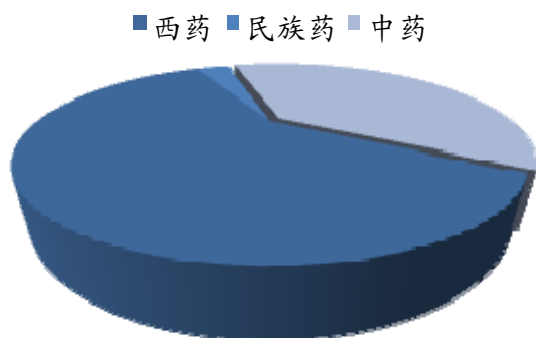
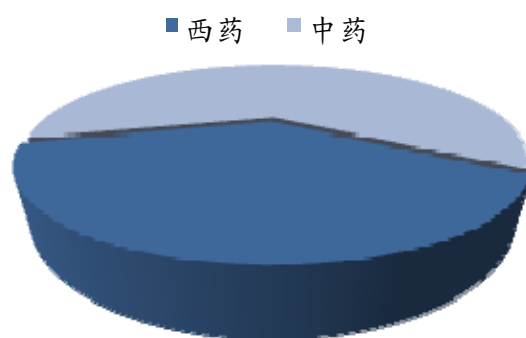
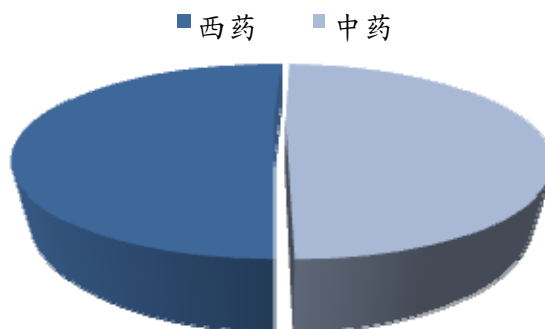


图 15. 04 年版《国家基本药物目录》结构



数据来源：浙商证券研究所

图 16. 新版《国家基本药物目录》结构（预计）



数据来源：浙商证券研究所

虽然在 2004 年版《国家基本药物目录》中成药有 1260 个品种，占了很大比重。但是由于 04 年版品种过多，可行性并未得到很好的发挥。对于即将实施的国家基本药物制度，国家相关部门就曾表示，新的国家基本药品目录预计在 300 至 500 个品种之间，其中有近 200 种药物是中药。我们预计中药品种将至少在新的国家基本目录中占据半壁江山。

➤ 独家品种：基本药物目录下的发展良机

表 7. 预计入选基本药物目录中的独家品种

企业名称	入选品种
广州药业	降气定喘丸、华佗再造丸、消渴丸、障眼明片、乌蛇止痒丸
中新药业	清肺消炎丸、速效救心丸、癯清片、小儿解热丸、痹祺胶囊
康缘药业	天舒胶囊、桂枝茯苓胶囊、金振口服液、腰痹通胶囊
云南白药	宫血宁胶囊、热毒清片、云南白药胶囊（膏）
江中药业	蠲哮片、痔康片、复方草珊瑚含片
天士力	荆花胃康胶丸、复方丹参滴丸
武汉健民	龙牡壮骨颗粒、健脾生血颗粒
马应龙	麝香痔疮栓、马应龙八宝眼膏
丽珠集团	前列安栓、参芪扶正注射液
同仁堂	清暑益气丸、妇科得生丸
三九医药	正天丸、参附注射液
白云山	丹红化瘀口服液
桐君阁	鼻窦炎口服液
金陵药业	脉络宁注射液
东阿阿胶	复方阿胶浆
亚宝药业	癫痫康胶囊
千金药业	妇科千金片
独一味	独一味胶囊
片仔癀	片仔癀

数据来源：浙商证券研究所

基本药物目录自意见稿出台之时就被提到了相当高的高度，并一度成为大型普药企业角逐的猎物。目前我国现有 4700 多家药品生产企业，企业数量庞大，产业集中度低。国家建立基本药物目录可以推动普药市场生产的集中度提升。但是，我们也必须注意到进入国家基本药物目录的品种虽然在量上有了保证，但利润有限，可能会使一部分优质企业的积极性受到打击。

因此，相对抗生素等大众品种而言，我们更看好一些独家产品的企业，1）其议价能力强，大幅压价可能性不大，2）进入基本药物目录后可以借助国家的力量更快的拓展社区和农村等市场。

投资策略

市场回顾：一季度跑输大盘

图 17. 年初至今的涨跌幅

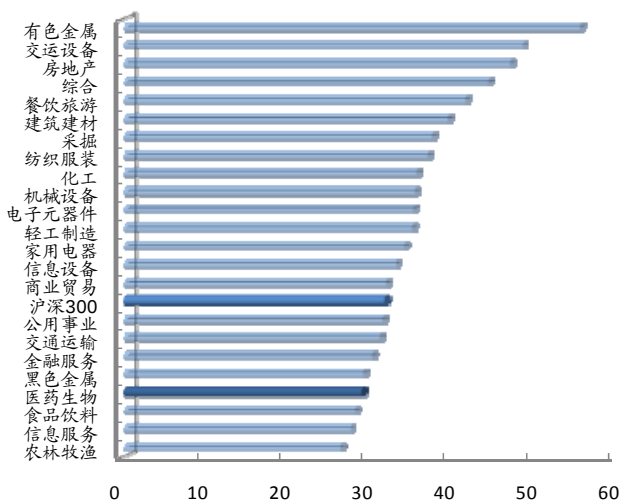
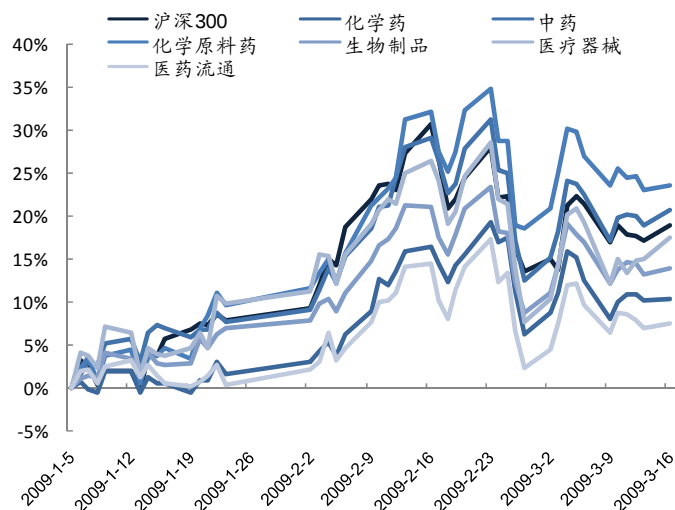


图 18. 子行业与沪深 300 的对比



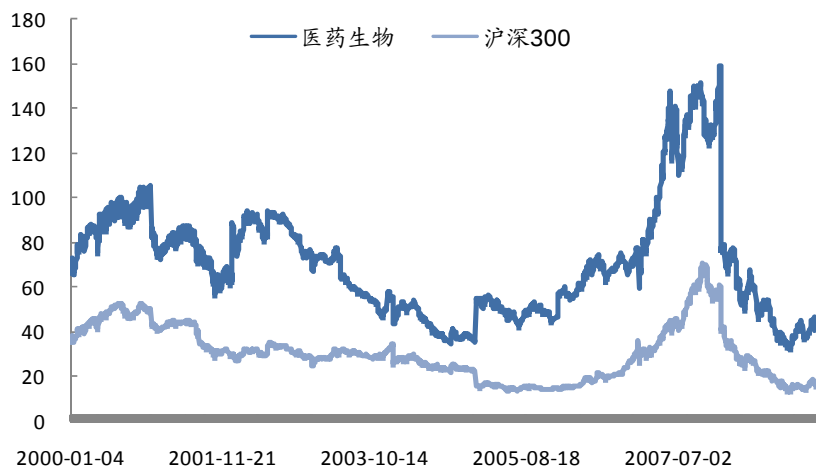
数据来源: WIND, 浙商证券研究所

年初至今沪深 300 指数上涨 23.32%，而医药行业指数仅上涨了 19.56%，明显跑输大盘。在几个子行业中，化学原料药行业延续了去年的强劲走势，一方面几类主要维生素签下了靓丽长单，另一方面去年的好业绩也使市场对企业产生了好预期。中药行业由于政策的扶植明显，一季度表现也优于沪深 300。

行业估值：溢价率回落，估值尚属合理

经过了大盘的这一波反弹，我们来考察下我们之前衡量医药行业能否值得投资的一个重要指标——医药行业与沪深 300 的 PE 溢价率。

图 19. 医药行业与沪深 300 的静态 PE 对比



数据来源: WIND, 浙商证券研究所

通过对比,我们发现目前医药行业与沪深 300 的静态 PE 溢价率大幅缩小,溢价率约为 156%。接近自 97 年以来的平均溢价率 146.8%。我们认为,目前医药板块估值尚属于合理的范围。

投资建议: 理性回归, 投资分化

在今年一季度行业里优质白马股滞涨,反而是二三线的一些药企表现活跃。但是我们认为在二季度,随着 08 年报和 09 年一季报的陆续出炉,优质股由于业绩表现符合预期,加上在不确定的大环境的情况下,优质股的成长最为确定;而二三线股由于前期充满了“美好的预期”,未来如果能兑现,则可能进一步上涨,但如果不能实现,则无法维持目前的高估值。

我们认为,由于医改配套方案马上要出台,因此二季度医药股票全线受追捧的可能性不大,具体哪些公司将会在此次医改中最终受益,我们会跟踪最后出台的细则。

在子行业方面,我们更倾向于已经在本次“全民医保”中受益较为明确的生物制品和中药行业。

在配置方面,我们还是看好行业中业绩稳定的一、二线股票。除了维持年度投资策略中的品种外,我们还看好受益于中药饮片行业发展的康美药业、以及在危机公关中成长起来的天士力。

表 8. A 股重点公司投资评级

代码	名称	EPS				PE				评级
		2007A	2008E	2009E	2010E	2007A	2008E	2009E	2010E	
600161	天坛生物	0.32	0.27	0.38	0.46	52.53	62.26	44.24	36.54	推荐
002252	上海莱士	0.68	0.64	0.86	1.08	38.08	40.55	30.17	24.03	推荐
600518	康美药业	0.23	0.39	0.50	0.71	52.78	31.13	24.28	17.10	推荐
600535	天士力	0.36	0.52	0.64	0.67	38.82	26.96	21.93	21.10	推荐
600557	康缘药业	0.36	0.53	0.73	0.85	51.08	34.70	25.19	21.64	推荐
600276	恒瑞医药	0.96	0.82	1.13	1.34	41.34	48.43	35.02	29.55	中性
600267	海正药业	0.31	0.43	0.51	0.60	51.42	37.07	31.25	26.57	中性
000963	华东医药	0.40	0.39	0.53	0.64	30.00	30.77	22.64	18.75	推荐

数据来源: WIND, 浙商证券研究所

风险提示

政府定价的风险

医药产品大多是由政府定价，如果未来政府再次进行大范围的药品降价，将对医药行业盈利能力产生较大影响。

新医改不确定性的风险

医改中医药分家等具体实施细则仍未出台，存在一定的不确定性；以及公立医院和基本药物目录的最后落实，也同样存在一定的不确定性。

大小非解禁股的风险

表 9. 09 年限售股解禁情况

代码	名称	流通日	数量(股)	市值	代码	名称	流通日	数量(股)	市值
600420	现代制药	2009-4-4	79666151	980690318.8	000809	中汇医药	2009-7-21	37842141	489298883.1
600055	万东医疗	2009-4-11	89856000	1218447360	000952	广济药业	2009-7-24	15911792	286253138.1
600666	西南药业	2009-4-12	46275351	607132605.1	600613	永生数据	2009-7-28	57330954	765941545.4
000522	白云山 A	2009-4-17	118994632	1540980484	000545	吉林制药	2009-7-28	45759889	463547675.6
600253	天方药业	2009-4-19	166053625	1281933985	000623	吉林敖东	2009-8-4	11467160	579091580
000788	西南合成	2009-4-20	15018834	134568752.6	000766	通化金马	2009-8-9	104159880	732243956.4
600332	广州药业	2009-4-24	387513509	5789451824	000416	华馨实业	2009-8-9	119981428	1076233409
600196	复星医药	2009-4-26	54773919	859950528.3	600812	华北制药	2009-8-16	183912922	1607398938
000028	一致药业	2009-4-28	83971446	1736529503	002001	新和成	2009-8-19	189701532	7314891074
600976	武汉健民	2009-5-8	17042518	158665842.6	600511	国药股份	2009-8-23	88608287	5067507934
600750	江中药业	2009-5-17	14793840	235813809.6	600222	太龙药业	2009-8-28	176551173	1327664821
000989	九芝堂	2009-5-22	90330242	1373019678	000590	紫光古汉	2009-8-31	29626624	285600655.4
600161	天坛生物	2009-5-23	250312500	8007496875	600211	西藏药业	2009-9-11	13871000	194887550
000538	云南白药	2009-5-29	239166028	8224919703	000411	英特集团	2009-9-12	26911953	300875634.5
600607	上实医药	2009-6-1	142050144	2268540800	600488	天药股份	2009-10-25	181314009	2179394388
000756	新华制药	2009-6-6	22865642	180409915.4	600789	鲁抗医药	2009-10-31	142997400	1098220032
600587	新华医疗	2009-6-9	31744440	553940478	000963	华东医药	2009-11-1	165931160	2591844719
000669	领先科技	2009-6-16	25410322	309751825.2	600763	通策医疗	2009-11-9	69398000	807098740
600276	恒瑞医药	2009-6-20	163198723	7671971968	600829	三精制药	2009-11-9	211944423	4660657862
000705	浙江震元	2009-7-10	26037480	247356060	600380	健康元	2009-11-24	487069200	11475350352
600833	第一医药	2009-7-12	58103676	643788730.1	600297	美罗药业	2009-11-24	52350000	596790000
600713	南京医药	2009-7-17	52663320	794162865.6	000513	丽珠集团	2009-12-11	25304382	775326264.5
600849	上海医药	2009-7-17	28458644	329551097.5	600671	天目药业	2009-12-18	49886746	571203241.7
600993	马应龙	2009-7-19	23728007	1290566301	600252	中恒集团	2009-12-21	10872370	173305577.8

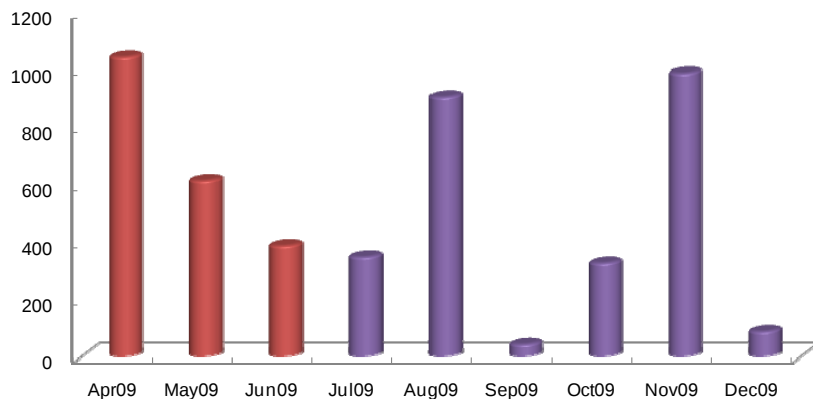
注：截止2009-3-16收盘价

数据来源：天相系统，浙商证券研究所

医药行业在二季度迎来了限售股解禁的高潮。尤其在 4 月份，医药行业的解禁数

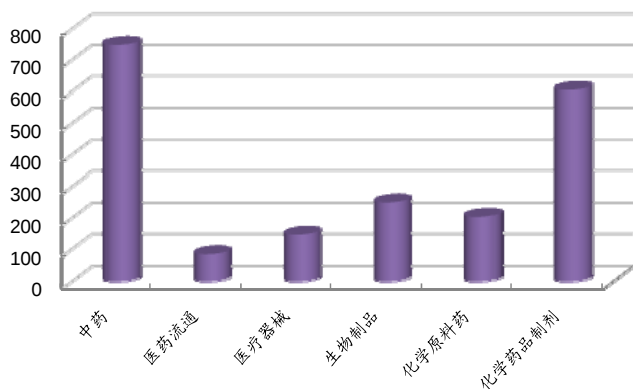
额高达 1042.12 百万股，按 2009 年 3 月 16 日收盘价来计算，解禁的市值高达 141.50 亿元。

图 20. 医药行业限售股解禁数（单位：百万股）



数据来源：天相系统，浙商证券研究所

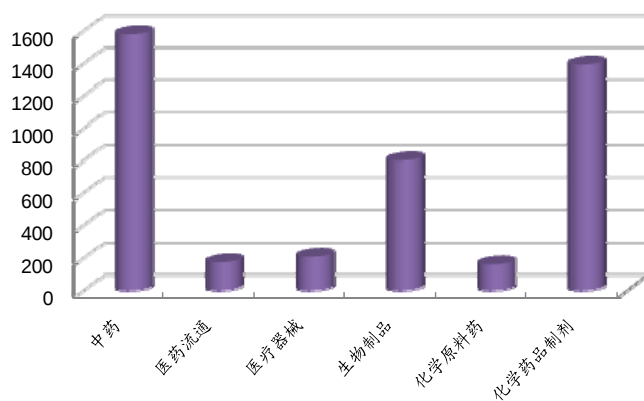
图 21. 09Q2 各子行业限售股解禁数（单位：百万股）



注：截止 2009-3-16 收盘价

数据来源：天相数据，浙商证券研究所

图 22. 09Q2 各子行业限售股市值（单位：亿元）



二季度，限售股解禁无论是从股数还是从金额来衡量，都主要集中于中药和制剂两个子行业。很大的一个因素是由于中药和制剂行业的上市公司多并且相对较大。生物制品行业虽然解禁数不多，仅为天坛生物一家在二季度解禁，但由于公司相对比较抗跌，解禁市值在各子行业的比较中也较为明显。

研究员介绍:

金嫣: 精细化工专业学士, 上海交大金融 MBA 在读, 注册分析师。2004 年曾在华源医药部实习。2005 年加入浙商证券。现为医药行业研究员。

投资评级的说明:

股票投资评级

- 强烈推荐:** 相对于沪深 300 指数, 预期未来 6 个月内上涨幅度在 20%以上;
- 推荐:** 相对于沪深 300 指数, 预期未来 6 个月内上涨幅度在 10% - 20%;
- 中性:** 相对于沪深 300 指数, 预期未来 6 个月内变动幅度在 -10% - 10%;
- 回避:** 相对于沪深 300 指数, 预期未来 6 个月内下跌幅度在 10%以上;

行业投资评级

- 推荐:** 预期未来 6 个月内行业股票指数表现优于沪深 300 指数;
- 中性:** 预期未来 6 个月内行业股票指数表现与沪深 300 指数持平;
- 回避:** 预期未来 6 个月内行业股票指数表现弱于沪深 300 指数;

特别声明:

本报告版权归“浙商证券”所有, 未经事先书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“浙商证券”或“浙商研究”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下, 我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。