

[2009.04.01]

寻找医药变局中的投资机会

——医药行业二季度策略

✍ 马霏霏

☎ 86-22-2845 1945

✉ maff@bhq.com

核心观点:

- 数据背后的故事: 增长明确VS隐忧重重
- 政策背后的机会: 静待医改VS价格调整
- 估值背后的规律: 整体合理VS轮动分化
- 策略背后的逻辑: 政策受益VS业绩估值

投资要点:

● 数据背后的故事: 增长明确 VS 隐忧重重

09 年 1-2 月份, 行业收入和利润增长预期中出现回落, 但在宏观经济冷峻的背景下, 中国医药行业增长曲线相对其他行业来说是亮丽的。但出口情况的恶化拖累行业增速。从目前的情况看, 金融危机对医药行业的影响已经显山露水, 医药行业也感到了瑟瑟寒意, 因此其影响不容小视。数据表明, 出口危机对医药行业影响正在悄然深化, 后面发展的影响如何还需进一步的观察。各子行业表现良莠不齐。制剂类药品和中药饮片行业成行业增长主体, 中药饮片收入增长超过 70%, 利润总额增长 80%, 是最大的亮点。未来, 我们依旧看好制剂和中药饮片的增长空间。

● 政策背后的机会: 静待医改 VS 价格调整

目前行业的两个焦点是静待医改和提防调价。我们认为行业在二季度的政策机会将出现在医改明确受益并且能够最大限度规避价格风险的领域。建议关注: 商业流通, 医疗器械, 疫苗, 中药独家品种。

● 估值背后的规律: 整体合理 VS 轮动分化

09 年二季度, 随着 08 年年报和 09 年一季报的出炉, 真实业绩情况会逐步披露。在行业向好趋势不变的大环境下, 一线优质股的业绩若能符合市场预期, 增进对 09 年全年的良好预期, 则目前的较高估值水平有望继续维持, 而二三线股则更大可能出现分化, 基本面向好并达到市场预期的公司估值水平将维持, 而预期未能达到预期的公司估值将回到起点。

● 策略背后的逻辑: 政策受益 VS 业绩估值

我们仍然看好医药行业的长期发展趋势和医改对行业积极的促进作用, 给与医药行业“买入”的投资评级。行业政策的见效是一个长期效果累计的过程, 因此有一定的时滞性。所以, 如果医改政策出台后, 医药类上市公司的市场表现将会出现一个明显的分化。我们整体逻辑是, 在行业内选择目前医改明确受益的领域, 在该领域内选择具有竞争优势、明确增长和估值具有安全边际的个股。

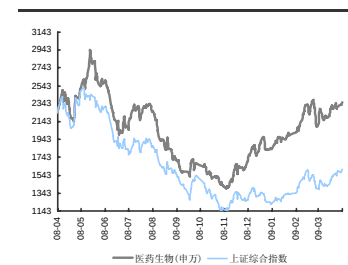
● 公司推荐: 天士力、康美药业、一致药业、天坛生物

子行业评级

化学原料药	中性
化学制剂药	买入
中药	买入
生物药	买入
医疗器械	买入

推荐公司

天士力	买入
一致药业	买入
康美药业	买入
天坛生物	买入



相关报告

《以“持有”应“万变”》
《“奇迹”不是“梦想”》

目 录

1.数据背后的故事：增长明确 VS 隐忧重重	4
1.109 年开局：意料中的明确增长和意料外的大幅回落	4
1.2 子行业运行数据：表现良莠不齐	8
2 政策背后的机会：静待医改 VS 价格调整	13
2.1 静待医改，寻找明确受益领域.....	13
2.2 提防调价，选择影响较小的领域。	16
3.估值背后的规律：整体合理 VS 轮动分化	17
3.1 从股价涨跌幅分析：二三线股票争奇斗艳.....	17
3.2 从估值角度分析：估值基本合理并开始分化	17
4.策略背后的逻辑：政策受益 VS 业绩估值	19

图 目 录

图 1: 2000 年-至今医药工业销售收入和利润总额	4
图 2: 药出口额和出口量增速出现大幅双降	5
图 3: 医药制造业与其他行业 09 年 1-2 月的利润增速比较	5
图 4: 增加值累计增速平稳单月增速大幅回升 图 5: 利润总额保持高速增长在下游消费品行业排名第一	6
图 6: 在主要消费品制造业工业增加值增速中医药行业 2 月单月排名第一, 1-2 月累计排名第二	6
图 7: 医药行业财务指标对比	7
图 8: 中西药及医疗保健服务价格指数走势稳健 图 9: CPI 的分类价格指数情况	7
图 10: 化学原料药行业收入、利润及盈利水平变化	8
图 11: 主要大宗原料药产品需求减弱, 价格稳中有降	9
图 12: 化学制剂行业收入、利润及盈利水平变化	10
图 13: 中成药行业收入、利润及盈利水平变化	10
图 14: 中药饮片行业收入、利润及盈利水平变化	11
图 15: 生物制药行业收入、利润及盈利水平变化	11
图 16: 医疗器械行业收入、利润及盈利水平变化	12
图 17: 1995-2005 日本前三大批发企业市场集中度变化 图 18: 医药商业排名前三位的企业集中度变化	15

表 目 录

表 1: 上市公司有望进入基本药物目录中的产品名单	14
表 2: 基本药物目录征求意见稿与 04 年医保甲类目录比较	14
表 3: 08 年 10 月版和目前征求意见稿的变化情况	15
表 4: 2008 年和 09 年一季度医药股涨跌幅排名	17
表 5: 医药股和大盘估值情况比较	18
表 6: 重点关注医药行业上市公司	19
表 7: 医药行业估值国际比较	19

1.数据背后的故事：增长明确 VS 隐忧重重

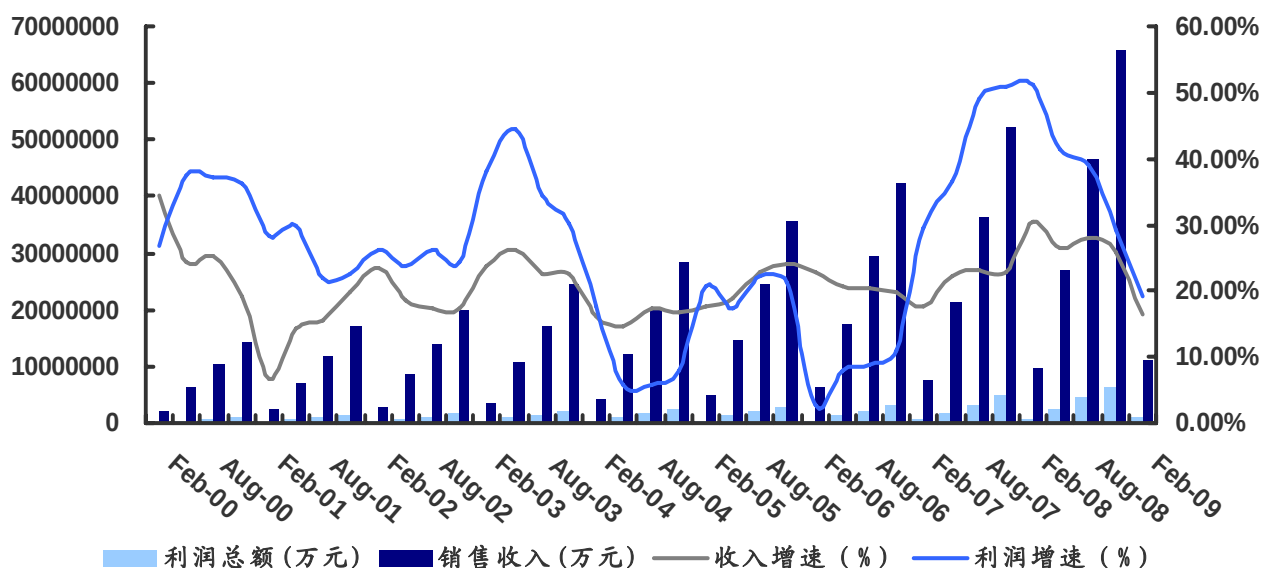
1.109 年开局：意料中的明确增长和意料外的大幅回落

■ 09 年增长曲线虽亮丽但金融危机影响已经显山露水

09 年 1-2 月份，行业收入和利润增长预期中出现回落，但在宏观经济冷峻的背景下，中国医药行业增长曲线相对其他行业来说是亮丽的。医药工业自 2009 年 1-2 月的收入和利润的增速同比增长 16.35%和 19.07%，即 08 年二三季度收入和利润出现逐季回落开始后又出现了继续回落。虽然在我们前面的报告中已经判断由于 07 年行业大幅回暖的首年形成较高基数、证券市场投资受益巨幅波动和多个原料药周期性波动等原因，行业整体利润出现回落，但从 2009 年 2 月份医药行业收入和利润的回落幅度有些超出我们的预期。我们认为考虑到医改等利好因素的刺激，在接下来的季度里，医药行业的增速水平可能有所提高。

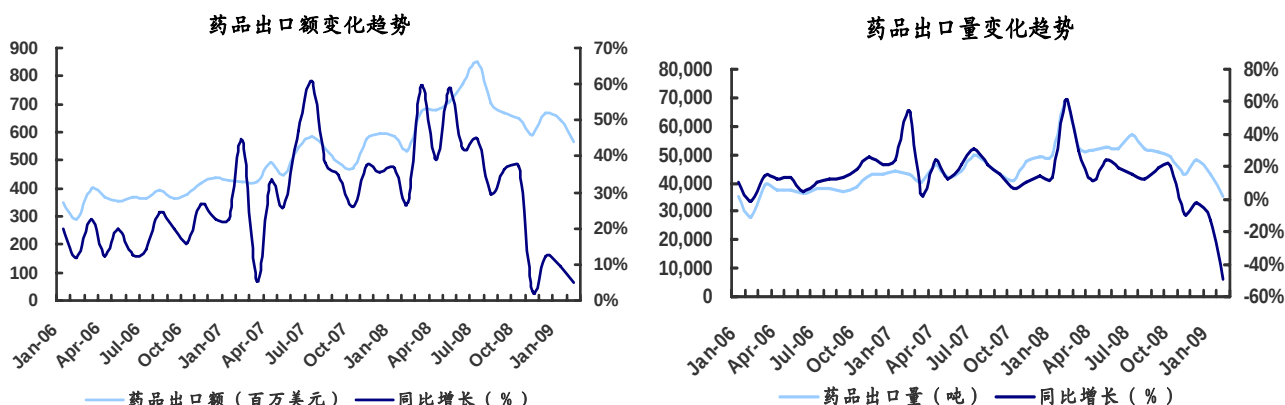
出口情况的恶化拖累行业增速。从目前的情况看，金融危机对医药行业的影响已经显山露水，医药行业也感到了瑟瑟寒意，因此其影响不容小视。我国药品出口金额 07 年已经占到医药工业产值的 30%以上，出口危机的愈演愈烈，固然影响到行业的增长，从 09 年 2 月份的出口数据看，出口额同比小幅增长 5%，但环比下降 12%，而出口量同比大幅下降 49%，环比也出现了 19%的下降。以上数据表明，出口危机对医药行业的影响正在悄然深化，后面发展的影响如何还需进一步的观察。

图 1：2000 年-至今医药工业销售收入和利润总额



数据来源：WIND，渤海证券研究所

图 2: 药出口额和出口量增速出现大幅双降



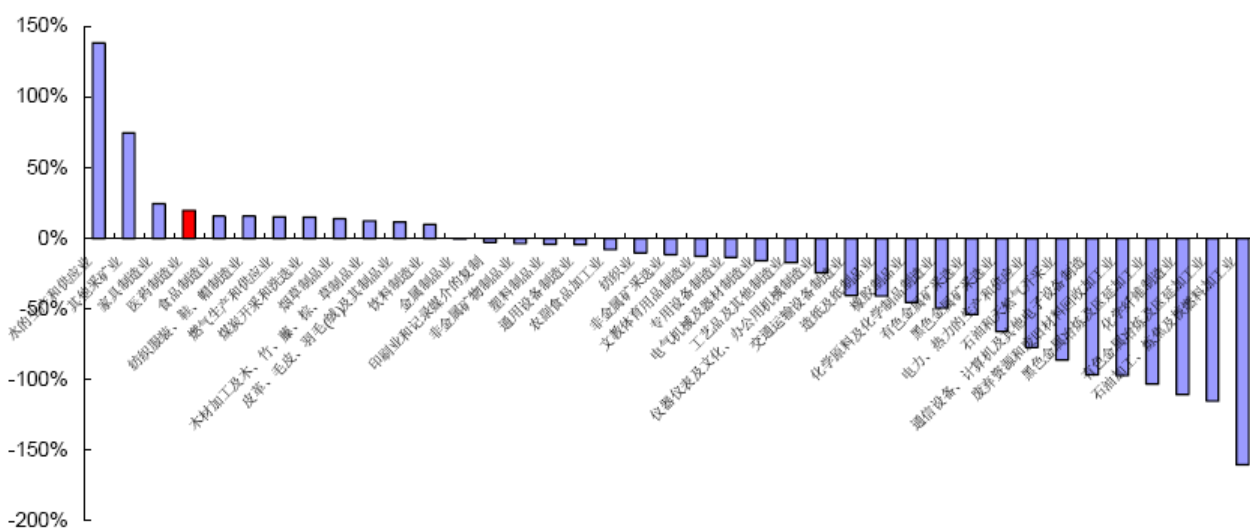
数据来源: WIND, 渤海证券研究所

■ 相对高景气依旧 抗周期性显现

09 年 1-2 月, 全国规模以上工业企业营业收入同比下降 3.1%, 利润总额同比下降 37.3%。医药行业则保持了较为稳定的增长, 体现出较强的抗周期性。

在 09 年 1-2 月各行业的利润增速比较中, 医药制造业是利润增长最快的行业之一, 1-2 月份行业实现收入同比增长 16.35%, 利润总额同比增长 19.07%, 由于较大比例的医药工业企业取得了高新技术企业资格, 所得税率有所下降, 行业净利润增幅应高于利润总额增幅。此外在下游 12 个消费品行业中, 从收入、利润以及工业增加值的比较情况看, 医药工业排名均名列前茅, 相对高景气的运行态势进一步确立。

图 3: 医药制造业与其他行业 09 年 1-2 月的利润增速比较



数据来源: WIND, 渤海证券研究所

图 4: 增加值累计增速平稳单月增速大幅回升

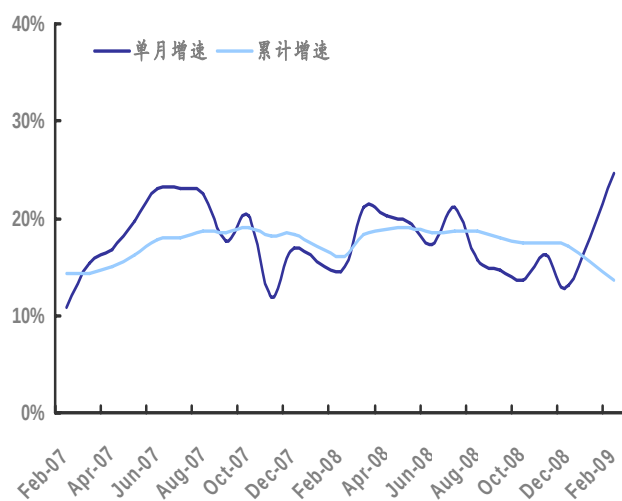
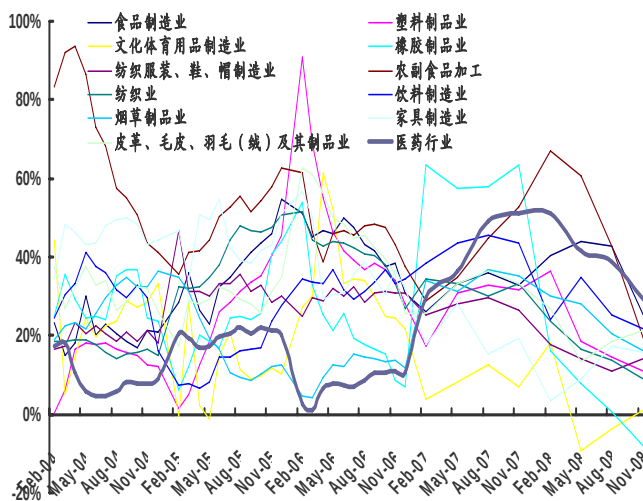
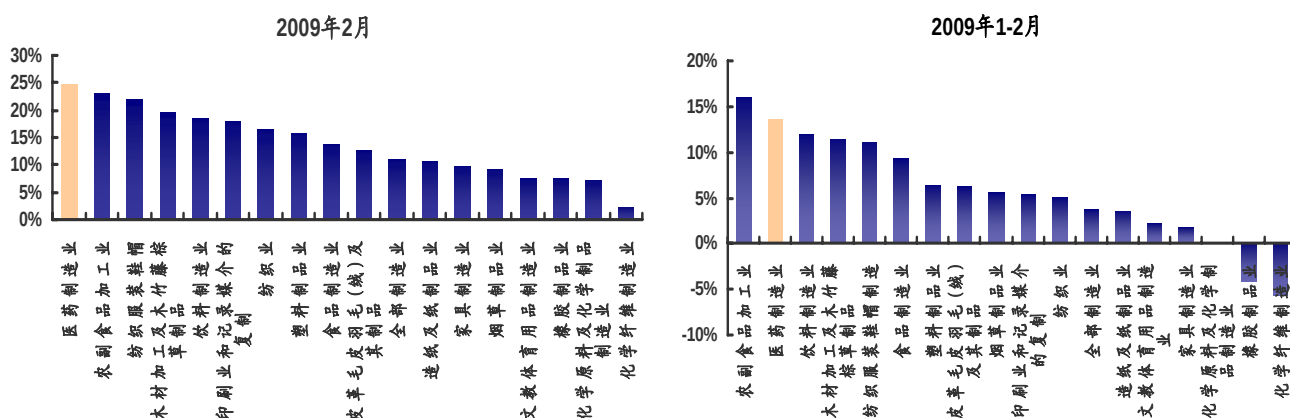


图 5: 利润总额保持高速增长在下游消费品行业排名第一



数据来源: WIND, 渤海证券研究所

图 6: 在主要消费品制造业工业增加值增速中医药行业 2 月单月排名第一, 1-2 月累计排名第二

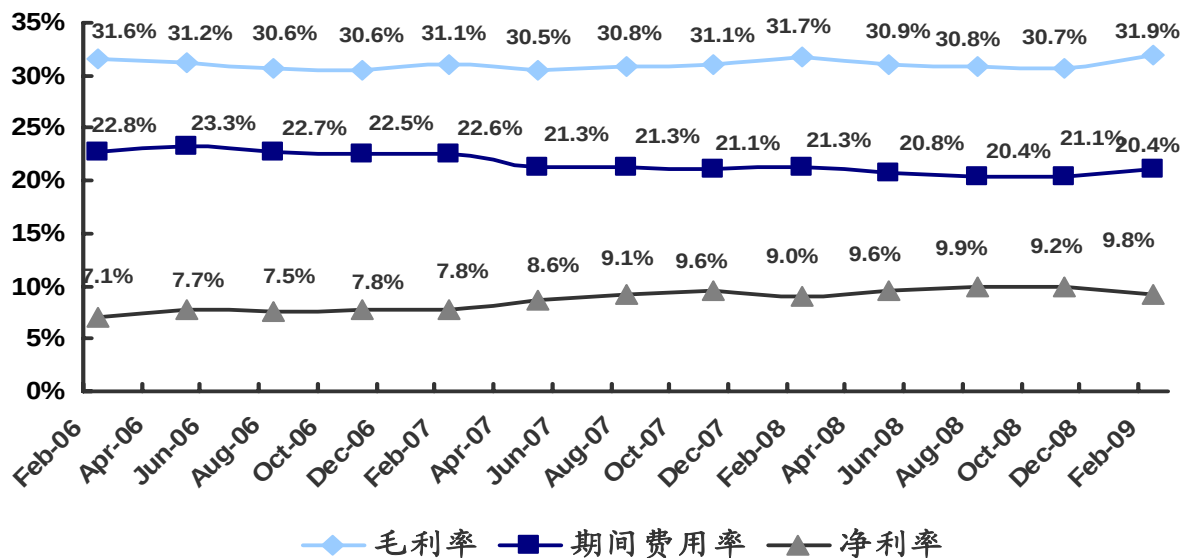


数据来源: WIND, 渤海证券研究所

■ 虽然行业增速放缓明显但内生增长趋势未改

从盈利能力的指标看, 医药行业的内生性增长明显, 在宏观经济上不确定的当下, 从 09 年 1-2 月份的数据看, 医药行业的毛利率和净利润率同比和环比都有所回升, 期间费用率趋降。这充分显示了行业经营效率和质量的明显提升, 进一步说明了行业在宏观经济不确定的环境中明确的增长前景。

图 7：医药行业财务指标对比

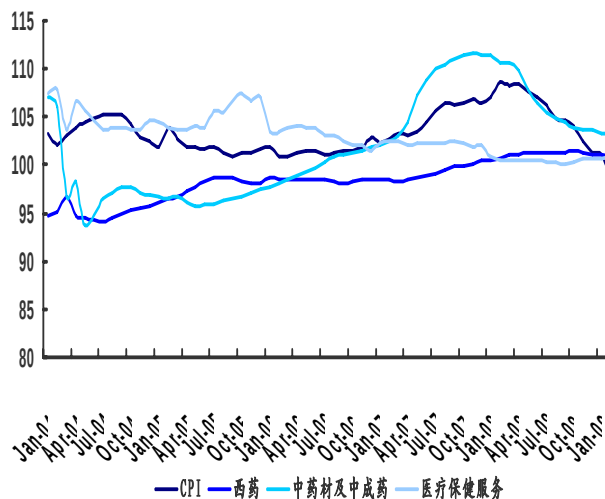
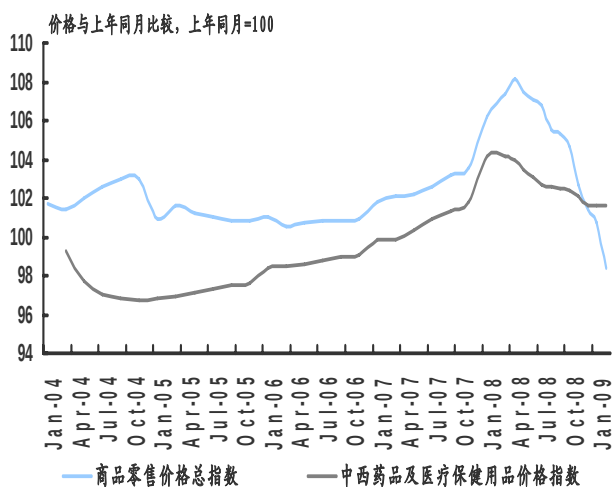


数据来源：WIND，渤海证券研究所

■ 价格指数走势：价格运行平稳确保药企盈利

图 8：中西药及医疗保健服务价格指数走势稳健

图 9：CPI 的分类价格指数情况



数据来源：WIND，渤海证券研究所

从中西药品及医疗保健服务价格指数与商品零售价格总指数走势比较分析，由于药品价格的形成机制和影响因素同其他商品不同，受到国家价格管制影响，进入医保目录范围的药品不能随便提价，但是由于对其需求的相对刚性，和销售渠道的特殊性决定了，也不会轻易降价，因此，在金融危机的影响下，消费品价格从 08 年 4 月起出现逐月加速回落的态势，但中西药品及医疗保健服务价格指数出现小幅回落后企稳，预计在发改委不大规模降价的情况下，09 年该指数仍能保持平稳运行态势，这样也就在一定程度上确保了医药企业的盈利。

从居民消费价格分类指数走势看也能证明我们以上的分析,虽然 CPI2 月份仅为-1.6%,同比已经连续 10 个月回落,但从 CPI 的分类指数中看到西药和医疗保健服务价格指数变化不大还呈现出稳中有升的态势,这显示出对西药和医疗保健的需求刚性,而中药材及中成药价格指数出现明显下降,比年初的峰值下降了 7.8 个百分点,这主要是因为中药以 OTC 产品为主(目前我国 OTC 品种总数达 4485 种,其中中药品种 3510 种,占到 78%,化学药品 975 种),而在 OTC 终端销售的药品,主要是一些偏保健类的医药产品,具有一定的需求弹性,虽然受宏观经济下行的影响,对中药和保健品等需求有一定的减少,但是我们从价格指数看已经企稳看,影响并不是很大。

1.2 子行业运行数据：表现良莠不齐

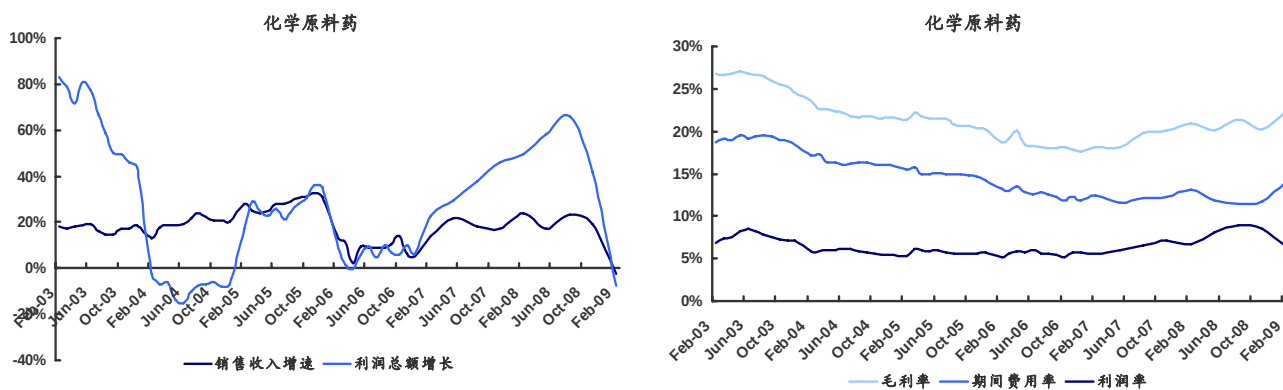
化学药品制剂,中成药,生物、生化制品均保持了 20%左右的收入增长,是行业增长的主体,而营业利润的增长均超过了收入增长,印证了我们在策略报告中提出的医院终端将保持高速增长的结论。其中,中药饮片收入增长超过 70%,利润总额增长 80%,是最大的亮点。未来,我们依旧看好制剂和中药饮片的增长空间。

■ 化学原料药行业：寒冬如期而至

08 年 1-2 月,化学原料药子行业销售收入同比增长-2.45%,出现了自 03 年以来的首度负增长。利润总额同比下降 7.69%,行业又一次进入周期性低谷。虽然毛利率在成本下降的情况下,提升了 1.53 个百分点。但是在期间费用率上升 0.97 个百分点,的情况下,致使净利率下降 0.36 个百分点。

化学原料药 2008 年销售增长表现出逐步回落是符合我们的预期,化学原料药占到药品出口总额的 88%,因此其是医药行业中受全球经济下行影响较大的子行业。从我们跟踪的大宗原料药情况看 VC、VE 和青霉素工业盐等主要产品的价格都出现了拐头向下的态势。我们认为:随着出口危机的悄然深化,外需减弱、订单下降、价格下滑还将持续影响化学原料药 09 年增长,并波及医药行业 09 年整体增长率。基于以上考虑,我们下调化学原料药行业的投资评级为“中性”。

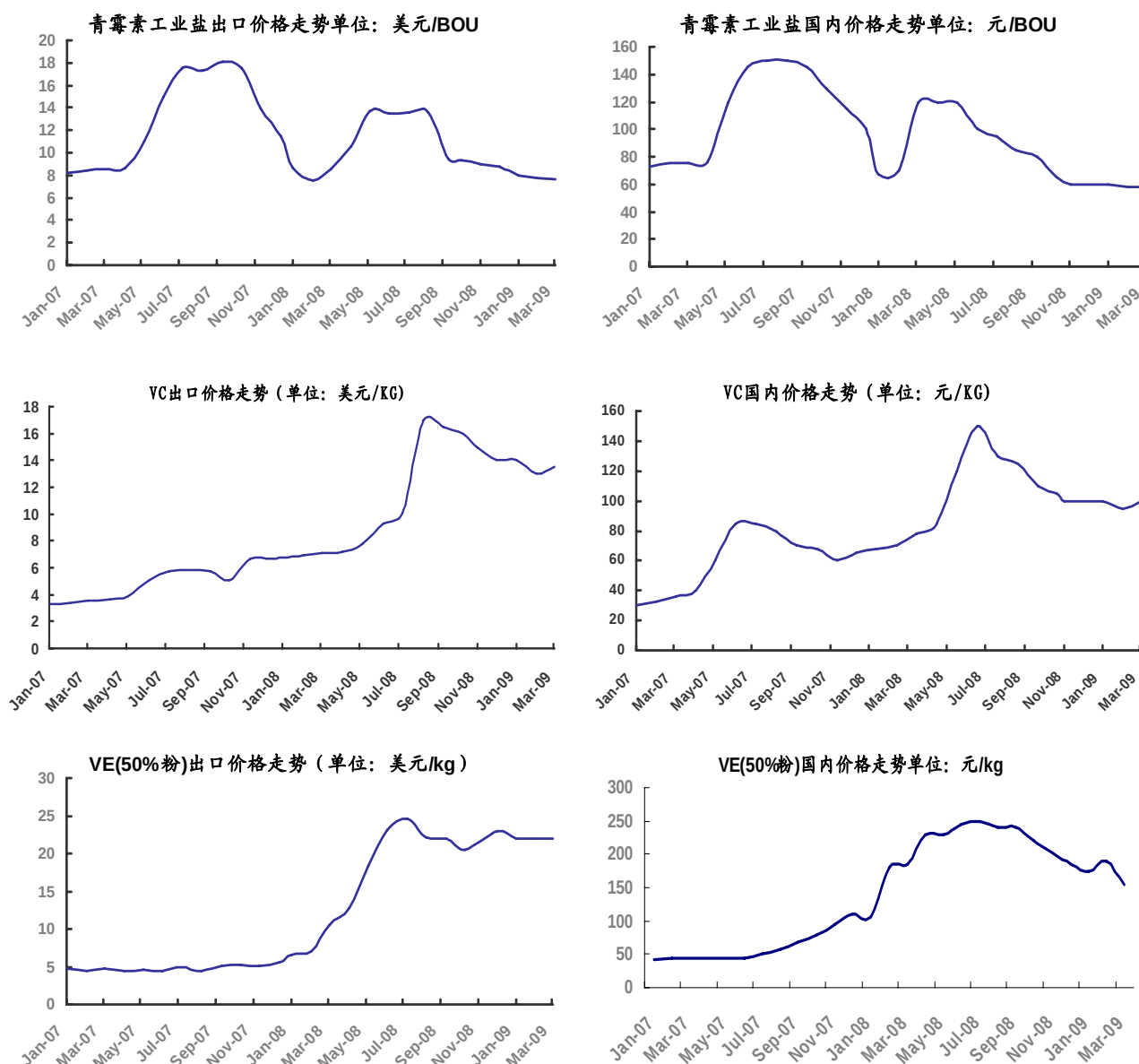
图 10: 化学原料药行业收入、利润及盈利水平变化



数据来源: WIND, 渤海证券研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分

图 11：主要大宗原料药产品需求减弱，价格稳中有降

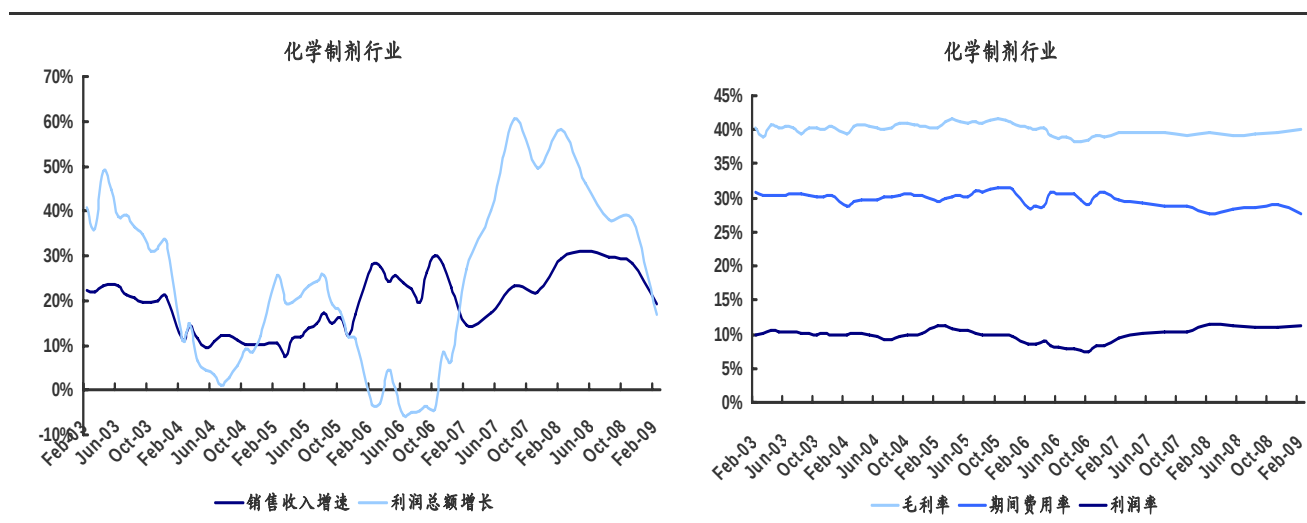


数据来源：WIND，渤海证券研究所

■ 化学药品制剂行业—受益于需求刚性和医改扩容

化学制剂药子行业 09 年 1-2 月份销售收入同比增长 19.27%，利润总额同比增长 17.01%，出现了预期中的回落。我们注意到行业的盈利能力在提升，毛利率同比提升 0.24%，净利率提升 0.1%。我们分析：受益于需求刚性和医改扩容主要促进处方药市场的变革与扩容，由于在整个药品零售市场中医院终端的销售份额占到了 75%，同时医院终端销售的药品中 85%是西药，因此，化学原料药行业将最先受益，虽然 1-2 月份由于去年基数较高的影响，数据表现并不亮眼，预计未来几个季度行业增速水平将有所提升。基于 09 年医改的全面实施将带来市场扩容利好因素刺激行业景气运行的判断，给与行业“买入”的投资评级。

图 12: 化学制剂行业收入、利润及盈利水平变化



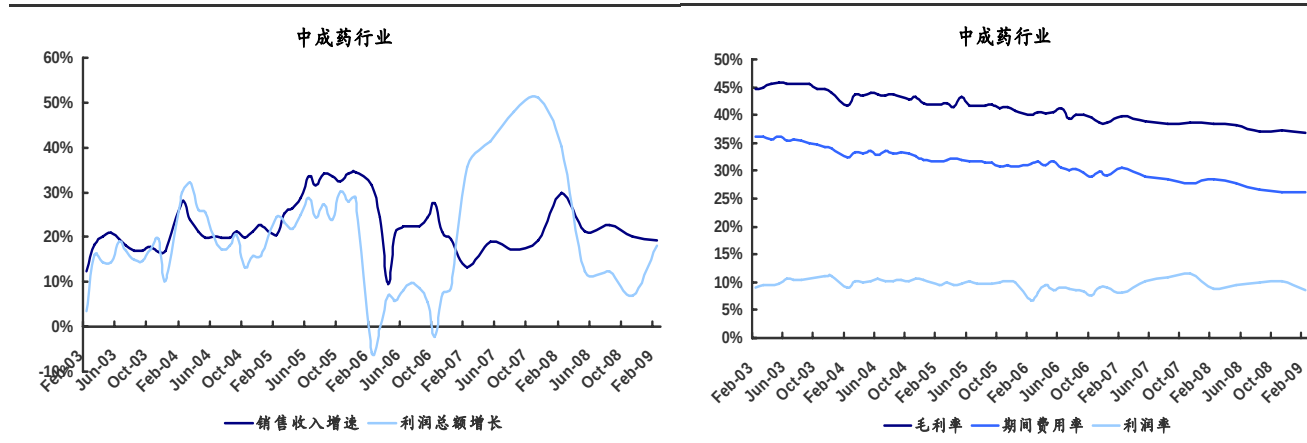
数据来源: WIND, 渤海证券研究所

■ 中成药行业—收入平稳增长 利润增速回升明显

09 年 1-2 月, 中成药子行业销售收入同比增长 19.37%, 增速比较平稳。利润总额同比增长 32%, 增长幅度在子行业中排名居前。与此同时, 公司的盈利能力在稳步提升。

虽然中药行业, 一方面由于经济环境的恶化, 对于那些依赖 OTC 渠道内生性消费升级的产品, 收入和利润有下滑的预期。而另一方面, 受刺五加事件影响, 中药注射剂产品监管加强, 销售短期内面临压力。但是从数据上看对中药行业的不良影响在减弱。我们认为, 国家对中药注射液的发展方向并没有否定, 加强监管的结果是强者恒强的局面, 目前的监管是对中药注射剂产品一个重新洗牌的过程, 因此建议投资者密切关注中药注射液政策和销售情况的变化趋势。考虑到大力发展中医药是我国医药行业未来发展的重点也是医改中提到要重点扶持的领域, 因此我们仍然看好中成药行业未来的发展趋势, 给予行业“买入”的投资评级。

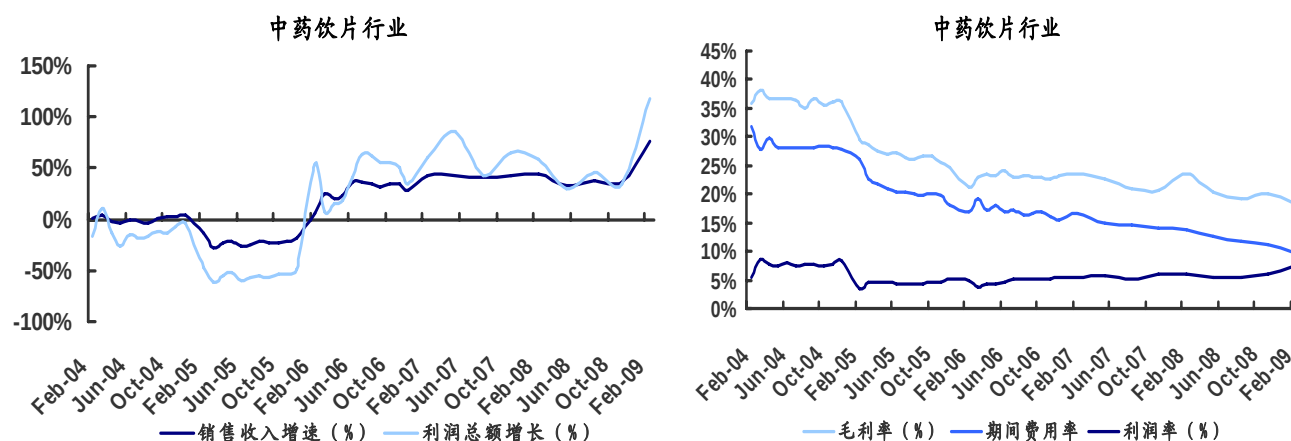
图 13: 中成药行业收入、利润及盈利水平变化



数据来源: WIND, 渤海证券研究所

■ 中药饮片行业—行业集中度不断提高，快速发展仍将持续

图 14: 中药饮片行业收入、利润及盈利水平变化



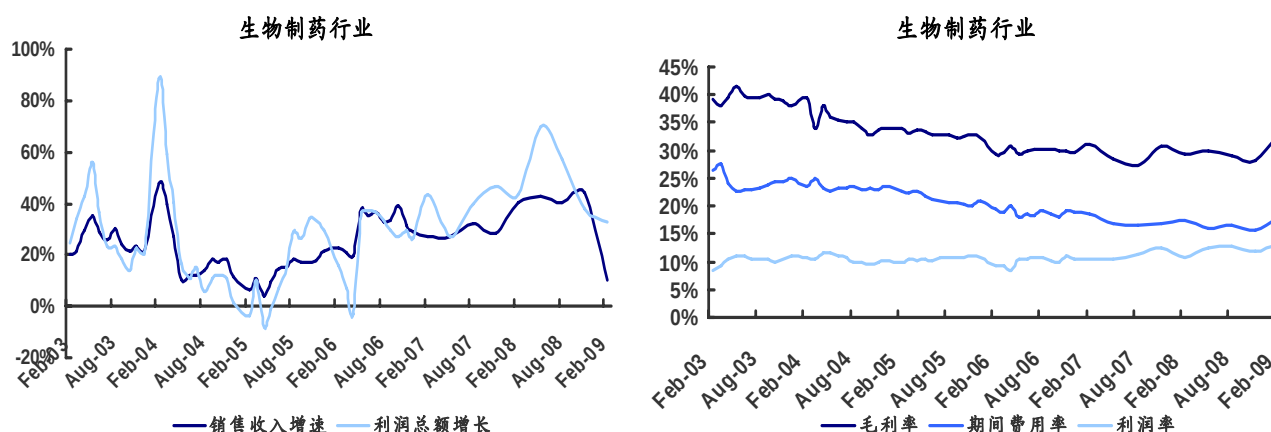
数据来源: WIND, 渤海证券研究所

09 年 1-2 月份, 中药饮片子行业销售收入和利润总额即去年出现高增长的情况下, 新一轮高增长, 同比分别增长了 75.53% 和 117.85%。与此同时, 行业的盈利能力在提升, 净利率同比分别增加 1.42%。我们认为: 从 2005 年以来, 中药饮片子行业利润率大体上保持上升趋势。基于国家正在加强对中药饮片子行业的监管, 从今年开始中药饮片子行业实行 GMP 认证、推行小包装饮片试点等措施将促进其集中度的提高, 行业将走上良性快速发展的轨道, 给予行业“买入”的投资评级。

■ 生物制药行业—行业发展空间巨大，高景气运行仍可期

09 年 1-2 月, 生物制药子行业销售收入同比增长 10.04%, 利润总额同比增长 32.98%。出现了预期中的回落, 但是行业的盈利能力出现了大幅提高, 毛利率提升 3.66%, 净利率提升 2.25%。我们预计随着医改在 09 年的全面推开, 对疫苗、血液制品以及诊断试剂需求的不断扩大, 行业高景气运行仍可维持, 给予行业“买入”的投资评级。

图 15: 生物制药行业收入、利润及盈利水平变化

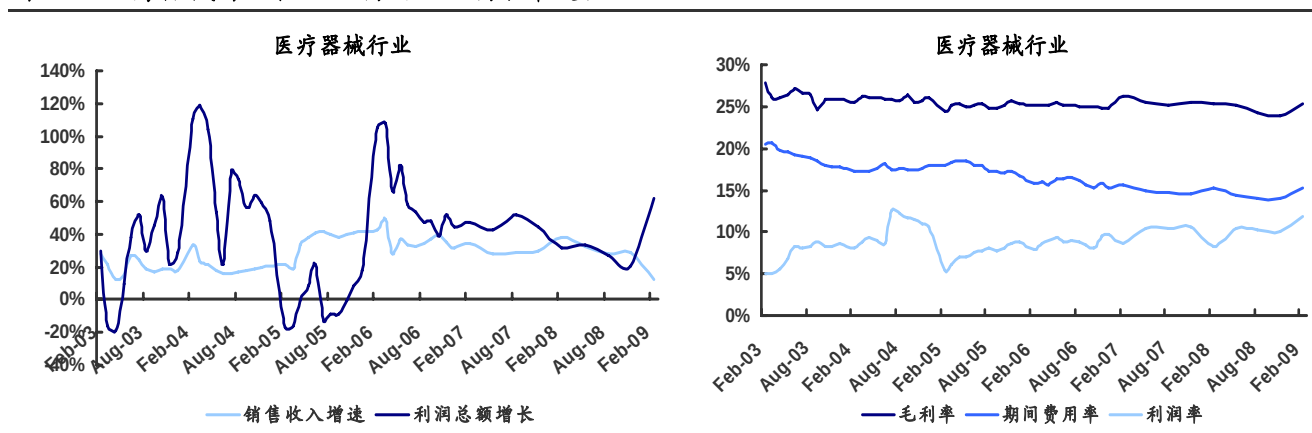


数据来源：WIND，渤海证券研究所

■ 医疗器械行业—医改最先受益领域，行业增速能够保持

09 年 1-2 月，医疗器械子行业销售收入同比增长 12.55%，利润总额同比大幅增长 61.79%。此外，行业盈利能力在提升利润率提升 3.61%，看来国家 1000 亿的投入已经对行业增长起到了拉动作用。我们预计随着医改在 09 年的全面推开，国家投资对行业的拉动作用将进一步的凸显，未来将势必带动医疗器械行业的发展，虽然行业内生产企业众多，行业集中度较低，但是 09 年行业仍能保持一定的增长速度。给予行业“买入”的投资评级。

图 16：医疗器械行业收入、利润及盈利水平变化



数据来源：WIND，渤海证券研究所

2 政策背后的机会：静待医改 VS 价格调整

2.1 静待医改，寻找明确受益领域

目前医改最终的细则是千呼万唤没出来，因此医药行业给市场留下了很多的想象空间，预期医改细则出台时间已经逼近，虽然尚存在许多的盲点，但是还是有一些领域是明确受益的，在这些领域中的龙头企业会存在着明确的投资机会。

■ 基层卫生体系建设正在稳步推进，医疗器械行业最先受益

在去年 11 月 24 日，政府就已经公布了 48 亿元投资基层医疗基础设施建设的规划：一是支持 7300 多个农村卫生项目，包括县医院 26 个，县妇保站 59 个，县中医院 72 个，乡镇卫生院 1610 个，村卫生室 5500 余个。这些预计总投资 26.21 亿元，其中乡镇卫生院投资占了 18 亿余元。二是，拟用于支持建设农场、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约 6000 个。其中全国有农场、林场和海岛基层卫生机构近 3000 个，总投资 6 亿元左右；卫生院 3300 多个，总投资超过 15 亿元。我们认为，国家投资全部用于农村医疗基础设施建设，如房屋改扩建和基本医疗设备购置等，短期看将最明确也最直接的拉动医疗设备需求的扩容，长期看将间接增加药品消费需求，从而影响医药行业的长期持续发展。

■ 基本药物目录对具有独家产品的中药企业最为有利

为了配合新农合和社区医疗服务的开展，扭转医疗机构原因导致药价高企，而优质廉价药物在生产和消费终端消失的现象，国家大力推行基本药物制度（虽然目前尚未推出），我们认为作为新医改方案的一部分，未来国家必将出台更多鼓励政策，普药价格无序竞争的状态将被打破，市场将向具有品牌和规模优势的大型企业集中，这些企业将借力政府采购扩大市场占有率并实现规模效益。细分来看，1、对化学制剂来说，进入目录的以低端基础用药为主，大型综合型制药企业有规模化、品牌化和综合化优势，能获得更多的产品机遇，虽然这类企业的产品进入目录后面面临着降价的可能，但是由于未来城乡市场的开拓，销量的增长将冲抵价格下降带来的不利影响。有华北制药、哈药、白云山、东北药、丽珠集团、三九医药等；2、对于中药产品来说，中成药作为几千年以来的中医药发展积淀，一直以来受到政府的重视和鼓励，基本药物目录中有半数品种为中成药，表明国家要在新医改中充分发挥中医药的作用。分析进入基本药物目录（征求意见稿）的中成药品种，独家产品将依靠品种优势获得市场扩张机会。主要基于以下考虑：1、进行招标时独家品种不会存在激烈竞争，在获取销售增量上更为明确；2、独家品种通过基本药物进入消费终端，有助于进一步提升企业品牌信誉度和知名度；3、从定价角度讲，进入基本药物目录的产品利润空间会受到压缩，独家品种定价可能略为宽松。

表 1: 上市公司有望进入基本药物目录中的产品名单

生产厂家	产品名称
奇正药业	消痛贴膏
九芝堂	补肾固齿丸、六味地黄丸
美罗药业	伤科接骨片
独一味	独一味胶囊
广西花红	花红片
广州药业	华佗再造丸、障眼明片、消渴丸、前列通片、保济丸、降气定喘丸、乌蛇止痒丸
益佰制药	艾迪注射液
天方药业	苍苓止泻口服液
康缘药业	天舒胶囊、桂枝茯苓胶囊、金振口服液、腰痹通胶囊
天施康	珍视明滴眼液
江中药业	痔康片、蠲哮片、健胃消食片、复方草珊瑚含片
金陵药业	脉络宁注射液
丽珠集团	参芪扶正注射液、前列安栓
东阿阿胶	复方阿胶浆
桐君阁	鼻窦炎口服液
中新药业	速效救心丸、痹祺胶囊、血府逐瘀胶囊、小儿解热丸、清肺消炎丸、癯清片、牛黄降压丸
武汉健民	龙牡壮骨颗粒、健脾生血颗粒、健民咽喉片、健胃消食片
马应龙	马应龙麝香痔疮膏、麝香痔疮栓、马应龙八宝眼膏
亚宝药业	癫痫康胶囊
千金药业	妇科千金片
沃华医药	心可舒片
云南白药	宫血宁胶囊、热毒清片、
华神集团	鼻渊舒口服液
天士力	荆花胃康胶丸、养血清脑颗粒、复方丹参滴丸、藿香正气滴丸
片仔癀	片仔癀
三九医药	参附注射液、正天丸、痔宁片、
白云山	清开灵注射液、
紫鑫药业	六君子丸
同仁堂	乌鸡白凤丸、小活络丸、牛黄解毒片、六味地黄丸、妇科得生丸、牛黄降压丸、安宫牛黄丸

数据来源: 渤海证券研究所 (注: 用兰笔标注的独家产品)

表 2: 基本药物目录征求意见稿与 04 年医保甲类目录比较

	西药	中药	合计
2004 年甲类	315	135	450
2009 年意见稿	312	303	615

数据来源: 渤海证券研究所

表 3: 08 年 10 月版和目前征求意见稿的变化情况

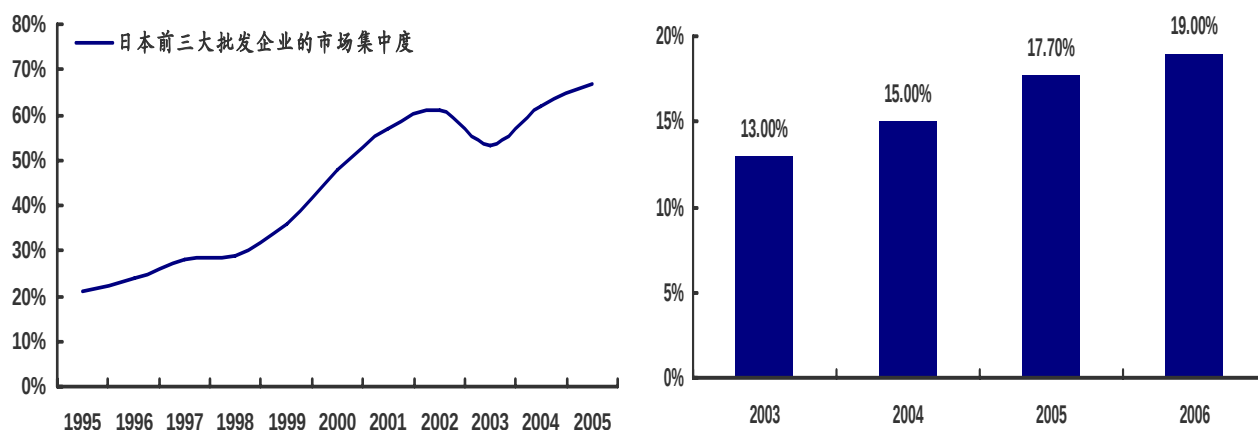
	2008 年 10 月	目前
生产	定点生产、集中采购、直接配送	公开招标采购
使用	基层医疗机构应全部使用基本药物、其他各类医疗机构也要将基本药物作为首选药物并确定使用比例。基本药物全部纳入医保, 提高报销比例。	基层医疗机构全部配备和使用基本药物, 其他医疗机构也都必须按规定使用基本药物, 所有零售药店均应配备和销售基本药物。
定价	政府统一价格	政府指导价格

数据来源: 渤海证券研究所

■ 公立医院的改革仍是重点和难点, 但商业渠道集中度提升已成必然

医改的最终目标是为了改变老百姓看病难, 看病贵的问题, 因此, 在公立医院中推行医药分家, 取消药品加成, 改变“以药养医”的现状, 就成了势在必行的事情。医院由此减少的收入或形成的亏损, 通过增设药事服务费、调整部分技术服务费标准和增加政府投入来解决, 未来药事费将纳入医疗保障的报销范围。我们认为政府出台此项举措的初衷是好的, 但是, 医药之间的利益输送链条是否能够被彻底切断, 未来政府投入和药事费的收取能否补偿医院由于药品收入的减少所带来的亏损, 以及药事费的收取标准如何制定, 未来如何执行, 是否会给老百姓带来新的负担等问题, 已经成为公立医院改革能否成功的关键。我们认为, 公立医院改革是一个漫长而困难的过程, 虽然充满了不确定性, 但是其在一定程度上仍会缓解药企在产业链条中的弱势地位, 在理顺产业链条上生产—流通—医院—患者各个角色关系上起到一定积极的作用, 在医药分家的过程中商业渠道的整合, 集中度的提高已经成为发展的必然 (这一点从日本的医药分家的过程中商业集中度变化过程就能看出), 未来一定是形成具有规模和网络优势的大型商业企业前者很强的局面。

图 17: 1995-2005 日本前三大批发企业市场集中度变化 图 18: 医药商业排名前三位的企业集中度变化



数据来源: IMS, SFDA 南方医药经济研究所, 渤海证券研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分

15 of 27

■ 促进基本公共卫生服务逐步均等化，中医药和疫苗作用将凸显

从 2009 年开始，制定并实施国家基本公共卫生服务项目，逐步在全国建立统一的居民健康档案。增加公共卫生服务项目，提高经费标准。我们认为这是国家从居民健康出发，从治疗为主向预防为主转变，中医药和疫苗在疾病预防上的优势将得到充分发挥，并且未来发展空间巨大。

2.2 提防调价，选择影响较小的领域

值得注意的是发改委又一次启动了医保药价调查，我们认为当医改细则出台后，接踵而来的或将对药品价格的新一轮调整，这无疑给医药行业带来了很大的不确定性风险，我们分析降价的两个方向，一个是进入基本药物目录后的产品（特别是生产厂家众多的普药产品），另一个方向是临床的治疗型药物。价格的调整势必会加速医药生产企业的两极分化。

结论：我们认为行业在二季度的政策机会将出现在医改明确受益并且能够最大限度规避价格风险的领域。**建议关注：**商业流通，医疗器械，疫苗，中药独家品种。

3.估值背后的规律：整体合理 VS 轮动分化

3.1 从股价涨跌幅分析：二三线股票争奇斗艳

第一，08 年公司的市场表现和业绩高度相关。从 08 年的个股表现来看，收益率表现前十位的医药股大都数业绩增长表现突出，净利润增幅大都在 40%以上，且多内生性的可持续增长，大多以白马股为主，如云南白药恒瑞医药等。

第二，09 年一季度白马股出现滞涨，股价表现靠后的反而大多收益排名前列，这说明白马股由于基本面相对清晰和市场挖掘的程度已经较深，08 年业绩预期大多比较饱和，难有超预期的业绩表现，倒是其他二三线的公司由于一线白马股的业绩打开了想象空间，因此市场表现活跃。

第三，09 年二季度，随着 08 年年报和 09 年一季报的出炉，真实业绩情况会逐步披露。在行业向好趋势不变的大环境下，一线优质股的业绩若能符合市场预期，增进对 09 年全年的良好预期，则目前的较高估值水平有望继续维持，而二三线股则更大可能出现分化，基本面向好并达到市场预期的公司估值水平将维持，而预期未能达到预期的公司估值将回到起点。

表 4: 2008 年和 09 年一季度医药股涨跌幅排名

	证券 代码	证券简 称	2008 年涨幅前 15 名 (%) (01/01-12/31)	证券 代码	证券 简称	2009 年涨幅末 15 名 (%) (01/01-03/31)	证券 代码	证券 简称	2009 年涨幅前 15 名 (%) (01/01-03/31)
1	002223	鱼跃医疗	69.05	002038	双鹭药业	-9.21	600568	ST 潜药	130.98
2	002252	上海莱士	21.89	002022	科华生物	-9.18	000990	诚志股份	117.65
3	002038	双鹭药业	21.45	600829	三精制药	-6.73	002016	世荣兆业	115.24
4	002262	恩华药业	17.15	600511	国药股份	-5.57	600645	ST 中源	112.31
5	002107	沃华医药	3.81	000603	*ST 威达	0.00	600466	迪康药业	99.73
6	000603	*ST 威达	1.71	600062	双鹤药业	0.58	600252	中恒集团	96.99
7	600867	通化东宝	0.21	600993	马应龙	2.94	000416	民生投资	92.95
8	000538	云南白药	-0.46	002262	恩华药业	3.16	600781	上海辅仁	86.32
9	002022	科华生物	-1.39	600276	恒瑞医药	3.53	600706	ST 长信	83.09
10	000566	海南海药	-5.45	002252	上海莱士	4.96	000661	长春高新	81.94
11	600518	康美药业	-7.43	000538	云南白药	6.07	600771	ST 东盛	81.21
12	600557	康缘药业	-9.12	000999	三九医药	6.16	000790	华神集团	78.81
13	600511	国药股份	-12.72	002007	华兰生物	6.23	600421	ST 国药	74.71
14	600267	海正药业	-16.04	600267	海正药业	7.10	600223	ST 万杰	68.88
15	600276	恒瑞医药	-18.79	002219	独一味	8.67	600869	三普药业	66.26

数据来源：WIND，渤海证券研究所

3.2 从估值角度分析：估值基本合理并开始分化

目前整体估值和相对估值尚属合理。从相对全部 A 股溢价来看，医药股溢价率处于长期高位；但是，由于估值 PE 是按照 2008 年预测市赢率计算，由于大部分周期性行业公司在第四季度盈利大幅下滑甚至出现巨额亏损，因此随着年报报出尤其是一季报报出，市场对盈利预测势必进行较大的调整，医药股的溢价率势必降低。从 09 和 10 年的估值情况看，同历史经验值相比板块整体的绝对估值和相对估值溢价都处于低估。

板块个股将出现估值分化。随着二三线股价攀升，估值显著上升，一线优质股相对其“溢价率”下降，估值压力有所缓解，但部分一线股的估值高企，未来随着一季报和中报的陆续披露将逐步清晰，到时各股将根据自身的业绩出现估值的从新归位。

表 5：医药股和大盘估值情况比较

板块名称	2008 年整体法	2009 年整体法	2010 年整体法
预测市盈率			
SW 医药生物	33.81	22.12	18.44
全部 A 股	20.06	16.88	14.36
沪深 300	18.24	16.06	13.81
相对溢价率			
相对全部 A 股	68.54%	31.04%	28.41%
相对沪深 300	85.36%	37.73%	33.53%
各板块市盈率			
化学原料药	17.13	14.31	12.61
化学制剂	56.1	22.28	18.77
生物制品	43.2	25.96	19.4
医疗器械	173.28	27.3	24.59
医药商业	42.51	27.55	21.89
中药	34.9	24.54	20.51
医疗服务	129.55	38.47	38.87

数据来源：WIND，渤海证券研究所

4.策略背后的逻辑：政策受益 VS 业绩估值

我们仍然看好医药行业的长期发展趋势和医改对行业积极的促进作用，给与医药行业“买入”的投资评级。行业政策的见效是一个长期效果累计的过程，因此有一定的时滞性。所以，如果医改政策出台后，会进入阶段性的政策“冷却期”，则需要具体分析政策细则对上市公司的短、中、期具体影响，然后，医药类上市公司的市场表现将会出现一个明显的分化。

我们整体逻辑是，在行业内选择目前医改明确受益的领域，在该领域内选择具有竞争优势、明确增长和估值具有安全边际的个股。

从行业景气度和政策受益情况选投资领域：看好中药饮片、商业流通，医疗器械，疫苗，中药独家品种。从业绩和估值的角度选公司：选择年报和一季报业绩有明确增长预期并且估值安全的公司，建议关注：中药饮片行业龙头：康美药业；商业领域龙头：一致药业；现代中药领域：天士力；疫苗领域龙头：天坛生物。

表 6：重点关注医药行业上市公司

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	收盘价 (元) 09/04/01	EPS			PE			PB
				2008E	2009E	2010E	2008E	2009E	2010E	
600535	天士力	73	14.98	0.52	0.66	0.87	28.81	22.70	17.22	3.82
600518	康美药业	99	12.95	0.39	0.56	0.76	33.64	23.13	17.04	3.39
000028	一致药业	52	17.99	0.54	0.76	0.88	33.50	23.67	20.44	8.26
600161	天坛生物	86	17.64	0.27	0.46	0.64	65.33	38.35	27.56	12.97

数据来源：渤海证券研究所

表 7：医药行业估值国际比较

代码	名称	股价		EPS		PE		
		2009-03-31	2008	2009	2010	2008	2009	2010
4502 JP	TAKEDA PHARMACEU	4570	460.40	243.69	369.94	9.93	18.75	12.35
4503 JP	ASTELLAS PHARMA	3890	350.55	338.72	330.66	11.10	11.48	11.76
4568 JP	DAIICHI SANKYO	1932	142.39	108.63	135.61	13.57	17.79	14.25
4523 JP	EISAI CO LTD	3190	-61.68	206.69	240.83	-51.72	15.43	13.25
4519 JP	CHUGAI PHARMA CO	1621	65.06	71.97	82.00	24.92	22.52	19.77
4507 JP	SHIONOGI & CO	2090	70.08	78.98	121.33	29.82	26.46	17.23
4508 JP	MITSUBISHI TANAB	1212	64.74	66.73	84.13	18.72	18.16	14.41
4535 JP	TAISHO PHARM	1686	88.35	41.60	83.39	19.08	40.53	20.22
4528 JP	ONO PHARMA	4290	304.75	257.53	258.86	14.08	16.66	16.57
4151 JP	KYOWA KIRIN	799	65.60	37.96	49.41	12.18	21.05	16.17
日本医药估值平均						10.17	20.88	15.60
JNJ US	JOHNSON&JOHNSON	58.27	4.53	4.67	5.07	12.87	12.49	11.49
PFE US	PFIZER INC	16.07	2.38	2.50	2.60	6.75	6.44	6.19

ABT US	ABBOTT LABS	51.37	3.32	3.68	3.80	15.45	13.97	13.52
DNA US	GENENTECH INC	75.3	3.40	3.91	4.01	22.15	19.24	18.78
AMGN US	AMGEN INC	55.9	4.51	4.69	5.08	12.39	11.93	11.00
MRK US	MERCK & CO	26.31	3.29	3.54	3.77	7.99	7.44	6.98
WYE US	WYETH	34.93	3.54	3.69	3.75	9.86	9.46	9.31
GILD US	GILEAD SCIENCES	45.05	2.12	2.45	2.80	21.27	18.39	16.09
BMJ US	BRISTOL-MYER SQB	20.57	1.69	2.01	2.28	12.17	10.25	9.03
美国医药估值平均						13.43	12.18	11.38
SUNP IN	SUN PHARMA INDU	1103.75	53.06	82.67	84.33	20.80	13.35	13.09
CIPLA IN	CIPLA LTD	194.1	9.45	10.38	12.55	20.54	18.71	15.47
GLXO IN	GLAXOSMITHKLINE	1150.25	52.79	58.15	60.12	21.79	19.78	19.13
RBXY IN	RANBAXY LABS LTD	213.45	11.93	14.84	21.78	17.89	14.38	9.80
GNP IN	GLENMARK PHARMA	325.7	23.19	28.93	30.12	14.05	11.26	10.81
DIVI IN	DIVI LABS LTD	1177.3	54.23	71.84	93.18	21.71	16.39	12.63
DRRD IN	DR REDDY'S LABS	424.2	29.31	33.54	39.68	14.47	12.65	10.69
PIHC IN	PIRAMAL HEALTHCA	210.95	38.69	20.56	60.71	5.45	10.26	3.47
CDH IN	CADILA HEALTHCAR	224.8	16.87	23.71	25.00	13.32	9.48	8.99
BIOS IN	BIOCON LTD	97.65	20.37	10.48	28.64	4.79	9.32	3.41
印度医药估值平均						15.48	13.56	10.75

数据来源: Wind 渤海证券研究所

天士力 (600535)

走出成长阴霾

✍ 马霏霏

☎ 86-22-28451945

✉ maff@bhqz.com

核心观点:

- 复方丹参滴丸事件影响不大
- FDA II 期临床试验的完成略慢于预期
- 营销改革正在悄然的推进中

投资要点:

● “复方丹参滴丸”事件已明朗，对销售影响不大

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。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 II 认证，公司并未给出明确的时间点，由于中药FDA II 认证并未有先例，在认证过程中存在很多事前难以预料所以时间很难确定。

● 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，中药注射剂新药审批有望在今年下半年放开；另外，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。

● 营销改革正在稳步推进中

● 投资建议

天士力这样的医药龙头企业的发展前景还是十分明确的，其产业链上下游一体化的竞争优势也正在逐步显现，加之后续还有大量独家的重磅品种上市，预计公司09-10年的每股收益分别为0.66、0.87，维持前期对公司长期“买入”的投资评级。

评级:

买入

目标价格:

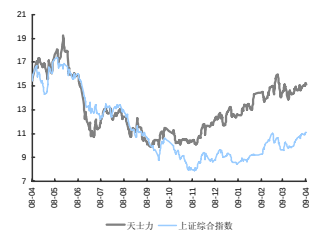
¥ 20.8

当前价格:

¥ 10.39

2009.03.27

52周股价走势图



公司简介

公司是以制药业为中心的高科技企业，公司致力于打造符合系列标准的一体化现代中药产业链，率先建立了现代中药和植物药提取生产质量管理规范（GEP），建立了通过国家药品生产质量管理规范（GMP）认证的现代中药生产基地。

(百万元,元)	2007A	2008A	2009E	2010E
销售收入(百万元)	2795	3434	4063	5003
EBITDA(百万元)	404	505	578	733
净利润	178	256	323	425
摊薄 EPS(元)	0.36	0.52	0.66	0.87
PE(X)	0.0	0.0	0.0	0.0
EV/EBITDA(X)	1.2	1.0	0.3	0.0
PB(X)	0.00	0.00	0.00	0.00
ROIC	7.49%	11.00%	12.03%	14.52%
总资产周转率	0.88	1.05	1.07	1.15

一致药业 (000028)

评级: 买入

内生外延增长可期

目标价格:

当前价格: ¥ 18.65

2009.03.27

✍ 马霏霏

☎ 86-22-28451945

✉ maff@bhq.com

核心观点:

- 医药商业利用品种和管理优势向外部辐射
- 头孢产业链的一体化建设完备带来成本大幅降低

投资要点:

● 医药商业以国控广州为核心并利用品种和管理优势向外部辐射

国控广州拥有一些肿瘤、心血管领域大品种，管理水平先进，费用控制好，收入和利润保持高增长。深圳公司在国控广州支持下，2009年有望将扭亏为盈。国控柳州在国控广州支持下，2007年、2008年中期销售收入分别同比增长51.30%和118.32%。公司在华南区的收购已经展开，佛山、南宁和东莞已设点，2009年继续在二线城市布局。被收购资产将原有业务整合，复制国控柳州成功经验。未来几年内，一致药业在华南地区分销业务的市场占有率将达到30%以上，至少是现在医药商业销售规模的2倍以上。公司盈利能力较弱的零售资产已经剥离，轻装上阵；广州物流中心建成，公司物流网络为华南地区配送服务能力最强；各大业务板块的信息对接已无障碍。物流、信息系统配套完备，未来扩张不存在瓶颈。

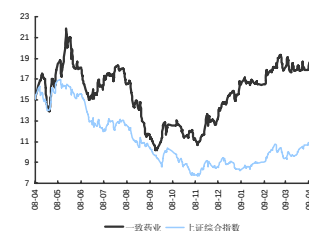
● 头孢产业链的一体化建设基本完备带来成本的大幅降低

致君制药 2009 年将进行产品结构调整，重点推广 6 个优势产品，大幅提升整体毛利率水平；联邦止咳露原料受到管制，公司以高附加值的产品进行替代，预计整体销售保持平稳；新的产品群正在孕育，从韩国引进的重磅胃溃疡药 Revanex 预计 2011 年上市。

● 投资建议

一致药业是国控旗下华南区的重要商业平台，未来三年外延扩张+内生增长将进入收获期，预计 2009-2011 年业绩分别为 0.75 元、0.88 元、1.15 元，维持“买入”评级。

52 周股价走势图



公司简介

公司是集制药工业、医药批发、零售连锁为一体的医药上市公司，控股股东为国药控股有限公司。

(百万元, 元)	2008A	2009A	2010E	2011E
销售收入(百万元)	8360	10108	12556	15318
净利润	155	216	254	331
摊薄 EPS(元)	0.54	0.75	0.88	1.15
PE(X)	33.9	24.3	20.7	15.9
EV/EBITDA(X)	31.6	26.3	24.6	21.2
PB(X)	8.4	6.9	5.8	4.7
ROE	25%	29%	28%	30%

天坛生物 (600616)

看好天坛生物未来发展

✍ 马霏霏

☎ 86-22-28451945

✉ maff@bhq.com

核心观点:

- 受益国家计划免疫规划扩大产品优化爆发增长
- 对天坛生物投资价值的理解

投资要点:

● 受益国家计划免疫规划扩大, 产品优化、爆发增长

09-10 年高盈利能力的麻腮风三联疫苗产销量持续扩大将成为母公司业绩大幅提升的主要动力; 此外乙肝疫苗在09 年扩产后, 10 年产销有望翻番, 成为又一个老产品的新增长点。母公司整体由于“产品量升价增 VS 营销/管理费用增速下降”, 未来3 年预计利润增速远大于收入增速。大幅提高母公司业绩预测: 预计09、10 年收入分别增长22%、33%; 净利润分别增长58%、66%。

● 对天坛生物投资价值的理解

第一, 行业背景和地位独一无二: 08 年中生集团利润超过10 亿元增幅高达92%, 再次印证我们提出的“中国疫苗行业迎来黄金发展时期”观点; 第二, “全民防疫”概念, 是“全民医保”的前提, 疫苗行业最先并已经开始受益于新医改; 第三, 09 年重组后成为国内“第一大疫苗+第二大血制品”上市公司, 未来血制品地位有望进一步提升至首位; 第四, “内生增长+外延扩张”推动持续成长: 中生集团作为央企, 已明确提出整体上市目标, 天坛生物作为唯一平台, 在06年、09年分别完成收购祈健、蓉生, 并展示出多赢结局之后, 必然会将整合收购进行到底, 而尚未进入的3 大所拥有中生集团最盈利的资产。

● 投资建议

我们认为天坛生物将成为中国疫苗行业的黄金发展期最大的赢家, 预计公司09-10年的每股收益分别为0.46、0.64, 给与公司“买入”的投资评级。

(百万元, 元)	2008	2009E	2010	2011
销售收入(百万元)	683	1132	1416	1699
净利润	133	236	329	386
摊薄 EPS(元)	0.27	0.46	0.64	0.75
PE(X)	60.8	36.3	26.0	22.2
EV/EBITDA(X)	29.4	20.1	14.9	12.6
PB(X)	12.2	10.4	8.6	7.1
ROE	20%	30%	35%	34%

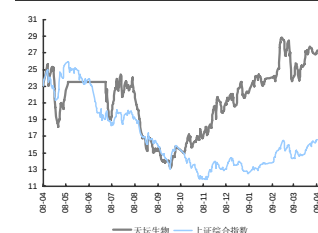
评级: 买入

目标价格:

当前价格: ¥17.88

2009.03.27

52 周股价走势图



公司简介

公司是目前我国最大的生物制品研究和生产基地之一, 是央企中国生物技术集团公司下辖的唯一的一家上市公司。公司主要有 20 多个品种, 主营产品占有国内 50% 以上的市场份额。

康美药业 (600518)

受益于饮片行业高增长的行业龙头

✍ 马霏霏

☎ 86-22-28451945

✉ maff@bhzq.com

核心观点:

- 布局东北华北做大做强饮片业务和药材贸易
- 逐步形成中药饮片产业链优势

投资要点:

● 布局东北华北表达公司做大做强饮片业务和药材贸易的决心

公司09年初收购北京隆盛堂和吉林新开河公司两家公司,虽然收购的资产规模均不大,但公司目的很明显,就是通过此次收购将自己的经营范围扩大到华北地区,借助隆盛堂的生产文号和便利的区域优势迅速开工,做大做强,市场。开拓华北市场。而收购吉林新开河公司则是看中当地的药材资源,一方面完善了公司的产业布局,一方面可以增厚公司的业绩。截止目前,公司已经布局广东、四川、吉林、北京,可以看到这四个地方要么是药材原产地、要么是中药的消费大省,可以看出公司的眼光之长远,目前各个战略点已布局完毕,下一步就是如何将点连成线,进而成面。我们认为从公司的长期规划可以判断这些将是水到渠成之事,需要的只是时间。

● 盈利预测与评级

我们认为公司09年将继续依靠中药饮片二期工程剩余产能投产,中药材贸易额继续增加将增厚公司业绩,康美中医院也将部分运营,该医院都地处普宁,普宁本地医疗条件较差,而普宁是中国著名侨乡,经济条件都较好,因此康美医院运营后我们认为将给公司贡献持续的利润。同时新开河公司已经收购完成,也将给公司业绩起到增厚作用;2010年,如果公司中药港、四川康美等项目都能如期运营或部分运营,那么公司将有8个利润贡献点,分别是中药饮片、中药材贸易,化学药生产、外购药品、康美医院、新开河公司、中药物流中心、四川康美和北京康美等。我们看好公司未来发展,认为公司还会有外延式扩张的可能。我们09-10年EPS为0.56元和0.76元给予“买入”评级。

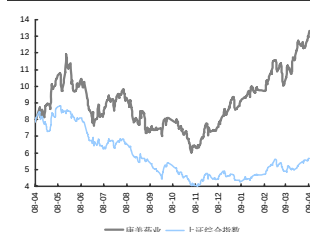
(百万元,元)	2007A	2008A	2009E	2010E
销售收入(百万元)	1294	1727	2278	2918
净利润	179	295	425	584
摊薄 EPS(元)	0.23	0.39	0.56	0.76
PE(X)	54	33.3	23	17
EV/EBITDA(X)	20	25	36	26
PB(X)	2.0	3.0	2.7	2.5
ROE	7.71%	10.10%	10.13%	12.41%

评级: 买入

目标价格:

当前价格: ¥13.33
2009.03.27

52周股价走势图



公司简介

公司是首批通过 GMP 认证的中药饮片企业,中药饮片行业内生产规模最大、品种最多的企业,主营化学药和中药饮片。现有饮片产能 3000 吨,中药饮片二期工程达产后产能达到 1.1 万吨。

渤海证券股票投资评级说明

- 1、买 入：未来 12 个月内股价超越大盘 10%以上；
- 2、中 性：未来 12 个月内股价相对大盘波动在-10%~10%之间；
- 3、卖 出：未来 12 个月内股价落后大盘 10%以上。

渤海证券行业投资评级说明

- 1、 买入：行业股票指数超越大盘；
- 2、 中性：行业股票指数基本与大盘持平；
- 3、 卖出：行业股票指数明显弱于大盘。

重要声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券有限责任公司所有，未获得渤海证券有限责任公司事先书面授权，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“渤海证券有限责任公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

渤海证券有限责任公司研究所

所长·研究策划 周华敏 +86 22 2845 1869	副所长·基金 谢富华 +86 22 2845 1985	副所长·宏观策略 马静如 +86 22 2845 1665	副所长·行业 吴鹏飞 +86 10 5836 2786
商业旅游行业研究 陈慧 +86 22 2845 1135	电力研究 崔健 +86 22 2845 1618	交通运输行业研究 齐艳莉 +86 22 2845 1132	食品饮料行业研究 闫亚磊 +86 22 2845 1975
煤炭行业研究 张顺 +86 22 2845 1625	机械行业研究 李强 +86 22 5836 2766	石化研究 张延明 +86 22 2845 1653	石油化工行业研究 刘威 +86 10 5836 2155
医药行业研究 马霏霏 +86 22 2845 1945	金融行业研究 张继袖 +86 22 2845 1849	房地产行业研究 周户 +86 10 5836 2768	有色行业研究 靳海明 +86 10 5836 2778
汽车、航空制造行业研究 张立平 +86 10 5836 2780	IT 行业研究 张晓亮 +86 10 5836 2156	电力设备行业研究 李新渠 +86 10 5836 2760	钢铁行业研究 马涛 +86 10 5836 2789
建筑建材行业研究 唐笑 +86 10 5836 2159	金融工程与权证研究 何翔 +86 22 2845 1808	股指期货与衍生产品研究 徐莉莉 +86 22 2845 1659	产品设计和可转债研究 章辉 +86 22 2845 1977
债券研究 徐华 +86 22 2845 1137	宏观策略研究 黄锋 +86 22 2845 1131	金融策略与创新、证券理论 研究 吕玉忠 +86 22 2845 1857	策略研究 周喜 +86 22 2845 1972
营销主管 郭靖 +86 22 2845 1879			
博士后工作站:			
资产证券化研究 刘惠杰博士 +86 22 2845 1632	私募股权基金研究 黄亚玲博士 +86 22 2836 5293		

渤海证券研究所

天津

天津市河西区宾水道三号

邮政编码: 300061

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区丰汇园 11 号楼东翼 1107

邮政编码: 100032

电话: (010) 58362786

传真: (010) 58362157

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn