



医改开幕，强者恒强

--医药行业2009年下半年投资策略

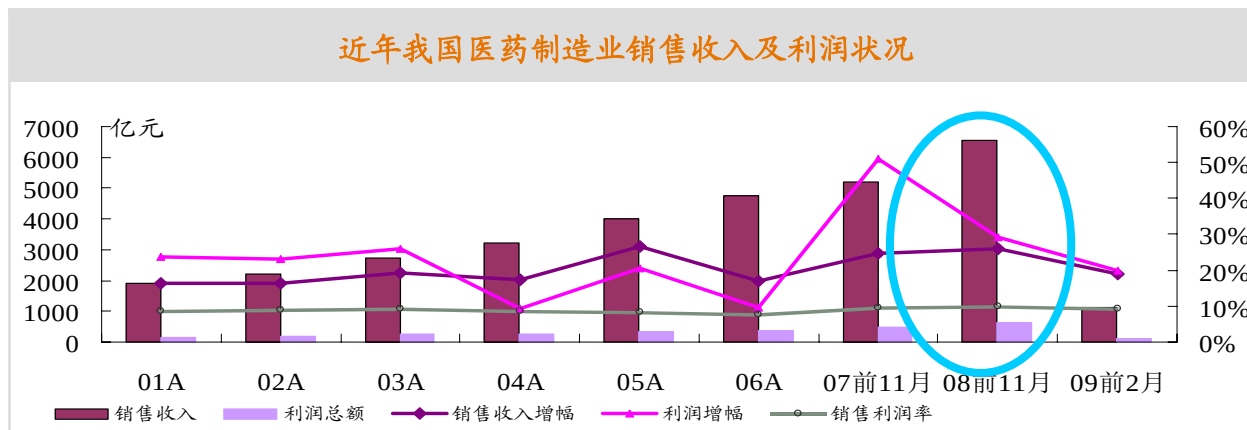
中原证券研究所 王博
wangbo@ccnew.com
021-50588666-8027

目录

- 一、行业回顾：经济危机中的一缕阳光
- 二、医改启动：五项重点改革
- 三、行业龙头、强者恒强
- 四、新兴市场崛起，高成长享受高估值
- 五、下半年投资策略：受益医改，行业龙头
- 六、重点上市公司

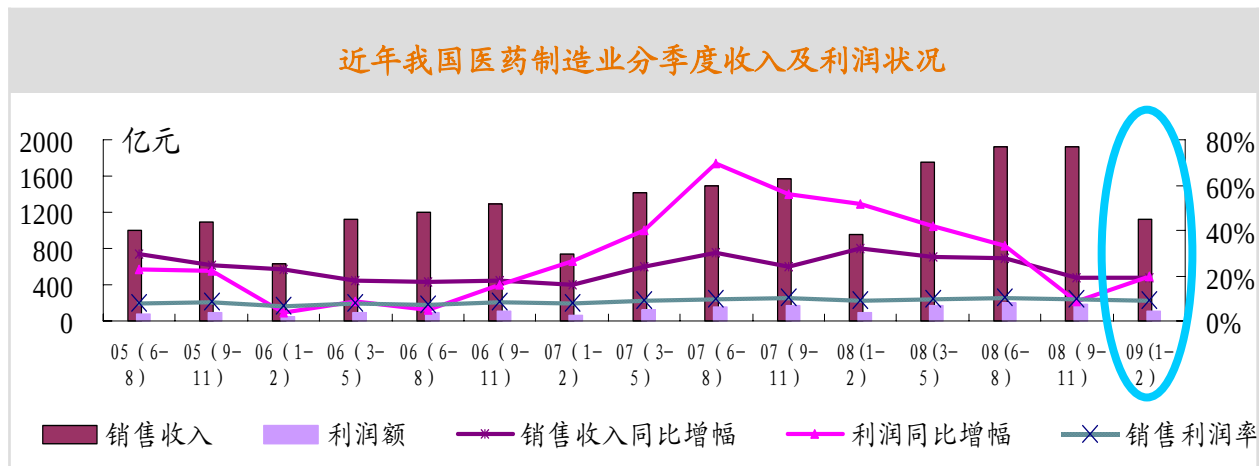
全行业回顾：维持高速增长

■ 08年向常态区间回落



资料来源：中国经济信息网、中原证券研究所

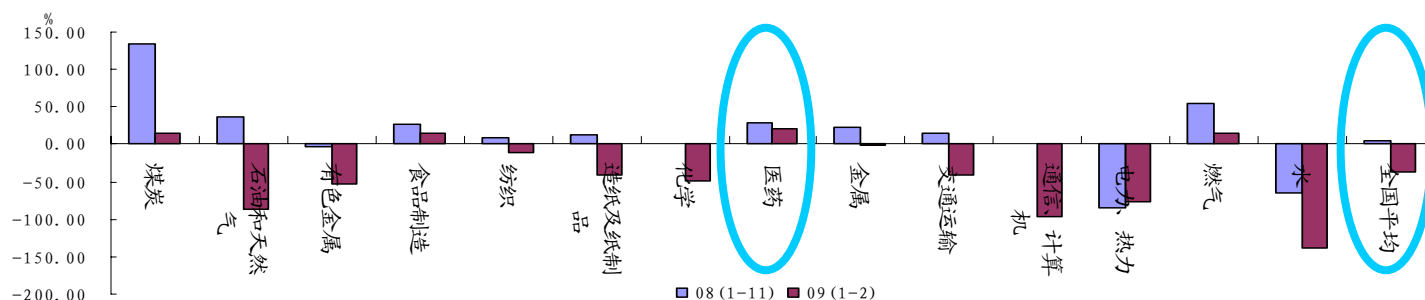
■ 09年一季度维持高增长



资料来源：中国经济信息网、中原证券研究所

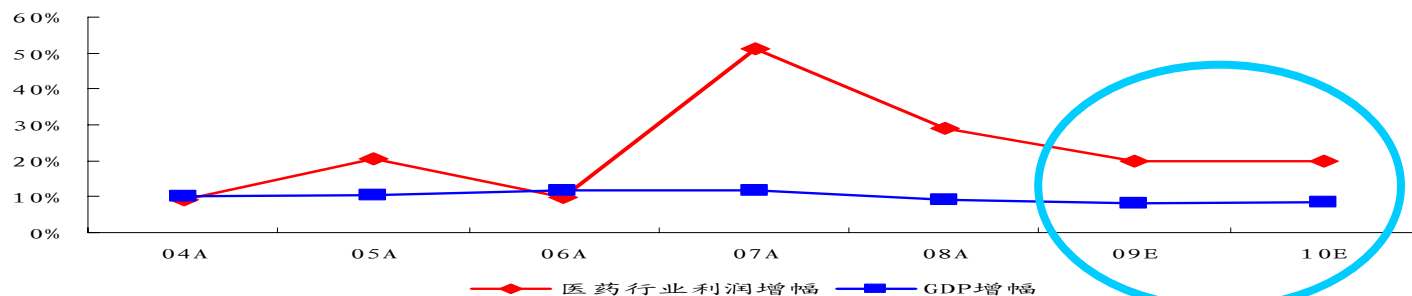
横向比较：领先优势明显

医药行业利润增速与其他行业对比



资料来源：Wind、中原证券研究所

医药行业利润增速与我国GDP增速比较



资料来源：Wind、中原证券研究所

目录

一、行业回顾：经济危机中的一缕阳光

二、医改启动：五项重点改革

三、行业龙头、强者恒强

四、新兴市场崛起，高成长享受高估值

五、下半年投资策略：受益医改，行业龙头

六、重点上市公司

医改：五项重点改革

- 《中共中央国务院关于深化医药卫生体制改革的意见》在4月6日正式公布
 - 标志着新一轮医改大幕的正式拉开
- 五项重点改革

一、基本医疗保障制度：行业收入将水涨船高

- 至**2010**年，基本医疗保障制度覆盖**90%**的全国人口后，筹资总额将达到**2140**亿元
 - 约占**2008**年**1-11**月医药行业销售收入的**1/3**
- 行业收入将随着参保人数、金额的提升而水涨船高

我国人口参与医疗保险的情况

	覆盖人口	覆盖占比	未覆盖人口	未覆盖占比
城镇职工基本医疗保险	2 亿	72.21%	1.22 亿	27.79%
城镇居民基本医疗保险	1.17 亿			
新农合	8.15 亿	91.5%	0.76 亿	8.5%
未覆盖人口			1.98 亿	
未覆盖人口占全国总人口			14.89%	

资料来源：WIND、卫生部年鉴、中原证券研究所

2010年预计筹资总额

	预计人口 (亿人)	覆盖 目标	预计覆盖 人口 (亿人)	人均筹资 水平(元)	筹资总额 (亿元)
城镇	4.53	90%	4.08	260	1060
农村	9.17	90%	9	120	1080
共计	13.7				2140

资料来源：WIND、卫生部年鉴、中原证券研究所

二、国家基本药物目录：价与量的“双刃剑”

- 国家基本药物目录“迟到”
- 企业盈利的“双刃剑”
 - 矛盾之一：价格下调 VS. 销量上升
 - 价格下调、销量上升，二者存在此消彼长的矛盾
 - 矛盾之二：研发 VS. 生存
 - 2%-3%的利润率，研发无从谈起，难以长期生存
 - 矛盾之三：大市场 VS. 小市场
 - 大中型医院控制全国60%的处方额
 - 此前专攻二级医院以上市场的企业：原有毛利率不能维持，将被迫缩减大量产品推广费用，失去原有市场份额

二、国家基本药物目录：中成药尤为受益

■ 中成药受益程度明显

- 政策支持：《国务院关于扶持和促进中医药事业发展若干意见》
- 独家、优质优价的中成药进入目录“一箭双雕”
 - 不仅对OTC市场起到带动作用，更为重要的是，其营销短板的医院市场销售额将会进一步放量
 - 价格下调空间有限，销量将进一步放大
- 中药国际化有望取得突破

部分具有代表性的中成药产品（不完全统计）

代码	简称	代表性产品
600535	天士力	复方丹参滴丸
000423	东阿阿胶	复方阿胶浆
000538	云南白药	白药系列
600557	康缘药业	桂枝茯苓胶囊等
000919	金陵药业	脉络宁
600222	太龙药业	双黄连口服液
002219	独一味	独一味系列
600085	同仁堂	六味地黄丸等
600332	广州药业	消渴丸
600479	千金药业	千金片
600750	江中药业	健胃消食片
.....		

资料来源：中原证券研究所

中药国际化的先驱者

康缘药业	桂枝茯苓胶囊已完成FDA二期临床，下半年进入三期
天士力	复方丹参滴丸年内完成二期临床
白云山和黄	板蓝根颗粒成为国内首个获得美国NIH资助的中药产品

资料来源：中原证券研究所

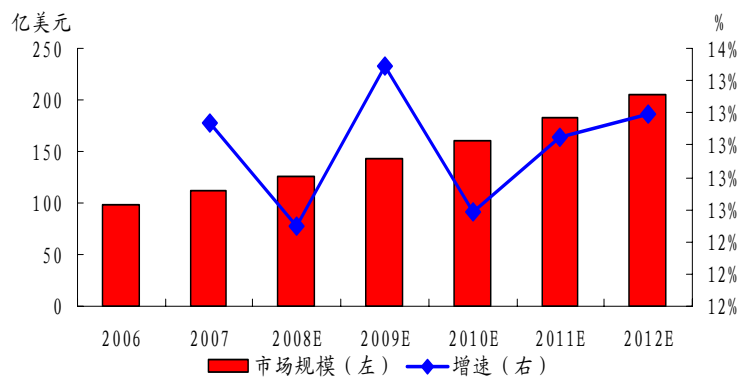
三、健全基层医疗卫生服务体系：医疗器械受益

■ 医疗器械为医改过程中受益最早、最明确的子行业

■ 国内：刚性需求

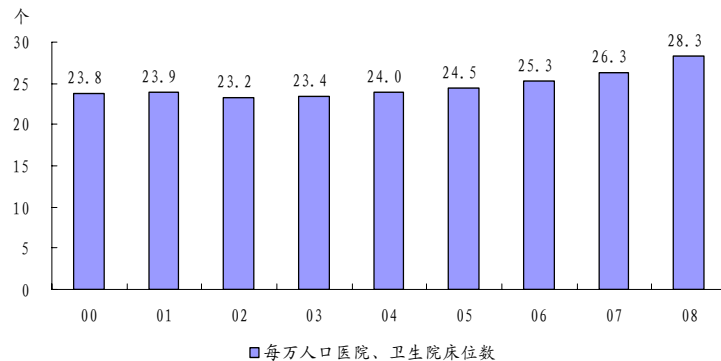
- 新增：**480**所县级医院、**1993**个中心乡镇卫生院和**1154**个城市社区卫生服务中心建设
- 更新：基层医疗设备的**75%**还属于**1980**年前产品；平均医院、卫生院的床位数仅为**28.3**个/万人

中国医疗器械市场规模



资料来源：国际商业观察、中原证券研究所

我国每万人口医院、卫生院床位数

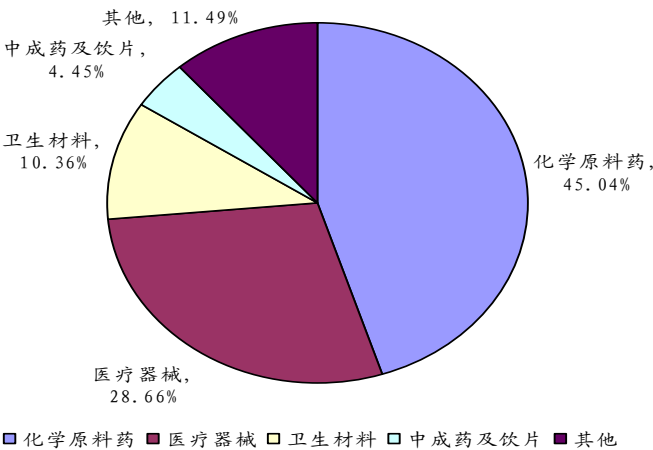


资料来源：WIND、中原证券研究所

三、健全基层医疗卫生服务体系：医疗器械受益

- 国际：受益于经济危机
 - 经济危机影响下，各国政府采购医疗器械的成本控制或许会更加严格，这是中国质优价廉产品更多进入政府采购范围的极好机会

2009年1-2月医药商品的出口比例



受益的医疗器械类公司

代码	简称	主要产品
002223	鱼跃医疗	医用供氧机、血压计、听诊器等
600055	万东医疗	X射线仪、核磁共振仪等
600587	新华医疗	消毒灭菌设备、放射治疗设备

资料来源：中原证券研究所

资料来源：WIND、中原证券研究所

四、基本公共卫生服务：生物医药受益

■ 国家高度重视

- 《促进生物产业加快发展的若干政策》

■ 国家有望加大收储力度

- **SARS、禽流感、甲型H1N1**
- 国家加大对相关疫苗和药品的收储力度已势在必行

生物医药上市公司分类

人用疫苗	动物疫苗	疫苗概念	诊断试剂	干细胞	单抗	基因概念	其他
天坛生物	中牧股份	重庆啤酒	达安基因	ST 中源	兰生股份	友好集团	通化东宝
华兰生物	金宇集团	岳阳兴长	科华生物		华神集团	ST 四环	双鹭药业
长春高新	天康生物				海正药业		华北制药
辽宁成大	联环药业						
海王生物							

资料来源：健康报、中原证券研究所

五、公立医院改革：医药商业受益

■ 此项改革难度最大

- “看病难、看病贵”
- 如何将公立医院彻底变成非盈利机构
- 希望：医院盈利模式将由“高价卖药、平价诊疗”向“医药分开、国家补贴、高价诊疗”过渡

■ 医药商业将成为医改的主要受益者之一

- 部分省市公立医院已经展开了“医药分开”试点，医药商业市场容量将不断扩大，企业话语权亦将得到较大提升
- 国药股份（**600511**）、南京医药（**600713**）

目录

一、行业回顾：经济危机中的一缕阳光

二、医改启动：五项重点改革

三、行业龙头、强者恒强

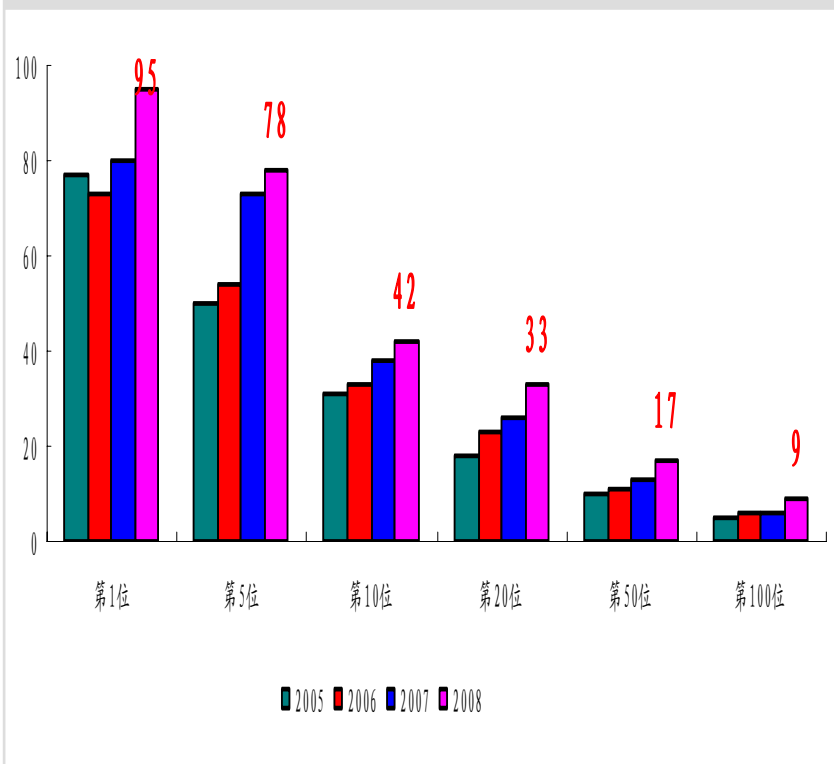
四、新兴市场崛起，高成长享受高估值

五、下半年投资策略：受益医改，行业龙头

六、重点上市公司

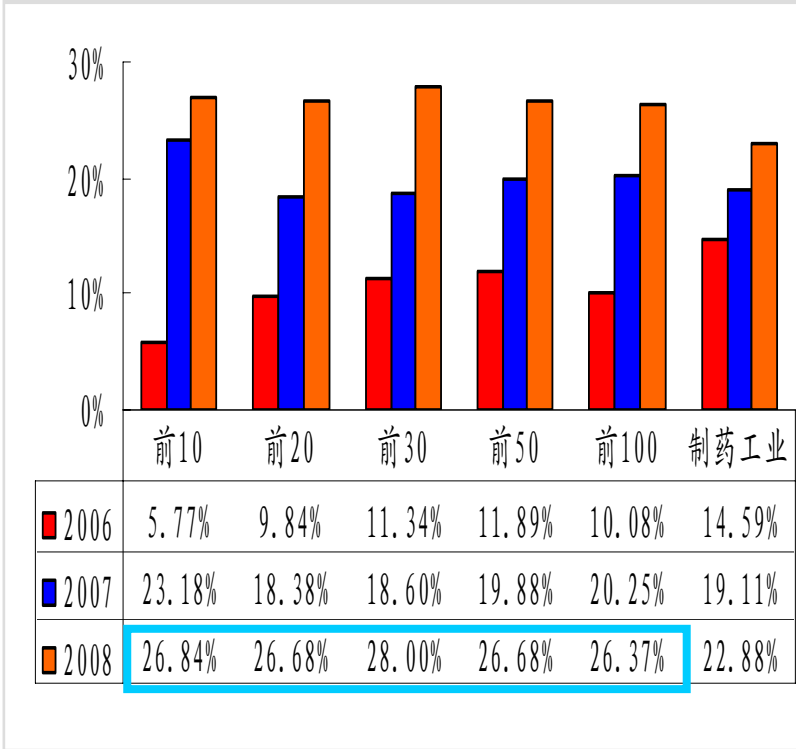
百强规模优势愈加明显

制药百强收入门槛提高 单位：亿元



资料来源：中国医药经济信息网、中原证券研究所

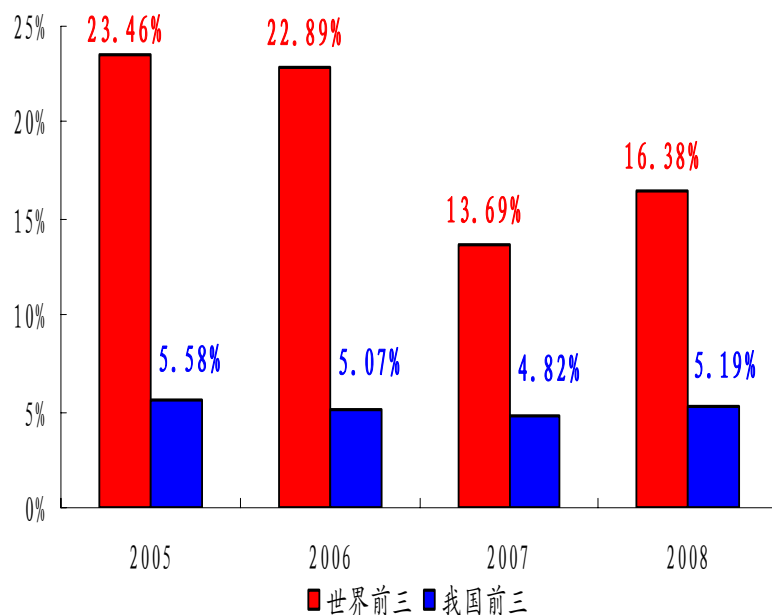
百强规模优势愈加明显：收入



资料来源：中国医药经济信息网、中原证券研究所

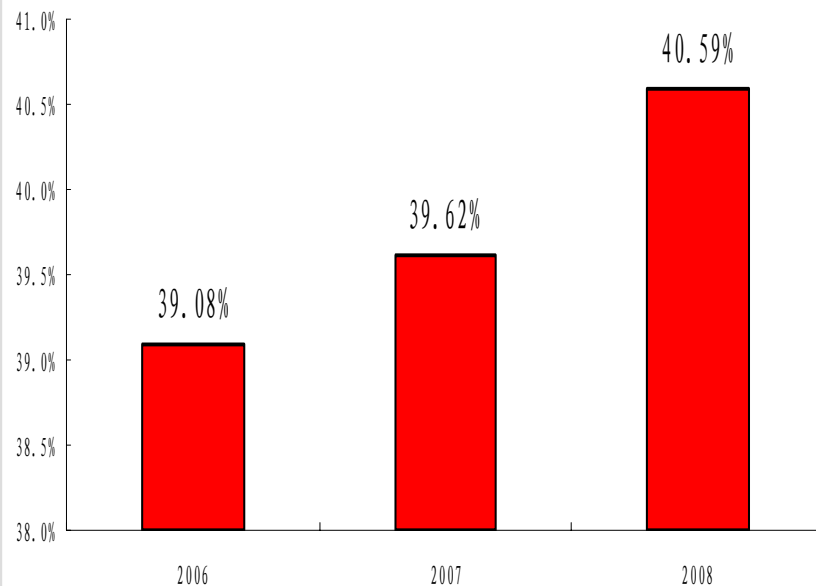
国内龙头的市场占有率仍有较大提升空间

世界前三名与我国前三名相应市场占有率



资料来源：中国医药经济信息网、中原证券研究所

制药工业百强集中度逐年提高



资料来源：中国医药经济信息网、中原证券研究所

我国药企整合将愈演愈烈

■ 我国制药工业行业集中度有望不断提高

- 我国制药企业数量众多，产品同质化严重
- 相当一部分中小企业将面临被淘汰或收购的命运
- 龙头企业将迅速扩张，进一步提高市场占有率，实现强者恒强

我国医药行业整合情况（2008-2009，不完全统计）

收购方	被收购方	涉及金额
国内		
百汇控股	瑞新医疗	5062 万美元
九芝堂	科伦药业	2000 万人民币
万全药业	CBI 生物医药	700 万美元
先声药业	中人药业	6482 万人民币
利和经销	环球制药	1.092 亿港元
恒瑞医药	华晨医药	2296 万人民币
天坛生物	蓉生药业	2.5 亿人民币
老百姓大药房	海成大药房	2000 万人民币
中国医药	华丽九州	8000 万人民币
康美药业	盛龙堂	500 万人民币
康美药业	新开河	3900 万人民币
药明康德	AppTec (美国)	1.51 亿美元
“走出去”		
深圳迈瑞	Datascope (美国)	2.02 亿美元
万全科技	CBI (美国)	312 万美元
惠远药业	新中医药 (新加坡)	N/A
期待中		
中生集团整合；天坛生物		
上实系整合；上海医药，上实医药、中西药业		
央企 5 变 3		

目录

一、行业回顾：经济危机中的一缕阳光

二、医改启动：五项重点改革

三、行业龙头、强者恒强

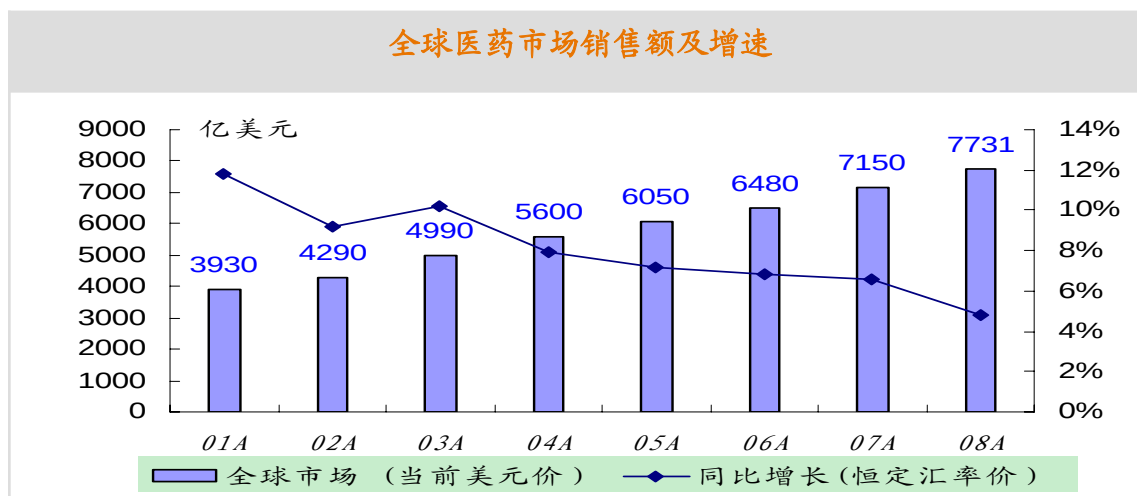
四、新兴市场崛起，高成长享受高估值

五、下半年投资策略：受益医改，行业龙头

六、重点上市公司

全球医药行业未成“避风港”

- 预计**2009年**全球药品销售额将仅增长**2.5%-3.5%**，总额大约为**7500亿-7600亿美元**
 - 增长率为过去**25年**内的最低值
- 这一影响将持续至**2010年**，全球制药市场的年均复合增长率将下调至**3%-6%**
 - **2004-2007年间**，增长率达到**6.6%-7.9%**



受影响程度不一

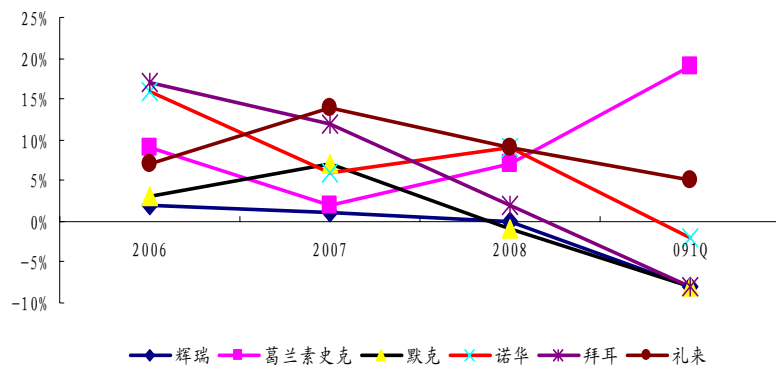
■ 发达国家收入增长率放缓

- 2008年美国处方药销售额、处方量仅增长**1.3%、0.9%**
- 大型制药公司业绩出现明显下滑
- 加拿大、法国、日本、西班牙、意大利、英国增长率下降至**1%-4%**

■ 新兴制药市场崛起

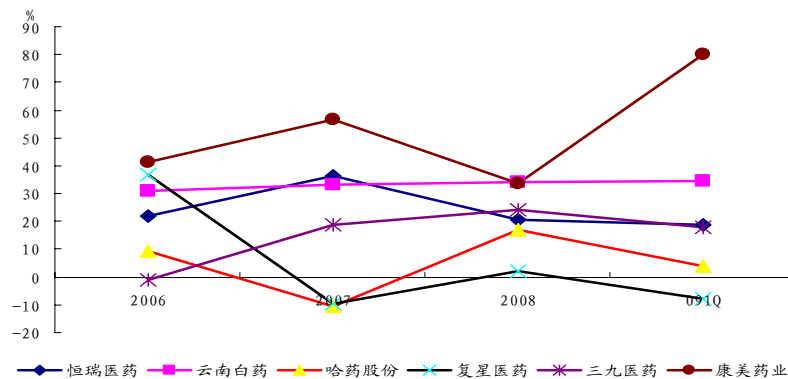
- 2009年，七大新兴制药市场将为全球制药市场贡献一半的增幅
- 中国目前是第六大制药市场；到2011年，将成为第三大制药市场

发达国家大型制药企业收入变化情况



资料来源：Bloomberg、中国医药经济信息网、中原证券研究所

我国市值最大六家医药公司收入变化情况

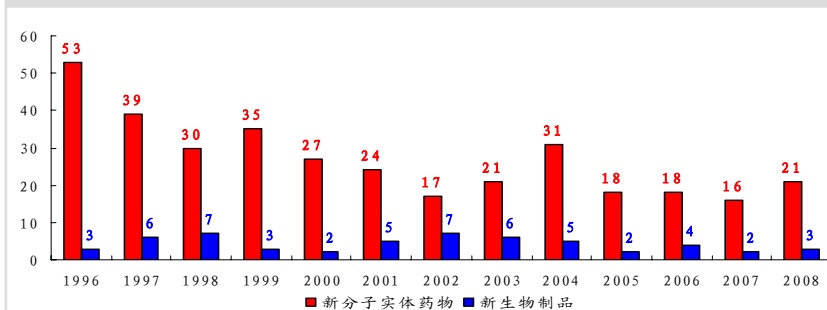


资料来源：WIND、中原证券研究所

美国：研发能力下降导致估值优势丧失

- 美国医药行业受影响较大，研发资金短缺，估值优势丧失
- FDA新批品种在不断减少。虽然2008年数量有所反弹，但创新性远不如从前，NMEs只占到总数的40%
- 对全球医药行业贡献度降低，再加上研发能力下降，医药板块丧失了估值优势

FDA批准的新分子实体药物和新生制品数目



资料来源：Bloomberg、中原证券研究所

美国股市医药板块与道指市盈率比较

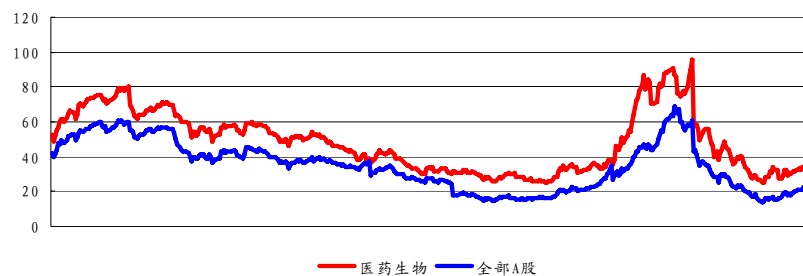


资料来源：Bloomberg、中原证券研究所

中印两国：高成长享受高估值

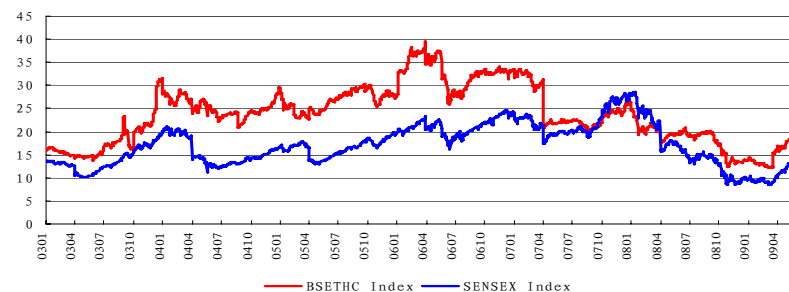
- 中、印医药行业巨大空间是国内外投资者给予高估值主因
 - 均为崛起的医药大国，拥有竞争力的产品
 - 全球行业增速放缓，两国依然高速增长
 - 内需强大，抗周期能力强
 - 国际专利药到期，为两国提供更好机遇

A股医药板块与全部A股市盈率比较（2000-2009.5.20）



资料来源：Wind、中原证券研究所

印度股市医药板块与SENSEX Index市盈率比较



资料来源：Bloomberg、中原证券研究所

目录

一、行业回顾：经济危机中的一缕阳光

二、医改启动：五项重点改革

三、行业龙头、强者恒强

四、新兴市场崛起，高成长享受高估值

五、下半年投资策略：受益医改，行业龙头

六、重点上市公司

受益医改，行业龙头

■ 维持“强于大市”投资评级

■ 两条投资主线

- 受益医改程度较大的子行业及公司
- 行业龙头

受益医改程度较大的子行业及公司

子行业	公司
中成药	000423 东阿阿胶
	600535 天士力
	600557 康缘药业
	600085 同仁堂
医疗器械	002223 鱼跃医疗
	600587 新华医疗
生物医药	002007 华兰生物
	002022 科华生物
	600161 天坛生物
医药商业	600511 国药股份
	600713 南京医药

重点上市公司相对估值比较

	每股收益 (元)				每股净资产 (元)	收盘价 (元)	市盈率 (倍)			市净率 (倍)	投资评级
	08A	1Q09	09E	10E	1Q09	0525	08A	09E	10E	1Q09	
东阿阿胶	0.55	0.14	0.64	0.77	2.83	16.83	30.60	26.30	21.86	5.95	增持
康美药业	0.19	0.07	0.28	0.38	1.98	7.31	38.47	26.11	19.24	3.69	增持
天士力	0.52	0.11	0.64	0.80	3.62	14.62	28.12	22.84	18.28	4.04	增持
国药股份	0.81	0.24	1.03	1.33	3.71	30.79	38.01	29.89	23.15	8.30	增持
山东药玻	0.55	0.14	0.65	0.78	5.78	11.43	20.78	17.58	14.65	1.98	买入
华海药业	0.50	0.12	0.66	0.80	3.75	14.10	28.20	21.36	17.63	3.76	买入
华兰生物	0.52	0.10	0.78	0.94	3.16	26.00	50.00	33.33	27.66	8.23	N/A
恒瑞医药	0.68	0.34	1.19	1.42	3.56	31.67	46.57	26.61	22.30	8.90	增持
通化东宝	0.13	0.07	0.32	0.51	3.97	15.66	120.46	48.94	30.71	3.94	增持
康缘药业	0.44	0.12	0.58	0.73	3.69	13.68	31.09	23.59	18.74	3.71	增持
同仁堂	0.50	0.15	0.58	0.65	5.64	16.14	32.28	27.83	24.83	2.86	增持
科华生物	0.41	0.11	0.50	0.59	2.09	16.96	41.37	33.92	28.75	8.11	增持
天坛生物	0.27	0.08	0.46	0.63	1.44	19.26	71.33	41.87	30.57	13.38	增持
南京医药	0.12	0.04	0.22	0.27	1.97	8.43	70.25	38.32	31.22	4.28	增持

重点上市公司解禁股情况

股票名称	解禁时间	解禁股数 (亿股)	解禁股类型	占流通股本 比例%	占总股本 比例%
东阿阿胶	2009.7.17	1.3	认股权证行权	32.54	25
	2010.6.1	1.21	股改限售	30.09	23.12
康美药业	2009.5.25	1.67	认股权证行权	10.89	10.89
国药股份	2009.8.23	1	股改限售	72.45	42.01
华兰生物	2009.08.04	0.13	定向增发	3.69	3.55
恒瑞医药	2009.6.20	1.96	股改限售	46.09	31.55
通化东宝	2011.6.7	1.27	股改限售	52.73	34.52
康缘药业	2011.11.16	0.82	股改限售	34.65	25.6
天坛生物	2009.5.25	2.5	股改限售	51.27	51.27
南京医药	2009.7.17	0.53	股改限售	26.58	21

风险提示

- 配套的医改细则仍未出台
- 入选国家基本药物目录的产品价格将下调
- 如价格再次下调，研发能力将受到抑制，尤其化学制剂行业
- 行业防御性特征较强，牛市中可能落后大盘
- 如**H1N1**影响消退，相关公司高估值将不可延续

目录

- 一、行业回顾：经济危机中的一缕阳光
- 二、医改启动：五项重点改革
- 三、行业龙头、强者恒强
- 四、新兴市场崛起，高成长享受高估值
- 五、下半年投资策略：受益医改，行业龙头
- 六、重点上市公司

山东药玻（600529）：受益医改，价值低估

■ 公司概况

- 国内最大的医药玻璃制造商，是我国药用玻璃细分行业龙头

■ 投资亮点

- 预计在即将公布的国家基本药物目录中，注射剂将占据较大比例
- 随着医改逐步推进，包含注射剂在内的药品需求量将有较大幅度上升，公司将成为医改的主要受益者之一
- 公司主要产品原材料价格下降将带动整体毛利率提高
- 如海外经济逐步见底，公司出口业务有望得到恢复
- 公司**2009**年动态市盈率不足**20**倍，价值被严重低估

山东药玻（600529）：受益医改，价值低估

■ 投资评级

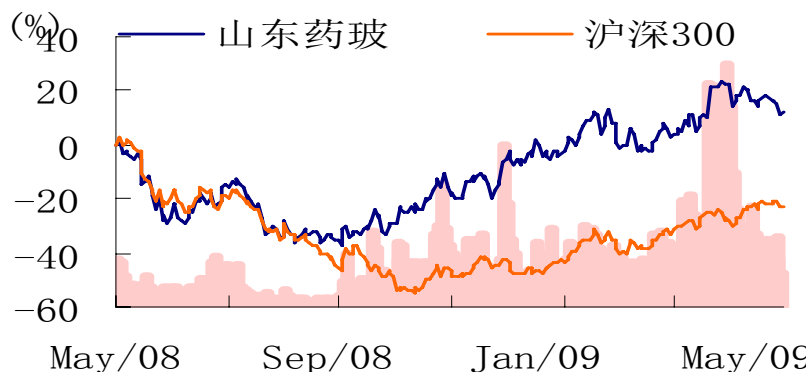
■ 买入

■ 风险揭示

■ 出口业务短期内难有起色

盈利预测

	2008A	2009E	2010E
营业收入（亿元）	11.58	12.74	14.65
增长比率（%）	14.43	10	15
净利润（亿元）	1.42	1.68	2.02
增长比率（%）	23.48	18.18	20
每股收益（元）	0.55	0.65	0.78
市盈率（倍）	20.78	17.58	14.65



康美药业（600518）：初成“白马股”

■ 公司概况

- 中药饮片行业的龙头企业
- 上下游进行拓展，力求形成覆盖中药材、中药饮片加工、中药流通乃至中医院的产业链

■ 投资亮点

- 外延式增长将成为近几年公司发展的主要方向，并且通过在全国范围内的收购和整合资产进一步增厚公司的业绩
- 已有业务稳定发展
- 初步成为“白马股”

康美药业（600518）：初成“白马股”

■ 投资评级

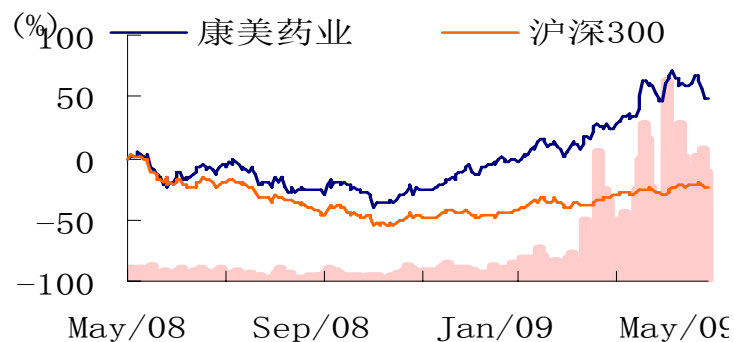
■ 增持

■ 风险揭示

■ 对收购企业的整合效应仍需观察

盈利预测

	2008A	2009E	2010E
营业收入（亿元）	17.27	23.31	30.30
增长比率（%）	33.46	35	30
净利润（亿元）	2.95	4.35	5.90
增长比率（%）	64.80	47.45	35.71
每股收益（元）	0.19	0.28	0.38
市盈率（倍）	43.01	26.11	19.24



东阿阿胶（000423）：双渠道优势，受益医改

■ 公司概况

- 资源型的中药企业，除了出色的品牌能力之外，还具有较强的原材料垄断优势

■ 投资亮点

- 公司产品同时在医院和**OTC**市场销售，拥有双渠道优势，成为医改的主要受益者之一
- 公司一季度业绩有望成为全年的低点，随着对销售渠道控制能力的加强，公司的提价效应将在业绩中显现
- 股价刺激因素：产品进入国家基本药物目录、产品再次提价、权证行权、股权激励

东阿阿胶（000423）：双渠道优势，受益医改

■ 投资评级

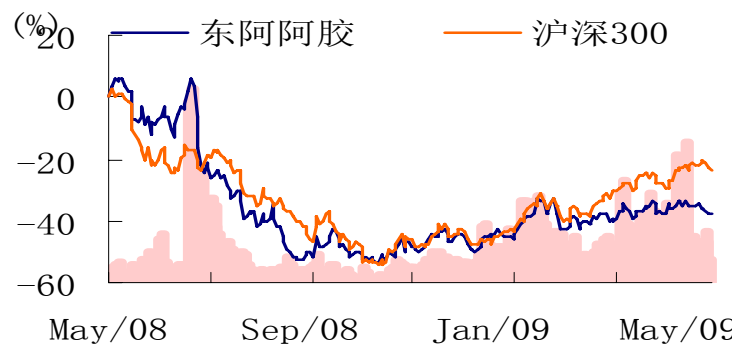
■ 增持

■ 风险揭示

■ 保健品受宏观经济下滑的影响较大

盈利预测

	2008A	2009E	2010E
营业收入（亿元）	16.86	19.39	23.27
增长比率（%）	22.09	15	20
净利润（亿元）	2.87	3.34	4.02
增长比率（%）	39.32	16.36	20.36
每股收益（元）	0.55	0.64	0.77
市盈率（倍）	31.86	26.30	21.86



国药股份（600511）：受益医改，强者恒强

■ 公司概况

- 公司是我国最大的医药流通企业之一

■ 投资亮点

- 以公司为代表的大型医药流通企业将直接受益于医改
- 公司作为国内医药商业行业龙头企业，未来的市场份额有望不断提升
- 公司将充分分享行业成长盛宴，未来业绩仍将保持快速、稳定的发展

国药股份（600511）：受益医改，强者恒强

■ 投资评级

■ 增持

■ 风险揭示

■ “医药分开”仍未出台

盈利预测

	2008A	2009E	2010E
营业收入（亿元）	43.85	52.62	64.72
增长比率（%）	22.69	20	23
净利润（亿元）	1.94	2.47	3.19
增长比率（%）	48.09	27.16	29.13
每股收益（元）	0.81	1.03	1.33
市盈率（倍）	37.65	29.89	23.15



华兰生物（002007）：呼之欲出的疫苗行业新龙头

■ 公司概况

- 公司是我国最大的生物制剂企业之一

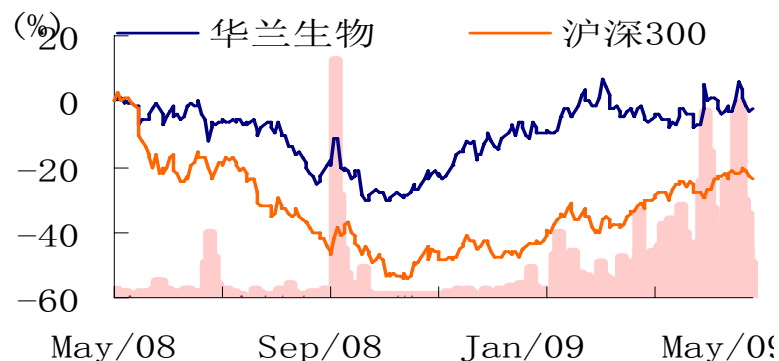
■ 投资亮点

- 公司疫苗业务经过多年耕耘，终于进入收获季节
 - 获得甲型H1N1流感毒株，已开始二期临床，有望在三个月内开始生产
 - 丰富的产品梯队为未来公司疫苗业务增长提供了坚实保障。流脑系列、狂犬疫苗等均有望成为过亿品种
- 血液制品各主要品种仍相当紧俏，**2012**年前将有望持续高位运行

华兰生物（002007）：呼之欲出的疫苗行业新龙头

■ 风险揭示

- 疫苗上市时间具有不确定性



盈利预测

	2008A	2009E	2010E
营业收入（亿元）	4.75	6.43	8.12
增长比率（%）	35.33	35.26	26.38
净利润（亿元）	1.87	2.66	3.38
增长比率（%）	55.83	42.02	26.86
每股收益（元）	0.52	0.78	0.94
市盈率（倍）	50.00	33.33	27.66

华海药业（600521）：制剂认证进入加速期

■ 公司概况

- 公司正在进行产业结构升级，制剂海外认证即将进入加速期

■ 投资亮点

- 公司将新建一个**FDA**标准的年产百亿片固体制剂基地，建设期**4**年，产后预计年销售**24**亿元，达产年利润**4.6**亿元，销售税金**1.3**亿元
- 公司制剂产品认证进入加速期，原料药**09**年放量将更为明显，公司业绩将从低谷中复苏
- 公司一拥有流的研发水平和管理层的长远规划，发展前景值得期待

华海药业（600521）：制剂认证进入加速期

■ 投资评级

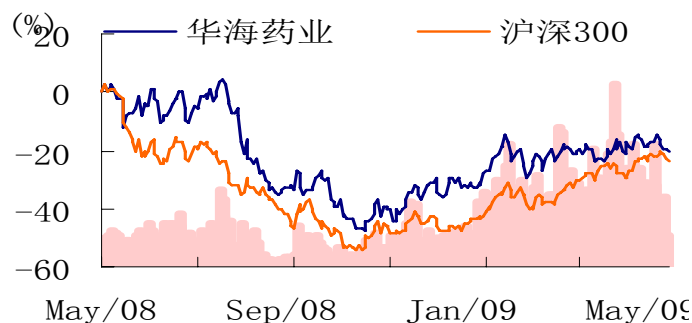
■ 买入

■ 风险揭示

- 原料药价格及汇率的波动
- 期间费用可能出现一定上升

盈利预测

	2008A	2009E	2010E
营业收入（亿元）	8.01	10.02	12.12
增长比率（%）	13.30	25.09	20.96
净利润（亿元）	1.50	1.96	2.39
增长比率（%）	13.64	30.67	21.93
每股收益（元）	0.50	0.66	0.80
市盈率（倍）	28.78	21.36	17.63



免责条款

■ 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅**10%**以上

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅**10%**至**-10%**之间

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅**10%**以上

■ 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅**15%**以上

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅**5%**至**15%**

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅**-5%**至**5%**

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅**5%**以上

■ 免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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征价。本公司及其所属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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用



谢 谢

中原证券研究所联系人：马钦琦

电话：021-50585908 传真：021-50587779

地址：上海浦东世纪大道1600号浦项商务广场18F

邮编：200122