

[2009.6.19]

姹紫嫣红总是春

——2009 医药行业中期投资策略

✍ 马霏霏

☎ 86-22-2845 1945

✉ maff@bhq.com

- 核心观点:**
- 中国医药行业发展稳定持续
 - 下半年各股异彩纷呈但板块行情难现
 - 成长明确+股价促发因素+业绩超预期
 - “买入”+“持有”=绝对收益

投资要点:

● 行业层面: 中国医药行业发展稳定持续

预计 09 年在新医改等行业利好政策的不断推动下, 我国医药行业生产、销售有望继续保持较好的发展势头, 虽然增速放缓但销售收入增长率将保持在 20% 左右。中国医药市场将成为全球增长最快的新兴市场。

● 市场层面: 下半年各股异彩纷呈但板块行情难现

我们认为, 除非出现宏观经济没有走出低谷情况, 否则下半年医药板块仍会是突发事件和行业政策刺激下的各股行情, 各股仍将类似于上半年的市场, 轮番上演你方唱罢, 我登场的一幕, 虽然板块行情难现, 但各股的表现仍会很精彩。

● 选股思路: 成长明确+股价促发因素+业绩超预期

由于在医疗体制改革不断深化的大背景下, 医药行业未来的增长前景不容质疑, 同时由于行业有其自身的运行规律, 对突发的公共卫生事件以及行业政策是比较敏感的。对应在上市公司二级市场的表现也是如此, 如果公司业绩平稳增长, 因此在没有股价催化剂的情况下, β 值较低, 很难取得超额收益。因此我们的选股原则就是在有明确增长的上市公司中寻找有股价促发因素或者业绩超预期的公司作为我们的投资标的。

● 投资策略: “买入”+“持有”=绝对收益

在宏观经济不确定的形势中, 医药行业因其需求的刚性和新医改等政策的促进下, 行业前景继续向好趋势不变。行业和优质公司良好的业绩表现仍可继续支撑医药板块获得相对溢价收益, 投资医药行业应该是目前不错的选择, 给予行业“买入”的评级。

● 公司推荐:

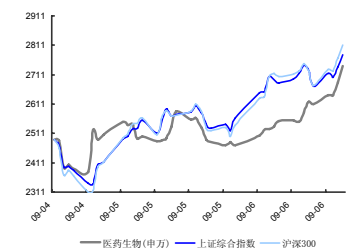
天士力、华兰生物、天坛生物、康美药业、中新药业、国药股份

子行业评级

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
中新药业	买入
国药股份	买入
天坛生物	买入
华兰生物	买入
康美药业	买入



相关报告

《以“持有”应“万变”》

《“奇迹”不是“梦想”》

《寻找医药变局中的投资机会》

目 录

1.行业层面：中国医药行业发展稳定持续	4
1.1 医药工业具有弱周期特性并有独立的运行规律	4
1.2 中国药品市场全球增长最快	5
1.3 行业增速放缓，内生增长未改，子行业表现分化	5
1.4 药品出口回暖价格走势趋稳	6
1.5 产业政策长期促发展但短期藏玄机	7
1.6.09 年判断：医药行业仍将保持两位数增长，但增速趋缓	9
2 市场层面：板块表现平淡但各股争奇斗艳	9
2.1 板块表现：“变脸”先“跑赢”后“跑输”	9
2.2 板块估值：估值处于低位并开始分化	11
2.3 各股表现：二三线股票争奇斗艳	12
2.4 下半年走势判断：各股异彩纷呈但板块行情难现	13
3.选股思路：从两条主线下选出的公司	14
3.1 把握事件推动下的主题投资机会	14
3.2 把握医改明确受益领域的投资机会	16
4.投资策略：“买入”+“持有”=绝对收益	19

图 目 录

图 1: 日本医疗健康产业产值增速与 GDP 增长率比较	4
图 2: 中国医药工业产值增长率与 GDP 增长率比较	4
图 3: 中国医药行业对政策和突发公共卫生事件敏感	4
图 4: 医药行业经济运行数据分析	6
图 5: 出口数据显示药品出口情况已经开始好转	6
图 6: 大宗原材料价格走势趋稳其中 VE 出现小幅反弹	7
图 7: CPI 的分类价格指数情况	8
图 8: 1997 年至今历年政府药品降价	8
图 9: 08 年医药远跑赢大盘	10
图 10: 09 年-至今医药板块跑输大盘	10
图 11: 医药板块 08、09 年表现“变脸”（左图为 08 年板块走势，右图为 09 年板块走势）	10
图 12: 2004 年以来各板块的估值情况比较	11
图 13: 美林投资钟	13
图 14: 在不同经济周期阶段美国市场行业板块收益率情况	13
图 15: 甲型 H1N1 流感爆发以来的发展态势	14
图 16: 我国流感疫苗市场容量（万人份）	15
图 17: 2008 年我国流感疫苗主要生产企业及市场份额	15
图 18: 2005 年-2008 年医院终端采购药品金额情况	16
图 19: 2003-2008 年中国医药终端结构情况	16
图 20: 1995-2005 日本前三大批发企业市场集中度变化	18
图 21: 医药商业排名前三位的企业集中度变化	18

表 目 录

表 1: 2020 年中国在全球市场的排名情况	5
表 2: 相关产业政策一览表	8
表 3: 医药股和大盘估值情况比较	11
表 4: 2008 年和 09 年上半年医药股涨跌幅排名	12
表 5: WHO 流感大流行的警戒级别划分	14
表 6: 我国获准生产流感疫苗的 11 家企业名单	15
表 7: 上市公司有望进入基本药物目录中的产品名单（依据基本药物目录征求意见稿）	17
表 8: 重点关注医药行业上市公司	19
表 9: 医药行业估值国际比较	20

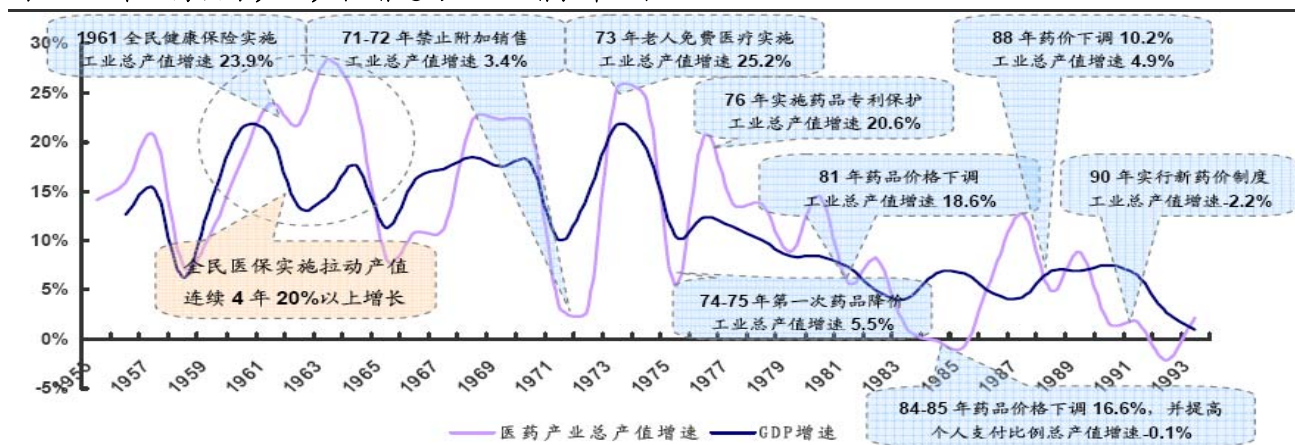
1.行业层面：中国医药行业发展稳定持续

1.1 医药工业具有弱周期特性并有独立的运行规律

把考察期延长，通过对日本的医药产业总产值增速同 GDP 增速的比较分析中发现，医药产业的运行有其自身的规律，受历次宏观经济周期性波动影响较小，但医药产业产值的增速对突发事件和政府出台的产业政策比较敏感。

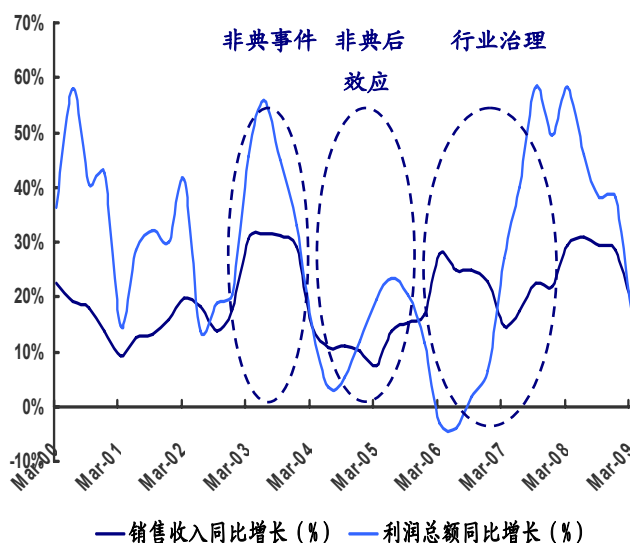
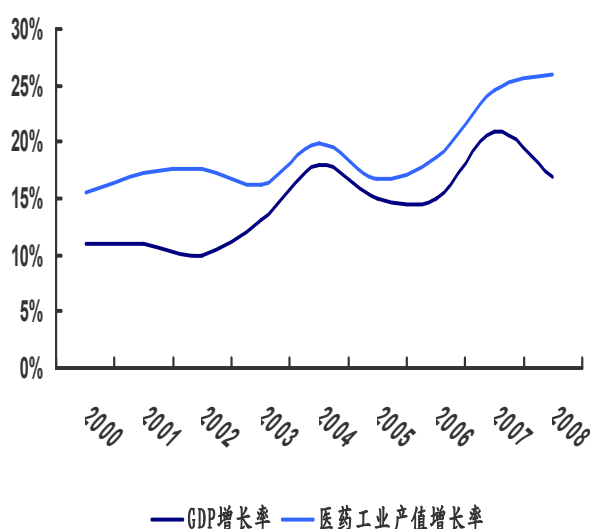
作为新兴医药市场的中国，医药产业也存在相同的特征。在过去10年，中国的医药产业也有稳定的发展，医药工业产值增速始终高于GDP增速，而且两者的并未表现出明显的相关性。

图 1：日本医疗健康产业产值增速与 GDP 增长率比较



数据来源：日本制药工业协会，渤海证券研究所

图 2：中国医药工业产值增长率与 GDP 增长率比较 图 3：中国医药行业对政策和突发公共卫生事件敏感



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

1.2 中国药品市场全球增长最快

IMS 预测，2009 年全球医药市场将增长 4.5%-5.5%，美国增长率 1-2%，日本增长率 4-5%，而新兴市场中国、印度、巴西、韩国、墨西哥、土耳其、俄罗斯都预期增长 14%-15%，新兴市场销售总额将达 1050-1150 亿美元。预计 2009 年中国将成为第七大药品市场，到 2020 年将成为第二大医药市场，市场容量将到 2200 亿元。

表 1：2020 年中国在全球市场的排名情况

2001		2005		2009		2020	
国家	排名	国家	排名	国家	排名	国家	排名
美国	1	美国	1	美国	1	美国	1
日本	2	日本	2	日本	2	中国	2
德国	3	德国	3	德国	3	日本	3
法国	4	法国	4	法国	4	德国	4
意大利	5	意大利	5	英国	5	法国	5
英国	6	英国	6	意大利	6	意大利	6
西班牙	7	西班牙	7	中国	7	英国	7
加拿大	8	加拿大	8	西班牙	8	日本	8
墨西哥	9	中国	9	加拿大	9	加拿大	9
中国	10	墨西哥	10	土耳其	10	韩国	10

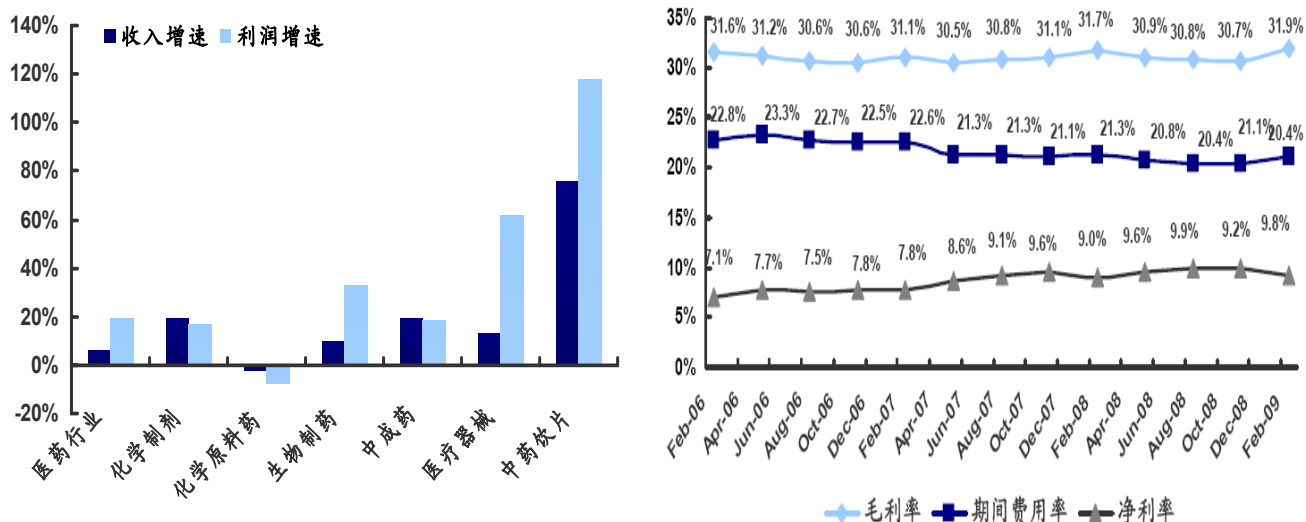
数据来源：IMS，渤海证券研究所

1.3 行业增速放缓，内生增长未改，子行业表现分化

09 年上半年，在宏观经济冷峻的背景下，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。从盈利能力的指标看，医药行业的内生性增长明显，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。

分子行业看，中药饮片行业基数小，政策推动下成长性高，表现最好；生物制药行业增长依然较快；中成药实现恢复性增长，化学制剂在加大基数上增速有所回落；化学原料药景气明显下降，医疗器械竞争激烈直接导致增长不快。

图 4：医药行业经济运行数据分析

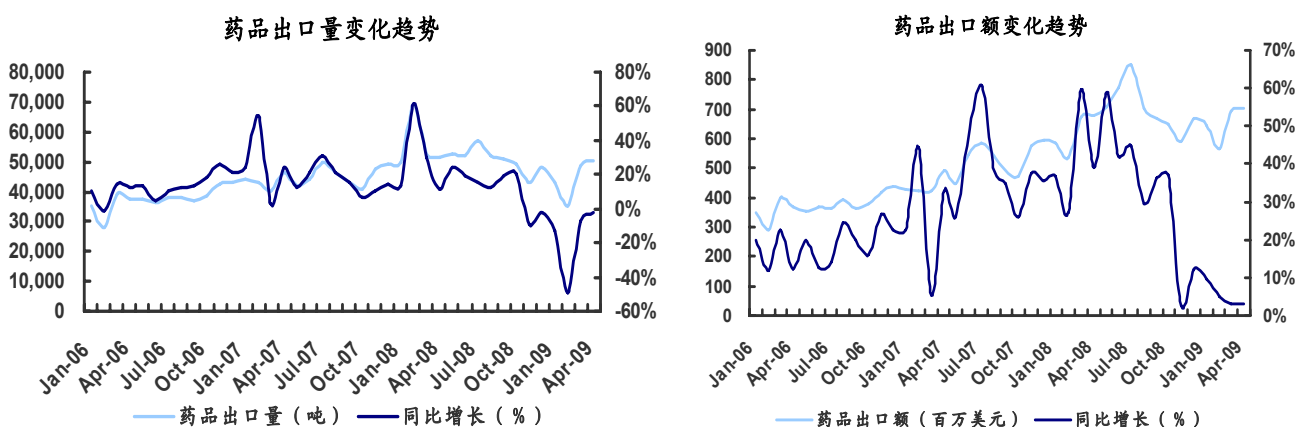


数据来源：WIND，渤海证券研究所

1.4 药品出口回暖价格走势趋稳

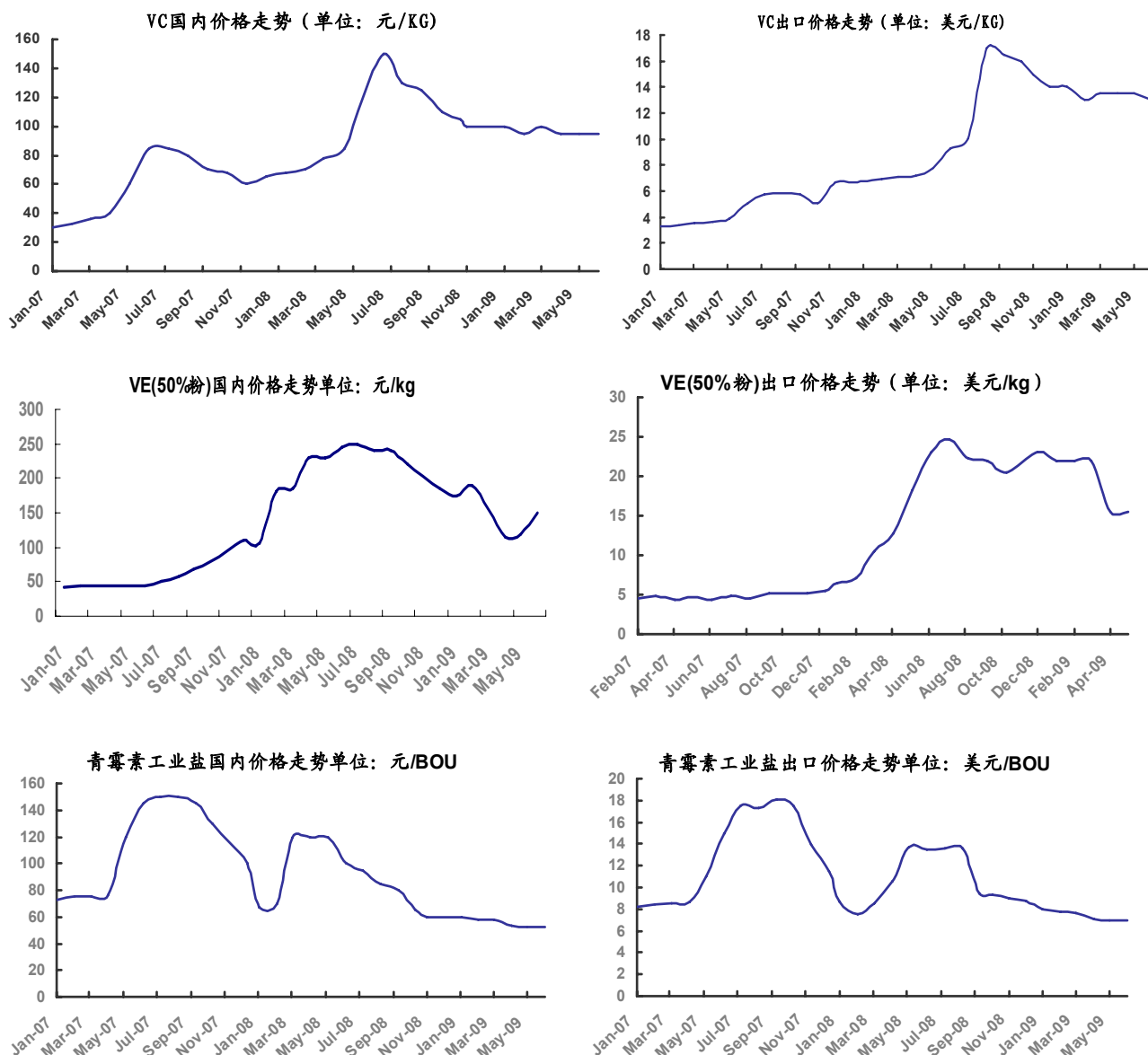
从目前出口数据的情况看，金融危机对医药行业的影响基本已经见底，最坏的时刻已经逐步过去，从 09 年 4 月份的出口数据看，出口额虽同比保持小幅增长，但出口量同比降幅已经看是收窄。从分产品数据看，大宗原材料价格基本企稳，有些产品由于厂商的限产报价和下游厂商去库存化等原因，像 VE 价格已经出现小幅反弹，但是我们认为大宗原料药价格不会出现 2007 年的价格牛市行情，但不排除期间出现小幅反弹的可能，预计未来大宗原料药价格将在小区间内振荡。

图 5：出口数据显示药品出口情况已经开始好转



数据来源：CEIC，渤海证券研究所

图 6: 大宗原材料价格走势趋稳其中 VE 出现小幅反弹



数据来源: 健康网, 渤海证券研究所

1.5 产业政策长期促发展但短期藏玄机

■ 行业政策趋向于发展和监管并举

国家对医药行业的监管一向相对严格,但由于我国整体医药制造业水平不高,执行不严,多次发生重大药品安全事故,06年以来发生的多起重大药品安全事故和医患事故引起媒体和民众强烈反应,为此国家出台了一系列包括飞行检查、反商业贿赂等激烈政策,大大影响了市场需求(医院市场),并增加企业管理成本,几乎所有企业都遭到打击。阶段性行政打击过后,从2007年下半年开始,一些规范行业的长效措施开始陆续制定、出台、2008年进入正式执行的初期,促使行业门槛提高、洗牌加速、竞争环

境好转、行业集中度提高。进入 2009 年，行业政策趋于宽松，强调了监管和发展并重的原则。

表 2：相关产业政策一览表

发布时间	政策类别	文件名称
2007年5月1日	市场监管	新《处方管理办法》
2007年10月	研究监管	新《药品注册管理办法》
2007年12月	流通监管	《药品召回管理办法》
2008 年1月	生产监管	《药品GMP 认证检查评定标准（试行）》
2008 年 1 月	生产监管	《制药工业污染物排放标准》
2009 年 4 月	产业促进	《关于深化医药卫生体制改革的意见》
2009 年 5 月	产业促进	《关于扶持和促进中医药事业发展的若干意见》
2009 年 6 月	产业促进	《促进生物产业加快发展的若干政策》

数据来源：渤海证券研究所

■ 药品价格新一轮调整还要看下半年

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CPI同比已经连续14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，加之08年后，至今未再发生过政府集中大规模调价，调价的密度和程度趋缓。目前看来09年是否再发生大规模的集中降价还要等带医改等配套细则的出台。如果价格调整对药企的盈利将构成不确定性。

图 7：CPI 的分类价格指数情况

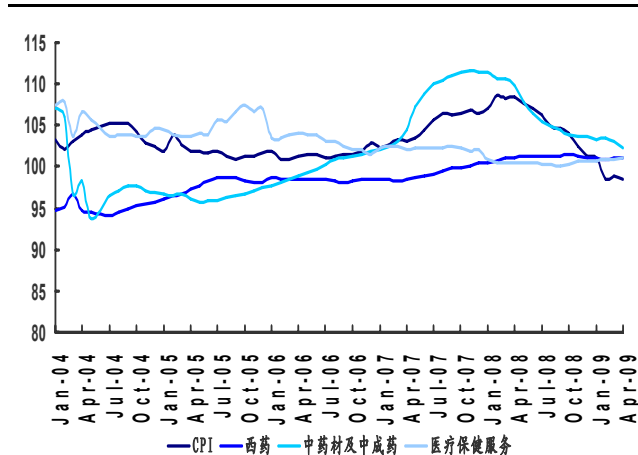
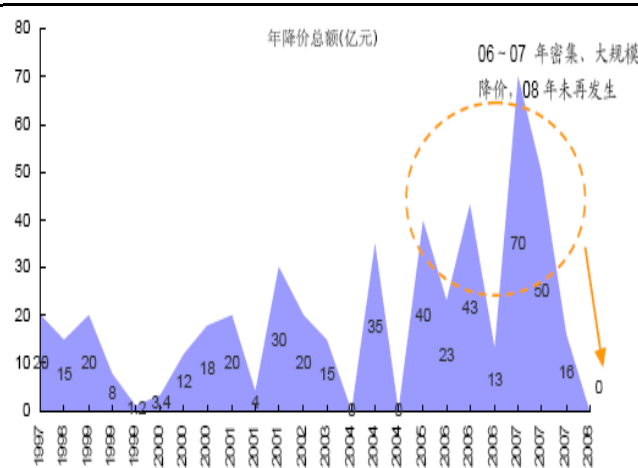


图 8： 1997 年至今历年政府药品降价



数据来源：WIND，渤海证券研究所

■ 医改细则藏玄机，药企分化已成必然

4 月国务院正式签发新医改方案，标志着医药卫生改革进入到深化实施阶段，但是整体框架基本符合市场的预期。但是，新医改配套文件共计 21 个迟迟未出，分别由发改

委、财政部、卫生部等部委业务司局起草，目前等待会签后公布。目前市场比较关注的有基本药物制度、医疗服务和药品价格形成机制、公立医院运行机制改革等配套政策。从宏观的政策背景看，医疗卫生产业做大的趋势已经确立，从阶段性的政策影响分析，政府支持优质企业做强、做大的意图明显，今后行业公司发展将发生结构性分化。但是谁将胜出？而谁将离开？目前仍存在着诸多的不确定性。

1.6.09 年判断：医药行业仍将保持两位数增长，但增速趋缓

对 09 年医药行业整体趋势判断基于以下几点：

第一，内需方面：由于医疗体制改革的不断推进，和我国庞大的人口规模等因素的促进，国内医药市场规模将不断扩大，为我国医药行业的快速平稳发展提供的保障。

第二，外需方面：由于医药市场的刚性需求较大，2009 年全球医药市场仍将继续保持增长态势，对我国医药产品的需求不会发生大的变化，我国在国际市场占有较大份额的优势产品在短期内不会被其他国家的产品所取代。预计 09 年 2 月份以后医药出口订单将会进一步恢复，因 2008 年上半年医药出口增幅较大，2009 年上半年出口额同比有可能下降，考虑到国际市场的发展和对我国医药产品需求不会发生大的改变，以及我国应对金融危机，促进进出口发展政策的实施，全年医药产品出口增幅能够保持在 15% 以上的水平。

第三，07~08 年的收入和利润增长本身就是建立在 06 年特殊的低基数上，09 年面临的正是连续两年高速增长后的更高基数；

第四，07~08 年利润增长包含了原料药子行业的周期性上涨，该子行业对行业利润的 09 年后多数产品周期下行趋势已经开始显现，大幅增长基本已无可能；

综上所述，预计 09 年我国医药行业生产、销售有望继续保持较好的发展势头，虽然增速放缓但销售收入增长率将保持在 20% 左右。

风险提示：注意医改细则给行业带来的不确定性风险，药品降价等；出口需求没有得到实质性恢复，大宗原料药价格将出现波动。

2 市场层面：板块表现平淡但各股争奇斗艳

2.1 板块表现：“变脸”先“跑赢”后“跑输”

08 年市场环境偏弱时，医药股体现出良好的防御性特征。而去年 11 月份以来，即便在突发事件 H1N1 流感疫情的刺激下，医药板块仍跑输大盘。

主要原因有三点：第一，由于全球经济陆续触底，政府出台了大规模的刺激计划，中国经济出现复苏迹象，在流动性充足的情况下，资金流向周期性和资源性行业；第二，医药行业是稳定增长的行业业绩缺乏弹性，如果公司处在正常经营的情况下，带给投资者每年的收益率理论上=每年业绩增长率，并且 09 年的业绩增长提前在 08 年四季度体现，投资者对防御性行业投资意愿偏淡；第三，加上医改细则迟迟不能出台，医药行业短期政策不明朗等因素影响，投资者就更加持观望态度。

图 9：08 年医药远跑赢大盘

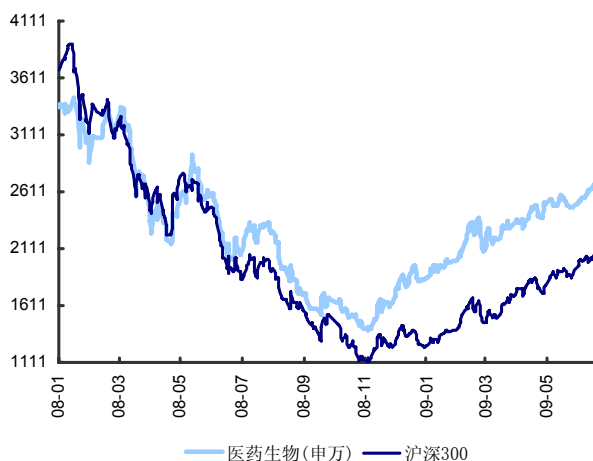
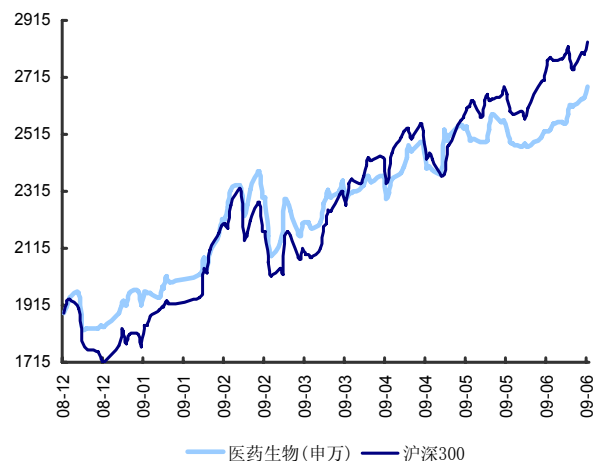
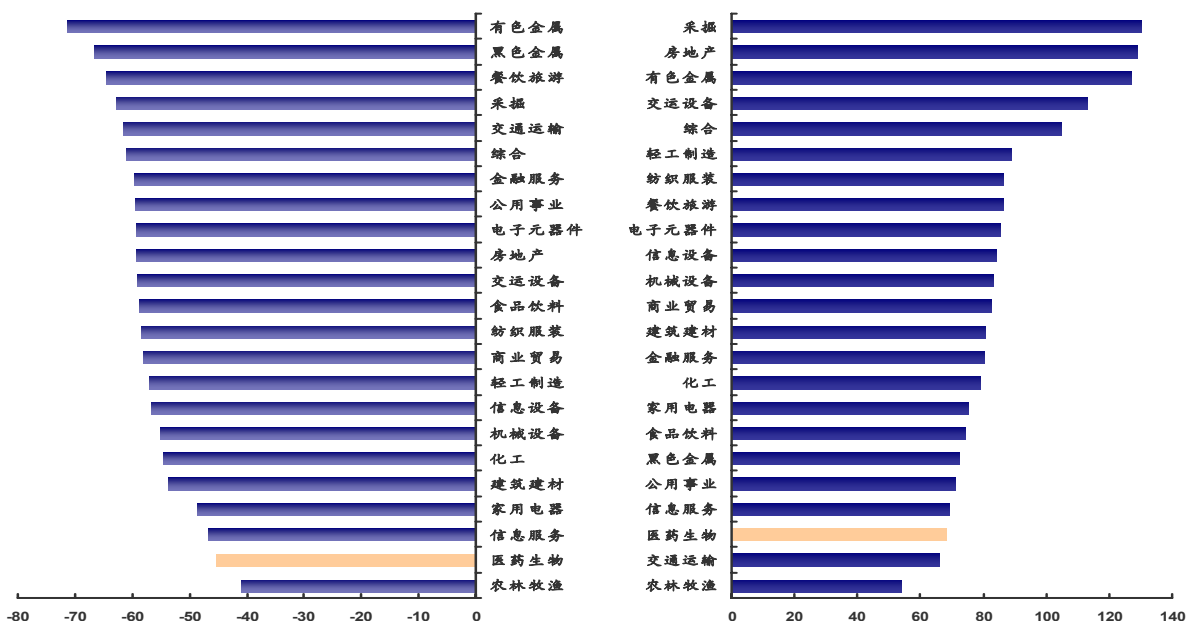


图 10：09 年-至今医药板块跑输大盘



数据来源：WIND，渤海证券研究所

图 11：医药板块 08、09 年表现“变脸”（左图为 08 年板块走势，右图为 09 年板块走势）



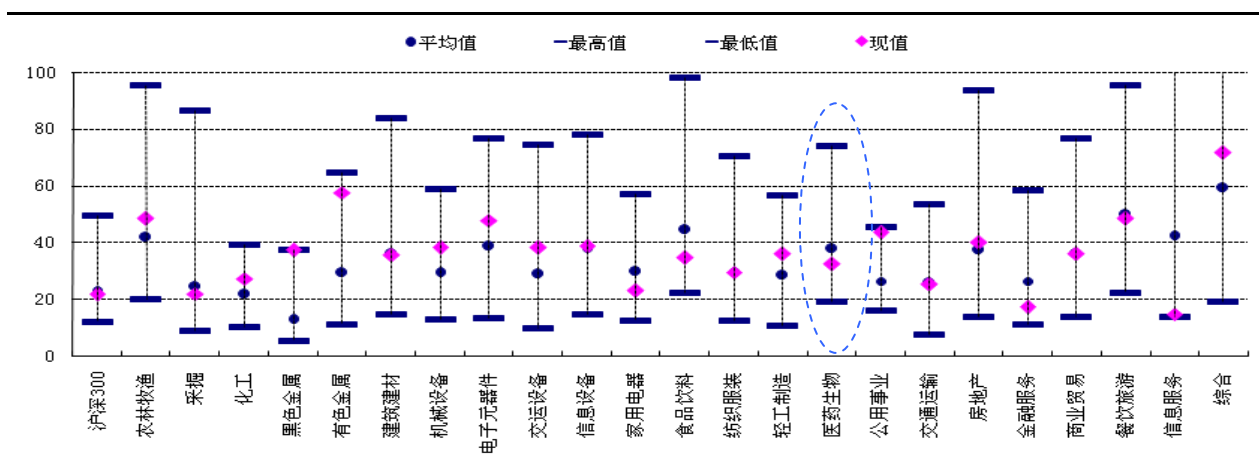
数据来源：WIND，渤海证券研究所

2.2 板块估值：估值处于低位并开始分化

A股市场在指标股的推动下整体估值攀升。沪深300静态市盈率水平为22倍。由于08年投资收益的大幅缩水，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09年一季报报出，打开了市场对医药股的预期空间，对盈利预测势进行较大的调整，医药股的溢价率降低。从09和10年的估值情况看，同历史经验值相比板块整体的相对估值溢价处于04年低估，绝对估值水平也不高。

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。

图 12：2004 年以来各板块的估值情况比较



数据来源：WIND,渤海证券研究所

表 3：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			
医药生物	35.61	26.39	21.12
全部 A 股	24.09	21.23	17.96
沪深 300	22.00	20.26	17.33
相对溢价率			
相对全部 A 股	47.82%	24.31%	17.59%
相对沪深 300	61.86%	30.26%	21.87%
各板块市盈率			
化学原料药	20.39	18.77	13.91
化学制剂	34.25	24.83	20.39
生物制品	46.61	29.92	23.54
医疗器械	41.85	31.37	25.04
医药商业	48.56	33.57	27.17

中药	39.98	27.98	23.44
医疗服务	135.83	54.62	42.29

数据来源：WIND，渤海证券研究所

2.3 各股表现：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多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 年上半年白马股出现滞涨，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、缺乏股价催化剂和市场挖掘的程度已经较深等原因，难有超预期的市场表现，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 年下半，随着 09 年中报的出炉，全年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 10 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 年上半年医药股涨跌幅排名

			2008 年涨幅前 15 名 (%)	证券 代码	证券 简称	2009 年涨幅末 15 名 (%)	证券 代码	证券 简称	2009 年涨幅前 15 名 (%)
			(01/01-12/31)			(01/01-06/18)			(01/01-06/18)
1	002223	鱼跃医疗	69.05	002038	双鹭药业	-6.84	600538	北海国发	238.98
2	002252	上海莱士	21.89	600062	双鹤药业	-0.21	002166	莱茵生物	232.46
3	002038	双鹭药业	21.45	000603	*ST 威达	0.00	600568	ST 潜药	216.01
4	002262	恩华药业	17.15	600557	康缘药业	2.04	600706	ST 长信	193.88
5	002107	沃华医药	3.81	002022	科华生物	2.66	600530	交大昂立	190.91
6	000603	*ST 威达	1.71	600479	千金药业	3.49	000078	海王生物	190.68
7	600867	通化东宝	0.21	600829	三精制药	3.79	600421	*ST 国药	186.21
8	000538	云南白药	-0.46	002252	上海莱士	6.01	600252	中恒集团	169.63
9	002022	科华生物	-1.39	000538	云南白药	6.34	002030	达安基因	169.09
10	000566	海南海药	-5.45	002118	紫鑫药业	9.52	000990	诚志股份	141.18
11	600518	康美药业	-7.43	600276	恒瑞医药	11.99	600223	ST 万杰	139.36
12	600557	康缘药业	-9.12	000999	三九医药	12.29	600490	中科合臣	132.74
13	600511	国药股份	-12.72	600867	通化东宝	12.96	600222	太龙药业	128.86
14	600267	海正药业	-16.04	002262	恩华药业	13.10	000739	普洛股份	123.33
15	600276	恒瑞医药	-18.79	002219	独一味	15.44	600796	钱江生化	121.90

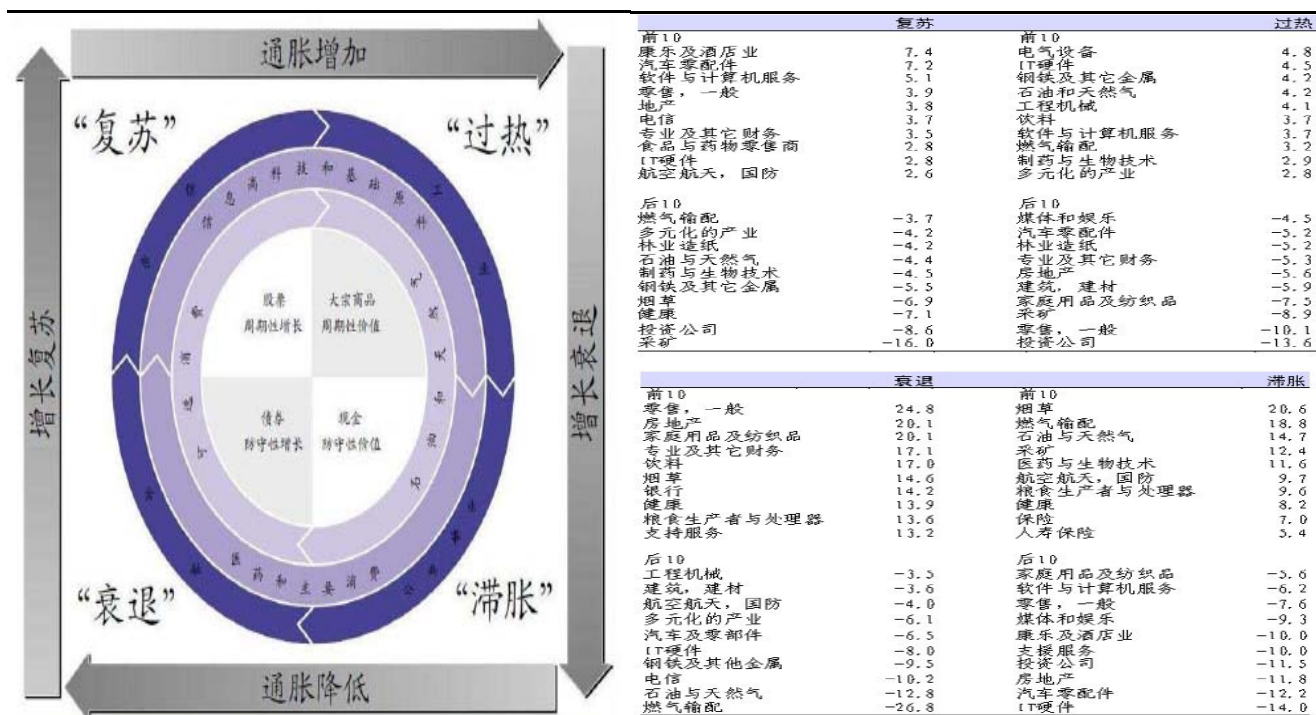
数据来源：WIND，渤海证券研究所

2.4 下半年走势判断：各股异彩纷呈但板块行情难现

我们对 09 年下半年医药板块走势判断主要基于以下三方面：

从宏观经济层面看：如果下半年市场仍然预期经济复苏的话，根据美国市场的经验可以看出当经济进入复苏阶段的时候医药板块的表现是不尽如人意的。因此我们认为，医药股的板块行情难现。

图 13：美林投资钟 图 14：在不同经济周期阶段美国市场行业板块收益率情况



数据来源：渤海证券研究所

从行业政策层面看：下半年随着医改细则的逐步出台，行业发展脉络将日趋清晰，上市公司必将产生分化，加之甲型 H1N1 疫情的蔓延等事件的刺激，市场表现也将出现结构性调整，明确受益的公司将出现补涨，政策受益低于预期的公司将出现补跌，由于各股差异因此很难形成板块行情。

从板块估值层面看：医药股由于差异性较大，并且政策受益程度各不相同，因此，2010 年业绩整体超预期的可能较小，但是仍有一些公司在医改政策的促进下出现业绩超预期的可能，因此很难出现板块行情。但是等到三季报出炉后的四季度，如果业绩超预期的上市公司市场表现必将亮眼，将走出独立行情。

综上所述，除非出现宏观经济没有走出低谷情况，否则下半年医药板块仍会是突发事件和行业政策刺激下的各股行情，各股仍将类似于上半年的市场，轮番上演你方唱罢，我登场的一幕，虽然板块行情难现，但是各股的表现仍会很精彩。

3.选股思路：从两条主线下选出的公司

大体原则：由于在医疗体制改革不断深化的大背景下，医药行业未来的增长前景不容置疑，同时由于行业有其自身的运行规律，对突发的公共卫生事件以及行业政策是比较敏感的。对应在上市公司二级市场的表现也是如此，如果公司业绩平稳增长，因此在没有股价催化剂的情况下， β 值较低，很难取得超额收益。因此我们的选股原则就是在有明确增长的上市公司中寻找有股价促发因素或者业绩超预期的公司作为我们的投资标的。我们总结出以下两条投资主线。

3.1 把握事件推动下的主题投资机会

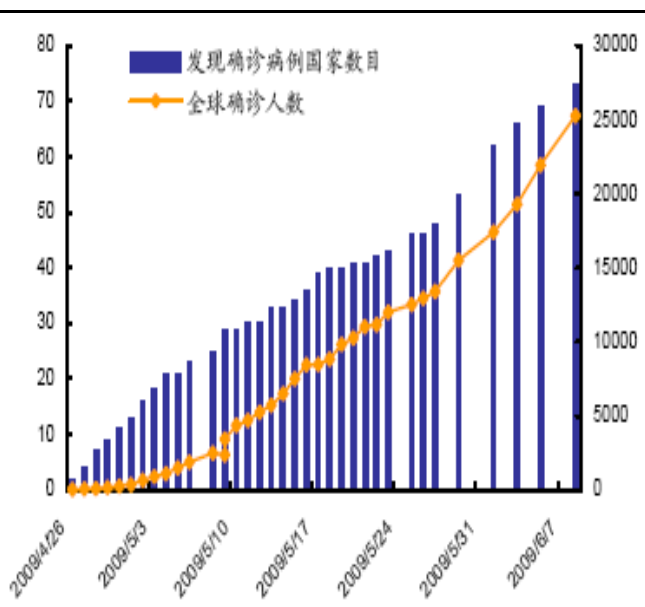
■ 甲型 H1N1 扰动下的医药行业投资机会

6月11日WHO已将甲型H1N1流感疫情级别调高至最高级别6级，这是世卫组织40年来第一次宣布提升流感警戒级别，这意味着本次流感已经是全球性的大流行，各国政府应该继续为更多人可能感染此类流感病毒做准备。我们预计本次流感在09年下半年仍将持续。

表 5:WHO 流感大流行的警戒级别划分

警戒级别	定义
1	在自然界中，流感病毒长期在动物尤其是鸟类中传播，但从未有此类病毒导致人类感染的报告，即便从理论上讲它们有可能进化为可引发人类流感大流行的病毒。
2	在家养或野生动物间流行的已知的动物流感病毒导致了人类感染，被视为有流感大流行的潜在威胁。
3	某种动物流感病毒或动物流感病毒和人类流感病毒重组后的病毒，已经在人群中造成零星或小规模传染，但尚未出现足以导致人际间大流行的传播能力。
4	某种动物流感病毒或动物流感病毒和人类流感病毒重组后的病毒，已经证实可在人际间传播，并在社区层面暴发，这是流感大流行风险增大的重要节点，但并不意味着流感大流行肯定会出现。
5	某种流感病毒在同一地区至少两个国家的人际间传播。尽管在这一级别，其他大多数国家仍未受影响，但它是一个重要信号，表明流感大流行“正在逼近”。
6	某种流感病毒在疫情发源地以外其他地区的至少一个国家发生了社区层面的暴发，表明病毒正在全球蔓延，这也是流感大流行级。

图 15: 甲型 H1N1 流感爆发以来的发展态势



数据来源：WHO，渤海证券研究所

从短期看，甲型流感疫情将增加疫苗、抗病毒类药物（达菲等西药以及部分中成药和中药饮片）、检测诊断试剂和仪器的需求，对相关行业构成利好；

从长期看，我们认为此次疫情会对我国疫苗行业产生深远的影响，对提高政府和居民

对防疫的重视，增加防疫的投入。与此同时，我国流感疫苗的市场容量增长潜力巨大，从 2002 年到 500 万人份增加到 2008 年的 3768 万人份，CAGR 达到 40% 以上，未来几年仍能保持此 40% 的增速不变。

结合短期需求刺激和长期行业发展的考虑，我们建议关注疫苗行业相关上市公司：华兰生物、天坛生物。

图 16: 我国流感疫苗市场容量（万人份）

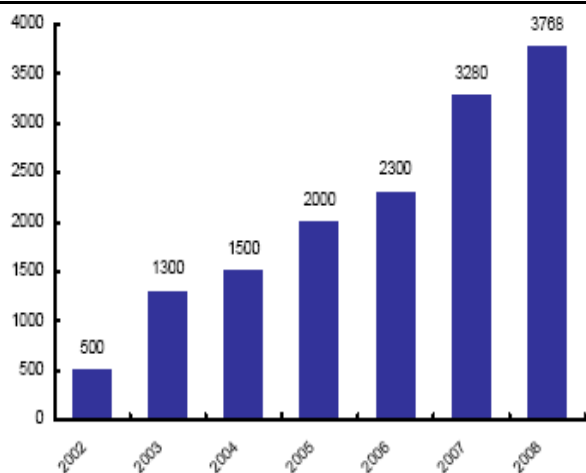
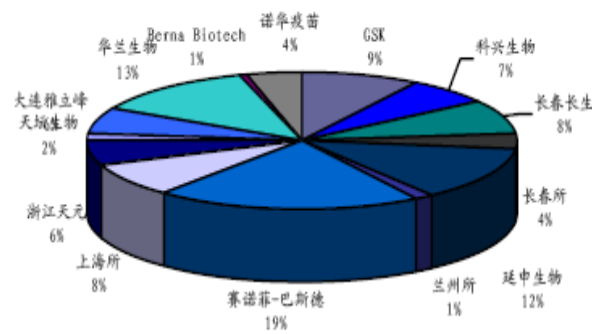


图 17: 2008 年我国流感疫苗主要生产企业及市场份额



数据来源：WHO，中检所，渤海证券研究所

表 6: 我国获准生产流感疫苗的 11 家企业名单

企业名称	资质
天坛生物	季节性流感疫苗
华兰生物	季节性流感疫苗
北京科兴生物制品有限公司	季节性流感疫苗大流行流感疫苗
上海生物制品研究所	季节性流感疫苗
长春生物制品研究所	季节性流感疫苗
兰州生物制品研究所	季节性流感疫苗
长春长生生物科技股份有限公司	季节性流感疫苗
江苏延中生物科技股份有限公司	季节性流感疫苗
浙江天元生物药业股份有限公司	季节性流感疫苗
大连雅利峰生物制药有限公司	季节性流感疫苗
海王英特龙生物技术股份有限公司	季节性流感疫苗

数据来源：渤海证券研究所

■ 资产整合和再融资等事件刺激下的投资机会

09 年，再融资和资产整合等题材作为股价促发因素层出不穷，相关上市公司的市场表现优异。如再融资已获批或已公布再融资议案的公司有：仁和药业、南京医药、中恒集团、人福科技等，有再融资意向的公司有：一致药业和片仔癀等。如资产整合类公

司有：上实系医药公司（上实医药、上海医药和中西药业），国药系公司（国药控股在H股上市后，为避免同业竞争，国控北京的资产注入），中生集团的资产注入（天坛生物）等。有这种因素刺激的公司股价将随着再融资或资产整合进程的推进而不断上涨。

3.2 把握医改明确受益领域的投资机会

■ 基本药物目录看好独家中药品种

医疗资源下沉，第三终端市场发展迅猛，需求增长强劲，国产药消费比重提升。从终端需求看，需求增长十分强劲。医院市场方面，IMS 数据显示，2008 年医院市场规模达到 1,920 亿元，同比增长 26.71%，增幅较大。其中国产药品医院采购规模增速最快，达到 29.07%，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。社区和第三终端方面，分流了部分医院药品需求，用药占比不断扩大，充分体现了国家医疗资源向中、低端消费群体倾斜和重新分配的政策性导向。以后第三终端必将成为各药企争夺的重点。

图 18：2005 年-2008 年医院终端采购药品金额情况

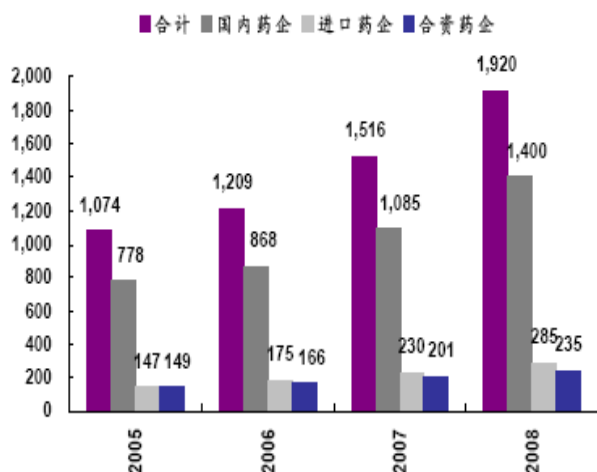
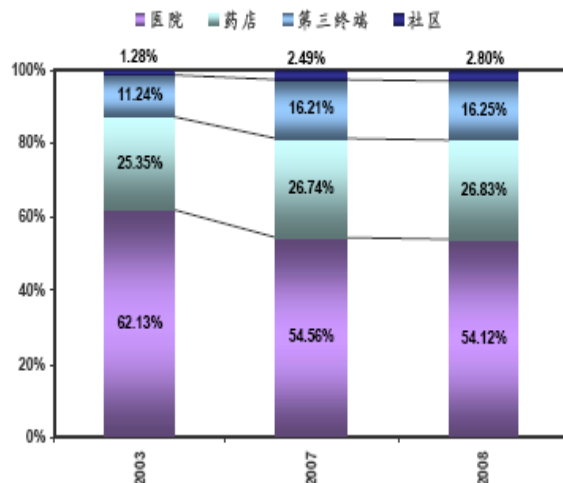


图 19：2003-2008 年中国医药终端结构情况



数据来源：IMS，南方医药经济研究所，渤海证券研究所

基本药物目录是和企业的利益联系最为紧密的，也是影响下半年医药行业走向最重要的产业政策。我们更看好的是中药独家品种和中药饮片。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。虽然国家对原来征求意见稿中的中成药品种大幅缩减，但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。此外，中药饮片也可能进入目录，而且饮片本事价格便宜，因此不具备降价风险。

我们建议关注：具有品种优势的生产企业中新药业、现代中药生产龙头企业天士力和饮片生产龙头企业康美药业。

表 7：上市公司有望进入基本药物目录中的产品名单（依据基本药物目录征求意见稿）

生产厂家	产品名称
奇正药业	消痛贴膏
九芝堂	补肾固齿丸、
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
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
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、
武汉健民	龙牡壮骨颗粒、健脾生血颗粒
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、
天士力	荆花胃康胶丸、养血清脑颗粒、复方丹参滴丸
三九医药	正天丸、痔宁片、

数据来源：渤海证券研究所

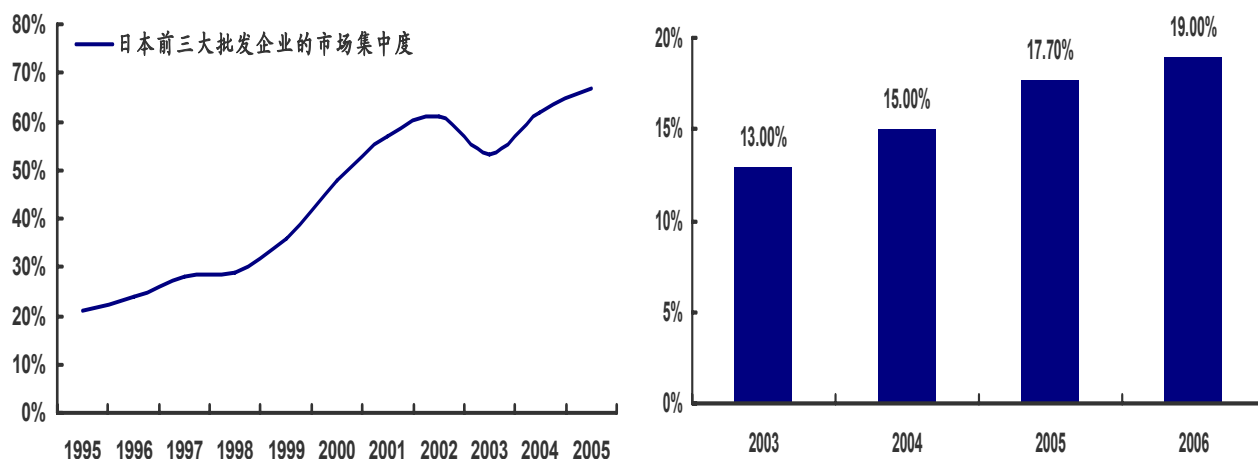
■ 公立医院改革仍是重点和难点，但商业渠道集中度提升已成必然

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。

我们建议关注：国药股份

图 20：1995-2005 日本前三大批发企业市场集中度变化 图 21：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

4. 投资策略：“买入”+“持有”=绝对收益

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，因此有一定的滞后性。所以，随着医改实施细则的逐步出台，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、具有股价催化剂和估值具有安全边际的个股。

我们建议关注的公司：

在事件推动的主题投资机会下关注：华兰生物和天坛生物

在医改受益领域投资机会下关注：天士力、康美药业、中新药业和国药股份

表 8：重点关注医药行业上市公司

证券代码	证券简称	收盘价 (元) 09/06/19	EPS			PE			PB
			2008A	2009E	2010E	2008A	2009E	2010E	
600161	天坛生物	23.87	0.27	0.46	0.64	88.41	51.89	37.30	17.55
002007	华兰生物	36.96	0.85	0.76	0.96	43.48	48.49	38.34	7.56
600535	天士力	16.74	0.52	0.66	0.87	32.19	25.36	19.24	4.27
600518	康美药业	8.21	0.39	0.56	0.76	21.32	14.66	10.80	2.15
600329	中新药业	17.86	0.49	0.81	0.92	36.45	22.05	19.41	5.35
600511	国药股份	18.99	0.81	0.52	0.65	23.46	36.86	29.14	5.47

数据来源：渤海证券研究所

表 9：医药行业估值国际比较

代码	名称	股价		EPS		PE		
		2009-06-18	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。

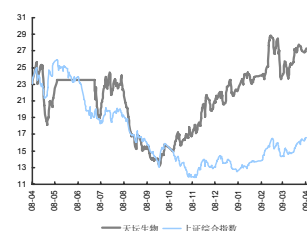
评级: 买入

目标价格:

当前价格: ¥ 26.26

2009.06.19

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。

(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%

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%

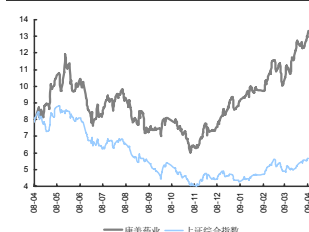
评级: 买入

目标价格:

当前价格: ¥13.33

2009.06.19

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。

质量控制从源头抓起

天士力陕西商洛药源基地调研

✍ 马霏霏

☎ 86-22-28451945

✉ maff@bhq.com

核心观点:

- 拥有GAP丹参种植基地保障公司产品优质品质
- 饮片生产将成为陕西天士力新的增长点
- 水林佳将成为公司第二个进行FDA认证的产品
- 丹滴FDA II 期通过与否10月见分晓

投资要点:

● 拥有 GAP 丹参种植基地保障公司产品优质品质

陕西天士力植物药业有限公司成立于 1998 年 4 月，并在 03 年首批成为国家批准的 GAP 种植基地。目前基地的种植面积共计 11000 亩，其中丹参种植面积 8500 亩，土荆芥种植面积 2500 亩。目前集团对丹参的需求在 1000 吨/年左右，基地的丹参产量在 1800 吨—2500 吨，目前完全能够满足集团的用量，并且为未来复方丹参滴丸通过 FDA 放量后的原材料供应提供了保障。

● 饮片生产将成为陕西天士力新的增长点

公司在 2007 年 1 月取得了 GMP 的生产认证，并在 7 月投入生产，目前能够生产 800 多个品种，并通过天士力营销集团的网络销售，目前销售区域只限于商洛和陕西省的一些地区，未来随着国家对中医药扶持力度的加大，有望向全国拓展，通过几年的努力，销售增长势头迅猛。

● 水林佳将成为公司第二个进行 FDA 认证的产品

水林佳进行 FDA 认证的前期论证工作已经结束，马上就要展开 FDA II 期认证的申报工作。我们认为水林佳作为一种单体植物药通过 FDA 认证的把握更大，如能通过，预计公司水林佳未来的销售增长空间广阔。

● 丹滴销售增长势头良好，FDA II 期通过与否 10 月见分晓

1-3 月份销售增长势头良好，实现 2.47 亿的销售收入，二季度单季度销售增长 15%，我们预计全年将实现 13 亿的销售收入。FDA II 期进展顺利，目前还差 20 多例病例就可以完成，预计今年 10 月份就可以知道结果。

● 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 09-11 年的每股收益分别为 0.66、0.87、1.21，维持前期对公司“买入”的投资评级。

评级:

买入

目标价格:

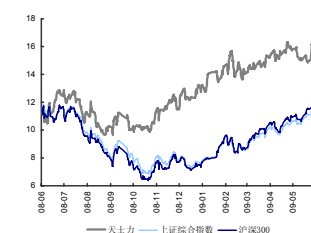
¥ 20.8

当前价格:

¥ 16.3

2009.06.15

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)	2008A	2009E	2010E	2011E
销售收入(百万元)	3434	4063	5003	6217
EBITDA(百万元)	505	578	733	957
净利润	256	323	425	590
摊薄 EPS(元)	0.52	0.66	0.87	1.21
PE(X)	31.1	24.6	18.7	13.5
EV/EBITDA(X)	16.8	14.1	10.9	8.1
PB(X)	3.80	3.56	3.15	2.70
ROIC	11.00%	12.03%	14.52%	17.73%
总资产周转率	1.05	1.07	1.15	1.29

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