

严冬过后，四大因素刺激下医药板块的春天悄然来临

——2009 年下半年医药行业投资策略

医药行业

评级:推荐(维持)

深度报告

2009 年 6 月 26 日

星期五

投资要点

东海证券医药化工研究小组

袁舰波、屈昫、张飞

021-50586660-8628

yjb@longone.com.cn

联系人: 顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

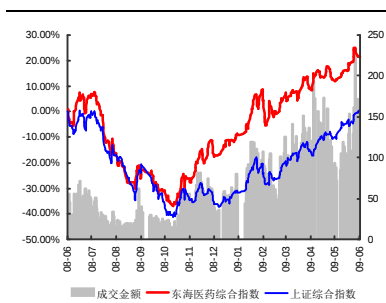
行业重点跟踪股票及评级

股票名称	代码	评级
益佰制药	600594	买入
康缘药业	600557	买入
南京医药	600713	买入
兰生股份	600826	买入

行业指数

	绝对涨幅(%)	相对涨幅(%)
1 个月	8.14%	-6.82%
3 个月	16.58%	-13.76%
6 个月	43.55%	-15.33%

医药行业相对上证综指一年走势图



相关报告:

1、2009 年投资策略:《挖掘新医改进程中中医药行业确定性增长下的投资机会》, 2008 年 12 月 19 日

2、新医改最终方案深度报告:《新医改将成为谁的世纪盛宴》, 2009 年 4 月 14 日

q 在强周期性行业引领大盘一路上攻之时, 作为具备确定性增长特性的弱周期性行业——医药板块却面临着严冬的考验。以 2008 年 12 月 31 日为基准计算, 截止到 2009 年 06 月 15 日, 上证综指上涨了 53.20%, 沪深 300 上涨了 63.18%, 而同期东海医药指数上涨幅度仅为 43.99%, 相对于上证综指和沪深 300 分别跑输 9.21、19.19 个百分点。

q 在医药板块充分调整之时, 形成鲜明对比的是在一季度 A 股整体赢利下降超过两成的情况下, 医药板块的赢利增长却超过两成, 此消彼长之下, 医药板块的估值水平大大降低, 更加具备了投资价值。

q 随着基本上盈利增长的确定性不断加强、政策面上新医改配套政策的持续登场、消息面上重大疫情的屡屡出现, 在大盘渐入高位之时, 因由四大因素的共同刺激, 严冬过后, 医药板块的春天已悄然来临:

1、宏观经济尽管有好转迹象, 但仍在底部徘徊, 周期性行业的业绩增长仍存在较大的不确定性, 而医药板块的增长则具备较高的确定性。

2、大盘正渐入高位, 投资者对安全性再度重视, 医药板块的防御性特征明显, 且上半年大幅跑输大盘, 估值压力得以充分释放, 同时, 自身也面临补涨的内在要求。

3、新医改政策陆续出台, 政策的累积效应开始显现, 各种投资机会层出不穷。

4、甲型 H1N1 流感等重大疾病不断爆发, 促进医药板块热点频频。

q 在估值合理和盈利增长的预期下, 我们给予医药板块下半年“推荐”的投资评级, 并建议沿着四条主线寻找医药行业下半年的投资标的:

1、关注今年以来相对涨幅明显低于行业的一线绩优股。

2、精选业绩增长明确, 具备估值优势的二线绩优股。

3、把握新医改政策累积效应下各子行业的投资机会。

4、把握包括甲型 H1N1 流感，原料药价格波动，重组、并购及增发等主题所引发的各类投资及投机机会。

q 2009 年下半年医药行业重点公司：

- 1、康缘药业（600557）。
- 2、益佰制药（600594）。
- 3、恒瑞医药（600276）。
- 4、双鹭药业（002038）。
- 5、南京医药（600713）。
- 6、上实医药（600607）。
- 7、兰生股份（600826）。

正文目录

前 言	1
1 2009 年年度策略报告回顾	2
1.1 医药行业供需关系分析	2
1.2 新医改对于医药行业供给和需求的影响	2
1.3 投资策略	3
2 2009 年上半年医药行业综述	4
2.1 2009 年上半年医药板块走势分析	4
2.2 2009 年上半年医改政策	5
2.3 2009 年上半年医药行业重要事件	6
3 估值分析及投资评级	7
3.1 2009 年上半年大盘的估值中枢整体上移	7
3.2 此消彼长下医药板块估值进入投资价值区间	8
3.3 投资评级：推荐	10
4 投资策略	11
4.1 关注今年以来相对涨幅明显低于行业的一线绩优股	11
4.2 精选业绩增长明确，具备估值优势的二线绩优股	12
4.3 把握新医改政策累积效应下各子行业的投资机会	13
4.4 把握各种主题投资机会	15
5 2009 年下半年医药行业重点公司分析	17
5.1 康缘药业（600557）	17
5.2 益佰制药（600594）	18
5.3 恒瑞医药（600276）	19
5.4 双鹭药业（002038）	20
5.5 南京医药（600713）	21
5.6 上实医药（600607）	22
5.7 兰生股份（600826）	22

图 表 目 录

图 1: 2009 年上半年医药板块二级市场表现.....	4
图 2: 2009 年上半年医药板块各子行业二级市场表现.....	5
图 3: 上证综指历史估值情况.....	7
图 4: 沪深 300 指数历史估值情况.....	7
图 5: 上证综指和沪深 300 指数 09 年以来估值情况.....	8
图 6: 医药行业历年销售收入及利润情况.....	8
图 7: 医药行业 2009 年 1-2 月销售收入及利润情况.....	9
图 8: 医药行业同 A 股一季度盈利对比图.....	9
图 9: 医药板块历史估值图.....	10
图 10: 2009 年上半年一线股走势图.....	11
图 11: 2009 年上半年题材股走势图.....	12
图 12: 2009 年上半年三线股走势图.....	12
图 13: 2009 年上半年二线股走势图.....	13
表 1: 2009 年出台的医改政策.....	5
表 2: 2009 年医药行业重要事件分析.....	6
表 3: 医药各子行业及上市公司受新医改影响情况分析.....	14
表 4: 2009-2011 年新医改可能推出的主要措施及关注要点.....	15

前 言

在对经济复苏的期待与质疑之中，上证综指在磕磕碰碰中节节攀升，自年初1821点涨至当前2900点附近，涨幅超过50%，本轮行情持续的时间和高度超出了很多人的预料。在08年市场暴跌中压抑已久的做多热情得到了充分的释放。

在强周期性行业引领大盘一路上攻之时，作为具备确定性增长特性的弱周期性行业——医药板块却面临着严冬的考验，半年涨幅远落后于大势。

在2900点附近，市场对于宏观经济的走势判断依然混乱，同时管理层决定重启IPO，资金面供求关系悄悄发生微妙变化。在市场反弹超过50%，不少行业涨幅超过100%的情况下，市场对于安全性的关注逐渐增多，如何保住上半年胜利成果，同时不放弃下半年市场波动带来的机会成为各类投资者密切关注的焦点。

当我们把关注的焦点再度聚焦到医药行业的时候，发现无论从基本面、政策面还是消息面考虑，医药行业都已经进入投资区间，在四大因素的共同刺激下，严冬过后，医药板块的春天已悄然来临：

1、宏观经济尽管有好转迹象，但仍在底部徘徊，周期性行业的业绩增长仍存在较大的不确定性，而医药板块的增长则具备较高的确定性。

2、大盘渐入高位，投资者对安全性再度重视，而医药板块的防御性特征明显且上半年大幅跑输大盘，估值压力充分释放，自身也面临补涨的内在要求。

3、新医改政策陆续出台，政策的累积效应开始显现，各种投资机会层出不穷。

4、甲型H1N1流感等重大疾病的不断爆发，促进医药板块热点频频。

在估值合理和盈利增长的预期下，我们给予医药板块下半年“推荐”的投资评级，并建议沿着四条主线寻找医药板块下半年的投资标的：

1、关注今年以来相对涨幅明显低于行业的一线绩优股。

2、精选业绩增长明确，具备估值优势的二线绩优股。

3、把握新医改政策累积效应下各子行业的投资机会。

4、把握包括甲型H1N1流感，原料药价格波动，重组、并购及增发等主题所引发的各类投资及投机机会。

1 2009 年年度策略报告回顾

我们在 2009 年年度投资策略中对于医药行业的需求、供给以及新医改对于行业的影响及机遇进行了细致的分析，发掘了重点公司的投资价值，并给予医药行业年度“推荐”的投资评级。

1.1 医药行业供需关系分析

在2009年年度投资策略中，我们提出医药行业的需求受惠于国民经济持续增长、受惠于需求刚性和自我保健意识的不断增强、受惠于人口老龄化、受惠于城镇化、受惠于新医改。其中新医改对医药行业需求的主要影响：一是加大国家投入，总需求扩容；二是完善医疗保障体系，促进居民医疗消费意愿提升。据WIND资讯统计，我国医药行业2008年1-11月医药行业实现销售收入**6561.30**亿元，同比增长**25.84%**；实现利润**645.30**亿元，同比增长**29.26%**，增速与2007年基本持平。

从供给的角度分析，我国医药企业由于起步晚、投入小、技术低的历史原因，长期以来一直处于行业集中度小、企业数量多、规模小的局面，这决定了行业中大部分企业都只能采用重销售、轻研发的发展战略，纷纷生产仿制药和简单改变剂型的产品，导致普通产品严重的供大于求、创新产品则严重不足的局面，高端产品仍然依靠进口。

1.2 新医改对于医药行业供给和需求的影响

新医改对医药行业需求的影响可以从两个方面入手，一是需求总量扩张，二是需求结构转变。首先，政府投入增加医药行业需求；其次，医疗保障体系的逐步完善，将激发居民的就医热情，这两方面因素结合在一起将使人民群众压抑已久的对医药卫生的需求得以释放。同时，随着新医改的全面推进，目前医疗需求向高端集中的趋势将得到转变，未来的需求将发生两级分化，二级医院将逐步向三级中心医院、专科医院和县级中心医院等转变，而县级中心医院和基层医院的力量将得到大大加强，同时，国家保大病的医改方针也将使得重症疾病领域的用药获得更多机会。

供给方面，受基本药物制度目录和配套草案的影响，普药生产企业和医药商业将向规模化集中；医药工业将出现分化，拥有研发优势和营销优势的生产企业将面临更多的机遇。随着新特药生存空间的压缩和销售市场的转移，现有以处方药销售为重点的企业将面临激烈的竞争；随着国家对原研药加价政策的改变，外

资企业药品的竞争优势或将减少，这将给国产新特药企业创造更大的生存空间。因此，在诸多因素的共同作用下，我们认为，最终在竞争中获胜的一定是那些拥有研发能力、具有自主知识产权优势以及那些拥有营销优势能够在激烈的竞争中占据一席之地的企业。

1.3 投资策略

对于长期投资策略，我们建议在新医改大背景下，以确定性增长为标准，从具有研发、营销和规模等核心竞争优势的企业中挖掘新医改受益的投资品种。

从中短期投资策略看，我们则建议在以上企业范围内，多关注下跌较多而近期涨幅又相对较少、具有估值优势的企业；近期受益于新医改等宏观政策出台的影响以及自身重大利好消息刺激的企业以及资金面关注比较多的企业。

2 2009 年上半年医药行业综述

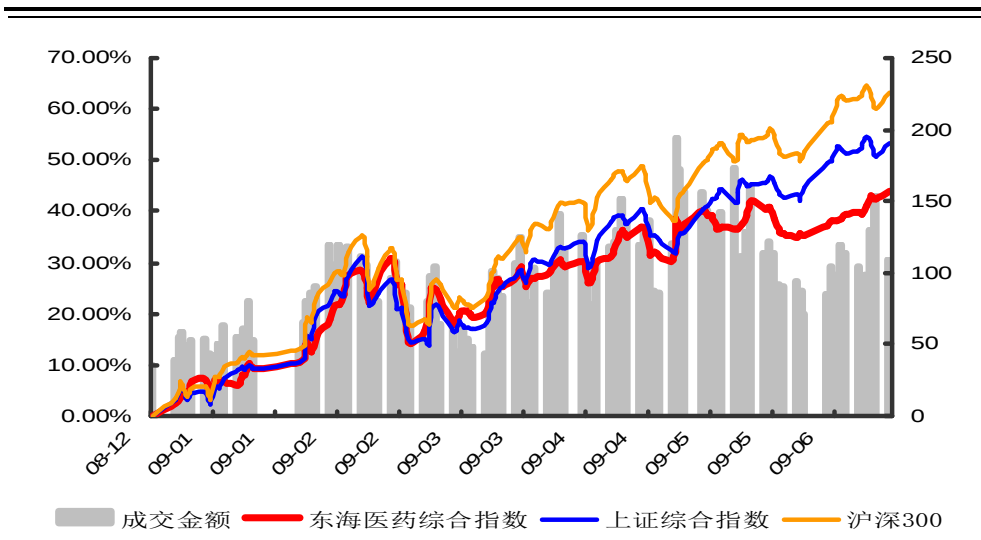
在 2008 年下半年医药板块持续跑赢上证综指之后，2009 年以来，医药板块在波动中持续跑输大势，特别是进入 5、6 月份以来，这种差距又进一步扩大。

2.1 2009 年上半年医药板块走势分析

以 2008 年 12 月 31 日为基准计算，截止到 2009 年 06 月 15 日，上证综指上涨了 53.20%，沪深 300 上涨了 63.18%，而同期东海医药指数上涨幅度为 43.99%，相对于上证综指和沪深 300 分别跑输 9.21、19.19 个百分点。

医药板块作为防御性板块，在大盘持续上涨的过程中往往跑输行业，自年初以来医药板块的走势可以分成两个阶段：第一阶段为自年初到 5 月初，这一阶段上证综指在 2400 点附近，这一阶段虽然大部分时间医药板块跑输上证综指，但从这一时点上看医药板块涨幅与上证综指基本持平；第二阶段为进入 5 月份以后，医药板块持续跑输上证综指，跑输幅度最大接近 15%。

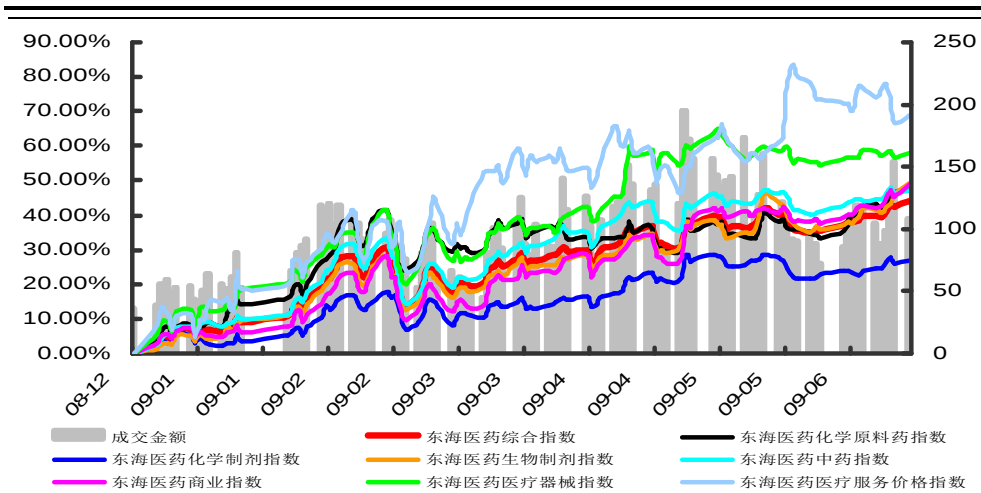
图 1：2009 年上半年医药板块二级市场表现



单位：亿元，资料来源：WIND 资讯、东海证券研究所

分行业来看，剔除样本太少的医疗服务行业，年初以来表现最好的板块为医疗器械板块，涨幅为 57.93%，跑赢行业 13.94 个百分点；表现最差的为化学制剂板块，涨幅为 26.84%，跑输行业 17.15 个百分点；而中药、医药商业、生物制剂受医改的影响亦分别跑赢行业 3.35、5.01、5.15 个百分点。

图 2：2009 年上半年医药板块各子行业二级市场表现



单位：亿元， 资料来源：WIND 资讯、东海证券研究所

2.2 2009 年上半年医改政策

我们在2009年年度投资策略中指出2008年是医改年，新医改开始步入快车道。2009年将是医改实施年，未来若干年影响医药行业的指导意见及实施细则都将于2009年陆续发布，截止到2009年6月15日，出台的医改政策如下表所示。

表 1：2009 年出台的医改政策

政策	时间	主要内容
关于深化医药卫生体制改革的意见及2009-2011年深化医药卫生体制改革实施方案	2009.1.21	· 到 2011 年，基本医疗保障制度全面覆盖城乡居民； · 09-11 年重点抓好五项改革； · 医保对城镇居民及新农合的补助标准到 2010 年从原来的 80 元提高到 120 元； · 未来三年政府预算卫生投入 8500 亿。
中共中央国务院关于深化医药卫生体制改革意见	2009.4.6	· 省级人民政府通过公开招标方式确定本地区统一采购价，基本药物实行统一配送，基层医疗卫生机构应全部配备、使用基本药物； · 城镇职工基本医疗保险、城镇居民基本医疗保险参保（合）率均达到 90% 以上； · 10 年各级财政对城镇居民和新农合补助标准提高到每人每年 120 元； · 09 年人均基本公共卫生服务经费不低于 15 元，到 11 年不低于 20 元。
关于扶持和促进中医药事业发展的若干意见	2009.5.7	· 县级以上政府在卫生规划中合理规划中医机构，在各基层医疗机构中增设中医科室； · 将符合条件的中医医疗机构纳入各级医保体系报销范围，且报销比例向中医药倾斜； · 组织实施现代中药高技术产业化项目，打造一批知名中药生产、流通企业。
促进生物产业加快发展的若干政策	2009.5.13	· 中央财政预算 09 年安排 328 亿、10 年安排 300 亿，重点推进重大新药创制、艾滋病和病毒性肝炎等重大传染性疾病防治在内的 11 个科技重大专项措施； · 建立财政资金优先采购自主创新生物产品制度； · 鼓励生物技术创新投资机构和产业投资基金的发展。

资料来源：WIND 资讯、东海证券研究所

2.3 2009 年上半年医药行业重要事件

进入2009年以来，疫情及不良反应频繁出现，同时国家药品监督管理局亦出台了《新药品注册特殊审批管理规定》，对重大疾病、罕见病启动快速审批程序，保障人民群众的用药安全。

表 2：2009 年医药行业重要事件分析

事件	主要内容	评论
甲型 H1N1 流感在全球范围内蔓延	· 4 月 25 日世界卫生组织对外宣布，墨西哥因感染猪流感致死 68 人； · 世界卫生组织 4 月 27 日将其警戒级别提升至四级，29 日提升至五级； · 世界卫生组织于 6 月 11 日将警戒级别提升至六级（最高级），世界范围内“流感大流行爆发”。	上市公司较大程度受益于甲型 H1N1 流感的上市公司可分为四类：第一类为直接受益于流感蔓延的疫苗生产厂商；第二类为流感制剂的原料药、中间体及制剂生产企业；第三类为临床检验试剂生产厂商，第四类为具有中药抗病毒概念的上市公司。
中药注射剂不良反应频发	· 2 月 11 日，双黄连注射液不良事件 · 3 月 21 日，香丹注射液不良反应事件； · 国家药品不良反应监测中心 4 月 21 日，提醒警惕清开灵注射剂的严重不良反应； · 5 月 22 日，西安嘉惠药业肾康注射液引发不良反应。	从剂型的角度考虑，通过血液给药较其他途径给药本身安全性就较低，临床上一般疑难杂症采用；另一方面中药注射剂的质量控制存在隐患，且发生事故的均为质量控制水平低下的中小厂商的产品。中药注射剂作为中药创新的重要成果，临床上运用疗效突出，事故的频发说明医药监管部门对质量控制不够，预计相关部门会逐步加大整顿的力度，行业的整顿对于质量控制良好的中药注射剂龙头如康缘药业、益佰制药形成利好。
国家药品监督管理局出台《新药品注册特殊审批管理规定》	规定了四种特殊审批的范畴： · 未在国内上市销售的从植物、动物、矿物等物质中提取的有效成分及其制剂，新发现的药材及其制剂； · 未在国内获准上市的化学原料药及其制剂、生物制品； · 治疗艾滋病、恶性肿瘤、罕见病等疾病且具有明显临床治疗优势的新药； · 治疗尚无有效治疗手段的疾病的新药。	中国将优先审批注册治疗重大疾病、罕见疾病等四类新药，具有研发溢价的公司将从中受益。

资料来源：WIND 资讯、东海证券研究所

3 估值分析及投资评级

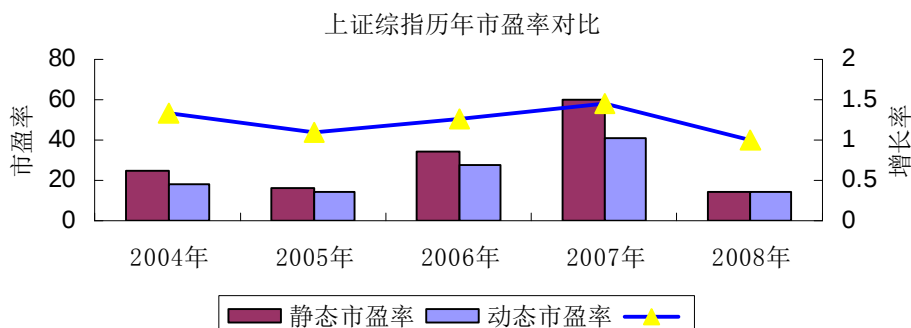
在医药板块充分调整之时，形成鲜明对比的是在一季度A股整体赢利下降超过两成的情况下，医药板块的赢利增长却超过两成，此消彼长之下，医药板块的估值水平大大降低，更加具备了投资价值。

3.1 2009 年上半年大盘的估值中枢整体上移

股指的估值水平与经济周期密切相关，2007年以前，伴随着经济的快速发展，A股市盈率呈逐年上升态势，07年静态和动态市盈率分别达到了59.60、41.23倍，2008年经历了大幅的调整之后，估值中枢分别下移到14.55倍、14.7倍。沪深300估值水平类似，2008年年底分别为13.95、14.42倍。

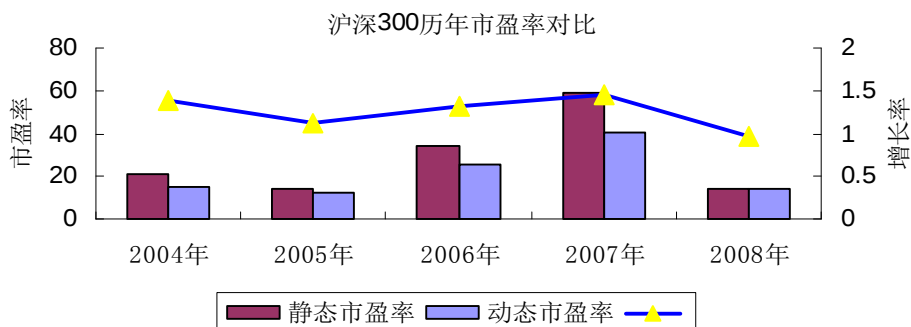
2009年以来，A股在各方质疑之中开始了一轮波澜壮阔的反弹，估值水平也逐渐升高，截止6月15日，上证综指、沪深300的静态市盈率分别为22.42、21.85倍，较2008年12月31日的14.55、13.95倍分别上升54%、56.6%。

图 3：上证综指历史估值情况



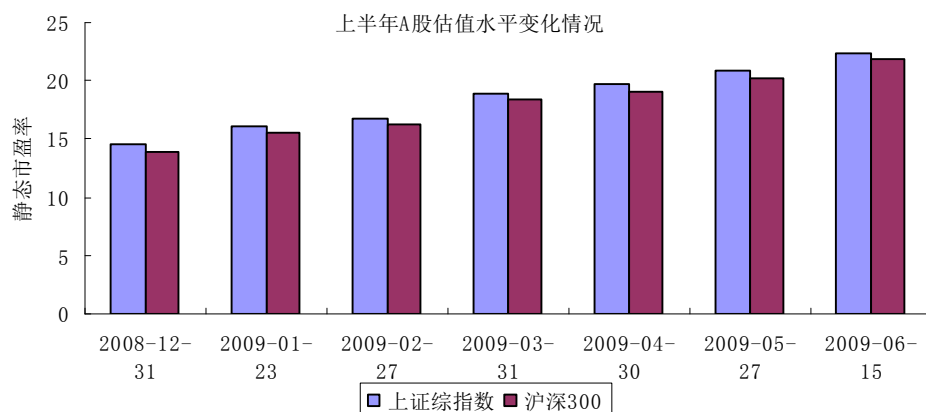
资料来源：WIND 资讯、东海证券研究所

图 4：沪深 300 指数历史估值情况



资料来源：WIND 资讯、东海证券研究所

图 5: 上证综指和沪深 300 指数 09 年以来估值情况



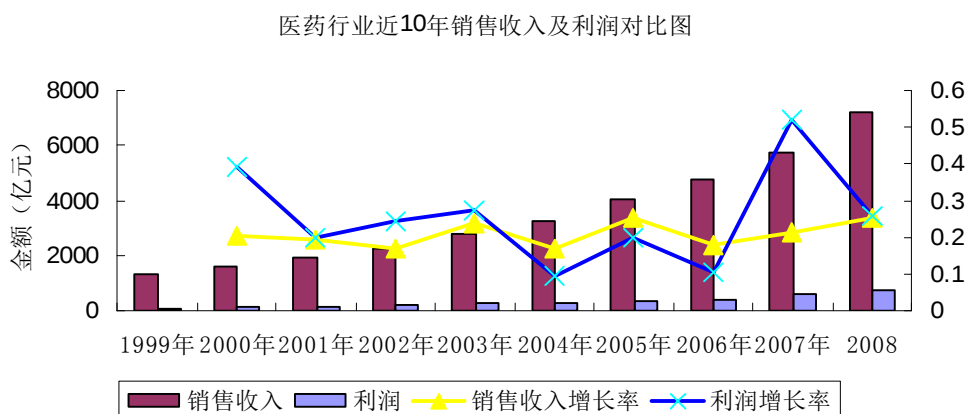
资料来源: WIND 资讯、东海证券研究所

3.2 此消彼长下医药板块估值进入投资价值区间

1. 过去10年医药行业收入和利润实现持续高速增长

根据WIND资讯和MENET数据, 医药制造业的销售收入和利润总额历年均保持了高速增长, 截至2008年末, 销售收入达到7200亿元, 利润总额为710亿元。在1999到2008年的9年间, 其复合增长率高达20.7%和24.75%, 远高于同期国民经济的增长速度。

图 6: 医药行业历年销售收入及利润情况



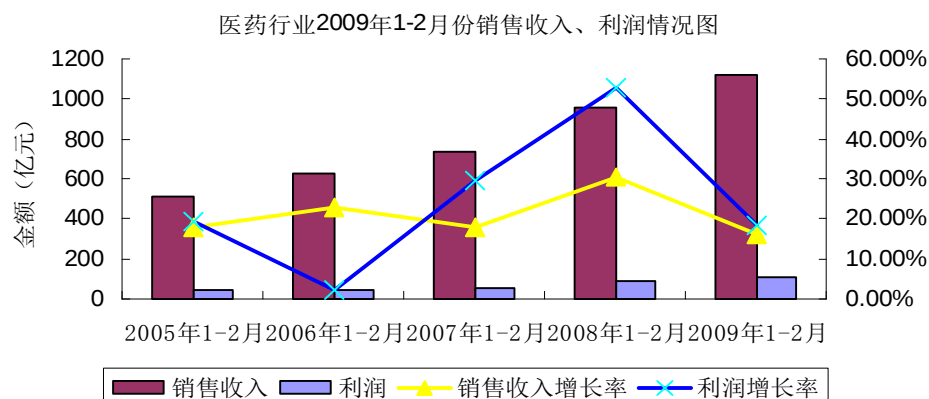
资料来源: WIND 资讯、东海证券研究所

2. 今年以来, 医药行业继续保持较高速度的增长

截至2009年2月, 医药制造业实现销售收入为1118亿元, 同比增长16.34%, 首次突破1000亿元大关。实现利润总额为103.亿元, 同比增长18.39%, 利润增长速度快于收入增长速度, 赢利能力进一步提升。从整个A股上市公司09年一季度情况来看, A股整体一季度的利润总额同比下降了21.68%, 而医药行业09年一季度同比

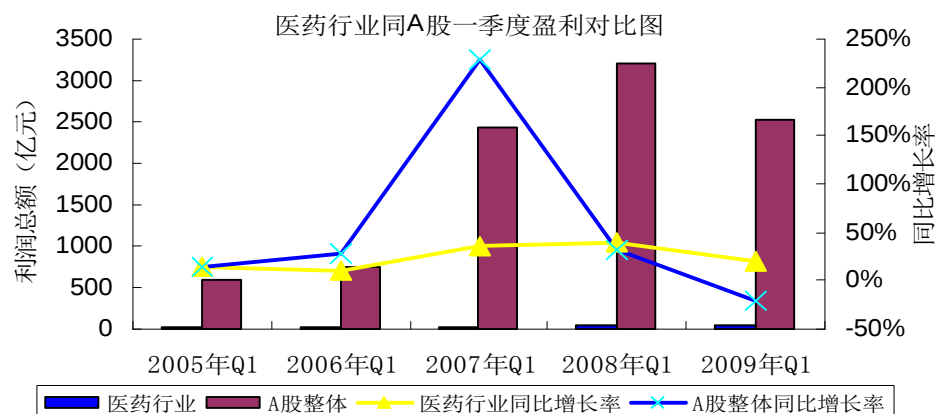
增长20.66%。

图 7：医药行业 2009 年 1-2 月销售收入及利润情况



资料来源：WIND 资讯、东海证券研究所

图 8：医药行业同 A 股一季度盈利对比图¹



资料来源：WIND 资讯、东海证券研究所

3、医药行业相对溢价水平大幅降低，估值风险得以充分释放

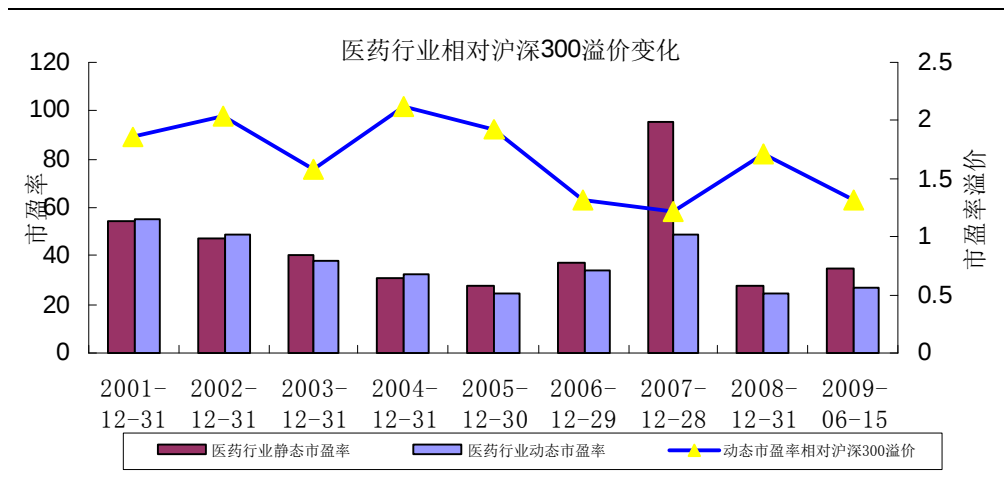
医药行业被誉为永不没落的朝阳产业，主要原因在于其不断增长的市场需求。国民经济的增长、人们自我保健意识的增强，中国人口的老龄化和城镇化进程以及新医改的全面启动等，这些因素使得医疗消费的能力和意愿获得极大的提升，医药行业未来的需求将保持快速的增长。在需求持续增长情况下，医药板块作为弱周期性板块自身估值水平波动较小，但由于整个经济周期性波动导致的板块估值水平变化，使得医药行业相对于整个市场估值的溢价产生较大的波动。

从图中可以看出，在估值水平较高的时候，医药行业相对沪深300的溢价程度较低，在2007年底，溢价率仅为22%；而在估值水平较低的时候，医药行业相对沪

¹ 由于样本的变化，个别年份的数据不具有代表性，09 年和 08 年样本变化不大。

深300的溢价程度较高，在2008年底，溢价率高达72%。2009年上半年，在A股整体估值水平大幅上移之际，医药板块的溢价水平进一步降低，截至2009年6月15日，医药行业和沪深300相对于09年预测市盈率分别为26.55倍、20.14倍，溢价率为32%，远低于历史平均溢价水平，医药行业已经进入投资价值区间。

图 9：医药板块历史估值图



资料来源：WIND 资讯、东海证券研究所

3.3 投资评级：推荐

今年以来，上证综指持续上涨，相对年初的涨幅已超过50%，同时管理层确定启动IPO，而市场对于宏观经济下半年走势的判断分歧严重，医药板块在经过了长达半年调整之后估值上已经具备比较明显的优势。

随着基本上盈利增长的确信不断加强、政策面上新医改配套政策的持续登场、消息面上重大疫情的屡屡出现，在大盘渐入高位之时，因由四大因素的共同刺激，严冬过后，医药板块的春天已悄然来临：

- 1、宏观经济依旧低迷，而医药板块具备确定性的增长特性；
- 2、大盘正渐入高位，投资者对安全性再度重视，而医药板块的防御性特征明显，且上半年大幅跑输大盘，估值压力得以充分释放，自身也面临补涨的内在要求；
- 3、新医改政策陆续出台，政策的累积效应开始显现，各种投资机会层出不穷；
- 4、甲型H1N1流感等重大疾病的不断爆发，促进医药板块热点频频。

综合以上分析，我们给予医药板块下半年“推荐”的投资评级。

4 投资策略

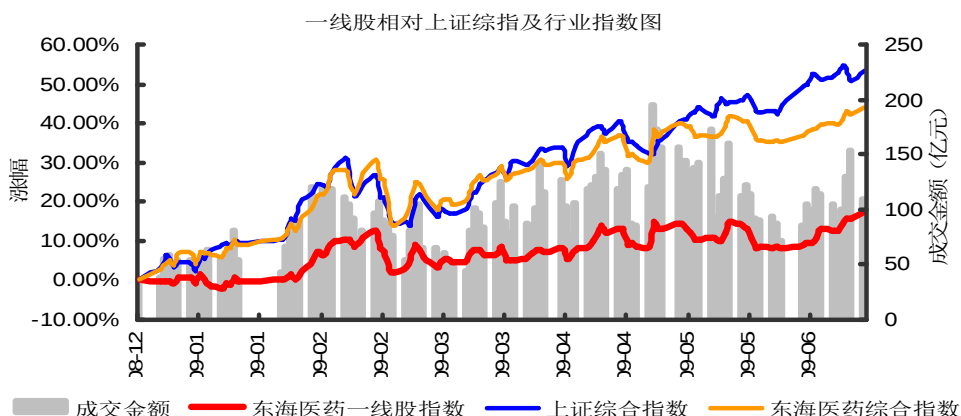
对于长期投资策略，我们维持年度投资策略中的基本观点，建议在新医改大背景下，以确定性增长为标准，从具有研发、营销和规模等核心竞争优势的企业中挖掘新医改受益的投资品种。

具体到下半年的投资策略，我们认为一线股票和优质的二线股票涨幅较少，赢利的确定性增长特征也很明显，下半年将受益于板块内部风格转换带来的投资机会；同时医改政策的累积效应逐渐积累，相关行业及公司的投资机会值得重视；除此之外包括甲型H1N1流感疫情，原料药价格上涨以及增发、重组等主题性投资机会亦是下半年医药行业值得关注的焦点。

4.1 关注今年以来相对涨幅明显低于行业的一线绩优股

由于最初行情由游资拉动，而股本小、价格低的股票相对容易操控，所以前期跌幅较大的中小盘个股涨幅居前，市场炒作情绪严重，而一线股²的走势则很弱，不仅跑输行业指数，亦跑输上证综指。随着题材股及有着类题材股特色的三线股的快速上涨，一线股相对于题材股、三线股的估值溢价逐渐缩小，有的个股估值甚至低于题材股、三线股，而一线股的确定性、高增长的特性是三线股及题材股不具备的。我们认为一线股整体已经进入投资价值区间，建议重点关注恒瑞医药、云南白药、双鹭药业、天士力、国药股份、华兰生物等重点公司。

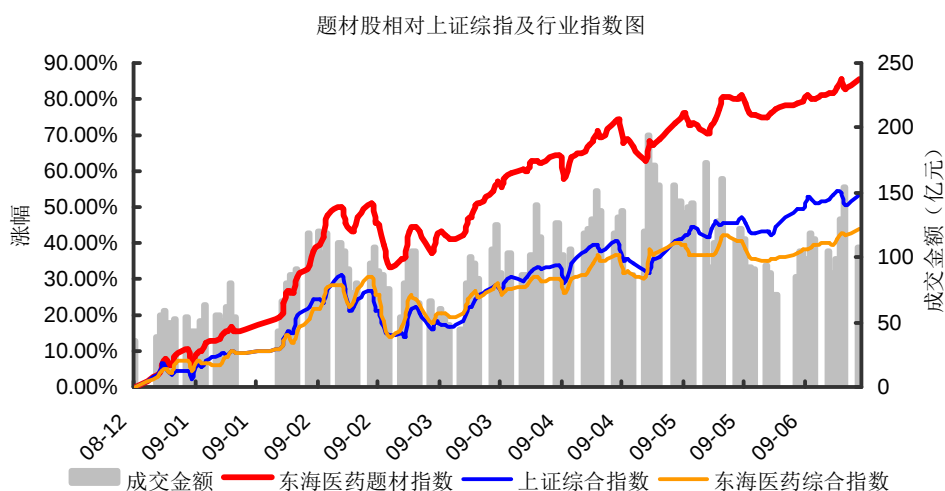
图 10：2009 年上半年一线股走势图



资料来源：WIND 资讯、东海证券研究所

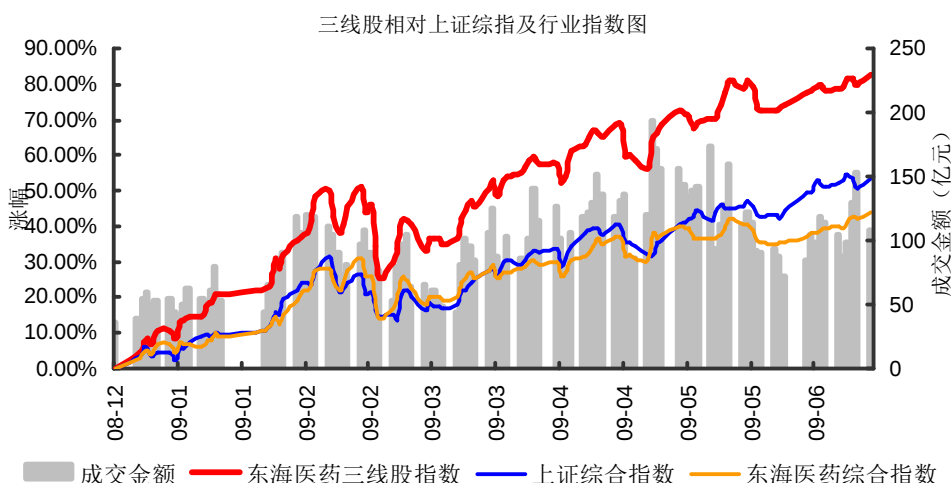
² 一线股、二线股、三线股、题材股，为东海证券研究所医药小组根据市盈率、市场影响力等指标而对医药板块股票的分类，其走势有着各自不同的特征。

图 11: 2009 年上半年题材股走势图



资料来源: WIND 资讯、东海证券研究所

图 12: 2009 年上半年三线股走势图



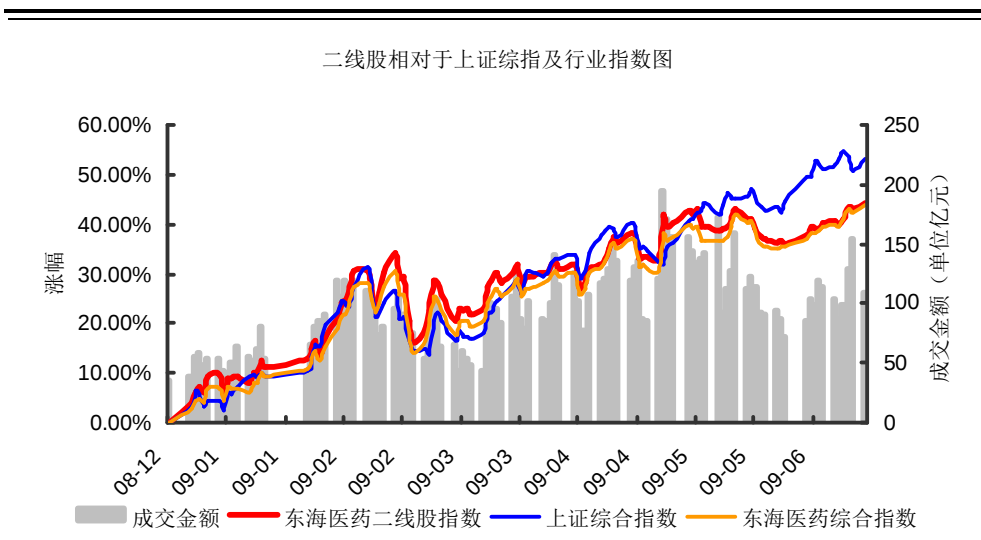
资料来源: WIND 资讯、东海证券研究所

4.2 精选业绩增长明确，具备估值优势的二线绩优股

上半年二线股的走势同医药行业指数的走势基本一致,但仍然跑输上证综指,二线股样本较多,共 **54** 只股票。无论从基本面考虑还是从上半年技术面考虑,精选个股对于二线股的投资尤为重要。我们认为,对于二线股需从确定性增长的角度,挖掘二级市场涨幅较少、估值较低,并且拥有核心竞争力(研发能力、营销能力或者独特资源优势)的品种。由于二线股的估值相对一线股拥有明显的优

势，其增长的潜力亦更为客观，建议重点关注益佰制药、上实医药、南京医药、同仁堂等。

图 13: 2009 年上半年二线股走势图



4.3 把握新医改政策累积效应下各子行业的投资机会

尽管新医改将在很长期间内影响整个医药产业，我们对新医改之于医药行业的影响，也需要放在很长的时间维度中进行分析。但我们仍然可以沿着新医改最可能的实施路线和实施方案，根据不同子行业的特点，重点分析在新医改推行过程中，何种类型的公司将受益，为什么会受益，以及受益的时间和程度，从而在不同的医改进度里对不同类型的公司给予不同的关注度，以达到对我们的投资策略起到指引的作用，具体详见表 3。

在对新医改之于各个子行业及上市公司的影响进行分析的基础上，我们对 2009-2011 年新医改可能推出的主要措施及其关注点进行了简要分析，可以从把握各阶段可能出现的投资机会，详见表 4。

今年以来，从二级市场的表现来看，医疗器械最先启动，剔除样本不具有代表性的医疗服务行业，医疗器械在子行业中涨幅最高，除此之外，生物制剂由于甲型 H1N1 流感疫情的持续刺激近期涨幅巨大，而商业、中成药及重症急症用药领域等渐进式受益于医改扩容的个股涨幅有限。我们认为这种累积的效应应更多的体现在半年报及年报之中，且其受益具有长期性和持续性，需要在今后的时间中给予密切关注。

表 3：医药各子行业及上市公司受新医改影响情况分析

近期关注度	主要受益时间	子行业	受益类型	代表公司	受益原因
五星	新医改早期	医疗器械	中低端器械的龙头企业	新华医疗、万东医疗、鱼跃医疗等	大量基层医院的建设使得中低端医疗器械的需求总量上升
五星	新医改早期、中期	生物制药	计划免疫疫苗、诊断制剂生产企业	天坛生物、科华生物、达安基因等	国家扩大计划免疫范围，新增疫苗市场需求；加强公共卫生服务领域投入，为 15 岁以下人群补种乙肝疫苗等
四星	新医改早期、中期	化学普药	有成本、规模和品牌优势的区域龙头企业	丰原药业、西南药业等	国家基本药物目录体系的确立，普药需求的增加，各省单独招标促进区域内普药生产的集中
四星	新医改早期、中期	医药商业	有规模优势的全国和地方龙头企业	国药股份、南京医药、上海医药、一致药业等	国家基本药物目录体系的确立，医疗需求结构下沉，医药商业面临高配送能力、低毛利水平和高配送成本，促使医药商业集中度提升；在规模提升基础上，三集化管理将较大降低期间费用，提升销售净利率
四星	新医改全程	中药	有研发、营销、品牌等核心能力的企业	康缘药业、益佰制药、天士力、*ST 中新、同仁堂、三九医药、广州药业、康美药业等	基本药物目录对中药的倾斜，基层医院增设中医科，中西医并重等政策的支持，独家品种入选基本药物目录
四星	新医改全程	化学新药	有研发、营销、品牌等核心能力的企业	双鹭药业、恒瑞医药、现代制药等	医保向大病重症倾斜，中心城市处方药激烈竞争后导致集中度的提升，独家品种入选基本药物目录
三星	新医改中、后期	化学普药	有成本、规模和品牌优势的全国龙头企业	哈药股份、双鹤药业、白云山 A 等	国家基本药物目录体系的确立，普药需求的增加，凭借强大的综合实力在全国范围内的并购、整合
三星	新医改早期、中期	生物制药	血液制品企业	上海莱士、华兰生物等	医保向大病重症倾斜，促进血液制品用量的提升
三星	新医改全程	医疗服务	特色医疗服务企业	通策医疗等	加快形成多元办医格局，积极稳妥地把部分公立医院改制为民营医疗机构，率先进入的很可能是特色医疗服务
三星	新医改全程	化学原料药	具有规模和技术优势的大型原料药生产企业	海正药业、鲁抗医药、华海药业、浙江医药、东北制药等	普药需求扩容，原料药需求增加，企业集中度的提升

资料来源：东海证券研究所

表 4：2009-2011 年新医改可能推出的主要措施及关注要点

关注度	新医改事件及措施	主要关注公司	关注要点
五星	基本药物目录和零售限价的出台	康缘药业、益佰制药、双鹭药业、*ST 中新、天士力、同仁堂、三九医药、广州药业等	各个企业入选基本药物目录的品种，特别是独家品种入选情况；价格下降幅度和对企业业绩的影响
五星	国家对 2000 所左右县级医院标配建设以及对重点乡镇医院和城市卫生服务中心等基层医疗机构的建设要求和进度	新华医疗、万东医疗、鱼跃医疗等	设备采购标准，招标细则，建设进展，重点企业中标情况
五星	基本药物制度的拟定、零售限价的出台、各省基本药物招标细则的出台	丰原药业、西南药业、哈药股份、双鹤药业、同仁堂、白云山 A 等	基本药物价格、各省招标细则对全国知名普药生产企业及地方普药龙头的影响情况
四星	基本药物制度的拟定、各省基本药物招标细则的出台	国药股份、南京医药、上海医药、一致药业等	对基本药物配送费用的核定方法；省级招标的配送要求；全国和区域龙头对普通医药商业的竞争优势
四星	国家再次扩大计划免疫范围；扩大传染病检疫力度	天坛生物、科华生物、达安基因、华兰生物等	上市公司的疫苗是否在新增加的计划免疫疫苗范围内；各省招标的中标情况
三星	国家对中药的各种扶持政策	康缘药业、益佰制药、天士力、*ST 中新、同仁堂、三九医药、广州药业、康美药业	把握具体政策对不同企业的影响情况；企业面对医疗消费下层的对策和效果
三星	公立医院改革进展	通策医疗等	国家对民营资本进入医疗服务领域的政策细则和放开程度

资料来源：东海证券研究所

4.4 把握各种主题投资机会

1. 甲型 H1N1 流感蔓延的投资机会

重大疫病疫情从来都是医药行业行情的推动器，甲型 H1N1 流感自 5 月份爆发以来成为医药板块行情启动的重要导火索，经历了国内首例病例、病例大规模扩散、临床检验试剂盒研制、甲型 H1N1 毒株的发放、警戒级别提升至六级等重大发展阶段，甲型 H1N1 流感概念股票经历了数轮的炒作。由于当前尚未到流感大规模爆发的季节，再加上病毒可能发生地变异，甲型 H1N1 流感对于医药板块的刺激作用具有一定的持续性。我们认为甲型 H1N1 流感疫情很可能成为下半年医药行业启动的重要刺激因素。投资者在把握相关的投资机会时需要甄选业绩上真正受益、基本面良好、涨幅相对较少的公司，而对于纯粹概念炒作的公司应坚决回避。建议重点关注华兰生物、天坛生物、海正药业等。

2. 原料药价格波动产生的投资机会

原料药提价是化学原料药板块最重要的投资主题，今年 5 月以来维生素 E 价格上涨的行情催生了这一投资机会。本轮维生素 E 价格大幅反弹主要是产业链去

库存化的结果。08年下半年开始，由于前期行业景气时经销商已经大量囤货，又遇上全球经济危机的冲击，导致下游终端饲料企业的实际需求减少，两方面因素引致维生素E有价无市，经销商及终端饲料企业开始了去库存化的过程。进入09年，生产企业也开始了降价销售、消化库存的工作，维生素E价格开始加速下滑。随着从下游终端到上游生产全部环节的库存逐渐消化，维生素E生产企业的议价能力开始提升，经销商受维生素E涨价预期的影响开始竞相采购，加之生产企业进入停产检修设备阶段，使得市场短期内呈现供不应求的局面，维生素E价格大幅飙升，自最低点上涨已超过50%。由于原料药价格上涨对生产企业的业绩提升非常明显，我们认为维生素E的价格的回暖使得相关公司的投资机会已经凸现，建议重点关注浙江医药、新和成等。

3. 重组、并购、增发等投资机会

重组、并购、增发从来都是A股市场重要的投资机会，由于A股整体高市盈率的特征，资产注入之后对于交易各方往往都会享受到高市盈率溢价带来的好处，相关题材往往成为标的公司股价上升的刺激因素，这种上涨某种程度上已经形成了“惯例”。自今年行情回暖以来，行业内重要的资产注入题材层出不穷，拥有信息优势的投资者可关注相关公司资产注入等带来的交易性机会，如上实系重组、医药商业领域的收购等机会，同时对于涨幅巨大的个股注意回避风险。

5 2009 年下半年医药行业重点公司分析

5.1 康缘药业（600557）

公司是现代中药的龙头企业，拥有很强的研发能力。营销改革后，公司营销能力迅速增强，经营业绩大幅提升。

1、新适应症获批，桂枝茯苓胶囊再获新春。

桂枝茯苓胶囊是支撑公司起步并快速发展的拳头产品，08 年纯销售突破 2.8 亿元，是公司当之无愧的巨无霸品种。08 年桂枝茯苓胶囊获批两个新的适应症，一个是治疗乳腺小叶增生，一个是治疗前列腺增生和前列腺炎，两个新适应症的市场前景都非常广阔。

2、热毒宁等二线品种快速增长，形成完美产品梯队。

热毒宁注射液是公司现有产品中未来最有希望成为桂枝茯苓胶囊第二的产品，自上市以来，凭借其独特的疗效和安全性，迅速在中药抗病毒及抗感染市场异军突起，成为继清开灵和痰热清之后的又一王牌产品。08 年实现纯销 9300 万元，同比增长接近 100%。

其他品种如腰痹通胶囊和散结镇痛胶囊等产品增幅也超过 30%，这些品种共同构成继桂枝茯苓胶囊外公司新的拳头品种。

3、精耕细作，巩固营销改革成果。

公司已建立了一套动态的、功能强大的销售数据支持系统，不仅可以随时追踪主要品种在特定医院及重要零售终端的销售情况，还充分利用“二八原理”，合理配置促销力量，安排促销方案，做到营销的有的放矢。

4、研发持续投入，提升公司核心竞争力。

公司作为我国中药现代化的龙头企业，拥有强大的研发实力和丰富的产品储备，这正是公司的核心竞争力所在，也是维系公司中长期发展的根本动力。

08 年公司获得了 4 个中药新药证书和生产批件；获得桂枝茯苓胶囊增加适应症批件；获得 6 个中西药品种生产批件；完成了对注射用藤黄酸 II b 期的临床试验等工作。在重大项目申报以及知识产权保护工作方面，先后获科技部批复的“十一五”重大科技专项—重大新药创制项目 6 项、国际合作项目 1 项、国家星火计划 1 项、国家重点新产品 1 项等课题；2008 年公司获得国内专利授权 8 件，国外专利授权 2 件，截至 2008 年末公司累计获得国内专利授权 80 件，国外专利授权 8 件，其中 5 项专利获得第六届国际发明展览会金奖。

5、盈利预测：我们预测公司 09 年-10 年预计将实现每股收益分别为 0.58 元和 0.73 元，对应 6 月 15 日的收盘价 14.09 元，市盈率分别为 24 倍和 19 倍，公司价值存在低估。

6、风险分析：中药注射剂行业中企业的质量控制水平参差不齐，热毒宁的销售可能会受到行业中偶发质量事故的影响。

5.2 益佰制药（600594）

公司是管理层控股的高科技小盘医药股，属于价值被低估的创新中药二线龙头企业。我们认为公司具备四大投资亮点，即具有营销核心能力，主营业务具备良好成长性，拥有丰富的投资题材以及具备较大升值空间。

1、营销能力是公司的核心能力。公司拥有强大的营销队伍、覆盖全国 **800** 多个县市的销售渠道和专家网络，业务横跨处方药和 **OTC** 两大系统，有艾迪、杏丁、克咳 **3** 个销售收入过亿元的产品，其中艾迪注射液是最大的品种，**08** 年销售约 **4.2** 亿元。公司在抗肿瘤、心血管及镇咳领域具有明显的竞争优势，强大的营销能力已成为公司的核心竞争力，支撑着公司的生存和发展。

2、主营业务具备良好成长性。在经历 **06** 年的历史性经营低谷后，公司 **07** 年成功扭亏为盈，按现有股本计算，实现扣除非经常性损益后的每股收益为 **0.25** 元，**08** 年实现每股收益为 **0.42** 元，我们预测公司 **2010** 年主营业务的每股收益为 **0.72** 元，**3** 年的复合增长率为 **42%**。

3、公司具备丰富的投资题材。品种方面：从中长期看，公司有小纤维酶、**VEGI** 和 **AAT** 等三大生物一类新药在研；从短期看，**09** 年公司具备自主知识产权的复方荭草冻干粉有可能获得生产批文，清开灵注射剂也预计将恢复生产，同时，通过收购等方式，公司也很可能会至少获得一个肿瘤或心血管领域的一类新药。战略方面：公司聚焦医药主业，并依托公司现有的资源，逐步向健康产业进行拓展，将使得公司未来发展更加专注，同时也为公司创造新的业绩增长点。大股东增持：一季度公司控股股东也是公司董事长兼总经理窦啟玲女士以每股约 **8.88** 元的价格增持了公司 **450** 万股的股份，展示了大股东和管理层对公司未来发展的高度看好。

4、公司股价具有较大的升值空间。我们认为，公司作为一家具备核心能力和良好业绩成长性，且拥有诸多投资题材的优秀医药企业，理应获得市场溢价。我们预计公司的估值会很快恢复到中药行业的平均水平。

5、盈利预测：我们预测公司 **09-10** 年每股收益分别为 **0.55** 元和 **0.72** 元，对应 **6** 月 **15** 日的收盘价 **11.99** 元，市盈率分别为 **22** 倍和 **17** 倍，公司价值被严重低估。

6、风险提示：公司目前面临的风险主要来自两个方面，一是中药注射剂行业自身的系统性风险；二是新产品的获得如不能按预期进行，可能会影响公司未来的发展进度。

5.3 恒瑞医药（600276）

公司是我国医药领域的白马股，是我国最大的抗肿瘤药物生产基地和国家定点麻醉药品生产厂家，多年以来，公司的主营业绩一直保持着较快的增长速度的增长。

1、主营业务未来仍将保持快速增长。

公司目前的业务主要包括化学制剂、化学原料药和医药商业三个部分。化学制剂是公司主要业务，**2008** 年共实现销售收入 **22.85** 亿元，占公司总收入的 **95.5%**。从化学制剂的结构分析，主要包括抗肿瘤、麻醉用药和心血管等三大系列，其中抗肿瘤是公司的核心业务，**2008** 年共实现销售收入 **14.7** 亿元，占制剂销售的 **64.3%**。

公司未来业务层面的发展战略是稳步发展肿瘤业务，巩固公司在肿瘤领域的龙头地位，加速发展公司在心血管和麻醉用药等非肿瘤领域的业务。我们认为，以公司目前的产品储备和竞争实力，未来几年公司在肿瘤领域保持龙头地位是没有悬念的。在心血管和麻醉用药方面，随着公司新药的不断推出和现有药品市场份额的快速扩张，公司的心血管和麻醉用药业务正以一个非常快的速度增长，它们将成为公司继抗肿瘤药物之后新的支柱业务。

2、研发能力是公司长期、健康发展的基石。

研发能力是公司最核心的竞争能力，也是我们长期看好公司的重要因素。公司是国家科委认定的国家级重点高新技术企业，拥有博士后科研工作站，是国家“**863**”计划产业化基地。公司对研发的重视程度在国内医药企业中并不多见，近几年来研发的投入都在 **1** 亿元以上，特别是 **08** 年公司投入的研发费用已接近 **2** 亿元。

持续的投入和坚持不懈的努力，使得公司在研发领域获得了众多的成果。仅 **2008** 年，公司就获得了左亚叶酸钙等 **5** 个新药生产批件；创新药物卡曲沙星和艾瑞昔布也结束临床，有望在 **09** 年获得批文；分子靶向抗肿瘤药物甲磺酸阿帕替尼获得 II、III 临床批文，另有多个抗肿瘤、治疗高血压、糖尿病以及增强免疫力的创新药正在进行临床或者即将申请临床；**08** 年，公司还获得了专利授权 **14** 件，新提交中国专利 **14** 件、全球专利 **19** 件。

3、国际化战略是百年恒瑞的重要举措。

原料药方面：公司在大浦的原料药生产基地，按照美国 **FDA** 标准设计和建造，目前二期工程已接近完工，报告期内已通过美国 **FDA** 对原 **4** 个原料药转移到大浦生产的认证。

通用名药方面：**08** 年公司向美国 **FDA** 提交了 **3** 个制剂产品的认证申请，预计 **5-6** 月份 **FDA** 官员将到公司检查。同时，公司还优选了 **6** 个科技含量高，剂型独特、有较高技术壁垒的通用名药品准备申报更多制剂的 **FDA** 认证。

创新药方面：公司在创新药物的研发方面，一直坚持申请全球专利，为公司若干年后成为全球性的跨国医药企业打下坚实的基础。

4、盈利预测：我们预测公司 **09-10** 年每股收益分别为 **1.05** 元和 **1.33** 元，对应 **6** 月 **15** 日的收盘价 **35.19** 元，市盈率分别为 **34** 倍和 **26** 倍。

5.4 双鹭药业（002038）

公司主要从事生物、生化药物的研究开发、生产和经营，经过几年的积累，公司从**2006**年起开始进入了快速发展的阶段。

1、公司拥有高增长、高盈利的双高优势

公司销售收入在**07**年-**08**年均保持了**60%**以上的增长，净利润增长率则从**06**年三季报的**25%**快速上升到**07**年年报的**182%**，此后受基数上升影响，增速虽有所下降，但仍保持了**73%**的高速增长。

与可比公司相比，公司毛利率一直保持在较高水平，且由于公司的销售费用和财务费用都很低，使得公司拥有可比企业中最高的销售净利率。进入**08**年，由于工艺改进和贝科能原料自给率的提升，公司毛利率水平又有了很大幅度的提升，这大大提升了公司的盈利能力。

2、总代理的营销模式适合公司发展历史和目前所处的发展阶段

公司舍弃了传统的自建销售队伍的营销模式，而采用总代理的方式发展，是基于公司特定的内外部环境所作出的选择。目前公司的总代理模式正处于正向增效阶段，各种总代理的弊端还远未发展到能够阻碍公司进一步发展的程度。这主要是因为公司正处于快速发展期，源源不断的优秀产品正持续跟进，代理商为了赢得代理权必须不断的拓展市场、增加销量，这就使得整个代理体系处于健康、稳定的发展阶段。同时，公司未来也有意通过股权等方式，将代理商的利益与公司有机的结合在一起。

3、优异的研发能力和丰富的产品储备是公司双高特征的根本动力

高增长率和高盈利水平的背后是公司优异的研发能力和丰富的产品储备。研发是公司的立身之本，这主要体现在两个方面：

一是研发成果丰硕。目前，公司已研发并投放市场的产品中有很多具有自主知识产权，其中包括**2**个国家一类新药和**8**个国家二类新药，同时，公司尚有近**20**个独立承担的国家一、二类新药正处于实验室到临床试验等不同研究开发或申报生产阶段，未来两年，公司预计将有数十个新产品陆续投放市场。

其二是研发的软实力。在长期的研发实践中，公司在项目筛选和储备，科研管理等方面已具备相当的优势，这种综合优势是一般企业所无法模仿的，这也正是公司拥有优异研发能力的核心要素。

4、盈利预测：我们预测公司**09-10**年每股收益分别为**1.25**元和**1.62**元，对应**6**月**15**日的收盘价**33.35**元，市盈率分别为**27**倍和**21**倍。

5.5 南京医药（600713）

南京医药是我国医药流通行业的龙头企业,连续 5 年位列全国的行业前 5 位。

1、新医改背景下医药流通行业集中度快速提升,区域分销龙头将显著受益。

新医改是医药商业集中度提升的历史性机遇,是大型医药商业提升竞争力的绝好时机。公司作为我国前 5 位的医药商业龙头企业,在新医改背景下,公司规模及盈利能力都将获得提升。

2、药房托管形成独特竞争优势。

虽然对于药事服务业务的发展空间问题外界尚存在争议,但该业务对于公司提升在产业链中的议价能力和运营效率很有帮助,09 年公司的药事服务业务将获得快速增长,实现营业收入 12 亿元左右。

3、现销快配业务是扩大公司规模的主要途径。

公司采用契约化会员制服务结合 OEM 产品的新营销思路经营现销快配业务。目前已经发展了 6900 多家会员,08 年现销快配会员贡献的收入占现销快配业务的三成左右。此外由于现销快配业务相对于其他业务而言帐期短、回款快,也非常适合公司这样负债率偏高的公司。09 年公司将通过引进自有品种等方式进一步提高现销快配规模,预计业务收入将达到 55-60 亿元。

4、OEM 持续改善公司盈利能力,开辟总经销新业务。

公司的 OEM 业务正向贴牌生产的高级阶段发展。公司将 OEM 业务整合进自身零售连锁、药房托管、现销快批、医药工业等业务,有效地降低了运营成本,提高了利润空间。08 年 OEM 整体规模超过 1 亿元。09 年公司将把 OEM 作为常规项目,继续重点发展,并利用现有的工业生产平台,实现工商业的对接,OEM 有望成为公司另一盈利增长点。

5、“三集化”管理提升规模效益。

公司通过建立供应链管理中心,对公司业务进行集中采购、集中结算、集中配送的管理,以此促进上下游资源的整合,提升公司运营效率。

6、增发方案有助卸下财务负担。

公司于 2009 年 6 月 2 日公告重启定向增发方案,定向增发不超过 6400 万股募集 5 亿元,用来偿还银行贷款。若增发成功,将帮助公司降低资产负债率,缓解公司的短期偿债压力,提高抗风险能力,同时降低贷款规模,减少财务费用,促进公司经营业绩的改善和提高。

7、盈利预测:我们预测公司 09-10 年每股收益分别为 0.27 元和 0.36 元,对应 6 月 15 日的收盘价 7.23 元,市盈率分别为 27 倍和 20 倍。

5.6 上实医药（600607）

上实医药 08 年度实现营业收入 **32.08** 亿元，同比增长 **12.56%**；实现归属母公司所有者净利润 **1.97** 亿元，同比增长 **42.75%**；实现扣除非经常性损益净利润 **1.68** 亿元，同比增长 **102.34%**；经营活动净现金流 **3.11** 亿元，同比增长 **72.20%**。

公司旗下主要医药公司包括：常药股份、广东天普、深圳康泰等，主要从事化学原料药及制剂、生物制剂的生产。08 年公司的国家一类新药凯力康实现销售 **2436** 万元，同比增长 **182%**；国内独家品种天普洛安片实现收入 **2.6** 亿元，同比增长 **35%**；其他主要产品卡托普利片、反应停片、复方利血平片、常药降压片等均实现了 **10-30%** 的增长。

公司于 09 年一季度剥离了联华超市，主业重新聚焦医药。据上实医药 08 年度股东大会介绍，上实集团及上药集团医药资产将进行整合，初步方案将于 6 月底前公布，综合各方面分析，上实医药将作为上实系工业资产的平台，有待注入的优质资产包括：上实集团旗下的正大青春宝、杭州胡庆余堂，上药集团旗下的处方药、抗生素、OTC 中药等资产。届时上实医药注入的资产的盈利能力有可能超过现有资产的盈利能力。

4、盈利预测：在不考虑资产注入的情况下，我们预测 09-10 年 EPS 为 **1.45** 元、**0.53** 元，对应 6 月 15 日的收盘价 **19.09** 元，市盈率分别为 **13** 倍和 **36** 倍。

5.7 兰生股份（600826）

公司为我国外贸系统第一家上市公司，实际控制人为上海市国资委。目前除了外贸主业外，持有 **2.03** 亿股的海通证券、持有 **34.65%** 的兰生国健、持有 **48%** 的兰生房产等资产。

单克隆抗体技术在生命科学发展史上具有划时代的意义，并曾获诺贝尔医学奖，目前美国单克隆抗体类药物已占 FDA 批准的生物药的 **3/4** 左右，单克隆抗体药物在未来 **10** 年将会是生物医药领域发展的主旋律。如果将生物技术比喻成高科技产业的“皇冠”，单克隆抗体药物则是这顶皇冠上的明珠。在目前金融危机深化，全球普遍预期新技术引领实体经济走出困境的情形下，单抗技术无疑成为各方关注的焦点。单克隆抗体技术作为我国少有的与国外发达国家顶尖级水平相对差距较小的技术，受到了国家高度重视，科技部“十一五”计划明确：抗体与疫苗是生物医药行业的两大发展方向；而推进人源化单抗、治疗性疫苗等创新药物产业化，已被写进上海“十一五”生物技术与医药产业发展目标；刚刚通过的促进生物技术发展的政策给予其从研发到市场多角度的支持。

公司间接持股约 **17%** 的中信国健在我国单抗技术领域独占鳌头，拥有强大的综合实力和领先优势，投资中信国健就是投资中国单克隆抗体药物的未来，同

时也是投资中国基因工程药物和中国生物技术的未来，同时中信国健也是目前相关领域最好的投资标的，而兰生股份是公众投资者投资中信国健的唯一通道。

中信国健在单抗技术领域的优势：**1)**，国内最强的大规模产业化能力产业化能力是国有单抗研发及生产企业的短板，中信国健的抗体蛋白表达水平领先国内同行一个数量级，同时新的产能投产亦将使得其在未来较长时间内不存在产能问题；**2)** 国内最强的研发团队，领军人物郭亚军为第二军医大学肿瘤研究所所长，公司自**98**年以来组建的**95**人博士、博士后为主的科研团队国内无处其右。**3)** 最丰富的产品线储备，在研的产品多达十余个，紧跟基因泰克等国际巨头的重磅炸弹产品，公司治疗乳腺癌及器官移植的单抗新药已经结束**III**期临床，预计**09**年底**10**年初上市，我们十分看好其乳腺癌新药，目前国内上市的同类产品仅罗氏制药的赫赛汀，**08**年全球销售**50.92**亿美元；包括乳腺癌及器官移植的单抗新药，中信国健尚有治疗非何杰金氏淋巴瘤、白血病、哮喘、肝癌、结肠癌等十余个单抗新药处于临床及临床报批状态。公司在研品种紧跟基因泰克等巨头重磅炸弹级产品，均具有极大的市场空间；**4)** 国家对于单抗新技术的强力扶持，抗体药物国家工程中心的支持，中信国健作为其主要产业化平台；**5)** 现有产品已经赢利，处于业绩拐点阶段。

盈利预测：我们按照业务分拆的方法对其兰生国健、海通证券、兰生房产、外贸资产估值分别为**25.05**亿、**24.85**亿、**5.9656**亿、**2.30**亿，合计**58.17**亿元，按照当前**2.8043**的总股本计算，每股价格为**20.74**亿元，给予“买入”评级。其中对于兰生国健的估值以**2010**年赢利为基础，考虑到一系列重磅炸弹级产品的业绩并没有体现，对兰生国健的估值仅为短期价值。

风险分析：新产品上市时间的不确定性，我们对于乳腺癌及淋巴瘤新药上市时间的判断源自于我们对其新药上市进程的跟踪，如上市进程慢于预期，则其价值实现的进程亦将推迟；庞大的研发计划对公司利润表的影响；作为研发驱动型的公司，其营销能力可能成为产品上量的最大的制约因素。

附注:**东海医药综合指数:**

东海医药综合指数为东海证券医药小组为克服各医药指数在统计上的缺陷而编制的行业指数,根据 A 股中各上市公司的主营收入占比和盈利占比的综合情况,选取主业为医药的股票加入,所有指数的计算基点均为 1000 点,时间为 2004 年 1 月 1 日,采用总市值加权平均的方法,目前共列入 128 只股票,东海医药综合指数的成分股将会根据各上市公司的主业变化而动态调整。我们从三个思路编制指数以更好的反应医药板块内部的变化。

从子行业归属的角度分,东海医药综合指数细分为化学原料药、化学制剂、中药、生物制剂、医药商业、医疗器械、医疗服务等 7 个子板块,并建立相应的指数。

同时根据行业内以销售费用率、医院市场销售比例、是否需要做学术推广等因素,将主要医药工业企业(原料药企业除外)分类为临床板块与非临床板块,并相应的编制东海临床指数与东海非临床指数,以更好的跟踪此两类企业的市场表现。

根据医药行业个股的基本面、市盈率、机构持股比例等将行业内个股分类为一线股、二线股、三线股及题材股等不同板块,应编制东海医药一线股指数、东海医药二线股指数、东海医药三线股指数、东海医药题材指数,从业绩的角度跟踪各不同类股票的市场表现,以供投资者参考。

东海医药临床指数:销售费用率较高、医院销售为主,需要进行学术推广的医药工业企业,目前共列入 25 只股票。

东海医药非临床指数:非原料药医药工业企业中销售费用率较低、不以医院销售为主、不需要进行学术推广的医药工业企业,目前公列入 66 只股票。

东海医药一线股指数:精选基本面良好、市盈率较高、机构持股较高的各细分行业龙头股票,目前共列入 14 只股票。

东海医药二线股指数:主要跟踪基本面较好、较好的成长性、市盈率适中、机构较为关注的股票,目前共列入 54 只股票。

东海医药三线股指数:主要跟踪有一定业绩支撑、机构较少关注的股票,目前共列入 37 只股票。

东海医药题材指数:主要跟踪没有较好的业绩支撑的 ST 类股票及重组、概念炒作类股票,目前共列入 23 只股票。

东海医药投资组合:

东海投资组合为东海证券医药小组推荐的行业内个股的投资组合,每月月初(月度第一周)发布,投资组合月度内(4 周)保持一致,组合的计算方法为总市值加权平均,计算周期为发布投资组合的前一个交易日的收盘价至月度最后一周周五的收盘价。各股票的权重为该股票的市值在投资组合总市值中的占比,与上证综指和东海医药综合指数计算方法一致,以保持评价的客观性(同时公布按照算术平均算法计算的投资组合表现)。每周会跟踪投资组合的市场表现,其中一周为月初荐股到第一周周五收盘的投资收益,二周为月初荐股到第二周周五收盘的投资收益,以此类推,每月最后一周总结本月投资组合的市场表现,以供投资医药行业的投资者参考。

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

袁舰波: 东海证券医药行业高级分析师, 南京大学理学学士, 复旦大学 MBA, 拥有 13 年的医药及证券行业从业经历, 具备丰富的营销、管理及证券分析经验, 对企业的核心竞争能力和投资价值具有独到的研究。

重点跟踪公司: 益佰制药、康缘药业、升华拜克、现代制药、仁和药业、双鹭药业、上海医药、复星医药等。

屈昶: 东海证券医药行业分析师, 中山大学硕士, 主要研究化学原料药、医疗器械及医药商业板块。

重点跟踪公司: 浙江医药、新和成、海正药业、南京医药、天士力、*ST 中新、通策医疗等。

张飞: 东海证券医药行业分析师, 西安交通大学药学学士, 北京大学金融信息工程硕士, 主要研究中药、化学制剂及生物制药板块。

重点跟踪公司: 广州药业、三九医药、同仁堂、上海莱士、双鹤药业、上实医药、健康元等。

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本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, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122