

静待秋收，在明年的估值下寻找亮点

—— 2009年医药行业中期投资策略

2009年6月

国金证券研究所医药研究小组

黄挺 医药行业首席分析师

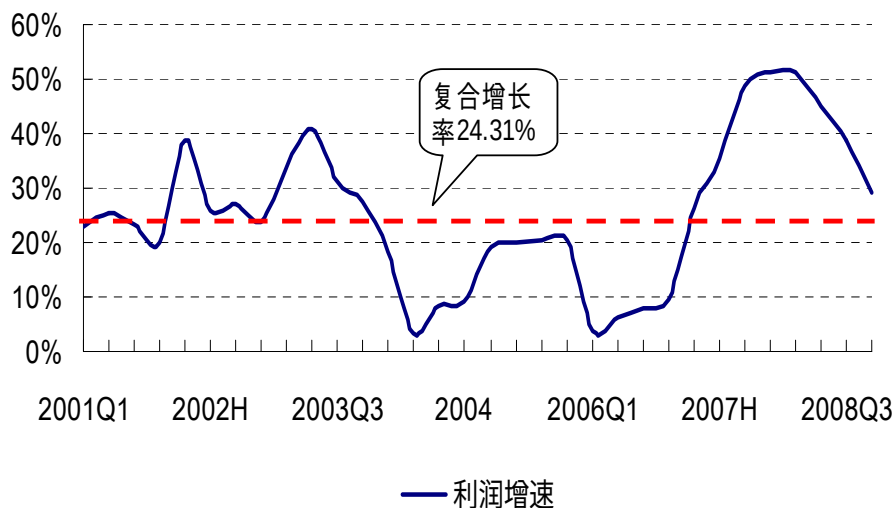
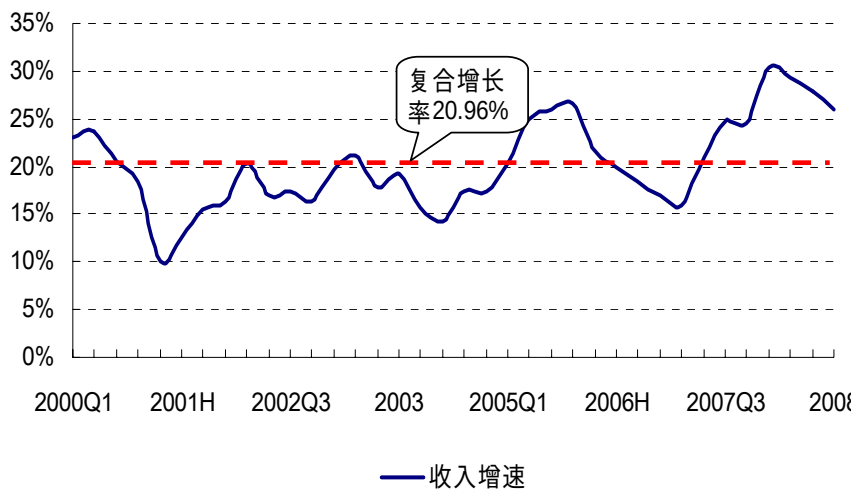
李敬雷 医药行业研究员

李龙俊 医药行业助理研究员

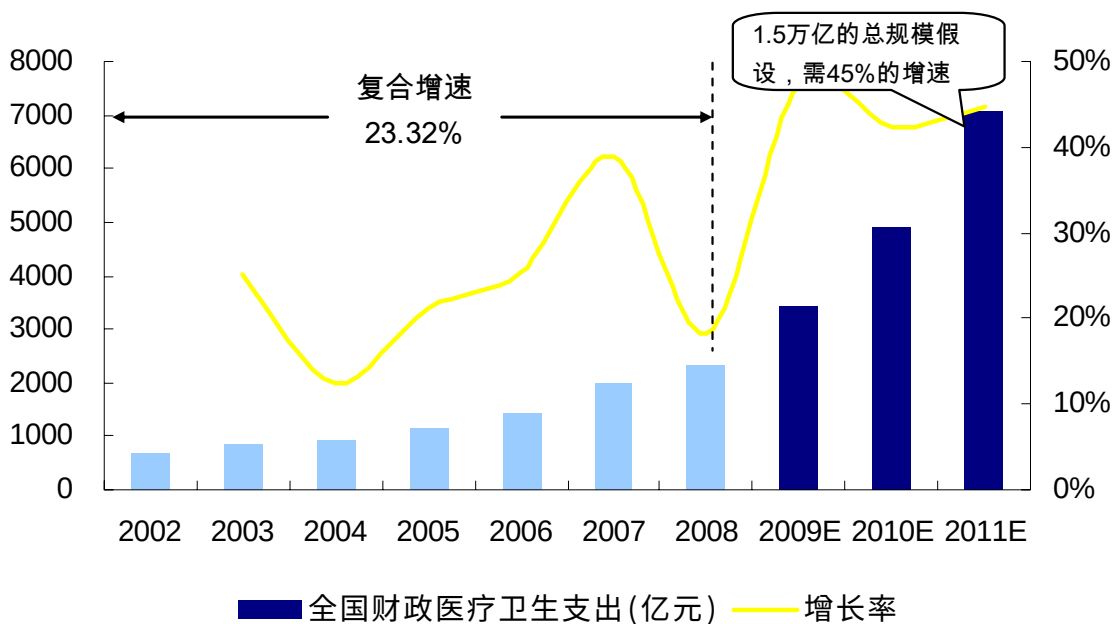
- 在明年的估值下寻找亮点
- 医改具体配套文件将陆续出台
- 医药行业下半年投资策略
- 重点公司评析

- 在明年的估值下寻找医药股的投资机会

- 成长是医药行业的一贯属性，过去十年医药行业收入的复合增长率是20.96%，利润复合增长率是24.31%。
- 我们认为2009年医药行业的增速会有所放缓，收入和利润仍然会维持20%左右的增速。



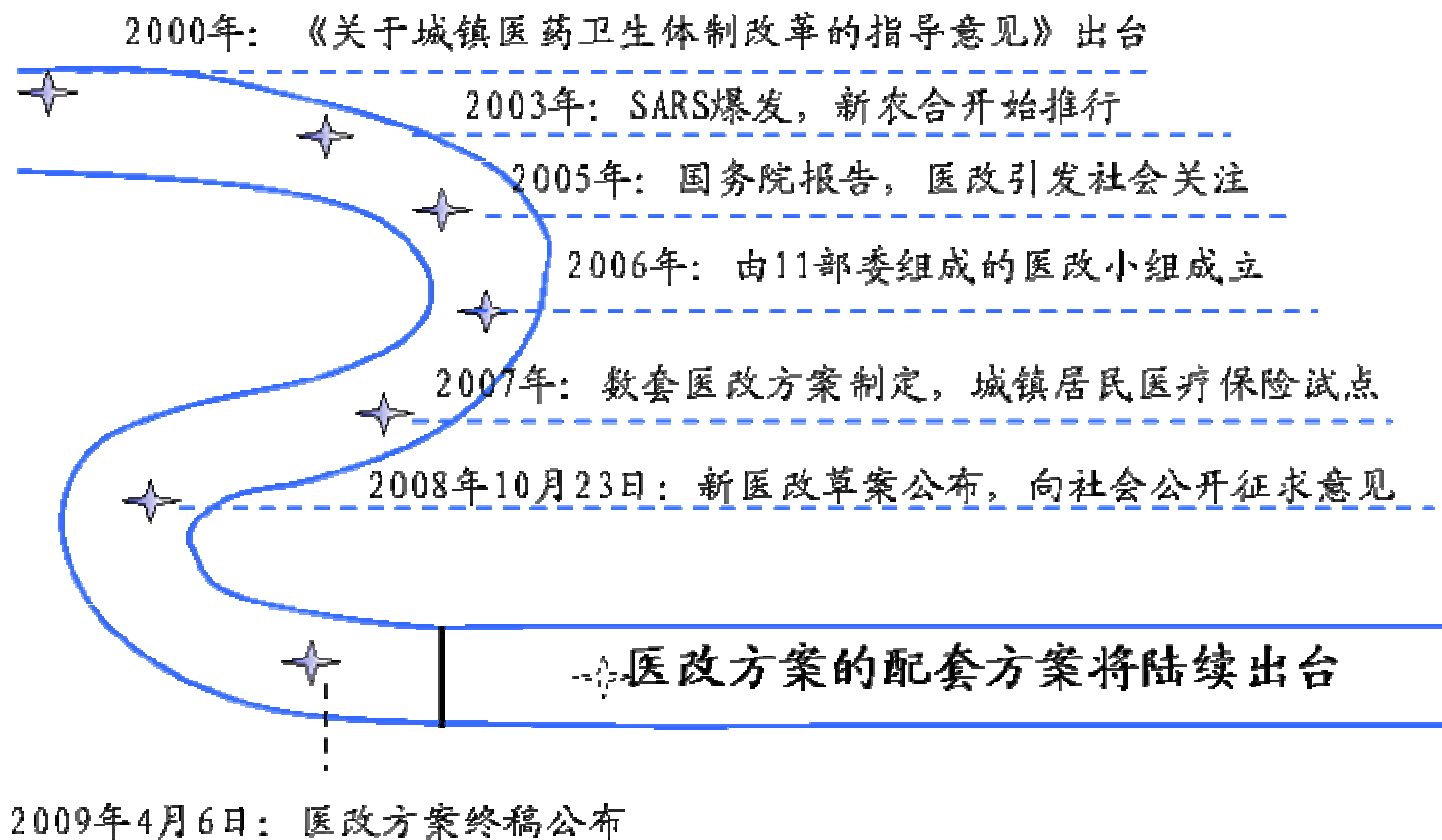
- 《2009—2011年深化医药卫生体制改革实施方案》中最大的亮点是“3年内各级政府预计投入8500亿元”，即平均每年投入2840亿。
- 随后国新办针对医改的新闻发布会明确表态“8500亿的投入是未来三年(2009年-2011年)投入的合计，而且是增量……”。



- 自2007年开始，国家大力投入医保体系建设，目前全国的医保覆盖率已经超过90%，新农合的医保水平也从国家补助40元提高到目前的80元，2007年以来医药行业的高增长与这一因素密切相关。
- 国金医药组通过多年对行业的理解和把握，发掘出决定医药行业走势的关键性指标——每年新增的住院人次和门诊人次。
- 我们认为通过对这两个指标的跟踪，一方面能够解释医药行业增速起伏的原因，另一方面也能对行业未来增长趋势作出判断，有助于我们从中挖掘出最佳的投资标的。
- 我们最新的理解判断：从2008年开始，医药行业新增需求的绝对量已经减少，进入了高基数、低增长的时代，因此对于过分依赖于人口需求增量的细分子行业，我们2009年持谨慎态度。我们认为2009年之后，医药行业医改的普惠期将有可能结束，随之而来的是更加明显的公司和细分子行业分化。

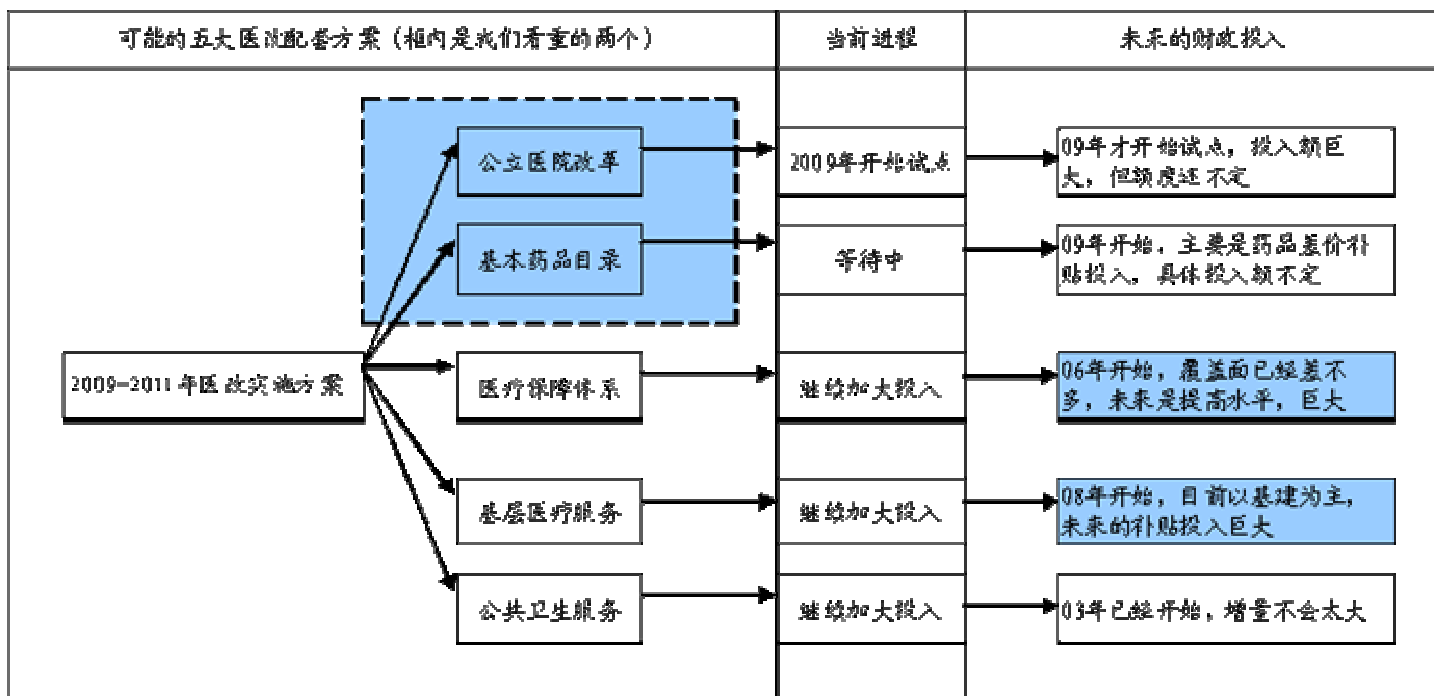
- 下半年医改政策展望

- 新医改方案在2009年上半年出台，这份指导性的文件为行业后续政策走势定下了基调。



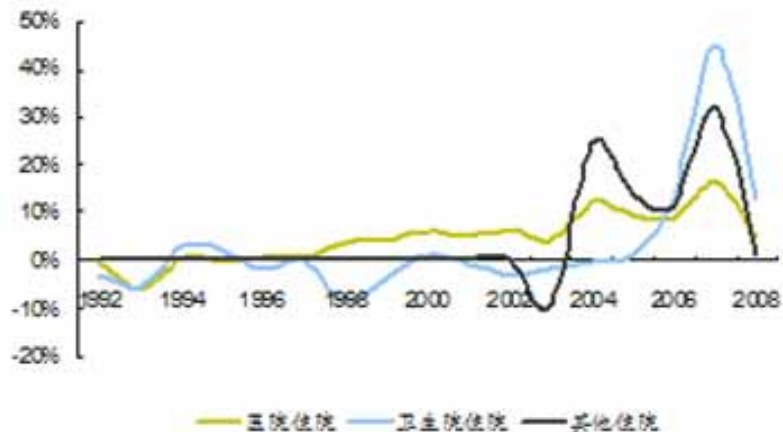
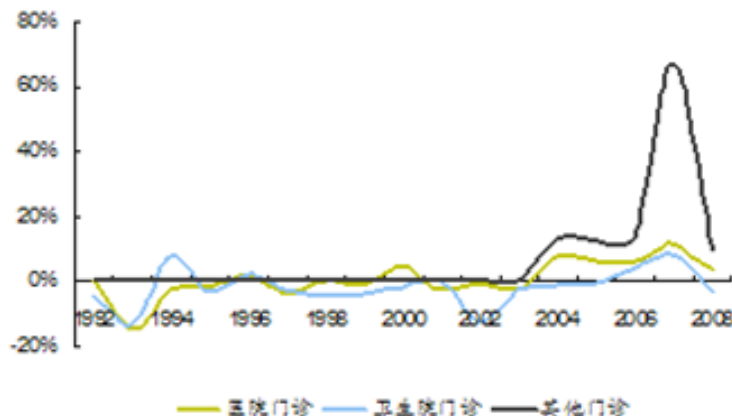
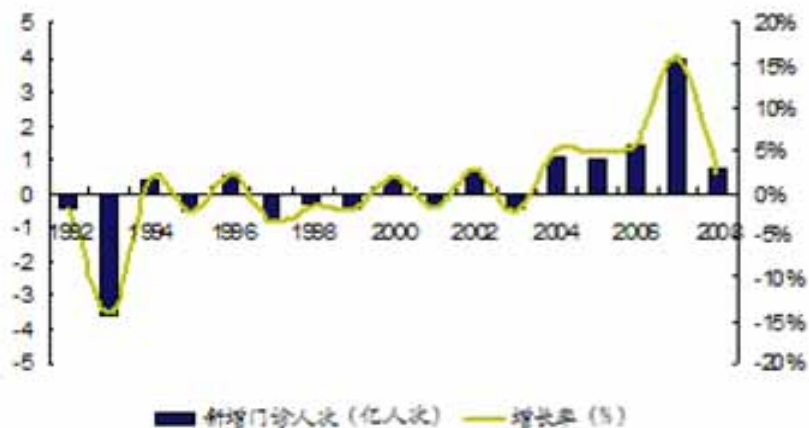
- 医改方案终稿公布之后，政策方面值得期待的就是与之配套的21个具体文件。这些文件可能在下半年集中释放。
- 这21个配套文件可能分为两大类：一类是针对五项重点改革出台的操作性文件；另一类是围绕改革体制机制的文件，主要包括改革药品和服务价格形成机制、完善政府卫生投入政策等。
- 对于这些文件的影响，后文也按照上述两个部分阐述：

- 医改进行多年，我们认为其基本基石没变，一直是围绕着五大体系的建设来制定政策，只不过政策的内容在摇摆。
- 在当前的节点上，可能对行业产生比较明显的是公立医院改革和基本药品目录两项内容。



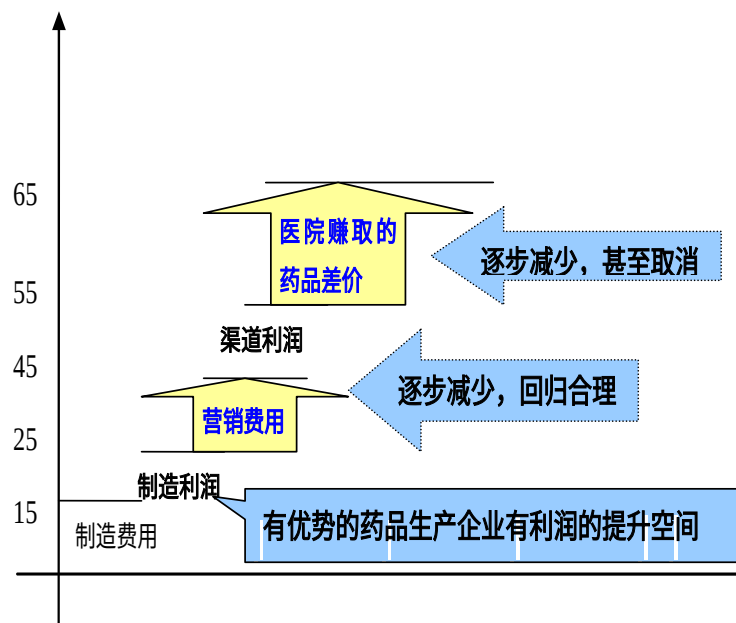
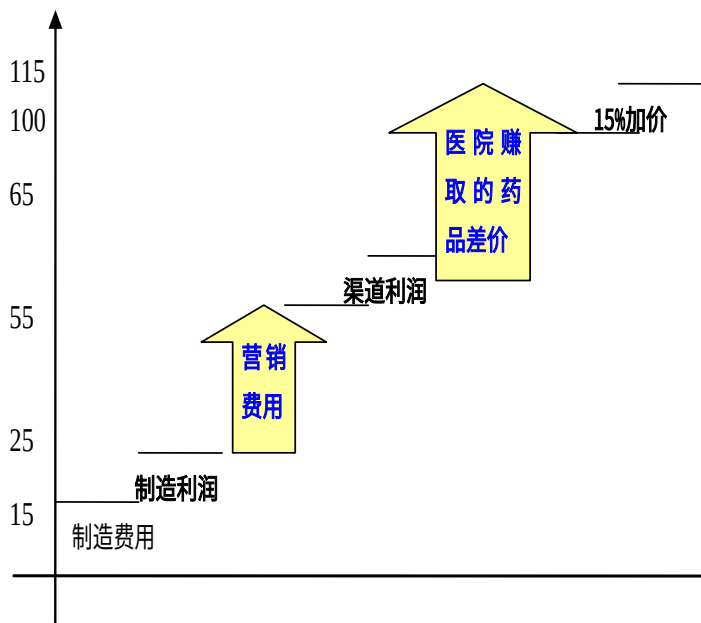
- (1) 基本药品目录：基本药品不等于廉价药，慢性病用药和专科用药也会受益。“双独”品种（功能独家、品种独家）是我们挑选的重要标的。
- (2) 公立医院改革：我们认为从目前政府对医改的财政预算来看，此次医改可能还不会涉及公立医院改革的核心，只可能做一些试点。
- 国家在 (3) 公共卫生服务体系、 (4) 基层医疗服务体系的建设方面投入会持续加大。
- 特别说明一点：(5) 医疗保障体系带来的机遇在减弱，如下页：

- 我们认为医改对行业的拉动实际上始于2006年新医改的启动，虽然最终的方案时至今年才出台，但先期的政府投入，诸如新农合建设、基层医疗体系建设等等，大大刺激了原来被抑制的医疗需求的释放，为医药市场带来了06、07两年的高增长，行业享受着医改带来的“普惠期”。这一点下面四张图能很好的解释。
- 从2008年开始，医药行业新增需求的绝对量已经减少，进入了高基数、低增长的时代，因此对于过分依赖于人口需求增量的细分子行业，我们2009年持谨慎态度。我们认为2009年之后，医药行业医改的普惠期将有可能结束，随之而来的是更加明显的公司和细分子行业分化。这个时期我们称之为“后医改时代”。

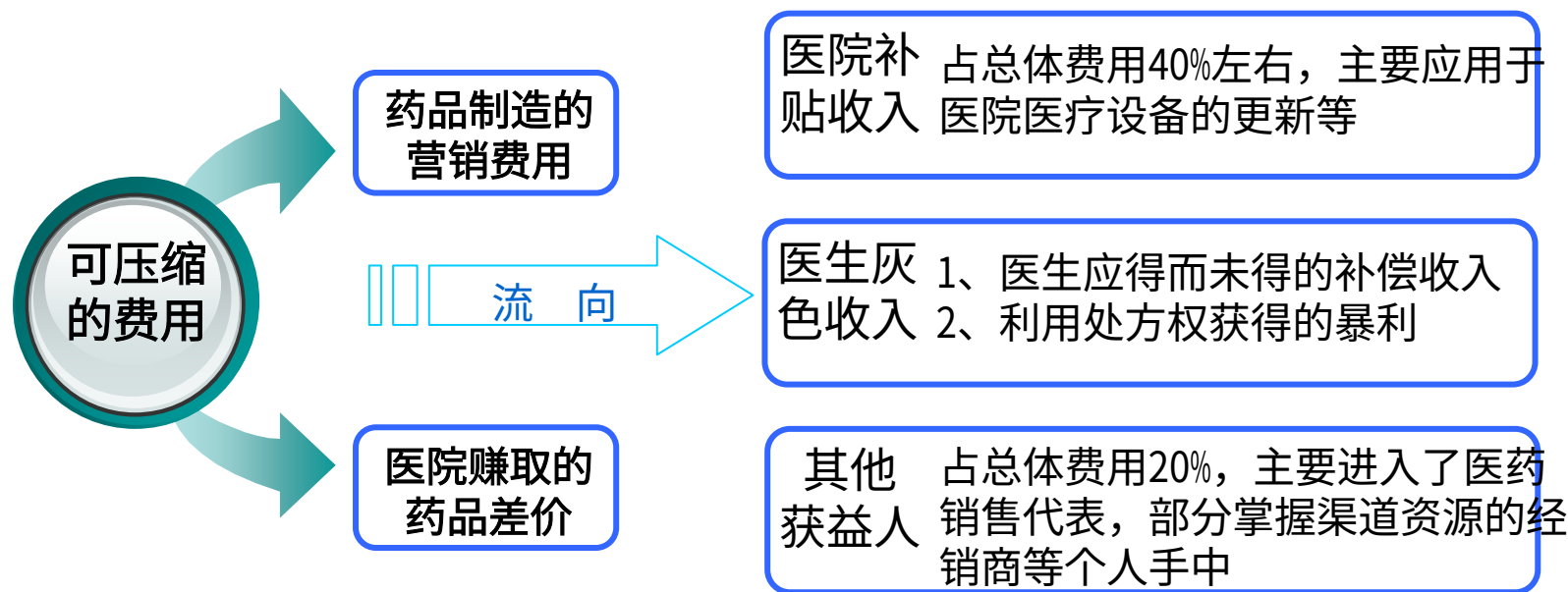


- 与机制改革相关的明确利好是完善政府的投入方面的政策。国家已经出台了8500亿元的医改刺激方案，显示了政府的财政投入力度在加大。
- 我们也详细拆分了未来三年政府可能的新增财政投入在4000-5000亿元之间，累计投入大约是1.2万亿。这对行业是较大利好。
- 特别提示：与财政投入相关且机会较大的是重大新药研制，将成为行业未来发展的另一大动力，随着国家投入的加大以及企业的积累，未来5年我国医药行业非常有可能在化学药的仿创、单抗研究、治疗性乙肝疫苗研究、生物制药等各个领域取得重大突破。

- 增加：制造利润、渠道利润
- 减少：渠道费用、医院赚取的药品差价、药价



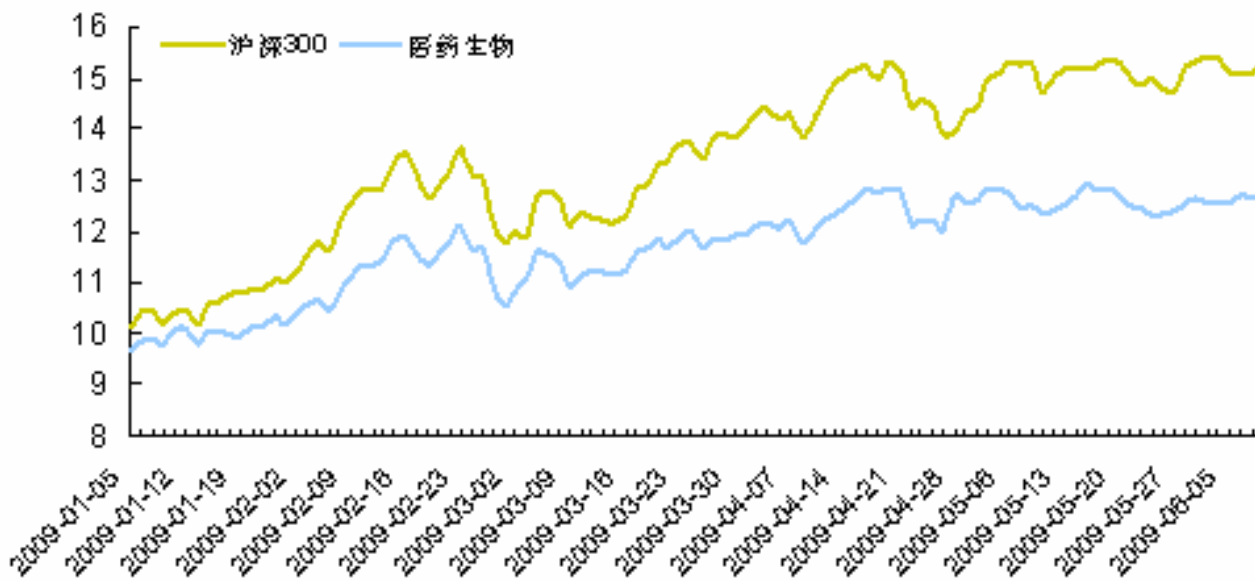
- 新的医改会出台针对取消药品加成、采取新的招投标的办法等，都是为了压缩不合理利润。但这部分被压缩的利润可能就流向了目前政府无力承担的各项补偿当中。
- 因此药价的改革今年可能仍以试点为主，不会对行业产生明显的冲击。



- 值得期待的一面：我们认为应该关注基本药品目录对上市公司的影响、国家投入加大对行业方面的影响。
- 值得警惕的一面：对医药产业链的整顿可能会带来部分企业利益的损害，尤其是可能的药品价格。

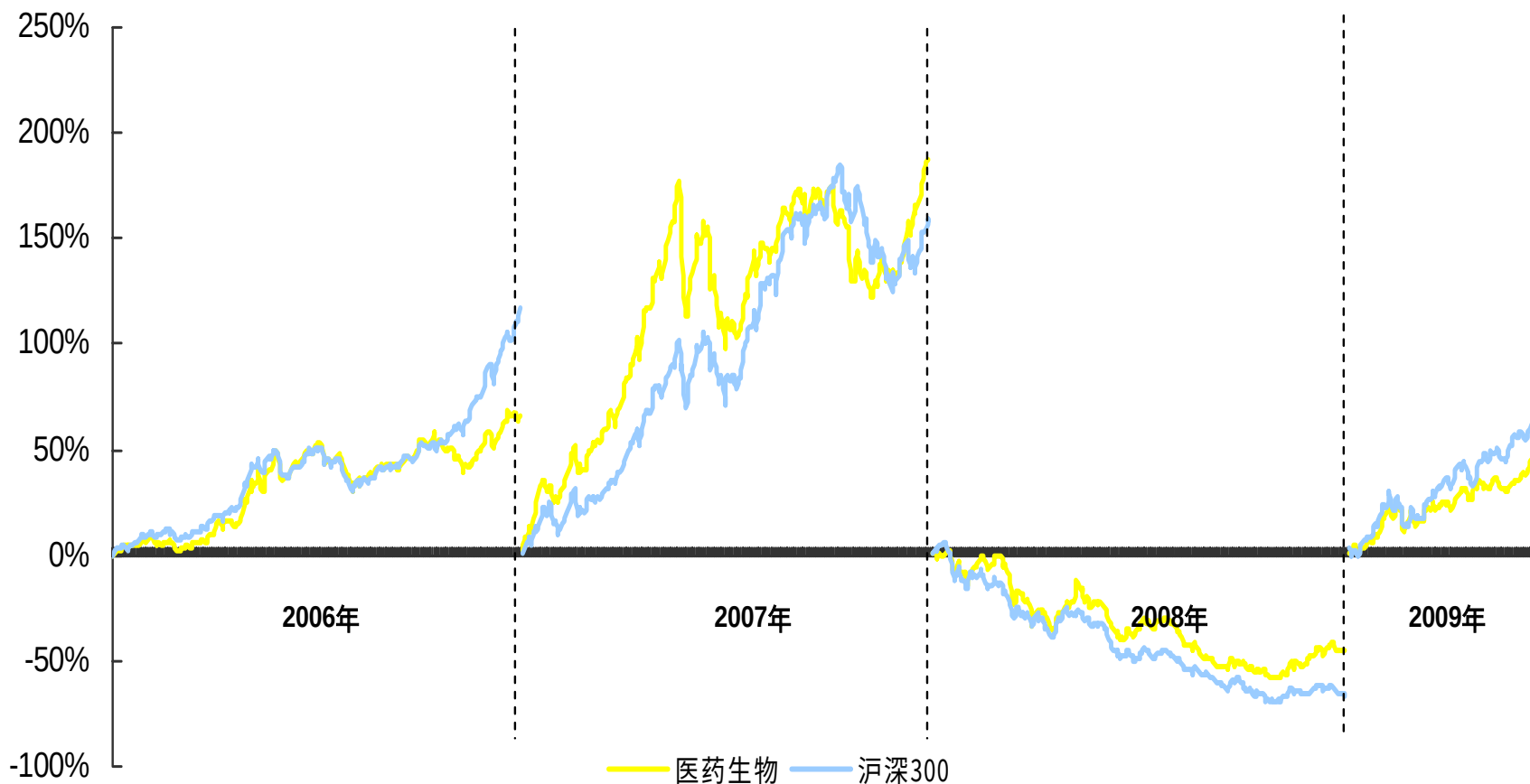
- 二级市场表现回顾

- 今年以来，医药板块大幅跑输大盘。WIND数据显示，医药指数涨幅落后沪深300指数17个百分点。除了甲型H1N1流感疫情爆发阶段，医药板块阶段性战胜大盘以外，医药板块的表现一直都逊色于大盘。



- 医药板块由于持续跑输大盘，其与大盘的估值溢价率已经回落至低位。估值的优势使得医药板块已经逐渐具备了投资的吸引力。





- 下半年投资策略

- 自4月以来，我们将“医药股机会在下半年”的判断修正为“医药股的机会提前至二季度末”，判断行业机会的基本逻辑是：
 - 相比较于其他行业，医药行业的业绩增长是明确和可观的。中报的业绩披露不仅会将市场的视点重新拉回医药板块，还会增强市场对医药板块明年业绩增长的信心。
 - 板块催化剂或将从6月开始陆续爆发。据透露，发改委正在协调相关部委，争取在6月陆续出台包括基本药物目录在内的医改配套文件；WHO将甲型H1N1流感疫情级别调高至最高级别6级。

- 在投资思路方面，我们按照以下几个线索进行选股：
 - 中报亮丽，估值合理
 - 政策或事件性刺激
 - 子行业基本面发生变化

- 由于行业需求受益于医改投入而大幅增长、公司经营出现拐点、公允价值变动等各自不同的原因，部分公司1季度的经营业绩非常喜人。

部分一季报表现优异的公司

一级行业	名称	代码	销售收入增速	经营性利润增速	净利润增速
			2009Q1	2009Q1	2009Q1
中药行业	中新药业	600329	7.22%	80.11%	84.37%
	三九医药	000999	21.20%	122.79%	116.93%
	中恒集团	600252	102.04%	217.63%	191.80%
	千金药业	600479	10.16%	14.97%	53.84%
医疗器械	鱼跃医疗	002223	41.59%	58.63%	89.69%
化学制剂	恒瑞药业	600276	18.89%	16.37%	185.79%
	华邦制药	002004	-14.61%	-37.13%	155.06%
生物制药	华兰生物	002007	32.47%	25.97%	50.94%
	天坛生物	600161	57.87%	130.30%	88.65%
	中牧股份	600195	4.48%	112.90%	101.60%

- 根据我们的持续跟踪以及对行业和公司经营的判断，我们预计以下公司今年上半年的业绩表现仍能延续1季度的良好势头：
 - 中新药业、中牧股份、中恒集团、三九医药、华东医药、天坛生物、鱼跃医疗、华邦制药、恒瑞医药等。

- 我们一直强调，基本药物目录是后医改时代医药板块最大的政策性投资机会：
 - 我们认为，“双独”品种（即功能独家和厂商独家）是最受益于基本药物制度的药品。因为“双独”品种在价格谈判时具有更强的议价能力，能保证一定的利润空间。而对于生产批文很多的药品而言，企业竞争非常激烈，赢利空间被大大压缩。
 - 从“双独”品种角度来选择，我们建议关注妇科千金片等双独品种，公司推荐方面，我们推荐中新药业。

- **WHO将甲型H1N1流感疫情级别调高至最高级别6级，这意味着各国政府应该继续为防治此次疫情进行更多准备：**
 - 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。
 - 结合短期需求刺激和长期行业发展的考虑，我们推荐疫苗行业相关上市公司：华兰生物、天坛生物和中牧股份。
- **创业板推出导致价值重估：创业板的推出将会引起市场对复星医药资产价值的重估，从而对股价形成一定刺激。**

- VE价格反弹之后，可能步入一轮长价格周期。我们看好未来两年VE价格高位的持续性，认为相关公司的业绩和估值有提升的希望。继续推荐浙江医药和新和成两家公司：
 - 我们认为VE价格的反弹不是短期的机会，而是能够持久的长周期形成。原因是：经过一轮价格的上涨和下跌的锻炼，市场的力量最终使得产业竞争格局达到了一种稳态。
 - 我们认为今年终端需求不会产生明显的下滑，主要是因为需求的刚性、对价格上涨的不敏感性。我们认为10%-15%的下滑幅度是极限，这足以支撑价格的维持。
 - 我们认为相关企业明年的业绩增长非常明确。主要得益于今年去囤货化产生的一季度销量洼地，使得明年同比会有较大增长。在价格维持的前提下，业绩增长变动非常明确。
 - 估值优势是两家公司最大的吸引力，详见后文公司分析。

- 重点公司评析

- 国家逐步加大对动物防疫的投入，我国动物保健产业未来发展空间大：
 - 甲型H1N1流感疫情的爆发再次引起政府对动物疾病安全的高度重视，预计未来会持续加大对动物防疫的投入。
 - 接种动物疫苗是当前环境下预防动物疫情的最有效手段。我国动物防疫水平还很低，从长期来看还将有更多类型的动物疫苗进入国家免疫范围。
- 公司是我国动物防疫体系的重要组成部分，不仅具备一流研发能力，还拥有深厚的政府资源，是最受益于动物保健产业发展的企业之一。
- 2009年 -2011年公司的利润增长来自于：
 - 国家进一步扩大强制免疫，公司储备品种丰富，有望获益于此；
 - 新管理团队的上任加快公司管理风格转换，进一步提升管理效率，加强公司核心竞争力。
- 我们预计公司2009-2011年每股收益分别为0.772元、0.992元和1.144元。考虑到公司在国内动物防疫体系的重要地位，以及未来3年净利润的高增长情况，我们认为公司合理目标价位为23.20—24.80元，给予“买入”建议。

- 公司从去年开始营销改革渐入佳境，从一季度的情况来看，公司作为典型国企的复苏进程超出了我们之前的预期。
- 公司营销改革的思路非常清晰。在新董事长的带领下，公司确定了未来3年的战略规划，通过围绕外省市市场的拓展、医院销售队伍的建立、大品种战略的推进等方面的改革，促使公司实现复兴和强大。
- 从业绩角度来看，公司今年业绩的爆发性增长几乎成为必然。一季度100%的业绩增长为全年高增长打下了基础，若公司二季度能继续延续一季度的业绩水平（主业0.25元），可能会带来一轮中报（预期）行情。另外基本药品目录的公布对公司也可能有一定的刺激作用。

- 公司是VE生产四大巨头之一，明确受益于VE价格长景气周期的形成。未来VE能给公司带来稳定的利润贡献，这是公司最大的安全边际。
- 公司是国内医药行业研发实力最强的企业之一，是维生素E、维生素H、左氧氟沙星、辅酶Q10、万古霉素等药品的国内首创。目前正在有数个新药处于研发期。该部分的价值一直被市场忽略。
- 我们仅考虑VE的贡献，我们预测公司2009年EPS可能范围在1.360元-1.813元，中性预测是1.586元（对应12000吨的量、120元的均价）。在未来6-12个月内，考虑到业绩的可能超预期、估值的提升，合理股价在32元。

- 公司是国内民营医药企业最具进取心的典型代表。在精细化工领域，有多个产品跻身世界巨头之一，如VE、VA、虾青素等。
- 公司同样是受益于VE价格高景气的企业。但前期在停产、增发、业绩预减等因素的制约下，新和成的股价反弹幅度明显落后于浙江医药。我们认为这里面存在比价效应带来的盈利空间。
- 公司近期计划增发，新项目主要用于香精香料业务的拓展。我们认为这有利于发挥公司的协同效应，形成新的一个利润增长点。
- 同样仅考虑VE的贡献，我们认为公司2009年EPS的可能范围是2.315元-2.757元，中性预测是2.487元。公司目前股价对应的PE为12倍，估值相对较低。我们认为短期内可能达到15倍的估值，目标价37元。放长到6-12个月，考虑到可能的业绩超预期、估值提升，我们认为合理价位在50元。

- 公司立足于医药行业，是独具特色的医药控股企业，坚持“内生性增长为主，外延式扩张为辅，选择性地退出部分投资项目”的发展战略。
- 国药控股是公司旗下优质资产的杰出代表：
 - 国药控股是国内规模最大、竞争力最强的医药商业企业，2004-2008年净利润年复合增长率57%。
 - 未来国内医疗市场持续发展，医药商业在政策导向下逐步走向集中，国药控股依然会保持快速发展的步伐。
- 我们从资产重估的角度衡量公司的价值，采取保守的估值方式，得到公司价值为每股17.55元：
 - 国控对应09年业绩30倍PE；江苏万邦和莱士输血对应09年业绩25倍PE；其他医药资产对应09年业绩18-20倍PE。
 - 部分医药和非医药资产是按照投资额来计算公司的股权价值（即PB=1）。
- 公司参股的上海神力科技是我国目前最大的燃料电池发动机研发与生产的高科技企业之一；同时创业板推出会引起市场对公司资产再次重估。因此，创业板以及新能源等事件会对公司股价构成一定刺激。

- 公司是一家工商兼备的特色医药企业，公司在免疫制剂领域具备国内领先的竞争优势，同时其商业业务在浙江省处于龙头地位：
 - 医药工业稳健发展：公司在研发和销售方面具有较强的竞争力，并在器官移植免疫抑制领域树立了较高的市场地位；公司将继续坚持“抢仿大品种”的经营战略，一方面加强营销力度继续推动现有品种的增长，另一方面扩充糖尿病和消化系统领域的产品线。
 - 医药商业逐步提升盈利能力：公司是浙江省的区域龙头，规模优势明显。公司作为区域龙头，将会明显受益于政府对医药流通领域的改革举措。
- 预计公司2009-2011年每股收益分别为：0.526元、0.619元和0.750元。考虑到房地产业务结算的巨大不确定性，盈利预测和估值均不考虑房地产业务的盈利贡献。
- 综合考虑公司主营业务的发展情况和公司在行业内的竞争地位，我们认为公司合理目标价为2009年25倍PE，即13.15元，给予公司“买入”建议。

- 公司是国内中小型医疗器械行业中的龙头企业，所从事的行业有好的发展机遇，公司也拥有明显的竞争优势：
 - 政府加大基层医疗机构建设；医疗器械家庭化趋势；行业内企业普遍不具备竞争实力。
 - 公司综合竞争实力：深厚的营销资源、丰富的产品线、品牌地位和成本优势。
- 公司未来的成长路径非常清晰：依托两个营销平台，实现产品线的扩充。
- 目前公司处于快速成长期，成长源于两个方面：
 - 一是制氧机、氧气阀等部分老产品持续高速增长；
 - 二是电子血压计、高频X光机等新产品投放市场。
- 预计公司2009-2011年每股收益分别为0.600元、0.784元和1.006，给予“买入”建议。

- 公司所处的中枢神经用药领域是目前国内医药市场最朝阳、最具增长潜力的细分子行业之一。
- 公司已经在麻醉药领域证明了自己较强的研发和销售实力，我们认为公司在精神类和神经类这两个更大的细分市场也会有所作为。
- 公司现有产品通过适应症的拓展维持增长的动力。公司未来将要上市的新产品市场潜力远远大于现有产品，有望带来超预期的增长。
- 我们预测公司2009-2011年的每股收益分别为0.327元、0.456元和0.593元，维持“买入”评级。

- 血液制品行业受制于原料血浆供应，在未来3—5年内行业景气度仍将维持高位，公司在血液制品行业的龙头地位稳固。
- 血液制品业务仍然保持高速增长：
 - 血液制品行业受制于原料血浆供应，未来3—5年行业景气度仍将维持高位。
 - 公司在血液制品行业的龙头地位稳固，2009年重庆工厂将会投产，重庆地区的浆源进一步得到开拓，公司投浆量增长将明显高于行业水平。
- 2009年公司的疫苗业务迎来良好的发展机遇：
 - 甲型H1N1流感疫情短期刺激流感疫苗需求，长期推动疫苗行业的持续发展。
 - 公司在甲型H1N1流感疫苗生产及准备过程中表现出高水平的经营能力，并在疫苗行业内树立了良好的公司形象，为未来其他疫苗品种的推广打下了很好的市场基础。
 - 公司的4价流脑和乙肝疫苗将会陆续在年内上市，丰富了公司的疫苗产品线。
- 我们暂时维持公司2009-2011年的EPS预测分别为0.789元、1.096元和1.396元，考虑到血液制品行业的景气周期以及疫苗业务的良好发展态势，我们仍维持对公司的“买入”评级。

- 我们认为国药是目前唯一一家能获得利润大幅提升的医药商业上市公司，而其他商业公司可能都会面临增收不增利的现象。其中的原因在于国药高效的管理，可以助其抵消成本和资金的压力。
- 我们认为国药最成功的在于其定位明确，专注于成为效率卓著的医药供应链管理商，这样的定位在目前国内的医药环境下是较为现实的做大做强之路，也符合国家在医改中对医药商业的定位。
- 我们预测公司2009—2011年EPS分别为0.524元、0.670元和0.840元，维持“买入”评级。

- 公司是国内非常优秀的医药制造企业，无论在研发还是营销方面都具备很强的实力。
- 我们认为公司从2007年开始进入新一轮快速增长期：
 - 抗肿瘤多个二线品种开始放量；
 - 手术用药仍处于增长周期内；
 - 培门冬酶、S1等仿制药将会陆续上市。
- 公司在创新药方面走在了国内前列，卡曲沙星、艾瑞昔布申报生产，阿帕替尼进入二期临床；公司入选国家重大新药创制项目，获得补助7200万元。
- 预计公司2009-2011年的业绩分别为1.11元、1.41元和1.72元，维持“买入”评级。

行业	公司	每股收益 (EPS)			PE2009
		2009E	2010E	2011E	
生物	华兰生物	0.789	1.096	1.396	40
	中牧股份	0.772	0.992	1.144	26
	上海莱士	0.633	0.893	1.043	29
	科华生物	0.524	0.649	0.773	33
中药	康缘药业	0.540	0.654	0.802	26
	东阿阿胶	0.602	0.743	0.854	25
	云南白药	0.870	1.150	1.380	31
	中新药业	0.772	0.738	0.864	25
商业	国药股份	0.524	0.670	0.840	33
	复星医药	0.612	0.738	0.864	25
化药	恒瑞医药	1.110	1.410	1.720	31
	恩华药业	0.327	0.456	0.593	40
	华邦制药	0.817	0.960	1.110	23
	海正药业	0.526	0.661	0.849	33
	浙江医药	1.586	1.900	2.090	14
	新 和 成	2.487	2.984	3.270	12
工商	华东医药	0.526	0.618	0.750	22
	双鹤药业	1.029	1.171	1.347	23
器械	鱼跃医疗	0.600	0.784	1.006	38
OTC	三九医药	0.650	0.813	0.976	24

敬请雅正 欢迎交流

国金证券研究所

黄挺 医药行业首席分析师 021-61038218, huangting@gjzq.com.cn

李敬雷 医药行业研究员 021-61038219, lijingl@gjzq.com.cn

李龙俊 医药行业助理研究员 021-61038315, lilj@gjzq.com.cn

中国上海黄浦区中山南路969号谷泰滨江大厦15A层 (200011)