

2009 年 08 月 05 日

长期竞争力评级：等于市场均值

市场数据

行业优化平均市盈率	40.81
市场优化平均市盈率	20.60
国金医药生物指数	5726.93
沪深 300 指数	3786.62
上证指数	3471.44
深证成指	13904.55
中小板指数	4924.02



相关报告

- 1 《静待秋收,在明年的估值下寻找亮点》, 2009.7.10
- 2 《估值溢价率处于低位,政策及突发性事件陆续爆发》, 2009.6.12
- 3 《2008 年报、2009 年一季报总结》, 2009.5.4

医药行业研究小组

黄挺

(8621)61038218
huangting@gjzq.com.cn

李龙俊

(8621)61038315
lilj@gjzq.com.cn

联系人: 朱莉

(8621)61038271
zhuli@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)

医药生物行业研究报告

——估值具有吸引力, 板块催化剂渐行渐进

减持

持有

增持

投资要点

- 我们认为医药行业基本面持续向好, 估值也越来越具有吸引力。因此在 3 季度之后, 基于行业明年确定性成长的投资机会可能会获得市场的关注。
 - ◆ 医药行业是今年涨幅最小的板块之一, 估值溢价率持续走低。截至 8 月 5 日, 估值溢价率跌至 39%, 处于历史低位。
- 七月政府陆续出台了一些医药政策文件, 这些政策是对年初医改框架性文件的深入和细化, 反映了政府持续加大医改投入的决心, 基本要点如下:
 - ◆ 医保最高支付限额达到年人均收入 6 倍, 报销比例提高 5 个百分点;
 - ◆ 门诊小病医疗费用逐步纳入医保;
 - ◆ 医保基金存在较大结余, 这为继续扩大医保投入提供有力支持;
 - ◆ 基本药物目录有望于 12 月之前出台。
- 关于下半年的选股思路, 我们仍坚持如下三个原则:
 - ◆ 第一, 中报亮丽, 估值合理, 三季报超预期;
 - ◆ 第二, 政策或事件性刺激, 下半年最大的政策性利好是基本药物目录的出台, 我们也高度关注甲型流感疫情的演变;
 - ◆ 第三, 子行业基本面改变, 我们仍认为 VE 是值得下半年持续关注的投资主题, 同时密切关注 VA 的投资机会。

8 月份投资思路及组合

- 我们认为医药行业基本面持续向好，估值也越来越具有吸引力。因此在 3 季度之后，基于行业明年确定性成长的投资机会可能会获得市场的关注。
- 关于下半年的选股思路，我们仍坚持如下三个原则：
 - ◆ 第一，中报亮丽，估值合理，三季报超预期；
 - ◆ 第二，政策或事件性刺激，下半年最大的政策性利好是基本药物目录的出台，我们也高度关注甲型流感疫情的演变；
 - ◆ 第三，子行业基本面改变，我们仍认为 VE 是值得下半年持续关注的投资主题，同时密切关注 VA 的投资机会。

图表1：2009 年 8 月医药行业推荐组合

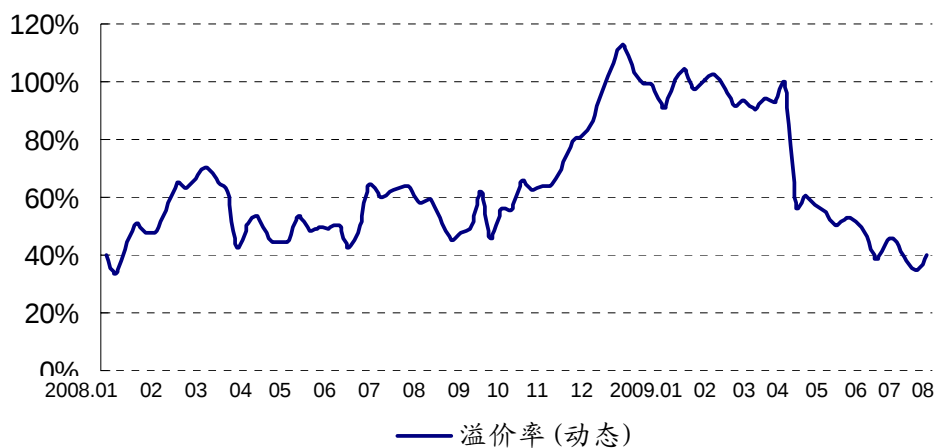
估值便宜类	新和成、浙江医药、中新药业、复星医药
政策刺激类	千金药业、华兰生物
标准配置类	恒瑞医药

来源：国金证券研究所

估值溢价率持续走低，已具备吸引力

- 今年以来医药板块持续跑输大盘，导致板块相对于大盘的估值溢价率持续走低。
- 截至 2009 年 8 月 5 日，医药板块整体估值对应 2009 年业绩 PE 为 31 倍，相对于大盘的估值溢价率跌至 39%，处于非常低的水平。

图表2：医药指数估值对沪深 300 溢价率统计（动态 PE）



来源：国金证券研究所

医改政策是行业关注的重点

七月医药政策频出

- 七月医药政策文件频频发布，但并没有引起市场的反应，在大盘连创反弹新高的市场氛围下，医药板块持续不受关注。
 - ◆ 7 月 23 日，国务院办公厅发布了《医药卫生体制五项重点改革 2009 年工作安排》。

- ◆ 7 月底，人力资源社会保障部、财政部、卫生部联合下发了《关于开展城镇居民基本医疗保险门诊统筹的指导意见》。
- 我们认为，这些政策是对年初医改框架性文件的深入和细化，反映了政府持续加大医改投入的基本原则。

医保最高支付限额达到年人均收入 6 倍，报销比例提高 5 个百分点

- 《2009 年工作安排》中明确提出：
 - ◆ “城镇职工医保、城镇居民医保和新农合的统筹基金最高支付限额原则上分别提高到当地职工年平均工资、居民可支配收入和农民人均纯收入的 6 倍左右。已建立大额医疗费用补助的地区可于 2010 年达到该标准。”
 - ◆ “50% 的统筹地区城镇职工医保、城镇居民医保和新农合住院费用报销比例比 2008 年分别提高 5 个百分点。”
- 提高医保最高支付限额比例以及住院费用报销比例，表明政府加大医保投入的决心，会进一步拉动居民的医疗需求。

门诊小病医疗费用逐步纳入医保

- 《门诊统筹的指导意见》指出，“根据城镇居民基本医疗保险基金支付能力，在重点保障参保居民住院和门诊大病医疗支出的基础上，逐步将门诊小病医疗费用纳入基金支付范围。开展门诊统筹应充分利用社区卫生服务中心（站）等基层医疗卫生机构和中医药服务。将符合条件的基层医疗卫生机构纳入基本医疗保险定点范围”。
- 我们认为，门诊小病纳入医保范围将有效增加居民的医疗需求和药品市场的销售规模。同时，政府要求充分利用基层医疗机构和中医药服务，将会对医疗服务的结构产生一定影响，有利于药品消费向基层医疗机构等第三终端以及中医部门倾斜。
- 未来医院（包括各级医院及社区医院等基层医疗机构）在药品消费中所占的比例将会越来越大，因此，在医院销售方面占有优势的企业在未来的营销竞争中将占得先机。

医保基金存在较大结余，为继续扩大医保投入提供支持

- 当前医保制度存在的首要问题是保障程度不足，医保所规定的支付条件苛刻，支付比例不足，导致的结果是一方面医保基金结余过多，另一方面参保者负担过重。
- 《2008 年全国社会保险情况》显示，城镇职工医保统筹基金的 2008 年结存为 609 亿元，结存率高达 34.6%。
 - ◆ 2008 年，全国城镇职工基本医疗保险基金收入 2886 亿元，其中统筹基金收入 1758 亿元，个人账户收入 1128 亿元；医疗保险基金支出 2020 亿元，统筹基金支出 1149 亿元，个人账户支出 871 亿元。
- 医疗保险不同于养老保险，它的原则是“以收定支”。目前较高的结存率不符合医改的基本原则，前期出台的政策文件中也指出各地应根据医保基金的支付能力，提高医保对居民医疗费用的支持力度，如提高报销标准、降低报销起付线、提高最高支付限额等。

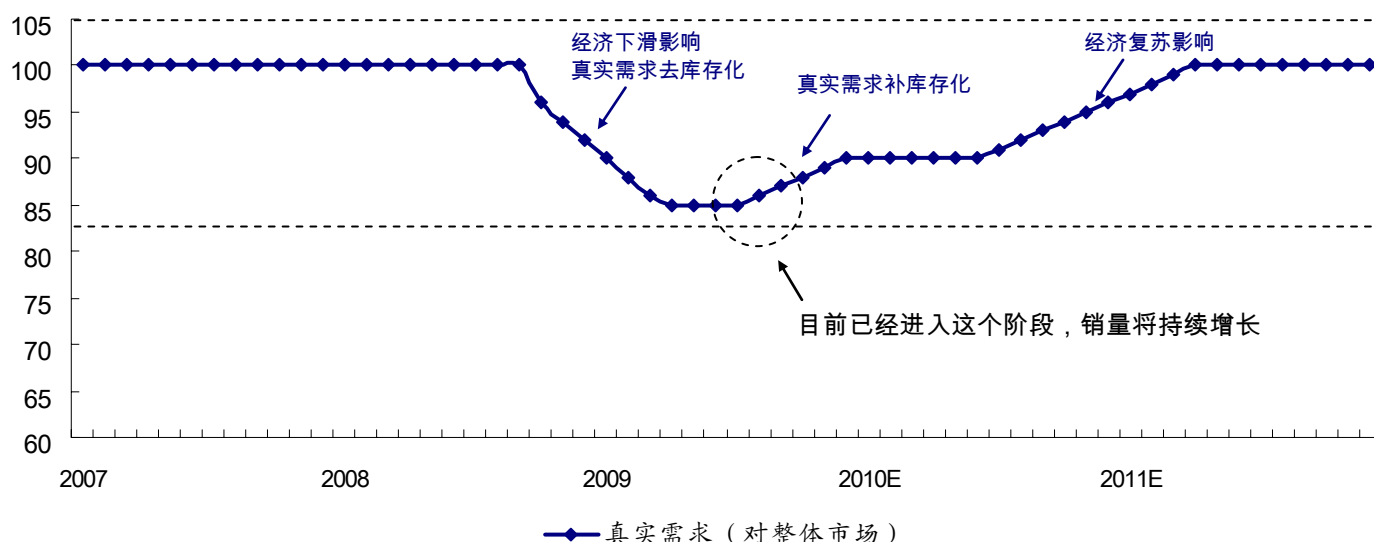
基本药物目录有望于 12 月之前出台

- 关于基本药物目录出台的具体时间，之前市场已经有过多次传言。此次出台的《医药卫生体制五项重点改革 2009 年工作安排》为我们判断基本药物出台的大体时间提供了一些判断：
 - ◆ 《2009 年工作安排》明确指出，“不迟于 2009 年 12 月份每个省（区、市）在 30% 的政府办城市社区卫生服务机构和县（基层医疗卫生机构）实施基本药物制度，包括实行省级集中网上公开招标采购、统一配送，全部配备使用基本药物并实行零差率销售。”
- 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）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。

VE 仍是下半年最佳的投资主题，适当关注 VA

- 根据最新的海关出口数据，我们认为：VE 需求已经不再是需要担心的问题，不但连续三个月恢复正常，而且首次出现补库存现象。回顾前期我们绘制的 VE 需求曲线，幸运的发现目前的情况正按照我们的假设前进，也使我们的 VE 分析模型具备了一定的前瞻性。

图表3：VE 销量目前正沿着我们绘制的需求曲线前进，进入补库存阶段



来源：国金证券研究所

- 我们认为随着补库存的开始，供需矛盾可能会进一步突出。如果四大厂商继续采取限产的措施，将可能进一步刺激价格的上涨。所以 VE 仍然具有趋势性投资的价值，建议继续买入浙江医药（600216）和新和成（002001）。
 - ◆ 浙江医药 2009 年 EPS 中性预测为 2.306 元（16500 吨的销量、122 元的价格），目前估值 12 倍。
 - ◆ 新和成 2009 年 EPS 中性预测为 3.007 元（14000 吨的销量、130 元的价格），目前估值 12 倍。

- ◆ VE 价格维持向上趋势，趋势性投资机会不改。业绩的持续超预期将是两家公司的特色。保守估计都有 30%以上的空间，建议继续买入。另外新和成还可能面临 VA 价格上涨带来的机会，弹性更大。

图表4：浙江医药新和成盈利预测及目标价

公司	代码	总股本(亿)	价格(元)	EPS		PE		目标价			
				2009E	2010E	2009E	2010E	PE	价格	PE	价格
浙江医药	600216	4.5	26.9	2.306	2.518	11.7	10.7	15	34.6	20	46.1
新和成	002001	3.4	37.65	3.007	3.344	12.5	11.3	15	45.1	20	60.1

来源：国金证券研究所

图表5：国金医药股票池

行业	公司	每股收益 (EPS)				PE2009	复合增长率
		2008	2009E	2010E	2011E		
生物	华兰生物	0.85	0.789	1.096	1.396	42	38%
	中牧股份	0.415	0.772	0.992	1.144	28	40%
	上海莱士	0.75	0.633	0.893	1.043	45	12%
	科华生物	0.53	0.524	0.649	0.773	34	24%
中药	康缘药业	0.533	0.54	0.654	0.802	29	22%
	东阿阿胶	0.548	0.602	0.743	0.854	34	24%
	云南白药	0.96	1.1	1.375	1.65	35	20%
	中新药业	0.49	0.836	0.835	0.964	21	24%
商业	国药股份	0.81	0.524	0.67	0.84	34	28%
	复星医药	0.56	0.612	0.738	0.864	27	16%
化药	恒瑞医药	0.82	1.11	1.41	1.72	33	36%
	恩华药业	0.4	0.327	0.456	0.593	44	30%
	华邦制药	0.67	0.898	0.918	1.076	26	18%
	海正药业	0.435	0.526	0.661	0.849	32	25%
	浙江医药	2.16	2.306	2.518		12	
	新和成	4.02	3.007	3.344		13	
工商	华东医药	0.388	0.526	0.618	0.75	26	24%
	双鹤药业	0.819	0.858	0.976	1.073	25	17%
器械	鱼跃医疗	0.66	0.6	0.784	1.006	43	32%
OTC	三九医药	0.51	0.65	0.813	0.976	26	24%

来源：国金证券研究所

公司投资评级的说明:

强买: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 20%以上;
 买入: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 10%-20%;
 持有: 预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -10%-10%;
 减持: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 10%-20%;
 卖出: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 20%以上。

行业投资评级的说明:

增持: 预期未来 3-6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%以上;
 持有: 预期未来 3-6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%-5%;
 减持: 预期未来 3-6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

首页三类投资建议图标中反色表示为本次建议, 箭头方向表示从上次的建议类型调整为本次的建议类型。

长期竞争力评级的说明:

长期竞争力评级着重于行业基本面, 评判未来两年后行业综合竞争力与全市场所有行业均值比较结果。

优化市盈率计算的说明:

行业优化平均市盈率中, 在扣除行业内所有亏损股票后, 过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除, 预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

市场优化平均市盈率中, 在扣除沪深市场所有亏损股票后, 过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除, 预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

特别声明:

本报告版权归“国金证券研究所”所有, 未经事先书面授权, 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“国金证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下, 我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。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。