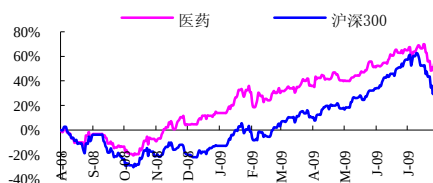


医药

9月医药行业投资策略

评级：强于大市

相对沪深 300 表现



表现	1m	3m	12m
医药行业	0.1%	18.0%	65.1%
沪深 300	-13.5%	15.0%	36.1%

重点公司	6m%	YTD%	评级
华东医药	34.2%	66.4%	增持
恒瑞医药	25.4%	41.7%	增持
益佰制药	31.6%	110.6%	增持
南京医药	44.6%	94.2%	增持
东北制药	44.6%	175.1%	增持

相关报告

《2009 下半年医药行业投资策略》
 2009 年 6 月
 《2009 年 8 月医药行业投资策略》
 2009 年 7 月

分析师

张伟

电话：0755-83707451

邮件：zhangw@ghzq.com.cn

分析师申明：

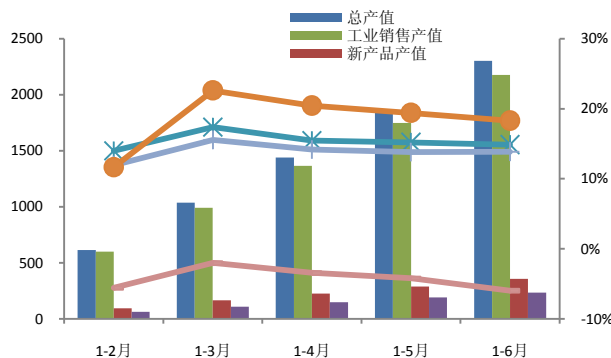
分析师在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了分析师对上述行业、公司或其证券的看法。此外，分析师薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

- 化学原料药下滑出现回稳反弹以及化学制剂药的持续稳定较快增长构成了上半年化学药保持稳定增长的基础，同时也成为维持医药全行业保持稳定发展的主要支撑。
- 上半年中成药维持平稳增幅，而国内外销售呈现加快增长态势，102 种中成药品种列入基本药物目录将推动中成药的销售规模扩大，促进行业发展，尤其是中药独家品种相关企业可望实现优势扩大，推动业绩提升。
- 今年前 6 个月，生物医药产品生产与销售继续保持超过 20% 幅度的快速增长，随着进入新的流感流行季节，甲型 H1N1 新流感的威胁趋于增大，同时也加快了相关化学药物的储备与疫苗研发上市的步伐，相关防治药物企业有可能重新吸引市场关注。
- 近期国家基本药物制度的启动通过构建新的市场型态，在引导医疗机构改变“以药养医”机制，逐步退出药品流通环节等过程中，亦将为医药流通行业带来新的发展机遇与增长空间。
- 在新医改方案正式推出后，一系列的具体配套措施正在陆续展开，逐渐改变着医药市场的原有生态，为医药行业的发展带来新的机遇。目前医药板块估值优势正在开始显现，存在较为突出的补涨需要。医药行业的稳定发展带来上市公司业绩持续向好，从而推动估值向上的逻辑与市场趋势更为吻合，继续给予医药行业“强于大市”的投资评级。重点推荐华东医药、恒瑞医药、益佰制药、南京医药、东北制药。

化学药国内市场产销两旺

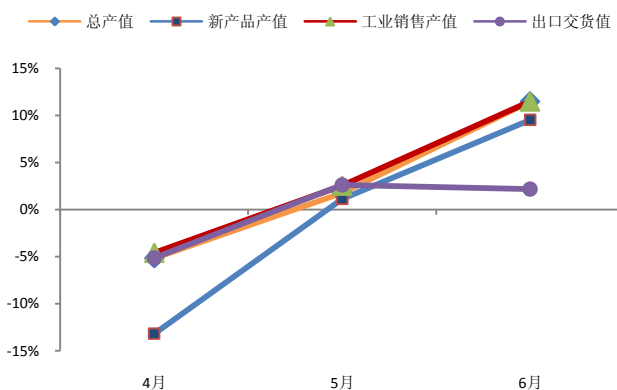
最近的医药行业统计数据显示：1-6月包括化学原料药与化学制剂药的化学药行业累计实现总产值2303.19亿元，同比增长14.87%，较前5个月略降0.32个百分点；实现工业销售产值2176.44亿元，同比增长13.87%，较前5个月微升0.05个百分点。产销率达到94.5%，继续保持产销两旺的平稳态势。前6个月，化学药总产值与销售产值均占医药行业总量的53%，成为维持医药全行业保持稳定发展的主要支撑。

Figure 1 化学药行业近期运行情况（同比）



*资料来源：中国医药经济信息网；国海证券研究所

Figure 2 化学药行业近期运行情况（环比）



*资料来源：中国医药经济信息网；国海证券研究所

1-6月，化学药在延续近期累计总产值约15%同比增幅和累计销售产值约14%同比增幅的同时，累计出口交货值同比仍呈下降态势，同比降幅为6%。但出口交货值自5月份环比实现正增长后，6月份继续保持约2%的环比增幅。因为化学原料药主要出口国外市场，而化学制剂药则主要面向国内市场，因此，前6个月中，化学药保持稳定增长的基础来源于化学原料药下滑出现回稳以及化学制剂药的持续稳定较快增长。

医药经济报来源的信息显示：2009年上半年，我国医药外贸呈现企稳态势，进出口额达240.7亿美元，同比增长1.9%，较同期全国进出口总额-23.5%的跌幅，表现出逆势增长的趋势。其中，出口148.61亿美元，同比小幅下挫3.5%，而同期全国整体出口下降了21.8%。另外，医药外贸顺差为56.2亿美元，同比缩减了22个百分点。

虽然化学原料药受国际市场整体需求萎缩、上游化工品价格下跌等因素影响，走势持续低迷，出口数量与平均价格双双出现下跌，跌幅分别为6.76%和5.22%，仅化学原料药一项就下跌了10.2亿美元。但各类主要产品中，个别具有国际比较优势的产品，如维C、维E以及红霉素等都出现了逆市上扬，呈现“量价齐升”的局面。

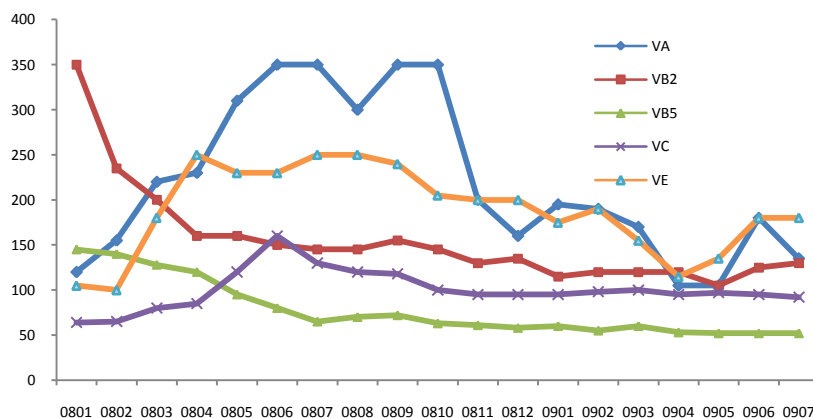
出口地区分布上，欧洲、亚洲和北美三洲仍为我国前三大贸易伙伴，

合计占比 91.5%，其中欧洲首次超越亚洲位列第一。而对巴西、俄罗斯和土耳其等新兴市场的出口额则大幅下跌。

今年 4 月份以来，随着库存逐步消化和经济初现复苏迹象，部分主要化学原料药品种开始出现量价回升势头，近期走势显示市场仍在延续这种回升态势，尽管较为缓慢。

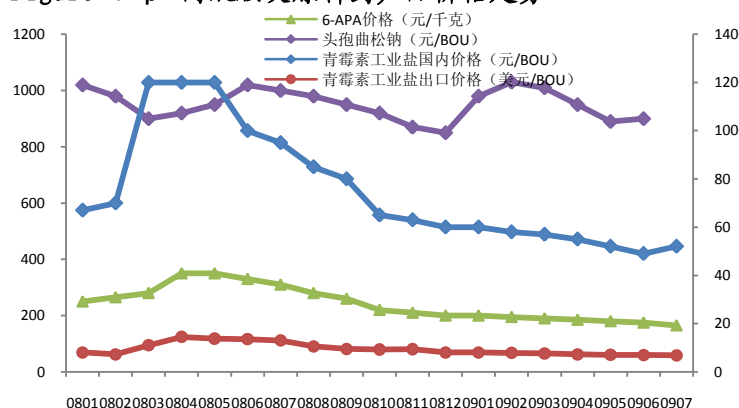
最近的价格行情显示，虽然以青霉素工业盐为主的内乙酰胺类抗生素原料药产品价格继续低位徘徊；但维生素类产品中，维生素 E 与维生素 B2 仍在延续前期涨势；而大环内酯的硫氰酸红霉素与喹诺酮类的左氧氟沙星抗生素原料药则仍呈现平稳上升。

Figure 3 维生素类产品价格走势



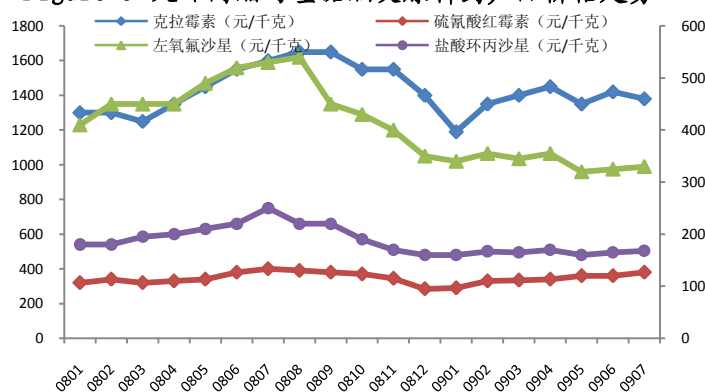
*资料来源：天相投顾；国海证券研究所

Figure 4 β -内酰胺类原料药产品价格走势



*资料来源：天相投顾；国海证券研究所

Figure 5 大环内酯与喹诺酮类原料药产品价格走势



*资料来源：天相投顾；国海证券研究所

未来随着全球经济的逐步企稳，国外需求可望缓慢复苏，有利于拉动化学原料药的出口继续呈现增长态势。然而，基于金融危机对全球经济的冲击难以短时间消除，未来仍可能面临市场低迷和贸易保护等问题考验，从而延缓化学原料药行业回暖复苏的步伐。上半年，俄罗斯对我

国的一次性注射器和印度对我国的青霉素工业盐及 6-APA 先后提出了保障措施和反倾销的预警。

化学制剂药直接面向医药消费市场，并且是医药市场的供给主体，新医改带来保障力度增强与消费门槛降低直接推动了化学制剂药的销售增长，成为推动医药全行业维持持续稳定发展的重要支撑。尤其是部分需求刚性相对较强和市场份额相对较高的化学制剂药产品增速加快更为明显。如抗肿瘤药物，据医药经济报来源的相关机构对全国 16 个城市的样本医院调查数据显示，2003~2008 年，抗肿瘤药的年复合增长率亦达到 42.7%。2008 年同比增长 67%，已成为国内医院用药市场增速最快的类别。

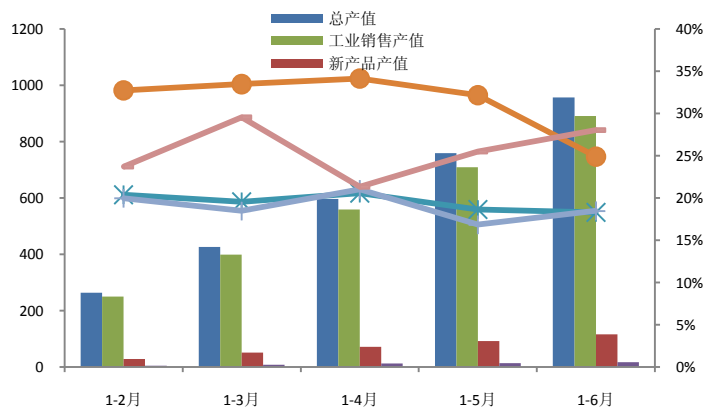
8 月 18 日，国家基本药物目录正式发布，收录 307 个药品品种，其中 205 个为西药制剂药。

基本药物的建立通过政府公共支持与降低药品消费门槛并举，使得医药市场获得新的扩容，将有效推动药品消费，为直接面向国内医药市场的化学制剂药带来新的消费增量，有利于相关企业扩大销售和增添盈利来源。尤其是具有一定区域优势、品牌优势、产品优势、市场优势的龙头或骨干企业通过主导新增的低端药品市场，抢占新增的市场空间，扩大销售规模，增加盈利来源，从而推动业绩实现新的增长。

中成药销售增速加快展现良好势头

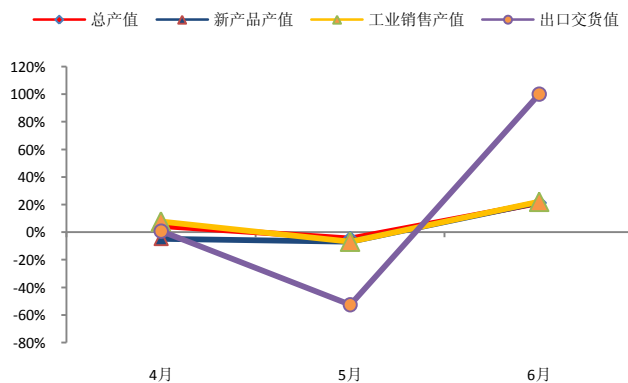
统计数据显示，1-6 月，中成药总产值维持平稳增幅，而工业销售产值与出口交货值则呈现加快增长态势，累计同比增幅分别较前 5 个月提高 1.64 与 2.54 个百分点，而四项指标 6 月份环比均扭转了前几个月下降的情况，呈现大幅回升。

Figure 6 中成药行业近期运行情况（同比）



*资料来源：中国医药经济信息网；国海证券研究所

Figure 7 中成药行业近期运行情况（环比）



*资料来源：中国医药经济信息网；国海证券研究所

海关统计数据显示,虽然高端保健类药材和中成药的出口部分受到金融危机冲击,但在国际市场需求继续增长推动下,上半年中药类产品出口仍达到6.5亿美元,同比小幅增长1.3%。植物提取物在经历上年相对低迷后,今年上半年同比大幅增长了17.5%,出口达到3亿美元。

公布的国家基本药物目录中有102种中成药列入,其中部分中药独家品种引人注目。

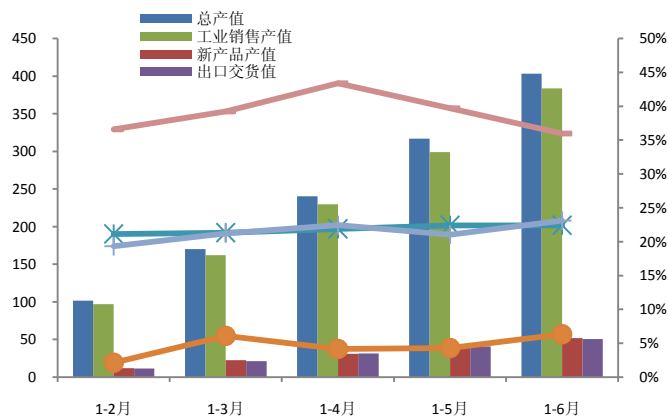
中成药主要面向中低端药品市场,基本药物制度的建立无疑将推动中成药的销售规模扩大,促进行业发展。而凭借突出的产品优势,已列入基本药物目录的中药独家品种相关企业可望实现优势扩大,推动业绩提升。

第九版即2010版《中国药典》将于2010年初正式出版发行,2010年7月1日起正式实施,有预计新版《中国药典》对中药材和中药饮片标准的修订和提高上有所突破和创新。中药技术标准的不断完善有利于未来中成药的持续快速发展。

生物医药保持稳定增长

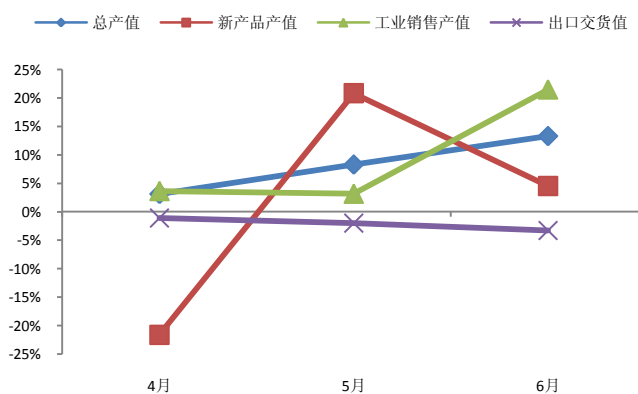
今年前6个月,生物医药产品生产与销售继续保持超过20%幅度的快速增长,尽管新产品与出口交货值短期呈现环比增幅回落。

Figure 8 生物医药行业近期运行情况 (同比)



*资料来源: 中国医药经济信息网; 国海证券研究所

Figure 9 生物医药行业近期运行情况 (环比)



*资料来源: 中国医药经济信息网; 国海证券研究所

国家发改委8月23日发出通知,对"重组乙型肝炎疫苗"等14种国家免疫规划疫苗的出厂价格进行了限定。乙肝疫苗在计划免疫规划疫苗中盈利能力相对突出,因此,该项措施实施无疑将使得相关企业利润空间受到压缩,产生一定不利影响。

随着季节变换,北半球地区正在进入新的流感流行季节,甲型H1N1

新流感的威胁也趋于增大，同时也加快了相关化学药物的储备与疫苗研发上市的步伐。全球甲流疫苗主要生产商包括赛诺菲-安万特、葛兰素史克、百特公司等目前仍在抓紧临床实验中，此前世界卫生组织公布首批甲流疫苗有望在 9 月获批。近日有消息称，疫苗生产商之一的葛兰素史克公司目前已收到 9 份政府额外订单，9600 万剂甲流疫苗可望于 9 月开始分批供应，其中 20%疫苗供应包括中国在内的发展中国家。国内经国家药监局核准进入临床试验的 10 家企业，受试者达到 13300 多人。首批生产甲流疫苗的企业据悉有华兰生物、天坛生物、北京科兴等。

医药流通企业面临新机遇

近期，由中国医药商业协会组织统计的全国医药流通企业 2008 年度销售、利税总额结果暨“2008 年医药流通百强企业”公布。

据了解，2008 年销售规模超过百亿元的企业有 6 家，依次为中国医药集团总公司、上海医药股份、九州通、南京医药、广州医药、安徽华源医药股份有限公司。据统计数据分析，前 3 家医药商业企业占医药市场销售的比重逐年提升，2008 年销售总额占比提高了 0.86 个百分点，前 20 强销售总额占比达到 43%。

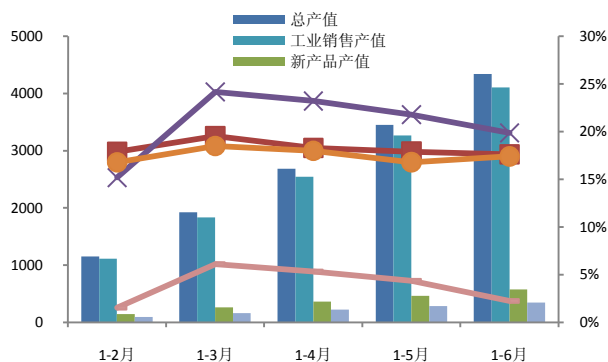
随着新医改的全面展开，相关制度革新将推动医药市场变革，从而推动医药流通行业基本格局加快转变，不断提升行业集中度，提高流通效率。近期国家基本药物制度的启动通过构建新的市场形态，在引导医疗机构改变“以药养医”机制，逐步退出药品流通环节等过程中，亦将为医药流通行业带来新的发展机遇与增长空间。

制度革新推动医药市场重构

医药行业 1-6 月的总体表现显示：全行业继续保持持续稳定增长。虽然累计总产值、新产品产值与出口交货值同比增幅自 3 月份开始，呈现微弱下降态势，但前 6 个月的累计工业销售产值同比增幅达到 17.39%，较前 5 个月累计同比增幅提高 0.61 个百分点。同时，四项指标 6 月份环比均实现首次或继续正增长，增长势头良好。

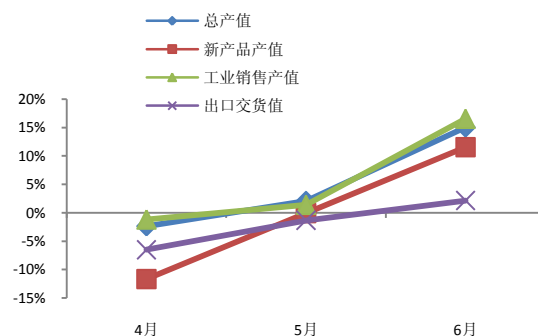
医药全行业的稳定加快增长与各细分行业继续保持稳定加快增长密不可分。尤其是化学原料药前期下滑出现回稳、中西制剂药继续保持稳定加快增长以及生物医药保持稳定增长等构成了全行业发展的重要支撑与驱动。

Figure 10 医药行业近期运行情况（同比）



*资料来源：中国医药经济信息网；国海证券研究所

Figure 11 医药行业近期运行情况（环比）



*资料来源：中国医药经济信息网；国海证券研究所

在新医改方案正式推出后，一系列的具体配套措施正在陆续展开，逐渐改变着医药市场的原有生态，为医药行业的发展带来新的机遇。

首先，基本药物制度在今年启动实施并在 3 年内基本覆盖，使得原有建立在以大中城市为主的医药消费市场实现了新的市场扩展，为医药生产与流通行业带来新的业务增量，有利于相关企业扩大销售和增加盈利来源。

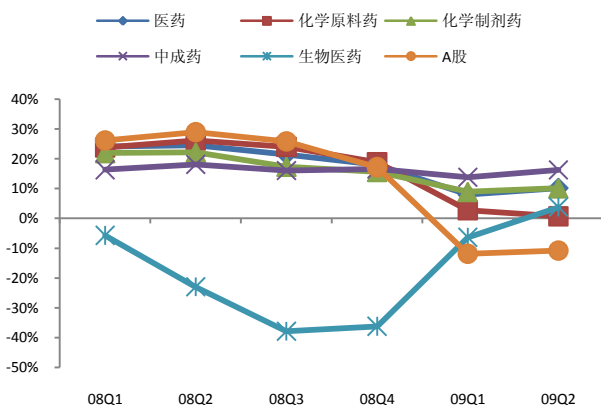
其次，牵涉到全国几亿医疗支出的《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录》将进行大调整，同时国家基本药物目录的品种全部纳入《医保目录》，报销比例明显高于其他非基本药物。预计将通过进一步提高医保支持力度，降低消费门槛拉动医药消费，从而进一步推动医药主体市场扩容和需求释放的效应继续放大，促进医药行业实现新的增长。

另外，卫生部已公示，今年 10 月将正式启动试点公立医院改革，计划在全国遴选 12 个左右地市级试点城市、100 家左右公立医院进行试点。可望进一步推动“医药分离”以及医药市场全面开放目标实现的步伐，保障医药行业的持续健康发展。

9 月医药行业投资策略

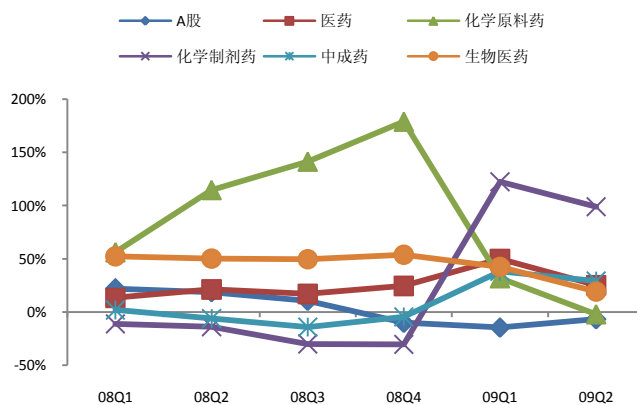
截至近日，A 股市场上已有 80%左右的医药上市公司公布了上半年报告，结果显示，医药行业继续保持了持续稳定增长的态势。其中，上半年，中西制剂药的营业收入增长更为平稳和突出，生物医药行业增幅上升最快。而中西制剂药行业净利润保持较为稳定的增幅，生物医药行业净利润增长最为突出；化学原料药行业净利润上年大幅回落，但今年上半年情况显示，其下滑已趋于平缓。

Figure 12 部分医药细分行业营业收入同比增长



*资料来源: WIND; 国海证券研究所

Figure 13 部分医药细分行业净利润同比增长



*资料来源: WIND; 国海证券研究所

新医改的持续推行有效推动了医药行业总体上保持持续向好。新医改带来的制度革新通过加大公共支持力度增强消费能力、降低消费门槛扩大保障覆盖,从而重构过往医药市场的总体格局,正在全面改变医药行业的基本生态,推动医药行业结构优化、效率提升、创新进取,总体上持续向好和稳定增长。这一基本面是驱动A股市场上医药板块走向的根本动力。这种基本面具体表现在提高医保补贴与报销标准和扩大医保覆盖增强了医药消费能力,拉动了药品需求与消费;同时建立基本药物制度与未来年底更新医保药物目录将降低一部分基本或常用必需药物的总体价格水平,减少流通环节,提高供给效率。这些均将对医药需求与消费带来巨大的推动,从而极大扩大市场容量,增加医药企业的销售规模,提高总体利润空间,推动医药企业业绩实现新的增长。

在一个较长的区间,与其它行业比较,医药行业稳定可持续增长的特点通常赋予行业总体相对较高的估值溢价。然而上半年,充盈的流动性抬升了市场的整体估值,尤其是向经济振兴计划重点支持行业倾斜和集中,医药板块总体却跑输大盘,估值相对落后,因此,目前医药板块估值优势正在开始显现,存在较为突出的补涨需要。

目前市场正呈现从流动性推动与主题投资向业绩推动转化的趋势特点。新医改推动了医药行业集中度的提升,有利于医药行业利润向具有行业龙头与优势地位的上市公司倾斜与集中,从而推动医药上市公司业绩提升与估值向上。医药行业的稳定发展带来上市公司业绩持续向好,从而推动估值向上的逻辑与市场趋势更为吻合。

化学原料药缓慢复苏持续与国家基本药物制度推出可望带来低端医药消费增长推动行业保持持续稳定增长。优势医药流通企业与医药制造行业龙头或拥有独家品种以及区域优势的企业可望享受基本药物制度实施带来的市场扩容效应而加快增长。因此,总体上基于包括基本药

物目录的其它部分、新版基本医保药物目录、新版药典以及医疗卫生机构改革试点等新医改一系列具体配套措施的陆续推出推动医药行业总体向好的基本趋势不变，继续给予医药行业“强于大市”的投资评级。并且重点关注以下几点：

第一， 关注可持续增长。基于医药行业的发展特点与近期市场热点转换走向，可持续增长应该成为未来医药行业投资的基本逻辑，需要重点关注未来拥有行业与市场优势地位，可以通过产品创新与经营结构优化从而实现可持续增长个股。

第二， 关注基本药物。我们认为，随着新的基本药物目录与医保目录的推行，部分拥有已列入目录的中药独家品种以及部分龙头或骨干中西制剂药具有较为突出的区域、品牌、产品及市场优势，通过主导新增的低端药品市场，扩大优势来抢占新增的市场空间，有望扩大销售规模，推动业绩实现新增长。

第三， 关注优势医药流通企业。基本药物制度的推行，减少了医疗机构对药品流通的利益阻隔，不仅有利于消费者，同时也有利于上游医药流通企业获得新的增长空间。

第四， 关注新流感动向。随着季节变换，又面临进入新的流感流行季节，相关防治药物企业有可能重新吸引市场关注。

综合考虑，重点推荐华东医药、恒瑞医药、益佰制药、南京医药、东北制药。

重点上市公司投资建议

Figure 14 重点股票池：

股票代码	股票简称	投资评级	市价 8.26	EPS			PE		
				2008A	2009E	2010E	2008A	2009E	2010E
000693	华东医药	增持	14.31	0.39	0.56	0.70	36.7	25.6	20.4
600276	恒瑞医药	增持	40.52	0.82	1.13	1.45	49.4	35.9	27.9
600594	益佰制药	增持	13.08	0.42	0.53	0.62	31.1	24.7	21.1
600713	南京医药	增持	8.34	0.12	0.27	0.38	69.5	30.9	21.9
000597	东北制药	增持	27.6	1.16	1.30	1.45	23.8	21.2	19.0

*资料来源：国海证券研究所

国海证券投资评级标准

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。本报告版权归国海证券所有。