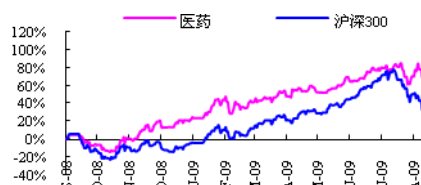


医药

4 季度医药行业投资策略

维持评级：强于大市

相对沪深 300 表现



表现	1m	3m	12m
医药行业	10.5%	14.5%	87.9%
沪深 300	-4.5%	-1.9%	44.1%

重点公司	6m%	YTD%	评级
益佰制药	23.7%	77.4%	增持
华东医药	28.1%	59.3%	增持
哈药股份	47.1%	100.4%	增持
恒瑞医药	38.3%	65.8%	增持

相关报告

《2009 年 9 月医药行业投资策略》
2009 年 8 月

分析师

张伟

电话：0755-83707451

邮件：zhangw@ghzq.com.cn

分析师申明：

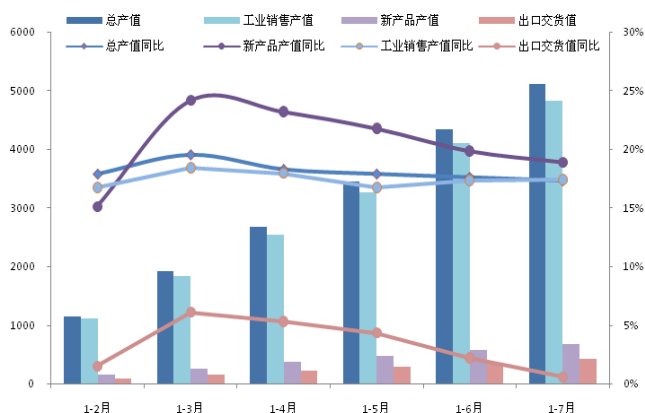
分析师在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了分析师对上述行业、公司或其证券的看法。此外，分析师薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

- 主要原料药产品近期价格走势依然呈现向上趋势，其它品种价格走势平稳，化学原料药行业总体上仍然呈现缓慢平稳复苏态势，但并未出现急速反弹，仍处在振荡企稳之中，其复苏可能较为缓慢和漫长。
- 新医改全面展开后，面临良好的市场环境，包括生物医药在内的中西制剂药行业销售与利润增速加快，远好于其它行业及以出口市场为主的原料药行业，未来有望保持持续稳定快速增长的发展态势。
- 医药行业总体上受到金融危机的影响相对较小，因而感受经济振兴计划带来的刺激也相对较弱。与其它行业比较，医药行业的总体运行相对更为平稳。在新医改制度革新全面展开的环境下，伴随公共投入增加和消费门槛降低带来的需求释放与市场扩容，目前医药行业依然运行在持续稳定增长的向好通道上。
- 展望第四季度，随着国家基本药物制度进入试点并逐步实施与新版基本医保药物目录启动修订，正在经历重构的中国医药市场将为医药行业催生出新的产业生态，推动产业迈向更高的发展水平。相对于上半年 A 股市场上医药板块整体走势较为滞后，受甲流感效应刺激与业绩增长推动，近期医药板块整体估值水平抬升较快，估值优势有所弱化。但基于对医药行业未来继续保持持续稳定增长的预期，业绩持续增长有望带给医药板块估值新的上升空间，维持对医药行业“强于大市”的投资评级。
- 医药市场日趋集约化和全面开放，在加剧竞争的同时，更加有利于优势企业的优势扩大，从而加快产业集中度提升步伐；同时，基本药物制度的推行亦将有利于主要面向中低端医药市场的国内骨干医药企业成长壮大；而药品定价机制的改革亦将鼓励创新，推动创新能力较强的企业实现产业升级。重点推荐益佰制药、华东医药、哈药股份、恒瑞医药。

医药行业总体运行平稳

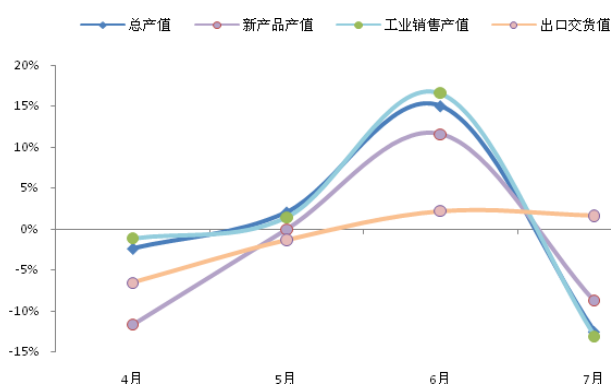
根据最新公布的7月份医药行业统计数据：7月份医药行业产销情况继续向好，但与6月份比较，在保持15%左右增幅下，增速有所减缓；出口交货值同比降幅则进一步缩窄，从上月的同比6.18%的降幅缩小到4.69%；同时，除出口交货值外，7月份环比首现下滑。1-7月，医药行业累计总产值与销售继续保持平稳增幅，分别同比增长17.33%与17.44%；而累计新产品产值与出口交货值同比增幅则延续了3月份以来的下降趋势。

Figure 1 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 2 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

基于相对刚性的需求，除化学原料药等周期性相对较强和主要面向出口的细分行业外，医药行业总体上受到金融危机的影响相对较小，因而感受经济振兴计划带来的刺激也相对较弱。与其它行业比较，医药行业的总体运行相对更为平稳。在新医改制度革新全面展开的环境下，伴随公共投入增加和消费门槛降低带来的需求释放与市场扩容，目前医药行业依然运行在持续稳定增长的向好通道上。

尽管如此，全球经济的逐步回稳还是为医药经济中占重要地位的医药出口复苏带来了新的机遇。而作为科学发展、改善民生以及消费升级的重要组成部分，医药经济在国民经济中的重要地位正在逐步提升并受到前所未有的关注。受国家宏观经济环境总体企稳向好的影响，对医药行业的政策支持逐步增强，为医药产业营造了更好的发展环境，医药行业总体呈现出工业生产稳步增长、商业购销增势平稳、效益水平有所改善的良好发展格局。

新医改全面展开进一步扩大了医药市场消费需求。据统计，今年上半年农民人均现金收入2733元，同比增长8.1%，扣除价格因素，同比

实际增长 8.1%。随着上半年参加新农合的人数达到 8.3 亿，农村药品销售持续增长。2008 年全国七大类医药商品销售中，对农村销售额为 687 亿元，比上年同期增长 13.74%，今年则继续保持了这一增长态势。

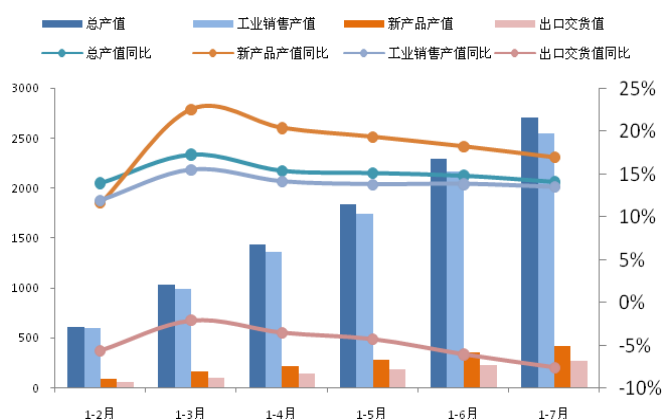
湖北省统计局提供的统计数据显示，今年上半年，该省医药工业实现工业增加值 57.4 亿元，比去年同期增长 17.3%，高于全省工业平均增长水平 4.8 个百分点。

近期甲型 H1N1 流感进入第二次集中暴发蔓延高峰，尽管不会对医药行业带来全局性的影响，但随着相关防治疫苗与药品的开发及储备增加，相应推动了生物医药的技术进步和加快了我国生物医药行业产业化与市场化发展步伐，为相关的生物医药企业提供了难得的阶段性市场机遇。

原料药平稳复苏，制剂药延续增长

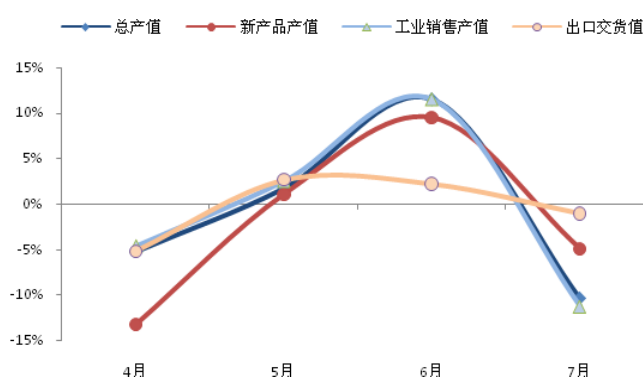
最近的医药行业统计数据显示：1-7 月包括原料药与制剂药的化学药行业累计实现总产值 2711.36 亿元，同比增长 14.15%，累计实现工业销售产值 2555.73 亿元，同比增长 13.50%，均与前 6 个月累计增幅基本持平；出口交货值则继续下降，降幅 7.54%，较前 6 个月降幅增加 1.54 个百分点；而 4 个主要指标 7 月份环比则同现负增长。

Figure 3 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 4 化学药行业近期运行情况（环比）

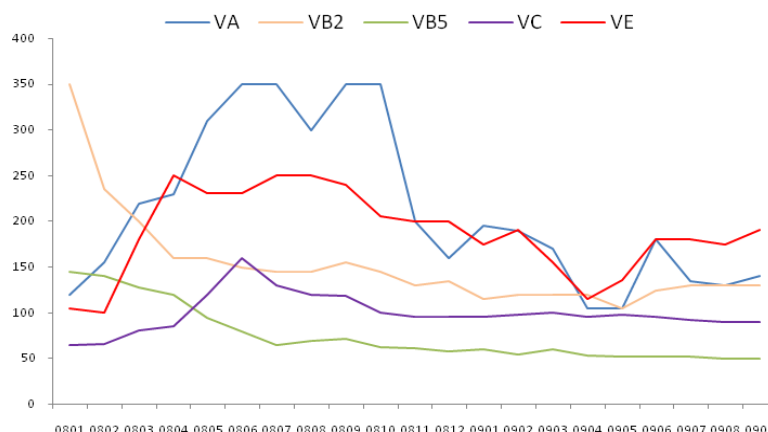


*资料来源：中国医药经济信息网；国海证券研究所

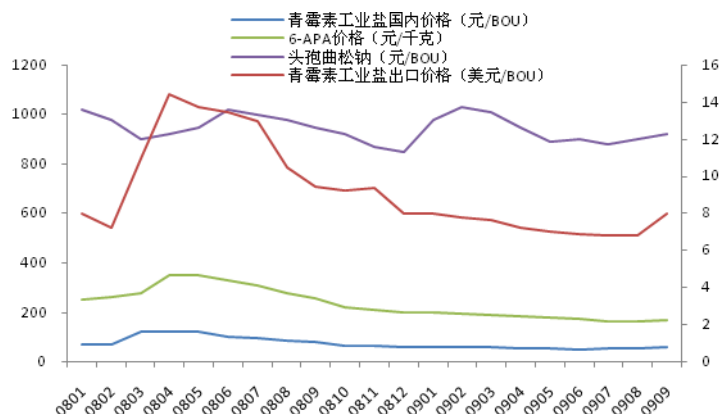
基于原料药产品主要面向出口市场并且在出口中所占比重更大的缘故，出口交货值的变化更多地反映了化学原料药行业的实际运行情况。前 7 个月化学药品出口交货值未能扭转持续下滑，并且降幅呈现增大的局面反映出：相对于 2008 年上半年原料药量价持续高位运行导致的相对较高的比较基数，原料药的缓慢复苏可能将延迟到下半年，随着

同比基数降低，增长由负转正才能逐步体现。实际上，出口交货值环比尽管出现负增长，但降幅相对较为平缓。而以维生素E、维生素A为主的原料药产品近期价格走势依然呈现向上趋势，包括其它主要维生素与抗生素原料药产品在内的主要原料药品种价格则走势平稳，化学原料药行业总体上仍然呈现缓慢平稳复苏态势。

Figure 5 维生素类原料药产品价格走势

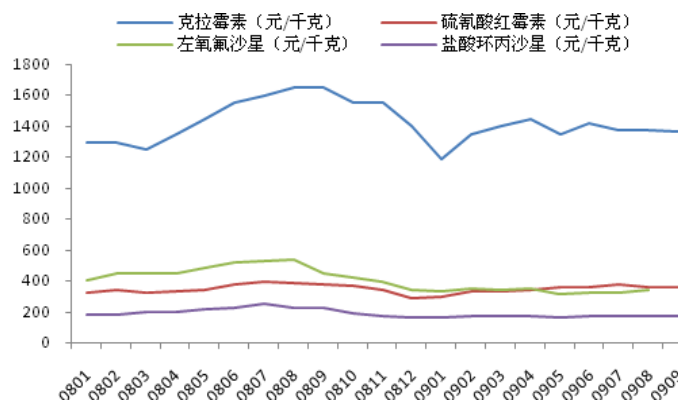


*资料来源：天相投顾；国海证券研究所

Figure 6 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 7 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

尽管从环比上看，化学原料药并未出现急速反弹之势，仍处在振荡企稳之中。反映出此次反弹更多地是以补充消化库存带来的市场启动，复苏能否持续仍需依赖全球经济企稳和市场需求回升，可能将经历一段较为漫长的过渡。然而，基于全球经济总体呈现回稳向好迹象，医药需求相对较为刚性的特点，以及多个专利药保护到期刺激全球仿制药市场持续升温等因素，全球化学原料药市场有望继续保持缓慢复苏势头，从而为我国集约优势不断提升的主要化学原料药产业提供新的市场机遇，逐步加速复苏步伐；而伴随新医改全面展开，国内下游制剂药市场尤其

是普药市场的不断扩容带来的强劲需求有望成为拉动上游低端产品原料药产品产销的重要力量。

著名 IMS Health 公司预测，2009 年，市场价值达到 240 亿美元的品牌药随着专利保护到期将面临仿制药的竞争，比去年的 180 亿美元有较大幅度上升。到 2012 年，这一数据将达到 300 亿美元。仅以市场主力的心脑血管药物为例，在接下来的 5 年内，全球有 5 只销售最好的血管紧张素受体阻滞剂专利即将期满，将为相关仿制药市场带来新的活力。

新医改带来医疗保健公共投入增大与消费门槛降低加速了医药市场主力－化学制剂药的需求增长与销售扩大，成为支撑化学制剂药行业保持持续稳定增长的主要驱动力。

新医改带来的相关医疗保健制度建立，推动了公共投入的相应增加。我国医疗救助制度已经从无到有，从试点到全面铺开，2009 年中央财政安排医疗救助资金已达到 80.53 亿元。与此同时，国家对基本医疗保健保障力度增强，也带来医药市场尤其是基层医药市场的相应扩大与加速增长。有关数据显示：今年城镇职工和居民基本医疗保险参保人数要达到 3.9 亿人，比上年新增长 7200 万人；全年解决 607 万关闭破产国有企业退休人员参保问题；2008 年，全国药品消费额超过 4500 亿元，而基层医疗机构药品消费额 2008 年同比增长超过 30%以上。

8 月份，国家基本药物目录正式发布。同时 9 月 21 日开始，试点地区的基层卫生医疗机构实施基本药物目录制度，与之相应的省级统一招标也步入启动。收录于国家基本药物目录的 205 个西药制剂药品将成为基层医疗机构终端市场的主体，从而带动相关生产与配送企业的销售规模扩大，成为推动化学制剂药行业加快增长的重要因素。有统计显示，此次目录涉及的普药生产企业多达 3700 多家。尽管总体价格可能下调，但随着消费门槛降低，亦将可望刺激新的消费需求，为市场带来增量，从而促进行业总体生产规模及盈利扩大。

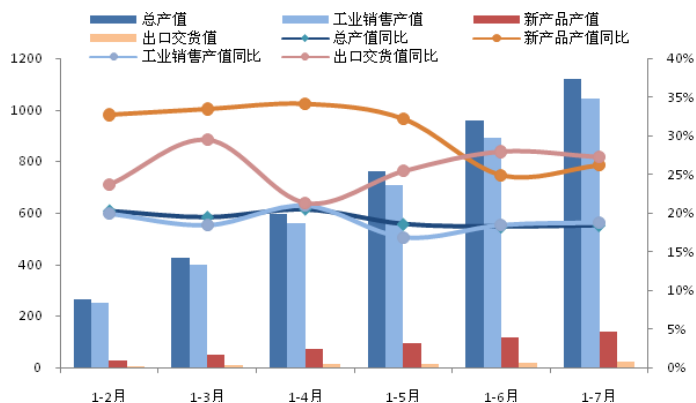
新近推出的国家基本药物制度以及预计基本医保药物目录的调整主要针对医疗机构药品终端市场。通过调整相关市场的产品结构从而降低总体消费门槛，刺激低端药品的消费需求，一定程度上可能会侵蚀和冲击以非处方药为主的零售药品市场。据统计，2008 年医药零售市场保持了稳健的发展势头，销售规模达 842 亿元，其增幅稳定在 18%左右。然而，与其它国家比较，我国目前非处方药市场仍有较大的发展空间和潜力，基层医疗机构医药终端市场的形成与快速扩张对零售市场的冲击相信是短暂和阶段性的，随着总体消费的全面启动与加速增长，长期有望实现共同增长。2008 年中国 OTC 市场的增长幅度虽然回落到近年较低

的 8.4% 水平，但仍超过了大多数发达国家。

政策扶持推动中药行业持续加快增长

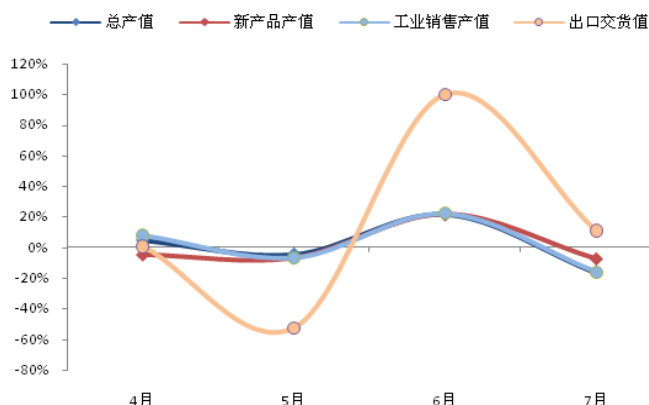
统计数据显示，1-7 月，中成药总产值继续维持稳定增幅，工业销售产值与出口交货值继续呈现加快增长态势，累计同比增幅分别较前 6 个月提高 0.31 与 1.3 个百分点，但四项指标 7 月份环比除出口交货值外，均出现负增长，但降幅轻微。

Figure 8 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 9 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

新医改的全面展开，扩大了低端药品的消费，因而成为带动主要面向中低端药品市场的中成药加快增长，国内外市场均呈现销售畅旺局面。2008 年，中药进出口额达到 17.52 亿美元，其中出口 13.09 亿美元，创历史新高。

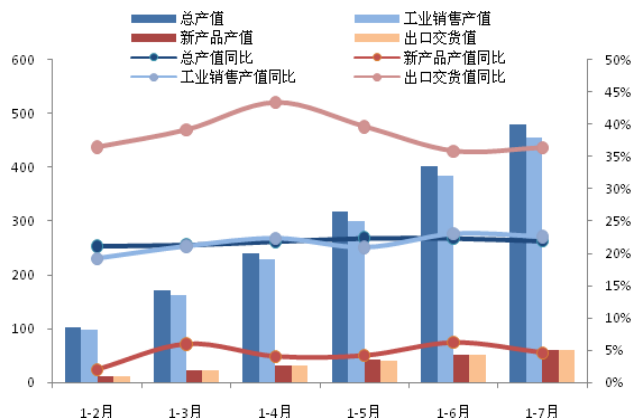
截至 2008 年年底，我国已有县级中医医院 1509 所，实有床位 13.9 万张；2009 年，我国 76% 的乡镇卫生院设置了中医科、中药房，政策扶持与硬件建设为中药行业的加快增长提供了良好的平台与环境。

近期公布的国家基本药物目录中有 102 种中成药列入，其中超过 20 多种的独家品种将为相关企业提供更优越的市场机遇。另外，基本药物目录收录了 8 种中药注射剂品种，显示过去频繁发生的中药注射剂导致不良反应的事件并未改变中药注射剂一类中成药品种临床使用的政策导向，而是在加强生产工艺以及质量控制以及临床使用规范管理的同时，有效引导该类产品的健康发展，使其继续作为中药现代化的一个重要途径，成为推动中药行业加快成长的重要增长点，充分展现了政策对于中药行业的精心呵护。

生物医药出口凸显亮色

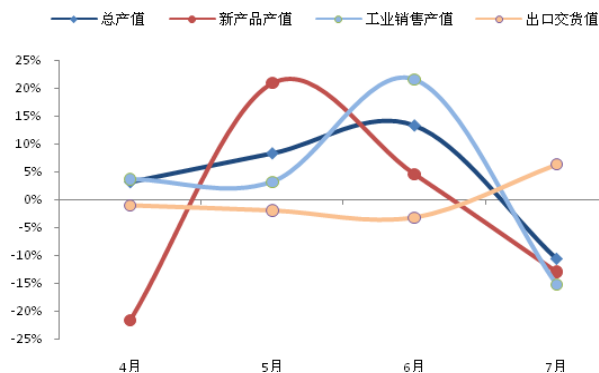
今年前 7 个月，生物医药产品生产与销售继续保持超过 20%幅度的快速增长，出口同比增幅有所提升，尽管其它 3 个指标环比出现负增长。

Figure 10 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 11 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

中国医药报的信息来源显示：1-5 月，医药保健产品出口总额为 121.9 亿美元，同比下降 2.77%，出口增长仍然乏力。然而，同时期，生化药出口 4.98 亿美元，同比增长 62.2%，成为生物医药近期运行中突出的亮点。

市场重构催生医药新生态，环境改善推动行业新增长

展望第四季度，新医改中的提高医疗卫生保障水平与扩大基本医保覆盖的工作依然在全国各地顺利展开；国家基本药物制度从 9 月 21 日开始进入试点并逐步实施；11 月份，新版基本医保药物目录启动修订。一系列的医改配套政策与措施陆续展开将继续推动变化中的中国医药市场，从根本上全面塑造一个不一样的市场格局，从而给这个市场的主要参加者——医药行业带来直接触动，催生出新的产业生态，推动产业迈向更高更新的发展台阶，成为医药行业保持长期持续增长的有力保障。

首先，基于提高基本医疗卫生保障水平而增加的公共投入以及其它统筹性的个人投入可望为医药消费需求带来实质增量，有预测增量需求可望达到 1600-1700 亿元，从而有利于相关医药生产与流通企业。

其次，提高基本医疗卫生保障水平在增强支持力度的同时，通过建立基本药物制度和调整扩大基本医保药物目录降低消费门槛。虽然可能导致药品价格下调，压缩药品生产企业利润空间，加剧行业竞争，但通过吸引增量消费需求，扩展了市场空间，为医药行业提供了新的市场机

遇。

新医改的全面展开正在带来医药市场的结构变化,从而对医药行业的未来发展构成长远影响。不难想象,以公共服务为导向的政府主导下的新增市场日趋集约化,在加剧竞争的同时,更加有利于优势企业的优势扩大,从而加快产业集中度提升步伐;同时,基本药物制度的推行亦将有利于主要面向中低端医药市场的国内医药企业成长壮大;另外,药品定价机制的改革亦将鼓励创新,推动产业升级。

另外,尽管步履艰难,医疗卫生机构改革仍在按计划试点启动。以改变“以药养医”为目标的改革将促进医药市场的全面开放,随着医疗机构退出医药流通利益链,为医药行业提供新的发展空间。

4 季度医药行业投资策略

根据中报,上半年,医药上市公司营业收入总体达到 1143.38 亿元,较上年同期增长 6.74%。抛开医药流通企业,医药制造上市公司总体营业收入为 636.86 亿元,占医药制造全行业上半年销售产值的 15.5%。尽管与医药制造行业上半年销售产值累计同比增长 17.39%比较,增幅相对有限,但总体仍然保持了与医药制造全行业的同步增长态势。而且,与全部 A 股上市公司营业收入同期同比下降 10.4%比较,其增长态势较为突出。剔除 2008 年亏损个股,医药上市公司净利润上半年同比增长 18.16%,远远好于全部 A 股净利润同期同比下降 15.73%的情况。相对于上半年 A 股市场上医药板块整体走势较为滞后,受甲流感效应刺激与业绩增长推动,近期医药个股整体估值水平抬升较快,估值优势有所弱化。但基于对医药行业未来继续保持持续稳定增长的预期,业绩持续增长有望带给医药板块估值新的上升空间,维持对医药行业“强于大市”的投资评级。

医药上市公司中,化学原料药企业上半年营业收入较上年同期同比下降 0.66%,剔除上年亏损个股,归属母公司的净利润同比下降 10.46%。显示除部分优势品种外,化学原料药行业总体上仍未摆脱金融危机带来的国际需求低迷的不利影响,复苏可能较为缓慢和漫长,下调至“中性”的投资评级;而包括生物医药在内的中西制剂药上市公司上半年营业收入同比增长 6.93%,剔除亏损股后,净利润同比增长 33.14%,显示在新医改全面展开后,面临良好的市场环境,中西制剂药行业增速加快,未来有望保持持续稳定快速增长的发展态势,继续维持对包括生物医药在内的中西制剂药行业“强于大市”的投资评级。

新医改带来的医药市场结构变化,对于医药行业的产业格局也正在

产生长远的影响。医药市场日趋集约化和全面开放,在加剧竞争的同时,更加有利于优势企业的优势扩大,从而加快产业集中度提升步伐,同时,基本药物制度的推行亦将有利于主要面向中低端医药市场的国内骨干医药企业成长壮大,而药品定价机制的改革亦将鼓励创新,推动创新能力较强的企业实现产业升级。重点推荐益佰制药、华东医药、哈药股份、恒瑞医药。

重点上市公司投资建议

Figure 12 重点股票池:

股票代码	股票简称	投资评级	市价 9.23	EPS			PE		
				2008A	2009E	2010E	2008A	2009E	2010E
600664	哈药股份	增持	17.36	0.69	0.75	0.85	25.2	23.1	20.4
600594	益佰制药	增持	13.09	0.42	0.53	0.62	31.2	24.7	21.1
000963	华东医药	增持	15.05	0.39	0.56	0.70	38.6	26.9	21.5
600276	恒瑞医药	增持	44.61	0.82	1.13	1.45	54.4	39.5	30.8

*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。