

[2009.09.28]

业绩与主题齐飞

09 年四季度医药行业策略报告

易镜明

021-38676779

yijingming@gtjas.com

业绩、基本药物目录、甲流疫情仍是三大关注点

本报告导读：

投资要点：

- 中国目前处在城镇化率提升、国家医改投入持续增加、居民就诊意愿加强的时期，从卫生费用构成变动趋势来看：未来 3 年内个人支出有望下降到 40% 以下，政府支出提升至 20%。
- 市场分布情况：基层单位在药品市场中占比约 20%，非基层机构占比约 80%
- 行业数据：根据发改委公布的最新 1-7 月数据情况：医药行业累计收入 5117 亿元，同比增长 17.33%。高于全部制造业 7 个百分点，继续保持较高景气度。细分子行业：化学药品制造收入 2711 亿元，同比增长 14.2%；中成药制造收入 1121 亿元，同比增长 18.45%；生物、生化制品的制造收入 480 亿元，同比增长 21.95%；医疗设备及器械制造收入 2711 亿元，同比增长 20.57%。
- A 股中报医药板块：09H 利润总额同比增长 18.1%，净利润同比增长 23.3%。其中化学制剂、中药、生物药、商业板块净利润增速同比均超过 25%。
- 按照对行业新的增量等于政府投资的 1 倍计算的话，2010 年的增量相当于 2009 年医药工业的 3.8%
- 基本药物目录受益公司方面：基层版我们主要推荐独家品种占上市公司一定毛利比重但收入又不是很大，具有弹性的公司（排序：千金药业、云南白药、中新药业、金陵药业、天士力、三九医药、康美药业），其他机构版可以视为住院用药，需要关注生产高端专科用药的化学制剂公司以及某些中药公司。
- 结论：1、中国目前处在城镇化率提升、国家医改投入持续增加、居民就诊意愿加强的时期。医药本身是稳健增长的行业，2010 年行业还将有医改增量。2、医改政策方面主要关注基本药物目录受益的公司，基层版可能受益的排序：千金药业、云南白药、中新药业、金陵药业。其他机构版也需要积极关注。3、甲流疫情主题投资 4、新股：乐普医疗、信立泰。

细分行业评级

生物科技	增持
化学制药	增持
医药商业	增持
中药制药	增持

重点公司评级

恒瑞医药	增持
千金药业	增持
华东医药	增持
科华生物	增持
一致药业	增持
康缘药业	增持
云南白药	增持
国药股份	谨慎增持
三九医药	谨慎增持
华兰生物	谨慎增持
双鹤药业	谨慎增持
鱼跃医疗	谨慎增持
金陵药业	谨慎增持
中新药业	谨慎增持
天士力	谨慎增持

相关报告

把握政策的脉动

09.7.23

请务必阅读正文之后的免责条款部分

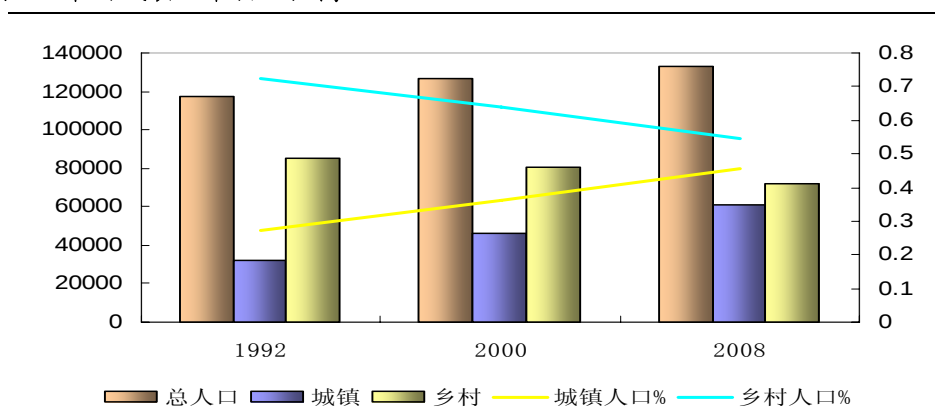
1. 我国目前卫生情况现状

1.1. 城镇化率提升，居民就诊意愿加强

人口情况研究

2008 年中国总人口 13.2 亿，其中城镇 6 亿，占比 45.6%；1992 年全国总人口 11.7 亿，其中城镇人口 3.2 亿，占比 27.4%。16 年间，中国人口增加 1.56 亿，增长 13.3%。城市化明显，城镇人口增加 2.84 亿，乡村人口下降 1.28 亿。城市化率提高了 18 个百分点。

图 1：中国城镇化率明显提高



数据来源：卫生部 国泰君安证券销售交易总部

居民就诊意愿变强

随着人民生活水平提高及医改推进，整体来看居民就诊意愿明显增强。住院率代表重大疾病就诊率，新农合的住院率从 03 年的 33.9 % (合作医疗) 到目前的 69%。08 年城镇职工基本医保下住院率为 91.8%，城镇居民基本医保尚未完全推开，因此住院率为 51%，还有较大向上空间。

表 1：不同保障形式下居民住院率(%)

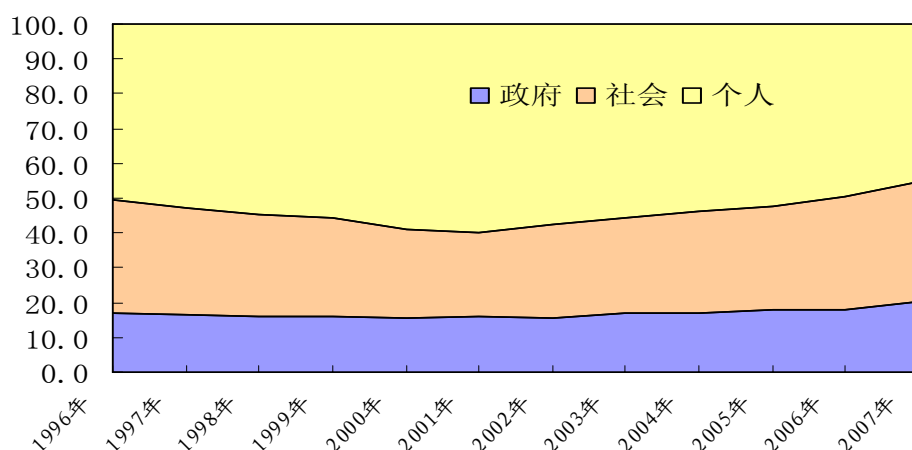
医保类别	2003 年	医保类别	2008 年
城镇基本医疗保险	59.0	城镇职工基本医保	91.8
大病医疗保险	43.5	城镇居民基本医保	51.0
公费医疗	99.0	公费医疗	139.1
劳保医疗	63.9		
合作医疗	33.9	新型农村合作医疗	69.0
商业医疗保险	22.0		
其他社会医疗保险	26.8	其他社会医疗保险	51.3
无医疗保险	33.6	无社会医疗保险	43.0

数据来源：卫生部 国泰君安证券销售交易总部

1.2. 卫生费用构成变动趋势: 未来 3 年内个人支出有望下降到 40% 以下, 政府支出提升至 20%

2008 年卫生总费用占 GDP 比例 4.52%; 卫生总费用构成中: 2007 年政府、社会、个人占比分别为 20.3%、34.5%、45.2%。其中, 个人支出占比在 2001 年是顶峰 60%, 政府支出为 15.5%, 是历史低点。我们认为: 医改方案下, 未来三年政府支出占卫生总费用比重将提高到 25% 以上, 个人支出有望降到 40% 左右。

图 2: 我国卫生费用构成比例: 个人降低, 政府升高

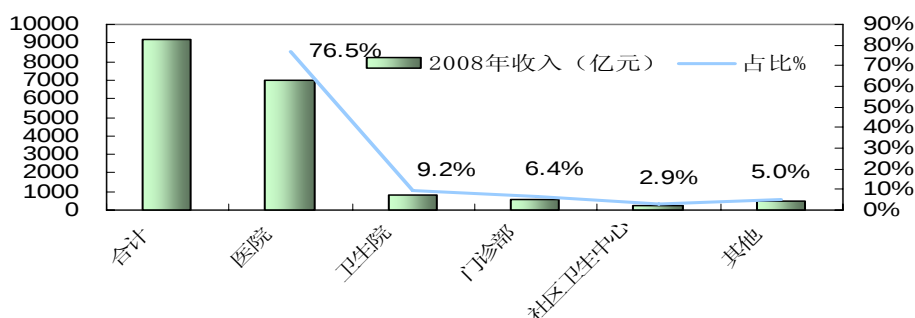


数据来源: 国泰君安证券销售交易总部

1.3. 市场分布情况: 基层单位在药品市场中占比约 20%, 非基层机构占比约 80%

根据卫生部统计数据, 2008 年各种类别的医疗机构收入情况: 医院收入 7003 亿元, 占市场比重 76.5%; 卫生院、门诊部、社区卫生中心收入占比 18.5%; 其他机构 5%。(所以基层单位在药品市场中占比约 20%, 非基层机构占比约 80%)

图 3: 各级医疗机构收入情况



数据来源: 国泰君安证券销售交易总部

1.4. 新农合进展：参合率达到 91%，08 年基金支出 662 亿元

自 2003 年国家开启新型农村合作医疗制度以来，取得了显著的成绩。参加新农合的人数从 2004 年的 0.8 亿上升到 08 年的 8.15 亿，截止 08 年底开展新农合的县（市、区）已经达到 2729 个，参合率已经达到 91.53%。

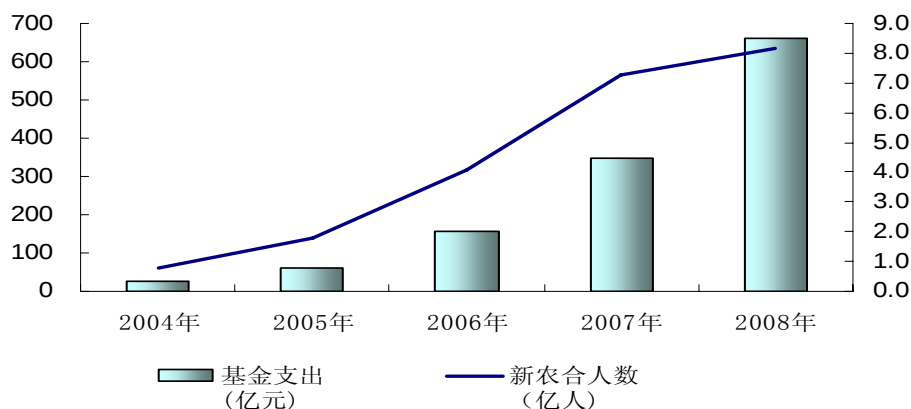
在基金支出方面，过去 5 年的时间内支出总额以每年翻一番的速度快速增长，在 2004 年总共支出 26.37 亿元，人均支出约 33 元，而到了 2008 年，支出总额已达到 662.31 亿元，人均支出接近 82 元。基金支出的快速增长反映了国家对新农合政策的重视，农村医疗市场的前景看好。

表 2：国家开展新型农村合作医疗情况

年份	开展新农合县 (市、区)(个)	参加新农合人数 (亿人)	参合率 (%)	基金支出 (亿元)
2004	333	0.80	75.20	26.37
2005	678	1.79	75.66	61.75
2006	1451	4.10	80.66	155.81
2007	2451	7.26	86.20	346.63
2008	2729	8.15	91.53	662.31

数据来源：国泰君安证券销售交易总部

图 4：新型农村合作医疗基金情况



数据来源：国泰君安证券销售交易总部

2. 行业数据

2.1. 1-7 月收入数据

根据发改委公布的最新 1-7 月数据情况：医药行业累计收入 5117 亿元，同比增长 17.33%。细分子行业：化学药品制造收入 2711 亿元，同比增长 14.2%；中成药制造收入 1121 亿元，同比增长 18.45%；生物、生化制品的制造收入 480 亿元，同比增长 21.95%；医疗设备及器械制造收入 2711 亿元，同比增长 20.57%。

表 3: 医药制造业收入数据

类别	本月	同期增长 (%)	1-7 月累计	累计增长 (%)
医药制造业	780	15.04	5117	17.33
化学药品制造	410	9.88	2711	14.15
中成药制造	166	18.51	1121	18.45
生物、生化制品的制造	78	20.15	480	21.95
医疗设备及器械制造	86	24.5	512	20.57

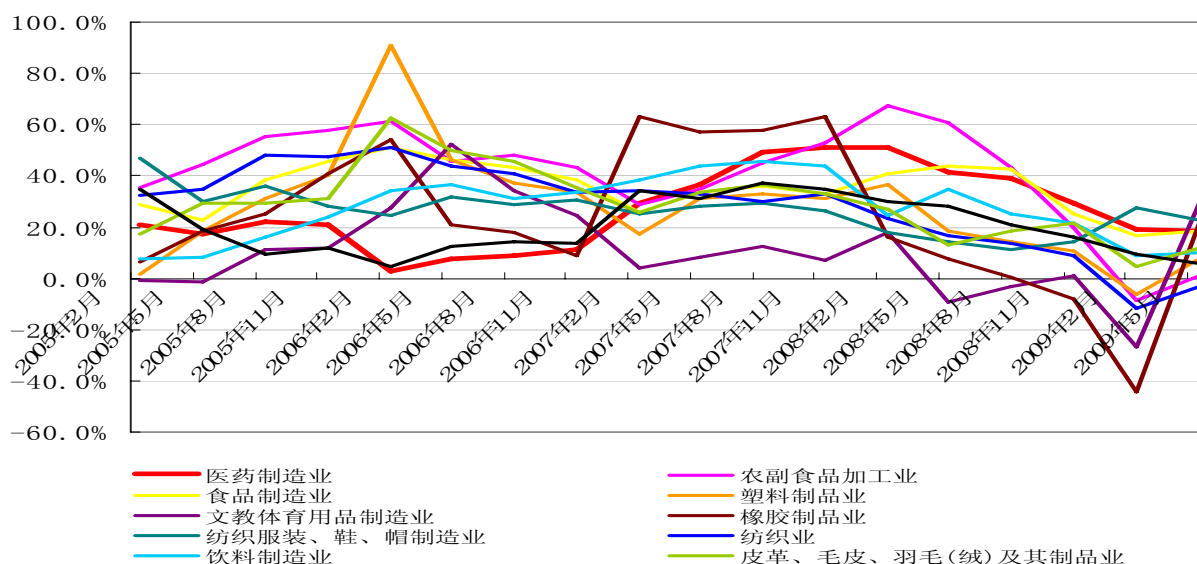
数据来源: 发改委 注: 月度数据只有收入数据, 没有细分数据, 可以看个大概

2.2.1-5 月详细数据 (季度数据)

2.2.1. 在下游消费品行业中, 医药制造业利润总额增幅位列第 4 位

09 年 1-5 月医药制造业表现: 利润总额增速达到 18.7%, 在 11 个下游消费品行业中位列第 4(前三分别是: 文教体育用品制造、纺织服装、橡胶制品业)。

图 5: 下游消费品行业 09 年 1-5 月利润总额增幅中: 医药行业位列第 4 位/11 个行业



数据来源: CEI、国泰君安证券

2.2.2. 医药制造业核心财务数据

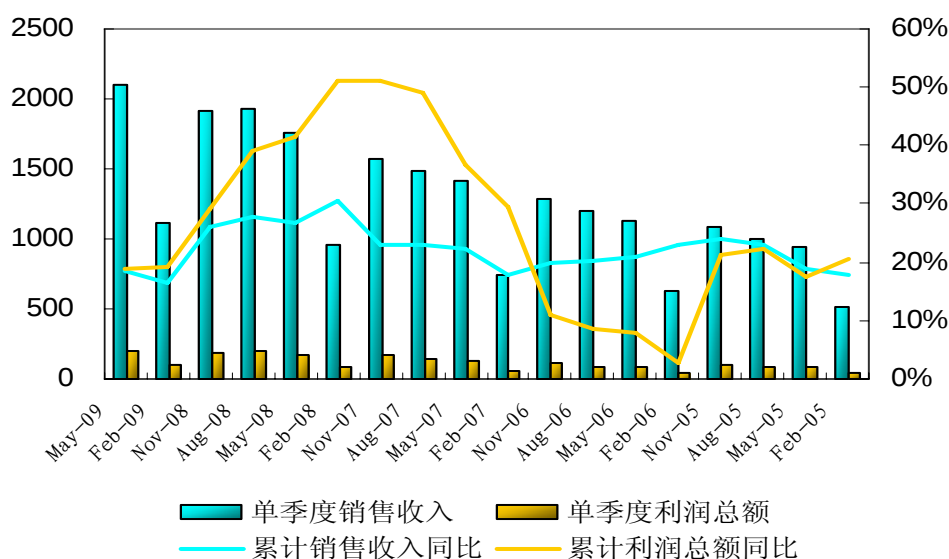
2009 年 1-5 月医药制造业实现营业收入、利润总额分别为 3220 亿、309 亿, 同比增长 18.47%、18.7%; 毛利率略增 (09 年 1-5 月 31.13%, 08 年 1-5 月 30.95%), 销售利润率略增 (09 年 9.6%, 08 年 9.58%)。

表 4: 2009 年 1-5 月医药制造业核心财务数据

	营业收入		营业利润 (不含投资收益)		利润总额		毛利率		销售利润率	
	1-5 月	同比	1-5 月	同比	数据	同比	09 年 1-5 月	08 年 1-5 月	09 年 1-5 月	08 年 1-5 月
医药板块	3220	18.47%	354	28.47%	309	18.70%	31.13%	30.95%	9.60%	9.58%
化学药制剂	1039	25.92%	114	27.17%	112	20.51%	37.58%	39.18%	10.74%	11.22%
化学原料药	729	5.57%	67	17.41%	54	-3.97%	21.97%	20.14%	7.42%	8.16%
中成药	675	16.77%	77	28.72%	70	27.46%	37.14%	38.16%	10.31%	9.45%
生物制药	286	12.60%	41	17.72%	36	13.86%	30.76%	29.79%	12.53%	12.39%

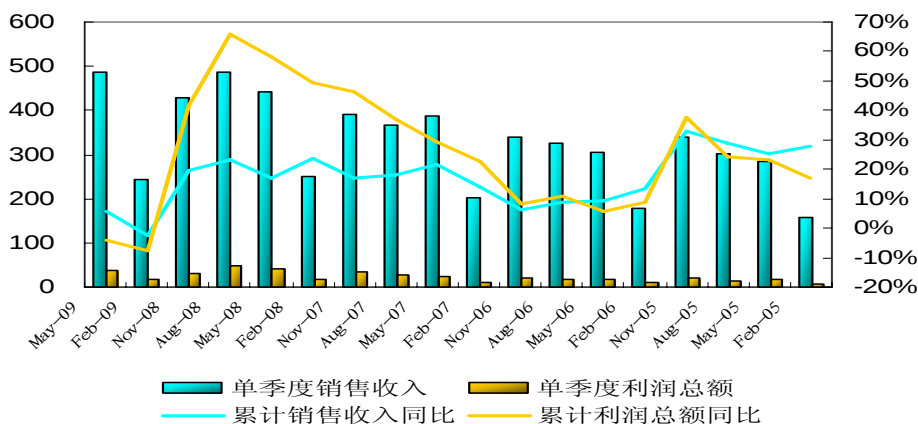
数据来源: CEI、国泰君安证券

图 6: 医药制造业营业收入、利润总额



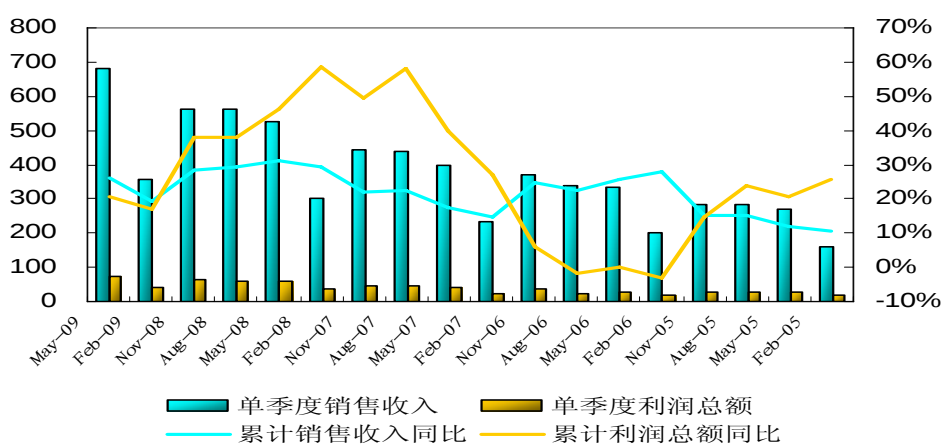
数据来源: CEI、国泰君安证券

图 7: 化学原料药营业收入、利润总额



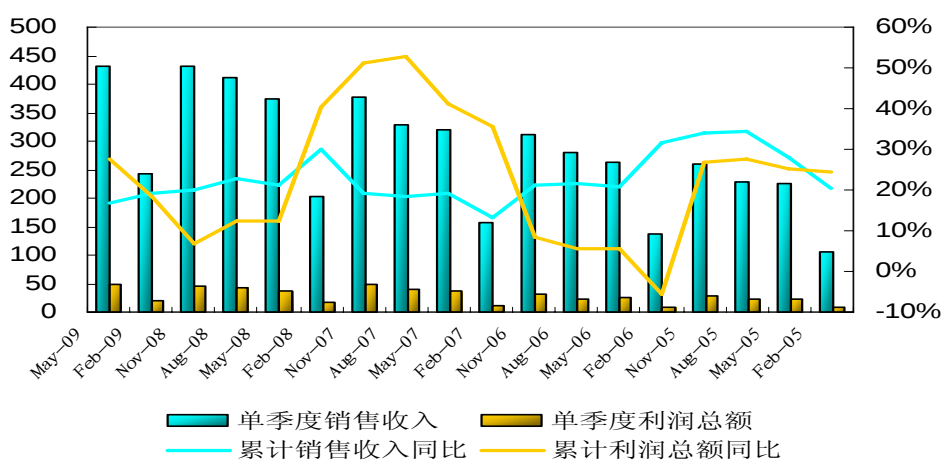
数据来源: CEI、国泰君安证券

图 8: 化学药制剂营业收入、利润总额



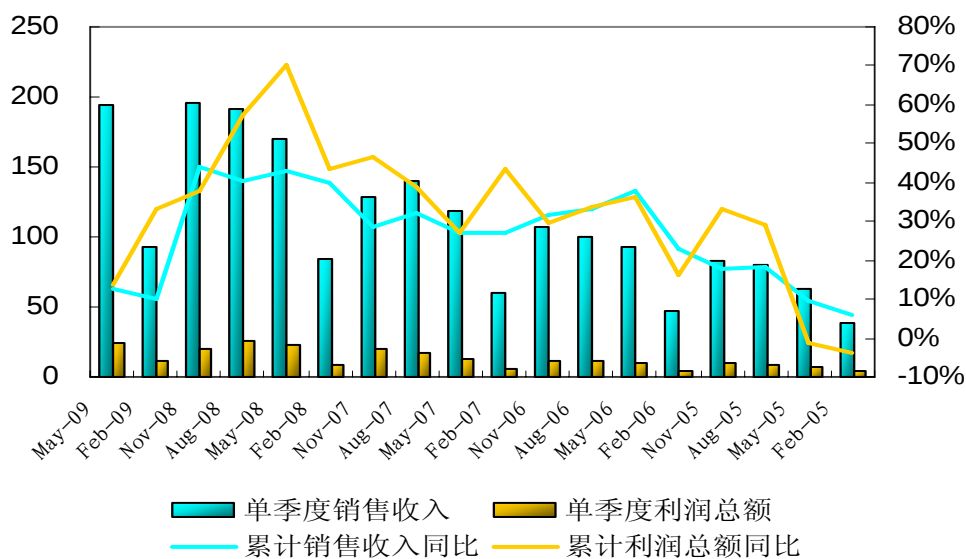
数据来源: CEI、国泰君安证券

图 9: 中成药营业收入、利润总额



数据来源: CEI、国泰君安证券

图 10: 生物制药营业收入、利润总额



数据来源: CEI、国泰君安证券

3. 上市公司中报情况总结

表 5: 医药上市公司总结

同比增幅%	营业收入	营业利润 (不含投资收益)	利润总额	归属于母 公司的净 利润	09H 毛利率	08H 毛利率	净利润占比	收入占比
医药板块	10.96%	5.45%	18.09%	23.33%	28.13%	28.80%	100.00%	100.00%
化学原料药	-5.06%	-32.38%	-30.88%	-22.57%	28.29%	33.07%	17.18%	15.60%
化学药制剂	6.26%	18.02%	54.55%	60.94%	37.51%	35.72%	35.60%	23.79%
中药	16.38%	22.20%	24.21%	27.57%	39.93%	39.55%	32.08%	25.22%
生物制药	16.76%	27.66%	24.59%	25.56%	55.61%	51.85%	6.94%	2.79%
医疗器械	16.31%	13.84%	17.53%	27.13%	31.02%	30.06%	1.88%	1.50%
医药商业	19.72%	28.95%	32.45%	30.07%	8.70%	9.01%	6.32%	31.09%

数据来源: 国泰君安证券销售交易总部

医药板块: 09H 收入同比增长 10.96%, 利润总额同比增长 18.1%, 净利润同比增长 23.3%。(收入因素主要受到原料药收入下滑及化学制剂行业影响。但主要应该看利润总额数据)

化学原料药: 09H 收入同比下降 5%, 利润总额同比下降 30.1%, 净利润同比下降 22.5%。(净利润占比 17.2%, 收入占比 15.6%)

化学制剂: 09H 收入同比增长 6.3%, 利润总额同比大幅增长 54.6%, 净利润同比增长 61%。(净利润占比 35.6%, 收入占比 23.8%)

中药: 09H 收入同比增长 16.3%, 利润总额同比增长 24.2%, 净利润同比增长 27.6%。(净利润占比 32%, 收入占比 25%)

生物制药: 09H 收入同比增长 16.7%, 利润总额同比增长 24.6%, 净利润同比增长 25.5%。(净利润占比 6.94%, 收入占比 2.79%)

医疗器械: 09H 收入同比增长 16.3%, 利润总额同比增长 17.5%, 净利润同比增长 27.1%。(净利润占比 1.88%, 收入占比 1.5%)

医药商业: 09H 收入同比增长 19.7%, 利润总额同比增长 32.5%, 净利润同比增长 30.7%。(净利润占比 6.32%, 收入占比 31%)

4. 政策变化情况

政策变化情况: 我们重点介绍目前三类人群的覆盖、我们对 10 年度医改对行业增速的测算以及基本药物目录对行业的影响

1、目前三类人群覆盖情况

全民医保政策正在积极稳妥推进, 基本医疗保障覆盖面的持续扩大。截至 2009 年 6 月底, 城镇职工医保、居民医保参保人数达到 3.37 亿人, 比上年新增 1900 万人; 新农合参保人数已达 8.3 亿人, 比上年底增加了 1600 万人。3 年内参保(合)

率均要达到 90%以上；城乡医疗救助制度覆盖到全国所有困难家庭。

2、2010 年度测算

我们前期报告详细计算过政府投入对行业拉动的公式：

两个前提：增量部分 40% - 50% 用于药费；政府医保报销是以 40% 左右支出

新的增量 = 增量 * 药费比例 (40% - 50%) ÷ 政府报销比例 (40%)

即对行业新的增量等于政府投资的 1-1.25 倍

简单按照对行业新的增量等于政府投资的 1 倍计算的话，2010 年的增量相当于 2009 年医药工业的 3.8%（我们估计 09 年行业收入为 ）。

表 6：2010 年度预计增量部分

	目标覆盖人群	10 年预计增量	政府新增支出
城镇职工医疗保险	2.4 亿城镇职工		
城镇居民医疗保险	2.4 亿城镇居民	覆盖 80% 人口，平均 150 元/人.年	新增 144 亿元
新农村合作医疗保险	8.91 亿农村居民	假设 8 亿人口中，新增 25 元/人, 达到 150 元/人.年	新增 200 亿元

数据来源：国泰君安证券销售交易总部

3、基本药物目录

基本药物目录：基层版相当于门诊用药，其他机构版相当于住院的重大疾病用药

2009 年发布国家基本药物目录，包括基层医疗卫生机构配备使用和其他医疗机构配备使用两个部分。目前公布的是基层医疗卫生机构配备使用部分，包括化药、中成药共 307 个药品品种。据卫生部药物政策与基本药物司基本药物处处长谢晓余 25 日透露，基本药物目录中的“非基层”部分目录的制定将结合公立医院改革试点情况，最快有望于今年 11 月初与公立医院改革试点方案同步公布。

目前参与基本药物制定的多个部门正在积极酝酿出台多个有关基本药物制度的后续文件。其中包括，**基本药物采购配送规定计划于今年 10 月底公布，基本药物质量监督管理规定计划于今年 10 月底公布，基本药物目录的非基层部分也计划于今年 10 月底公布，基本药物临床应用指南和处方集计划于今年 11 月底公布。**此外，基本药物零售指导价计划于今年 9 月底公布，但目前看来，不排除公布时间往后拖延。谢晓余还表示，未来政府有关部门将采取措施鼓励医疗机构采用基本药物，例如医疗机构中建立的药事管理制度，加强对其使用基本药物情况的监督，对于不按照规定使用基本药物的医疗机构，也将受到有关部门相应的处理

基本药物目录我们关注三点：

- 1、基本药物目录（基层版）主要面向新农合及城镇居民的社区卫生服务中心等，因此通过比较现行新农合目录与基本药物目录差异可以了解未来市场变化

- 2、基本药物目录（其他医疗机构配备使用）预计将包含大量较高端的专科用药，化学药制剂公司值得关注。
- 3、09 年 1 月份曾经流传的基本药物目录征求意见稿，我们将这个征求意见稿中入选的中药独家品种减去目前公布的基本药物目录基层版，剩下的可能是基本药物目录其他机构版中可能出现的中药品种，列表供参考。

表 7：部分省市新农合药物目录及相关规定

部分省市	新农合药物目录及相关规定
云南省	1、县级卫生行政部门可根据县级定点医疗机构的情况，在 10% 的比例范围内对《基本用药目录（修订版）》中的药品品目做适当扩充，扩充的药品品目报州、市卫生行政部门批准同意，并报省合管办备案。乡、村两级定点医疗机构的基本用药目录原则上不得增减，必须严格遵照执行。2、共计 1431 种药物，提到了基本急救药物及建议谨慎使用药物
甘肃	药品分 23 大类，共 773 种，其中西药 540 种，中成药 233 种，中药饮片略。目录中供三级医疗机构使用的药品共 773 种，二级医疗机构 754 种，一级医疗机构 586 种，村级医疗机构 342 种。
贵州	1、《药物目录》分县、乡、村三个层次，适用于县、乡、村三级合作医疗定点医疗机构。县级卫生行政部门可以根据当地农民的医药消费特点，在 10% 的范围内做适当增减 2、西药 206 种，中药 63 种
湖北	西药 800 多种，中药 300 多种
江苏	1、《基本药物目录（2009 修订版）》分县（市、区）级和乡（镇）级两个类别管理，适用于对应范围的新型农村合作医疗定点医疗机构。西药品种共 628 个，其中乡（镇）级 401 个；中成药品种共 266 个，其中乡（镇）级 193 个。2、各市新型农村合作医疗管理部门可以根据当地合作医疗筹资水平和农民医药消费特点，在 5% 范围内对《基本药物目录（2009 修订版）》中的药品数量作适当调整 3、各市要加强对目录外自费药品使用审核，严格控制自费药品费用占总用药费用的比例。定点医疗机构在使用目录外药品时，应事先向患者或家属说明情况，并征求患者或家属意见，实行告知和签字制度。乡（镇）定点医疗机构目录外自费药品费用占总用药费用的比例应控制在 5% 以内；县（市、区）级定点医疗机构控制在 10% 以内。
湖南	1、乡镇定点医疗机构目录外自费药品费用占总用药费用的比例应控制在 5% 以内；县级定点医疗机构控制在 10% 以内；县级以上定点医疗机构控制在 15% 以内。2、药物共计 1131 种。
安徽	1、用药目录收集西药 148 种，中成药 105 种。其中带*的药品，乡村医生可以使用，但新农合不能给予报销补偿。2、乡村医生用药必须严格按照《用药目录》执行，西药和中成药仅限《用药目录》所列品种及其剂型，中药饮片除备注中禁止使用的品种以外均可使用；对违反规定使用《用药目录》以外药品的，县级卫生行政部门必须依法查处。

数据来源：国泰君安证券销售交易总部

总结：

- 1、目前新农合目录实际包含基层版和非基层版，临床品种丰富（各地存在差异，中枢是 1100 种左右，西药中药比例大约 70: 30）。基本药物目录基层版种类仅为 307 种，临床的重病大病用药缺乏。
- 2、销售模式：新农合目录仍需公司配送，基本药物目录品种不用公司配送，且零差率销售
- 3、定价：新农合目录不单独定价，基本药物目录品种终端价格不包含医院加价 15% 及销售、配送费用。

推论：

- 1、临床实际使用方面，仅用基本药物目录基层版是远远不够的。实际上，基层

版可以视为门诊用药，其他机构版可以视为住院用药。总体来看：新农合等可能也会使用其他机构版药物。

- 2、受益公司方面：我们主要推荐独家品种占上市公司一定毛利比重但收入又不是很大，具有弹性的公司
- 3、其他机构版需要重点关注。

优先考虑入围独家品种占上市公司毛利比重、综合考虑公司长期发展前景、其余产品销售状况、目前估值水平，对于基本药物目录受益公司，我们的推荐顺序：千金药业、云南白药、中新药业、金陵药业、天士力、三九医药、康美药业。

表 8：基本药物目录（基层版）独家品种一览表

公司	独家产品	说明	其他品种
云南白药	云南白药（胶囊、膏、酊、气雾剂）	09h 占公司毛利比重 41% 销售收入 5 亿元（和 08 年比重差不多）	
三九医药	三九胃泰颗粒	08 年销售收入 2 亿左右，占公司毛利比重 15%	参麦注射液、正天丸 华佗再造丸、保济丸、 板兰根颗粒
广州药业	消渴丸	08 年收入 4.3 亿，占公司毛利比重 10%	
天士力	复方丹参滴丸	08 年收入 11 亿，占公司毛利比重 69%	
中新药业	速效救心丸	08 年收入 3.95 亿，占公司毛利比重 25%	
金陵药业	脉络宁注射液	08 年收入 5.1 亿，占公司毛利比重 45.8%	
千金药业	妇科千金片（胶囊）	08 年收入 4.2 亿，占公司毛利比重 90%	
马应龙	麝香痔疮膏	08 年收入 1.3 亿，占公司毛利比重 36%	
太极集团	鼻窦炎口服液、藿香正气液	占公司毛利比重不高	
中恒集团	血栓通注射液		

数据来源：卫生部 国泰君安证券整理

表 9：可能进入基本药物目录其他机构版，值得关注的排序是：康缘药业、沃华医药、江中药业、益佰制药

	主导产品	08 年销售收入(亿元)	08 年占公司收入比重
江中药业	江中复方草珊瑚含片	11.41	78.42%
	江中健胃消食片等		
片仔癀	片仔癀系列	2.50	38.44%
沃华医药	心可舒片	1.38	70.41%
东阿阿胶	阿胶及系列	10.51	62.78%
康缘药业	桂枝茯苓胶囊等	6.32	79.15%
武汉健民	龙牡壮骨颗粒等颗粒剂	2.16	26.12%
丽珠集团	参芪扶正注射液	2.01	9.93%
独一味	独一味胶囊系列	1.98	69.61%
益佰制药	艾迪注射液	5.06	42.81%

数据来源：国泰君安证券整理

5. 甲流疫情

我国疫情：截止 9 月 21 日 15 时，我国内地累计报告 13262 例甲型 H1N1 流感确诊病例，已治愈 8805 例，没有因甲型 H1N1 流感所致的死亡病例。从我国内地来看，近期疫情形势也发生了一些新的变化，疫情从沿海向全国、从城市向农村扩散，由输入为主变为本土为主，由散发病例向聚集疫情发展。目前，内地 31 个省份都发现疫情，每日报告病例数呈上升趋势。血清学调查表明，流感患者中甲型 H1N1 流感病例的阳性标本比例在上升。9 月初，在南方的平均比例达到 9.9%，也就是说，如果我们分到 100 株流感病例，其中甲型 H1N1 流感数是 9.9。在北方平均分离比例达到 8.2%。

全球疫情：当前，全球甲型 H1N1 流感的流行势头不减反增。截至目前，据世界卫生组织报告，188 个国家和地区发生了疫情，共报告 27.7 万病例，累计死亡病例 3180 多例（死亡率 1.15%）。目前，北半球进入秋季，疫情呈快速上升趋势。

据世界卫生组织专家估计，本次流感疫情大概要持续一到两年，届时世界上将会有三分之一的人口会感染甲型 H1N1 流感，疫情流行将会遍及世界的每一个角落。大家基本上形成了相对可以接受的估算方法是，如果这些疫情流行，它的感染人群大概是在 20%-40%，有些地方甚至更高；如果按照感染人群，会有 2/3 出现症状；在出现症状者当中大概会有 10%-15% 的人会寻求医疗服务；在寻求医疗卫生服务的人群当中，大概病死率会达到 1.5% 左右。这种病原是一个新的病原，人群绝大部分易感，传播力是比较强的。和季节性流感病例不同，传统的季节性流感往往只侵袭上呼吸道系统，而甲型 H1N1 流感病毒侵袭下呼吸道，它更容易引发肺炎；季节性流感往往侵犯的是老年人和儿童，而甲型流感从目前的重症病例，包括死亡病例分析来看，5-19 岁人和青壮年是高发人群。

国家收储方面：

1、疫苗按照 1% 收储（即 1300 万剂），人民群众接种原则是“知情同意”，一定要把情况告诉群众；同时也是免费接种，由地方财政来支付，对一些经济落后的地区，中央财政原则上实行转移支付来予以支持。

2、在西药方面，一个是达菲，一个是扎那米韦，这两种药卫生部都在做储备。目前我国达菲储量已经达到 1000 多万人份。另外一个储备就是中药储备，中医药管理局曾组织专家进行论证，中药对预防甲型 H1N1 流感具有积极的效果。有关部门要求各地按照国家中医药管理局所提供的中药储备目录和品种，强化地方储备；完善调用机制。

我们对上市公司受益程度的排序是：

疫苗—华兰生物、天坛生物

诊断试剂-科华生物、达安基因

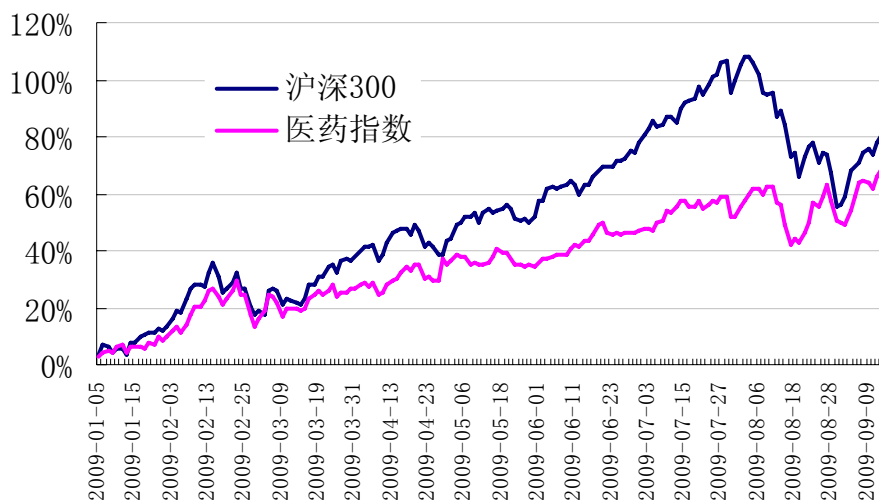
药物收储-海正药业

6. 市场表现

行业表现

09 年 1.1-09.9.16, 沪深 300 涨幅 81.7%, 医药板块涨幅 69.6%。其中 1-7 月医药远远跑输沪深 300 (沪深 300 108%, 医药 57%), 8 月份以来沪深 300 下跌较多而医药表现出很强的防御性。

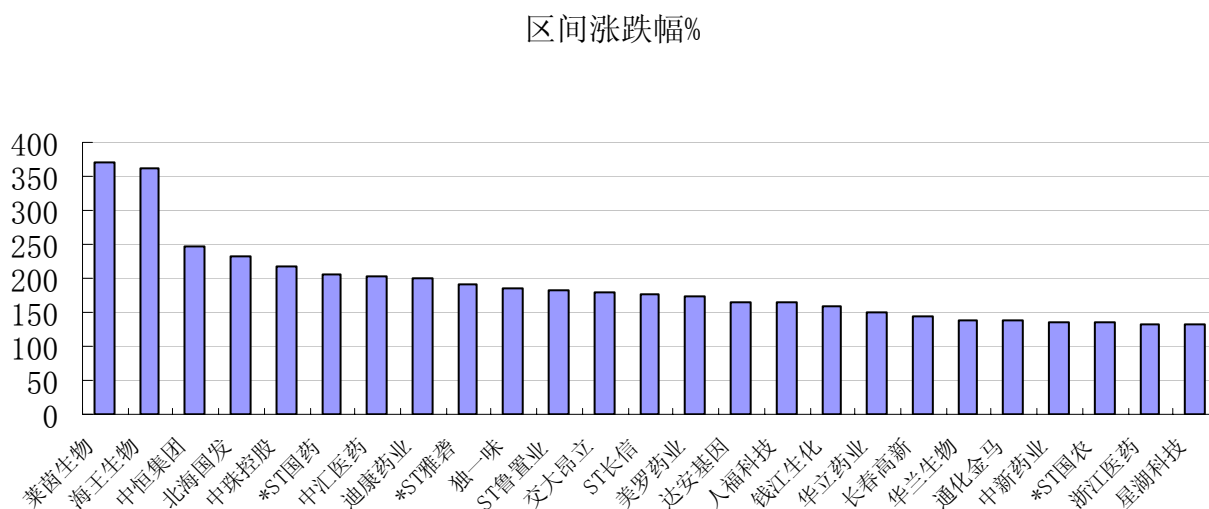
图 11: 医药指数相对沪深 300 表现



数据来源: 国泰君安证券销售交易总部

个股表现

图 12: 医药行业个股今年以来表现前 25 名



数据来源: 国泰君安证券销售交易总部

今年以来医药行业表现突出的股票:

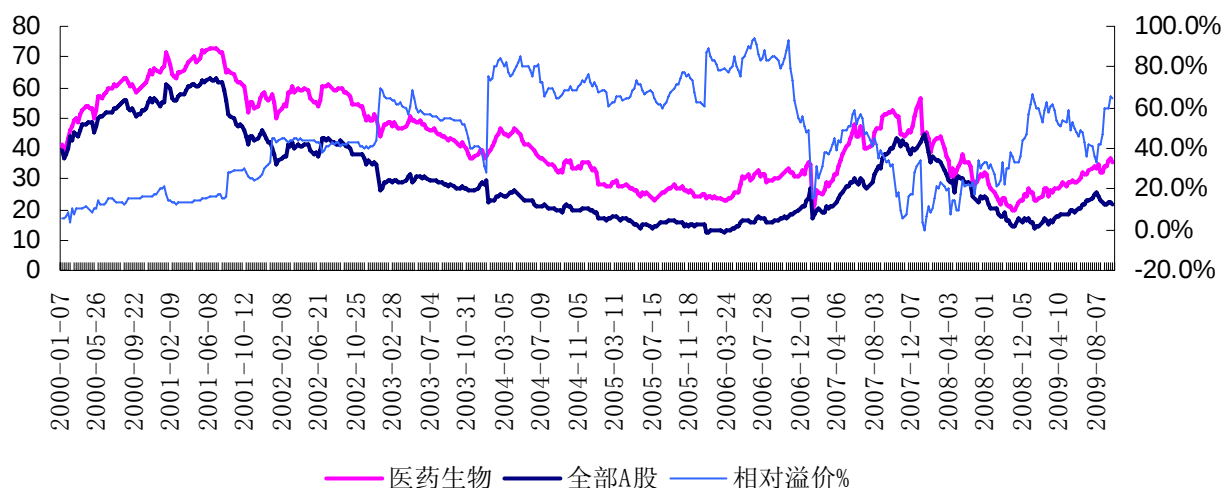
- 1、甲流相关: 莱茵生物、海王生物、达安基因、华兰生物
- 2、主营业务大幅增长或改善: 中恒集团、长春高新、华兰生物、浙江医药、亚宝药业、金陵药业

- 3、产品涨价：浙江医药等
- 4、排名前 25 的股票中重组或低价股很多：中珠控股等。

目前行业估值水平

2004 年以来，医药行业平均估值波动在 25-50 倍动态 PE 之间。以 2000 年至今的平均溢价来看，平均溢价水平 47%。目前行业平均估值 09 年，总体来看，8-9 月份的医药行情已将医药估值溢价凹地抹平。

图 13：动态 PE 比较



数据来源：国泰君安证券销售交易总部

7. 行业评级及个股评述

我们在下半年策略中提到：3\4 季度行业建议积极配置，理由如下：1、医药涨幅年初以来倒数第二；具有补涨要求，且当时估值溢价处在历史地位，PE 有上升空间；2、做为稳定增长的防御性行业，业绩确定性强，3\4 季度也有传统的“看下一年度行情”；3、流感事件、医改配套措施不断出台对板块有不断的刺激。

我们维持前期看法，目前主要的推荐逻辑：

- 1、中国目前处在城镇化率提升、国家医改投入持续增加、居民就诊意愿加强的时期。医药本身是稳健增长的行业，2010 年行业还将有医改增量。我们测算得出：2010 年的医改增量相当于 2009 年医药工业增速的 3.8%。行业增速将保持 17%以上，预计将继续维持较高景气度。
- 2、医改政策方面主要关注基本药物目录受益的公司，基层版可能受益的排序：千金药业、云南白药、中新药业、金陵药业、天士力、三九医药、康美药业。其他机构版也需要积极关注(恒瑞医药、华东医药、康缘药业)。
- 3、甲流疫情可能持续 1-2 年，相关公司可以作为主题投资对象：华兰生物、天坛生物。
- 4、新上市公司建议关注：乐普医疗、信立泰。

个股方面:

乐普医疗:我国目前冠心病患者达到 2,000 万人,每年新增患者人数超过一百万。据统计,2007 年我国发生过心肌梗塞的病人有 320 万例,而 2007 年我国完成的 PCI 病例仅有 14.3 万例左右,心脏搭桥手术约 1.8 万~2.0 万例,近 95%的心肌梗塞患者没有得到有效的治疗。公司主导产品为冠状动脉药物支架系统,该产品现已覆盖全国 85%以上开展冠状动脉介入手术的医院,国内市场占有率高达 25.80%,是我国冠心病介入治疗中的主流产品。2008 年公司收入构成:支架系统、封堵器、代理及经销产品、其他分别为 3.41、0.05、0.37、0.11 亿元,分别占收入比重 86.55%、1.36%、9.38%、2.71%;毛利率分别为 86.75%、93.55%、16.22%、25.91%。支架系统、封堵器、代理及经销产品、其他占毛利比例分别为 86.81%、8.89%、3.51%、0.79%。公司的主要看点是:1、行业成长空间大,公司处在快速增长阶段;2、技术壁垒非常高,公司二代支架即将推出,技术水平超越相关的美国公司,这将提升公司估值水平。我们预计公司 09-10eps 分别为 0.70、1.03 元,建议介入分享公司的成长。

恒瑞医药:公司诚信踏实的领导层、强大的研发能力和人海战略的销售使得恒瑞一直保持快速的增长,未来的增长路线仍将多点开花,1、传统药物较快增长 2、创新药物即将生产 3、原料药和通用名药制剂的 FDA 认证将带动出口。我们预计公司 09-10eps 分别为 1.11、1.42,维持增持评级。

华东医药:华东净利润由三部分构成:中美华东、母公司、其他子公司。中美华东:公司持有其 75%的股份,09H 实现净利润 1.2 亿元,对公司的利润贡献 9058 万元,占净利的 73.72%,是公司的盈利主体。分产品情况:百令胶囊同比增长 14.8%;泮立苏同比增长 14.4%;卡博平同比增长 29.4%,卡司平同比增长 51.1%;赛可平同比增长 34.6%。另外:公司花费 2500 万元从集团得到他克莫司的专利,上半年尚未形成大规模销售,这将是未来重要的增长点之一。公司是免疫抑制剂行业龙头,目前价值被低估,我们维持增持评级。

中新药业:09 半年报:主营收入、营业利润分别为 13.5、0.99 亿元,分别同比上升 11.4%、86.5%,净利润 1.53 亿元,同比增长 4.5%。公司本部正在发生积极的转变,调整产业结构、营销质量逐步提升、重点品种销售规模逐年扩大等多项举措拉动整体经济效益提升,我们预计 09 年 EPS 0.75 元,10 年 EPS 为 0.89 元,维持谨慎增持评级。

公司	股价	08EPS	09E	10E	11E	08P/E	09E	10E	11E	09-11 年复合增长率	投资评级
化学原料药											
海正药业	18.25	0.43	0.55	0.72	0.93	42.4	33.2	25.3	19.6	29.32%	谨慎增持
华海药业	14.48	0.5	0.56	0.73	0.9	29.0	25.9	19.8	16.1	21.64%	谨慎增持
新和成	39.42	4.02	2.82	3.13	3.36	9.8	14.0	12.6	11.7	-5.80%	未有评级
浙江医药	28.14	2.16	2.15	2.13	2.19	13.0	13.1	13.2	12.8	0.46%	未有评级
化学药制剂											
恒瑞医药	42.64	0.68	1.11	1.42	1.75	62.7	38.4	30.0	24.4	37.04%	增持
双鹤药业	21.04	0.8	0.84	1.05	1.26	26.3	25.0	20.0	16.7	16.35%	谨慎增持
华东医药	15.2	0.39	0.6	0.74	0.94	39.0	25.3	20.5	16.2	34.08%	增持
信立泰	75	1.05	1.56	2.1	2.34	71.4	48.1	35.7	32.1	30.62%	谨慎增持
中药											
康缘药业	14.73	0.44	0.57	0.7	0.84	33.5	25.8	21.0	17.5	24.05%	增持
云南白药	49.5	0.87	1.16	1.49	1.95	56.9	42.7	33.2	25.4	30.87%	增持
天士力	18.09	0.5	0.66	0.78	0.91	36.2	27.4	23.2	19.9	22.09%	谨慎增持
三九医药	19.1	0.51	0.67	0.8	0.97	37.5	28.5	23.9	19.7	23.90%	增持
康美药业	9.32	0.17	0.28	0.38	0.48	54.8	33.3	24.5	19.4	41.34%	谨慎增持
东阿阿胶	19.65	0.44	0.55	0.68	0.81	44.7	35.7	28.9	24.3	22.56%	谨慎增持
生物药											
双鹭药业	34.94	0.88	1.14	1.44	1.8	39.7	30.6	24.3	19.4	26.94%	增持
科华生物	17.2	0.4	0.5	0.65	0.82	43.0	34.4	26.5	21.0	27.03%	增持
达安基因	13.73	0.16	0.23	0.28	0.36	85.8	59.7	49.0	38.1	31.04%	中性
华兰生物	50.3	0.52	0.75	0.91	1.21	96.7	67.1	55.3	41.6	32.51%	谨慎增持
通化东宝	11.46	0.1	0.22	0.32	0.43	114.6	52.1	35.8	26.7	62.61%	谨慎增持
天坛生物	24.45	0.27	0.34	0.35	0.37	90.6	71.9	69.9	66.1	11.07%	谨慎增持
上海莱士	26.3	0.65	0.75	0.9	1.21	40.5	35.1	29.2	21.7	23.01%	谨慎增持
医药商业											
一致药业	23.09	0.54	0.75	0.9	1.16	42.8	30.8	25.7	19.9	29.03%	谨慎增持
国药股份	18.57	0.4	0.48	0.63	0.82	46.4	38.7	29.5	22.6	27.03%	谨慎增持
平均							36.4	29.4	24.0		

作者简介:

易镜明: 医学博士, 2006 年进入国泰君安证券成为医药行业研究员。2009 年获评今日投资医药行业最佳分析师

免责声明

本报告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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为国泰君安证券销售交易总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;

谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;

中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;

减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券销售交易总部

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码: 518026

电话: (0755) 23976888

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

E-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com