

兼顾长期和短期

——医药行业 2010 年投资策略

报告要点

● 医药行业自上而下的分析体系兼顾长期和短期

根据医药行业的投资重公司轻行业、一般自下而上的特点，我们自上而下的分析框架也以公司为核心展开，确立了统一的分析项目和评判标准，并把行业因素和外界影响纳入。特别是为把高方差公司也涵盖进来，我们引入了市场层面的内容。

● 长期投资重视低方差成长股和优质次新股

长期投资不以年度业绩为目标，主要关注企业的长期持续成长能力。天士力、江中药业、仁和药业、华东医药等属于低方差企业，且其估值水平低于同类企业。这类公司将通过业绩的提升使市场认识到被低估的事实，建议长期持有；乐普医疗、爱尔眼科、信立泰因具备新产品、新业务和新的盈利模式，也值得长期关注。

● 中短期投资不得不在乎市场状况

在 2010 年的假设前提里，我们认为该年度存在明显“进攻”。这意味着医药股的机会相对将会减少，热点可能又将让位于周期性行业。但这并不排斥医药股在多个时段可以超配，毕竟宏观层面重内需拉动；行业层面医改继续深化；此外公司层面变化较大。

● 一年持有期的投资重视大型普药和原料药企业

2010 年中国医改的实施必有大的进展，上下游产业链完整的大型普药企业将因成本优势而受益，可关注新华制药、鲁抗医药等；通胀预期有可能在 2010 年更加明显，从而对原料药价格上涨构成推动力量，建议关注产品价格有上涨潜力的天药股份等。

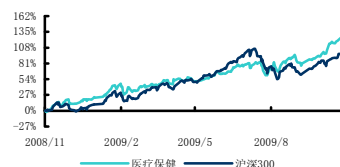
● 并购重组和经营转型也将跑出黑马

对医药行业而言，全球集中化趋势明显，在 2010 年将发生更多资源整合事件，并购重组有望带来较大机会；企业经营出现拐点的公司也值得关注。

行业内重点公司推荐

公司代码	公司名称	投资评级
600750	江中药业	推荐
600535	天士力	推荐
000650	仁和药业	推荐

行业相对市场表现（近 12 个月）



资料来源：Wind 资讯

行业内跟踪公司比较

	08A	09E	10E
PE	0.00	0.00	0.00
PB	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	0.00	0.00	0.00
	08A	09E	10E
PE	0.00	0.00	0.00
PB	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	0.00	0.00	0.00

相关研究

《医药行业投资策略(2009 年 9 月)》2009-9-4

分析师：

叶颂涛

(8627)65799535

yest@cjsc.com.cn

严鹏

(8627)65799535

yanpeng@cjsc.com.cn

联系人：

杨靖凤

(8621) 68751636

yangjf@cjsc.com.cn

正文目录

自上而下的投资策略体系	4
一、投资医药行业的复杂性	4
二、我们的分析框架	5
三、使用要点	6
长期——选择低方差成长类公司	6
一、医药行业估值水平适中	6
二、继续持有估值相对较低的低方差成长公司	8
三、重点公司	9
长期——选择优质次新股	9
一、次新股统计分析	9
二、重点公司	12
中短期 ——受哪些因素影响？	13
一、2005 年以来医药年度强势股统计分析	13
二、影响因素归纳	16
中短期 ——医改因素	17
一、用药现状	17
二、政策变化	18
三、医改实践	19
四、有利条件	20
五、重点公司	20
中短期 ——通胀因素	21
一、扩张救市埋下通胀隐患	21
二、通胀容易引发原料药涨价	21
三、2009 年原料药涨价已是暗流涌动	21
四、重点公司	25
投资建议	26

图表目录

图 1: 爱迪斯的企业生命周期.....	4
图 2: 医药行业历年的市盈率区间	7
图 3: 云南白药和恒瑞医药的防御性.....	8
图 4: 医院用药结构的变化	17
图 5: 各类医疗机构用药金额增长情况	18
图 6: 基本药物制度实施路线图	19
图 7: 2008.1-2009.11VA 价格走势.....	22
图 8: 2008.1-2009.11VB2 价格走势.....	22
图 9: 2008.1-2009.11VB5 价格走势.....	22
图 10: 2008.1-2009.11VC 价格走势	23
图 11: 2008.1-2009.11VE 价格走势	23
图 12: 2008.1-2009.11VH 价格走势	23
图 13: 2008.1-2009.11 青霉素工业盐价格走势.....	24
图 14: 2008.1-2009.11 6-APA 价格走势.....	24
图 15: 2008.1-2009.11 7-ACA 价格走势	24
图 16: 2008.1-2009.11 氢化可的松价格走势	25
图 17: 2008.1-2009.11 皂素价格走势	25
表 1: 长江证券医药行业投资研究体系	5
表 2: 医药行业估值水平同其它行业的比较	6
表 3: 几种分类的关联.....	8
表 4: 新上市公司 2006-2009H 收入规模情况（亿元）	10
表 5: 新上市公司 2006-2009H 收入增长情况	10
表 6: 新上市公司 2006-2009H 净利润规模情况（万元）	10
表 7: 新上市公司 2006-2009H 净利润增长情况.....	11
表 8: 新上市公司与原公司 2006-2009H 收入、净利润（扣非）比较	11
表 9: 新上市公司与原公司 2006-2009H ROE 比较.....	12
表 10: 新上市公司产品、业务主要特点	12
表 11: 2005 年医药强势股（同期沪指涨幅为-8.29%）	13
表 12: 2006 年医药强势股（同期沪指涨幅为 130%）	14
表 13: 2007 年医药强势股（同期沪指涨幅为 96%）	14
表 14: 2008 年医药强势股（同期沪指涨幅为-65%）	15
表 15: 2009 年前 10 月医药强势股（同期沪指涨幅为 64%）	15
表 16: NED 药物在不同治疗领域的占比（2005 年-2009 年）	17
表 17: 4 个主要市场的特征.....	18

自上而下的投资策略体系

一、投资医药行业的复杂性

1、横向看，医药行业按产品分类不可行

医药行业可能是市场中最复杂的行业之一，其拥有不同类型的子行业：周期性子行业——原料药；渠道类子行业——医药商业；高科技子行业——生物制药和首仿药；加工工业类子行业——普药和医疗器械；快速消费品子行业——中药保健品等。

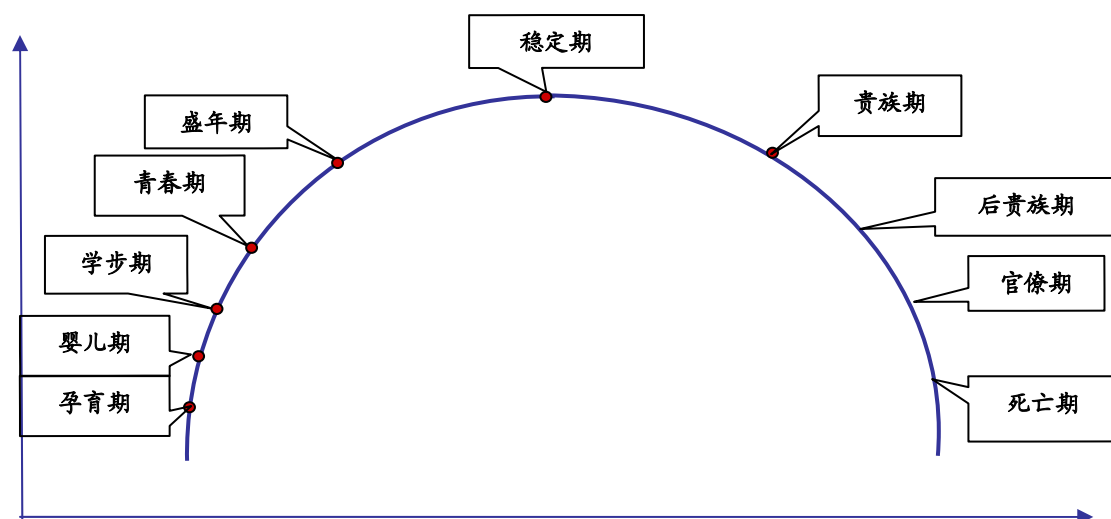
具体到每个子行业，也十分复杂，如在 40 多家中药上市公司内，找不到任何两家在产品线上相似的企业。

2、纵向看，医药行业各个生命周期阶段的企业同时存在

爱迪斯通过灵活性与可控性两大因素的关系来表现企业的成长与衰老。他把企业生命周期分为 10 个阶段，即：孕育期、婴儿期、学步期、青春期、盛年期、稳定期、贵族期、后贵族期、官僚期以及死亡期。在企业发展的过程中存在着四个主要动力，就是 PAEI(P：企业的行动力；A：规范能力；E：创新和冒险能力；I：整合人际关系和横向协调的能力)。

而在医药行业，各个生命周期的企业同时存在。具体到上市公司，也有从学步期到官僚期等 7 个阶段。

图 1：爱迪斯的企业生命周期



资料来源：《企业生命周期》

3、同一家企业拥有风险收益特征不一的业务

很多企业同时具有医药工业、医药商业；普药、创新药；制剂、原料药；实业、投资等差别较大的业务。

4、外部环境的变化同样影响医药企业的经营

通常认为医药行业受宏观经济变化影响较小，但该行业也有自己的特殊性，同样受制于外界的影响。如大的疫情：SARS、甲流感、禽流感、手足口病等；政策变化：医改、新药审批从严、中药注射剂问题等；宏观经济：通货膨胀或外需萎缩对原料药价格的影响等；行业趋势：创新药专利集中到期对仿制药行业的影响等。

5、在投资上具有自身特点

医药行业在投资上具有自身特点：上市公司规模相对较小，容易被边缘化；医药企业同质性低，投资一般重个股轻行业；自下而上地挖掘是普遍采用的方式；估值标准不统一，投资随意性较强。

二、我们的分析框架

根据医药行业的投资重公司轻行业、一般自下而上的特点，我们自上而下的分析框架也以公司为核心展开，我们确立了统一的分析项目和评判标准，并把行业因素和外界影响纳入。特别是为把高方差公司也涵盖进来，我们引入了市场层面的内容，因为我们认识到这类公司的股价往往受市场影响较大。

表 1：长江证券医药行业投资研究体系

公 司	项 目	长期趋势	评估	短期变化	评估	分类	EV/ EBI TDA	EV/ NOP LAT	长期 投资 建议	短期 投资 建议
东阿阿胶	团队： 1、稳定性。2、灵活性与可控性。3、自主经营权。 战略： 1、清晰性。2、可行性。3、是否执行。 实际控制人： 1、利益冲突。2、支持能力。 低方差业务	团队： 1、稳定性。2、灵活性与可控性。3、自主经营权。 战略： 1、清晰性。2、可行性。3、是否执行。 实际控制人： 1、利益冲突。2、支持能力。 低方差业务	优秀	引进了专业营销团队。	有利	低方差成长	34	45	推荐	推荐
			最优	阿胶块在 2009 年两次提价。	有利					

高				
方	产品：生物药	一般	暂无	暂
差	产品：驴肉制品			无
业				
务				
市	1、市场对公司团队的评估。			
场	2、市场对公司低方差业务的评估。	良好	暂无	有
层	3、市场对公司高方差业务的评估。			利
面				

资料来源：长江证券研究部

上表各部分内容的内在联系：反映了基本面和市场的矛盾；反映了长期价值和短期题材的矛盾；反映了定性分析和定量估值的矛盾。我们尽量做到影响公司股价主要因素的周延。

三、使用要点

在长江证券医药行业投资研究体系中，比较关键是对企业生命周期的判断，其结论体现在考察团队情况的“灵活性与可控性”一项中，这要求分析者对公司的历史轨迹和运作现状比较熟悉。但这项内容不仅仅是考察公司的组织，还涉及到组织和业务的结合关系。

对于投资，市场熟知的是“好公司不一定是好股票”，即便对长期投资者而言，也有个判断安全边际的问题。因此长江证券医药行业投资研究体系不能只选出好的企业，还力争选出当下的好股票。这就必然涉及到估值、对市场所处阶段的判断。这既要考虑周全，又不能求全责备，因为我们能了解的信息是有限的。解决的办法是始终抓住当时呈现的主要矛盾，并顺其自然，客观反映现实。

长期——选择低方差成长类公司

一、医药行业估值水平适中

为了对目前医药行业的估值水平有个粗略估计，我们分别进行了横比和纵比。以 2009 年 10 月 30 日股价为准，医药行业 2008 年市盈率在万得 26 个 3 级子行业中排列第 11 位，而在 2009 年预测市盈率里排列第 15 位，处于居中位置。

表 2：医药行业估值水平同其它行业的比较

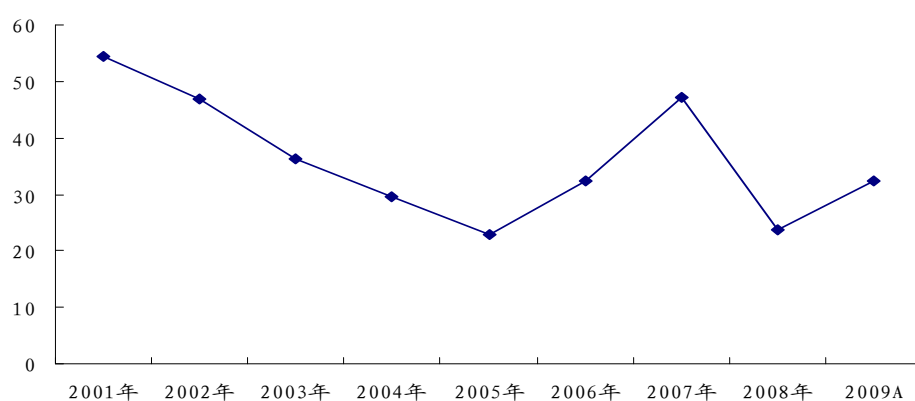
排序	板块名称	市盈率	板块名称	2009 年预测市盈率
1	银行	16	银行	14
2	能源 II	22	石油、天然气与供消费用燃料	20
3	石油、天然气与供消费用燃料	22	能源 II	20

4	运输	25	建材Ⅲ	20
5	容器与包装	30	容器与包装	23
6	资本货物	32	公用事业Ⅱ	25
7	房地产	32	纸与林木产品	25
8	耐用消费品与服装	33	房地产	26
9	软件与服务	34	运输	26
10	食品、饮料与烟草	34	耐用消费品与服装	26
11	制药、生物科技与生命科学	34	汽车与汽车零部件	26
12	多元金融	35	资本货物	26
13	公用事业Ⅱ	35	多元金融	27
14	建材Ⅲ	37	零售业	31
15	零售业	38	制药、生物科技与生命科学	31
16	食品与主要用品零售Ⅱ	42	食品与主要用品零售Ⅱ	32
17	媒体Ⅱ	42	技术硬件与设备	34
18	技术硬件与设备	44	食品、饮料与烟草	34
19	材料Ⅱ	48	保险Ⅱ	36
20	家庭与个人用品	48	材料Ⅱ	36
21	保险Ⅱ	50	软件与服务	38
22	汽车与汽车零部件	54	家庭与个人用品	38
23	商业和专业服务	54	媒体Ⅱ	42
24	医疗保健设备与服务	66	商业和专业服务	47
25	半导体与半导体生产设备	118	医疗保健设备与服务	64
26	纸与林木产品	169	半导体与半导体生产设备	85

资料来源：wind，长江证券研究部整理

(TTM,整体法，股价为 2009 年 10 月 30 日收盘价)

图 2：医药行业历年的市盈率区间



资料来源：wind，长江证券研究部整理

由图可知：医药行业的整体市盈率在乐观情况下可以接近 50 倍，而在悲观情况下则一般接近 20 倍，目前正好处于中间状态，可上可下。

二、继续持有估值相对较低的低方差成长公司

价值矩阵是 4 个象限，而生命周期分 10 个阶段，为将两者结合起来，我们可以把这 10 个阶段按价值矩阵的要求合并为 4 个大的阶段：创业期、成长期、成熟期和转型期，分别对应着“资本瘾君子”、“发电厂”、“现金牛”和“资本杀手”。

我们可对价值矩阵做进一步改造：按确定性的高低和增长趋势的有无，将上市公司分为 4 类：高方差成长、低方差成长、低方差维持、高方差维持。

表 3：几种分类的关联

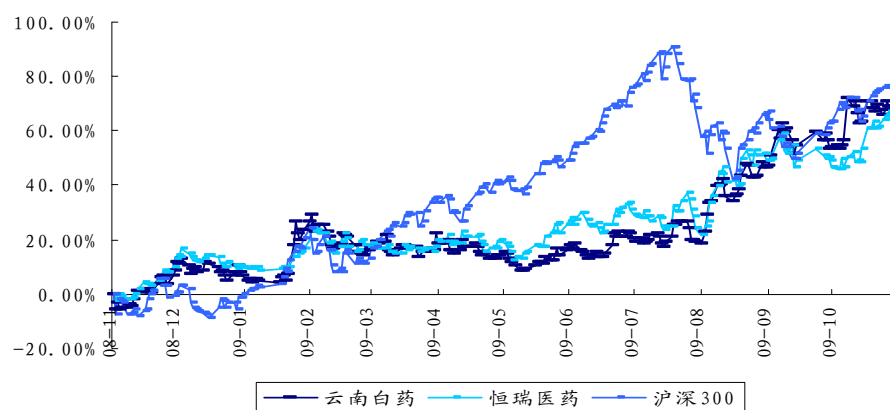
改进的价值矩阵	生命周期	传统价值矩阵	扩张维持矩阵
高方差成长	创业期	资本瘾君子	低效扩张
低方差成长	成长期	发电厂	高效扩张
低方差维持	成熟期	现金牛	高效维持
高方差维持	转型期	资本杀手	低效维持

资料来源：长江证券研究部

1、最具防御特性的一线公司——适合稳健型中长期投资者

从企业方差、在 2008 年市场大跌时的防御表现和目前的经营情况看，云南白药和恒瑞医药是较理想的防御品种，建议稳健型中长期投资者买入。

图 3：云南白药和恒瑞医药的防御性



资料来源：wind

2、被相对低估的低方差公司——适合进取型中长期投资者

根据企业方差分析，天士力、江中药业、仁和药业、华东医药属于低方差企业，且其估值水平低于同类企业。这类公司将通过业绩的提升使市场认识到被低估的事实，从而在提升估值的过程中达到防御效果。该类标的的估值弹性较云南白药和恒瑞医药大，建议进取型中长期投资者买入。

三、重点公司

天士力：

1、是中药西医化的代表。部分从事中药现代化的企业其业务已接近中药西医化的要求，因而能在大趋势中受益，我们认为天士力是目前最接近的一家。

2、公司是中药行业最大的创投。从公司的业务分布我们可以看到：天士力靠复方丹参滴丸等少数中药产品的销售支撑了中药粉针平台、生物制药平台和中药 FDA 认证平台的建设。投资者往往根据复方丹参滴丸的性质把天士力归于现金牛企业，没有看到公司二次创业已大大扩展了业务格局，因而相对低估了该公司。

江中药业：

1、中药保健化的代表之一。受制于中医实践的萎缩，中药在治疗方面相对于西药处于弱势地位。对于品牌中药企业来说，利用对市场的影响力进军保健食品领域应为战略选择。而江中药业在保健品开发销售上具有核心竞争力。

2、集团改制有望激发公司活力。江中药业原有的业务处于稳定期，随着公司在 2008 年完成的组织和业务调整，以及集团改制和股权激励的实施，我们认为公司拓宽了自身的发展空间，有望提升公司活力从而进入成长期。

仁和药业：

1、OTC 专家。公司主营的 OTC 业务继续保持高额广告投入和快速收入增长，主导产品妇炎洁、可立克、优卡丹收入增长 15%、40%、20%，新推出的产品清火胶囊预计全年销售 7000 万元，闪亮滴眼液预计销售过亿元。预计全年收入增长近 20%；

2、延续并购扩张的思路，8 月份收购航天泰力士药业。同时，公司还有意向进军生物制药，以实现从 OTC 业务向处方药的转变；

3、闪亮制药和药用塑胶可能今年底明年初注入。两公司毛利率约 30% 多，由于均只销售给上市公司，几乎没有销售费用，因此净利率较高。另外，预计两块资产规模不大，因此注入后应增厚业绩。

长期——选择优质次新股

一、次新股统计分析

我们以今年六月 IPO 重新开闸以来上市的医药公司为整体，对其规模、增长情况进行了统计。从统计结果看，新上市的医药公司增速一般较快，尤其是创业板企业，增速更加显著，乐普医疗、莱美药业、爱尔眼科、红日药业 2006-2008 年均实现了销售收入的翻倍增长，中小板上市的信立泰也实现了销售收入翻倍增长。净利润也呈现类似的特点，所有的创业板企业 2006-2008 年净利润都翻倍增长，其中乐普医疗、莱美药业、爱尔眼科、红日药业分别增长约 212%、282%、433%、867%，中小板的信立泰也增长 229%。

表 4: 新上市公司 2006-2009H 收入规模情况 (亿元)

名称	2006	2007	2008	2009H
桂林三金	7.98	8.93	9.86	4.80
奇正藏药	2.68	3.39	4.13	1.97
信立泰	2.03	3.49	5.27	3.53
乐普医疗	1.75	2.99	3.94	2.81
莱美药业	0.96	1.66	2.65	1.52
安科生物	1.28	1.26	1.56	0.95
爱尔眼科	1.91	3.15	4.39	2.67
北陆药业	1.26	2.32	1.77	1.17
红日药业	0.56	1.19	1.87	0.82
平均	2.27	3.15	3.94	2.25

资料来源: wind, 长江证券研究部整理

表 5: 新上市公司 2006-2009H 收入增长情况

名称	2006	2007	2008	2009H
桂林三金	7%	12%	10%	9%
奇正藏药	-2%	27%	22%	20%
信立泰	67%	72%	51%	
乐普医疗		71%	32%	
莱美药业		72%	60%	
安科生物		-1%	24%	
爱尔眼科		65%	39%	
北陆药业	50%	85%	-24%	50%
红日药业		111%	58%	

资料来源: wind, 长江证券研究部整理

表 6: 新上市公司 2006-2009H 净利润规模情况 (万元)

名称	2006	2007	2008	2009H
桂林三金	19358.73	24140.83	27335.40	15852.80
奇正藏药	10036.20	8546.83	13243.94	7220.27
信立泰	3458.90	7134.46	11387.49	8649.06
乐普医疗	6327.63	13942.55	19750.08	14519.57
莱美药业	826.55	2406.26	3160.38	1725.53
安科生物	1429.02	2039.21	3049.27	1826.57
爱尔眼科	1145.54	3964.01	6106.79	4199.49
北陆药业	1143.27	2327.40	2531.90	1683.70
红日药业	635.43	3740.20	6145.61	2697.38
平均	4929.03	7582.42	10301.21	6486.04

资料来源: wind, 长江证券研究部整理

表 7：新上市公司 2006-2009H 净利润增长情况

名称	2006	2007	2008	2009H
桂林三金	53%	25%	13%	
奇正藏药	-1%	-15%	55%	
信立泰	402%	106%	60%	
乐普医疗		120%	42%	
莱美药业		191%	31%	
安科生物		43%	50%	
爱尔眼科		246%	54%	
北陆药业	52%	104%	9%	
红日药业		489%	64%	
平均		54%	36%	

资料来源：wind，长江证券研究部整理

我们把新上市的医药公司组合与原来上市的医药公司组合进行了比较，结论如下：

1、新上市公司收入规模较小，但增长迅速

新上市公司 2008 年销售收入平均仅为 3.94 亿元，远远小于原公司的 19.2 亿元。但 2007-2008 年增速分别为 39%、25%，高于原公司同期 14%、9% 的增长率。

表 8：新上市公司与原公司 2006-2009H 收入、净利润（扣非）比较

		2006	2007	2008	2009H
收入（亿元）	原公司	15.39	17.60	19.20	10.54
	增长率	13%	14%	9%	
	新公司	2.27	3.15	3.94	2.25
	增长率		39%	25%	
净利润（扣非） （万元）	原公司	3937.62	9897.13	10871.78	7404.00
	增长率	11%	151%	10%	
	新公司	4929.03	7582.42	10301.21	6486.04
	增长率		54%	36%	

资料来源：wind，长江证券研究部整理

2、新上市公司盈利能力较强

新上市公司扣除非经常性损益后的净利润 2007-2008 年分别为 54%、36%，相对于原公司同期 151%、10% 的增速，明显增长持续性更好。需要说明的是，原公司 2007 年增速异常，主要是由于部分原料药企业 2007 年业绩增幅巨大，另外部分公司数据中仍含有部分股票投资收益，造成数据失真。

从另外一组数据也能得出相同的结论。2006-2008 年，新公司的净资产收益率均远高于原公司的数值。虽然新公司上市后 ROE 会被稀释，但资产回报率仍会高于原公司组合。

表 9: 新上市公司与原公司 2006-2009H ROE 比较

	2006	2007	2008	2009H
原公司	-13.93	7.31	7.22	4.82
新公司	24.82	31.92	31.09	16.70

资料来源: wind, 长江证券研究部整理

我们列出了新上市公司的产品、业务主业特点,可以看出,收入增长较快的信立泰、乐普医疗、红日药业都拥有比较独特的产品,爱尔眼科拥有独特的商业模式,莱美药业产品独特性不强,快速增长的原因来自于销售的加强。总得来看,快速增长的公司大多具有独特的产品、业务或商业模式,这是他们获得持续增长的根本原因。

表 10: 新上市公司产品、业务主要特点

名称	产品、业务主要特点
桂林三金	西瓜霜和三金片, 中药 OTC 品牌
奇正藏药	奇正消痛贴膏, 藏药品牌
信立泰	硫酸氢氯吡格雷, 在抗血栓领域中的份额不断上升
乐普医疗	介入医疗器械, 专业性强, 市场快速增长
莱美药业	喹诺酮类抗生素等, 竞争者较多
安科生物	基因工程药物, 有一定数量的竞争者
爱尔眼科	眼科连锁, 商业模式独特
北陆药业	对比剂领域领先者
红日药业	血必清、盐酸法舒地尔均为独家产品

资料来源: wind, 长江证券研究部整理

基于上述原因,我们认为,信立泰、爱尔眼科、乐普医疗等公司未来将有持续的高速成长。

二、重点公司

信立泰

1. 产品优势明显。抗血栓药物市场中硫酸氢氯吡格雷市场份额最大, 并仍快速上升。泰嘉受益行业成长以及国内独家生产的优势, 增长迅速, 地位稳固;
2. 小头孢: 优选品种, 增长良好。公司注重优选中高端头孢品种, 头孢吡肟和头孢西丁钠增长势头良好, 尤其头孢西丁钠上市后快速放量。头孢呋辛钠产品成熟, 但公司的产品增速仍高于行业增速。头孢原料药已经渐实现对外销售;
3. 研发实力较强, 产品储备较为丰富。公司目前有 19 个在研品种, 主要为抗生素和心血管药物, 丰富的产品储备为后续增长提供了动力。比伐卢定与硫酸氢氯吡格雷同属抗血栓用药, 值得关注。

爱尔眼科

1. 商业模式独特。大型民营连锁眼科医院在国内仍属少见;

2. 壁垒较高。眼科医疗技术含量高，风险也高，决定了公司同等级竞争对手较少；
3. 市场潜力巨大，公司经营多年，具有良好品牌知名度。

乐普医疗

1. 产品独特，技术含量高。主导品种冠状动脉药物洗脱支架系统应用于冠状动脉介入手术过程，国内外仅有六家竞争对手；
2. 传统的药物支架有被无载体药物支架取代的趋势，公司正开发新一代冠脉支架产品；
3. 国内患者基数庞大带来巨大的市场潜力，并且近年来该领域已经表现出较快的增长。

中短期 —— 受哪些因素影响？

一、2005 年以来医药年度强势股统计分析

2005 年特点：大盘下跌，医药板块跑赢大盘；长期成长性较确定的公司表现普遍较好；次新股、重组股也有好的表现；年底以一类新药为代表的题材股开始走强。可以归纳为“大盘弱、医药强、成长俏”。

表 11：2005 年医药强势股（同期沪指涨幅为-8.29%）

涨幅排名	证券简称	涨幅（%）	强势原因	近年融资
24	云南白药	62	确定增长	
36	片仔癀	54	确定增长	
45	现代制药	50	业绩大涨	
51	新和成	48	次新	
58	科华生物	45	次新	
62	浙江医药	44	新产品进展	
63	广州药业	43	重组	
84	中西药业	35	重组	
85	中国医药	34	重组	
102	西藏药业	28	新产品进展	
107	双鹤药业	27	暴跌	
111	华兰生物	26	次新	
122	华神集团	23	新产品进展	
125	双鹭药业	23	次新	
134	京新药业	20	次新	
135	恒瑞医药	20	确定增长	
183	通化金马	14	暴跌	
194	武汉健民	12	次新	
214	金陵药业	10	暴跌	

资料来源：wind，长江证券研究部整理

2006 年特点：大盘涨幅较大，医药整体跑输大盘，但以一类新药为代表的题材股表现很好；恒瑞医药、华兰生物等业绩增幅较大，也表现不错。可以归纳为“大盘强、医药弱、题材俏”。

表 12：2006 年医药强势股（同期沪指涨幅为 130%）

涨幅排名	证券简称	涨幅（%）	强势原因	近年融资
18	天坛生物	388	重组	
47	华神集团	286	新产品进展	
54	中牧股份	272	业绩大涨	
55	通化东宝	272	新产品进展	
63	国药股份	265	重组	
69	恒瑞医药	259	业绩大涨	
88	华兰生物	237	业绩大涨	2007 年公告增发预案
93	重庆啤酒	233	新产品进展	
141	江中药业	199	业绩大涨	
200	南京医药	167	新业务模式	2007 年公告增发预案
224	东阿阿胶	157	重组	
249	云南白药	146	透支	
262	三精制药	141	重组	
271	西藏药业	138	新产品进展	
279	三九医药	136	重组	

资料来源：wind，长江证券研究部整理

2007 年特点：大盘继续呈强，医药依然没跑赢大盘，但医药板块涌现出一批“大牛股”；因原料药价格暴涨，相关公司价格也表现优异。由于股价处于高位，增发的公司开始多起来。可以归纳为“行业弱、原料强、业绩俏”。

表 13：2007 年医药强势股（同期沪指涨幅为 96%）

涨幅排名	证券简称	涨幅（%）	强势原因	近年融资
1	仁和药业	1212	重组	
2	鑫富药业	1195	业绩大涨	2007 年、2009 年增发
7	广济药业	850	业绩大涨	
22	丽珠集团	610	业绩大涨	
36	双鹭药业	548	业绩大涨	
37	新和成	548	业绩大涨	
54	羚锐制药	485	业绩大涨	
80	中恒集团	428	业绩大涨	
107	健康元	396	业绩大涨	2007 年公告增发预案
120	东北制药	373	业绩大涨	2008 年增发
121	华北制药	371	业绩大涨	2008 年公告增发预案
151	浙江医药	344	业绩大涨	
153	双鹤药业	342	业绩大涨	2008 年增发

168	白云山 A	335	业绩大涨	
190	千金药业	319	业绩大涨	
203	华邦制药	314	业绩大涨	2006 年公告增发预案
271	中汇医药	281	重组	

资料来源：wind，长江证券研究部整理

2008 年的特点：大盘暴跌，医药整体再次跑赢大盘；同 2005 年非常相似的是成长股、次新股再次受到市场青睐；而已经或打算增发的公司数量进一步增加。我们可以归纳为“医药赢、成长强、增发俏”。

表 14：2008 年医药强势股（同期沪指涨幅为-65%）

涨幅排名	证券简称	涨幅（%）	强势原因	近年融资
4	鱼跃医疗	69	业绩大涨	2009 年公告增发方案
18	上海莱士	22	透支	
19	双鹭药业	21	业绩大涨	
20	恩华药业	17	业绩大涨	
26	沃华医药	4	业绩大涨	2008 年公告增发方案
31	通化东宝	0	透支	
36	云南白药	0	确定增长	2008 年公告增发方案
38	科华生物	-1	业绩大涨	
42	海南海药	-5	业绩大涨	2009 年公告增发方案
45	康美药业	-7	业绩大涨	2006 年、2007 年增发
47	康缘药业	-9	业绩大涨	2007 年公告增发方案
59	国药股份	-13	业绩大涨	
70	海正药业	-16	业绩大涨	2009 年公告增发方案
75	恒瑞医药	-19	透支	
80	中新药业	-21	业绩大涨	
83	三九医药	-21	业绩大涨	
84	新和成	-21	业绩大涨	2009 年公告增发方案
111	一致药业	-27	透支	
112	亚宝药业	-27	业绩大涨、高送配	2008 年公告增发方案

资料来源：wind，长江证券研究部整理

2009 年前 10 月特点：大盘反弹，医药板块略微跑赢大盘；甲流感板块一枝独秀；另有一些有增发诉求的公司因业绩大涨而表现不错。可以归纳为“反弹急、题材强、增发俏”。

表 15：2009 年前 10 月医药强势股（同期沪指涨幅为 64%）

涨幅排名	证券简称	涨幅（%）	强势原因	近年融资
7	海王生物	495	甲流感	
19	莱茵生物	370	甲流感	
38	中恒集团	291	业绩大涨	2009 年公告增发方案
84	星湖科技	238	业绩大涨	2009 年公告增发方案
132	迪康药业	204	重组	

167	达安基因	191	甲流感	
177	中汇医药	189	重组	2009 年公告增发方案
195	交大昂立	183	甲流感	
217	长春高新	173	业绩大涨	
219	太龙药业	173	甲流感	
224	华邦制药	172	业绩大涨	2009 年公告增发方案
253	美罗药业	166	重组	2008 年公告增发方案
261	中新药业	163	业绩大涨	
265	独一味	162	高送配	
277	人福科技	160	业绩大涨	2009 年公告增发方案
280	华兰生物	159	甲流感、业绩大涨	2008 年公告增发方案
288	华立药业	158	重组	

资料来源：wind，长江证券研究部整理

二、影响因素归纳

1、外部环境的影响

通过对医药股表现的综合分析，我们看到促使医药企业股价走强的外部因素主要有：

大盘走弱有利于突出成长较稳定的医药股的表现（如恒瑞医药和云南白药在 2005 年和 2008 年的表现；

大的疫情令投资者对相关公司寄予厚望（如甲流感疫情、动物口蹄疫等）；

通胀使原料药搭上产品价格上涨的快车（如新和成、广济药业等）；

政策变化可能提升某些企业的竞争地位（如华兰生物因血制品政策改变而受益）。

2、企业内部资源变化的影响

一是产品资源，如华神集团、重庆啤酒、岳阳兴长因一类新药而提振股价；

二是业务资源，如南京医药开展医院药房托管增加收入；仁和药业、中汇药业等通过并购扩展业务范围、中恒集团等通过基建扩大主导产品产能等。

3、企业“人”的因素变化的影响

一是管理团队的变化。如东阿阿胶高管的最终确立提振了投资者信心；广州药业和中新药业管理层的改变引发了集团的整合并导致业绩提升；亚宝药业引进人才使营销有效改善。

二是企业和投资者关系的变化。从 2008 年和 2009 年的情况来看，有增发需求的企业往往乐于释放业绩，并在送配等方面相对“大方”。

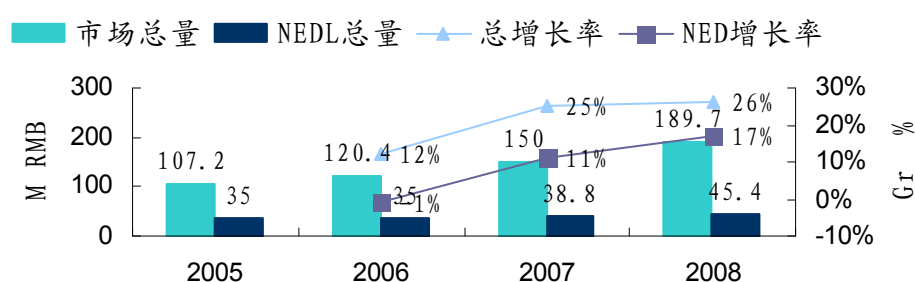
中短期 —— 医改因素

一、用药现状

2005 年至 2008 年，NED 药物（新药）在医院市场使用金额比例分别为 32.9%、29.1%、25.9%、23.9%。增长速度低于整体市场，且比重逐年下降。

图 4：医院用药结构的变化

中国医院用药变化：NED vs 总量 2005-2008



资料来源：南方医药经济研究所

不同市场 NED 药物占比有较大差别，我们看到抗微生物药、激素及影响内分泌药、调节水盐电解质及酸碱平衡药中，END 占比还很大，这意味着这些领域国产普药大有潜力可挖。

表 16：NED 药物在不同治疗领域的占比（2005 年-2009 年）

	2005	2006	2007	2008
抗微生物药	61%	50%	42%	37%
抗肿瘤药	20%	19%	16%	15%
镇痛、解热、抗炎、抗风湿、抗痛风药	17%	15%	11%	10%
神经系统用药	8%	8%	6%	5%
治疗精神障碍药	9%	8%	6%	4%
心血管系统用药	16%	16%	16%	16%
消化系统用药	21%	20%	19%	17%
激素及影响内分泌药	74%	82%	83%	88%
调节水盐、电解质及酸碱平衡药	45%	48%	52%	54%

资料来源：南方医药经济研究所

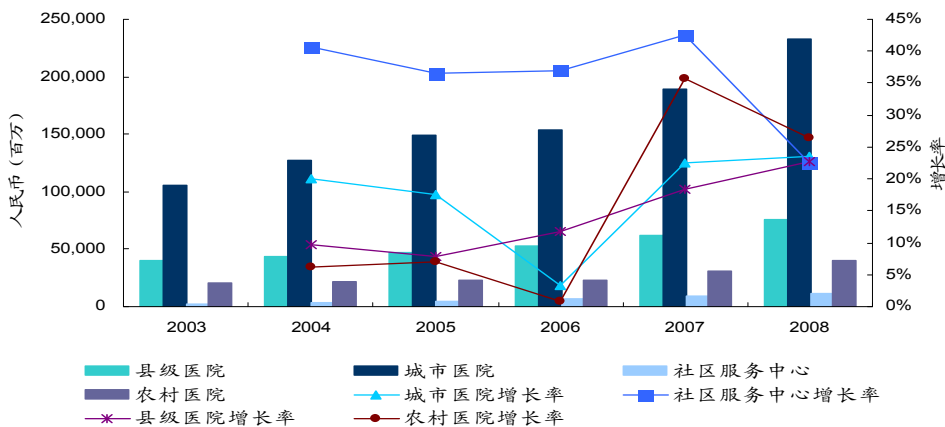
表 17：4 个主要市场的特征

四个主要市场特征析

		城市医院	县级医院	社区卫生服务中心（站）	乡镇卫生院
市场规模	诊疗人次	11.92 亿	5.9 亿	2.57 亿	8.27 亿
	人均药费支出	86 元	48 元	44 元	22 元
		1034 亿	284 亿	102 亿	182 亿
	住院人次	4039 万	3353 万	141 万	3313 万
	人均药费支出	3213 元	1421 元	1100 元	600 元
		1297 亿	476 亿	11 亿	200 亿
目录管理		配备基本药物，要求一定比例使用，有差率		全部配备使用，零差率销售	
价格控制		严格执行中标价（区别定价）		严格执行中标价	
招标采购		现行的集中招标采购、统一配送		基本药物招标、统一配送	
企业营销覆盖		强	无	弱/无	无

资料来源：南方医药经济研究所

图 5：各类医疗机构用药金额增长情况

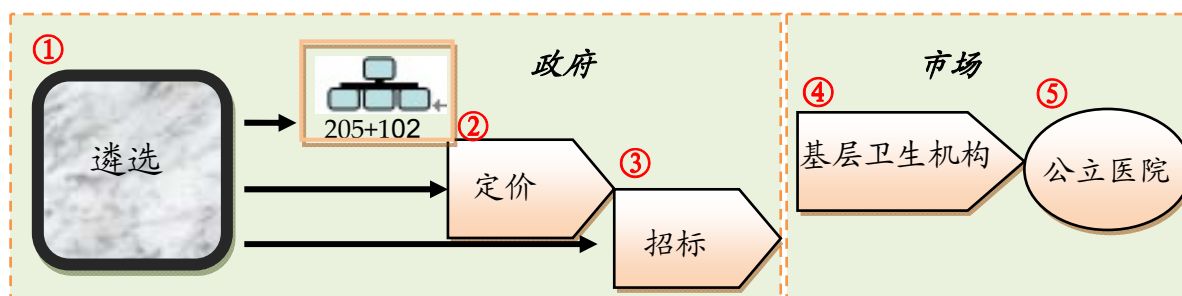


资料来源：南方医药经济研究所

二、政策变化

具体到 2010 年，医改再次成为行业最大的外部影响因素之一。卫生部门计划出台 4 份实施国家基本药物制度的配套文件，具体规范国家基本药物的集中采购、统一配送以及在各各类医疗机构中的配备使用。

图 6：基本药物制度实施路线图



资料来源：南方医药经济研究所

正在研究中的规定拟要求，政府举办的基层医疗卫生机构应全部配备使用基本药物，基本药物的销售额不应少于其药品销售总额的 70%；同时，二级综合医院使用基本药物的数量，须占整个国家基本药物目录品种数量的 95%以上，三级综合性医院使用基本药物的量，应当占目录总品种数量的 80%以上。据了解，目前某些使用量较大的抗生素由外资高价药垄断，基本药物目录“高端版”出台以及基本药物目录的推行，各大医院将被要求配置更多的平价药品。同时，如果很多地方试行“社区首诊，双向转诊”且农村医保落实，则某些进口药的份额可能被国产药代替，从而增加了需求，这对国产首仿药或大型普药的利润可能有很好影响。

根据最新的政策，发改委在 11 月 23 日发布的《改革药品医疗服务价格形成机制意见》中提出了药品价格管理意见，我们认为以下内容值得注意：一是政府制定药品价格原则上按照通用名称制定统一价格。已针对特定企业制定的价格，与统一指导价有较大价差的，要加大调整力度，逐步缩小价差；二是进一步完善药品差价比价规则，合理确定同种药品中代表剂型规格品及价格，其他剂型规格品价格按照规定差价或比价关系制定；三是对今后国内首先仿制上市的药品，价格参照被仿制药品价格制定；四是按照“医药分开”的要求，改革医疗机构补偿机制，逐步取消医疗机构销售药品加成。这些政策均有利于国产首仿药或大型普药企业。

三、医改实践

基层医疗在行动：

陕西：陕西省将加快 1.5 万个村卫生室的标准化建设，并对基层医疗卫生队伍进行培训。2009 年为每所卫生院培训 3 名专业技术人员、1 名管理人员、同时为城市社区卫生服务机构培训全科医师 900 名、社区护士 800 名，培训在岗村医 7500 人次。

武汉：2009 年武汉参合人数达 274 万人，新农合标准由人均 35 元提高至 140 元以上，住院补偿封顶线最高达 4 万元。2009 年武汉要完成 1386 个村卫生室的标准化建设，全市标准村卫生室将达 75.1%。武汉市要求全市 116 个社区卫生服务中心、386 个社区卫生服务站设置家庭医生岗位，为居民提供贴身的健康服务。

黑龙江：该省出台了《城镇居民基本医疗保险与医疗卫生服务配套联动综合示范区建设指导意见》，要求参保居民就在本行政区域内自愿选择社区卫生服务机构首诊就医，不在定点社区卫生服务机构首诊治疗的，其治疗费用医保基金不予支付。

福建：今明两年将向乡镇卫生院投入 3.8 亿元，使其基本达到国家建设标准和基本诊疗设备装备标准。

安徽：2008 年到 2010 年，全省每年从二级以上各类医疗机构选派 1000 名医务人员到乡镇卫生院进行为期一年的技术挂职，同时为对口支援的乡镇卫生院每年培养 1000 名医疗技术骨干。

四、有利条件

青霉素钠粉针全国年产销量约 40 亿支以上，产销量前 4 家生产企业市场份额总和达到 90%以上；阿莫西林胶囊年产销量 200 亿粒以上，前 8 家生产企业市场份额总和接近 90%；头孢曲松钠粉针年产销量 12 亿支以上，前 10 家生产企业市场份额总和超过 90%。

有专家建议：按照质量体系先进完善，市场份额集中度较高、占有率名列前茅，原料药与制剂产品链齐全、市场价格适中（质优价低）的遴选原则，对基本药物中临床使用量最大的大宗抗生素基础品种，例如青霉素钠粉针、阿莫西林胶囊、头孢唑啉钠粉针、氨苄西林钠粉针和头孢曲松粉针等实施国家局定点生产评价推荐政策，在省（直辖市或自治区）级药品挂网招标采购、直接配送的供应保障体系中优先推荐使用。

我们看好原料药与制剂产品链齐全的厂家，它们可以获取成本优势，这在招标主体提高到省一级后比较有利。

五、重点公司

新华制药：

- 1、行业竞争结构较好。上下游企业较多较分散，而大型原料药企业不多。
- 2、是解热镇痛类药物的龙头企业。其市场占有率分别为：安乃近46%、阿斯匹林65%、布洛芬52%、咖啡因36%、氢化可的松53%、茶碱32%、氨基比林68%、吡哌酸100%、吡哌酸片64%。
- 3、制剂销售金额为原料药的1/3。

鲁抗医药：

1、多个品种进入基本药物目录。公司及下属子公司制剂产品有 21 个品种 39 个品规进入《国家基本药物目录》，分别为青霉素注射剂、链霉素注射剂、氨苄注射剂、哌拉注射剂、头 V 注射剂、曲松注射剂，阿莫西林口服常释剂型、头孢氨苄口服常释剂型与颗粒剂和辛伐他汀口服常释剂型等。该部分产品 2008 年销售比重占据公司及下属子公司制剂品种收入的七成以上。

2、公司在抗生素领域具有较完整的上下游产业链。

中短期 —— 通胀因素

一、扩张救市埋下通胀隐患

目前的通胀预期缘于信贷与货币的快速扩张。2009 年三季度广义货币供应量（M2）同比增长 29.3%，狭义货币供应量（M1）同比增长 29.5%。M2、M1 增长率均超过名义 GDP 增长率达 22% 左右。前十个月，人民币新增贷款总额 8.92 万亿，货币投放的高速增长使市场产生了货币贬值的预期即通胀预期。

二、通胀容易引发原料药涨价

2007 年，原料药以 60.97% 的涨幅位居 10 个制造业分行业之首。就个股而言，华北制药、东北制药、鑫富药业、广济药业、新和成、浙江医药等公司年度内涨幅都超过了 300%，其中核黄素子行业的广济药业年度内涨幅达到了 1424.19%，居原料药行业之首，而主要原因，就是公司的主导产品大幅涨价。

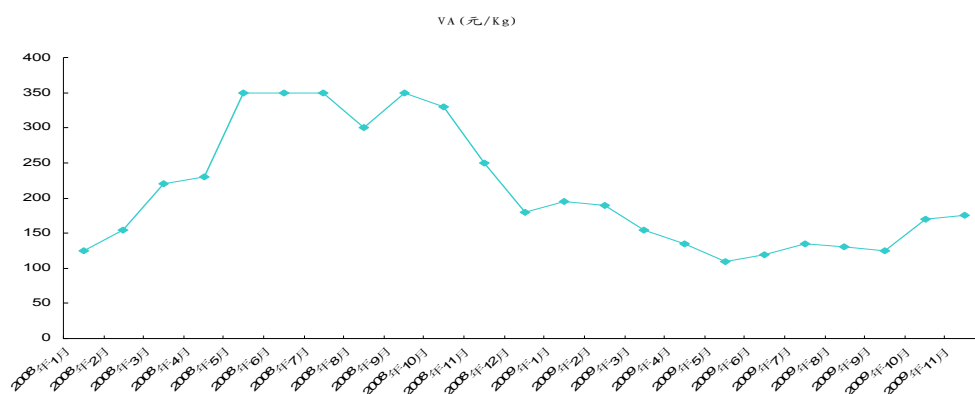
原料药行业产品价格的上涨，直接原因是定价者的提价。提价的必要条件是产业组织结构集中到有定价者的存在，那么提价的充分条件就是定价者的提价动机。

具有成本控制优势的公司具有行业的定价者身份。原料药行业中，生产工艺领先和/或产品替代性强的企业具有成本控制优势。2007 年中国所处的通胀和资产价格重估是影响最远的两条“生存环境”。通胀对供给层面的集中有促进作用，随后产生的供给缺口使定价者被需求所刺激从而发现了提价空间；而资产价格重估主要由通胀引发的股东对公司利润膨胀的需求，也就是通货膨胀必然引发“利润需求膨胀”，这就是 2007 年原料药普遍提价而不是象 2008 年一样只有 VE 等局部提价的根本原因。所以，只有用通货膨胀才能解释原料药整体涨价，这是我们自 2007 年以来就一直坚持的观点。

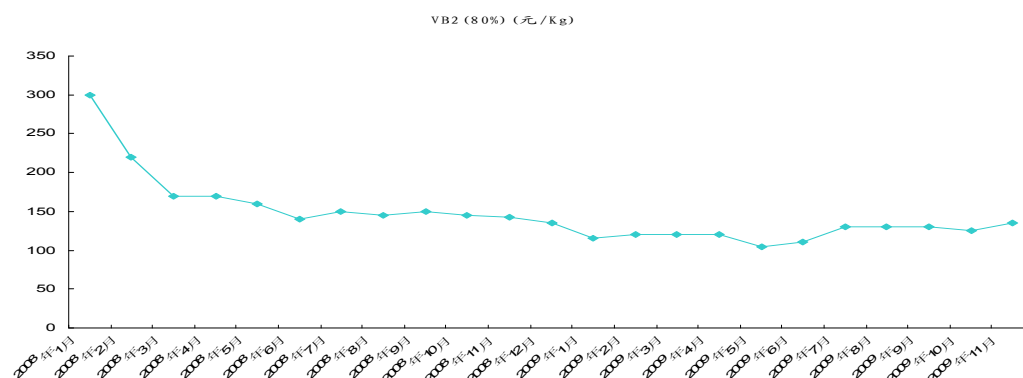
如果行业内的定价者同时能成为行业间的定价者，那么通胀和资产重估将顺利体现在价格上。技术密集型的原料药行业集中度高于上下游，成为了行业间的定价者。

三、2009 年原料药涨价已是暗流涌动

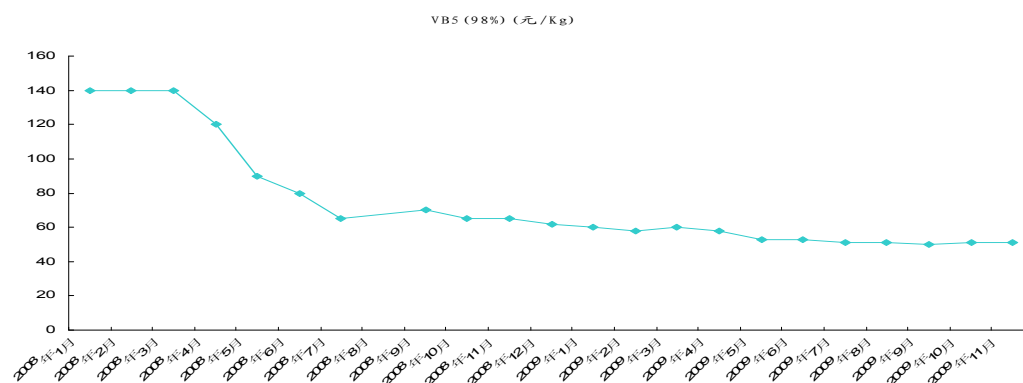
经过 2008 年金融危机的洗礼，大多数原料药价格已经触底。2009 年以来，部分产品价格已有所回升。2010 年，如果通胀预期明显，原料药产品价格普遍上涨应在意料之中。

图 7：2008.1-2009.11VA 价格走势


资料来源：健康网

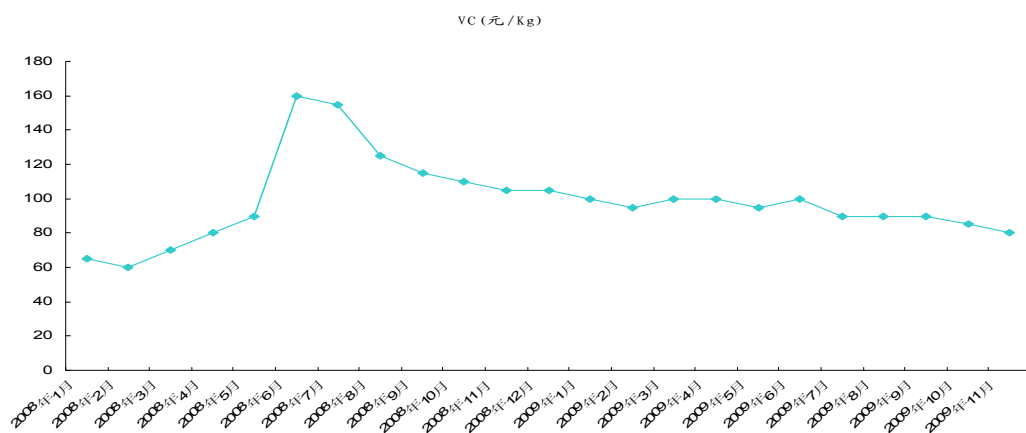
图 8：2008.1-2009.11VB2 价格走势


资料来源：健康网

图 9：2008.1-2009.11VB5 价格走势


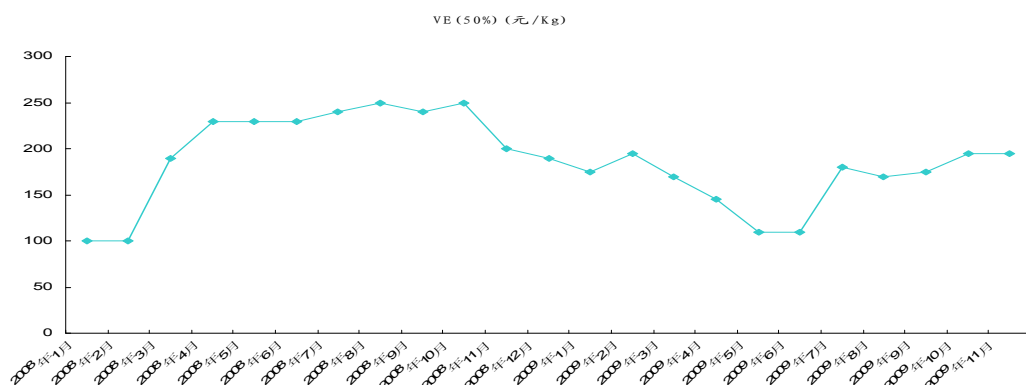
资料来源：健康网

图 10: 2008.1-2009.11VC 价格走势



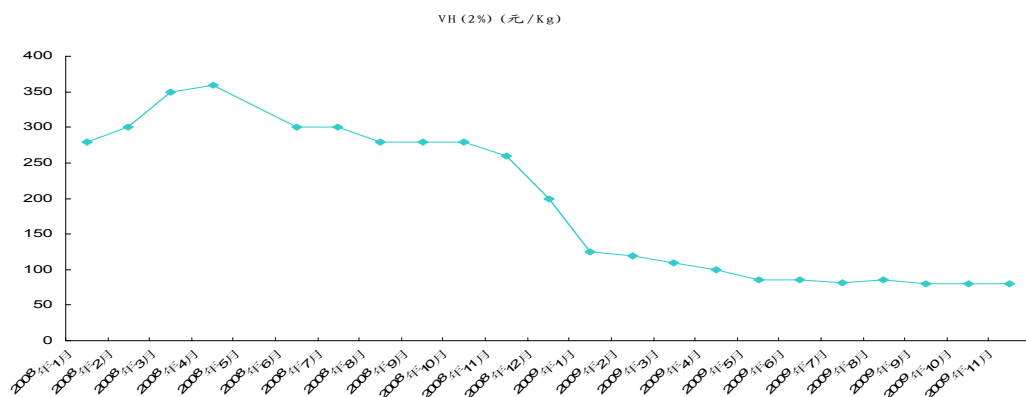
资料来源：健康网

图 11: 2008.1-2009.11VE 价格走势



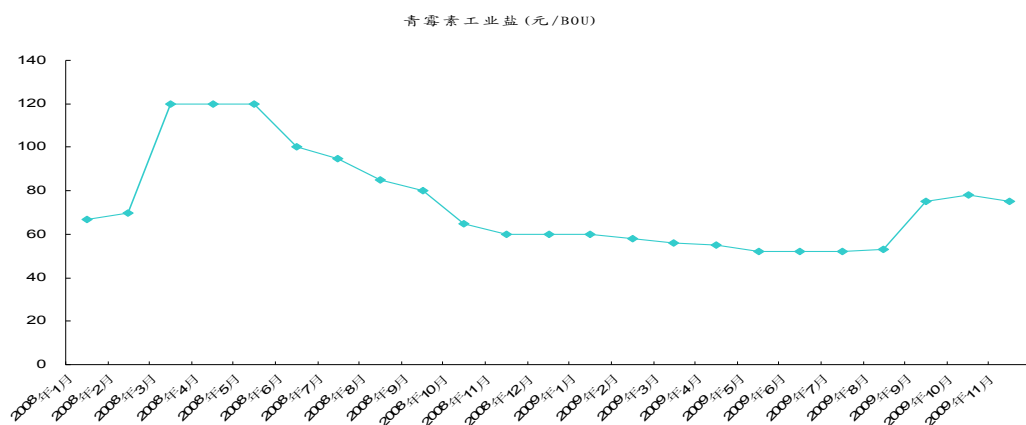
资料来源：健康网

图 12: 2008.1-2009.11VH 价格走势



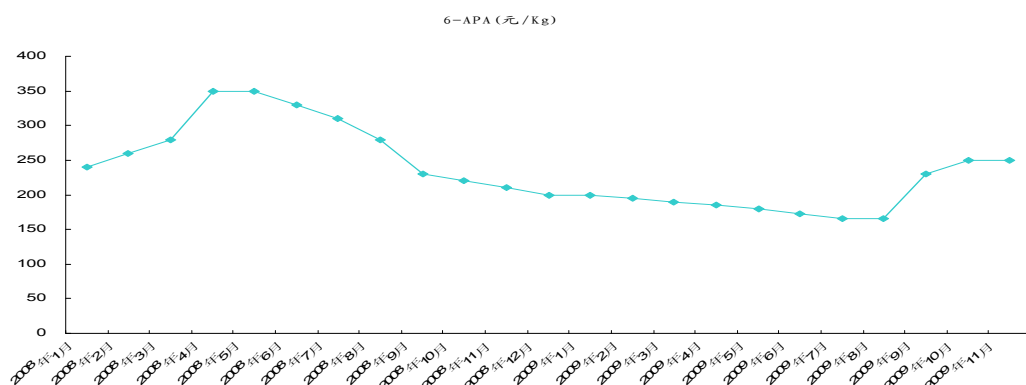
资料来源：健康网

图 13: 2008.1-2009.11 青霉素工业盐价格走势



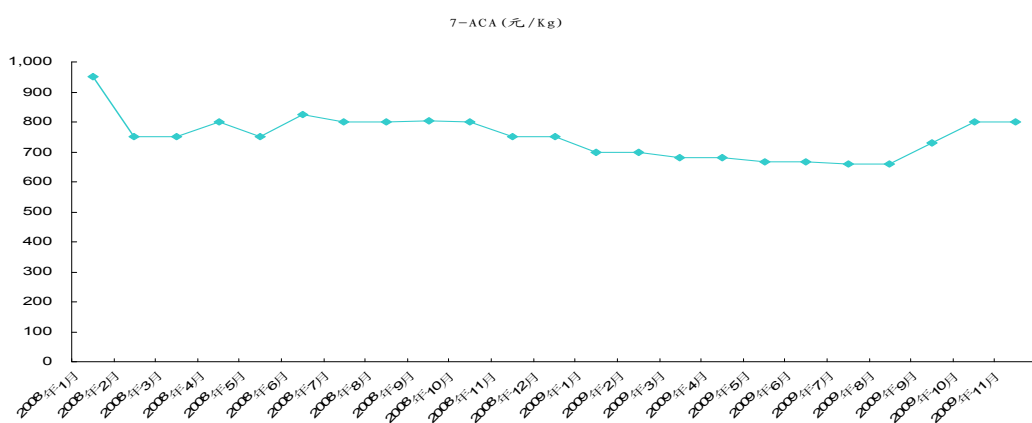
资料来源: 健康网

图 14: 2008.1-2009.11 6-APA 价格走势



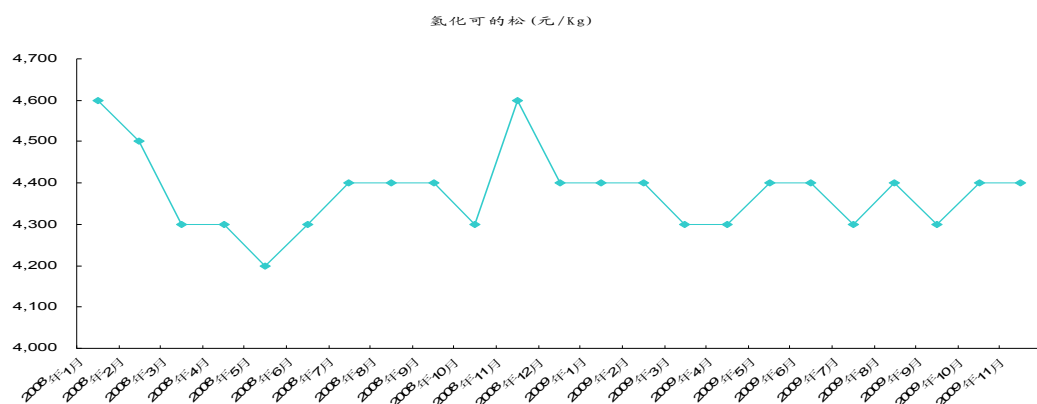
资料来源: 健康网

图 15: 2008.1-2009.11 7-ACA 价格走势



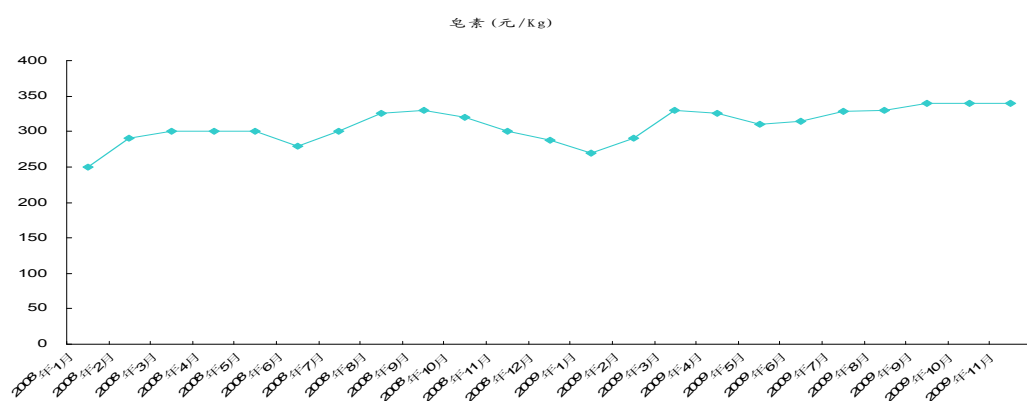
资料来源: 健康网

图 16: 2008.1-2009.11 氢化可的松价格走势



资料来源：健康网

图 17: 2008.1-2009.11 皂素价格走势



资料来源：健康网

四、重点公司

天药股份

- 1、行业竞争结构很好。上下游企业很分散，不具有定价权，而激素原料药行业生产相对集中。
- 2、公司是皮质激素行业的龙头企业之一。
- 3、激素原料药有提价可能。

投资建议

9 月份，我们的医药行业投资策略以一个市场情景作为假设前提：就是沪指在 2000 点和 3000 点之间震荡，并有一个二次探底的过程。据此，我们提出可以超配医药，以防御为主的策略。9 月、10 月市场还在这个框架里运行，但 11 月以来的市场情况已不符合我们此前的假设前提：大盘没有出现二次探底，而是提前向上突破了，这促使我们根据变化了的的市场情况修正投资策略。

在 2010 年的假设前提里，我们认为该年度存在明显“进攻”。这意味着医药股的机会相对将会减少，热点可能又将让位于周期性行业。但这并不排斥医药股在多个时段可以超配，毕竟宏观层面重内需拉动；行业层面医改继续深化；公司层面变化较大。

简而言之，对于长期组合来讲，依旧可以超配被相对低估的低方差成长企业，如天士力、江中药业、仁和药业（此类选择还有东阿阿胶、片仔癀、华东医药、马应龙等），还有优质次新股如爱尔眼科、信立泰、乐普医疗；但对持有期在一年内的组合，则可标配医药股，并重点选择原料药企业如天药股份和上下游产业链完整的大型普药企业如新华制药、鲁抗医药；其它类型，如并购重组可突破估值限制，同样值得关注；而改善型企业也有可能带来较大投资机会，如羚锐医药、华神集团、九芝堂、西南合成等。

分析师介绍

叶颂涛，毕业于中南财大统计专业，从事医药行业研究。

严鹏，毕业于华中科技大学生物/财务金融专业，从事医药行业研究。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 68751916	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
吕 洁	华东区客户经理	(8621) 68751926	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区客户经理	(8621) 68751863	13817196202	julei@cjsc.com.cn
易 敏	华南区客户经理	(8621) 68755178	13817111316	yimin@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 68751860	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本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。本公司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，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本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。

本报告版权仅为本公司所有，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，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。