

深度报告

医药保健

医药行业 2010 年投资策略

谨慎推荐

(维持评级)

2009 年 12 月 9 日

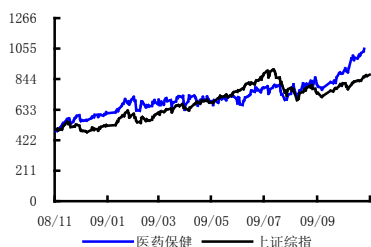
本报告的独到之处

- 分析新医改的进程和展望,进一步阐述对“医药行业黄金 10 年”判断的核心逻辑
- 多角度探讨上市公司发展和投资机遇

行业投资策略

蛋糕和机遇

一年该行业与上证综指走势比较



资料来源: 国信证券经济研究所

相关研究报告:

《医药行业 09Q4 投资策略: 长期进攻, 阶段性防御》——2009-10-13

《医药上市公司 09 年三季报业绩统计分析: Q3 淡季增速提升, Q4 旺季更乐观》——2009-11-6

《医药行业 2009 年投资策略: 产业链变革中的机遇》——2008-11-28

分析师: 贺平鸽

电话: 0755-82133396

E-mail: hepg@guosen.com.cn

分析师: 丁丹

电话: 0755-82130678

E-mail: dingdan@guosen.com.cn

分析师: 陈栋

电话: 021-60933147

E-mail: chendong1@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 其结论不受其它任何第三方的授意、影响, 特此声明。

● 新医改: 吹响医药产业健康启航的号角

维持对“未来 10 年是医药行业黄金发展时期”的判断。3 年 8500 亿增量投入凸显政府对新医改决心, 09 年中国卫生总费用预计 1.56 万亿元, 其中政府投入有望达到 6000 亿元, 同比翻倍增长, 政府投入占比跃升至 38%! 新医改对行业影响深远——扩大蛋糕、激活消费, 产业链重构, 有利于已确立细分领域龙头地位的上市公司(稀缺资源)强者恒强。09-11 是产业链基础投入和结构性改善期, 2012-2020, 医疗药品的消费拉动才将真正显示出来。因此, 龙头企业的受益期才刚刚开始。

● 上市公司面临历史性发展机遇

基本药物独家品种和新进入 09 版医保目录优势品种的机遇: 销售放量; 专科民营药企的机遇: 高端市场, 优质优价; 品牌普药企业的机遇: 国企转折点; 商业龙头的机遇: 份额加速提升。而大型央企、地方国企的重组预期, 又为上市公司提供了外延式发展机遇。

● 2010 年投资机会有望在 Q2、Q3

“长期进攻, 阶段性防御”是未来 10 年医药行业最佳投资策略。优质公司走势必然是螺旋式上升, 不断以时间换空间。09 年末的高估值(2010PE 35x)需要消化, 而预期中靓丽的 09 年和 10 年中期业绩, 将推动医药板块在明年中期再次演绎“一年等一回”的板块行情。

● 配置思路和建议

①基本药物目录独家品种价涨量增: 中恒集团、天士力、云南白药、三九医药、马应龙; ②受益公卫: 天坛生物、华兰生物、科华生物; ③产业升级: 恒瑞医药、海正药业; ④国企转折: 哈药股份、华北制药; ⑤受益分销业变革: 国药股份、一致药业。

重点公司盈利预测及投资评级

代码	公司	总市值 (百万元)	收盘(元) 2009-12-01	EPS 2009E	EPS 2010E	PE 2010E	投资评级
000538	云南白药	289.24	54.16	1.15	1.50	36	推荐
600535	天士力	120.54	24.70	0.67	0.83	30	推荐
600252	中恒集团	71.11	27.25	0.46	1.16	23	推荐
600276	恒瑞医药	315.96	50.90	1.14	1.38	37	推荐
600267	海正药业	116.49	24.08	0.59	0.75	32	推荐
600511	国药股份	119.32	24.92	0.51	0.65	38	推荐
600161	天坛生物	144.77	29.65	0.40	0.50	59	谨慎推荐

资料来源: 公司资料和国信证券预测

内容目录

1 投资逻辑和策略	5
2 个股选择和配置建议	5
2.1 个股选择	5
2.1 配置建议	7
3 新医改进程和展望	9
3.1 新医改：吹响医药产业健康启航的号角	9
3.2 新医改配套政策密集出台，释放多重利好	10
3.3 新医改对行业影响深远——扩大蛋糕、激活消费，产业链重构	12
4 医药上市公司发展机遇	21
4.1 医药经济运行趋势：平稳向上	21
4.2 医药上市公司业绩趋势：09Q4~10Q2 增速乐观	22
4.3 上市公司的内生性发展机遇——新医改路径	23
4.4 上市公司外延式发展机遇——央企、地方国企重组预期	25
5 行业主要公司估值一览	

图表目录

图 1: 医药行业投资逻辑和策略 (示意图)	5
图 2: 分析框架一: 行业 - 子行业 - 比较优势医药资产	6
图 3: 分析框架二: 医药股的成长和轮动 (示意图)	6
图 4: 分析框架三: 沿新医改受益路径	6
图 5: 分析框架四: 外延式发展机遇——央企、地方国企重组预期 (涉及 7 大集团的 21 家医药上市公司)	7
图 6: 中国医疗卫生产业的发展历程	9
图 7: 2006 年各国卫生费用占 GDP 比重和构成	12
图 8: 中国卫生费用占 GDP 比重和发展趋势	12
图 9: 新医改内容及效应解析	13
图 10: 在医改不同阶段谁受益? (示意图)	14
图 11: 我国将建成的三纵三横全民医保体系	15
图 12: 患病未就诊比例——下降, 诊疗人次——上升	15
图 13: 应住院而未住院比例——下降, 入院人数——上升	15
图 14: 城镇 (职工、居民) 医保参保情况与趋势:	16
图 15: 新型农村合作医疗参保情况与趋势:	16
图 16: 城镇 (职工、居民) 医保筹资、支出与结余率趋势:	16
图 17: 新型农村合作医疗筹资、支出与结余率趋势:	16
图 18: 社区卫生服务中心数量与床位数	17
图 19: 社区卫生服务中心服务提供情况	17
图 20: 乡镇卫生院数量与床位数	17
图 21: 乡镇卫生院服务提供情况	17
图 22: 基层医疗机构的药品市场份额变化	17
图 23: 基层医疗机构药品市场及增长率	17
图 24: 基本药物在城市医院的销售金额占比	19
图 25: 2008 年我国不同类别医疗机构的药品市场份额	19
图 26: 综合医院平均收入构成变化趋势 (万元)	19
图 27: 综合医院平均盈余构成变化趋势 (万元)	19
图 28: 公立医院补偿机制改革与产业链变革	20
图 29: 医疗资源下沉和就医行为变迁引导工商药企的整合与分化	20
图 30: 1999~2009.08 医药工业收入与利润额增长 (亿元)	21
图 31: 1999~2009.08 医药工业盈利水平	21
图 32: 2008~2009.10 医药制造业工业增加值增速	22
图 33: 2009 年 1~10 各消费品制造业工业增加值累计增速	22
表 1: 09 年颁布的新医改具体政策	10
表 2: 2006~2011 年政府卫生投入及估算——新医改 8500 亿元增量投入的力量! ...	13
表 3: 2008 年政府办医疗机构盈亏分析 (亿元)	19

表 4: 2009 年 1~8 月医药行业各子行业收入及利润 (亿元)	21
表 5: A股医药板块 2008、2009 三季报主要财务指标对比 (亿元)	22
表 6: 进入基本药物目录的主要中药独家品种及价格调整一览.....	24

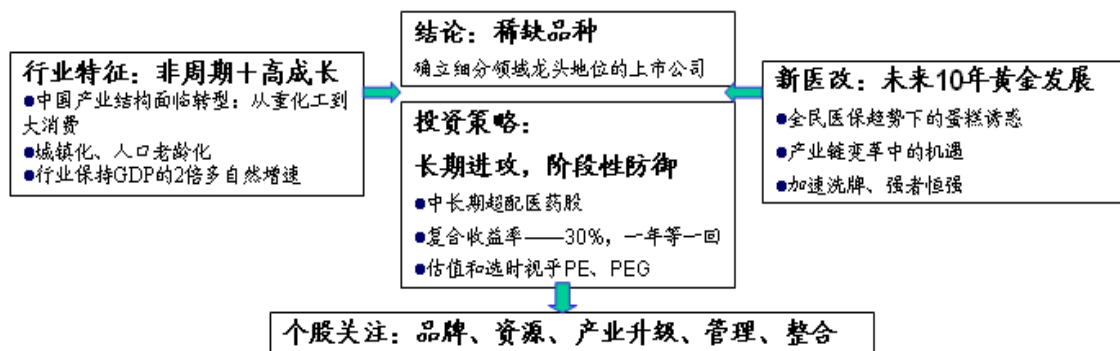
1、逻辑和策略

2010 年, 我们仍坚持 2009 年 1 季度和 4 季度分别提出的“从防御到进攻”、“长期进攻, 阶段性防御”策略观点。

核心逻辑为:

- 新医改三年 8500 亿增量投入凸显政府觉醒, 我们对改革抱持信心;
- 未来 10 年是医药行业黄金发展时期;
- 医疗药品消费增长潜力巨大, 蛋糕扩容推动下的行业成长刚刚开始;
- 优质医药上市公司是稀缺资源, 面临历史性发展机遇;
- “长期进攻, 阶段性防御” 是未来 10 年医药行业最佳投资策略。

图 1: 医药行业投资逻辑和策略 (示意图)



数据来源: 国信证券经济研究所

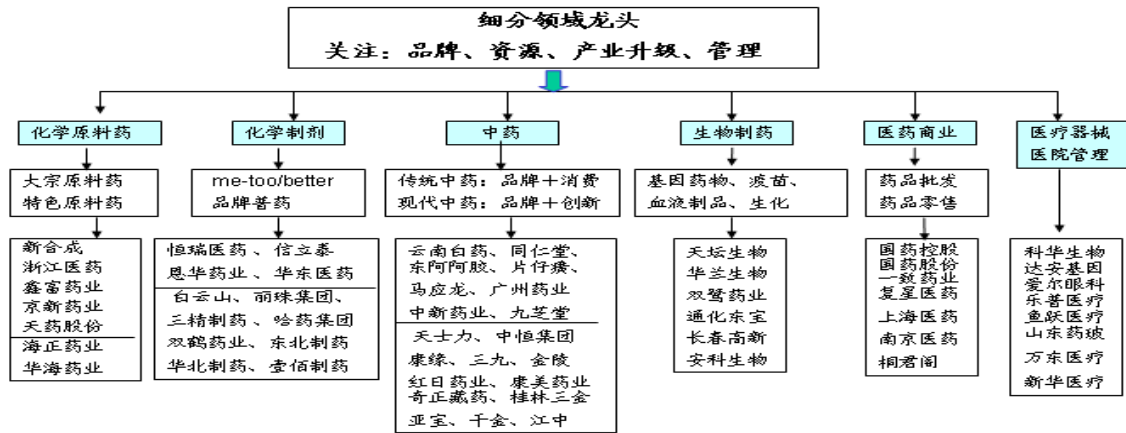
2 个股选择和配置建议

2.1 四条路径选择个股

目前已确立细分领域龙头地位的优质医药上市公司是稀缺资源, 面临历史性发展机遇。在此前提下, 我们建议从以下分析框架, 多角度考察医药上市公司, 选择投资标的:

- 分析框架一: 行业 - 子行业 - 比较优势医药资产 (图 2)
- 分析框架二: 医药股的成长和轮动 (图 3)
- 分析框架三: 沿新医改受益路径 (图 4)
- 分析框架四: 外延式发展机遇——央企、地方国企重组预期 (图 5), 涉及 7 大集团的 21 家医药上市公司。

图 2: 分析框架一: 行业-子行业-比较优势医药资产



数据来源：国信证券经济研究所

图 3: 分析框架二: 医药股的成长和轮动 (示意图)

成长& 轮动	标 的	定义& 预期	市场表现	投资策略
一线股 ——白马 战略性品种	恒瑞医药、云南白药、天士力、天坛生物、国药股份、东阿阿胶、康缘药业、双鹭药业、科华生物、华兰生物、海正药业、同仁堂	细分龙头。期待：未来可能引领并分享该领域及其产业链延伸领域的大发展。	股价螺旋式上升——不断以时间换空间，演绎“贵之不贵”	没有极好理由不要抛掉
二线股 ——灰马 策略性品种	三九医药、一致药业、中恒集团、复星医药、康美药业、华东医药、三精制药、哈药股份、丽珠集团、江中药业、东北制药、双鹤药业、中新药业、片仔癀、达安基因、马应龙、千金药业、浙江医药、新和成、华海药业	具行业地位，但在治理结构或管理水平等其它方面存在瑕疵，使得成长性表现相对逊色或业绩波动较大。期待：基本面各要素逐步完善。	股价容易在过度反应积极因素和负面因素之间大起大落	在过度反映负面因素时介入
三线股 ——黑马 趋势性品种	白云山、广州药业、华北制药、亚宝药业、恩华药业、鱼跃医疗、通化东宝、海南海药、长春高新、金陵药业	“细分产品的突出亮点 vs 基本面要素瑕疵”， or 某类概念或重组预期。。期待：亮点爆发、向好“蜕变”。	弹性较大：几起几落，直至预期兑现、成长性显现	在足够安全边际下参与，大胆预期

数据来源：国信证券经济研究所

图 4: 分析框架三: 沿新医改受益路径



数据来源：国信证券经济研究所

The diagrams are organized into six panels, each representing a different pharmaceutical group:

- Top Left (国药集团系):** Shows the structure of Sinochem Group. It branches into Sinochem Holding (国药控股, 1099HK), Sinochem Share (国药股份, 600511.SH), and Sinochem Pharmaceutical (一致药业, 000028.SZ). Sinochem Holding further branches into Zhongsheng Group (中生集团), Shanghai Institute of Medicine (上海医工院), and other potential assets. Zhongsheng Group owns Tianjin Biological (天坛生物, 600161.SH). Shanghai Institute of Medicine owns Modern Pharmaceutical (现代制药, 600420.SH). Yellow boxes highlight the 'Pharmaceutical Commercial Block' (医药商业板块) and 'Biological Pharmaceutical Block' (生物制药板块). A dashed box highlights the 'Chemical Pharmaceutical Block' (化学制药板块).
- Top Right (华润系):** Shows the structure of华润医药控股. It branches into North Pharmaceutical Group (北药集团, 50% stake), Original Huatao Group's Pharmaceutical Assets (原华润集团之医药资产), Dongmen Pharmaceutical (东阿阿胶, 000423.SZ), and Sanchuan Pharmaceutical (三九医药, 000999.SZ). North Pharmaceutical Group owns Double Crane Pharmaceutical (双鹤药业, 600062.SH) and Wan'er Medical (万东医疗, 600055.SH). Original Huatao Group's Pharmaceutical Assets owns Shanghai Medical Instrument Group (上海医疗器械集团) and Shanghai Pharmaceutical Group (上药集团, marked with a red X).
- Middle Left (上药系):** Shows the structure of Shanghai United Pharmaceutical (上海上实). It branches into Shanghai United Pharmaceutical Assets (上药集团医药资产, 600842.SH) and Shanghai United Pharmaceutical (上海医药, 600849.SH). Shanghai United Pharmaceutical Assets owns Shanghai United Pharmaceutical Assets (上实控股医药资产, 上实医药, 600607.SH). Shanghai United Pharmaceutical (上海医药) is highlighted with a blue dashed box.
- Middle Right (太极集团系):** Shows the structure of Taiji Group (太极集团, 600129.SH). It branches into Southwest Pharmaceutical (西南药业, 600666.SH) and Tongjun'an (桐君阁, 000599.SZ). The Taiji Group is highlighted with a blue dashed box.
- Bottom Left (华立系):** Shows the structure of Huali Group (华立集团). It branches into Huali Pharmaceutical (华立药业, 000607.SZ), Kunming Pharmaceutical (昆明制药, 600422.SH), and Wuhan Jianmin (武汉健民, 600976.SH). Huali Pharmaceutical and Kunming Pharmaceutical are highlighted with a blue dashed box.
- Bottom Right (通用集团系):** Shows the structure of China General Technology Group (中国通用技术集团). It branches into ST Tianfang (ST天方, 600253.SH) and China General Pharmaceutical (中国医药, 600056.SH). A dashed box indicates the acquisition of other pharmaceutical assets (收购其他医药资产?).

数据来源：国信证券经济研究所

2.2 建议中长期超配，但 09 年末高估值需要时间消化，10 年主要行情可能在 Q2、Q3

建议中长期超配医药股——占组合 7% 左右（约 2 倍于标配水平）：细分龙头企业未来走势必然是螺旋式上升，不断以时间换空间，每年收获 30% 左右投资收益（一年等一回），中长期持有将获可观复合收益率。

择时则需视估值状态。2009 年医药板块前 7 个月跑输大盘，8 月之后表现优异。当前医药板块主要公司（不包括创业板）的 2010PE 约 35x。应该说已透支部分 2010 年业绩。需要耐心以时间换空间，或者期待业绩超预期。因此短期我们建议以持有优质股为主，不建议在高估值时追高介入。最佳介入时机之经验值：当年 PE20x 左右，或 PEG<1。

2009 年末高估值需要消化，2010 年主要行情可能在 Q2、Q3。正如我们年初的判断，2009 年医药板块行情主要发生在 Q1、Q4；我们预计 2010 年医药板块主要行情将发生在 Q2、Q3。这是因为：目前的高估值需要时间消化，而在 09 年报和 10 年 1 季报、中报披露前后，又可能迎来一波医药股主流行情——基于对板块行情轮动和医药股靓丽业绩推动的判断：09Q3 医药行业增速明显开始提升，09Q4 预计乐观，确保 09 全年业绩无忧（仍可能有超过 1/4 的上市公司业绩预增）；而 10Q1、10Q2 由于 09 年同期相对较低的基数，增速乐观。10 年下半年如果基本药物目录制度推行畅顺、其它新医改配套措施科学有序推进，有望使下半年更明朗或预期提高，则继续支持板块表现。

主要配置品种和思路建议：

- **基本药物目录独家品种价涨量增：**中恒集团（提高业绩预期，分享高速增长）、天士力（第二次腾飞）、云南白药（稳定快速成长），以及千金药业、三九医药、马应龙；
- **受益公卫：**天坛生物（疫苗+重组预期）、华兰生物（流感疫苗+血制品）、科华生物（诊断试剂）
- **产业升级：**恒瑞医药（制剂出口突破）、海正药业（产业链升级）、以及康缘药业；
- **国企转折：**哈药股份（估值优势+注资预期）、华北制药（业绩反转）、广州药业（市值偏低+业绩反转）；
- **受益分销业集中度提高：**国药股份、一致药业。

3 新医改进程和展望

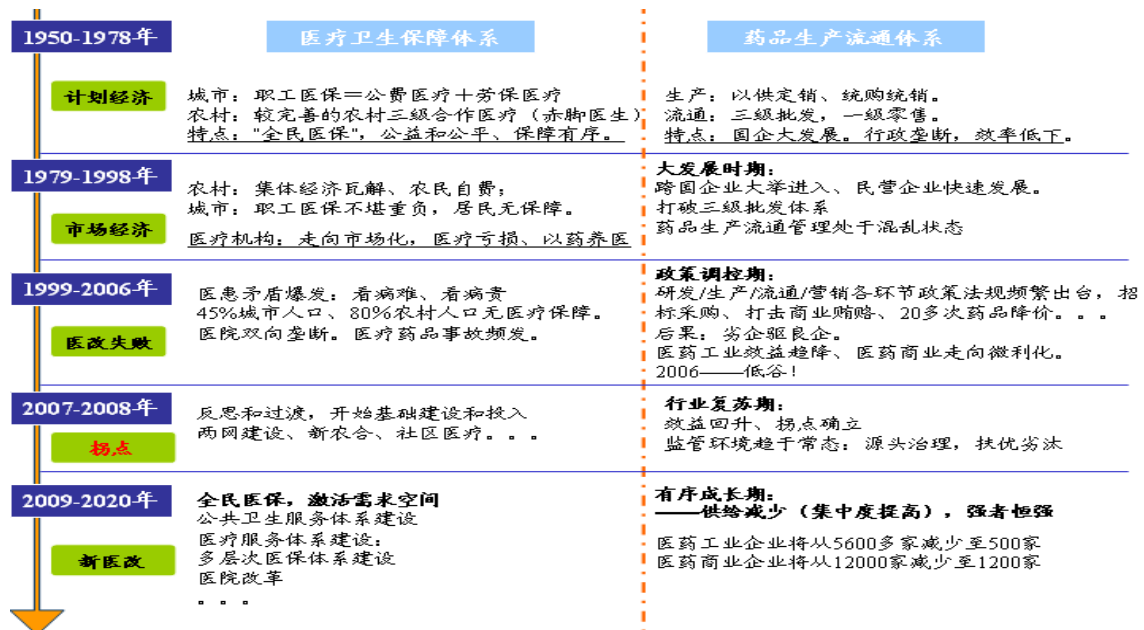
3.1 新医改：吹响医药产业健康启航的号角

新医改方案于09年4月正式出台，提出“建立健全覆盖城乡居民的基本医疗卫生制度，为群众提供安全、有效、方便、价廉的医疗卫生服务”的总体目标。并明确了2009-2011年的阶段性目标：基本医疗保障制度全面覆盖城乡居民，基本药物制度初步建立，城乡基层医疗卫生服务体系进一步健全，基本公共卫生服务得到普及，公立医院改革试点取得突破，明显提高基本医疗卫生服务可及性，有效减轻居民就医费用负担，切实缓解“看病难、看病贵”问题。目标是于2020年基本建成覆盖城乡居民的基本医疗卫生制度。

未来10年是医药行业黄金发展时期

- **过去10年：“劣药驱良药、劣企驱良企”。**改革方向不明确，政策变化频繁，所有公司都受到密集的政策调控性打击，无序竞争环境难以催生大型医药公司；
- **未来10年：产业链重构，进入新一轮有序成长期。**医疗资源下沉、就医行为变迁，公立医院改革、全民医保等。。中国医疗卫生保障体系的逐步科学化和体制完善，必然牵引上游的医药工商业竞争格局发生巨大变化。“医药-医疗-卫生保障”产业链重构的过程，也将是医药工商企业加速淘汰与整合的过程，其结果必然是：集中度提高、强者恒强，出现大型医药公司。

图6：中国医疗卫生产业的发展历程



数据来源：国信证券经济研究所

3.2 新医改配套政策密集出台，释放多重利好

自 09 年 4 月份颁布新医改的框架性文件后，从 6 月份开始，相关的配套政策措施开始密集出台，医改由此步入操作期。对新医改政策我们比较有信心的是：改革方向明确，调集了各部委力量，分工明确，使得配套政策较具操作性，并有利于扶强汰劣。因此如前所述，我们认为新医改系列政策对行业以及行业龙头公司而言是利好——每个政策出台，都是一次行业洗牌，有利于优质企业强者恒强。

表 1：09 年颁布的新医改具体政策

颁布时间	政策	主要内容和目标
4 月 6 日	《关于深化医药卫生体制改革的意见》	总体目标：建立健全覆盖城乡居民的基本医疗卫生制度，为群众提供安全、有效、方便、价廉的医疗卫生服务。 形成四位一体的基本医疗卫生制度：建设覆盖城乡居民的公共卫生服务体系、医疗服务体系、医疗保障体系、药品供应保障体系。 完善体制机制：建立协调统一的医药卫生管理体制、高效规范的医药卫生机构运行机制、政府主导的多元卫生投入机制、科学合理的医药价格形成机制、严格有效的医药卫生监管体制、可持续发展的医药卫生科技创新机制和人才保障机制、实用共享的医药卫生信息系统、健全医药卫生法律制度。
4 月 7 日	《医药卫生体制改革近期重点实施方案（2009-2011 年）》	加快推进基本医疗保障制度建设；初步建立国家基本药物制度；健全基层医疗卫生服务体系；促进基本公共卫生服务逐步均等化。
7 月 22 日	《医药卫生体制五项重点改革 2009 年工作安排》	加快推进基本医疗保障制度建设。（一）扩大基本医疗保障覆盖面：1、城镇职工基本医保、城镇居民基本医保参保人数达到 3.9 亿人，比 2008 年增加 7200 万人；2、新农合参保率稳定在 90% 以上。（卫生部负责）；（二）提高基本医疗保障水平：1、新农合和城镇居民医保人均每年 80 元补助；2、各类医保最高支付限额分别提高到当地人均收入的 6 倍左右；3、50% 的统筹地区各类医保住院费用报销比例比 2008 年分别提高 5 个百分点。（人社部、卫生部） 初步建立国家基本药物制度。 健全基层医疗卫生服务体系。1、在全国支持 986 个县级医院（含中医院）、3549 个中心乡镇卫生院和 1154 个城市社区卫生服务中心等基层医疗卫生机构建设。（国家发改委）；2、为乡镇卫生院招聘执业医师 1000 人，在岗培训乡镇卫生人员 12 万人次、城市社区卫生服务人员 5.3 万人次；3、开始对 15 岁以下的人群补种乙肝疫苗，2009 年补种 2300 万人左右，占应补种人数的 31%；5、启动 35-59 岁农村妇女常见病检查项目。（卫生部） 促进基本公共卫生服务逐步均等化。 推进公立医院改革试点。研究拟定推进医药分开、逐步取消药品加成、增设药事服务费、调整医疗服务价格的政策，使试点公立医院逐步实现由服务收费和政府补助进行补偿。（卫生部、国家发改委、财政部）
4 月 8 日	《关于全面开展城镇居民基本医疗保险工作的通知》	工作目标：2009 年全国所有城市都要开展城镇居民基本医疗保险工作。2009 年新开展这项工作的城市，参保率力争达到 50% 以上。2009 年前已开展试点的城市，参保率力争达到 80% 以上。 合理制定和调整有关政策：坚持做到城镇居民基本医疗保险基金收支平衡，略有结余。结余较多的城市要适当调整基金支付政策，避免结余资金过多。 提高统筹层次，积极推进地级统筹。
6 月 15 日	《关于进一步完善城乡医疗救助制度的意见》	目标任务：用 3 年左右时间，在全国基本建立起资金来源稳定，管理运行规范，救助效果明显，能够为困难群众提供方便、快捷服务的医疗救助制度。 健全制度，满足困难群众的基本医疗服务需求：合理确定救助范围；实行多种方式救助；完善救助服务内容；合理制定补助方案。 简化程序，充分发挥医疗救助的便民救急作用。 做好医疗救助与相关基本医疗保障制度的衔接。 加大资金投入力度，强化基金的管理：多渠道筹集资金；严格基金的管理和使用。 加强协议监管，控制医疗费用不合理支出。
7 月 2 日	《关于巩固和发展新型农村合作医疗制度的意见》	逐步提高筹资水平，完善筹资机制。2009 年，新农合筹资水平要达到每人每年 100 元，农民个人缴费增加到不低于 20 元。2010 年开始，新农合筹资水平提高到每人每年 150 元，农民个人缴费由每人每年 20 元增加到 30 元。
7 月 7 日	《关于促进基本公共卫生服务逐步均等化的意见》	制定和实施基本公共卫生服务项目：现阶段，国家基本公共卫生服务项目主要包括：建立居民健康档案，健康教育，预防接种，传染病防治，高血压、糖尿病等慢性病和重性精神疾病管理，儿童保健，孕产妇保健，老年人保健等。基本公共

		卫生服务项目主要通过城市社区卫生服务中心（站）、乡镇卫生院、村卫生室等城乡基层医疗卫生机构免费为全体居民提供，其他基层医疗卫生机构也可提供。 ● 实施重大公共卫生服务项目：从 2009 年开始继续实施结核病、艾滋病等重大疾病防控、国家免疫规划、农村孕产妇住院分娩、贫困白内障患者复明、农村改水改厕、消除燃煤型氟中毒危害等重大公共卫生服务项目；新增 15 岁以下人群补种乙肝疫苗、农村妇女孕前和孕早期增补叶酸预防神经管缺陷、农村妇女乳腺癌、宫颈癌检查等项目。重大公共卫生服务项目主要通过专业公共卫生机构组织实施。 ● 健全公共卫生经费保障机制：2009 年人均基本公共卫生服务经费标准不低于 15 元，2011 年不低于 20 元。
8 月 18 日	《关于建立国家基本药物制度的实施意见》 《国家基本药物目录管理办法（暂行）》 《国家基本药物目录（基层医疗卫生机构配备使用部分）》（2009 版）	● 2009 年每个省（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现零差率销售。 ● 基本药物全部纳入基本医疗保障药品报销目录，报销比例明显高于非基本药物。 ● 到 2011 年，初步建立国家基本药物制度；到 2020 年，全面实施规范的、覆盖城乡的国家基本药物制度。
9 月 2 日	《在公共卫生与基层医疗卫生事业单位和其他事业单位实施绩效工资》	● 2009 年 10 月 1 日起，为配合医药卫生体制改革，特别是实行基本药物制度，在疾病预防控制、健康教育、妇幼保健、精神卫生、应急救治、采供血、卫生监督等专业公共卫生机构和乡镇卫生院、城市社区卫生服务机构等基层医疗卫生事业单位实施绩效工资制度。 ● 公共卫生与基层医疗卫生事业单位实施绩效工资所需经费由县级财政保障，省级财政统筹，中央财政对中西部及东部部分财力薄弱地区给予适当补助。
10 月 2 日	《改革委关于公布国家基本药物零售指导价的通知》	● 调整后的价格从 10 月 22 日起执行； ● 涉及 2349 个具体剂型规格品，与现行规定价格比，有 45% 的药品降价，平均降幅 12% 左右；有 49% 的药品价格未做调整；有 6% 的短缺药品价格有所提高。
11 月 23 日	《改革药品和医疗服务价格形成机制意见》	● 改革药品价格管理：调整政府管理药品价格范围；药品价格实行分级管理；政府制定公布药品指导价格，生产经营单位自主确定实际购销价格；政府制定药品价格原则上按照通用名称制定统一价格；政府制定药品价格以社会平均成本为基础，综合考虑其他相关因素；科学确定药品之间的差比价关系；鼓励药品研发创新；引导仿制药品有序生产和竞争；鼓励基本药物生产供应；控制药品流通环节差价率；改革医疗卫生机构药品销售加成政策；规范药品市场交易价格行为。 ● 改革医疗服务价格管理：医疗服务价格实行政府指导价和市场调节价相结合的管理方式；医疗服务价格实行统一政策、分级管理；基本医疗服务价格要体现公益性；改革医疗服务定价方式；合理制定不同级别医疗机构和不同职级医师的服务价格；提高体现技术和劳务价值的医疗服务价格；降低大型医用设备检查和治疗价格；加强医疗器械价格管理。
11 月 30 日	《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录(2009 年版)》	● 新版《医保药品目录》中，西药和中成药品种共 2151 个。与 2004 年版药品目录相比，新版《药品目录》共增加了 260 个药品，增幅为 13.7%，其中甲类药品增加了 53 个，增幅为 11.8%；中药增加数超过西药。 ● 《国家基本药物目录》的药品全部纳入《医保目录》甲类部分；甲类目录的药品参保人员不设个人自付比例且各地不得进行调整，保证了国家基本药物的报销比例高于非基本药物。 ● 对原目录中部分可以被更好的药物替代或无人使用的药品予以调出，使药品目录的结构更趋合理。 ● 加强对医疗机构用药的管理。明确每一最小分类下的同类药品不得叠加使用，对部分易滥用的药品在支付范围上进行了限定。
后续可能出台的政策	● 基本药物目录（拓展版） ● 基本药物的招标、配送政策 ● 公立医院试点改革方案 ● 新 GMP 标准	

数据来源：国信证券经济研究所

3.3 新医改对行业影响深远——扩大蛋糕、激活消费，产业链重构

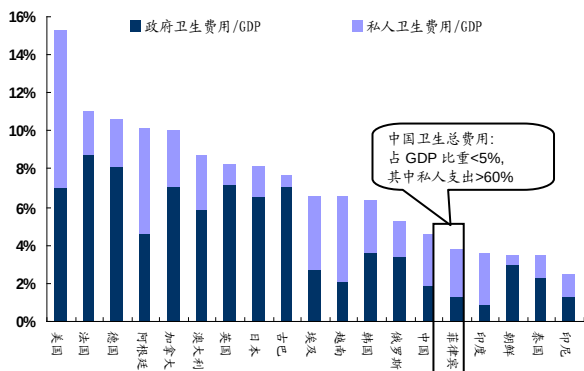
➤ 8500 亿增量投入显示政府的新医改决心，我们对改革抱持信心

- ◇ 新医改三年“增量”投入 8500 亿元显示魄力。8500 亿元 是增量而非存量（中央政府投入 3318 亿元+地方政府投入 5182 亿元）。这意味着 09 年政府卫生投入跃上 6000 亿元台阶，同比翻倍增长；09-11 年三年投入总量将达到将近 2 万亿元！
- ◇ 政府占卫生总支出的比例将快速跃升至 38%。2008 年中国卫生总费用为 13216 亿元，同比增长 20.52%，占 GDP 比重 4.52%，其中政府卫生支出占约 20.5%。假设 2009 年卫生总费用增长 18%，预计 1.56 万亿元，政府卫生支出比重将达到 38%，卫生总费用占 GDP 的比重也将提高至 5%。
- ◇ 解决“看病难、看病贵”问题切实在行动：8500 增量资金主要用于 5 项医改重点任务：
 - ✓ 建立健全基层医疗机构——消费场所增加，缓解看病难；
 - ✓ 医保加速覆盖，补贴大幅提升——消费人口和消费能力增加（04 年中国只有 2 亿人口拥有医保，09 年将有 12 亿人拥有医保）；
 - ✓ 基本药物制度推进——确定公益性消费品种，配套消费补偿机制和消费保障措施，缓解看病贵；
 - ✓ 加大公共卫生建设和投入——扩大计划免疫规划，为青少年补种乙肝疫苗、为农村妇女筛查两癌等等；
 - ✓ 试点公立医院改革。

➤ 消费提升潜力巨大，市场扩容推动下的行业成长刚刚开始

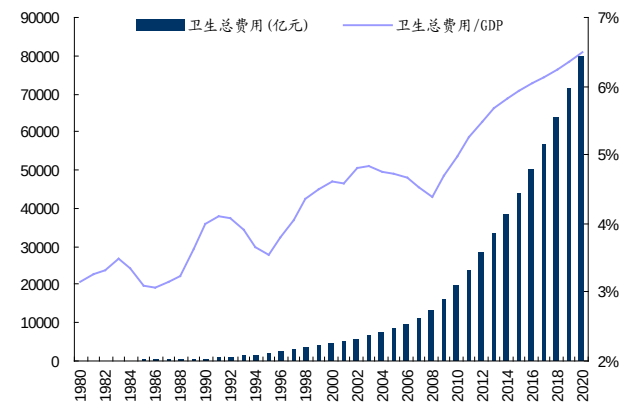
- ◇ 全民医保激活医疗药品消费潜能，释放被长期压抑的医疗服务需求。
- ◇ 中国卫生总费用占 GDP 的比重小于 5%，低于同为发展中国家的越南等，而其中私人支出比例大于 60%，政府支出比例仅 20%；随着政府卫生投入的不断加大和居民健康消费支出的增长，卫生总费用占 GDP 的比重将在 2020 年提升到 6.5% 的水平，政府支出比例超过 40%。
- ◇ 09-11 是产业链基础建设和结构性改善期，当 8500 亿增量投入完成之后，2012-2020，医疗药品的消费拉动才将真正显示出来。因此，龙头企业的真正受益期才刚刚开始。

图 7：2006 年各国卫生费用占 GDP 比重和构成



数据来源：卫生部，国信证券经济研究所

图 8：中国卫生费用占 GDP 比重和发展趋势



数据来源：卫生部，国信证券经济研究所

➤ 四大体系建设使医药企业先后受益

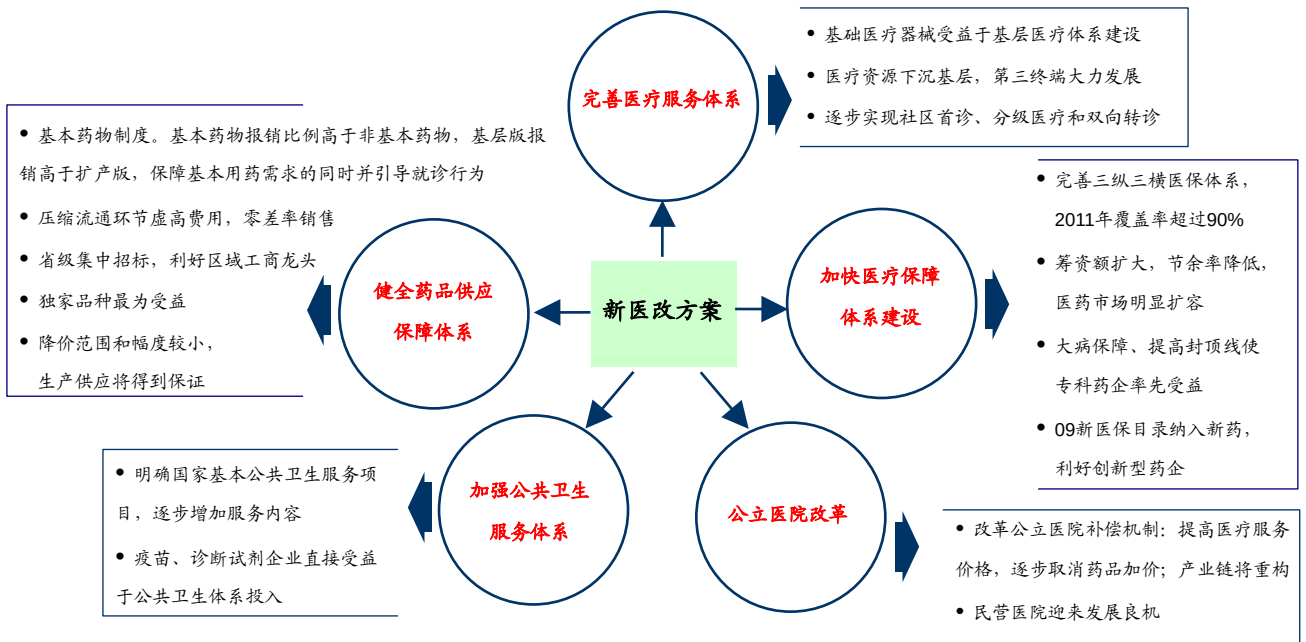
- ✧ 疫苗企业直接受益于国家对公共卫生服务体系的率先投入。
- ✧ 医疗器械受益于先期国家对基层医疗服务体系建设。
- ✧ 当医疗资源下沉、医保低覆盖后，品牌普药企业显著受益。
- ✧ 当医药工业竞争秩序理顺后，医药商业企业加速整合与发展。
- ✧ 科技创新型企业（细分领域龙头）全程受益。

表 2：2006~2011 年政府卫生投入及估算——新医改 8500 亿元增量投入的力量！

	对比：8500亿元仅为存量情况下		8500亿为增量投入	
年份	政府预算卫生支出 (亿元)	同比增速	政府预算卫生支出 (亿元)	同比增速
2006	1779	15%	1779	15%
2007	2297	29%	2297	29%
2008E	2756	20%	2756	20%
2009E	3169	15%	6002	117.8%
2010E	3645	15%	6478	7.9%
2011E	4191	15%	7024	8.4%
09-11 年合计	11005		19504	
09-11 年“增量”较“存量”增幅：			77.24%	
2009 年政府投入占卫生总费用比重：			38%	

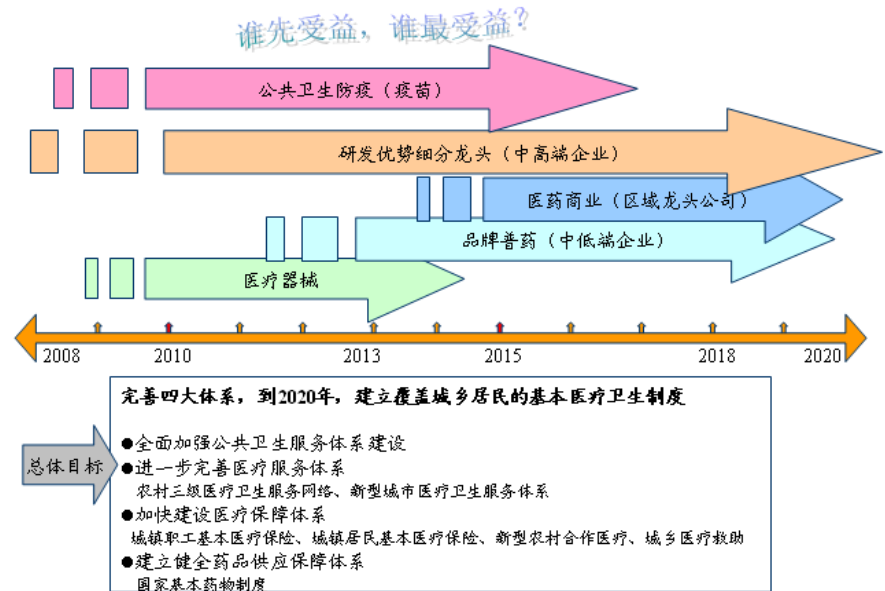
数据来源：卫生部、国信证券经济研究所

图 9：新医改内容及效应解析



数据来源：国信证券经济研究所

图 10: 在医改不同阶段谁受益? (示意图)



数据来源：国信证券经济研究所。

3.3.1 全民医保体系——市场扩容，激活潜在医药消费需求

➤ 三纵三横医保体系，加速实现全民医保

- ◇ 城镇职工基本医疗保险、城镇居民基本医疗保险、新型农村合作医疗和城乡医疗救助制度将共同组成我国的基本医疗保障体系，预计 09 年新农合参保人数超过 8.3 亿，城镇(职工、居民)医保参保人数 3.9 亿。2010 年实现 90%覆盖目标的确定性较大。
- ◇ 政府补助与缴费标准提高，医保资金池扩大：2010 年各级财政对城镇居民医保和新农合的补助标准将由目前的每人每年 80 元提高到 120 元，并适当提高个人缴费标准，由此每年至少新增医保资金 400 亿元。
- ◇ 补充医疗保险和商业健康保险将解决基本医疗保障之外较高层次的医保需求。
- ◇ 全民医保将释放被长期压抑的医疗服务需求：随着城市职工医保和农村合作医疗体系的推进，08 年全国两周患病未就诊比例、应住院而未住院比例分别比 03 年下降 11 个百分点和 8 个百分点。在全民医保体系下，服务未利用率将进一步下降，医疗机构诊疗人次数和入院人数望大幅上升。

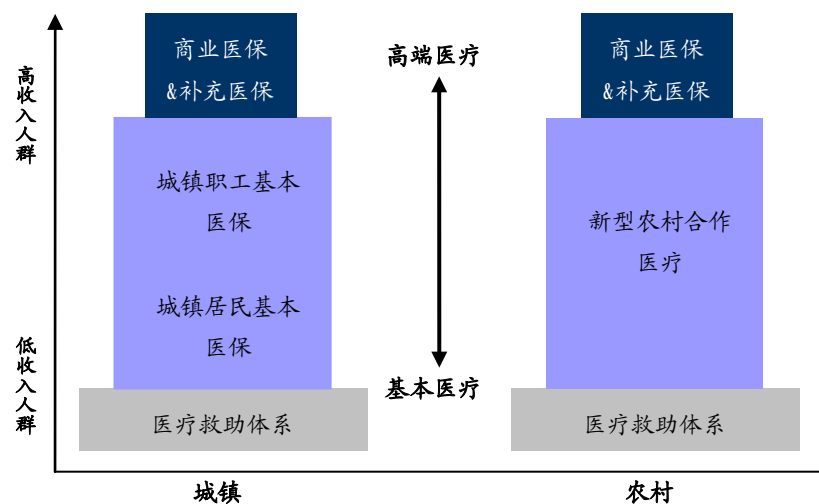
➤ 保障范围扩大，医保市场扩容

- ◇ 医保覆盖面将扩大：由保重病逐步向保门诊扩展，门诊费用报销范围和比例将扩大。
- ◇ 住院报销封顶线与报销比例将提高，大病保障更加充分：城镇职工医保、城镇居民医保和新农合对政策范围内的住院费用报销比例将逐步提高。到 2011 年，城镇职工基本医疗保险、城镇居民基本医疗保险

的最高支付限额将分别提高到当地职工年平均工资、居民可支配收入的 6 倍左右，新型农村合作医疗的最高支付限额将提高到当地农民人均纯收入的 6 倍以上。

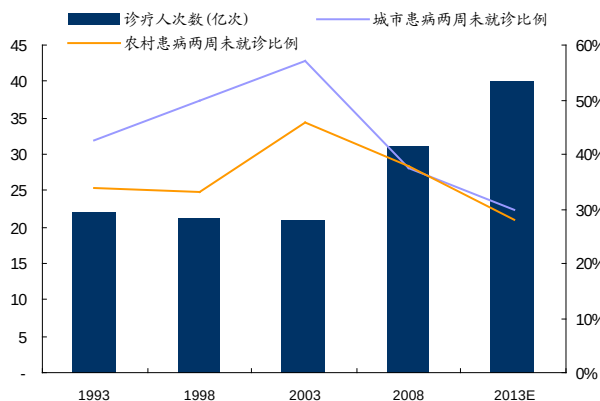
- ◇ **医保结余率过高，未来医保基金支出比例将上升：**医改配套方案提出结余过多的地方要采取提高保障水平等办法，把结余逐步降到合理水平。
 - ✓ 城镇职工医保基金累计结余原则上应控制在 6-9 个月平均支付水平，而 08 年职工医保累计结余 3432 亿元，综合结余率已达 20 个月支付水平，若在未来 5 年将结余率降低一半至 10 个月水平，则平均每年新增 343 亿元支出，仅此一项就将拉动职工医保支出增长 15% 以上。
 - ✓ 新农合统筹基金当年结余率原则上控制在 15% 以内，累计结余不超过当年统筹基金的 25%，而 08 年结余率已达 37%，预计未来新农合基金支出比例将上升。
- ◇ 2009 版新医保目录纳入更多新药，大病重病的保障程度将得到提升。

图 11：我国将建成的三纵三横全民医保体系



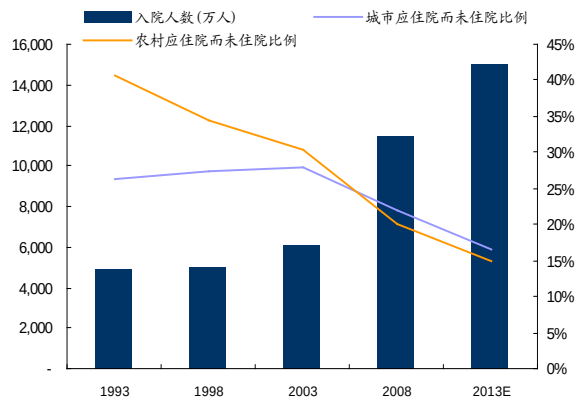
数据来源：国信证券经济研究所

图 12：患病未就诊比例——下降，诊疗人次——上升



数据来源：卫生部，国信证券经济研究所

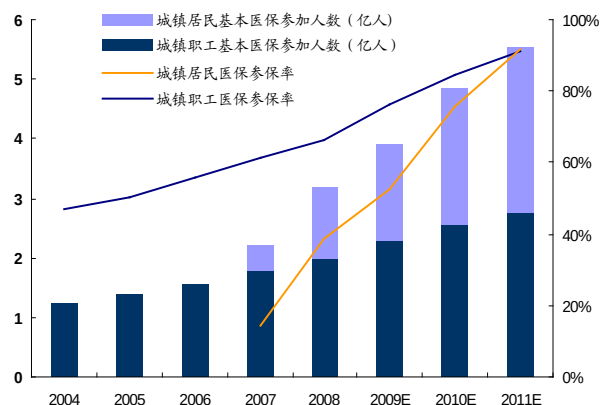
图 13：应住院而未住院比例——下降，入院人数——上升



数据来源：卫生部，国信证券经济研究所

图 14: 城镇（职工、居民）医保参保情况与趋势:

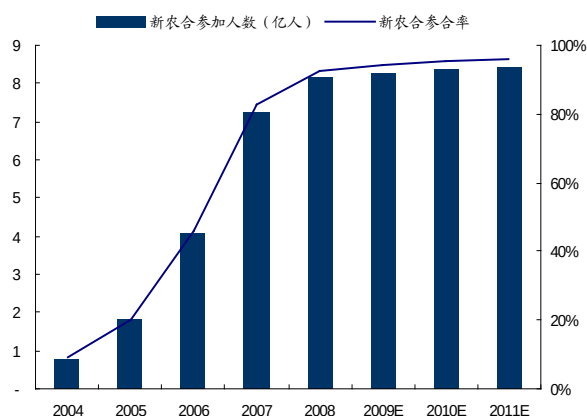
参保人数——上升，参保率——将上升至 100%



数据来源: 卫生部, 国信证券经济研究所

图 15: 新型农村合作医疗参保情况与趋势:

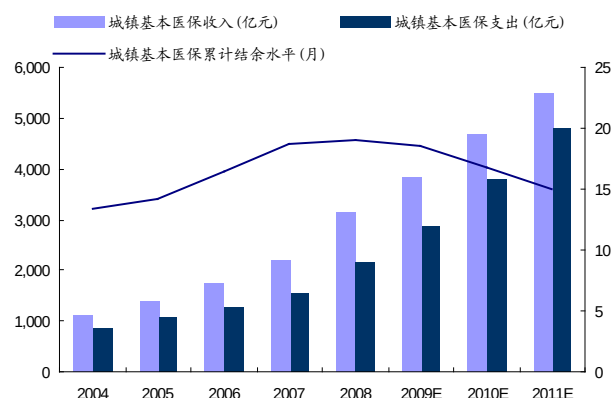
参保人数——上升，参保率——将上升至 100%



数据来源: 卫生部, 国信证券经济研究所

图 16: 城镇（职工、居民）医保筹资、支出与结余率趋势:

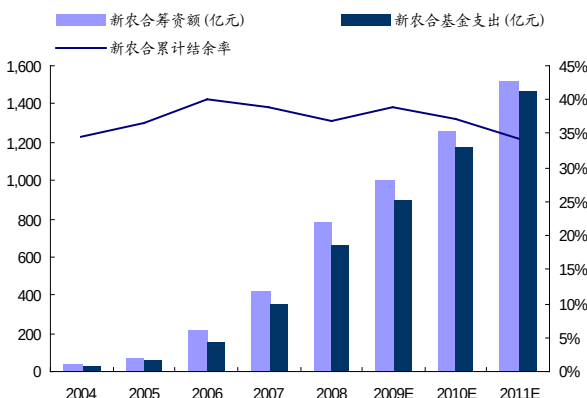
筹资额和支出增加，结余率降低



数据来源: 卫生部, 国信证券经济研究所

图 17: 新型农村合作医疗筹资、支出与结余率趋势:

筹资额和支出增加，结余率降低

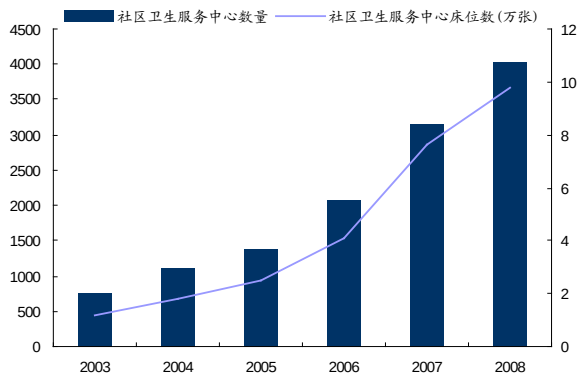


数据来源: 卫生部, 国信证券经济研究所

3.3.2 基层医疗机构建设——医疗资源下沉，消费触手可及

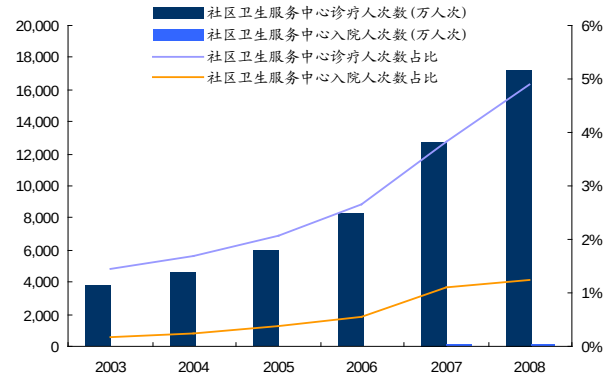
09-11年政府新增8500亿元的投入中，约2/3用于各层次医保体系建设——基本医疗消费能力保障的普及化；约1/3用于基层医疗机构建设——基本医疗消费场所的建设和完善。这是撬动和激活基层消费、做大蛋糕的两个基础条件——将赤脚医生时代之后沦于荒芜的基层医疗体系重新建立起来，然后配以基本药物制度，使大蛋糕真正有体系地运转起来。

图 18: 社区卫生服务中心数量与床位数



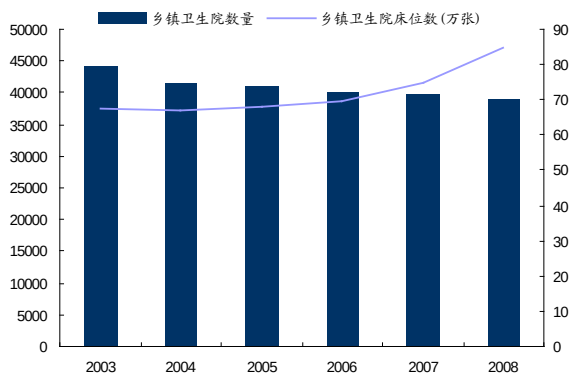
数据来源: 卫生部, 国信证券经济研究所

图 19: 社区卫生服务中心服务提供情况



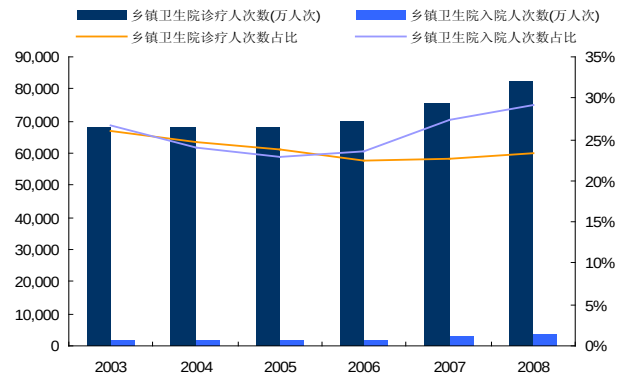
数据来源: 卫生部, 国信证券经济研究所

图 20: 乡镇卫生院数量与床位数



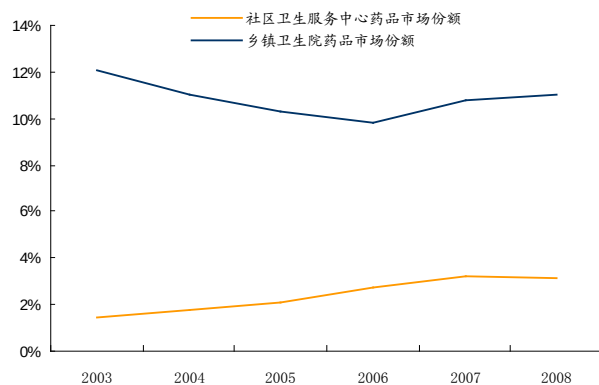
数据来源: 卫生部, 国信证券经济研究所

图 21: 乡镇卫生院服务提供情况



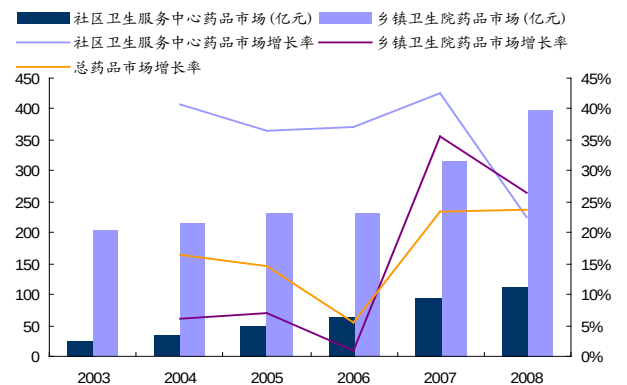
数据来源: 卫生部, 国信证券经济研究所

图 22: 基层医疗机构的药品市场份额变化



数据来源: Pfizer, 国信证券经济研究所

图 23: 基层医疗机构药品市场及增长率



数据来源: Pfizer, 国信证券经济研究所

3.3.3 基本药物制度——保障基础、促进升级

➤ 基本药物使用有望占药品市场二成份额，保障基本药品消费需求，并引导就诊行为

- ◇ 使用比例测算：08 年以城市社区卫生服务中心（站）和乡镇卫生院为主的基层医疗机构合计占有 14% 的药品市场份额，城市医院的药品市场占有率达到了 65%。另据南方所统计，08 年城市医院中基本药物的使用比例为 15.6%，由此，城市医院使用的基本药物约占整个药品市场的 10%。假设按照新医改规划，基层医疗机构基本药物使用比例达到 70%，则基层使用的基本药物约占整个药品市场的份额也有望达到 10%。如果算上零售渠道的用量，全国基本药物的使用比重将超过 20%。该比例能够满足基本的药品消费需求。
- ◇ 两个版本，强制使用比例，报销比例逐级提高，将引导分级就诊行为的形成。基本药物目录基层版和扩展版，分别指导政府举办的基层医疗机构和公立医院的基本药物使用，使用比例可能不同（如强制使用比例分别约 70%、50%？），并规定基本药物全部纳入医保，且报销比例明显高于非基本药物。形成医保报销比例由低到高分别为“非医保目录-医保目录-基本药物（扩展版）-基本药物（基层版）”。使得基层患者愿意选择就近看病（如果选择去大医院看病，报销比例低，个人负担重）。——结合医保覆盖面和支付水平的不断提升，将实质性促进基本药物在基层的使用。

➤ 基本药物降价范围和幅度较小，独家品种最为受益

- ◇ 10 月 2 日发改委公布了基本药物（基层版）的零售指导价格，与现行规定价格比，有 45% 的药品降价，平均降幅 12% 左右；有 49% 的药品价格未做调整；有 6% 的短缺药品价格有所提高。本次降价的品种不到一半比重，且平均降幅低于市场预期。其中尤其是中药独家品种降价幅度低于预期：价格被下调的多数幅度≤5%，而中恒集团血栓通注射液、千金药业的妇科千金片、马应龙麝香痔疮膏还获得了不同程度的提价。

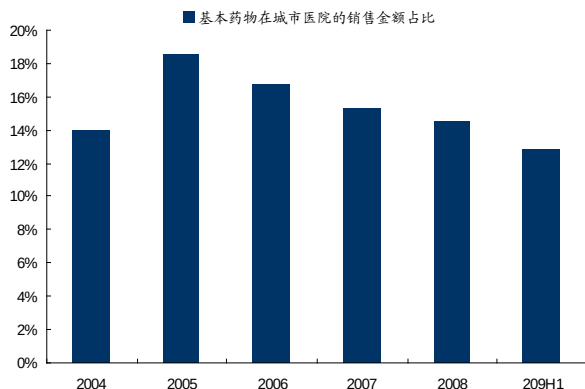
➤ 关注扩展版基本药物目录

- ◇ 拓展版基本药物将用于公立医院（县、市、省级医院），预计不久也将出台，预计其中将包括治疗肿瘤、糖尿病等病种的药物，也同样预计这类药物未来销量增长，利好相关企业。

➤ 促进消费升级

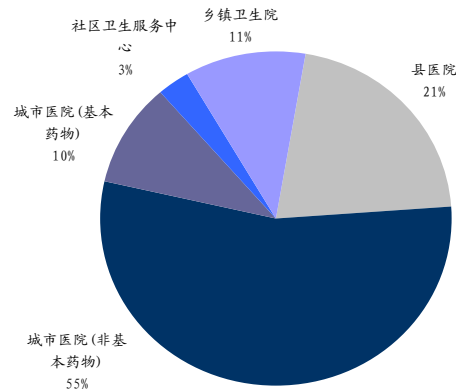
- ◇ 新医改为“基本药物”建立制度，将结束以前“基本药物”名存实亡的状态。药物也因此可分为三类：基本药物（甲类医保、全额报销）、非基本药物但进入各省乙类医保的药物、非医保药物。
- ◇ 城市医院占据了国内药品市场的 65%，且其中 85% 药品为非基本药物，专科和高端药物的使用受基本药物制度的影响较小，更有可能因为群众的基本用药需求满足后，迎来多元化的消费局面。

图 24: 基本药物在城市医院的销售金额占比



数据来源: 南方所, 国信证券经济研究所

图 25: 2008 年我国不同类别医疗机构的药品市场份额

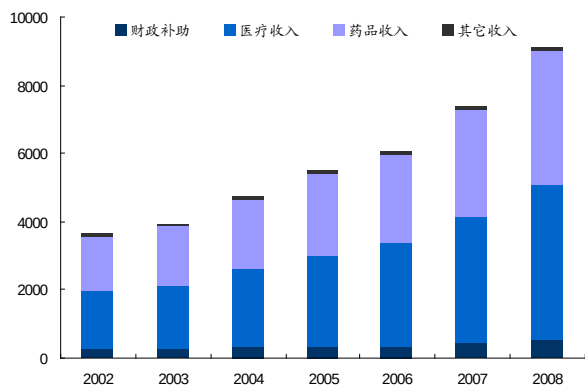


数据来源: 南方所, Pfizer, 国信证券经济研究所

3.3.4 公立医院改革: 产业链重构, 优化行业秩序

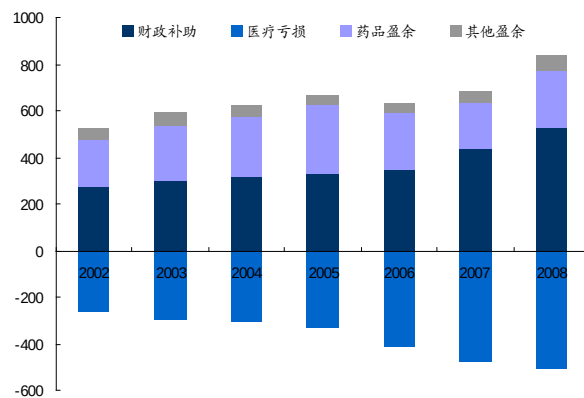
旧医改之所以失败主要在于两点: 一是未建立有效的医保体系, 而是未能改变医院在“医药-医疗”产业链中的强势垄断地位和以药养医体制, 从而导致“看病难、看病贵”。

图 26: 综合医院平均收入构成变化趋势 (万元)



数据来源: 卫生部, 国信证券经济研究所

图 27: 综合医院平均盈余构成变化趋势 (万元)



数据来源: 卫生部, 国信证券经济研究所

表 3: 2008 年政府办医疗机构盈亏分析 (亿元)

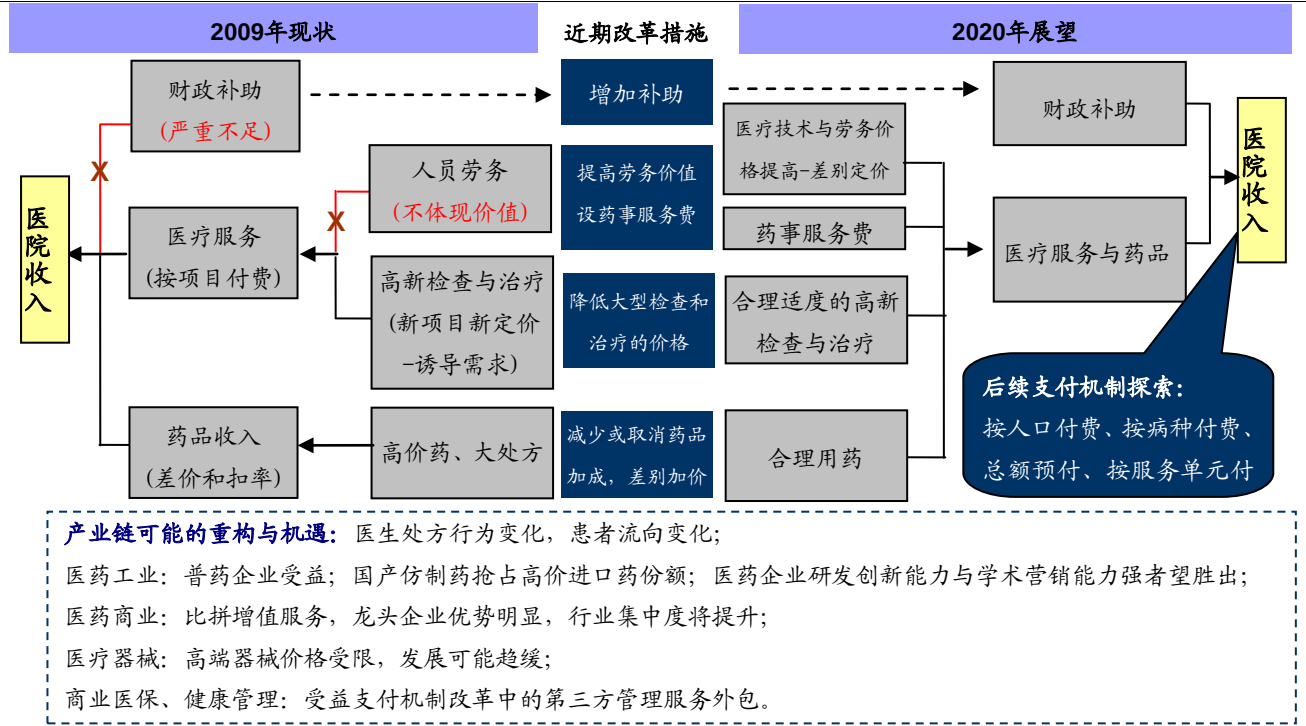
	医院			社区卫生服务中心	卫生院	妇保院	合计
	医院合计	综合医院	中医医院				
补贴盈余	368	258	48	40	118	28	554
药品收入盈余	153	124	17	11	48	4	215
医疗服务亏损	-364	-260	-53	-43	-155	-7	-569
其他盈余	38	28	8	0	21	-5	54
总体盈余	195	150	20	7	33	20	255

数据来源: 卫生部, 国信证券经济研究所

当新医改的8500亿元投入之后, “全民医保”即将实现, 但医院改革不可能一蹴而就, 2010年开始将试点改革。核心在于如何扭转医疗服务部分的“亏损”, 从而不再依赖“以药养医”。提高医疗服务价格 vs 取消药品加价 (政府补偿机制), 这个过程将配套基本药物制度实施、医疗和药品价格理顺等过程逐步完成。公立医院改

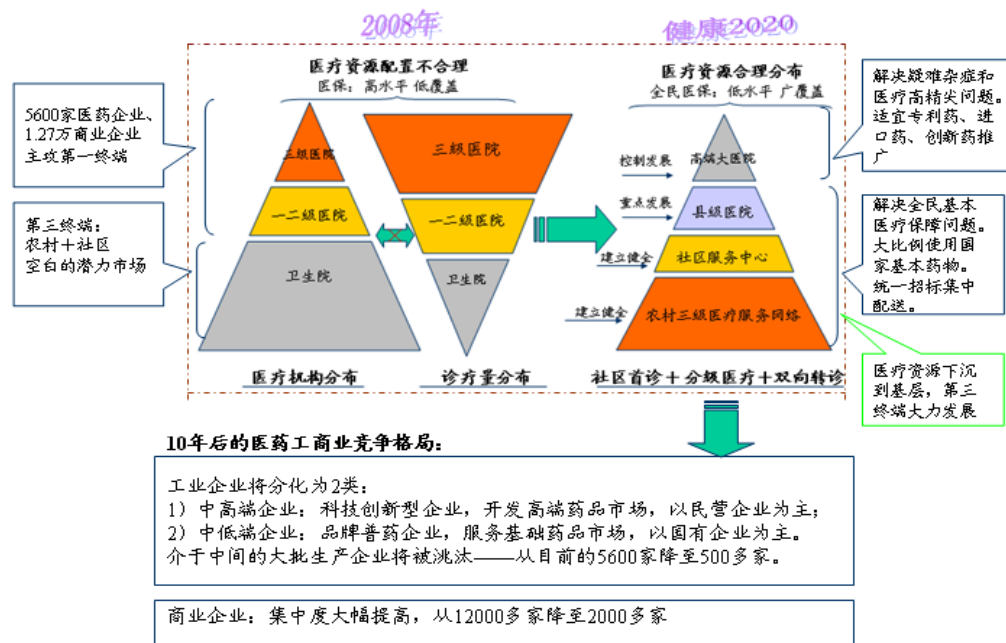
革是一个系统工程，必将逐步地牵引上游医药工业、医药商业企业的竞争行为和格局，优化行业秩序。

图 28：公立医院补偿机制改革与产业链变革



数据来源: 国信证券经济研究所

图 29：医疗资源下沉和就医行为变迁引导工商药企的整合与分化



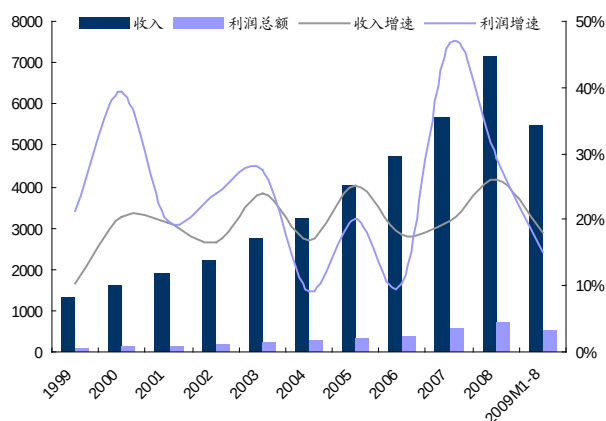
数据来源: 国信证券经济研究所

4 医药上市公司发展机遇

4.1 医药经济运行趋势：平稳向上

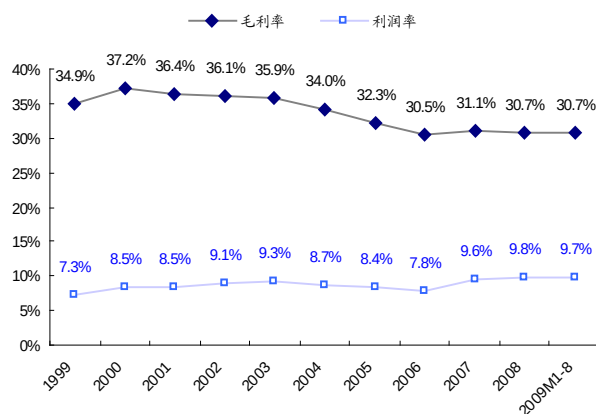
2009年1~8月医药工业实现收入5483.9亿元，同比增长18.06%；利润总额529.7亿元，同比增长约15.12%。增速较08年有所放缓，主要是上半年受宏观经济下行影响。销售毛利率同比下降0.18个百分点，利润率9.66%，同比微降0.25个百分点。

图 30: 1999~2009.08 医药工业收入与利润额增长 (亿元)



数据来源：国家统计局、国信证券经济研究所

图 31: 1999~2009.08 医药工业盈利水平



数据来源：国家统计局、国信证券经济研究所

从各个子行业来看，2009年1-8月，中药饮片、医疗器械、化学制剂子行业表现突出，收入增速均超过行业平均增速，分别达到29.61%、28.37%和25.17%，三个子行业的利润增速则分别达到48.85%、36.30%和20.72%。化学原料药行业前8月收入增速仅为4.77%，利润总额则下降8.44%，是医药工业收入和利润增速放缓的主要原因。若扣除化学原料药行业，医药工业1~8月的收入增速为22.56%，利润增速22.06%，仍维持较高增长水平。

预计2009全年收入、利润增速分别达到20%、18%。

表 4: 2009年1~8月医药行业各子行业收入及利润 (亿元)

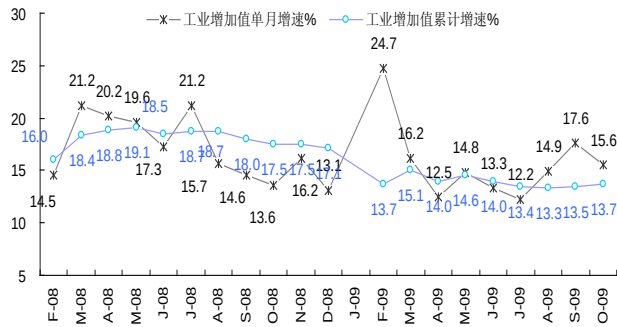
	医药工业	化学制剂	化学原料药	生物制药	中成药	中药饮片	医疗器械	医药工业 (扣除化学原料药)
收入	5483.89	1735.68	1232.04	511.52	1142.33	289.39	551.16	4251.85
增速	18.06%	25.17%	4.77%	14.64%	15.46%	29.61%	28.37%	22.56%
利润	529.66	184.78	95.81	67.42	116.40	18.56	60.11	433.85
增速	15.12%	20.72%	-8.44%	19.01%	17.76%	48.85%	36.30%	22.06%
毛利率	30.67%	37.55%	21.19%	30.86%	36.89%	21.01%	24.70%	33.41%
同期变动	-0.18%	-1.85%	-0.12%	1.88%	-0.21%	1.73%	0.49%	-0.66%
利润率	9.66%	10.65%	7.78%	13.18%	10.19%	6.42%	10.91%	10.20%
同期变动	-0.25%	-0.39%	-1.12%	0.48%	0.20%	0.83%	0.63%	-0.04%

数据来源：wind，国信证券经济研究所

近期动态：医药行业工业增加值8~10月单月增速明显回升。09年1~10月，医药工业累计工业增加值增速13.7%，较前9月的13.5%略有提升，在主要消费品制造业增速中排名第三。从单月数据看，在7月的今年单月工业增加值增速最低

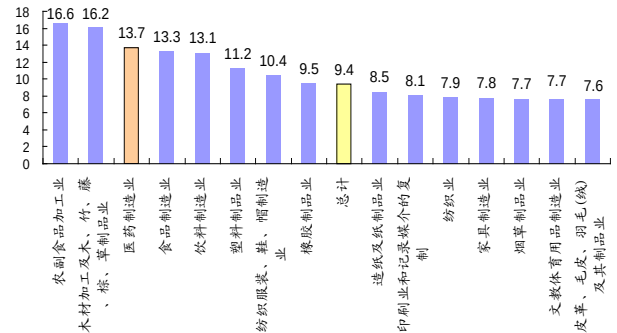
谷后（12.2%），8~10月回升明显。

图 32：2008~2009.10 医药制造业工业增加值增速



数据来源：国家统计局、国信证券经济研究所

图 33：2009 年 1~10 各消费品制造业工业增加值累计增速



数据来源：国家统计局、国信证券经济研究所

4.2 医药上市公司业绩趋势：09Q4~10Q1 增速乐观

09 年前三季度业绩回顾：单季环比增速提升明显

2009 年 1~9 月，医药上市公司共实现营业收入 1699.7 亿元，同比增长 11.48%，归属母公司股东的净利润 137.2 亿元，同比增长 31.87%。Q3 单季收入同比增长 25.12%，增速较 H1 的 11.48% 明显提升。销售费用较快增长了 29%，与收入加速增长趋势一致，虽幅度高于收入增速，但显示了营销活动的活跃。三分之二的医药公司（75 家/112 家）Q3 单季度收入增速相对上半年环比明显提升，包括各个细分领域的龙头公司，进一步验证了我们前期“板块下半年增速相对乐观”的判断。

表 5：A 股医药板块 2008、2009 三季报主要财务指标对比（亿元）

	2008H1	2009H1	同比	2008Q1~3	2009Q1~3	同比	08Q3 单季	09Q3 单季	同比
营业总收入	1051.40	1107.54	5.34%	1524.66	1699.68	11.48%	473.25	592.14	25.12%
毛利率	27.59%	27.58%	-0.02%	27.96%	27.84%	-0.12%	28.78%	28.34%	-0.44%
销售费用	108.57	122.82	13.13%	161.74	191.65	18.49%	53.18	68.82	29.42%
管理费用	67.44	71.44	5.94%	101.29	111.38	9.95%	33.86	39.94	17.96%
财务费用	18.45	13.64	-26.07%	27.83	19.39	-30.31%	9.37	5.75	-38.64%
利润总额	93.15	107.33	15.22%	143.87	181.56	26.19%	50.72	74.23	46.35%
归属母公司股东的净利润	67.11	81.52	21.47%	104.07	137.24	31.87%	36.96	55.72	50.77%

数据来源：wind，国信证券经济研究所

我们判断 2009Q4 行业增长将好于 09 上半年：

- 医药工业增加值增速在 7 月增速最低谷后（12.2%），8、9 月环比持续提升、且升幅明显；
- 08H2 多数公司证券投资收益是亏损或微利，09H2 证券投资收益对整体业绩和相关公司是正面影响已基本确立；
- 08Q4 原料药子行业已进入下降周期，净利润大幅下滑，基数较低。原料

药公司的财报周期相对产品价格周期有所滞后，随着多个品种价格止跌、企稳甚至回暖，预计 09Q4 净利润同比将有较大幅度的增长；

- 09 年 7 月份以后，包括基本药物目录等，新医改配套细则陆续出台，消除企业之前的观望情绪，积极应对，Q3 销售费用伴随收入明显增速加快，显示营销活动的活跃。

我们进一步判断 2010 年 H1 行业收入同比增速仍较好：

- **09H1 基数较低：**国务院在 09 年 1 月份颁布了《2009-2011 年深化医药卫生体制改革实施方案》，正式开启新医改。但此后的半年内都未再推出相关的执行细则。这一阶段企业对后续政策心存疑虑，观望情绪浓厚，经营保守谨慎，形成一个“经营低基数”；
- **政策面暖风不断：**09Q4~10Q1 可能出台的政策还包括基本药物目录（拓展版）、公立医院改革试点等，继续激发企业积极应对。

4.3 上市公司的内生性发展机遇——新医改路径

2010 年上市公司面临的机遇和变化仍将沿着新医改这条主线，考量内生性增长的路径主要有：

4.3.1 基本药物独家品种的机遇：销售放量

09 版基本药物目录（基层版）中，云南白药、复方丹参滴丸等用量广泛、疗效口碑俱佳的品种如期进入。之前在舆论中有些争议的中药注射剂也有少量进入，包括独家产品血栓通和脉络宁等。这些品种也有望进入基本药物目录（扩展版）。基本药物是打开基础市场的“pass card”，销量向上的趋势确定：

- 占据未进入目录的同类产品的市场份额（[天士力](#)、[中恒集团](#)、[千金药业](#)）；
- 双跨类产品可能发生从 OTC-处方的转移支付情况，总体销量提升（[天士力](#)、[千金药业](#)、[三九医药](#)、[云南白药](#)）；
- 患者拥有了一定的消费选择权，选择消费升级（[天士力](#)、[云南白药](#)）；
- 基层医疗机构也更倾向于选择同类产品中品牌质量高、疗效好、相对价格更高的（政府可能按照销售额的比例给予补贴）（[云南白药](#)、[天士力](#)、[三九医药](#)）；
- 基层消费升级对注射剂类产品的销量拉动可能优于口服剂型（[中恒集团](#)、[金陵药业](#)）；
- 最高零售价的降价范围和幅度较市场普遍预期低，下表中部分独家产品的最高零售价还得以提高，打开了这些品种出厂价提升、效益提升的空间（如[中恒集团](#)、[天士力](#)、[马应龙](#)、[云南白药](#)的相关产品出厂价已经提升）。

表 6：进入基本药物目录的主要中药独家品种及价格调整一览

编号	公司	产品	2008 销售收入 (亿元)	占其医药工业 收入比例 (2008 年)	本次最高零售价调整幅度
1	云南白药	云南白药（胶囊、膏、酊、散剂、 气雾剂）（国家绝密品种）	11.4	54%	不变
2	天士力	复方丹参滴丸（独家剂型，专利）	11.5	78%	下调 4.9~5.5%
3	中恒集团	血栓通注射剂（冻干）（专利）	2.16	61%	上调 8~18.7%
4	金陵药业	脉络宁注射液（专利）	5.14	78%	不变
5	千金药业	妇科千金片、胶囊	4.3	78 %	片剂上调 6~28%，胶囊下调 5%
6	中新药业	速效救心丸（国家机密品种）	4	17%	不变
7	三九医药	三九胃泰颗粒 正天丸（胶囊）	2.5 2	15% 12%	常规型、无糖型分别下调 9.09%、2.86% 下调 9.68%
8	马应龙	马应龙麝香痔疮膏	2.2	62%	实际较目前市场普遍执行的零售价提高约 60%左右。
9	广州药业	消渴丸（专利） 华佗再造丸	4 1.7	16% 7%	不变 两种规格下调 1.92、1.97%
10	美罗药业	伤科接骨片	2.56	72%	各种规格下调 1%左右
11	同济堂（复星医药）	仙灵骨葆胶囊	3.16	70%	两种规格上调约 28%

数据来源：国信证券经济研究所整理

基本药物目录分两个版本，基层版和拓展版本，前者用于政府办的基层医疗机构（指社区卫生服务中心/站、乡镇卫生院、村卫生院），后者用于公立医院（县、市、省级医院）。报销比例和政府补贴逐级增大，将引导小病在基层解决、大病到医院，合理利用医疗资源。预计即将出台的拓展版基本药物目录中将包括治疗肿瘤、糖尿病等病种的药物，也同样会刺激这类药物销量增长，利好相关企业。

4.3.2 专科民营药企的机遇：高端市场，优质优价

新医改通过完善公共医疗服务体系、上下游支付体系，形成对上游制造业的正确牵引和良性反馈，促使医药工业企业重新确立科学的优胜劣汰游戏规则，重新回到“研发是第一生产力”这一源动力上来。因此，那些具有科技创新优势的细分领域龙头公司，必然全程受益于这个大循环体系的逐步完善。这其中主要以具备一定研发实力和市场触角的优质民营企业为主，这类企业符合医药企业本质特征——高研发投入、高盈利能力、高成长，新产品定位于高端市场。包括：[恒瑞医药](#)、[海正药业](#)、[天士力](#)、[康缘药业](#)、[双鹭药业](#)、[华兰生物](#)等。

- 新品种进入 09 版新版医保目录将迎来销售放量。11 月 30 日公布的 09 医保目录中，恒瑞医药的 10 个产品由省级医保进入了全国医保，2 个产品由乙类医保成为甲类医保；海正药业的腺苷蛋氨酸（用于重症肝病，独家品种）新进入医保目录，为 2010 年重点推广奠定基础；中药新进入者多为独家品种，如天士力有 3 个品种进入目录（乙类），康缘药业的热毒宁也如期进入（乙类）。
- 研发和价格优势。一方面国家药监局经过整顿后，新药审批难度加大，没有研发能力的企业将因产品线枯竭而逐步被淘汰；另一方面，11 月 23 日公布的《改革药品和医疗服务价格形成机制意见》中，明确了仿制药品的定价按照仿制时间逐次降低的原则，引导仿制药品有序生产和竞争，鼓励药品研发创新。使具有创新和首仿能力的企业能够获得产品优质优价优势，真正走上“获益-研发投入-获益”的良性循环。

4.3.3 品牌普药企业的机遇：国企转折点

医保“扩面+提标”效应。2011 年城镇居民基本医保及新农合参保率提高到 90%以上；补助标准提高到每人每年 120 元（08 年为 80 元/人）——基层市场购买力提升必将提升对普药的需求。

大中型普药国企、区域龙头的优势得以发挥。品种多、品规全、产能大，进入基本药物目录的产品数量多，区域性普药龙头在招标时也往往能获得当地政府的倾斜支持。但国有企业往往因机制相对落后、人员包袱沉重而不能充分体现新医改带来的市场扩容，表现在业绩上通常体现为收入增长尚可，但利润增长缓慢，业绩波动较大。其中，经营机制相对灵活，盈利水平稳定、没有历史包袱的**哈药股份**新医改受益明确，业绩增长稳定，是品牌普药企业较好的投资标的。期待管理和业绩改善的公司则包括：**华北制药**、**西南合成**、**白云山**、**广州药业**等。

4.3.4 医药商业企业的机遇：龙头份额加速提升

基本药物生产企业和配送企业的遴选都以省级为单位集中进行，利好区域龙头。尤其是配送环节规定要具有现代物流能力的药品经营企业统一配送，而大多数中小医药商业企业并不具备现代物流能力，如能严格执行，有利于促进区域医药商业的产业集中度提升，但目前国内医药商业公司数量过多，新医改虽能促进行业集中度加速提升，也仍需要一个相对较长的过程。其中，全国性分销商**国药控股**和区域性龙头**一致药业**、**国药股份**质地相对优良，经营上较为积极进取，未来市场份额的增长将可能更为明显。

4.4 上市公司外延式发展机遇——央企、地方国企重组预期

新医改推进的过程中，医药产业集中度加快提升的趋势也越来越明朗，这其中大中型国有企业将担任重要角色。重组整合和收购由于能够带来外延式增长预期，因而往往能够突破相关公司现有业务的估值限制，但我们也提示：这类刺激因素也可能随着市场行情出现阶段性的预期透支，尤其是国有企业的整合决策权通常并不在上市公司层面，往往难以及时跟踪准确动态。

上药系：上海市国资委将旗下医药资产全部整合进入上海医药股份公司的重组方案已经公布，一个市值超过 250 亿元的新上药即将出现。后续还可关注的包括：

国药系：1) 商业板块：国药控股已经在香港上市，在融得 84 亿港元募集资金后加快在国内医药分销市场的攻城略地已是必然趋势。但募集资金投向并中没有投向华北和华南地区，因此A股的两家核心子公司**国药股份**和**一致药业**作为一南一北两个平台也有望展开区域内的外延扩展，其中**一致药业**近一年来已经利用自有资金频频收购两广地区的中小医药公司，后续是否能将外延的步伐加快、加大值得期待。2) 生物板块：重组中国生物集团后，中国生物依法注销，是否会以**天坛生物**（已更名为**中国生物技术股份有限公司**）为平台加快整合？3) 重组上海医工院传闻已久，但至今未有具体方案出台。

华润系：医药资产主要系原**华源集团**医药资产（包括**上药集团**）、**北药集团**，**三九医药**和**东阿阿胶**。华润医药的最终目标应该是整体上市（可能赴港）。目前能够控股的是**三九医药**和**东阿阿胶**，以及原**华源集团**旗下的**上海器械集团**等医药资产。对上药集团原为参股 40%，最终由上海市国资委自行重组，进一步控股的计划落空。对**北药集团**也只是 50%持股，并未达到控股的目的。因此**北药集团**旗下的**万东医疗**虽和上海**医疗器械**同样主营X光机业务，整合无产业障碍，但仍有控股力度障碍。

太极系：太极集团系有三个上市平台：太极集团、西南药业、桐君阁。因相互间有一定的关联交易问题，数年来丧失了再融资功能。从经营面上看，西南药业的主要产品都在太极集团销售，而太极集团的一些产品又委托西南药业加工，同一控制人下同一产业的公司难以避免一定程度的关联交易（虽然均按市场定价）。集团也曾想将桐君阁买壳，但中船的借壳失败，后考虑桐君阁作为医药商业公司对资金需求较高，上市公司身份有利于银行资信评估，因此买壳事宜暂搁置，桐君阁近日也发布公告表示未来3个月集团并无重组事项。

方正系：西南合成作为方正集团医药资产的整合平台方向较明确。北大国际医院旗下的重庆大新已经注入，但其他医药资产可能还多处于微利期和培育期，进程可能相对缓慢。

通用集团系：控股的两家上市公司中国医药集团和ST天方目前盈利能力均不强，未来是否会收购外部优质医药资产？

华立系：旗下共有三个上市公司：华立药业、昆明制药、武汉健民。其中重庆华立药业和昆明制药均主营青蒿素产业，华立整合青蒿产业的传闻也一直不断，但以哪家公司为主和以何方式至今尚无具体方案。

上述涉及7大集团约21家上市公司的央企、地方国企重组预期路径参加图5所示。

行业主要公司估值一览

业绩预测调整：

- **中恒集团 (600252)：**10、11年业绩调高至1.16、1.48元（之前为0.74、0.95）。原因：核心产品血栓通销量和价格的提升都超出预期。进入基本药物目录，打开了该品基层市场销售空间（之前主要销售至二级以上医院）；预计2009年销量约6500万支，2010年将突破1亿支，血栓通已大幅扩产，产能瓶颈将缓解；在销量快速提升的同时，2010年1月1日起血栓通出场价格将上调20%。2010年公司的普药销售也有望取得较大进展、龟苓膏业务开始启动、房地产业务进入收获期。因此我们预计公司制药业务销售额2010年有望达到10亿元，其中血栓通超过7亿元，制药业务有望取得2.6亿元净利润，贡献1元业绩。
- **双鹭药业 (002038)：**10、11年业绩调低至1.47、1.88。原因：股权激励部分行权增加股本。

A 股主要医药上市公司盈利预测及估值表

股票代码	公司简称	股价 09-12 -1	EPS (元)					PB	PE				ROE 2009H	EV/EB ITDA	PEG 09~11	总市值 亿元	投资评级
			08	09E	10E	11E	08		09E	10E	11E						
品牌中药																	
000538	云南白药	54.16	0.87	1.15	1.50	1.87	8.5	62	47	36	29	8.2%	45	1.63	289.24	推荐	
000423	东阿阿胶	23.90	0.44	0.51	0.62	0.76	7.0	54	47	39	31	10.9%	38	2.33	156.31	谨慎推荐	
600085	同仁堂	21.28	0.50	0.55	0.60	0.65	3.7	43	39	35	33	5.8%	19	4.14	110.83	谨慎推荐	
600436	片仔癀	40.49	1.01	0.79	0.86	0.89	7.3	40	51	47	45	8.9%	31	(12.79)	56.69	谨慎推荐	
600332	广州药业	12.87	0.23	0.23	0.30	0.36	3.2	57	56	43	36	3.6%	26	3.30	104.36	中性	
600993	马应龙	39.04	0.49	0.81	1.01	1.22	7.0	80	48	39	32	11.8%	55	1.35	64.72	无评级	
600329	中新药业	22.60	0.49	0.78	0.91	1.06	5.7	46	29	25	21	10.9%	21	1.00	83.54	无评级	
000989	九芝堂	13.97	0.67	0.51	0.60	0.70	3.4	21	27	23	20	6.3%	15	20.72	41.58	无评级	
平均值							5.3	49	43	36	31	8.3%	29	2.09	88.29		
现代中药																	
600535	天士力	24.70	0.52	0.67	0.83	1.05	6.2	47	37	30	24	7.4%	26	1.42	120.54	推荐	
600252	中恒集团	27.25	0.18	0.46	1.16	1.48	13.8	151	59	23	18	10.3%	78	0.80	71.11	推荐	
600557	康缘药业	22.70	0.44	0.55	0.67	0.76	7.0	52	41	35	32	7.2%	35	2.47	72.58	谨慎推荐	
000919	金陵药业	13.08	0.16	0.39	0.46	0.50	3.7	80	34	28	26	6.2%	36	0.74	65.92	谨慎推荐	
600518	康美药业	10.94	0.17	0.25	0.27	0.28	4.5	63	44	41	39	5.5%	39	2.54	185.36	谨慎推荐	
600594	益佰制药	18.86	0.42	0.53	0.62	0.77	6.7	45	36	30	24	7.9%	24	1.57	44.35	无评级	
600351	亚宝药业	17.75	0.27	0.45	0.62	0.75	6.6	66	39	29	24	8.4%	32	0.97	56.17	无评级	
600479	千金药业	29.96	0.60	0.64	0.81	1.03	7.4	50	47	37	29	6.9%	39	2.34	65.23	无评级	
600750	江中药业	24.78	0.44	0.55	0.67	0.79	7.8	56	45	37	31	10.6%	30	2.11	73.32	无评级	
002107	沃华医药	26.47	0.33	0.40	0.55	0.69	6.5	81	67	48	39	5.9%	59	2.39	43.41	无评级	
平均值							7.0	69	45	35	30	7.6%	40	1.73	79.80		
生物制药																	
600161	天坛生物	29.65	0.27	0.40	0.50	0.60	20.0	109	74	59	49	10.3%	51	2.47	144.77	谨慎推荐	
002038	双鹭药业	48.76	0.87	1.11	1.47	1.88	13.4	56	44	33	26	14.2%	48	1.51	121.60	推荐	
002022	科华生物	23.01	0.40	0.52	0.66	0.81	13.2	57	44	35	28	15.1%	43	1.70	94.39	谨慎推荐	
002030	达安基因	17.31	0.16	0.22	0.30	0.37	11.7	107	79	58	47	6.2%	49	2.49	41.68	中性	
002007	华兰生物	62.07	0.52	0.87	1.00	1.15	17.9	119	71	62	54	6.8%	83	2.36	223.53	中性	
002252	上海莱士	32.66	0.65	0.79	0.94	1.04	7.4	50	41	35	31	7.6%	35	2.48	52.26	无评级	
600867	通化东宝	13.05	0.10	0.22	0.38	0.53	4.0	134	59	35	24	1.9%	42	0.77	62.53	无评级	
平均值							12.5	90	59	45	37	8.9%	50	1.97	0.00		
化学制剂																	
600276	恒瑞医药	50.90	0.68	1.14	1.38	1.66	13.1	47	45	37	31	16.1%	58	1.29	315.96	推荐	
600829	三精制药	21.02	0.70	0.82	0.94	1.05	5.7	23	26	22	20	10.3%	18	1.75	81.26	谨慎推荐	
000566	海南海药	16.12	0.20	0.45	0.61	0.65	8.3	80	36	26	25	10.9%	42	0.75	34.07	无评级	
000522	白云山	15.18	0.16	0.18	0.27	0.65	8.2	93	84	55	23	6.5%	28	1.43	71.20	无评级	
600062	双鹤药业	23.88	0.67	0.86	1.06	1.29	4.1	36	28	23	19	7.4%	22	1.13	136.52	无评级	
000963	华东医药	19.45	0.39	0.59	0.75	0.91	8.9	50	33	26	21	14.0%	23	1.01	84.42	无评级	
002004	华邦制药	40.90	0.67	0.92	0.98	1.14	6.6	61	45	42	36	7.8%	35	2.30	53.99	无评级	
002262	恩华药业	20.31	0.23	0.34	0.46	0.61	9.9	90	60	44	33	8.4%	46	1.53	36.56	无评级	
平均值							8.1	60	44	34	26	10.2%	34	1.40	101.75		
化学原料药																	
600267	海正药业	24.08	0.40	0.59	0.75	0.91	5.0	60	41	32	26	6.8%	27	1.31	116.49	推荐	
600521	华海药业	24.17	0.50	0.55	0.62	0.68	6.4	48	44	39	36	6.5%	29	4.11	72.32	谨慎推荐	
000597	东北制药	27.60	1.07	1.60	1.73	1.80	4.7	26	17	16	15	17.1%	14	0.92	92.13	谨慎推荐	
600488	天药股份	9.03	0.09	0.13	0.17	0.45	3.3	98	69	54	20	1.9%	35	1.00	49.02	无评级	
600812	华北制药	10.89	0.26	0.23	0.36	0.56	17.9	42	47	30	20	5.3%	14	1.64	112.01	无评级	
600216	浙江医药	33.60	2.16	2.32	2.70	3.10	6.8	16	14	12	11	17.5%	11	1.13	151.22	无评级	
002001	新和成	48.77	4.02	3.02	3.45	3.89	6.9	12	16	14	13	16.9%	9	(14.79)	166.82	无评级	
平均值							7.3	43	36	28	20	10.3%	20	1.69	108.58		
医药商业																	
600511	国药股份	24.92	0.40	0.51	0.65	0.81	12.0	62	49	38	31	13.5%	41	1.88	119.32	推荐	

000028	一致药业	29.05	0.54	0.69	0.88	1.15	10.7	54	42	33	25	13.4%	30	1.46	83.71	谨慎推荐
600849	上海医药	14.78	0.14	0.28	0.33	0.37	4.7	103	53	45	40	4.1%	22	1.43	84.12	谨慎推荐
000963	华东医药	19.45	0.39	0.59	0.75	0.91	8.9	50	33	26	21	14.0%	23	1.01	84.42	无评级
600713	南京医药	10.42	0.10	0.21	0.29	0.39	6.0	103	50	36	27	6.1%	20	0.88	31.36	无评级
平均值							8.5	74	45	36	29	10.2%	27	1.33	80.59	
医疗器械																
600587	新华医疗	16.68	0.22	0.29	0.36	0.41	3.5	75	58	46	41	3.0%	37	2.54	22.42	中性
600055	万东医疗	11.16	0.13	0.20	0.25	na	4.8	85	56	44	na	2.8%	41	na	24.16	无评级
002223	鱼跃医疗	35.30	0.40	0.62	0.86	1.11	12.2	88	57	41	32	10.9%	64	1.41	54.54	无评级
平均值							6.8	83	57	44	36	5.6%	47	1.97	33.70	
药品包材																
600529	山东药玻	15.35	0.55	0.62	0.71	0.88	2.5	21	18	15	13	4.9%	17	1.04	39.51	谨慎推荐
综合类																
600664	哈药股份	19.40	0.69	0.80	0.94	1.08	4.2	28	24	21	18	8.4%	16	1.53	240.95	谨慎推荐
000999	三九医药	22.00	0.51	0.66	0.83	1.02	6.2	43	33	26	21	9.8%	28	1.27	215.36	无评级
000513	丽珠集团	40.49	0.17	1.27	1.51	1.82	6.1	238	32	27	22	12.7%	34	0.26	123.91	无评级
600380	健康元	9.98	-0.02	0.48	0.52	0.57	3.7	NA	21	19	17	7.3%	35	(0.05)	109.57	无评级
600196	复星医药	19.90	0.56	1.35	0.80	0.92	4.0	36	15	25	22	8.2%	24	0.82	246.32	无评级
平均值							4.8	86	25	24	20	9.3%	27	0.97	187.22	
全部平均值							7.6	66	44	35	28	8.8%	34	1.58	101.85	

数据来源：Wind、国信证券研究所。

注：08EPS 按现有股本摊薄；绿色阴影部分为国信暂未覆盖公司，盈利预测取 wind 预测中值；计算平均值时剔除负值和偏离极大值。

股票代码	公司简称	股价	EPS (元)					PB	PE				ROE	EV/EB ITDA	PEG	总市值	投资评级
		09-12	08	09E	10E	11E	08		09E	10E	11E	2009H	09~11		亿元		
		-1															
今年上市的中小板新股																	
002294	信立泰	97.98	1.03	1.58	2.14	2.82	7.2	95	62	46	35	25.0%	73	1.56	111	无评级	
002275	桂林三金	30.00	0.60	0.74	0.89	1.01	8.0	50	40	34	30	20.6%	35	2.17	136	无评级	
002287	奇正藏药	25.27	0.33	0.38	0.47	0.50	9.4	76	66	54	51	12.8%	67	4.71	103	无评级	
创业板																	
300003	乐普医疗	56.56	0.50	0.72	0.95	1.22	8.2	114	79	59	47	26.1%	105	2.26	230	无评级	
300006	莱美药业	34.73	0.36	0.45	0.57	0.66	3.7	97	78	61	53	11.8%	60	3.48	32	无评级	
300009	安科生物	47.61	0.41	0.50	0.65	0.80	5.0	116	94	73	60	13.9%	68	3.81	40	无评级	
300015	爱尔眼科	55.57	0.46	0.65	0.85	1.09	6.2	121	85	65	51	15.3%	57	2.56	74	无评级	
300016	北陆药业	37.50	0.38	0.49	0.59	0.71	6.0	98	77	64	53	11.8%	71	3.40	25	无评级	
300026	红日药业	98.55	1.28	1.61	2.12	2.68	5.5	77	61	47	37	18.1%	57	2.19	50	无评级	

数据来源：Wind、国信证券研究所。

注：08EPS 按现有股本摊薄；绿色阴影部分为国信暂未覆盖公司，盈利预测取 wind 预测中值；计算平均值时剔除负值和偏离极大值。

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责声明

本报告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询价。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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国信证券经济研究所研究团队

宏观		策略		交通运输	
杨建龙		汤小生	021-68864595	唐建华	0755-82130468
周炳林	0755-82133339	赵 谦	021-68866295	孙菲菲	0755-82133400
林松立	010-82254212	崔 嵘	021- 68866202	黄金香	010-82252922
		廖	021-68866236	高 健	0755-82130678
银行		房地产		机械	
邱志承	021-68864597	方 焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	李筱筠	010-82254205
谈 煊	010- 82254212	黄道立	0755-82130833	黄海培	021-68864598
戴志锋	0755-82133343			陈 玲	0755-82133400
汽车及零配件		钢铁		商业贸易	
李 君	021-68866235	郑 东	010-82254160	胡鸿柯	021-68866206
左 涛	021-68866253	秦 波	010-82252922	吴美玉	010-82252911
基础化工		医药		石油与石化	
邱 伟	0755-82133263	贺平鸽	0755-82133396	李 晨	021-68866252
陆 震	0755-82130532	丁 丹	0755-82130678	严蓓娜	021- 68866253
张栋梁	0755-82130532	陈 栋	021-68866235		
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
彭继忠	021-68866203	陈财茂	021-68866236	彭 波	0755-82133909
皮家银	021- 68866205	廖绪发	021-68866237	李洪冀	010-82252922
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-68864007	武建刚	010-82250828	严 平	021- 68865025
谢达成	021-68866236	王一峰	010-82250828	程 峰	021-68864599
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	凌 晨	021-68866233
电子元器件		纺织服装		农业	
王俊峰	010-82254205	方军平	021-68866202	张 如	021-68866233
旅游		食品饮料		建材	
廖绪发	021-68866237	黄 茂	0755-82133476	杨 昕	021-68864596
刘智景	021-68866233	谢鸿鹤	0755-82130646	徐蔚昌	021-68866233
煤炭		建筑		中小股票	
李 然	0755-82130681	邱 波	0755-82133390	高芳敏	021-68864586
苏绍许	0755-82133476	李遵庆	0755-82133343	陈爱华	0755-82133397
固定收益		投资基金		量化投资	
李怀定	021-68866233	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
张 旭	010-82254210	黄志文	0755-82130532	董艺婷	021-68866946
高 宇	0755-82131822	秦国文	0755-82131822	戴 军	021-68864585
		刘舒宇	0755-82131822	林晓明	021-68866946
指数与产品设计					
焦 健	0755-82131822				
赵学昂	0755-82131822				
王军清	0755-82133297				
阳 瑾	0755-82131822				
周 琦	0755-82131822				

国信证券机构销售团队

华南区			华东区			华北区		
万成水	0755-82133147		盛建平	021-68864592		王立法	010-82252236	
	13923401205			15821778133			13910524551	
	wancs@guosen.com.cn			shengjp@guosen.com.cn			wanglf@guosen.com.cn	
刘宇华	0755-82130818		马小丹	021-68866025		王晓建	010-82252615	
	13823380182			13801832154			13701099132	
	liuyh@guosen.com.cn			maxd@guosen.com.cn			wangxj@guosen.com.cn	
邵燕芳	0755-82133148		郑毅	021-68866205		谭春元	010-82254209	
	13480668226			13795229060			13810118116	
	shaoyf@guosen.com.cn			zhengyi@guosen.com.cn			tancy@guosen.com.cn	
祝彬	0755-82133456		黄胜蓝	021-68866011		焦戢	010-82254202	
	15814403667			13761873797			13601094018	
	zhubin@guosen.com.cn			huangsl@guosen.com.cn			jiaojian@guosen.com.cn	
林莉	0755-82133197		刘塑	021-68866236		李锐	010-82254212	
	13824397011			13817906789			13691229417	
	linli@guosen.com.cn			liusu@guosen.com.cn			lirui2@guosen.com.cn	
王昊文	0755-82130818		叶琳菲	021-68864011		徐文琪	010-82254210	
	18925287888			13817758288			13811271758	
	wanghaow@guosen.com.cn			yelf@guosen.com.cn			xuwq@guosen.com.cn	
			许娅	021-68866253				
				13482495069				
			江智俊	021-68864011				
				15221772073				
			孔华强	021-68866205				
				13681669123				