

新医改全面实施年，挖掘受益超预期个股

——2010 年医药行业投资策略

医药生物行业

评级: 推荐 (维持)

深度报告

2009 年 12 月 24 日 星期四

投资要点

- 2009 年是中国新医改政策年，这一年间新医改最终方案、基本药物目录及其指导价格等重要文件陆续出台，将对我国医药卫生事业的发展产生积极而深远的影响
- 受惠于我国国民经济的发展、人口老龄化和城镇化以及新医改等四大因素的影响，我们建议在在中长期内超配医药板块
- 目前医药板块的绝对和相对估值水平虽然渐趋走高，但仍在合理范围内，基于对医药行业未来确定性增长的预期，我们维持对医药行业“推荐”的评级
- 2010 年的投资策略：
 - 1、2010 年是新医改全面实施年，挖掘政策受益超预期的个股。
 - A、基本药物目录受益股：独家品种入选企业和普药龙头。
 - B、全国和区域医药商业龙头。
 - C、09 版医保目录受益企业。
 - D、中低端医疗器械企业。
 - E、医疗服务企业。
 - 2、挖掘有核心竞争优势且成长性好的个股。
 - 3、关注甲流、重组以及原料药价格波动等有确定投资题材的个股。
- 基于消化短期估值压力，新医改业绩兑现以及大盘走势等三个方面的原因，我们建议 2010 年的上半年对医药板块采取标配或低配，下半年则建议提升为超配
- 风险因素：我们认为医药行业 2009 年的风险主要在于基本药物招标和配送政策等尚未出台，这可能会导致普药产品的供货价格被明显降低；各级医院基本药物的使用比例尚未出台，如比例过高可能会影响整个行业的盈利情况
- 2010 年医药行业重点公司：益佰制药、康缘药业、南京医药、三九医药、上海莱士、海南海药

东海证券医药研究小组
袁舰波、屈昶、张飞、李惜浣
021-50586660-8628
yjb@longone.com.cn

联系人：顾颖
021-50586660-8638
dhresearch@longone.com.cn

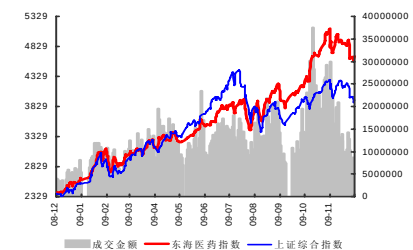
行业重点跟踪股票及评级

股票名称	代码	评级
益佰制药	600594	买入
康缘药业	600557	买入
三九医药	000999	买入
南京医药	600713	买入

行业指数

	绝对涨幅 (%)	相对涨幅 (%)
1 个月	-8.59%	-0.66%
3 个月	16.52%	8.39%
6 个月	33.34%	27.08%

医药行业相对上证综指走势图



相关报告：

1、2009 年投资策略：《挖掘新医改进程中医药行业确定性增长下的投资机会》，

2008 年 12 月 19 日

2、2009 年半年报综述及投资策略：《严冬过后，四大因素刺激下医药板块的春天悄然来临》，2009 年 6 月 26 日

正文目录

前 言	1
1 2009 年医药行业发展回顾	2
1.1 2009 年医药行业经济效益	2
1.2 2009 年医药行业重要事件概述	2
1.3 2009 年医药板块二级市场表现	4
2 医药行业需求分析	6
2.1 医药行业需求发展状况	6
2.2 医药行业需求受惠于国民经济持续增长	7
2.3 医药行业需求受惠于人口老龄化	9
2.4 医药行业需求受惠于城镇化	11
2.5 医药行业需求受惠于新医改	12
3 医药行业供给分析	17
3.1 医药制造企业总体情况	17
3.2 医药市场集中度分析	18
3.3 新医改对医药行业供给的影响	18
4 医药行业估值水平、投资评级及投资策略	23
4.1 医药板块的估值水平渐高，但仍处于合理区间	23
4.2 医药板块 2010 年的投资评级	25
5 投资策略	28
5.1 长期投资策略	28
5.2 2010 年投资策略	28
5.3 短期投资策略	32
5.4 医药板块投资的时间窗口	32
5.5 风险因素	33
6、 2010 年医药行业重点公司分析	34
6.1 益佰制药（600594）	34
6.2 康缘药业（600557）	34
6.3 三九医药（000999）	35
6.4 南京医药（600713）	36
6.5 上海莱士（002252）	36
6.6 海南海药（000566）	37

图 表 目 录

图 1: 2009 年医药板块二级市场表现	4
图 2: 1999-2009 年医药制造业销售收入及利润对比.....	6
图 3: 医药行业销售收入和 GDP 回归分析	7
图 4: 医药行业销售收入和 GDP 增长速度对比.....	7
图 5: 全球人均 GDP 与卫生总费用关系	8
图 6: 1980-2007 年我国卫生费用占 GDP 比重与人均 GDP 的关系.....	8
图 7: 我国 60 岁以上人口占总人口的比例	9
图 8: 1998、2003、2008 年我国各年龄阶段两周患病率.....	10
图 9: 日本人口老龄化对医疗费用的影响	10
图 10: 中国城镇化进程	11
图 11: 城乡人均卫生费用对比	12
图 12: 我国政府历年卫生支出情况	13
图 13: 我国居民两周患病未就诊情况	13
图 14: 我国居民住院人数走势	14
图 15: 我国各级医院诊疗人次分布	15
图 16: 我国各级医院诊疗费用情况	15
图 17: 我国医药商业历年集中度情况	21
图 18: 医药板块历年市盈率对比	23
图 19: 医药板块历年市净率对比	24
图 20: 医药板块与大盘动态市盈率对比	24
图 21: 医药行业上市公司的龙头效应	25
图 22: 医药板块 2010 年收入和净利润预测	26
表 1: 2001-2009 年医药工业企业整体情况	17
表 2: 具备核心竞争优势且具有较高成长性的企业.....	31
表 3: 部分具备资产重组和增发概念的企业	31

前 言

2009 年是全球积极应对金融和经济危机的一年，中国在通过了 4 万亿的政府投资后，又针对医疗体制改革这一民生问题，启动了 3 年高达 8500 亿元的投资计划。

医改，这一历史性难题，终于再次走上了舞台。

2009 年，堪称新医改的政策年，各种重量级的医改政策在 09 年集中出台，其中既包括纲领性的《医改意见》和《实施方案》，亦包括《基本药物目录》、《09 版医保目录》等具体文件。

2010 年则将成为新医改政策的实施年，各种医改新政的执行效果以及对相关上市公司的业绩影响，正是我们医药投资所需要重点关注的内容。

本文将从几个方面对 2010 年的医药投资策略进行论述：首先将对 2009 年中国医药行业的发展进行简单回顾；接下来将简要阐述经济增长、人口老龄化、城镇化和新医改等中长期超配医药行业的四大因素；然后，本文将重点阐述新医改的相关政策以及对医药行业和上市公司的影响，深度挖掘在新医改进程中医药行业确定性增长下的投资机会；最后，本文将对 2010 年医药行业的投资评级、投资策略和重点公司进行阐述。

我们认为，2010 年医药行业投资策略的重中之重应当是把握新医改政策受益超预期的个股，主要包括：独家品种入选基本药物目录和新增进入 09 版医保目录的企业、全国和区域医药商业龙头、中低端医疗器械企业以及医疗服务企业等；在此基础上，对于具有核心竞争优势和较高成长性的个股以及具有确定投资题材的甲流概念股、增发重组股和量价齐升的原料药概念股等也值得我们重点关注。

1 2009 年医药行业发展回顾

1.1 2009 年医药行业经济效益

根据国家统计局数据，医药制造业 1-8 月份共实现销售收入 5484 亿元，同比增长 18%，实现利润 530 亿元，同比增长 15%。医药行业业绩处于整体复苏并快速增长之中。

1.2 2009 年医药行业重要事件概述

2009 年是中国新医改政策年，这一年新医改最终方案、基本药物目录及其指导价格等重要文件陆续出台，将对我国医药卫生事业的发展产生积极而深远的影响。

1、新医改总纲领正式出台

2009 年 4 月 6 日，《中共中央国务院关于深化医药卫生体制改革的意见》发布，标志着我国新医改的纲领性文件终于正式出台。《意见》在对深化医药卫生体制改革的重要性、紧迫性和艰巨性进行了详细的阐述后，对新医改的指导思想、基本原则和总体目标进行了明确的规定，并就新医改的主体部分——公共卫生服务体系、医疗服务体系、医疗保障体系、药品供应保障体系等四大体系的建设进行了分项说明；在此基础上，《意见》还对新医改实施的体制和机制等方面的问题进行了论述，并强调了 2009-2011 年应着力抓好的五项重点改革，《意见》最后就积极稳妥的推进医药卫生体制改革提出了几点要求。

2、扶持和促进中医药事业发展。

2009 年 5 月 7 日，国务院公布了《关于扶持和促进中医药事业发展的若干意见》，指出要坚持中西医并重，坚持继承与创新的辩证统一，坚持发挥政府扶持作用。意见提出了发展中医药事业的指导思想和基本原则，要求各地要发展中医医疗和预防保健服务，推进中医药的继承与创新，提升中药产业发展水平，并提出了完善中医药事业发展的保障措施。

3、新医改五项重点改革 2009 年工作安排。

2009 年 7 月 23 日，国务院发布了《医药卫生体制五项重点改革 2009 年工作安排》，提出五项重点内容包括：加快推进医疗保障制度建设、初步建立

2009年是医改政策
年，影响我国医药卫
生体制的重量级文
件均在09年出台

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以及推进基本公立医院改革。2009 年工作安排包含扩大基本医疗保障覆盖面、改革公立医院补偿机制等 10 项任务。

4、基本药物目录（基层版）出台。

国务院深化医改小组 8 月 18 日启动和部署国家基本药物制度工作，《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）》和《国家基本药物目录（基层医疗卫生机构配备使用部分）》（2009 版）同时发布，这标志着我国建立国家基本药物制度工作正式实施。此次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，其中成药 102 种。基本药物将全部纳入政府定价范围，基层医疗卫生全部配备使用基本药物。2009 年在 30% 的基层医疗卫生机构实施基本药物制度，到 2011 年，初步建立国家基本药物制度。

5、基本药物零售指导价确定。

发改委 10 月 2 日发布了《国家发展改革委关于公布国家基本药物零售指导价的通知》，制订了基本药物的最高零售价格。国家基本药物零售指导价按照药品通用名称制定，不区别具体生产经营企业，各级各类医疗卫生机构、社会零售药店及相关药品生产经营单位，可依据市场供求情况，在不超过零售指导价的前提下，自主确定价格，调整后的价格从 10 月 22 日起执行。其中，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。

6、甲型 H1N1 流感疫情全球蔓延。

甲型 H1N1 流感疫情自 2009 年 4 月爆发以来，逐渐在全球开始蔓延。进入秋冬季节之后，疫情更是在北美、欧洲、亚洲等地区迅速扩大，出现甲流感疫情的国家地区多达 199 个，截止至 2009 年 11 月 24 日，死亡病例达到 6770 人，其中我国确诊 69160 例，死亡 53 例。据专家估计，我国甲流感疫情的真正高峰尚未到来，未来一两个月内病例数将继续上升。目前，药监局累计完成甲型 H1N1 疫苗批签发 241 批次 3960 万人份。据卫生部预计，全国约有 3.9 亿人需接种甲流疫苗。

7、09 版医保目录出台。

人力资源和社会保障部 11 月 30 日发布了《关于印发国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录的通知》，并发布了 09 版医保目录。09 版医保目录对上市公司整体上构成利好，基本药物全部进入甲类医保，04 版医保目录中的品种大部分都继续保留，另外还有 32 家上市公司的 72 个独家品种新增进入 09 版医保目录。

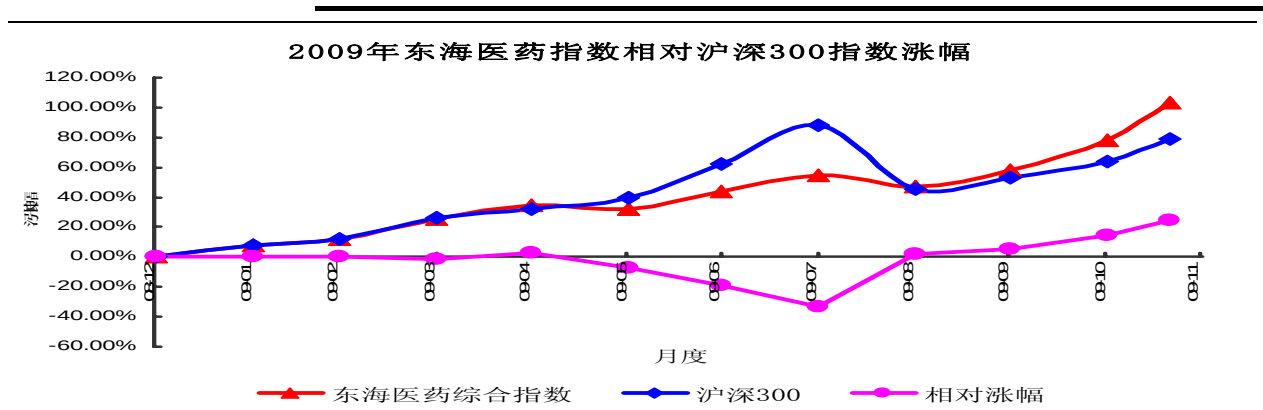
1.3 2009 年医药板块二级市场表现

我们在 2009 年医药行业年度投资策略报告中给予医药行业 2009 年的全年投资评级是“推荐”。从二级市场的全年走势看，东海医药综合指数¹自 09 年年初到 2009 年 11 月 30 日上涨 97.4%，跑赢沪深 300 成份指数 24.7 个百分点。这完全印证了我们的判断，且医药板块走势的稳定性亦明显好于沪深 300。

医药板块在整体跑赢大盘的情况下，全年的走势却表现得一波三折。年初，基于对防御性板块的偏爱，市场对医药板块普遍看好，然而，不经意间，市场开始出现了强劲反弹。1-4 月份，医药板块勉强和大盘跑平，但贡献指数的主要都是小盘、低价和题材股，主流的医药股则普遍跑输大势。从 5 月开始，医药板块则进入大幅跑输大势的阶段。截止到 7 月底，东海医药指数跑输沪深 300 指数高达 33.3 个百分点，医药板块的价值已同价格严重偏离。

从 8 月份开始，由于大盘出现大幅调整，医药板块的防御性特征开始突出的表现出来，连续几个月持续跑赢大盘，仅 8 月单月就收复了前 7 个月的失地，到 11 月 30 日，东海医药指数已跑赢沪深 300 指数 24.7 个百分点，充分验证了医药板块的投资价值。

图 1: 2009 年医药板块二级市场表现



资料来源：WIND 资讯、东海证券研究所

¹ 东海证券医药小组从 A 股上市公司中精心遴选出主营业务收入或利润与医药关联度比较大的上市公司组成东海医药板块，并采用总市值加权平均的方法生成东海医药综合指数。目前东海医药综合指数共列入 137 只股票，未来仍将根据各上市公司的主业变化进行动态调整。

通过上述分析，我们认为，医药板块由于成长性好，具有确定性增长和弱周期性的特点，从一个完整的周期看远远跑赢大势，成为投资者不可多得的攻守兼备的投资品种。

2 医药行业需求分析

医药行业被誉为永不没落的朝阳产业,主要原因在于其不断增长的市场需求,使得其市场容量得以不断扩大,整个产业呈现出持续高增长的发展态势

需求反映了一个行业的总体容量及其预期变化情况,决定着行业未来的发展前景及发展空间。

医药行业被誉为永不没落的朝阳产业,主要原因在于其不断增长的市场需求,使得其市场容量得以不断扩大,整个产业呈现出持续高增长的发展态势。

影响医药行业需求的因素非常之多,我们将就其中的长期性、关键性因素进行分析。

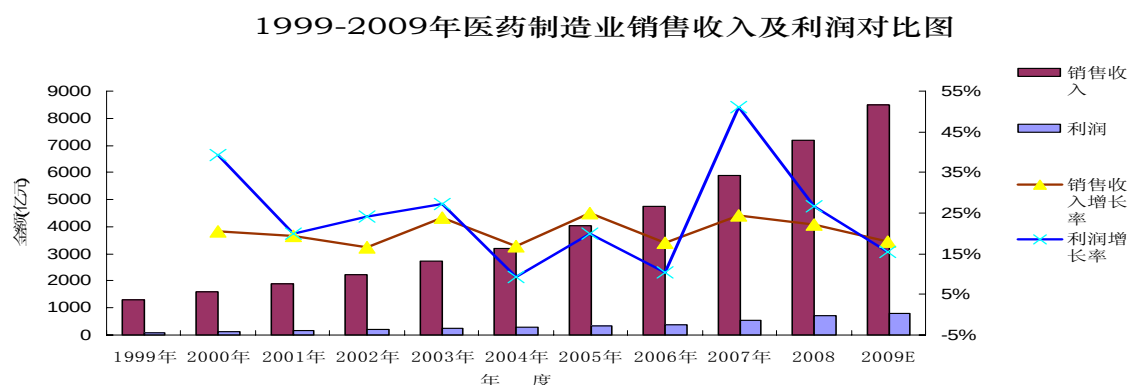
2.1 医药行业需求发展状况

由于医药制造业是医药行业的基础,我们将以医药制造业的数据进行相关分析。

从历史数据看,我国医药制造业多年以来一直保持着快速增长的态势,2008年全国医药制造业实现总销售收入7200亿元²,比1999年增加5876亿元,1999~2008年均复合增长率为20.7%;实现利润710亿元,比1999年增加了613亿元,年均复合增长率为24.8%。

从医药制造业今年前期的经营情况看,我们认为2009年我国医药制造业仍将保持高速增长,全年有望实现销售收入8500亿元,同比增长18.1%,实现利润820亿元,同比增长15.5%。

图2: 1999-2009年医药制造业销售收入及利润对比



资料来源: WIND 资讯, 东海证券研究所

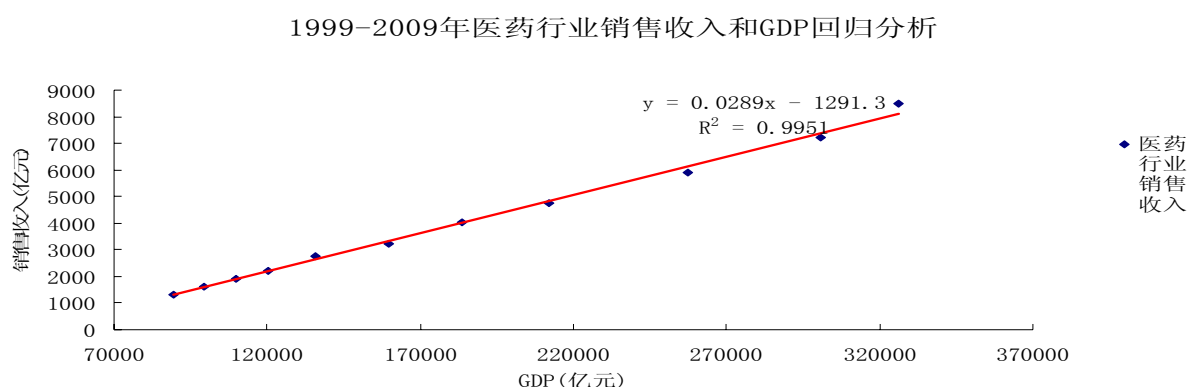
² 由于国家统计局自2007年开始只公布1-11月的行业统计数据, 本文2007-2008年的全年收入及利润数据均根据已公布的数据预估而成。

从前分析可知，医药行业需求从历史和现实的情况看都保持着持续高速增长态势。我们认为，由于受益于国民经济持续增长、人口老龄化、城镇化以及新医改等中长期因素的影响，我国医药行业在未来许多年仍将保持这种持续增长。

2.2 医药行业需求受惠于国民经济持续增长

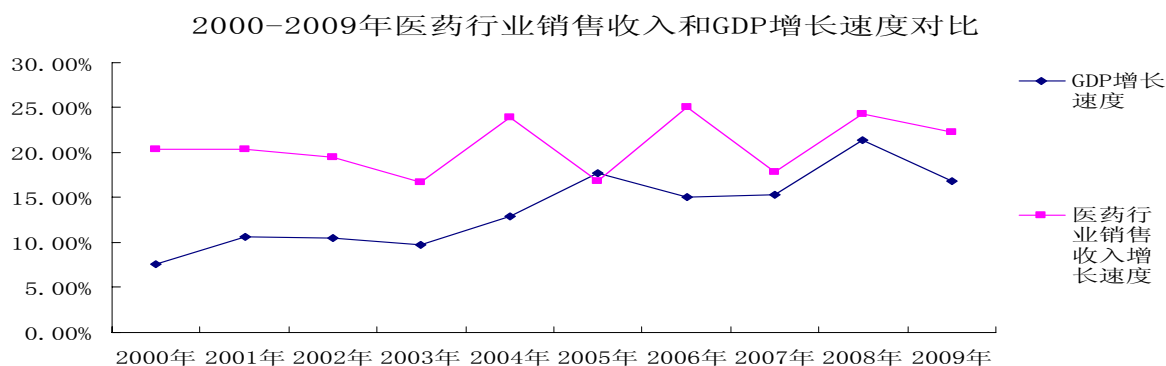
国民经济的持续增长对医药行业需求的增长起到了非常重要的提升作用。从图 3、图 4 中，我们可以看出，医药行业的销售收入与 GDP 有着非常好的线性关系，销售收入随 GDP 的增长而增长，而且绝大部分时间内其增长的速度均高于 GDP 的增长速度。尽管目前我国经济的增速有所下滑，但根据权威部门的预测，我国未来几年仍将有望保持较高的增长速度，这将对我国医药行业的发展产生积极而深远的影响。

图 3: 医药行业销售收入和 GDP 回归分析



资料来源：国家统计局、WIND 资讯、东海证券研究所

图 4: 医药行业销售收入和 GDP 增长速度对比



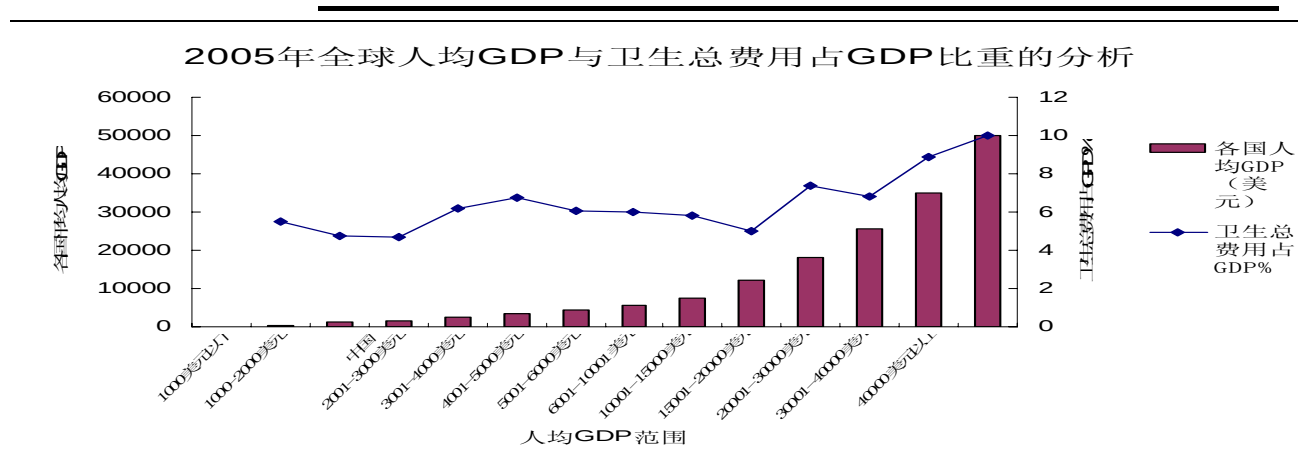
资料来源：国家统计局、WIND 资讯、东海证券研究所

从图 5，我们可以对全球的人均 GDP 与卫生总费用占 GDP 比重的关系进行分析。

当人均 GDP 比较低的时候，各国用于医疗费用占 GDP 的比例也比较低，同时也比较稳定，人均 GDP 在 15000 美元以下时，卫生总费用占 GDP 的比例大约在 5-6% 之间。

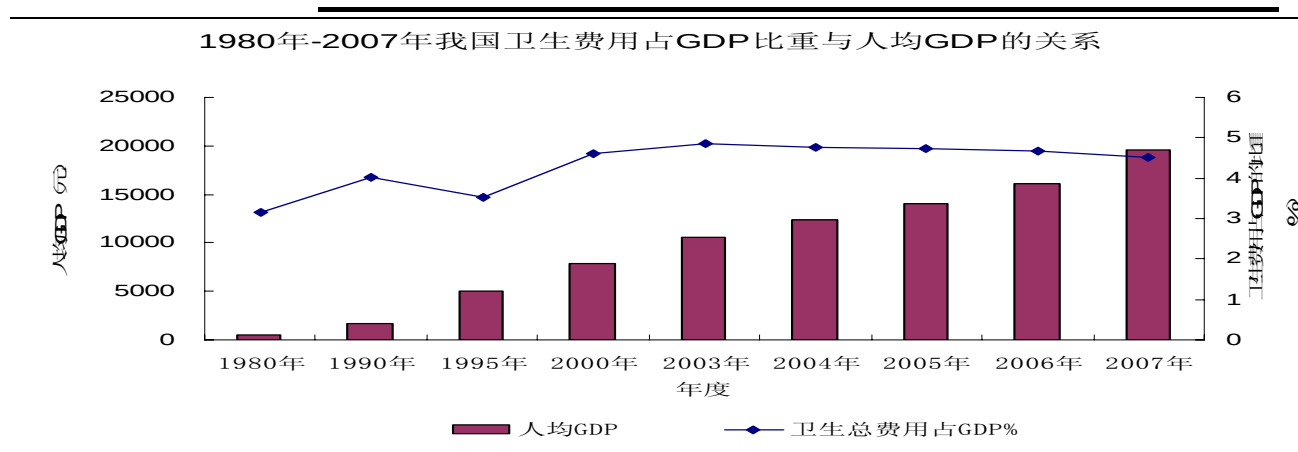
当人均 GDP 发展到一定水平，各国卫生费用的投入明显加强，不仅绝对值随 GDP 的增加而增加，其占 GDP 的比重也明显上升。人均 GDP 在 15000 美元以上，这一比重就开始随人均 GDP 的上升而上升，当人均 GDP 超过 40000 美元，其最高达到了 10%。

图 5：全球人均 GDP 与卫生总费用关系



资料来源：国家统计局、卫生部、东海证券研究所

图 6：1980-2007 年我国卫生费用占 GDP 比重与人均 GDP 的关系



资料来源：国家统计局、卫生部、东海证券研究所

从图 6 可以看出，中国的人均 GDP 从 1980 年的 463 元，快速提升到

2007 年的 19524 元,但卫生费用占 GDP 的比重在 2000 年达到 4.6%以后,就一直围绕此标准上下波动。

2007 年中国的人均 GDP 为 2871 美元,卫生费用占总 GDP 的比重为 4.7%,这一比例不仅远低于发达国家平均水平,也低于具有相同人均 GDP 国家的平均水平,这说明我国的卫生投入还具有相当大的提升空间。

我们相信,随着中国人均 GDP 的不断提升,政府责任的逐步加强,这一比重将逐步提升,这将对我国卫生费用的增长起到积极的作用。

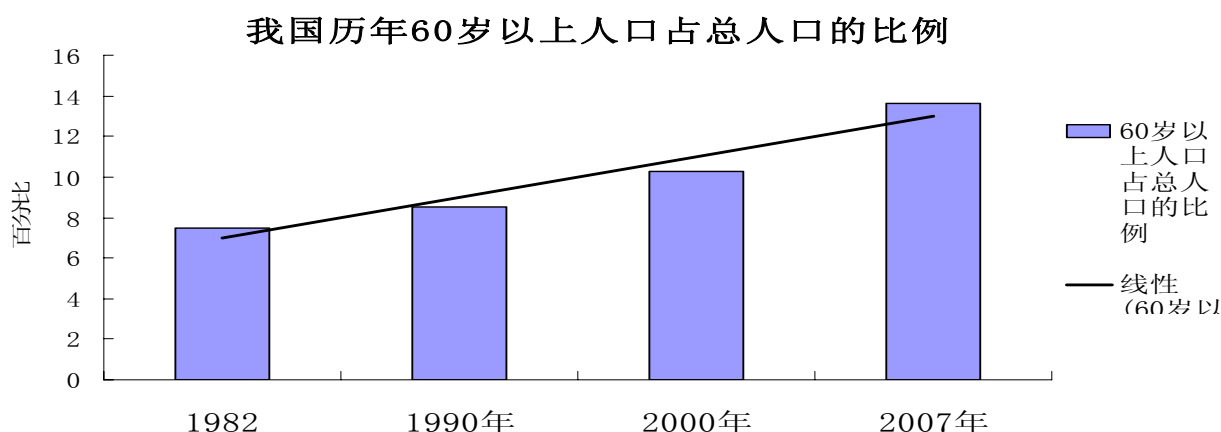
2.3 医药行业需求受惠于人口老龄化

根据联合国标准,一个国家60岁以上老年人口达到总人口数的10%或者65岁以上老年人口占人口总数的7%以上,那么这个国家就已经属于人口老龄化国家。

从图7可知,从1982-2007年,我国60岁以上的老年人口逐年增加,到2007年我国60岁以上老年人占总人口的比重已经达到13.6%。

从2000年第五次人口普查结果看,我国60岁以上老年人口已接近1.3亿人,占人口总数的比例达到了10.3%,我国实际上早在2000年就已经进入老龄化国家行列,且老年人口占总人口的比重正逐步增加。

图 7: 我国 60 岁以上人口占总人口的比例

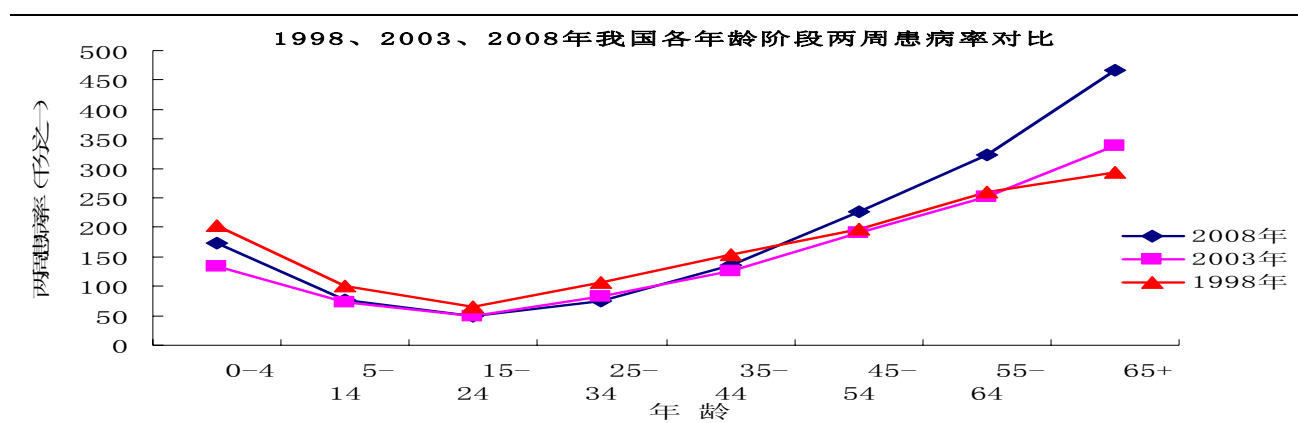


资料来源: 卫生部、东海证券研究所

人口老龄化的进程会对我国医药需求产生长期而积极的作用,从图8我们得知在15-24岁以前,人们的患病率随着年龄的增加而降低,但这之后,患病率

就将随着年龄的增加而增长,65岁以上人口的两周患病比率大约是55岁以下人口平均患病率的3倍左右,随着老龄化人口占比的增加,将直接刺激我国医药行业需求的持续增长。

图 8:1998、2003、2008 年我国各年龄阶段两周患病率



资料来源:卫生部、东海证券研究所

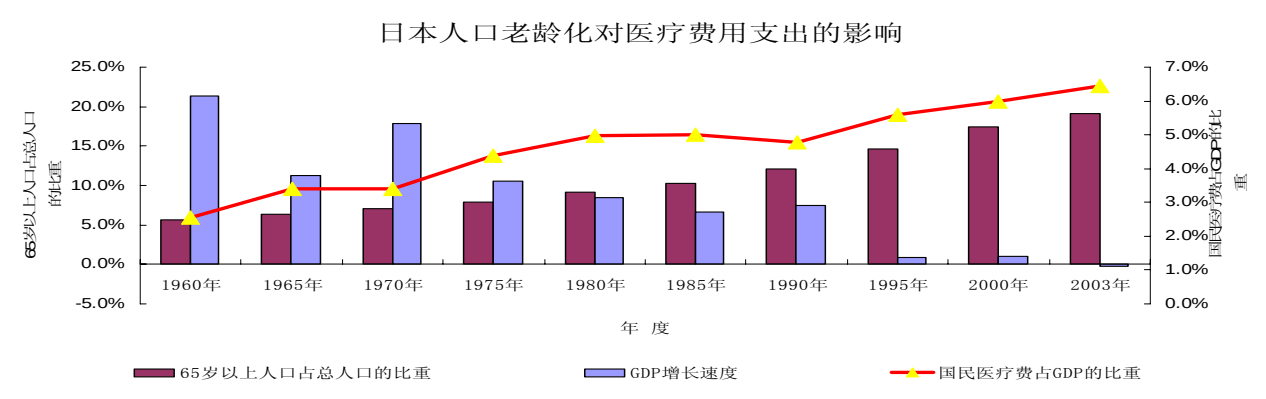
从全球的情况看,日本的经济发展模式、企业治理结构、种族及人文环境与中国最为接近,双方在工业化、城镇化和人口老龄化进程中所面临的问题也非常相似。

在医药行业,日本也走过了从分散到集中,从仿制到独创,从个人付费到全民医保等中国医药业今天正经历的道路。

基于上述因素,我们将在本文中对日本医药业的发展经历进行简单分析,以期探寻日本医药产业发展经验对中国医药业发展的借鉴作用。

我们对比分析了日本老龄化对医疗费用支出的影响。从图 9 可以看出,随着老龄化人口进程的不断推进,国民医疗费用同步增加,其占 GDP 的比重逐步提升,特别是 95 年以后,尽管 GDP 在零增长附近,但随着老年人口的增多,医疗费用的支出也上升很快。

图 9:日本人口老龄化对医疗费用的影响



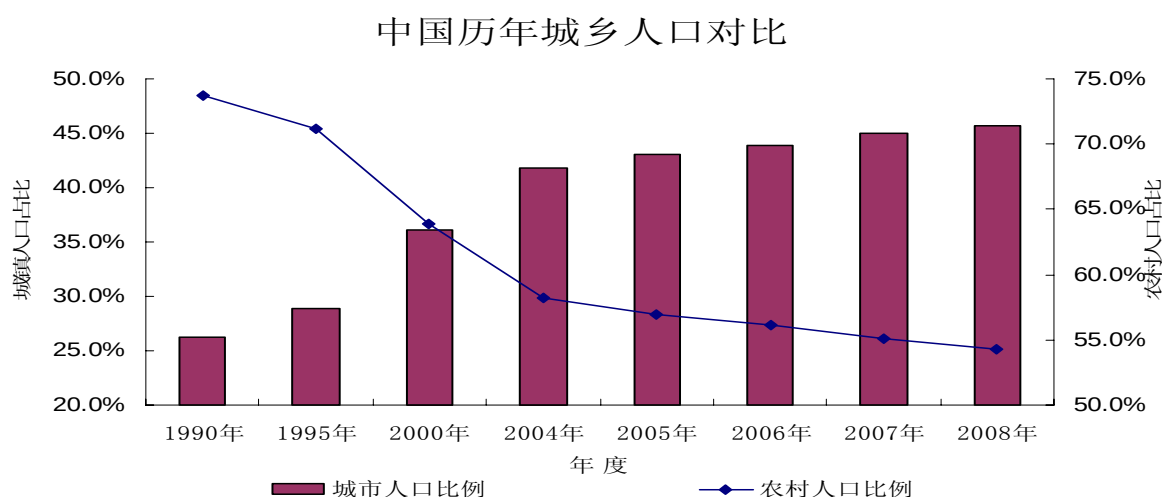
资料来源:日本国家统计局、东海证券研究所

2.4 医药行业需求受惠于城镇化

城镇化是人类社会从农业社会向工业社会发展变化的过程中，随着产业结构的变化而带来的就业、人口分布和人类聚居地结构的变化过程。

从图 10，我们了解到，我国正经历快速的城镇化进程，1990 年，我国城市人口仅占到总人口的 26.2%，到 2008 年这一比例已经提高到了 45.7%。受金融危机的影响，我国今后几年仍将加大城乡基础设施的投资力度，这将推动我国城镇化进程快速发展。

图 10: 中国城镇化进程



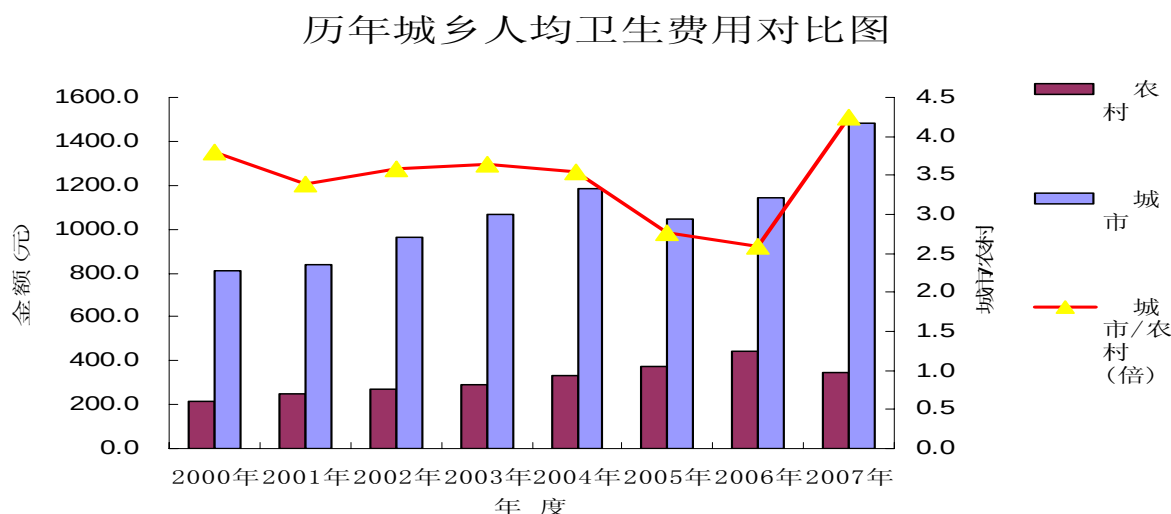
资料来源：中国国家统计局、东海证券研究所

城镇化的进程不仅仅意味着城市和城市人口的数量增加，更包括城市结构的调整、居民收入的提高，生活环境的改善以及生活质量的提高等。

我们认为，城镇化进程决不仅仅是农村户口向城镇户口的转变，其必然伴随着人们收入水平的提高，就医环境的改善和就医意愿的提升，这对医疗消费需求的影响是显而易见的。

从图 11，我们可以看到，我国城市人口的人均卫生费用要远超过农村人口的人均水平，尽管近年来由于城市人口扩张过快，导致其平均卫生费用有所降低，使得城乡差别逐步缩小，但截止 2007 年，城市人均卫生费用依然是农村人均卫生费用的 4.2 倍。

图 11: 城乡人均卫生费用对比



资料来源: 卫生部、东海证券研究所

2.5 医药行业需求受惠于新医改

政府在医疗卫生领域的高额投入和医疗保障体系的不断完善,使得医药行业总需求呈现持续增长的态势,新医改之于整个行业,是一场值得长期欢庆的盛宴。我们将从需求总量扩张和需求结构转变两个方面分析新医改对医药行业需求的影响。

我们认为,分析新医改对医药行业需求的影响可以从两个方面入手,一是需求总量扩张,二是需求结构转变。

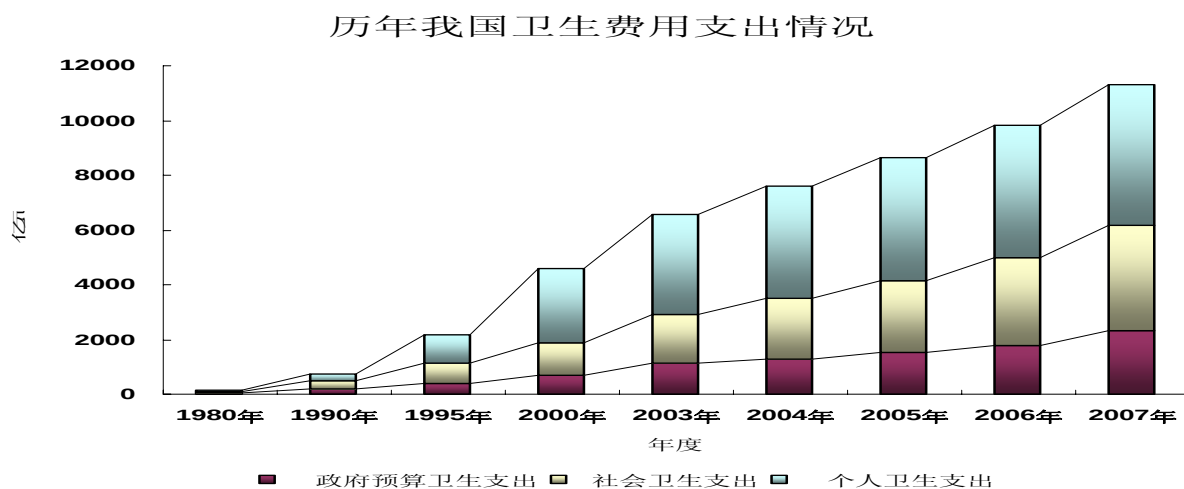
A、需求总量扩张。

基于下列考虑,新医改将在未来十数年内对我国医药行业需求产生积极的影响。

1)、政府投入增加医药行业需求。

从图12我们可以看出,我国政府对医疗卫生支出的投入是逐年增加的,然而由于医疗卫生总费用的支出增长过快,使得政府支出占总支出的比重逐年下降,到2000年,这一比重已从1990年的25.1%下降到15.5%,此后,政府加强了对医药卫生领域的投入,占比开始逐年回升,到2007年已恢复到20.4%,随着新农合和城镇居民基本医疗保险的深入开展,新医改的全面推进,政府卫生支出必将发生较大幅度的提升,这将直接刺激整个医疗卫生费用的支出。

图 12: 我国政府历年卫生支出情况



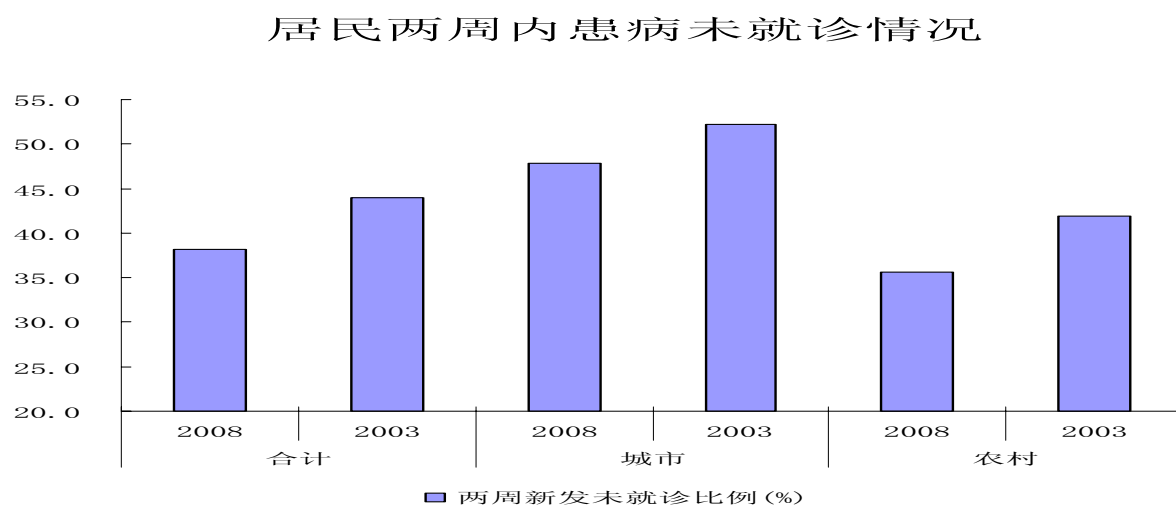
资料来源：卫生部，东海证券研究所

2)、医疗保障体系的逐步完善，将激发居民的就医热情。

长期以来,看病难、看病贵的问题一直困扰着我国居民,从1998年到2003年,我国城市及农村居民的两周末就诊率均呈现上升局面,2003年我国居民两周内患病但未就诊者已接近45%,这主要是由于大多数居民缺乏医疗保险,不敢轻易就医的原因造成。

新医改启动后,由于国家的投入加大,个人医药消费能力也将得以提高,人们医疗的后顾之忧将在一定程度上得以解决,这将会大大激发人们的就医热情。从图13可以看出,2008年我国居民两周内未就诊率下降至38%,未来随着新医改政策的全面实施,这一数据还将继续下降。

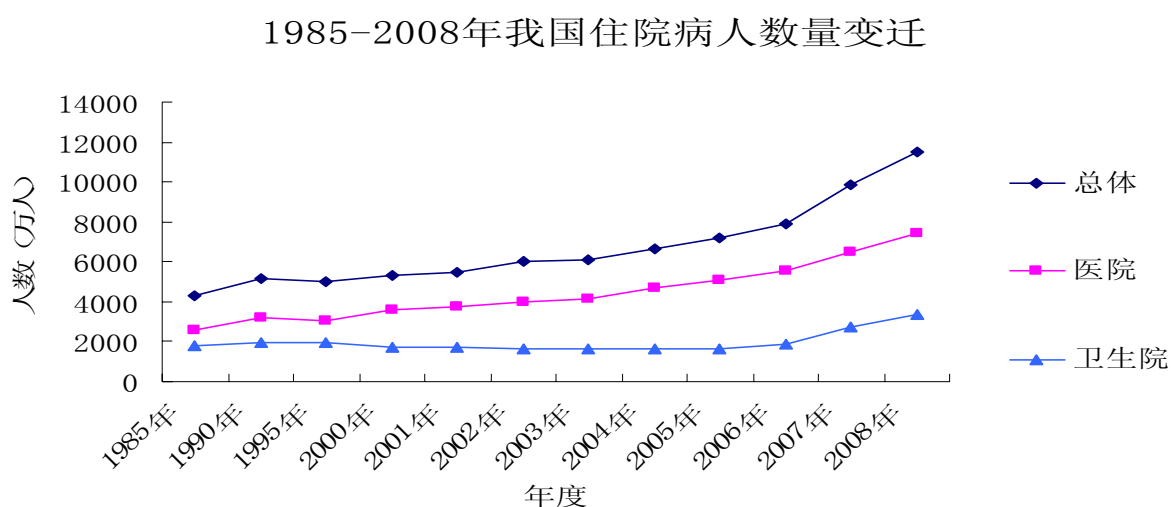
图 13: 我国居民两周患病未就诊情况



资料来源：卫生部，东海证券研究所

从图14，可以看出，在2000年以前，住院人数没有明显的增加，从2000年开始，政府和社会加大了对医疗卫生的投入，特别是2002年国家提出加强新农合试点后，全国住院人数开始明显上升，到2007、2008年，全国城镇居民基本医疗开始试点，新医改正式启动，住院人数又有了大幅度的提升。我们相信，随着医保覆盖范围的扩大及保障水平的提高，这种趋势还将在较长的时间内保持下去。

图 14：我国居民住院人数走势



资料来源：卫生部、东海证券研究所

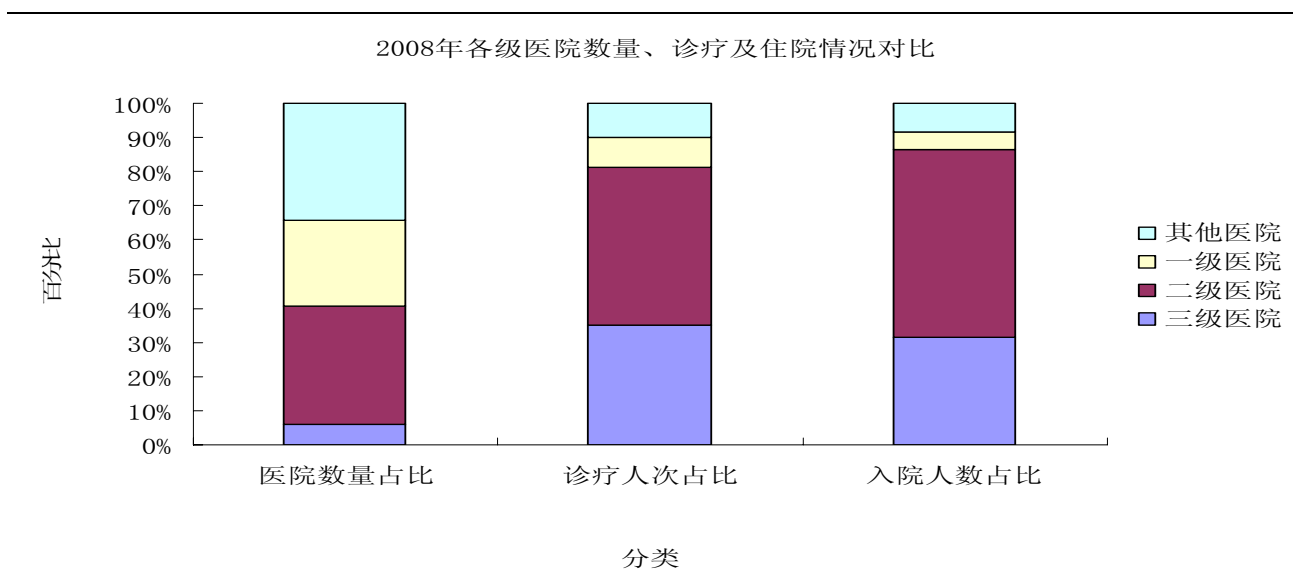
B、需求的结构转变

如前分析，我国卫生资源匮乏的原因除总量不足外，结构差异也是重要原因。

除了东西部地区差异，城市和农村差异之外，更突出的表现是医药需求在中高端医院和基层医院之间的分布不均，需求资源明显向中高端，特别是高端医院倾斜。

从图15可以看出，三级医院以6%的医院数量承担了35%的门诊人数和31%的住院人数，而一级及其他医院以60%的医院数量仅承担了17%的门诊人数和13%的住院人数。

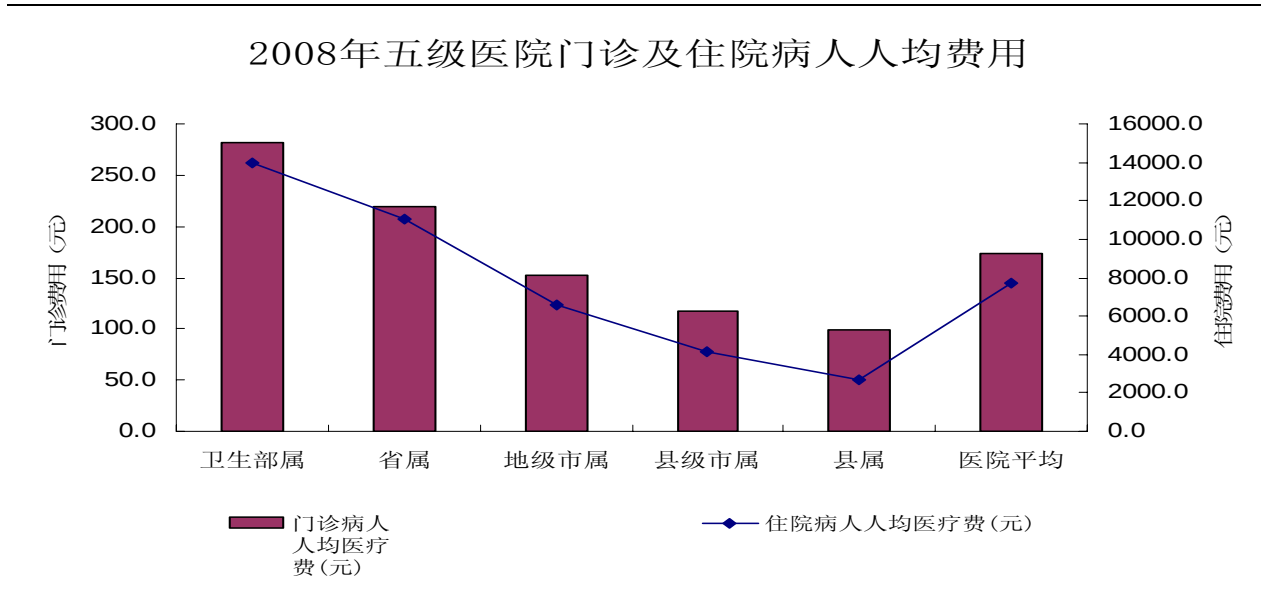
图 15: 我国各级医院诊疗人次分布



资料来源: 卫生部、东海证券研究所

从图16也可以看出, 级别越高的医院, 其人均的门诊和住院费用均越高, 卫生部属医院的人均诊疗费用是县属医院人均诊疗费用的3倍, 再考虑到门诊人数向高端医院的集中因素, 整个医疗需求向中高端医院的集中情况非常明显。

图 16: 我国各级医院诊疗费用情况



资料来源: 卫生部、东海证券研究所

除增加基层医院的建设外，国家还努力通过价格杠杆的作用，引导医疗消费向基层医院倾斜。政策规定，政府举办的基层医疗卫生机构必须全部配备和使用基本药物，且按购进价格实行零差率销售。除价格杠杆外，国家还将采取增强服务能力、降低收费标准、提高报销比例等综合措施，引导一般诊疗下沉到基层，逐步实现社区首诊、分级医疗和双向转诊

根据我国药品管理办法，处方药只能凭医师处方购买，这决定了处方药的销售绝大部分在医院内完成。然而，由于中高端医院占据了绝大部分的处方药市场，这客观上造成了我国大部分医药生产企业的处方药销售体系主要集中在发达城市。随着新医改的推进，县中心医院将成为区域的医疗诊断中心，未来处方药的销售将有相当比例会逐步分流到县级医院，这将使得现有的医药市场重新洗牌，这对营销能力强、网络布局广的医药工业及商业企业是明显利好。

3 医药行业供给分析

供给情况反映一个行业的现有产业布局和竞争状况，决定一个行业的整体竞争程度和盈利能力。

我国医药行业的市场集中度还比较小，产业自身具备进一步整合的内在动力

我国医药企业由于起步晚、投入小、技术低的历史原因，长期以来一直处于行业集中度小、企业数量多、规模小的局面，这决定了行业中大部分企业都只能采用重销售、轻研发的发展战略，纷纷生产仿制药和简单改变剂型的产品，导致普通产品严重的供大于求、创新产品则严重不足的局面。大量同质化的产品使得企业间为争夺生存空间，不断加大其降价的幅度和促销的力度，企业盈利水平每况愈下，竞争能力进一步降低。从供给的情况看，我国医药行业的市场集中度还比较小，整个行业属于垄断竞争产业，产业自身具备进一步整合的内在动力。

3.1 医药制造企业总体情况

截止 2009 年 8 月，全国共有 6497 家医药制造企业，其中亏损企业 1242 家，亏损面 19.1%，较去年明显下降。从经营效率上看，由于医药制造企业总数的增加摊薄了行业需求总量增加的影响，使得每家企业的平均销售收入、平均利润等指标的增幅明显低于行业的整体增长速度。

表 1：2001-2009 年医药工业企业整体情况

年度	企业 家数	亏损企 业家数	销售总收 入（万元）	增长 率	平均收入 （万元）	增长 率	利润总额 （万元）	增长率	平均利润 （万元）	增长 率
2009 年 08 月	6497	1242	54838877	18.1%	8441	6.6%	5296582	15.1%	815	4.0%
2008 年 08 月	5869	1245	46450771	27.9%	7915	20.0%	4600947	38.9%	784	30.3%
2007 年 08 月	5506	1247	36314314	23.1%	6595	15.9%	3311816	49.0%	601	40.3%
2006 年 08 月	5184	1325	29503759	20.4%	5691	7.1%	2222295	8.7%	429	-3.2%
2005 年 08 月	4613	1198	24509906	23.0%	5313	13.1%	2043815	22.1%	443	12.3%
2004 年 08 月	4243	1125	19932173	17.5%	4698	11.7%	1673598	5.6%	394	0.4%
2003 年 08 月	4033	1019	16966674	22.5%	4207	7.4%	1584230	34.3%	393	17.7%
2002 年 08 月	3536	951	13849246	17.5%	3917	10.3%	1179904	26.2%	334	18.4%
2001 年 08 月	3319	877	11787540		3552		935063		282	

资料来源：WIND 资讯、东海证券研究所

3.2 医药市场集中度分析

总体来说，我国医药行业的集中度尽管有所提升，但集中度的绝对值还比较小。

2007 年医药工业百强企业实现销售收入 1954 亿元，整体销售规模占我国医药工业市场规模的比重是 39.62%，同比上升 0.53 个百分点；2008 年，百强集中度达到了 40.59%，同比提升了 0.97 个百分点。

2008 年中国制药工业前 10 强的销售收入总额占五大子行业销售收入的比重为 13.57%，同比提升 0.43 个百分点。同期，全球前 10 强制药企业销售收入占世界药品市场总规模的比重为 39.91%，同比下降了 2.88 个百分点，世界制药前 10 强的市场集中度远超过我国前 10 位制药企业的市场集中度³。

我们认为，医药行业在资金、技术和市场等方面有着集约化的内在要求，事实上，我国医药市场目前的集中度显然不能满足这种要求，随着新医改进程的推进，我国医药市场集中度存在着快速提升的契机，这将给行业中的优势企业带来并购和整合的机会。

3.3 新医改对医药行业供给的影响

如前分析，我国医药产业目前处于集中度很小，非常分散的状态，新医改的推进将给我国医药企业带来绝好的并购良机，并推动我国医药行业集中度的快速提升。

基本药物目录体系的建立，医院需求结构的转变等将对普药生产企业、医药商业及新特药生产企业的集中度产生重大影响。

A、基本药物制度目录及定价等配套草案

国务院深化医药卫生体制改革领导小组办公室于 09 年 8 月 18 日召开电视电话会议，启动和部署国家基本药物制度工作，《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）》和《国家基本药物目录（基层医疗卫生机构配备使用部分）》（2009 版）同时发布，这标志着我国建立国家基本药物制度工作正式实施。

目录品种：目录包括 307 种药物，其中化学药品和生物制品主要依据临床

³ Sfd a 南方医药经济研究所数据

药理学分类，共 205 个品种；中成药主要依据功能分类，共 102 个品种；中药饮片不列具体品种。

目标：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。

框架：1. 国家基本药物目录遴选调整管理；2. 保障基本药物生产供应；3. 合理制定基本药物价格及零差率销售；4. 促进基本药物优先和合理使用；5. 完善基本药物的医保报销政策；6. 加强基本药物质量安全监管；7. 健全完善基本药物制度绩效评估。

定价：基本药物将全部纳入政府定价范围，基本药物定价，既考虑企业有合理的利润空间，鼓励企业生产基本药物，同时也要切实降低基本药物价格，维护广大人民群众的利益。实行基本药物制度的县（市、区），政府举办的基层医疗卫生机构配备使用的基本药物实行零差率销售。

招投标：政府办医疗机构使用的基本药物，由省级人民政府指定机构按《招标投标法》和《政府采购法》的有关规定，以省为单位实行网上集中采购、统一配送。由招标选择的药品生产企业、具有现代物流能力的药品经营企业或具备条件的其他企业统一配送。

使用范围：基层医疗卫生全部配备使用基本药物，他各类医疗机构也必须按规定比例使用基本药物。在建立国家基本药物制度初期，政府办基层医疗卫生机构确需配备、使用非国家基本药物目录药品，暂由省级人民政府统一确定，并执行国家基本药物制度相关政策和规定。民族自治区内配备使用国家基本药物目录以外的民族药，由自治区人民政府制定相应管理办法。

报销政策：基本药物全部纳入基本医疗保障药品目录，报销比例明显高于非基本药物，患者也可以凭处方到零售药店购买非基本药物，纳入报销目录的非基本药物仍然可以得到报销。

目录优化：国家基本药物目录将进行定期调整完善，不断优化品种数量。

发改委 09 年 10 月 2 日发布了《国家发展改革委关于公布国家基本药物零售指导价格的通知》，制订了《国家基本药物目录（基层医疗卫生机构配备使用部分）》中药品的最高零售价格，2009 年 10 月 22 日起执行。

国家基本药物零售指导价格按照药品通用名称制定，不区别具体生产经营企业，各级各类医疗卫生机构、社会零售药店及相关药品生产经营单位，可依

据市场供求情况，在不超过零售指导价的前提下，自主确定价格，调整后的价格从10月22日起执行。其中，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。

本次公布的基本药物价格共涉及药品296种，2349个剂型规格，涉及3000多家药品生产经营企业。基本药物目录中的公共卫生类用药，以及实行特殊管理的麻醉和一类精神用药由于执行政府定价，与此次公布的基本药物指导价的管理形式不同，这次没有再重新调整其价格

B、普药生产企业和医药商业将向规模化集中

从目前公布的《基本药物目录（基层医疗结构配备使用部分）》及定价方案来看，有两点非常明确：

一是基本药物目录将集中大部分的普药销售：国家对社区医院和乡镇卫生院等基层医院强制使用基本药物目录品种，对其他机构将确定一定的使用比例，这将使得普药的销售基本上集中到基本药物目录中的品种上。

目录品种更少：《基本药物目录（基层医疗结构配备使用部分）》药物目录只有307种，即使考虑到扩展版的基本药物目录，与现行的医保目录2000多种药品相比，数量大大减少。

二是目录药品的单品利润将很大程度上依赖于招标细则：考虑基本药物目录产品的使用人群，国家对基本药物目录品种采取保持生产企业一定利润空间的基础上，实行以省为单位实行网上集中采购、统一配送，并实行零差率销售。从发改委公布的零售指导价格来看，最高限价降低程度有限，未来执行的价格将依赖于招标确定，规模较小的工业企业将面临更多的挑战。

面临这样的状况，最终能够生存下来的普药生产企业，必将是具有规模、质量和成本优势的企业，他们将通过规模的扩张在低利润率的情况下，对现有普药生产格局进行整合。

同样，医药商业也面临快速整合的机遇。

尽管国家最终未确定药品配送的方式、价格加成等细则，但可以确定的是，低利润率和高流通成本必将成为以后普药配送的主要特点。

低利润率的原因和基本药物目录品种低定价原因一致，而高成本则主要体现在未来医疗机构的变迁方面。

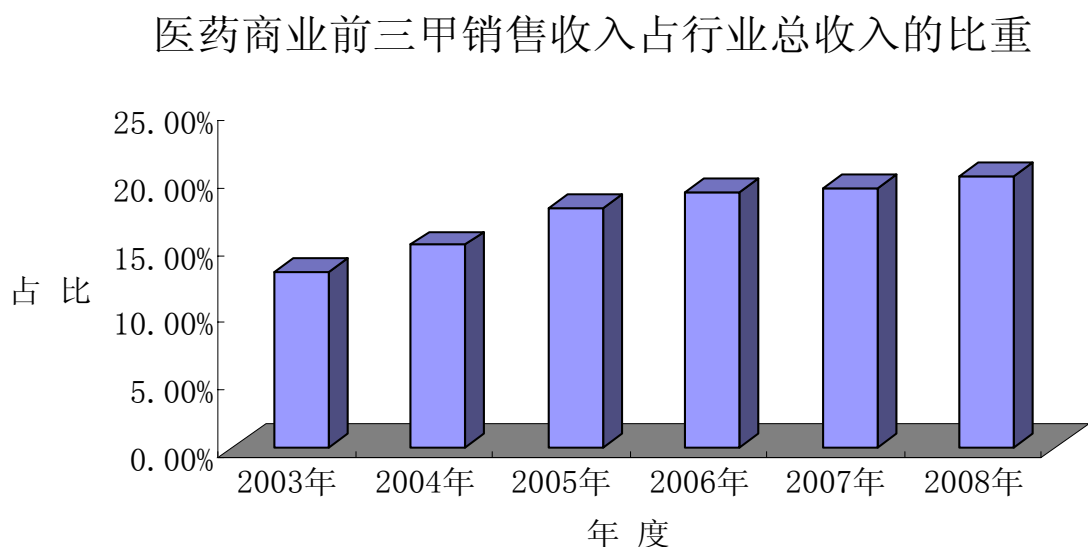
如前分析，未来我国将有数十万个乡镇卫生院、室和社区卫生医疗机构将要成为基本药物目录用药的主要渠道，而这些医疗机构的分布将遍布全国，单一机构的药品用量都非常小，这就需要强大的配送能力，同时对配送成本也提出了更高的要求。

从国际医药发展状况看，医药商业是一个集中度很高的产业，目前成熟市场上医药流通企业一般只有有限的几家，美国市场上前三强商业企业占有市场 96% 份额，日本前三强占有近 70% 市场份额。

然而，我国的医药发展历史客观上造成了现在医药商业数量过多，规模过小的格局。

目前我国大大小小的医药商业企业近万家，绝大部分规模太小，销售额在 10 亿以上的公司不足 80 家。我国医药商业前三强的市场份额尽管逐年提升，但到 2007 年仍只占有 19.2% 的市场份额，**2008 年集中度进一步提升至 20.1 %**。

图 17: 我国医药商业历年集中度情况



资料来源：中国医药商业协会、东海证券研究所

我国现有的医药商业格局决定了在新医改的大背景中，绝大部分医药商业由于缺乏足够的配送能力和覆盖范围，将随着新医改的深入推进，医疗机构需求结构的转变而面临着倒闭和被兼并的命运，新医改已成为医药商业集中度提升的绝好机遇。

C、医药工业将出现分化，拥有研发优势和营销优势的生产企业将面临更多的机遇。

随着基本药物目录在社区医院和乡镇卫生院等基层医疗服务机构的强制使用以及在县医院、三级医院等其他医院的按比例使用，普药的销售将获得比较

大的增长，这会相对挤压新特药的生存空间。另外，医疗机构结构的下移使得县级医院成为处方药新的阵地，原有以中心城市医院为主的处方药生产企业也将面临新的挑战。

总的来说，随着新特药生存空间的压缩和销售市场的转移，现有以处方药销售为重点的企业将面临激烈的竞争。

不过，随着国家对原研药加价政策的改变，外资企业药品的竞争优势或将减少，这将给国产新特药企业创造更多的生存空间，在诸多因素的共同作用下，我们认为，最终在竞争中获胜的一定是那些拥有研发能力、具有自主知识产权优势以及那些拥有营销优势能够在激烈的竞争中占据一席之地的企业。

4 医药行业估值水平、投资评级及投资策略

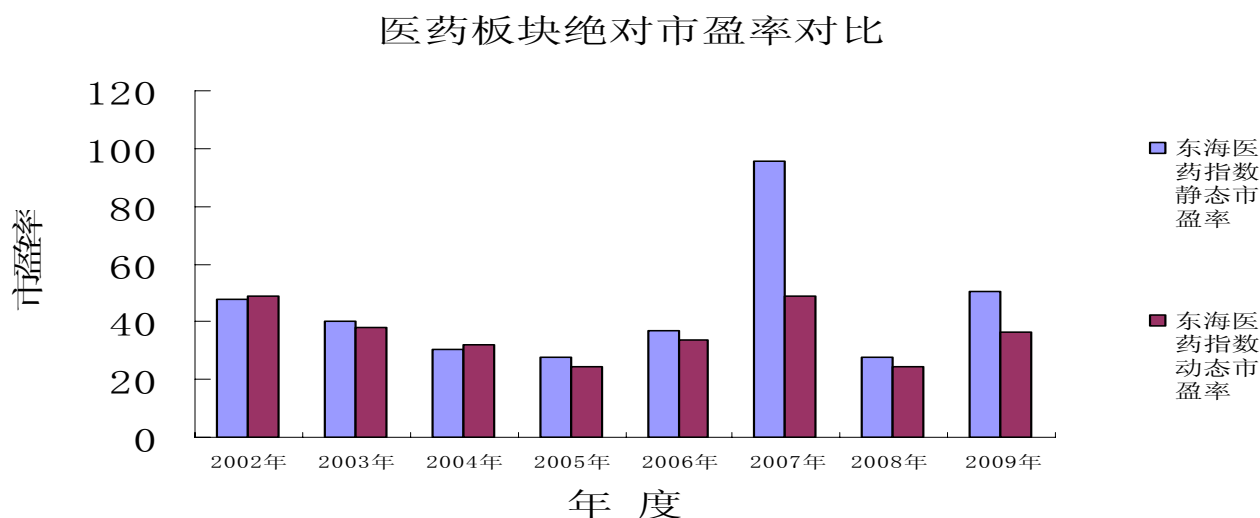
经历上半年的持续下跌，并经历了自 8 月份以来的持续上涨之后，医药板块的估值情况也发生了相当大的改变，医药板块现有的估值水平是否合理，目前是不是已经具备了投资的价值，未来的投资评级又当如何，这正是本章将要重点讨论的问题。

4.1 医药板块的估值水平渐高，但仍处于合理区间

1、医药板块绝对估值水平提升，但仍处于合理区间。

从图 18 可知，截止 2009 年 11 月 30 日，东海医药指数的静态和动态市盈率分别为 50.5 倍和 36.4 倍，相比 08 年有了较大的提升，但与历史估值水平相比，仍处于合理区间。

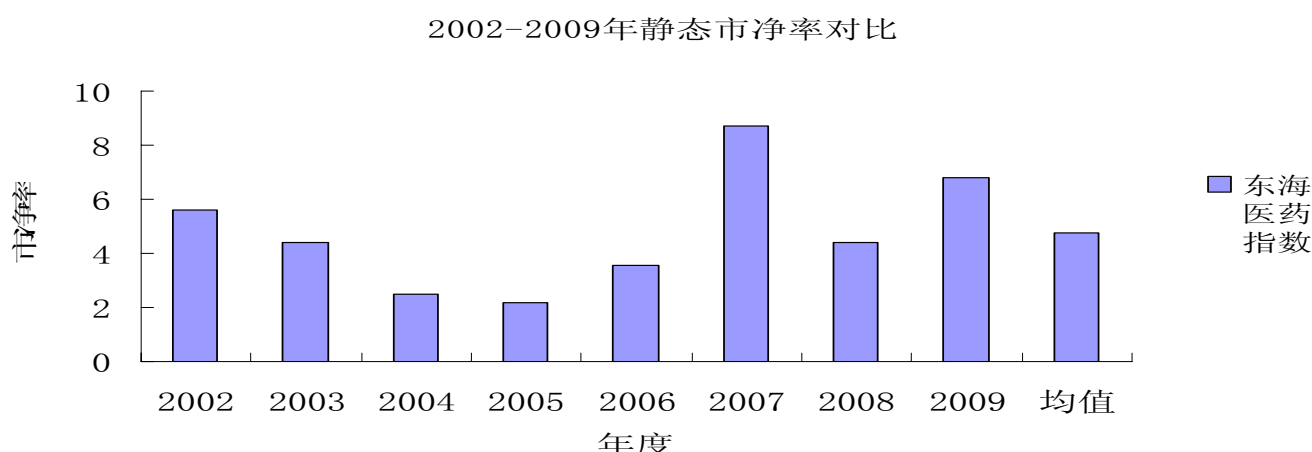
图 18: 医药板块历年市盈率对比



资料来源：wind 资讯，东海证券研究所

从图 19 可知，截止 2009 年 11 月 30 日，东海医药指数的静态市净率为 6.8，高于历年的平均水平 4.8。

图 19: 医药板块历年市净率对比



资料来源: wind 资讯, 东海证券研究所

2、医药板块相对估值水平不低, 但仍在合理区域。

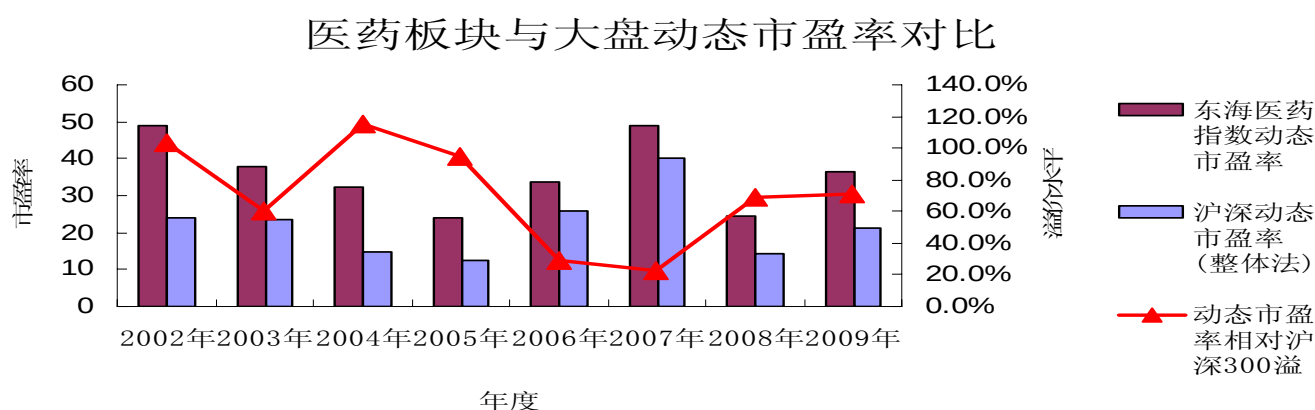
考虑到投资者更关心板块未来的成长性, 我们采用动态市盈率进行对比分析。

从图 20 可以看出, 当大盘估值水平低的时候, 医药板块的相对估值溢价往往比较高, 而当大盘市盈率高的时候, 医药板块的相对估值溢价反而比较低, 这正说明弱市之中, 医药板块将更加受到资金的关注。

截止到 2009 年 11 月 30 日, 医药板块相对沪深 300 指数动态市盈率的溢价水平为 70.5%, 相对估值水平不低, 但仍与 08 年及历史均值相当。

医药板块的高估值有着坚实的基本面基础及良好的政策面预期, 从当前的估值水平来看, 尽管其估值不低, 短期内结构性的机会大于板块整体性的机会, 但从一年的周期来看, 仍具有明显的投资价值。

图 20: 医药板块与大盘动态市盈率对比



资料来源: wind 资讯, 东海证券研究所

4.2 医药板块 2010 年的投资评级

1、医药上市公司已具备龙头效应。

通过需求分析,我们知道,医药行业的需求由于受到经济增长,需求刚性,人口老龄化、城镇化以及新医改等因素的影响,未来相当长的时间中将保持持续增长。

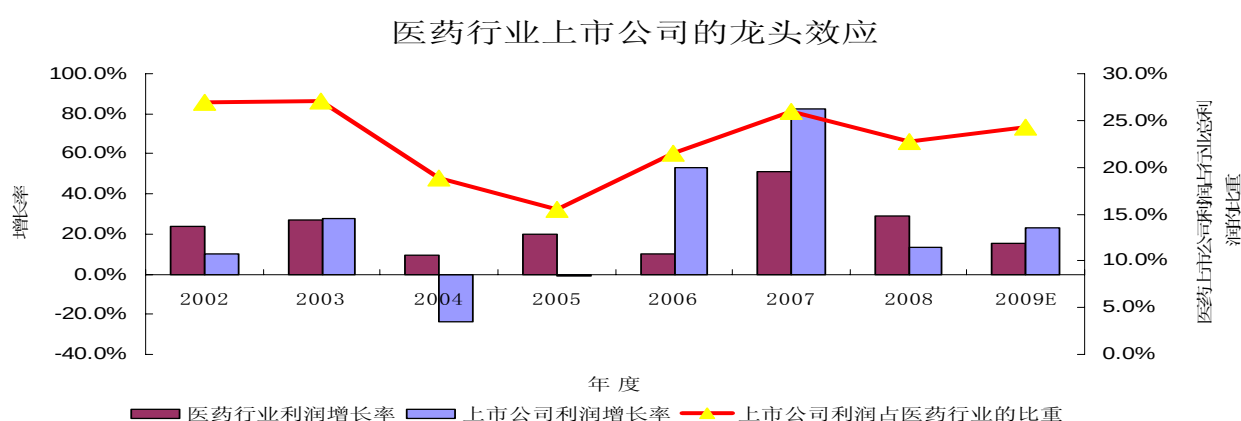
然而,通过供给分析,我们了解到,医药行业的这种增长,除了单个企业业绩的增长外,同时也来自企业数量的增长。

从 2001 年到 2009 年,医药制造业的生产企业从 3319 家增长到 6497 家,增加了 95.8%,企业数量的增加对行业总利润增长的贡献程度很大,这也大大摊薄了单一企业的增长速度,使得单一企业的净利润增长率要远小于医药行业总的净利润增长幅度。

因此,在这样一种情况下,医药上市公司在医药行业需求扩张中能够分享到多少蛋糕,就成为我们所非常关注的问题。

从图 21 可以看出,02-05 年医药上市公司的平均经营质量要低于行业整体水平,06 年,医药行业的整体经营出现严重挑战,全行业普遍处于增收不增利的情况,上市公司的龙头效应开始全面呈现,利润增幅明显超过行业平均水平。此后,上市公司的利润增速基本上都跑赢行业。同时,上市公司利润占行业总利润的比重也再度回升并超过了 20%的比例,上市公司不仅从质上,也开始从量上显现出其龙头效应。

图 21: 医药行业上市公司的龙头效应



备注: 医药行业数据取自医药制造业; 上市公司也只取医药工业, 取值方法为整体法, 同比公司样本保持一致。

资料来源: wind 资讯, 东海证券研究所

综上所述，我们认为，未来医药行业的总需求将保持持续增长，上市公司在医药行业中的龙头效应也初步彰显，我们有理由对医药板块未来的盈利能力保持乐观。

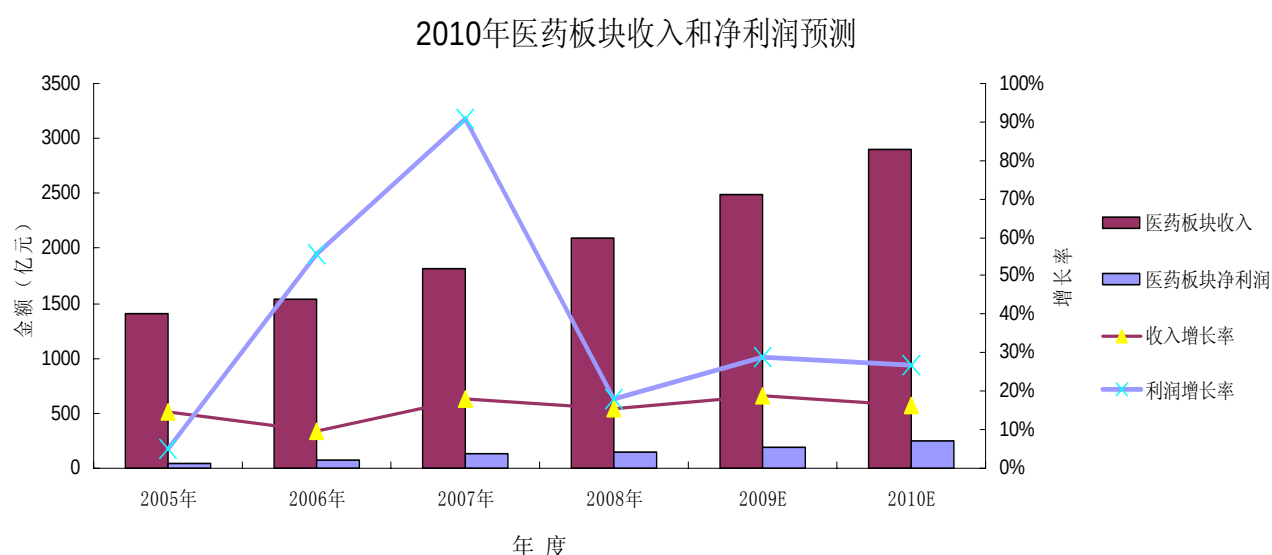
2、 2010 年医药板块盈利预测。

如我们 09 年策略报告的预期，2009 年原料药板块的利润大幅度下降，全年净利润（归属上市公司股东净利润，下同）预计下滑超过 30%。而医药板块扣除原料药的其他部分则由于新医改的推行和所得税税率的降低等原因，净利润出现较大幅度增长，预计全年增幅将超过 50%。2009 年医药板块合计销售收入和净利润预计增长分别为 18.6%和 28.8%。

我们分析认为，随着出口复苏和去库存化的完成，2010 年原料药板块的盈利情况将有明显好转，而医药其他板块由于受新医改全面推行的影响，预计增幅也将保持在 30%左右。

我们综合各方面因素，在不考虑新增医药类上市公司的情况下，我们预测，原料药板块 2010 年预计将实现销售收入 331 亿元，同比微增 5%，实现净利润 27 亿元，保持相同增速；医药板块（不含原料药）2010 年预计实现的销售收入和净利润分别 2568 亿元和 219 亿元，同比增长 18%和 30%；二者合计，医药板块 2010 年预计实现总的销售收入和净利润分别为 2899 亿元和 246 亿元，同比增长 16.4%和 26.7%。

图 22: 医药板块 2010 年收入和净利润预测



资料来源: wind 资讯, 东海证券研究所

3、 2010 年医药板块投资评级。

综上所述，我们认为医药板块的绝对估值及相对估值水平均不低，但仍处于合理范围，鉴于医药板块良好的基本面以及新医改对于医药板块的刺激，我们认为从一年的周期来看，医药板块仍具有较强的投资机会，我们维持对医药行业 2010 年的“推荐”评级。

5 投资策略

5.1 长期投资策略

通过前述分析,我们认为在经济持续增长、人口老龄化和城镇化不断推进,以及新医改陆续展开等四大中长期因素的综合影响下,医药板块在相当长的时间内都具有较高的投资价值,值得长期超配。

对于长期投资策略,我们建议在新医改大背景下,以确定性增长为标准,从具有研发、营销和规模等核心竞争优势的企业中挖掘新医改受益的投资品种,具体分析请参见我们 2009 年度的医药行业投资策略报告。

5.2 2010 年投资策略

具体到 2010 年的医药行业投资策略,则应在综合考虑上述四大因素影响的基础上,采取自上而下和自下而上相结合的方法,拟定具体的投资策略。

当前,影响医药企业经营业绩和生存发展的核心因素是新医改政策的执行情况,因此,我们认为,2010 年医药行业投资策略的重中之重应当是把握新医改政策受益超预期的个股,在此基础上,对于具有核心竞争优势的成长股以及具有确定投资题材的甲流概念股、增发重组股以及量价齐升的原料药概念股等也值得我们重点关注。

一、寻找新医改政策受益超预期的股票。

如果说 2009 年是医改政策出台年,2010 年则是医改政策的落实年。从政策预期到业绩实现的转变是否符合预期,正是我们所需要密切关注的重点。

由于新医改涉及的行业及公司比较多,相关的内容也非常复杂,我们可以沿着以下几个方面入手,对相关个股进行跟踪分析。

1、基本药物目录受益股。

基本药物制度是新医改至关重要的配套制度,也是我国医药卫生制度的重要组成部分。

依据我国新医改低水平、广覆盖的基本思路以及已经出台的相关政策,我们认为,随着新医改进程的不断推进,基本药物消耗在我国药品总消耗量中的占比会稳步提升,关注入选基本药物目录的药品销售状况以及相关企业的实际受益情况是未来新医改投资主线的重中之重。

基本药物目录主要涉及两类企业,一类是独家品种,一类是普药。

独家品种进入基本药物目录后，未来面临销量提升的历史性机遇，而其价格的下降幅度又非常有限，因此，我们对独家品种入选基本药物目录的企业予以明确看好，后市关键是看其入选目录的品种销售对业绩的提升是否符合预期。

相对独家品种而言，普药的前景仍然面临较大的不确定性。

从需求的角度上看，随着基本药物使用占比的增加，普药的总体使用量会呈现出上升的态势，而且从目前公布的最高零售价格看，其价格的下调幅度并不大，因此对普药总体而言，仍然是利好的因素偏多一些。

不过，各省的招标细则尚未出台，是否唯价格论，仍然存在一定的变数，因此在确保中标的情况下，其主导产品的最终销售价格是否有较大幅度的下降现在仍然不能确定。

综上所述，我们认为后市需要密切关注的要点有二，一是拥有独家品种的企业，其入选品种对企业业绩的贡献程度是否符合预期，建议重点关注企业有：云南白药、千金药业、马应龙、天士力、金陵药业、中新药业、中恒集团以及三九医药等；二是各省市，特别是北京、上海、广东等经济发达地区基本药物招标采购的实施细则对品牌普药的价格影响程度和对本地企业的保护力度等，建议重点关注全国和地方普药龙头，如哈药股份、白云山、同仁堂以及丰原药业、西南药业等。

2、医药商业整合机遇相关个股。

如前所述，我国医药商业集中度还非常小，自身面临集中度提升的内在要求，而新医改为此要求的实现提供了历史性的机遇。

随着基本药物制度的实施，医疗需求的下沉已成为必然趋势，未来我国将有数十万个乡镇卫生院(室)和社区卫生医疗机构将要成为基本药物目录用药的主要渠道，尽管总的药品用量很大，但单一医疗机构的用量都非常小，这就需要更强大的配送能力，同时对配送成本也提出了更高的要求。

然而，基本药物本身对低利润率的要求又非常高，这与高的配送成本要求无疑是相背离的，因此，只有那些拥有超大规模优势、超强配送能力的企业，才能以较低的配送成本承担起这种配送任务，并通过规模效应获取利润。

从具体情况看，已有相关的政策对流通环节的差价率(额)进行控制，用价格杠杆促进药品流通领域进行兼并重组，扩大规模，集约经营，降低成本，减少流通费用。

基于新医改对医药商业强配送能力、高配送成本和低毛利率的综合要求，我们认为，从 2010 年国家基本药物制度正式实施开始，全国医药商业的集中度将面临较长时间的持续提升，建议重点关注全国及区域的医药商业龙头，如

南京医药、华东医药和一致药业等。

3、09 版医保目录受益股。

目前,职工基本医疗保险仍是我国三大医疗保障体系中最为重要的一部分,能否进入国家医保对于独家品种和新药而言是至关重要的,但自从 2004 年国家公布 04 版国家医保目录后就一直没有再更新过。

此次 09 版医保目录的更新,对拥有独家品种进入目录的企业而言,无疑是一个重大利好,这将对企业未来的发展产生重大影响,我们建议重点关注相关的企业,如益佰制药、康缘药业等。

4、中低端医疗器械受益股。

此轮医改,国家对基层医疗机构的投入是史无前例的,大量基层医院的新建和扩建工作,将使得中低端医疗器械的需求总量快速上升,建议关注相关企业,如:鱼跃医疗、万东医疗等。

5、医疗服务。

医疗服务体系的改革是本轮新医改的一个重要任务,医院也是我国计划经济领域未市场化的最后一块蛋糕。公立医院的改革,医疗服务的放开,涉及到相当多的利益群体,基于让绝大多数人享有基本医疗服务的宗旨,全面放开医院市场的竞争在短期内是不太现实的,但局部领域、局部地区适当放开医院管制,则是完全有可能的,这其中就蕴藏着相当大的市场机遇。不过就目前而言,比较明确的 A 股上市公司不多,建议重点关注通策医疗和爱尔眼科。

二、挖掘有核心竞争优势且成长性好的个股

一家公司是否具备投资价值,很重要的一个判断标准是该公司是否具备内在的核心竞争优势,以及是否拥有较高的成长性。一家企业如具备核心竞争优势,就能够保证其在相当长的时间内,拥有高于同类竞争企业的盈利水平,从而使得其具备更高的成长性,从而抚平其短期内可能存在的高估值。

不同类型的企业,其内在的核心竞争优势可能有显著的差别,对于新特药、品牌药以及医疗器械生产企业而言,营销、研发和产品垄断优势可能是最为重要的,而对于医药商业和大普药、原料药生产企业,规模及成本优势则可能是最核心的。

我们对上市公司进行了筛选,重点挖掘了部分既具备核心竞争优势同时又拥有较高成长性的企业,具体情况见表 2:

表 2：具备核心竞争优势且具有较高成长性的企业

竞争优势	新特药、品牌药	医疗器械	大普药	原料药	全国和地方 龙头医药商 业	特色医疗服 务企业
营销和产品 垄断优势	益佰制药、云南 白药、上海莱士、 华兰生物等	鱼跃医疗、乐 普医疗等	-	-	-	-
研发优势	康缘药业、恒瑞 医药、双鹭药业	-	-	-	-	-
规模和成本 优势	-	-	丰原药业、 西南药业等	广济药业、 浙江医药、 华海药业等	南京医药、 一致药业、 上海医药等	
区域垄断和 先发优势	-	-	-	-	-	通策医疗、 爱尔眼科等

资料来源：东海证券研究所

三、关注有确定投资题材的个股。

除挖掘新医改受益股和成长股两条投资主线外，明年还有一些相对比较确定的投资题材可以关注：一是资产重组和增发；二是原料药价格波动和出口复苏；三是甲流行情的深度演绎。

1、资产重组和增发。

这类股票由于外延性的增长，可能使得公司出现超常规的发展，值得重点关注，相关企业见表 3：

表 3：部分具备资产重组和增发概念的企业

重点相关企业	关注点
华邦制药	注入农药资产，盈利能力大增
现代制药	母公司上海医药工业研究院在央企重组大趋势下，公司作为其唯一的上市平台，面临新的机遇
南京医药	增发改善资本结构，降低财务费用
海南海药	增发人工耳蜗等资产，未来面临跳跃性增长机遇
星湖科技	增发扩大核苷酸产能，盈利能力持续增长

资料来源：东海证券研究所

2、 原料药题材股。

因为出口复苏和补充库存等原因，原料药特别是维生素的价格普遍比较坚挺，相关企业的业绩回升迅速，建议重点关注具有涨价题材或业绩超预期的个股，如广济药业、浙江医药、天药股份以及华海药业等。

3、 甲流题材股。

随着气候的变冷，甲流在全球范围的大面积爆发已成定局，中国目前正处于甲流感染人群急剧增加的时候，在此基础上，甲流题材的不断演绎仍将成为明年开年医药板块投资的重头戏，这也正是我们 09 年三季度以来一直重点关注的投资主题。

我们认为，随着甲流题材的深度演绎，除流感疫苗股的波段操作外，投资者更多的可以关注二三线的甲流股，比如抗病毒的中药股如：三精制药、康缘药业等；提供诊断甲流的试剂股如科华生物等。

值得一提的是，目前甲流题材中，很多个股的短期估值水平都已经相当高，因此，我们并不建议风险承受能力较低的投资者参与。

5.3 短期投资策略

从短期投资策略看，我们建议沿着上述投资主线，配合每一阶段的投资热点，及时调整投资策略，具体的分析，请参见我们每周推出的东海证券医药行业周报。

5.4 医药板块投资的时间窗口

基于三个方面的原因，对于医药板块的配置，我们建议 2010 年的上半年采取标配或低配，下半年则建议提升为超配。

- 1、 消化估值压力：医药板块经过 09 年下半年的大幅度上涨后，整体估值已经偏离了历史平均水平，短期内，其内在的上升动力明显减弱，板块中的很多股票都面临着较大的估值压力，需要一定的时间以降低其估值压力。
- 2、 新医改对个股业绩的增长有待确定：2010 年是新医改的全面实施年，药品招标和配置等均会全面、陆续展开，但对上市公司具体业绩的影响需要在下半年才比较清晰。

- 3、 大盘经过 09 年下半年的调整后，2010 年上半年有望再度走强，医药板块作为防御性特征明显的板块，在大势上涨的过程中，其整体机会一般要弱于大势。

5.5 风险因素

我们认为医药行业 2010 年的风险主要在于：基本药物招标和配送政策等尚未出台，这可能会导致普药产品的供货价格被明显降低；各级医院基本药物的使用比例尚未出台，如比例过高可能会影响整个行业的盈利情况；各省基本药物制度的执行和落实程度各不相同，医药商业和普药企业的集中度提升可能面临较大不确定性。

6、 2010 年医药行业重点公司分析

依据 2010 年的投资策略，我们采用自上而下和自下而上相结合的方式，综合考虑升值空间和安全边际，选择了部分重点公司进行简要分析。

6.1 益佰制药（600594）

公司具备核心竞争优势和高成长性，同时也是受益于新医改政策的由管理层控股的高科技医药小盘股。

在经历原董事长卸任，新核心管理团队确立的变化之后，公司的法人治理结构更加稳定，集体决策机制也已建立完成，公司经营正稳健而高速的发展。

2009 年，占公司工业销售 60%以上的肿瘤领域产品艾迪注射液和复方斑蝥胶囊有望实现 5.5 亿元和 1.1 亿元的销售收入，同比增长分别超过 30%和 40%；心血管领域的支柱产品银杏达莫注射液的销售也走出盘整格局，全年预计实现销售收入约 2.4 亿元，同比增长超过 20%；OTC 系列产品同比销售基本持平，但终端掌控能力则大大增强。

根据公司目前的经营状况，我们认为公司现有产品未来几年保持 25%的收入增长和 30%的利润增长是比较确定的，伴随着洛铂和生物制剂等总代理品种的上量以及复方荭草冻干粉上市和清开灵冻干粉的复产，公司未来的增长路线非常明确，并完全可能出现超预期的增长。

我们预测公司 2009-2011 年扣除非经常性损益后的收益分别为 0.55 元、0.75 元和 1.05 元，继续维持“买入”评级。

风险提示：一是中药注射剂行业自身的系统性风险；二是公司新品种的跟进速度可能低于预期。

6.2 康缘药业（600557）

公司是现代中药的龙头企业，属于管理层控股的拥有很强研发能力，具备高成长性的医药小盘股。

由于受“刺五加”注射剂事件的影响，公司在 08 年 4 季度陷入经营低谷，从 09 年一季度开始，伴随着热毒宁销售的逐步正常，前三季度的经营业绩环比出现明显回升。

在新增治疗乳腺小叶增生和前列腺增生等两个适应症之后，公司拳头品种桂枝茯苓胶囊再获新春。预计 09 年桂枝茯苓胶囊将实现销售收入约 3.4 亿元，同比增长超过 20%。热毒宁注射液是公司二线品种的明星产品，受甲流蔓延的刺激，今年销售呈现出大幅度攀升的态势，预计全年销售将突破 1.8 亿元，同比增长超过 90%。

我们认为，公司目前已经度过了经营的最低点，环比业绩保持着较好的增长，综合考虑到公司良好的基本面以及二线主力品种热毒宁注射液正面临的突破性增长，我们预测公司 09-11 年 EPS 分别为：0.58 元，0.80 元，1.05 元，继续给予“买入”评级。

风险提示：中药注射剂行业中企业的质量控制水平参差不齐，热毒宁的销售可能会受到行业中偶发质量事故的影响。

6.3 三九医药（000999）

华润入主三九之后，公司财务费用大幅降低，并确立了聚焦医药主业的发展战略。公司四大业务板块定位清晰，治理结构完善，与国有企业僵化的管理体制形成了鲜明的对比。

三九医药 OTC 主要产品包括以 999 牌感冒灵为代表的感冒药、以 999 牌皮炎平为代表的皮肤药、以三九胃泰为代表的胃肠用药，以及正天丸等，占医药工业的收入约 68% 左右。在我国的 OTC 产品中，感冒药、止疼药、肠胃药、皮肤药、五官用药等五类药品占据了我国非处方药的主体。三九胃泰、正天丸作为独家品种入选《09 版基本药物目录》，并入选 09 医保目录甲类，这两大品种未来有望借医改推进而实现高速增长。综合分析，三九的 OTC 产品均切中了 OTC 最大的市场，多品种的相互促进使得营销资源得以共享，在强大的品牌以及庞大的渠道的带动下，其 OTC 业务有望长期实现超越 OTC 市场的发展速度。

中药注射剂占医药工业收入的 17% 左右，正成为 OTC 之后支撑公司高速发展的另一支柱，在中药注射剂 09 版医保甲类目录的 11 个品种中，三九拥有 7 个品种，在其中的 3 个独家品种中，三九拥有参附、华蟾素 2 个品种，且分别切入心脑血管和抗肿瘤这两个中药注射剂最大的领域，增长空间巨大。同时，公司是免煎中药的五家生产企业之一，处于行业龙头的地位，08 年增长 64%，我们认为免煎中药与 5 年前的中药饮片一样具有极为广阔的市场空间，在国家大力扶持中医药发展的背景下，具有很大的发展潜力。

我们预测公司 2009-2011 年扣除非经常性损益后的收益分别为 0.68 元、0.86 元和 1.06 元，给予“买入”评级。

风险提示：新医改全面推进后，OTC 市场的增长率可能降低。

6.4 南京医药（600713）

公司是我国排名前 5 的医药商业龙头企业，同时也是新医改全面实施开后，受益最为明显的商业企业之一。

公司的药事服务业务模式独特，有效地提升了公司对医院终端的控制力。截止至 09 年上半年，公司已经托管医院 256 家，其中三级医院 17 家，二级医院 45 家，托管目标范围已经扩大至西部及中部地区。

公司的现销快配业务采用契约化会员制服务模式，抗风险能力强，收益颇为明显，未来将仍是公司的主要收入来源。

公司集中采购、集中结算、集中配送的“三集化管理”模式也将逐步降低公司的运营费用，提升公司的内生增长能力，成为公司未来最大的业绩增长点。

新医改背景下，医药商业行业整合、集中度提升是必然趋势，公司作为区域医药商业的龙头在江苏、安徽和福建等地拥有垄断优势，未来将在医药商业总量扩张和企业并购的双重推动下迅速壮大。

公司目前在医药商业中估值最低，业绩弹性最大。公司短期主要的刺激因素是预计将在 2010 年完成定向增发以解决财务负担。

我们预测公司 09-11 年医药主业的收益分别为 0.20 元、0.28 元和 0.40 元，虽然短期估值不低，但我们长期坚定看好公司未来的发展，给予“买入”评级。

风险提示：新医改基本药物的招标采购细则尚未出台；定向增发项目也具有一定的不确定性。

6.5 上海莱士（002252）

公司为血液制品龙头公司，是国内少数几家能够从血浆中提取出 7 种组分的血液制品公司，公司为我国血液制品企业中提取凝血因子数量最多的公司，并拥有面向近 20 个国家出口的资格。

血液制品 06 年全行业投浆量为 4600 吨，基本供需平衡；07 年受血浆站改制及国家治理血浆市场的影响，投浆量萎缩到 2700 吨；08 年受 90 天窗口检疫期的影响，投浆量进一步萎缩到 2200 吨。而近三年血液制品需求在稳步增加，这就使得血液制品供求严重失衡，各血液制品临床严重短缺。

在行业严重供不应求的情况下,血液制品零售价格节节攀升,目前白蛋白、静丙、凝血八因子均达到了发改委最高零售限价,某些地区甚至出现了价格倒挂,在今年11月23日出台的《改革药品和医疗服务价格形成机制意见》中明确指出“对于临床必需但市场不能保证供应的普通药品,可以适当提高价格”,上海市从10月1日起将上海莱士200IU单位凝血八因子价格254元提高到396元。我们认为10年血液制品很可能会全面提价,公司将显著受益。

同时受08年7月1日执行的窗口检疫期的影响,08年下半年及09年上半年公司投浆量受到了很大的影响,而同时期采浆量确在稳步增长。这就使得10年相对09年的投浆量有大幅的增长,10年业绩高增长非常明确。

在不考虑提价的基础上,我们预测公司09-11年EPS分别为0.80元、1.11、1.48元,维持“买入”评级。

风险提示:采浆成本的增加使得毛利率有所降低。

6.6 海南海药 (000566)

公司为具有特色的中小盘医药股,当前的业务主要分为三块:以抗肿瘤药特素(紫杉醇)和枫蓼肠胃康为代表的新特药业务;以头孢西丁和头孢噻吩为代表的小头孢之际;特色抗生素原料药业务。

公司目前最大的看点为其增发收购上海力声特公司人工耳蜗项目,人工耳蜗集声学、临床医学、工程学、解剖学和生理学等各学科最新科技为一体的高端医疗器械项目,进入壁垒极高,世界范围内仅澳大利亚、美国以及奥地利的三家公司垄断,产品价格20万左右。上海力声特的人工耳蜗预计2010年一季度拿到批文,预计价格为5-8万元,大大低于国外产品。全国残联已经启动2009-2011年为1500名救助对象实施人工耳蜗植入项目,北京、天津、上海、青岛等地区陆续出台措施补助3-15万元不等,部分地区已经将人工耳蜗纳入医保范围。预计人工耳蜗项目的潜在市场容量在50-100亿元,公司目前已经发布了增发预案,增发完成后预计将持有上海力声特51%的股份,未来不排除进一步增持的可能。增资扩股后南方同正(海南海药控股股东)保证力声特公司2010年、2011年和2012年净利润分别不低于1802万元、5406万元、8688万元。

新特药方面公司为紫杉醇的首仿公司,享有差别定价的优势,紫杉醇为乳腺癌治疗的一线用药;枫蓼肠胃康主要用来治疗急性胃肠炎和肠易激惹综合症,尤其是对肠易激惹综合症患者,公司为枫蓼肠胃康颗粒剂的独家厂商。原料药

方面公司为头孢西丁的首仿公司，并具有从原料到制剂一体化的生产的竞争优势。

公司 2007 年通过股票期权激励计划，授予包括高管、营销骨干、中层及技术骨干共 60 人 1500 万股股票期权，另预留 500 万股授予对公司发展有突出贡献者。管理层的利益同公司的利益将紧密联系。

不考虑人工耳蜗项目的情况下，我们按照当前 2.11 亿的总股本计算，其 09-11 年 EPS 分别为 0.40 元、0.50 元、0.62 元，考虑到人工耳蜗项目带给公司的估值提升，我们给予公司“买入”评级。

风险提示：人工耳蜗项目实施进度慢于预期。

附注:

分析师简介及跟踪范围:

袁舰波: 东海证券医药行业高级分析师, 南京大学理学学士, 复旦大学 MBA, 拥有十多年的医药及证券行业从业经历, 具备丰富的营销、管理及证券分析经验, 对企业的核心竞争能力和投资价值具有独到的研究。

重点跟踪公司: 益佰制药、康缘药业、升华拜克、现代制药、仁和药业、诚志股份等。

屈昶: 东海证券医药行业分析师, 中山大学硕士, 主要研究化学原料药、医疗器械及医药商业板块。

重点跟踪公司: 浙江医药、新和成、海正药业、南京医药、天士力、中新药业、通策医疗等。

张飞: 东海证券医药行业分析师, 西安交通大学药学学士, 北京大学金融信息工程硕士, 主要研究中药、化学制剂及生物制药板块。

重点跟踪公司: 上海莱士、兰生股份、上实医药、三九医药、同仁堂、中恒集团、广州药业等。

一、行业评级

推荐 Attractive: 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数

中性 In-Line: 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平

回避 Cautious: 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入 Buy: 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$

增持 Outperform: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\%-20\%$

中性 Neutral: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$

减持 Sell: 预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责声明

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 楼

网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)

电话: (86-21) 50586660 转 8646

传真: (86-21) 50586660 转 8611

邮编: 200122