

回归正常化

——海通证券2010年投资策略报告会

2010 INVESTMENT STRATEGY, HAITONG SECURITIES CO., LTD

2009年12月16日-17日 上海 DEC. 16-17 2009 SHANGHAI



紧跟政策，中长线增持优势企业

江维娜（医药行业分析师）

2009年12月16日





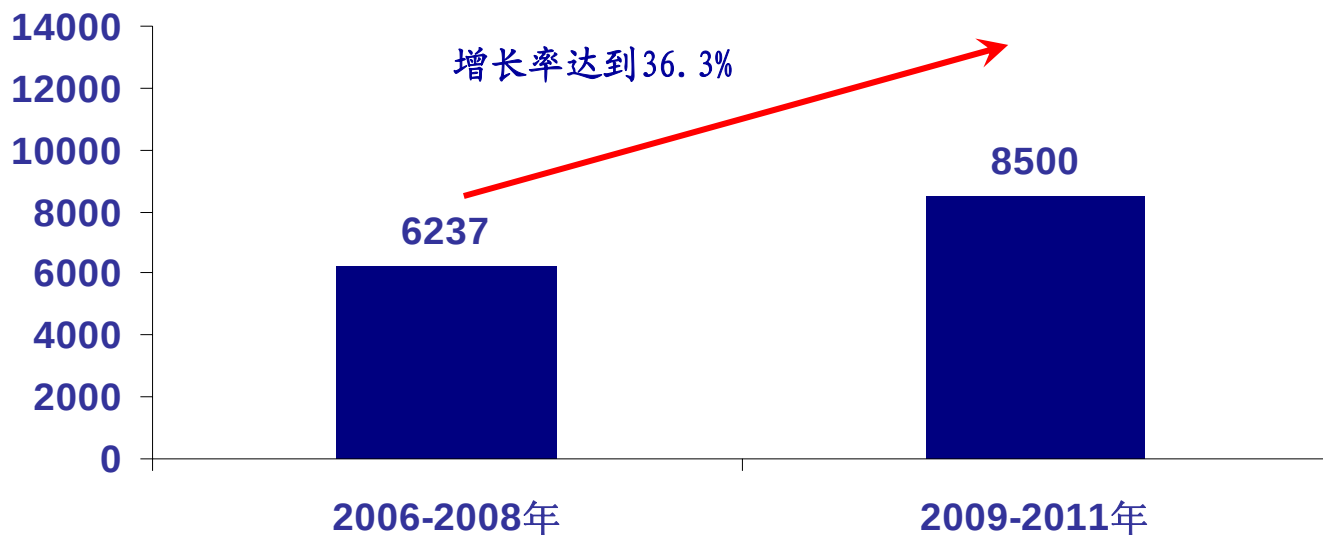
概要

1. 未来看好医改对于“消费”的拉动
2. 医药股值得中长期持有
3. 持续增长的中枢神经药物行业
4. 高速增长的中药饮片行业
5. 或有机会的原料药行业
6. 把握医改下加速的整合机会
7. 甲流、X流？

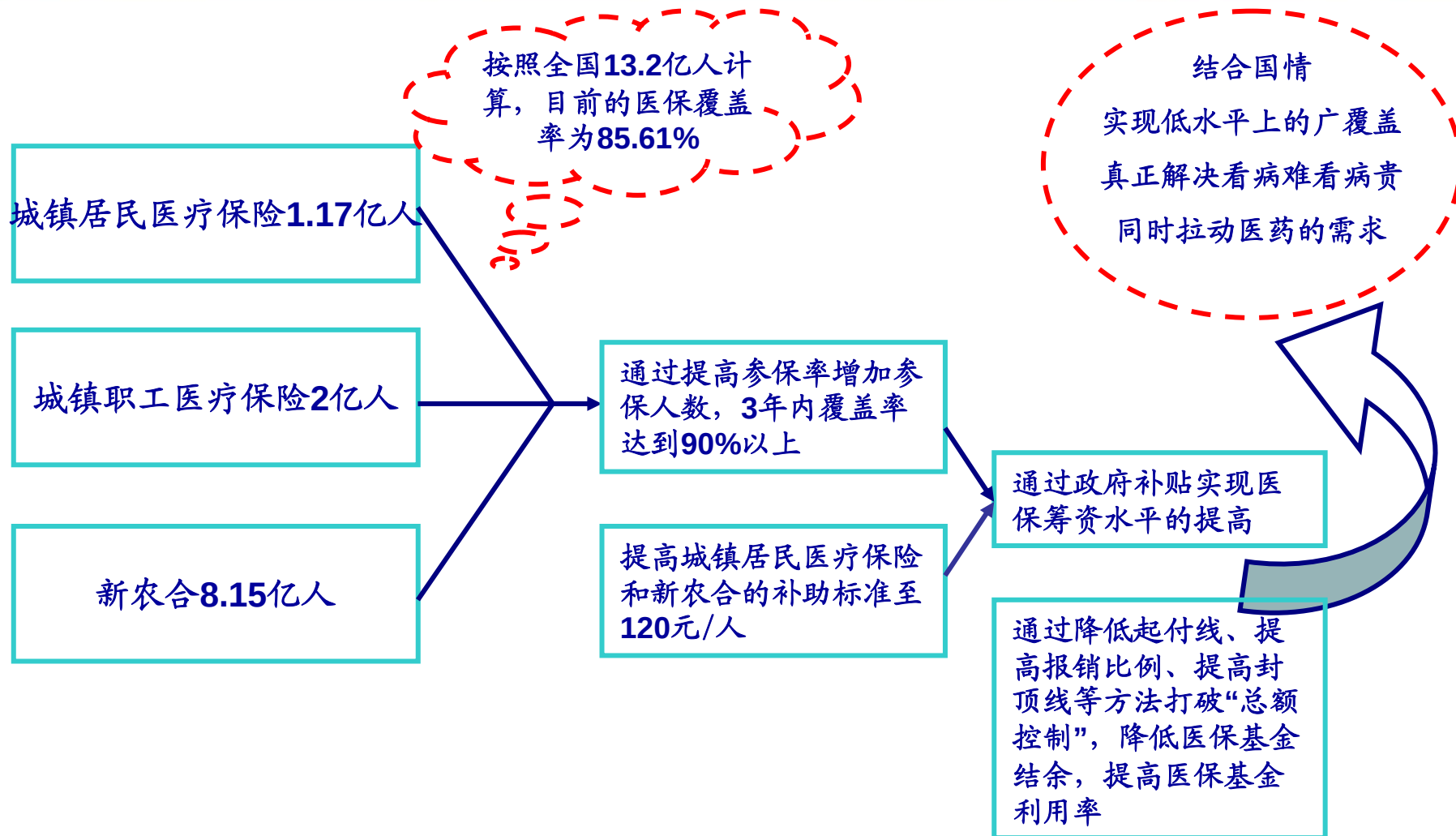
1. 医改对于医药行业的消费拉动不容小视

- 2009年到2011年各级政府支持五项重点医疗卫生改革投入**8500亿元**（不包括优抚对象的医疗补助经费、公费医疗经费、各级卫生行政部门运行经费等）——新中国**60年**最大投入规模
- **8500亿**的来源：中央财政**3318亿元**，地方财政**5182亿元**
- **8500亿**的使用：**2833亿元**补供方（公共卫生、基层医疗卫生机构），**5667亿元**补需方（基本医疗保障、城乡医疗救助体系、困难企业职工城镇医疗参保补贴）

卫生医改投入增长迅速



1. 补需方之重头戏：基本医疗保障支付



1. 补供方之新领域：基本公共卫生服务

- 2009年人均基本公共卫生服务经费标准不低于15元，2009年中央财政104亿已经下达（西部地区、中部地区和东部地区补助比例不同）
- 2011年不低于20元

针对全体人群的公共卫生服务任务	为辖区常住人口建立统一、规范的居民健康档案
	向城乡居民提供健康教育宣传信息和健康教育咨询服务
针对重点人群的公共卫生服务	为0-36个月婴幼儿建立儿童保健手册，开展新生儿访视及儿童保健系统管理
	为孕产妇开展至少5次孕期保健服务和2次产后访视
	对辖区65岁及以上老年人进行健康指导服务
针对疾病预防控制的公共卫生服务	为适龄儿童接种乙肝、卡介苗、脊灰等国家免疫规划疫苗
	及时发现、登记并报告辖区内发现的传染病和疑似病例，参与现场疫点处理，开展传染病防治知识宣传和咨询服务
	对高血压、糖尿病等慢性病高危人群进行指导，对确诊高血压和糖尿病患者进行登记管理，定期进行随访
	对重性精神疾病患者进行登记管理，在专业机构指导下对在家居住的重性精神疾病患者进行治疗随访和康复指导

11月12日卫生部发布
《重性精神疾病管理
治疗工作规范》

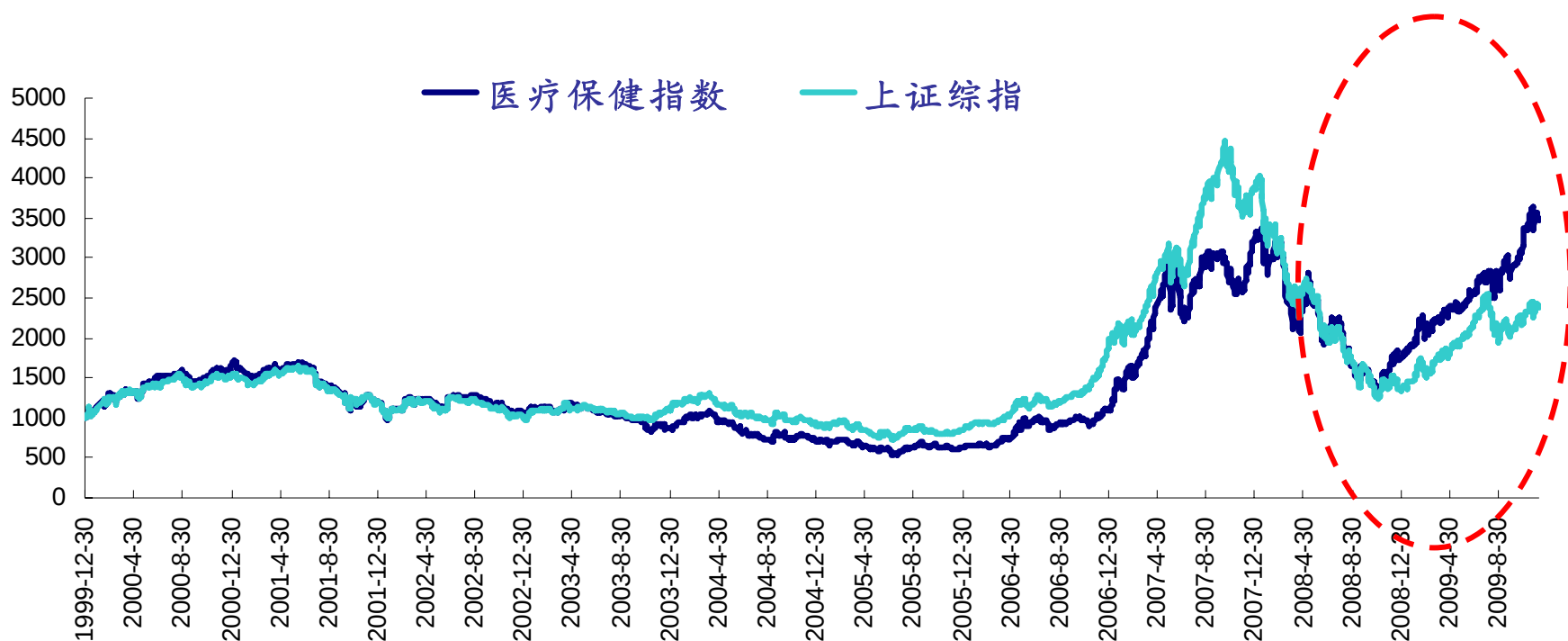
2. 医药股值得中长期持有

医药股值得中长期持有

——年底前尚有政策层出之预期，医药股高市盈率可维持，整体回调压力较小

2. 医药股已创历史新高

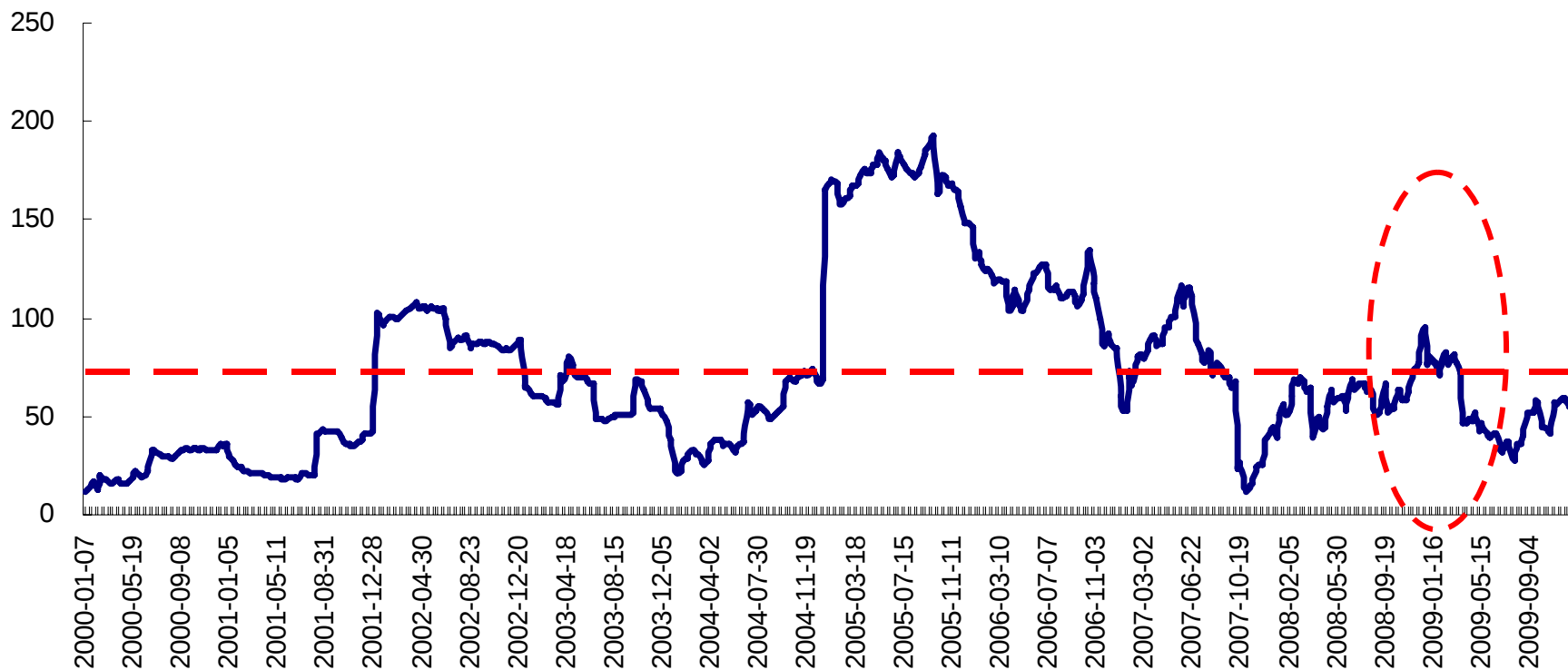
医疗保健指数与上证综指的对比



数据来源: wind, 海通证券研究所

2. 整体溢价率合理偏低

医药股溢价率变化



数据来源: wind, 海通证券研究所

2. 行业政策频出，支持医药维持高溢价率

颁布时间	相关政策
4月6日	《关于深化医药卫生体制改革的意见》
4月7日	《医药卫生体制改革近期重点实施方案（2009-2011）》
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》
6月15日	《关于进一步完善城乡医疗救助制度的意见》
7月2日	《关于巩固和发展新型农村合作医疗制度的意见》
7月7日	《关于促进基本公共卫生服务逐步均等化的意见》
7月22日	《医药卫生体制五项重点改革2009年工作安排》
8月18日	《关于建议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》
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》
10月2日	《改革委关于公布国家基本药物零售指导价格的通知》
11月23日	《改革药品和医疗服务价格形成机制意见》
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）》

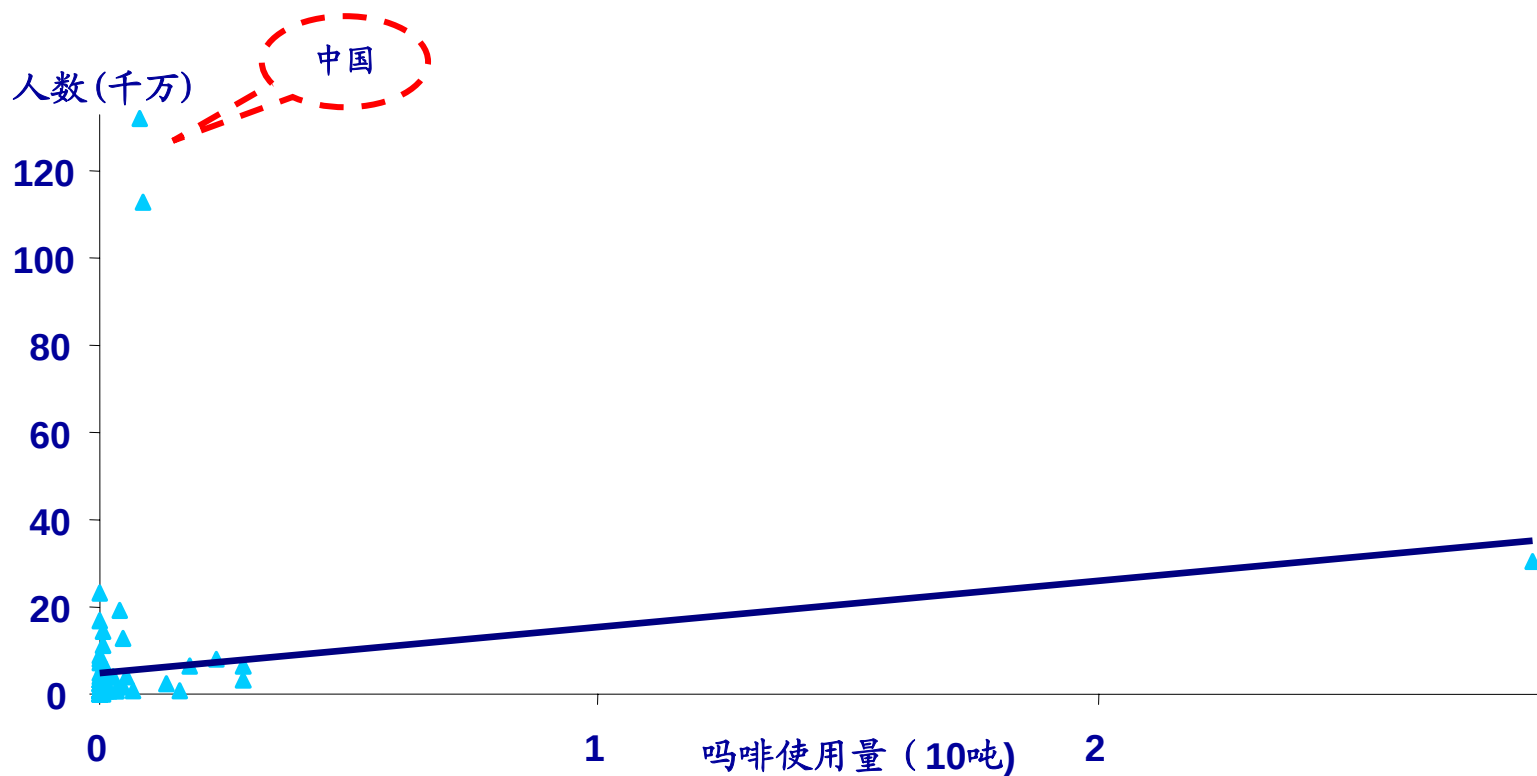
2. 逻辑主线——紧跟政策，行行出牛股

紧跟政策，寻找高市盈率下仍存在的投资机会并中长期持有相应个股

- 受益于外资替代，内需拉动，自身能够不断增长的行业——中枢神经药物行业
- “药食同源，治未病”——中药饮片行业、中成药行业
- 供需变化可能带来投资机会——原料药行业
- 行业大的并购机会——国药系、中生集团、上药系、上海医工院等
- 事件类推动——甲流受益股

3. 中枢神经药物市场空间巨大

2007年全球国家吗啡使用量情况

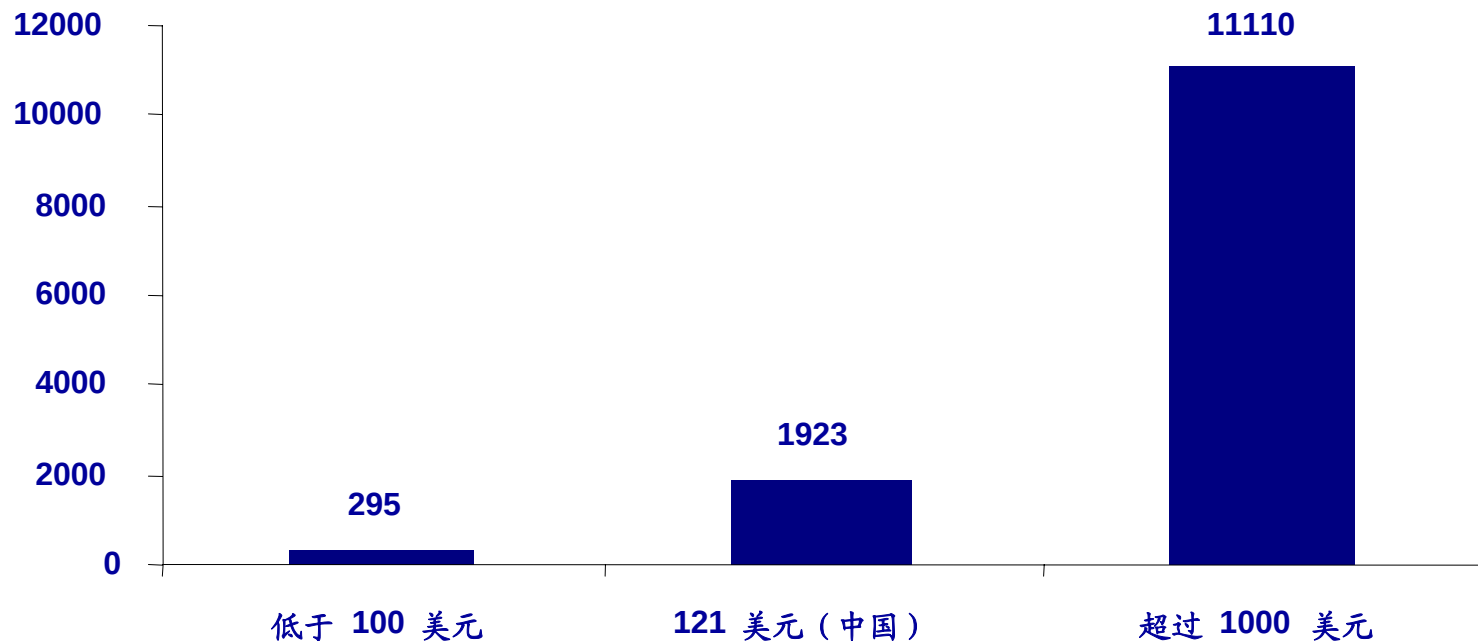


数据来源: WHO, CIA, 海通证券研究所

3. 中枢神经药物市场空间巨大

- 我国人口数量占全球总人口的五分之一
- 手术量占世界手术总量十一分之一

人均医疗费用支出不同的国家手术例数（横坐标：人均医疗费用，纵坐标手术例数）

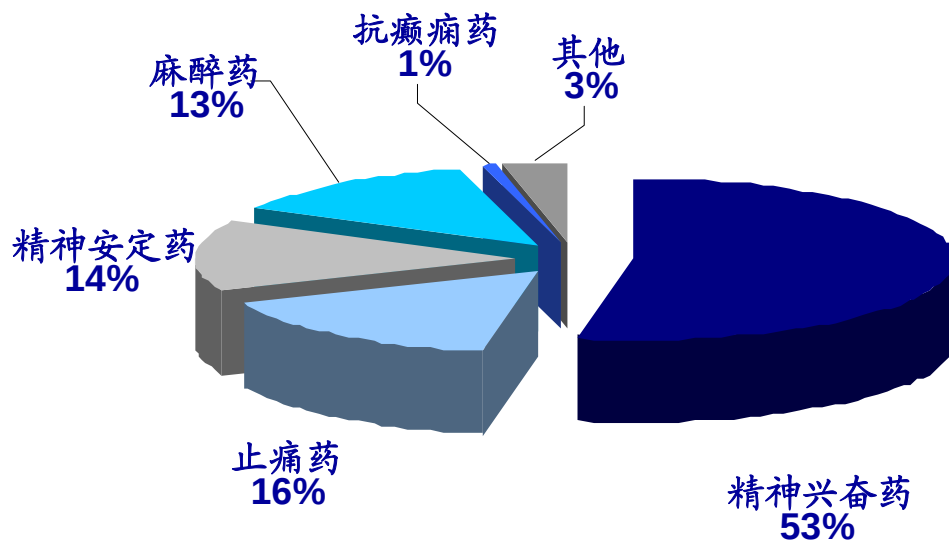


数据来源：柳叶刀，海通证券研究所，采用的人民币兑美元汇率为6.84

3. 自身稳定增长——中枢神经药物行业

- 市场增长潜力巨大
- 国内增长迅速，麻醉药品、疼痛治疗和精神药物是增长的生力军（占据中枢神经用药市场的**95%以上**）

我国中枢神经系统药物收入构成



资料来源：南方医药经济研究所，海通证券研究所

3. 未来三年手术量翻番不是梦想

提升手术量的动力来源

- 经济提升带来的影响——个人保健意识增强，各种疾病就诊率增加导致的相应诊出率增加以及手术量增加
- 医改带来的影响——医疗覆盖面扩大，偏远地区或者低收入人群疾病诊出率提高带来的手术量增加
- 公共卫生服务水平提高带来的影响——65岁以上老人等人群参与免费体检后，诊断出的早期癌症增加，使原先不可手术的患者可以手术治疗
- 疾病谱变化带来的影响——人民生活水平提高带来的癌症（大肠癌）、心血管（冠状动脉病变）等疾病发病率提升
- 特殊类别手术的增加——国家相关法规的逐步推进以及器官捐赠者增加带来的器官移植手术增加，抽脂、隆胸等美容手术需求不断增加带来的手术量增加

3. 手术量增长推动麻醉药物增长

假设按照平均每个全麻手术**3**个小时，各种药物用量都按照最低值来估算
实际每个患者平均一次手术术中使用的药物量分别为(/kg):

- 丙泊酚 (mg) = $2 + 0.6 = 2.6$
- 芬太尼 (ug) = $2 + 2 + 1 * 6 = 10$ (进腹加药未考虑)
- 维库溴铵 (mg) = $0.1 + 0.15 * 4 = 0.7$
- 咪唑安定 (mg) = 0.04
- 异氟烷 (ml, 按照MAC达到1.1-1.5计算约为10ml/h) = 氧流量*挥发罐刻度*3*2 = $10 * 3 = 30$

由于麻醉药物使用量和手术量存在线性关系，手术量增长将有效推动麻醉药物增长，保守估计到乐观估计各大类麻醉药的增长率在**30-100%**间

3. 疼痛治疗、精神药物用量需求增长

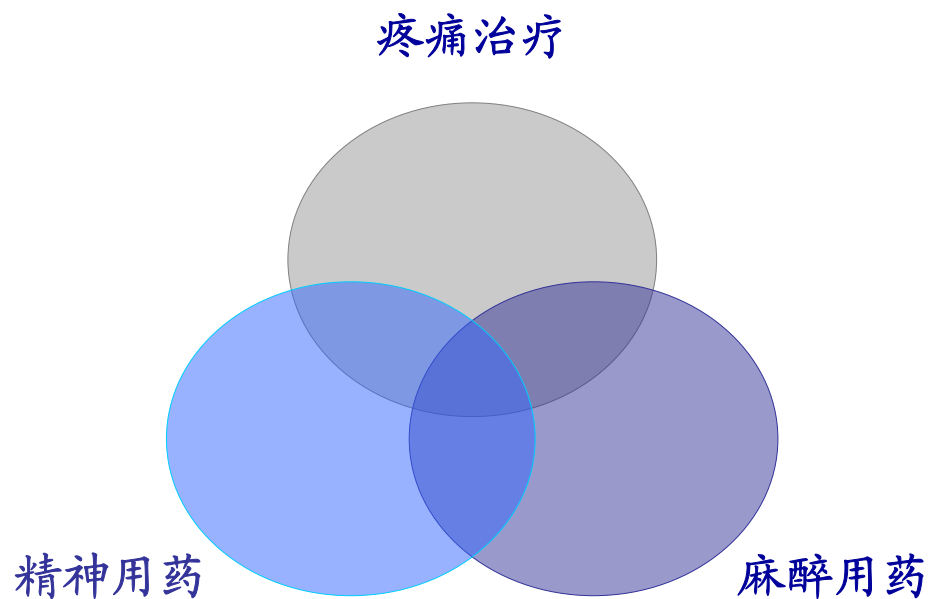
疼痛治疗需求增长

- 我国疼痛治疗逐渐规范化初现雏形，癌痛药物使用量增加
- 术后患者自控镇痛（**PCA—patient controlled analgesia**）应用增加
- **ICU**等其他麻醉镇静止痛需求量增加
- 无痛人流、无痛胃肠镜等手术操作的镇静止痛需求增加

精神药物用量未来将有突破性增长

- 医改进行中，升级医疗保障体系意愿强烈，精神卫生纳入公卫体系，国内精神药物用量未来将有突破性增长

3. 三核驱动，内资企业受益



现有业内内资企业将成为市场扩容的主要受益者

- 进入壁垒高
- 医改趋向于使用廉价药物
- 内资企业竞争力加强有望早日实现进口替代

4. 中药饮片稳定高速增长，康美上调评级至“买入”

中药饮片行业唯一投资标的，内外兼修，多点出击

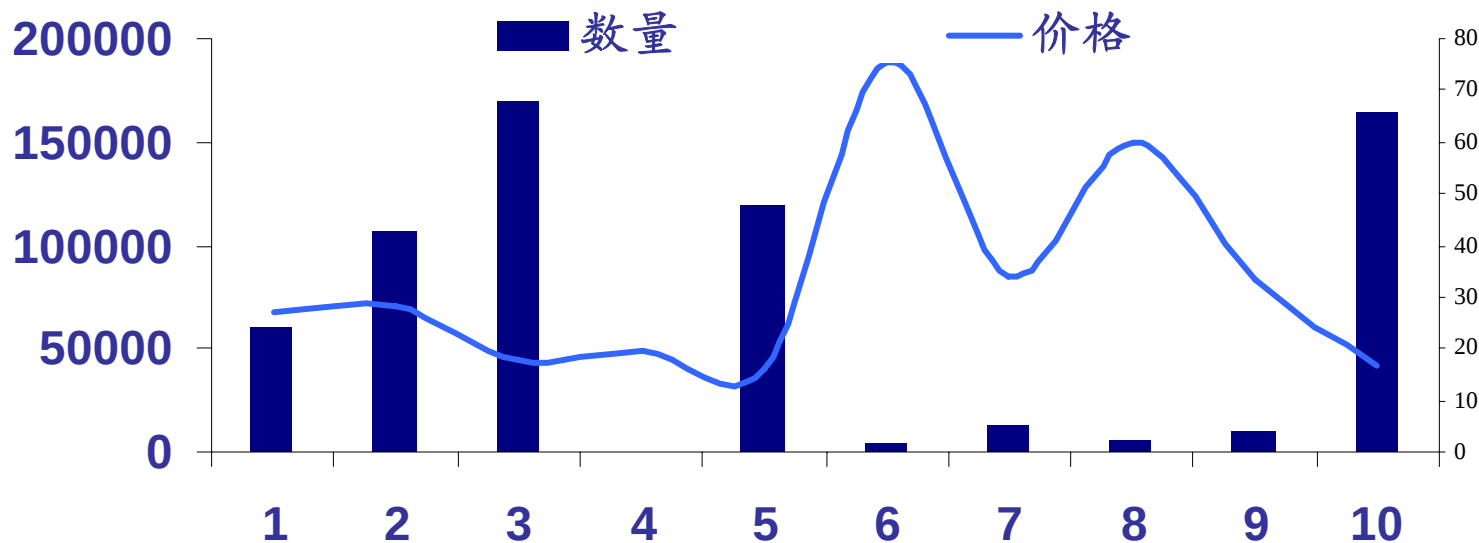
- 看点之一：小包装饮片领军者，市场先入占有率逐步提高
- 看点之二：扩产后解决广东、北京天津两地发展的产能瓶颈
- 看点之三：中药材贸易+快消品和医院经营，实现上下游一体化
加州宝贝+菊黄茶：中药饮片切入快消品的绝佳入口
拥有普宁地区唯一一家“三甲”医院
东北最大人参产业基地
- 看点之四：资金实力雄厚，收购整合预期支持外生性增长

5. 谨慎对待维生素B2，维生素E或有机会

或有机会的原料药行业

- 维生素E市场强势，国产成交188元/kg左右，进口成交195元/kg左右
- 谨慎对待维生素B2

韩国海关维生素B2出口数据（单位：kg、美元）



资料来源：海关，海通证券研究所

6. 医改加速行业内部整合

把握医改下加速的整合机会

医改进展中，国资背景下的医药企业行业内部整合加速

- 国控系：国药股份、一致药业
- 上海医工院：现代制药
- 上实系：上海医药、上实医药、中西药业
- 中生集团：天坛生物

7. 甲流还能持续多久？未来还有X流吗？

- 甲型**H1N1**流感活跃程度在全球范围内尚未达顶峰，但美国和加拿大显现减弱迹象，疫情结束之日初现曙光
- 卫生部通报，流感病例占流感样病例的比例为**50.4%**，甲型**H1N1**流感病例占流感病例的比例为**90.3%**，与上周相比均有下降
- 世卫组织称目前正在着手收集相关数据，为评估甲型**H1N1**流感疫情是否结束做准备，正式评估会议最早**2010**年举行

盈利预测与估值

代码	股票名称	EPS (元)				投资评级	
		2008	2009E	2010E	2011E	上期	本期
600518	康美药业	0.17	0.29	0.40	0.54	增持	买入
600535	天士力	0.52	1.10	1.50	1.90	增持	增持
002287	奇正藏药	0.37	0.36	0.48	0.49	增持	增持
002262	恩华药业	0.40	0.35	0.48	0.60	增持	增持
002030	达安基因	0.19	0.22	0.30	0.45	增持	增持
600849	上海医药	0.14	0.61	0.52	0.65	增持	增持



谢谢!

欢迎交流!

公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；
增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；
中性：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；
减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；
中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；
减持：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。

海通证券研究所医药行业分析师

江维娜

电 话：021-23219610

Email: jiangwn@htsec.com