

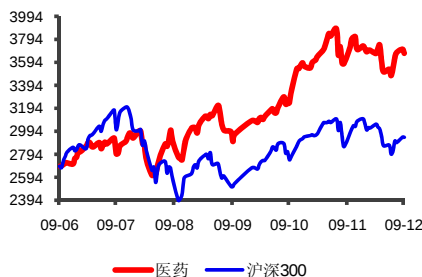


医药研究小组 赵冰
021-53519888-1902
zhaobing@sigchina.com

行业经济数据跟踪 (09 年 1-11 月)

销售收入 (亿元)	7963.7
累计增长	21.29%
利润 (亿元)	808.17
累计增长	25.32%

最近 6 个月行业指数与沪深 300 指数比较



报告编号: ZB10-MIT01

相关报告:

关注政策动向, 多主线把握投资机会

——2010 年 1 月医药行业投资策略

■ 主要观点:

政府财政投入不足将影响基本药物制度实施

据卫生部官员透露, 原定 2009 年底在全国 30% 的政府办城市社区卫生机构和县区基层医疗卫生机构实行基本药物制度, 可能要推迟到明年 3 月份。而政府财政投入不足可能是主要原因。为了平抑药价, 国家采取的措施主要是: 逐步取消医院加成; 压低虚高的零售价同时进一步压缩渠道费用。由于我国医院均为公立, 取消医院的加成意味着加大政府的投入, 因此压缩渠道费用成为首当其冲的选择。

美国医改说明“全民医保”靠政府

通过政府投入, 依靠公立医院作为医疗服务体系的主力是控制医疗成本的有效方法。

制药企业经济效益持续好转

近三年来, 在医药行业毛利率保持稳定的同时, 行业利润率上升较快, 显示医药行业整体运营效率正在提升。未来 3-5 年, 医药行业有望继续效益型增长轨道。

近六个月医药指数跑赢沪深 300 指数 27.16 个百分点

由于前期涨幅过大, 以最近一个月为区间统计, 行业指数与沪深 300 指数变动幅度基本相同。目前, 医药行业相对于沪深 300 的 PE 估值溢价为 75% 左右, 处于历史较高位置。

■ 投资建议:

未来六个月内, 维持医药行业“有吸引力”评级

短期看, 医药行业的估值整体偏高, 但是部分子行业及个股仍存在投资机会, 我们建议多主线把握投资机会, 重点关注:

- 1) 目前处于价格底部而近期产品价格有所上涨的部分原料药个股, 比如, 鑫富药业 (泛酸钙), 广济药业 (核黄素), 健康元 (7-ACA)。
- 2) 基本药物目录扩展版的公布, 重点关注普通版中没有收录的品种, 比如抗癌药物—恒瑞医药, 海正药业, 抗生素—京新药业。
- 3) 年报业绩可能发生转折的个股, 如 ST 生物、ST 天方。

■ 数据预测与估值:

医药行业重点关注股票业绩预测和市盈率

公司名称	股票代码	股价	EPS			PE			PBR	投资评级
			08A	09E	10E	08A	09E	10E		
鑫富药业	002019	16.10	0.22	0.24	0.27	73.18	67.08	59.63	3.93	大势同步
健康元	600380	11.58	-0.02	0.37	0.42	-	43.51	38.33	4.28	跑赢大势
广济药业	000952	14.45	0.35	0.16	0.53	40.82	90.31	27.26	4.71	大势同步
恒瑞医药	600276	51.65	0.82	1.09	1.33	63.17	47.21	38.92	13.27	跑赢大势

资料来源: 上海证券研究所; 股价数据为 2009 年 12 月 30 日收盘价

一、政府财政投入不足将影响基本药物制度实施

12月17日，卫生部药政司基本药物制度处处长谢晓余在北京出席2009中国健康年度总评榜颁奖典礼上透露，按照原计划，卫生部将在2009年底完成全国30%的政府办城市社区卫生机构和县区基层医疗卫生机构实行基本药物制度的任务，但“现在根据政策制定的进展情况，可能要推迟到明年3月份完成”。我们认为，政府财政投入不足将影响基本药物制度的实施。

我国长期实行“以药养医”制度，药品销售是医院盈利的重要手段。根据2005年统计数据，我国药品费用的个人支付比例为52%。基本药物制度正是为了改变这一现状，在政府办基层医疗机构实行“零差率”销售，其他营利性的医疗机构要逐步取消药品加成，而这必然导致医疗机构药品收入减少。在09年4月份公布的《中共中央、国务院关于深化医药卫生体制改革的意见》就明确提出新医改方案推行“政府购买服务”等方式有效促进医疗卫生服务体制机制的转变，这也说明了基本药物制度的实施必须依赖政府增加财政投入。

北京大学光华管理学院经济学教授、药物经济学专家刘国恩质疑：“医院赔本财政来补，但是如果财政补贴不到位，医院和医生就会避免使用这些药品，因为卖这个药赚不到钱。”根据卫生部公布的数据，2006年卫生总费用中，政府预算卫生支出1778.9亿元，占18.1%，其他均为社会和个人支付。而早在1990年，世界银行公布的全世界卫生总费用中政府支出的比例平均达到了60%，发达国家均在80%以上。因此，为了保证基本药物制度的贯彻实施，国家必须加大财政投入。

二、降药价与压缩渠道费用是10年的主旋律

“降低药价”在2010年仍被作为医药改革的重要任务。以我国使用最广泛的中成药为例，中成药通常有三个价格：出厂价、招标价与最高零售价。与企业效益直接相关的是出厂价。出于保护生产企业的盈利能力，从本次卫生部公布的基本药物价目表来看，药品的降价幅度小于预期，“独家”品种的价格甚至还有提价。由于基本药物将在基层医疗机构大面积统一配备使用，中间流通环节被简化，因此绝大多数产品的营销费用可能降低，而出厂价可能并不会受到太大影响。

招标价是市场竞争结果的最直接体现，理论上招标价与最高零售价之间的差价即是医院正常加价15%的部分。由于许多竞争性品种的招标价非常低，因此最高零售价常常成为虚高价。为了平抑药价，国家采取的措施主要是：1）逐步取消医院加成；2）继续压低虚高的零

售价，同时进一步压缩渠道费用。然而“医药不分”是我国医疗体制根深蒂固的毛病，医生一身兼两职，既开方又卖药，医院拿走了药品流通领域大部分收益。由于我国医院均为公立，取消医院的加成意味着加大政府投入，因此压缩渠道费用成为首当其冲的选择。医药商业批发和零售业务将受到制药企业和国家政策的双重挤压，近年来毛利率更是一路下滑。从今年公布的各项医改政策来看，国家对于医药流通体制改革的指导思想是：“对流通环节差价率（额）实行上限控制，扩大规模，降低成本，减少流通费用”；“减少药品流通环节”。我们认为，随着市场放开、药品招标采购和平价药房的出现，一大批小型医药商业公司将因此退出竞争，而区域龙头医药商业企业将能从中获益。

三、美国医改说明“全民医保”靠政府

12月25日，美国参议院通过了医疗改革法案。参议院的医疗改革方案总额达八千七百多亿美元。根据这一议案草案，绝大多数美国人需要购买医疗保险，同时禁止私人保险公司以投保人病史为由拒绝投保。这份美国历史上最全面的医疗改革法案主要内容有三点：全民医保、降低成本、削减赤字。

美国是唯一没有建立全民医保体系的发达国家。而导致这个全世界最发达的国家至今仍维持高投入、低效率的医保体系的主要原因是：1）意识形态，即把“全民医保”等同于社会主义；2）特殊利益集团的阻挠，如商业保险、药品企业和医师协会。诺贝尔经济学奖得主克鲁格曼在《The New York Review of Books》2006年的3月号上发表了题为“The Health Care Crisis and What to Do About It”的文章。文章分析认为，由于美国保险主要是由私人保险机构提供，美国的医疗服务主要是由私人医院提供，增加了成本但是没有增加价值，美国的医疗体系缺乏效率。作者拿美国和加拿大、法国进行比较，说明公共医疗保险比私人医疗保险更有效，由国家统一的支付方式更容易控制医疗费用。

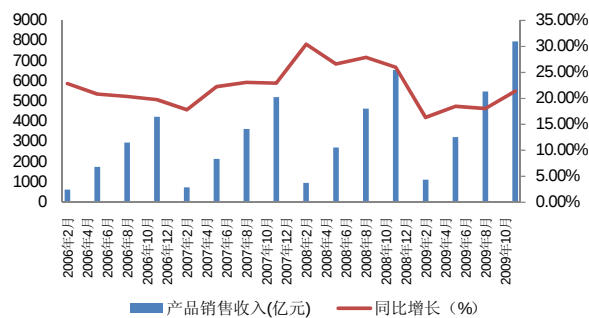
我们认为，通过政府投入，依靠公立医院作为医疗服务体系的主力是控制医疗成本的有效方法。我国一直以来推行的由政府主导的医保制度，以及新医改方案中提出的“政府购买服务”是解决我国医疗卫生难题的正确选择。国家财政对于医疗卫生事业的支持力度将成为医疗改革是否能最终惠及百姓的关键，而我们也将密切关注国家各项政策的出台。

四、医药行业经济数据跟踪

4.1 行业收入、利润稳定增长

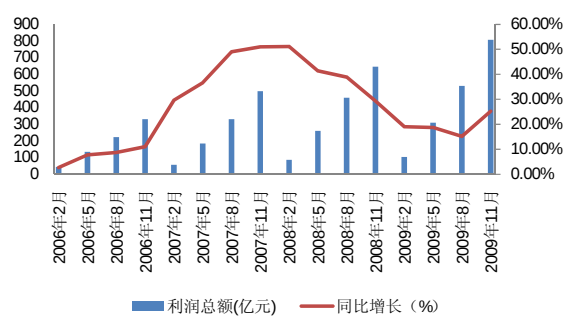
医药行业在经历了 04-06 年三年的政策调控、效益下滑后，从 07 年起开始全面恢复。07、08 年医药行业处于行业高景气度周期，收入与利润增速超过 25%。受 08 年底经济危机的冲击以及 08 年同期高基数的影响，09 年上半年医药行业的收入与利润增速下滑，但行业整体运行依然良好，显示出其稳健增长的特征。09 年一季度，医药行业收入增速首先企稳回升；而 09 年利润增速逐季回落的态势也在 11 月发生转折，09 年 11 月利润增速达到 25.24%，为近半年来首次超过收入增速。我们认为，10 年医药行业能继续维持良好的运行态势，收入、利润将恢复快速增长。

图 1 近年医药行业收入总额与增速



数据来源：国家统计局，上海证券研究所

图 2 近年医药行业利润总额与增速

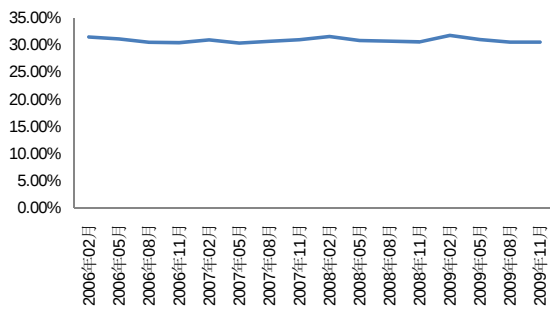


数据来源：国家统计局，上海证券研究所

4.2 企业经济效益持续好转

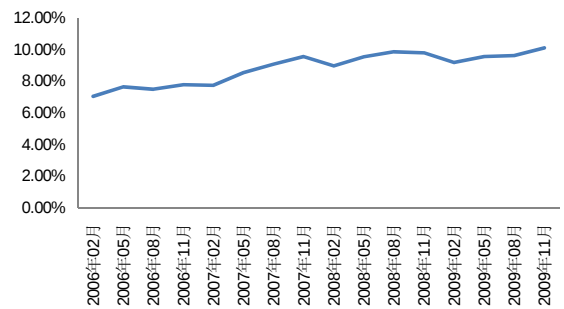
统计数据显示，近三年来，随着医药企业利润逐年快速提高，企业亏损面逐渐减小。近几年，虽然我国原材料、燃料、动力价格指数不断攀升，但是作为下游的医药行业的毛利率维持稳中略升，主要原因是因为产品的刚性需求，使得制药公司能够通过提高产品价格转嫁成本。在医药行业毛利率保持稳定的同时，行业利润率上升较快，显示医药行业整体运营效率正在提升。未来 3-5 年，医药行业有望继续维持效益型增长。

图 3 近年医药企业毛利率变化



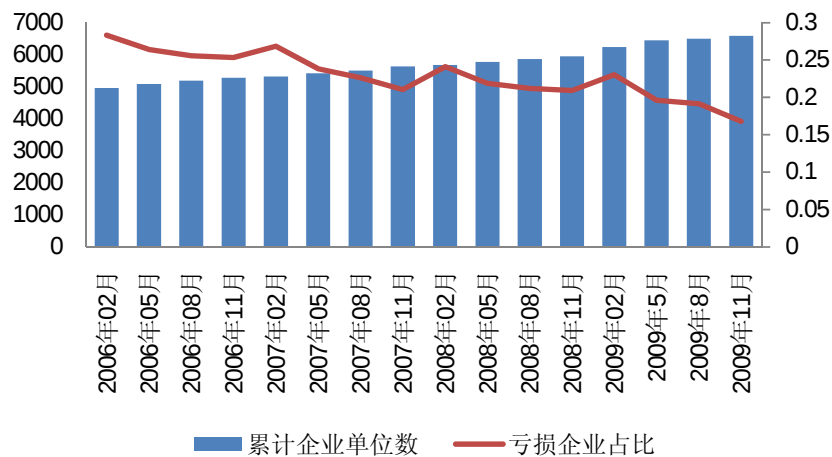
数据来源: Wind, 上海证券研究所

图 4 近年医药企业销售利润率 (%) 变化



数据来源: Wind, 上海证券研究所

图 5 近 3 年医药企业亏损面统计



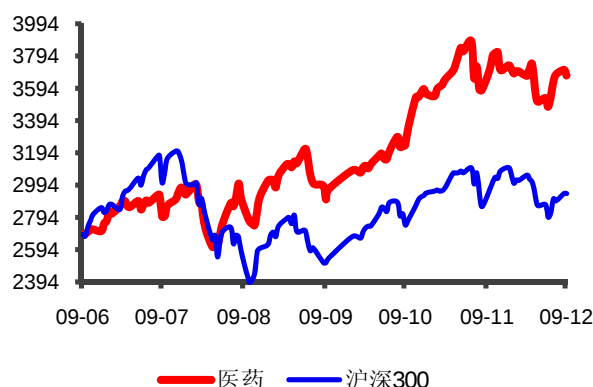
数据来源: Wind, 上海证券研究所

五、12 月医药行业市场表现综述

5.1 近六个月医药指数跑赢沪深 300 指数 27.16 个百分点

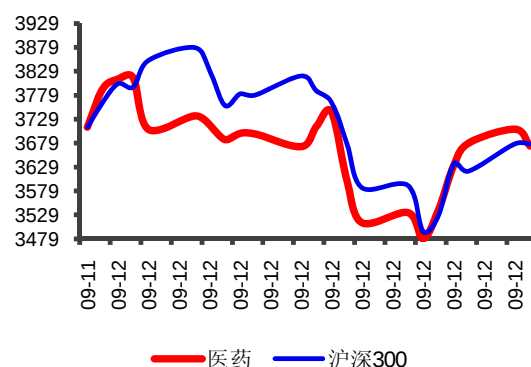
09年下半年A股市场维持震荡整固行情,而医药行业由于其稳定的盈利特性赢得市场的广泛关注。以最近六个月为区间统计,行业指数平均涨幅高于沪深300指数27.16个百分点。然而,由于前期涨幅过大,从09年10月底开始,医药指数也开始随大盘进入横盘整理。以最近一个月为区间统计,行业指数与沪深300指数变动幅度基本相同。

图 6 近 6 个月医药行业指数走势图



数据来源: Wind, 上海证券研究所

图 7 近 1 个月医药行业指数走势图

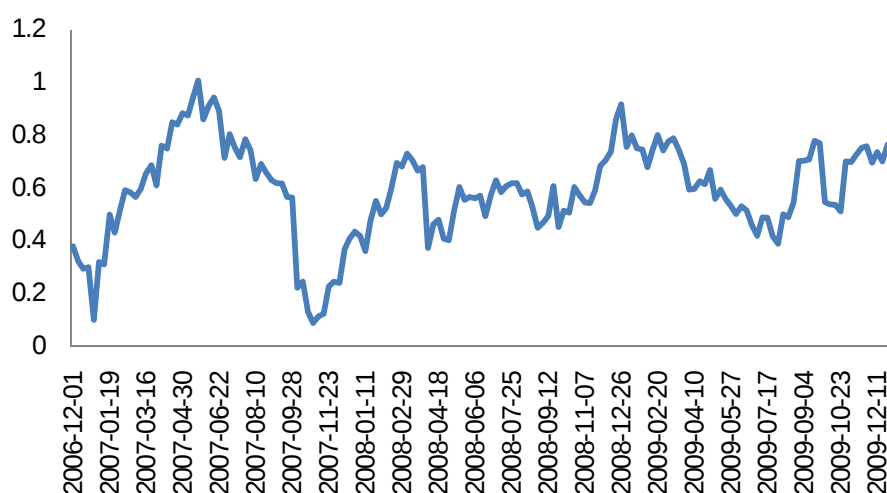


数据来源: Wind, 上海证券研究所

4.2 医药行业的 PE 估值相对沪深 300 溢价处于高位

医药行业的 PE 估值相对于沪深 300 的 PE 估值溢价在 7 月中达到最低值 50% 左右，这一水平也属于近几年的较低水平。随着 8 月后医药行业重获市场认识，行业整体估值水平快速恢复。目前，医药行业相对于沪深 300 的 PE 估值溢价为 75% 左右，处于历史较高位置。由于基本药物目录扩展版等众多利好还有待公布，我们认为，短期内医药行业 PE 估值溢价或能维持目前的高位盘整态势。

图 8 医药行业 PE 估值相对沪深 300 PE 估值溢价率 (%)



数据来源: Wind, 上海证券研究所

六、1 月行业评级、策略及重点股票

6.1 未来六个月内，维持医药行业“有吸引力”评级

近期，由于种种原因，造成了基本药物制度实施进度的延后；以及为了平衡各方利益，原定于 11 月底公布的基本药物目录扩展版至今杳无音讯。我们认为，这些不利因素短期内会对医药企业的估值产生压力，但是从长远看，人口自然增长、人口结构老龄化、居民医疗保健支出的提高、农村医药市场开发等因素将继续推动国内医药市场快速增长。日前，国家发改委、卫生部和人保部联合发布的《改革药品和医疗服务价格形成机制的意见》，坚持了国家对药品和医疗服务价格管理的一贯政策。我们注意到，2003 年至 2008 年的 6 年间，全国财政医疗卫生支出年均增长 27.74%，大大高于同期财政支出的增长幅度。截至到 10 月份，全国医疗卫生财政支出 2188 亿元，同比增长 26.80%。加大政府在卫生医疗事业上的投资成为了全社会上下一致的共识。因此，我们继续维持医药行业“有吸引力”评级。

6.2 建议多主线关注投资机会

短期看，虽然医药行业的整体估值较高，但是部分子行业及个股仍存在投资机会，我们建议多主线把握投资机会，重点关注：

- 1) 目前处于价格底部而近期产品价格有所上涨的部分原料药个股，比如，鑫富药业(泛酸钙)，广济药业(核黄素)，健康元(7-ACA)。
- 2) 基本药物目录扩展版的公布，重点关注普通版中没有收录的品种，比如抗癌药物—恒瑞医药，海正药业，抗生素—京新药业。
- 3) 年报业绩可能发生转折的个股，如ST生物、ST天方。

七、风险提示

- 1、由于基本药物制度的实施有赖政府的投资，中央和地方将会为基本药物的采购多大的单有待观察，相关上市公司的盈利还存在很大的不确定性。
- 2、由于海外需求的完全恢复还需时日，与出口形势密切相关的医药上市公司的盈利还存在很大的不确定性。
- 3、医药产品的价格存在下降空间，将会影响相关企业的盈利。

附表 1 医药行业重点股票业绩预测和投资评级表

公司名称	股票代码	股价	EPS			PE			PBR	投资评级
			08A	09E	10E	08A	09E	10E		
马应龙	600993	38.32	0.87	1.13	1.04	44.05	33.91	36.85	6.85	跑赢大市
云南白药	000538	60.50	0.96	1.11	1.50	63.02	54.50	40.33	9.54	跑赢大市
片仔癀	600436	39.59	1.01	0.83	0.93	39.20	47.70	42.57	7.09	跑赢大市
仁和药业	000650	20.60	0.32	0.52	0.70	64.38	39.39	29.48	7.34	跑赢大市
康缘药业	600557	21.19	0.53	0.55	0.69	39.98	38.62	30.68	6.56	大市同步
三九医药	000999	20.15	0.51	0.66	0.83	39.51	30.40	24.18	5.66	跑赢大市
天士力	600535	22.59	0.52	0.66	0.83	43.44	34.04	27.29	5.68	跑赢大市
同仁堂	600085	21.08	0.50	0.61	0.71	42.41	34.59	29.58	3.68	大市同步
江中药业	600750	23.01	0.44	0.58	0.73	52.30	39.67	31.52	7.29	跑赢大市
康美药业	600518	10.58	0.39	0.29	0.39	27.48	36.71	26.91	4.40	跑赢大市
健康元	600380	11.58	-0.02	0.30	0.25	亏损	38.60	46.32	4.28	大市同步
昆明制药	600422	10.96	0.10	0.18	0.29	107.24	60.89	37.79	5.32	跑赢大市
金陵药业	000919	12.24	0.16	0.41	0.47	74.68	29.58	25.92	3.48	跑赢大市
天坛生物	600161	27.21	0.27	0.21	0.57	100.78	129.57	47.74	18.32	跑赢大市
科华生物	002022	22.03	0.53	0.48	0.56	41.57	45.90	39.34	12.67	跑赢大市
达安基因	002030	16.41	0.19	0.21	0.27	86.37	79.78	61.90	11.08	大市同步
海王生物	000078	17.38	0.04	0.10	0.15	467.20	173.80	115.87	16.62	跑赢大市
通化东宝	600867	13.14	0.13	0.31	0.47	101.08	42.39	27.96	4.06	大市同步
东北制药	000597	26.32	1.16	1.66	1.90	22.69	15.83	13.88	4.45	跑赢大市
哈药股份	600664	18.41	0.69	0.78	0.90	26.52	23.58	20.35	3.96	大市同步
恒瑞医药	600276	51.65	0.82	1.18	1.40	63.17	43.77	36.89	13.27	跑赢大市
双鹤药业	600062	23.75	0.82	0.83	1.00	29.00	28.61	23.75	4.03	跑赢大市
鑫富药业	002019	16.10	0.22	0.23	0.24	73.18	70.00	67.08	3.93	跑赢大市
华北制药	600812	11.80	0.26	-0.01	0.39	45.04	-914.73	30.62	19.45	跑赢大市
华东医药	000963	18.20	0.38	0.59	0.77	47.89	30.86	23.79	8.30	跑赢大市

资料来源：上海证券研究所整理；股价数据为 2009 年 12 月 30 日收盘价

分析师承诺

分析师 郭昌盛, 赵冰

本人以勤勉尽责的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外, 本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级:

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及(或)估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级:

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及(或)估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好, 行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定, 行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
谨慎	Cautious	行业基本面看淡, 行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明:

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准, 投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告, 以获取比较完整的观点与信息, 投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下, 我公司或其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, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送, 版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权, 任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。