

跟随大市

医改扩容 有大蛋糕

——医药行业 2010 年投资策略报告——

研究员

胡海浪

电话: 023-63812537

邮箱: hhl@swsc.com.cn

09 年初以来行业表现比较



09 年初以来推荐股表现比较



内容摘要:

- 行业防御属性依然 但对重大卫生事件和国家政策比较敏感。我们认为 09 年出台的新医改,对医药产业长久的实质性利好,随着政府“买单”的力度加大,将使得医药行业更加不受宏观经济影响,走出较独立的业绩。
- 持续保持 25%收入增长 化学原料药受经济背景较大。医药产业持续向好发展,为发展相对初期的中药饮片、卫生材料、医疗器械这些小的子行业提供了较好业绩的前提,化学原料药受出口影响大,行业出口量大幅下降,使得成为表现最逊的子行业,但随着外部经济环境的改善,行业明年获得反弹机会。
- 基本药物制度客观上推动国内仿制药物市场发展和低端普药产业的整合。进入首版基本药物目录的化学药和生物药基本为低端的仿制药,生产厂家众多,竞争激烈。出于药品费用控制考虑,政府鼓励使用廉价制药。在推进过程中,区域或本省的大型普药企业占有率将扩大,所在地的市场份额将更加牢固。小型企业因为本身的生产能力无法达到单个省市的需求,将会在招标中出局,产能将逐步集中,低端西成药领域首先将面临区域面上的整合。
- 专科药发展遇良机。现有基本药物的推广使用比较明确的是深度打开县级及县级以下市场,这为诸多主要停留在三甲及地市级医疗市场的专科制药企业敞开了广阔的渠道。
- 具有新产品推出的企业 值得持续关注。新医改普药基本实行降价导向,但鼓励创新。因此,具新产品推出的企业,在医改环境中具有独特的价值。

重点公司盈利预测与估值

代码	名称	评级	EPS			PE			目标价格
			2009	2010	2011	2009	2010	2011	
600129	太极集团	买入	0.121	0.177	0.196	104.04	70.96	64.09	13.50
002004	华邦制药	增持	0.94	1.10	1.268	37.64	33.24	27.41	45.00

目 录

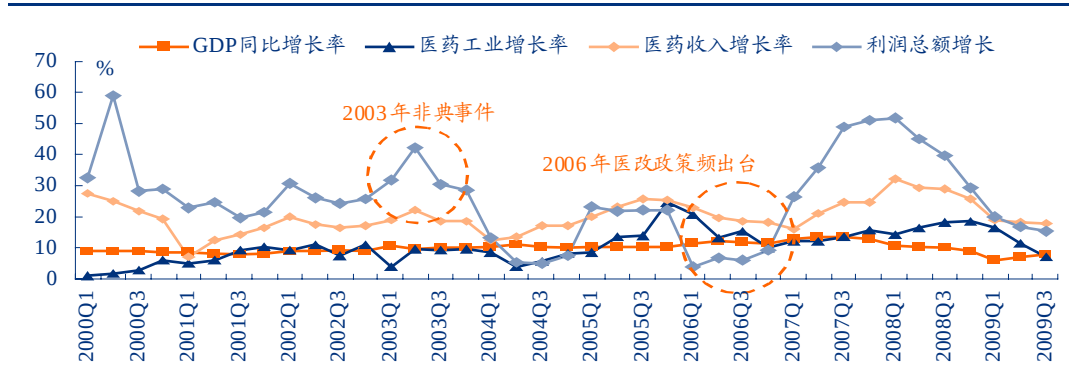
1. 行业运行情况.....	1
1.1 防御属性或更突出.....	1
1.2 收入增长恢复上升通道.....	1
1.3 原料药量价齐跌 明年或迎来反弹.....	3
1.4 基本药物目录 再推中药发展.....	3
2. 市场运行情况.....	4
3. 新医改有“大蛋糕”	5
3.1 改革首先带来的是市场扩容.....	6
3.2 基本药物推动行业变迁.....	7
4. 投资策略.....	8
太极集团（600129）.....	10
华邦制药（002004）.....	11
插图目录.....	13
表格目录.....	13

1. 行业运行情况

1.1 防御属性或更突出

医药行业防守属性亦然，但是对重大卫生事件和国家政策比较敏感。图 1 中我们对比了 2000 年以来医药工业总产值增速与 GDP 增速，从比较情况看医药工业运行与宏观经济没有明显相关性。同时比较收入增速，可以发现，行业的收入利润跟 GDP 的相关性也是很小的。但是医药制造业利润受重大卫生事件和国家政策影响非常显著。从图中可以看出，2003 年上半年由于“非典事件”，医药制药业利润增长较快，2006 年配合新医改国家对行业调控政策频繁出台，造成整个制造业利润陷入低谷。2009 年，甲流疫情蔓延和新医改的出台，但“甲流”不可与“非典”事件比拟，主要受益在个别企业上，但新医改明确表示加大政府“买单”力度，将使国内医药行业更加不受宏观经济影响，走出较独立的业绩。

图 1：医药工业运行与 GDP 增长比较

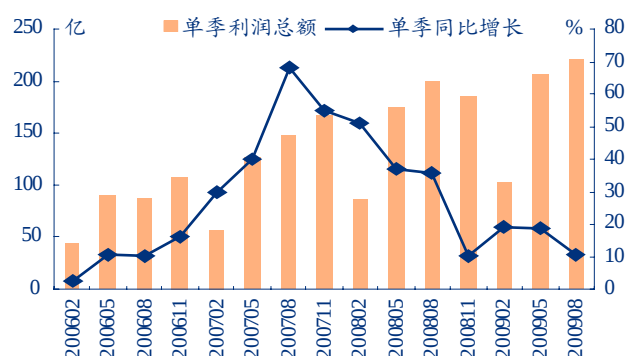


数据来源：CEIC，西南证券研发中心

1.2 收入增长恢复上升通道

2009 年行业效益恢复上行。2008 年受到全球经济危机的影响，并且由于 07 年行业收益中含有较多的投资收益，医药产业同比增速放缓，2009 年整个行业再次回复上行。我们以季度为单位进行了对比，显示行业利润总额增速 2007 年出现历史高峰，投资收益的巨量消减使得 2008 年同比一直呈下降趋势。09 年行业恢复正常运行轨道，三个季度同比增长均在 10% 以上，显示良好的运行趋势。

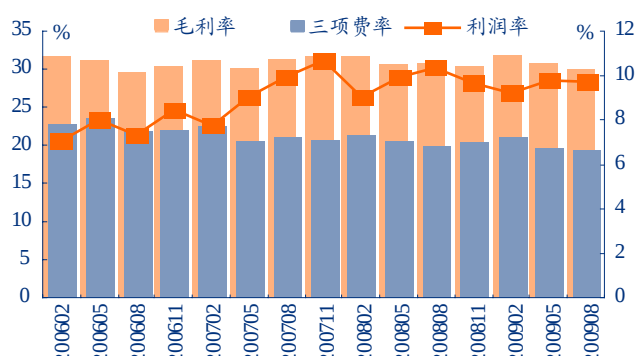
图 2：医药制造业季度收入和利润总额变化趋势



数据来源：WIND 资讯，西南证券研发中心

经过多年的行业治理改善，企业管理能继续提升，三项费率递减，企业利润率呈上升趋势，盈利能力的增强，使得同比企业净资产保持上行趋势。

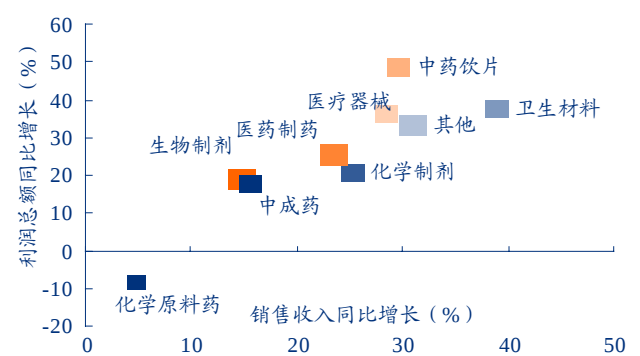
图 3：医药制造业盈利能力变动趋势



数据来源：WIND 资讯，西南证券研发中心

从子行业的运行看，中药饮片、卫生材料、医疗企业等几个小行业非常活跃，其收入增速和利润增速都超过整个制造业。化学制剂收入增速虽然超越行业平均水平，但是利润增速低于平均速度。传统主要行业中，化学制剂、中成药、生物制品与行业整体基本一致。化学原料药两项指标均远低于行业水平。

图 5：医药制造业各子行业运行情况



数据来源：CEIC，西南证券研发中心

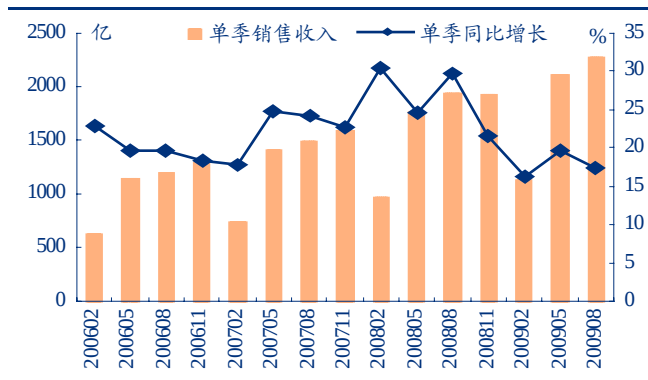
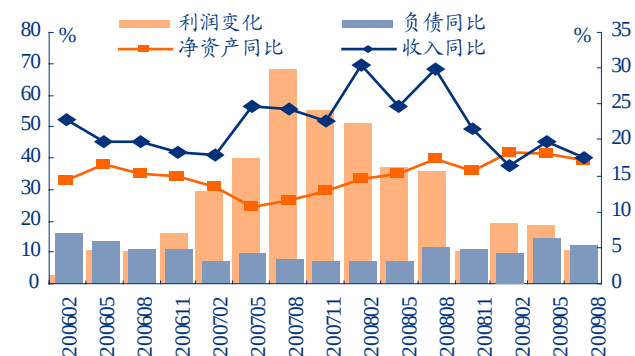


图 4：医药制造业净资产变化趋势

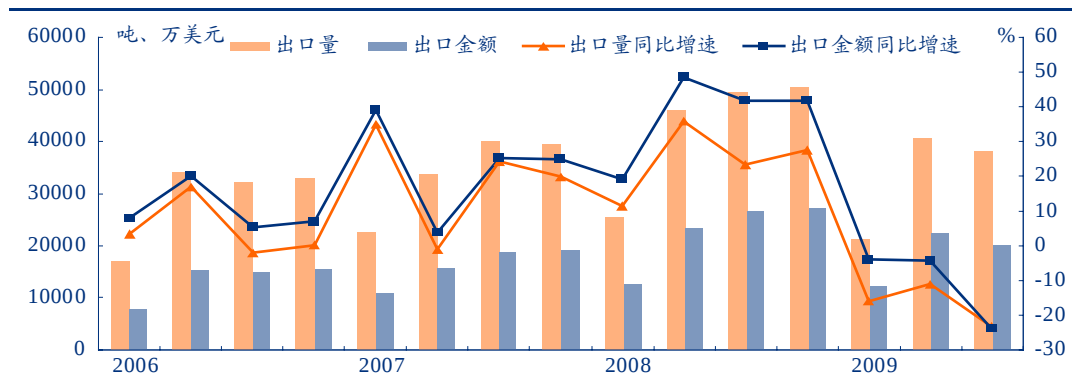


	毛利率			三项费用率 (%)		
	2008	2009	增减	2008	2009	增减
医药制药	26.98	27.16	0.18	16.85	16.07	-0.78
原料药	21.31	21.19	-0.12	11.43	12.46	1.03
化学制剂	39.40	37.55	-1.85	28.64	26.66	-1.98
生物制剂	28.98	30.86	1.88	16.59	15.68	-0.91
卫生材料	22.04	22.14	0.11	13.17	11.90	-1.28
中成药	37.10	36.89	-0.21	26.51	25.78	-0.73
中药饮片	19.28	21.01	1.73	11.71	10.88	-0.83
其他	23.53	22.95	-0.57	12.69	11.44	-1.25
医疗器械	24.21	24.70	0.49	14.04	13.76	-0.28

1.3 原料药量价齐跌 明年或迎来反弹

我国是全球最大的原料药生产国和出口国，受外部经济因素较为明显。利润收入和销售收入同比出现负增长，均超过 20% 的跌幅。维生素 E、维生素 A 以及维生素 H 等大宗原料药产品价格在上半年尚维持较高的水平，而三季度价格下跌较快，四季度可能出现进一步下跌而进入谷地，明年有望迎来一定的反弹。

图 6：化学原料药行业运行情况

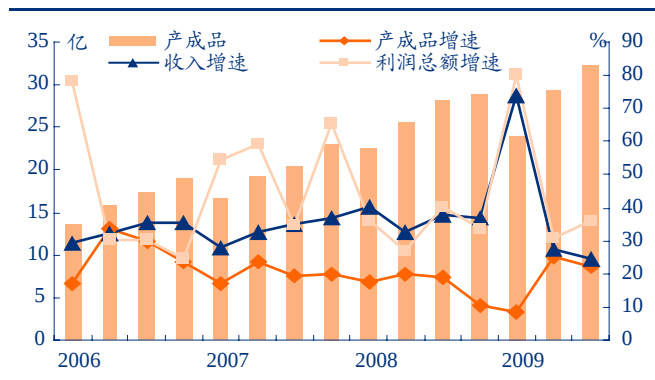


数据来源：CEIC，西南证券研发中心

1.4 基本药物目录 再推中药发展

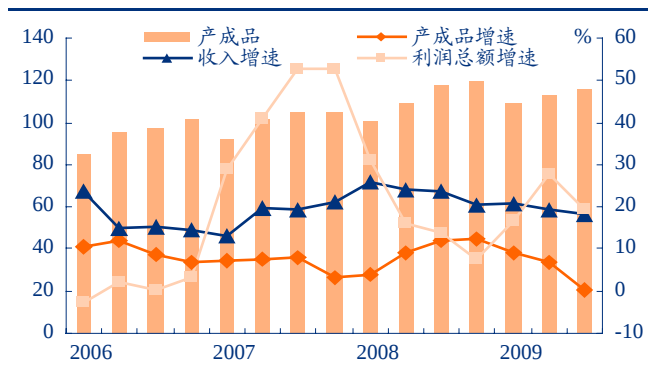
2009 年 1-8 月中成药收入增长 15.46%，低于行业整体 8 个百分点，利润总额增速 17.76%。低于行业整体也在 8 个百分点左右；中药饮片收入增长 29.91%，利润总额增速为 48.85%，高于 6 个和 23 个百分点。在几经修改的基本药物目录（基层版）中，中药品种占到 33%，并且在制定的基本药物目录价格中降价数量较少，幅度较低，并有多家独家品种。中药的发展为中药“原料”——中药饮片提供了更多的发展空间，虽然行业散乱，处于发展初期，但具有品牌的规模企业亦诞生（如：康美药业），助推行业的生产及用药标准上升到新的台阶。

图 7：中药饮片行业运行情况



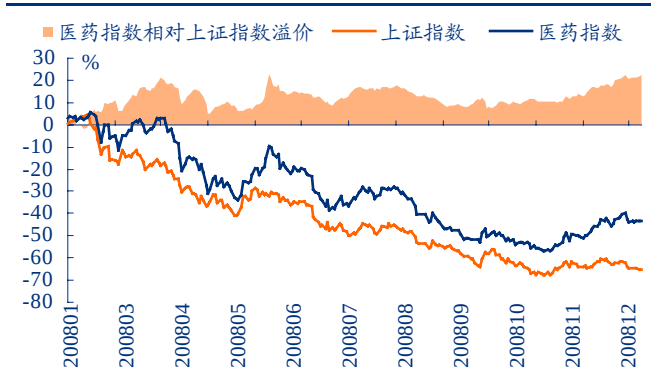
数据来源：WIND 资讯，西南证券研发中心

图 8：中成药行业运行情况



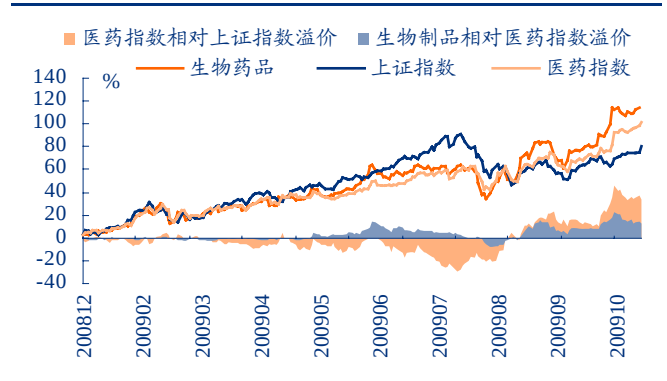
2. 市场运行情况

图 9：2008 年医药板块与市场运行对比



数据来源：WIND 资讯，西南证券研发中心

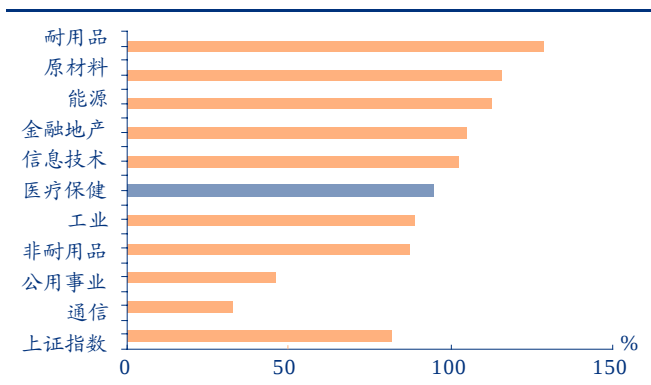
图 10：2009 年医药、生物制品板块与市场运行对比



在 08 年市场整体低迷的情况下，医药板块体现了其防守属性，表现好于大盘。09 年后半部分，在“疫情”事件推动和医改预期双重利好的情况下，医药板块整体表现再次好于大盘。

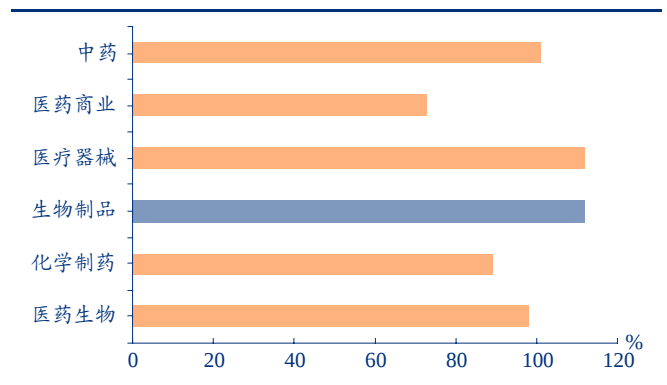
截至 11 月 15 日，医药板块整体涨幅达 101%，而同期上证指数涨幅为 79.8%。板块超涨的原因主要是 5 月份以来流感疫情的爆发和新医改实施方案的出台。新医改的影响尚有很多的不确定性因素，因此，流感疫情的推动是最主要的。从子行业的运行中也能看出，生物制品整体超涨，带动了整个板块。

图 11：行业指数与上证指数涨幅对比



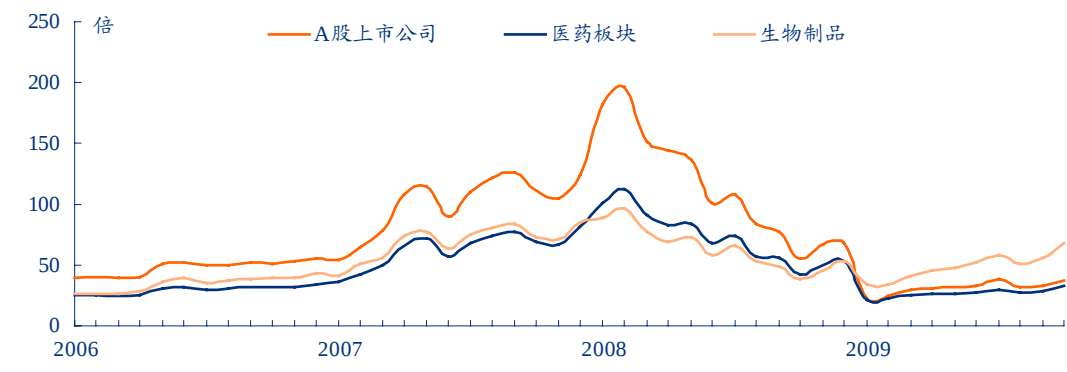
数据来源：WIND 资讯，西南证券研发中心

图 12：医药子行业涨幅对比



重大医疗卫生事件和国家政策对医药板块冲击是明显的。2009 年上半年主要随市场大势上涨，前 5 个月整体涨幅 34%，同期上证指数涨幅有 44%。而在 5 月份之后，流感疫情爆发推动了医药板块的加速增长，从 6 月到 11 月 15 日，涨幅超过 66%，而同期上证指数涨幅为 30%。目前医药板块整体市盈率按照 09 前三季度业绩估算为 33 倍左右，个股普遍达到 30-45 倍之间。其中生物制品由于涉及疫情概念，涨幅最高，但高 PE 估值主要体现在如科华生物、海王生物、天坛生物、达安基因，这些涉及疫苗制造的企业，其他生物制品企业估值仍在 30-45 倍之间。

图 13: 医药板块、生物制品和 A 股上市公司当年年报 PE 比较 (剔除负值)



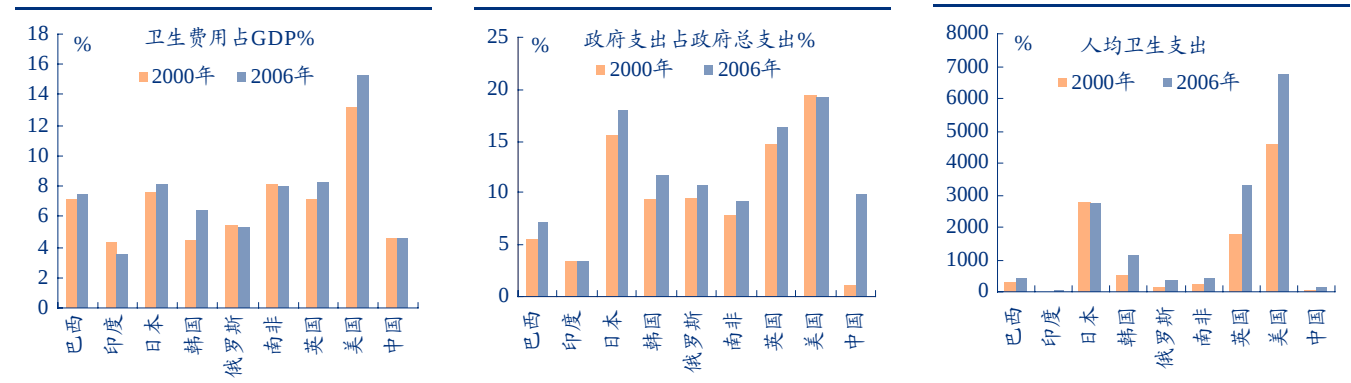
数据来源: WIND 资讯, 西南证券研发中心

2010 仍然是防御为主, 持有医改受益的低估值品种。相对刚性的需求仍然是医药非周期性运转的主导, 骤然新医改的推进, 也不会使行业在短时间内出现爆发式的增长。在没有特殊重大卫生事件的前提下, 如果其他周期性行业恢复上升, 医药板块将弱于大势。但是特殊的背景下, 医药板块又具备相当的成长性, 医改短期对个别企业会有较明显的影响, 这些企业在 2010-2011 年也将交出相应的成绩单。具有独家生产或占绝对优势地位, 同时该产品在公司药品销售中占主导地位的低估值企业, 理应是长期持有的品种。

3. 新医改有“大蛋糕”

推动未来医药行业发展的最主要因素, 莫过于新的医疗卫生体制改革政策的出台。在实施方案出台之前, 从 05 年启动开始, 有关政府机构出台了相当多的政策, 在医疗服务和医药生产领域进行了大量的试点, 对医药行业发展起到了深远的影响。以非市场化的手段进行改革, 对行业的整顿必将打破前期大量低水平仿制、灰色销售等发展路径依赖。引入优胜劣汰, 促进行业整合, 真正实现整个行业的长期可持续发展。

图 14: 中国医疗卫生费用投入与各国比较



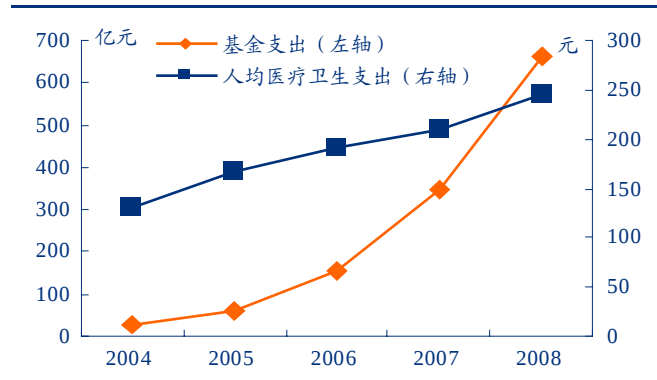
数据来源: 卫生部, 西南证券研发中心

我国卫生医疗投入、支出等费用水平低，加大投入是首要前提。2006 年全球发达国家医疗卫生支出占 GDP 得比例普遍在 8~10%之间，发展中国家的支出比例在 6%以下，这是跟经济发展阶段有关。卫生部统计数字显示，2008 年我国医疗卫生投入占 GDP 比重为 4.55%，处于低收入和中低收入群体水平，与全球 8.4%的水平比有不小差距。人均医疗费用只有 100 美元左右，与中低收入国家水平相当，远远低于全球水平。GDP 的持续快速增长和低水平的医疗卫生投入比例不相称。因此，加大投入，扩大覆盖率便是新医改 2009-2011 年实施的头一目标。财政部资料显示，09 年中央医疗卫生预算开支较 08 年执行数增加了 38.2%。

3.1 改革首先带来的是市场扩容

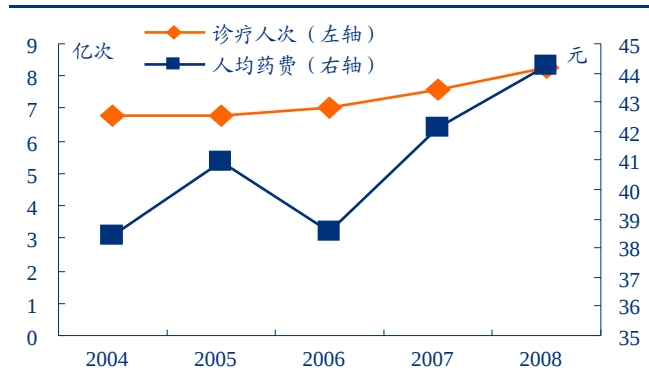
2009-2011 首先是加大基层医疗卫生体系的建设，压抑的医疗消费将得到释放。回顾新农合，根据卫生部的数据，截止 2008 年，新农合参合率 91.53%，参合人数达 8.15 亿。参合率和参合人数从 2006 年开始上升较快，这与政府当年频繁推出医改系列政策有关，2006 年-2008 年参合率分别为 80.66%、86.20%和 91.53%。参合率的上升，扩大了医疗市场的消费。从图 14 和图 15 我们可以看出，农村人均医疗卫生支出从 2004 年开始走势趋缓。从 2003 年开始的新农合补助情况是：中央财政对中西部地区除市区以外的参加新型合作医疗的农民每年按人均 10 元安排合作医疗补助资金，地方财政对参加新型合作医疗的农民补助每年不低于人均 10 元。虽然补助标准低，但是由于覆盖广，随着参合率的快速上升和新农合基金的加大投入，人均医药费用和诊疗人次变化增长较为明显。

图 15：2004-2008 年新农合投入和人均支出变化趋势



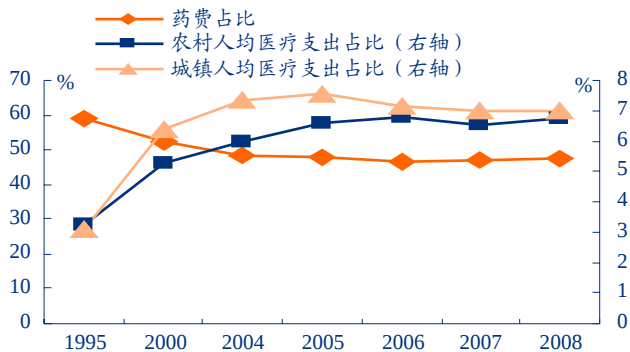
数据来源：卫生部，西南证券研发中心

图 16：2004-2008 年农村药费、诊疗人次变化趋势



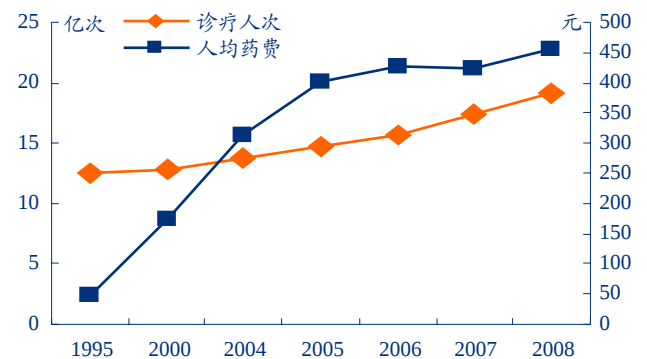
不包括 OTC 药品的消费，医疗机构市场的药品消费与诊疗人次和人均药费有正向关系。2009-2011 加大基层医疗体系的建设，将激活中低端消费潜能，释放被长期压抑的医疗服务需求，医疗人次有望加速增长，同时人均费用由于补偿水平提高而受到控制。

图 17: 农村与城镇医疗支出及药费占比变化趋势



数据来源: 卫生部, 西南证券研发中心

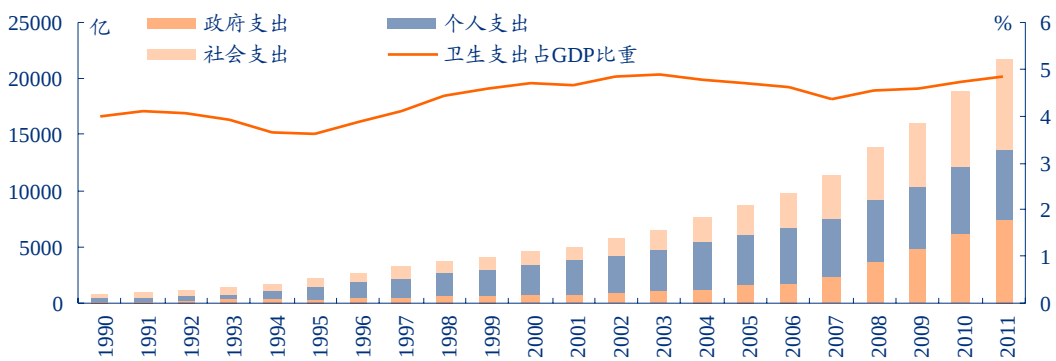
图 18: 诊疗人次与人均药费变化趋势



因此, 2009-2011 年医疗改革的首要目标, 就是在原有的增长比例上, 再增量投入来扩大覆盖 (8500 亿的增量预算)。增幅的加大投入对社会具有带动作用, 预计到 2011 年医疗卫生支出复合增速 19% 左右, 占 GDP 比例将逐步提升。同时, 政府支出在医疗卫生费用中的比例从 2008 年的 27% 提升到 34%, 个人支出比例从 45% 降低到 29%。2011 年医疗卫生投入将比 2008 年增长 1.5 倍, 总支出水平超过 2.2 万亿元左右。

压制的需求将由政府不断地投入而加速释放, 给医疗卫生市场带来大扩容的机会。如同美国 60 年代和 70 年医改时的情况类似, 是增长最快的时期, 各个环节都迎来新的发展机遇。

图 19: 医疗卫生费用投入占 GDP 比重



数据来源: 卫生部, 西南证券研发中心

3.2 基本药物推动行业变迁

基本药物制度是国家为了保障老百姓基本用药重点推进的四项新医改任务之一。第一批基本药物目录基层版已于 8 月 18 日出台, 包括 307 种, 主要面向社区中心和农村基层医疗机构, 实施“定向生产、统一招标、统一配送”, 在医疗机构环节实行“零差价”销售。基本药物目录制度的建立是要对药品的生产、配送、储备、定价、支付手段、使用, 实行政治化的强制干预。可以想象, 基本药物制度出台和后续实施细则的出台, 对制药及流通企业有直接的影响:

1、在“医药卫生体制改革近期重点实施方案”中明确指出, 以省为单位实行统一招标, 选择有能力的流通企业进行直接配送。基本药物直接配送至基层医疗机构和社区中心, 不但对

药店和医院市场形成一定的分流，配送环节也实质性减少。消费和销售两大渠道的调整，加上地方区域龙头在配送方面的绝对优势，将首先加速各区域的医药商业流通整合。这方面的上市公司有上海地区的上海医药（600849），江苏省的南京医药（600713），浙江省的华东医药（000963），广东省的广州药业（600332），北京地区的国药股份（600511）以及西南地区的桐君阁（000591）。

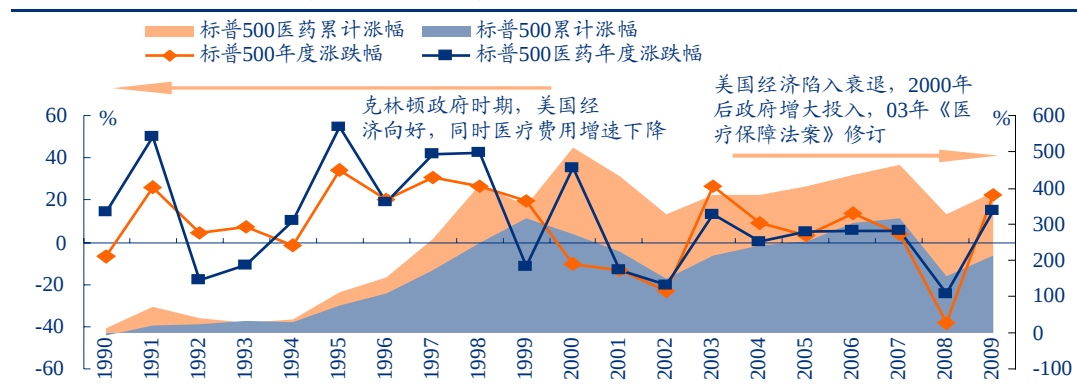
2、基本药物制度客观上推动国内仿制药物市场发展和低端普药产业的整合。进入首版基本药物目录的化学药和生物药基本为低端的仿制药，生产厂家众多，竞争激烈。出于药品费用控制考虑，政府鼓励使用廉价制药。在推进过程中，区域或本省的大型普药企业占有率将扩大，所在地的市场份额将更加牢固。小型企业因为本身的生产能力无法达到单个省市的需求，将会在招标中出局。产能将逐步集中，低端西成药领域首先将面临区域面上的整合。目前上市大型普药企业包括北京地区的双鹤药业（600062），东北地区的东北制药（000597）、哈药股份（600664），东北地区的东北制药（600812），广东地区的广州药业（600332）、白云山（000522）、丽珠集团（000513），西南地区的太极集团（600129）。

3、现有基本药物的推广使用比较明确的是深度打开县级及县级以下市场，这为诸多主要停留在三甲及地市级医疗市场的专科制药企业敞开了广阔的渠道，如人福科技（600079）和华邦制药（002004）。由于医疗保障基金的支出中大病统筹占据很大比例，体系建设为特殊专科药物的消费提供了支持，同时为控制医疗费用，政府鼓励医疗机构使用仿制药。国内部分优秀高端仿制制药企业如恒瑞医药（600276）、恩华药业（002262）、海正药业（600276）已形成外资品牌替代，深层市场的扩展将带动专科系列用药市场。

4. 投资策略

医药在我国目前尚属于“朝阳”行业，具有较独立于宏观背景的防御性，医改实施对行业的推动，又使得其具备高成长性，我们认为行业产业本身仍能保持 25% 的收入增长。随着政府对新医改的持续推动，在行政手段的干预下，医药制药业有可能更加背离宏观背景，长期持有医药板块，必将走出超涨行情。

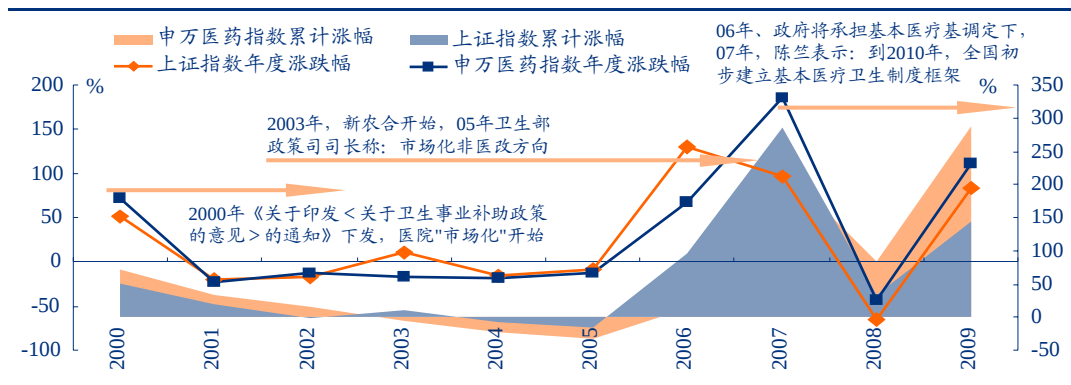
图 20：1990-2009 年美国标普 500 指数与标普 500 医药指数运行情况



数据来源：WIND 资讯，西南证券研发中心

国内医药板块二级市场的运行基本弱于大势，只有在 07 年和 09 年由超越市场的涨幅，两次市场都参有较多的医改预期。在目前 33 倍估值下，并且由于此轮上涨更多的是“疫情”事件，我们看好新医改推行行业业绩的推动，和相关政策实施细则颁布对二级市场的促动，我们保守判断医药板块明年“跟随大市”。

图 21：2000-2009 年上证指数与医药指数运行情况



数据来源：WIND 资讯，西南证券研发中心

医改是一项系统工程，而非时间点的事件，难度很大，对医药产业的各个环节影响有很多的不确定，是个循序渐进的过程。针对目前的 2009-2011 年的医改阶段，比较明确的是市场扩容。虽然地方大型普药企业在“以省为单位、统一采购、定点生产、直接配送”的要求中，能够扩大优势，加速形成地区垄断，但不确定性因素较多，同时外地市场份额也相对减少。

因此，以医改为主线，2010 年医改实施及相关细则的出台，及扩容效应将给市场更加“充足”的预期。基于目前的基层基本药物目录考虑，在市场扩容下，确有扩大公司产品销量，同时该产品销售的增长能够推动公司整体业绩的企业有限，我们推荐的是华邦制药（002004），其公司主要系列皮肤用药产品—维甲酸，入选基本药物目录，为公司自动打开了更广的销售渠道；而可能在 11 月底前出台的扩展板基本药物目录，根据医改大病统筹的思路，抗肿瘤药物可能有较多品种入选，影响较明显的如恒瑞医药（600276），是国内抗肿瘤药品最齐全的生产企业，可能有较多产品“中标”而扩大市场需求。另外一些基本药物目录中，独家生产的几家企业，是长期持有的好品种。

表 1：基本药物目录独家生产企业

公司名称	品种名称	08 年收入（亿）	比重（%）
金陵药业	脉络宁注射液	5.15	80
千金药业	妇科千金（片、胶囊）	4.3	78
天士力	复方丹参滴丸	11.5	78
美罗药业	伤科接骨片	2.56	72
中恒集团	血栓通注射剂	1.9	54
云南白药	云南白药（胶囊、膏、气雾剂、酊）	11.4	53.8
马应龙	马应龙麝香痔疮膏	1.8	50.8

数据来源：公司公告，西南证券研发中心

太极集团（600129）

主要财务和估值数据

单位:百万元	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	4078.19	4407.22	4814.88	5320.44	5932.29	6733.15
增长率(%)	3.97%	8.07%	9.25%	10.50%	11.50%	13.50%
归属母公司股东净利润	63.26	63.59	23.5	39.58	58.03	64.25
增长率(%)	4.78%	0.53%	-63.04%	68.42%	46.61%	10.72%
每股收益(EPS)	0.193	0.194	0.072	0.121	0.177	0.196
销售毛利率	24.17%	24.53%	22.98%	23.00%	24.00%	26.00%
净资产收益率(ROE)	5.15%	4.90%	2.00%	3.27%	4.57%	4.82%
市盈率(P/E)	65.1	64.76	175.22	104.04	70.96	64.09

数据来源：西南证券研发中心

公司前三季度实现营业收入 39.88 亿元，同比增长 9.44%；营业利润 7071 万元，同比增长 10.5%；归属母公司净利润 3624 万元，同比增长 6.08%，每股收益 0.11 元，扣除非经常损益后，净利润 2069 万元，同比减少 2.56%，每股收益为 0.063 元，净资产收益率 2.99%。报告期内，公司加大销售，优化产品结构，毛利率略有上升，同比上升 0.9 个百分点，销售费用同比增长 40.8%。

主打产品同比增长较多，带动毛利率。公司主打推动销售的藿香正气系列持续增长，随着“本山大叔”广告的持续投放，全国市场的销售亦打开，藿香正气水入选基本药物目录，为公司藿香正气系列销售具有带动作用，今年有望销售突破 3.5 亿，同比增长 20%；另外公司的高毛利主打产品曲美，增长也仍在持续，由于 08 年管制销售下降，基数较低，09 年同比增长在 40%以上，能带动公司毛利率略微上升。

西南地区新医改收益最大的制药企业。公司是西南地区最大的制药企业，集团及旗下控股子公司生产的 157 个品种入选基本药物目录；自有销售队伍超过 1000 人，营销网络覆盖全国 95%以上的地级城市和 60%以上的县级城市及农村，在地区品牌效应明显，拥有自己的物流平台和销售终端。公司控股股东太极集团有限公司为重庆市涪陵区国资委，在医改招标生产及配送中，无疑是最大的受益者。

历史包袱逐渐减少，开始迈进。公司从一个市级小药厂发展成目前的全国性集团医药企业，经历了行业的各种变迁。1997-2004 年太极集团呈滚动式发展，营业收入复合增长率 16%。而由于经历了国家首批 GMP 改造、重庆市担保圈、收购桐君阁及西南药业，累计了大量的财务负债，每年财务费居高不下。同时国资背景下，公司员工较多，每年管理费用也较高。07 年集团打包收购了 4 亿元担保负债，减轻了公司负担，今年销售收入同比增长可达 10%。

土地资源丰富，提升企业估值。公司及集团下拥有约 4592 亩的土地资源，并绝大多数为综合用地，土地获得成本在 20-50 万元/亩，较多的位于重庆市涪陵区，目前平均价值为成本的一倍以上，随着重庆市的快速发展和一圈两翼城市建设规划的推进，土地增值将提升公司估值。

医改推进重组。公司由于与西南药业、桐君阁具有大量的关联交易，另外两家已经丧失了融资功能，集团内的重组是势在必行的。06 年中船重工资产注入桐君阁，桐君阁负债和资

产全部转入太极集团，但后来在重组流程安排上双方未能一致，而取消了重组。09 年医改出台，以省为单位的格局，促使重庆必将打造出一个超大型医药企业，而只有太极集团具有这样的资质。

投资建议：若公司在内部治理上加大功夫，考虑医改普药扩容给公司带来的增量和拳头产品持续增长，但是短期高昂的管理费和财务费大量减少可能性较低，预计 09—2011 年公司每股收益 0.12 元、0.17 元、0.19 元。虽然现有的股价基本反映了企业的经营性价值，但是考虑到拥有的土地资源和医改加速公司重组尚未得到有效反映，给予“买入”评级。

华邦制药（002004）

财务和估值数据摘要

单位:百万元	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	287.87	492.37	575.72	523.91	686.32	905.94
增长率(%)	5.25%	71.04%	16.93%	-9.00%	31.00%	32.00%
归属母公司股东净利润	64.14	206.46	88.81	124.08	145.2	167.43
增长率(%)	22.18%	221.87%	-56.98%	40.5%	17.02%	15.3%
每股收益(EPS)	0.486	1.564	0.673	0.94	1.10	1.268
销售毛利率	77.36%	62.91%	64.71%	68.33%	68.33%	68.33%
净资产收益率(ROE)	13.86%	30.83%	11.79%	15.27%	13.75%	15.29%
市盈率(P/E)	76.78	23.85	55.45	37.64	33.24	27.41

数据来源：西南证券研发中心

公司前三季度实现营业收入 4.1 亿元，同比减少 9.71%；营业利润 1.11 亿元，同比增长 78.09%；归属母公司净利润 9484 万元，同比增长 87.11%，每股收益 0.72 元，扣除非经常损益后，净利润 6916.41 万元，同比增长 49.49%，每股收益为 0.52 元，净资产收益率 11.55%。报告期内，汉江药业原控股子公司汉王药业因变更为参股公司，固报告期末难入合并报表，是公司收入略微下降的原因。公司新品地奈德乳膏、必亮、他扎罗汀凝胶等产品收入增长较好。

国内皮肤科用药龙头，产品线齐全。公司在国内银屑病用药市场具有绝对优势，市场份额超过 80%，并且产品不断更新换代，第三代维甲酸类药物：二类新药他扎罗汀乳膏、凝胶销售已经上到台阶，并持续放量；同时公司积极向抗过敏（迪皿）、抗细菌（必亮）、抗真菌（力言利）、抗病毒（夫坦）方向发展，其中迪皿可能很快成为公司首只过亿产品，今年销售首先超过 8000 万。

维 A 酸入选基本药物目录 有望带动系列产品。公司是维甲酸系列药品最齐全的生产厂家，系列用药已经更新到第三代，基本与世界先进水平同步。第一代一般银屑病、座疮常规用药—维 A 酸入选基层版基本药物目录，虽然国内生产厂家不只华邦制药一家，但公司处于绝对领导地位。公司自有的 400 人销售队伍主要覆盖全国市级三甲医院，入选基本药物目录，不仅仅是为维 A 酸直接打开了县级及县级以下市场，更重要的是在医药市场整体扩容下，推进了华邦制药皮肤科专业品牌的深入，从而带动系列产品。

吸收合并颖泰嘉和 定位精细化工。10 月 9 日公司公布《换股吸收合并北京颖泰嘉和科技股份有限公司的预案》。收购合并的颖泰嘉和科技是一个以研究型为核心，生产并销售农药原

药及制剂、化工中间体等精细化工类产品的高科技企业，拥有国内第一家 GLP 农药实验室，与道化学、巴斯夫等国际知名化工企业具有长期良好合作伙伴关系。颖泰嘉和承诺 09 年-2012 年贡献净利润不低于 8080 万元、9605 万元、11292 万元、14646 万元。相当于公司目前整体净利润，如预案通过，公司每股收益将增厚一倍。加上公司另外控股的一家原料药及化工中间体出口企业—汉江药业集团，该企业具有全国先进的制药设备，生产的大部分原料药和中间体均取得了 FDA 或 COS 认证注册。可以看出，公司在精耕细作皮肤用药市场之后，立足研究为发展核心，延伸发展化学合成工业，定位精细化工，发展国内及国际市场。

投资建议：我们对公司在医改扩容中的发展，持乐观态度，预计 09 年-2011 年，公司每股收益为 0.94 元、1.10 元、1.268 元。如果颖泰嘉和换股并购获批，预计 09 年-2011 年，每股收益达 1.21 元、1.44 元、1.673 元，考虑颖泰嘉和对公司的盈利贡献是一个保底承诺，实际利润可能更高，另外新医改带来了新的销售渠道，公司发展面临新的机遇，市场目前价格尚未全部反映，给予“增持”评级。

插图目录

图 1: 医药工业运行与 GDP 增长比较	1
图 2: 医药制造业季度收入和利润总额变化趋势	2
图 3: 医药制造业盈利能力变动趋势	2
图 4: 医药制造业净资产变化趋势	2
图 5: 医药制造业各子行业运行情况	2
图 6: 化学原料药行业运行情况	3
图 7: 中药饮片行业运行情况	3
图 8: 中成药行业运行情况	3
图 9: 2008 年医药板块与市场运行对比	4
图 10: 2009 年医药、生物制品板块与市场运行对比	4
图 11: 行业指数与上证指数涨幅对比	4
图 12: 医药子行业涨幅对比	4
图 13: 医药板块、生物制品和 A 股上市公司当年年报 PE 比较 (剔除负值)	5
图 14: 中国医疗卫生费用投入与各国比较	5
图 15: 2004-2008 年新农合投入和人均支出变化趋势	6
图 16: 2004-2008 年农村药费、诊疗人次变化趋势	6
图 17: 农村与城镇医疗支出及药费占比变化趋势	7
图 18: 诊疗人次与人均药费变化趋势	7
图 19: 医疗卫生费用投入占 GDP 比重	7
图 20: 1990-2009 年美国标普 500 指数与标普 500 医药指数运行情况	8
图 21: 2000-2009 年上证指数与医药指数运行情况	9

表格目录

表 1: 基本药物目录独家生产企业	9
-------------------------	---

西南证券投资评级说明

西南证券公司评级体系：买入、增持、中性、回避

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上

增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间

中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间

回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

西南证券行业评级体系：强于大市、跟随大市、弱于大市

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上

跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间

弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料,我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下,报告中的信息或所表达的意见并不构成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或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归西南证券所有,未经书面许可,任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

西南证券研究发展中心

北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 4 层

邮编: 100140

电话: (010) 88092288-3507、3217

邮箱: market@swsc.com.cn

网址: <http://yf.swsc.com.cn/>