

[2010.04.01]

以“持有”应“万变” 用“时间”换“空间”

——医药行业二季度策略

✍ 马霏霏 吴洋
☎ 86-22-28451945 86-10-58362785
SAC 执业证书编号 S1150200010033
✉ maff@bhzq.com

核心观点:

- 行业层面: 增速亮眼 VS 景气运行
- 市场层面: 估值高企 VS 轮动分化
- 投资思路: 医改 VS 出口复苏 VS 整合 VS 经营改善
- 操作策略: 长期持有 VS 时空转换

投资要点:

● 行业层面: 增速亮眼 VS 景气运行

2010 年, 随着国家投入的不断到位和推行基本药物制度等政策的推动下医药行业正步入十年的黄金增长周期, 1-2 月份的收入和利润重拾高速增长势头, 并且增速水平十分亮眼, 同比分别增长 27.97%和 43.19%。全部子行业都出现了较好的增长势头。特别值得一提的是化学原料药行业已经开始走出低谷, 增速已从去年底开始转正, 今年 1-2 月份更是实现了收入增长 31.69%, 利润增长 67.32%成为最大亮点。我们认为考虑到医改等利好因素的刺激, 在接下来的季度里, 医药行业高增长势头有望得到保持。

● 市场层面: 估值高企 VS 轮动分化

我们认为, 2010 年二季度, 随着 2009 年年报和 2010 年一季报的出炉, 真实业绩情况会逐步披露。在行业向好趋势不变的大环境下, 一线优质股的业绩若能符合市场预期, 增进对 2010 年全年的良好预期, 则目前的较高估值水平有望继续维持, 而二三线股则更大可能出现分化, 基本面向好并达到市场预期的公司估值水平将维持, 而预期未能达到预期的公司估值将回到起点。

● 投资思路: 医改 VS 出口复苏 VS 整合 VS 经营改善

我们认为二季度医药行业主要存在的机会来自四个方面, 一是政策性推动的机会, 包括新医改的逐步落实和后续配套政策的出台。主要给医疗器械、生物医药、中药行业和化学制剂带来的机会。二是出口复苏背景下, 化学原料药上市公司的中长期投资价值。三是大集团整合给相关上市公司带来的机会。四是自身经营改善给上市公司带来的机会。

● 操作策略: 长期持有 VS 时空转换

我们整体逻辑是, 在行业内选择目前医改明确受益的领域, 在该领域内选择具有竞争优势、明确增长和估值具有安全边际的个股, 进行长期持有, 以时间换空间获取最大的投资收益。

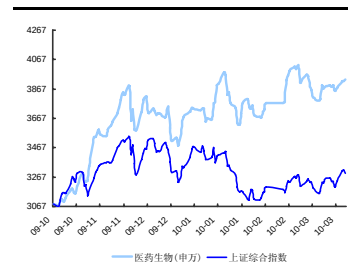
● 公司推荐: 天士力、中恒集团、康美药业、浙江医药、鑫富药业、鱼跃医疗

子行业评级

化学原料药	买入
化学制剂药	买入
中药	买入
生物药	买入
医疗器械	买入

推荐公司

天士力	买入
中恒集团	买入
康美药业	买入
浙江医药	买入
鑫富药业	买入
鱼跃医疗	买入



目 录

1.行业层面：增速亮眼 VS 景气运行	4
1.12010 年开局：整体增长势头强劲 增速水平远超预期	4
1.2 子行业运行情况：全面增长 势头喜人.....	5
2.市场层面：估值高企 VS 轮动分化	9
2.1 板块表现：走势强劲 表现亮眼	9
2.2 估值水平：估值高企并开始分化	9
2.3 个股表现：甲流股热度退却 年报行情成为主流	10
3.投资思路：医改 VS 出口复苏 VS 整合 VS 经营改善.....	11
3.1 主题之一：扑捉医改政策背后的投资机会	11
3.2 主题之二：出口复苏下的原料药投资机会	17
3.3 主题之三：资产整合等事件刺激下的投资机会	19
3.4 主题之四：寻找经营改善的拐点型公司的投资机会	20
4.操作策略：长期持有 VS 时空转换	21

图 目 录

图 1: 2000 年-至今医药工业销售收入和利润总额.....	4
图 2: 医药行业财务指标对比.....	5
图 3: 化学原料药行业收入、利润及盈利水平变化.....	5
图 4: 化学制剂行业收入、利润及盈利水平变化.....	6
图 5: 中成药行业收入、利润及盈利水平变化.....	7
图 6: 中药饮片行业收入、利润及盈利水平变化.....	7
图 7: 生物制药行业收入、利润及盈利水平变化.....	8
图 8: 医疗器械行业收入、利润及盈利水平变化.....	8
图 9: 医药板块 (2010/01/01-2010/03/30) 表现	9
图 10: 医药股子行业板块 2010 年一季度涨跌幅对比.....	9
图 11: 2005 年-2008 年医院终端采购药品金额情况.....	12
图 12: 2003-2008 年中国医药终端结构情况	12
图 13: 1995-2005 日本前三大批发企业市场集中度变化.....	16
图 14: 医药商业排名前三位的企业集中度变化.....	16
图 15: VE 粉 (50%) 国内价格 (元/KG)	18
图 16: VE 出口量及出口价格	18
图 17: VA 粉 (50 万 IU/G) 国内价格 (元/KG)	18
图 18: VA 出口量及出口价格	18
图 19: VB2 (80%) 国内价格 (元/KG)	19
图 20: VB2 出口量及出口价格.....	19
图 21: VB5 (98%) 国内价格 (元/KG)	19
图 22: VB5 出口量及出口价格.....	19

表 目 录

表 1: 医药股和大盘估值情况比较.....	10
表 2: 2010 年一季度医药股涨跌幅排名	10
表 3: 基本药物目录中独家品种 (或独家剂型) 所涉及的上市公司	12
表 4: 新进入医保目录的品种.....	13
表 5: 从乙类升为甲类的品种.....	14
表 6: 适应症范围发生变化的品种.....	15
表 7: 资产整合相关上市公司.....	20
表 8: 重点关注医药行业上市公司.....	21

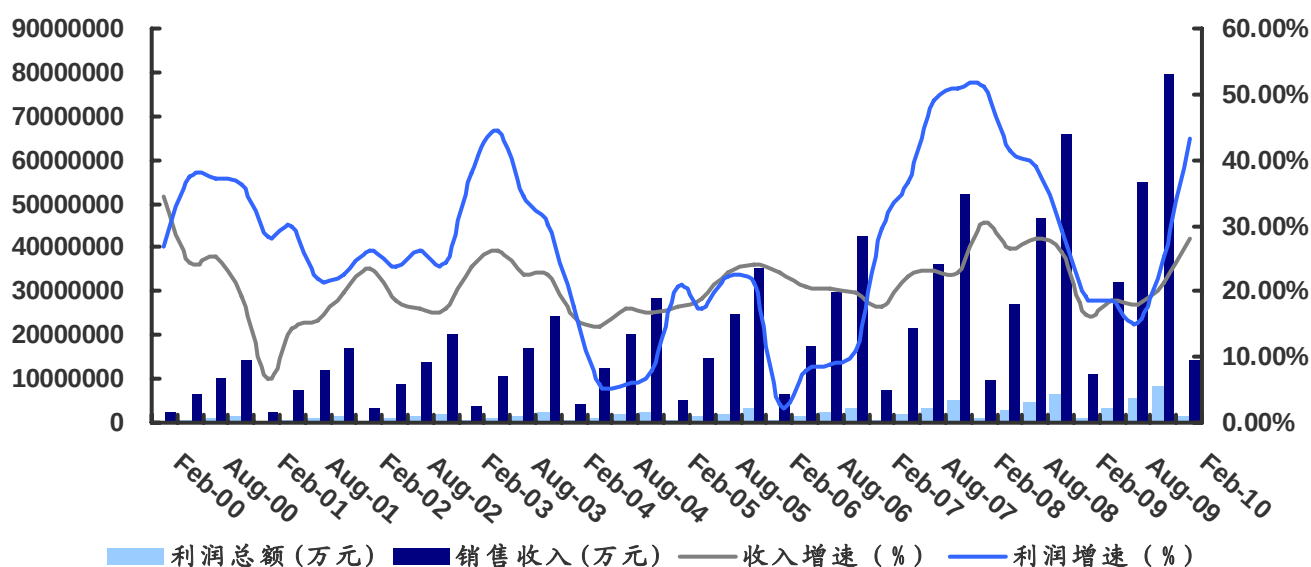
1.行业层面：增速亮眼 VS 景气运行

1.12010 年开局：整体增长势头强劲 增速水平远超预期

■ 医改新政逐步见效助推行业步入十年的黄金增长周期

2010 年医药行业亮丽开局。医药行业 09 年在宏观经济冷峻的背景下虽然行业收入和利润增长出现了逐季回落的情况，但是在医改新政不断推出和甲流等公共卫生突发事件的影响下，医药行业增长曲线相对其他行业是非常亮丽的。进入医改新政集中实施的第一年的 2010 年，随着国家投入的不断到位和推行基本药物制度等政策的推动下医药行业正步入十年的黄金增长周期，1-2 月份的收入和利润重拾高速增长势头，并且增速水平十分亮眼，同比分别增长 27.97%和 43.19%。与此同时，化学原料药行业最坏的时刻已经过去，随着 CPI 和 PPI 的转正以及逐步抬升原料药的品种价格也不断提升，同时随着出口的不断复苏，出口量也逐步恢复。我们认为考虑到医改等利好因素的刺激，在接下来的季度里，医药行业高增长势头有望得到保持。

图 1：2000 年-至今医药工业销售收入和利润总额

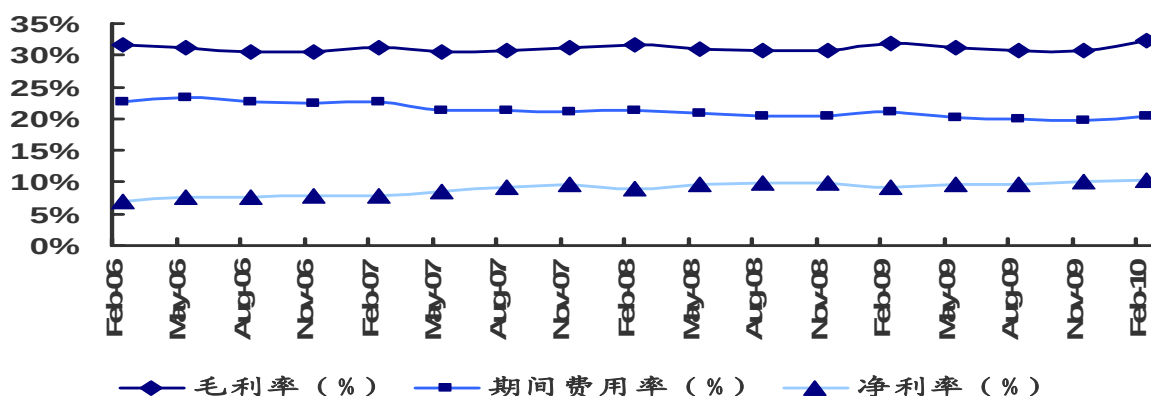


数据来源：WIND，渤海证券研究所

■ 行业增长快速 盈利能力提升

从盈利能力的指标看，医药行业的内生性增长明显，从 2010 年 1-2 月份的数据看，医药行业的毛利率同比和环比都有所上升，净利率为 10.31%，更是创出了 02 年以来的新高，期间费用率略有上升。这充分显示了行业经营效率和质量的明显提升，进一步说明了在医改新政推动下以及原料药行业开始逐步复苏的大背景下，医药行业将在保持快速增长的同时盈利能力将不断提升。

图 2：医药行业财务指标对比



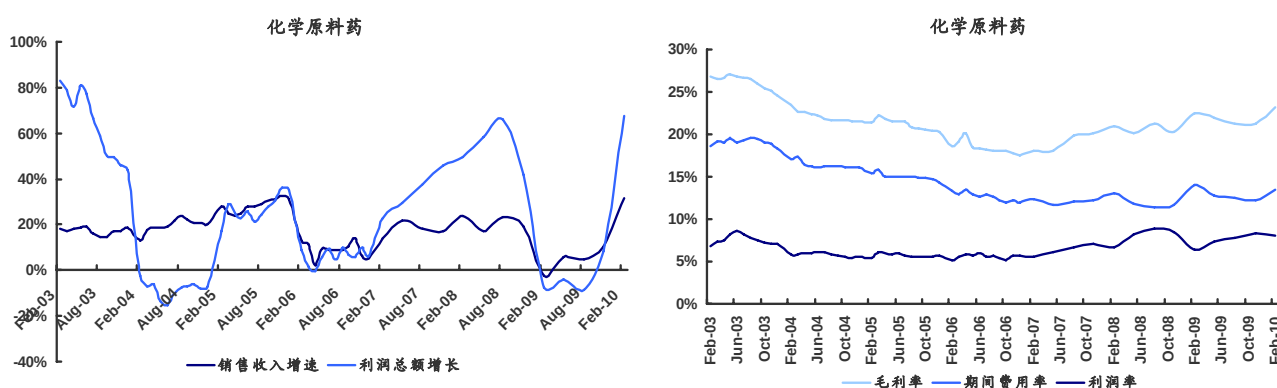
数据来源：WIND，渤海证券研究所

1.2 子行业运行情况：全面增长 势头喜人

全部子行业都出现了较好的增长势头。其中，化学药品制剂，中成药，生物、生化制品、医疗器械和中药饮片行业均保持在 25%以上的收入增长，净利润增速更是超过了收入的增速水平，特别值得一提的是化学原料药行业已经开始走出低谷，增速已从去年年底开始转正，今年 1-2 月份更是实现了收入增长 31.69%，利润增长 67.32%成为最大亮点。

■ 化学原料药行业：逐步走出低谷

图 3：化学原料药行业收入、利润及盈利水平变化



数据来源：WIND，渤海证券研究所

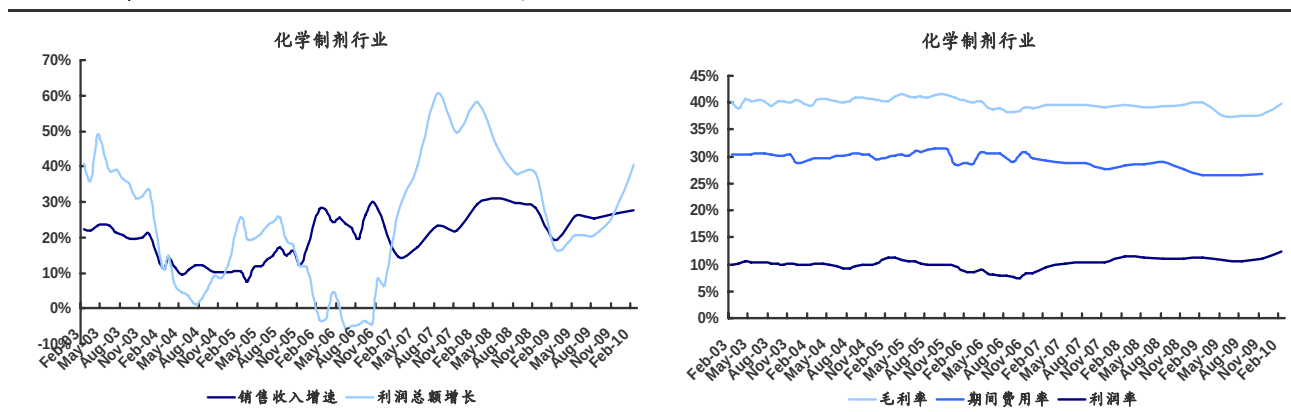
2009 年化学原料药行业收入和利润总额增速为 10.68%、8.64%，特别值得注意的是利润总额增速转正，显示原料药行业正逐步摆脱金融危机的影响，毛利率和利润率分别为 21.28%、8.31%。化学药品原料药制造业的上游原料受制于化工原料价格的涨跌，下游产品在很大程度上依赖出口，因此受制于动荡的国际金融环境。在 2010 年 1-2 月行业继续复苏，产品量价都得到的一定的恢复致使行业收入增长达到 31.69%，利润增长达到 67.32%，毛利率和净利率分别达到 23.25%和 8.09%，显示出很好的盈利能力。

我们认为化学原料药行业的景气拐点已经确立，随着出口的不断复苏和 CPI、PPI 的不断抬升，该行业将保持较好的增速水平，给予“买入”的投资评级，建议关注主导产品价格有涨价预期的相关上市公司的投资机会。

■ 化学药品制剂行业—受益于需求刚性和医改扩容

化学制剂药子行业 2010 年 1-2 月份销售收入同比增长 27.27%，利润总额同比增长 40.26%，出现了超预期的增长。我们注意到行业的盈利能力在提升，毛利率回到前期平均水平，净利率提升较快是 02 年以来的最好水平。我们分析：受益于需求刚性和医改扩容主要促进处方药市场的变革与扩容，由于在整个药品零售市场中医院终端的销售份额占到了 75%，同时医院终端销售的药品中 85%是西药，因此，化学原料药行业将最先受益，预计未来几个季度行业增速将保持较高水平。基于 2010 年是医改新政的全面实施的第一年，政策将逐步见效，同时考虑到医改是一个长期的过程，将助推行业长期景气运行的判断，给与行业“买入”的投资评级。

图 4：化学制剂行业收入、利润及盈利水平变化

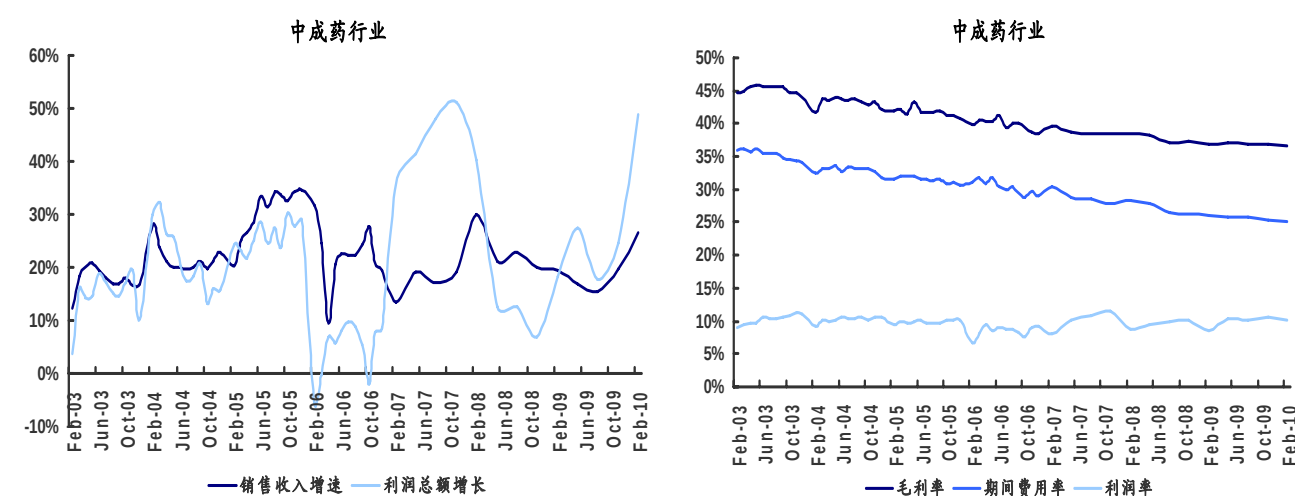


数据来源：WIND，渤海证券研究所

■ 中成药行业—收入平稳增长 利润增速回升明显

2010 年 1-2 月，中成药子行业销售收入同比增长 26.67%，利润总额同比增长 48.82%，增长幅度在子行业中排名居前。与此同时，公司的盈利能力在稳步提升。中成药如此靓丽的运行数据主要得益于第一，经济环境的改善，对于依赖 OTC 渠道内生性消费升级的产品，收入和利润开始回升。第二，中药注射剂再评价即将结束，该行业的治理整顿有望告一段落，对中药行业的不良影响正在逐步减弱。第三，基本药物制度的推行，大大促进了中医药的发展，进入基本药物目录的品种中有不少是中药，并且不乏独家品种，在价格的制定上也享有了一定的政策倾斜，在 2010 年基本药物制度不断推进的大背景下中成药的市场毕竟出现大扩容的情况。考虑到大力发展中医药是我国医药行业未来发展的重点也是医改中提到要重点扶持的领域，因此我们仍然看好中成药行业未来的发展趋势，给予行业“买入”的投资评级。此外，我们也不能忽视今年大旱导致的中药材价格上涨从而带动的行业成本上涨的风险。

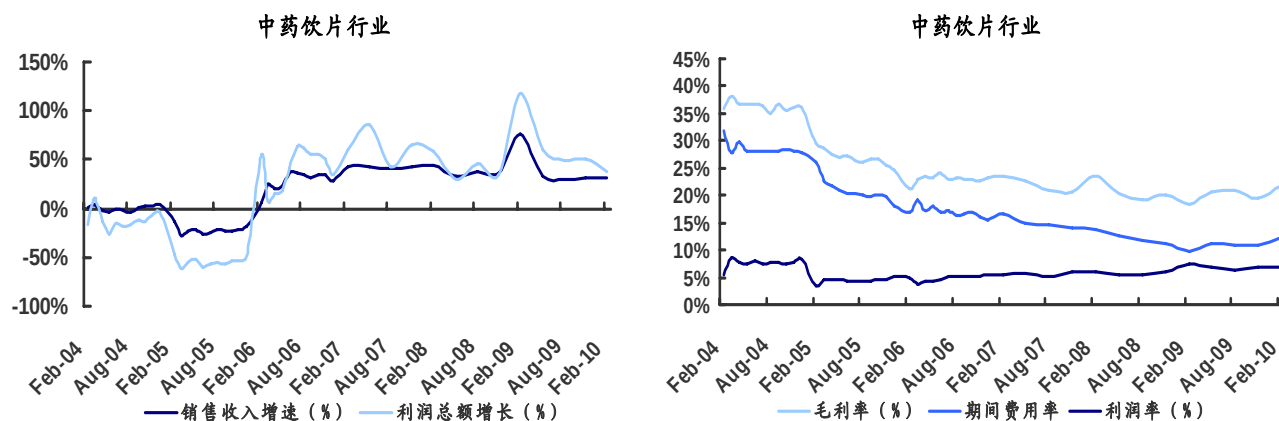
图 5：中成药行业收入、利润及盈利水平变化



数据来源：WIND，渤海证券研究所

■ 中药饮片行业—行业集中度不断提高，快速发展仍将持续

图 6：中药饮片行业收入、利润及盈利水平变化



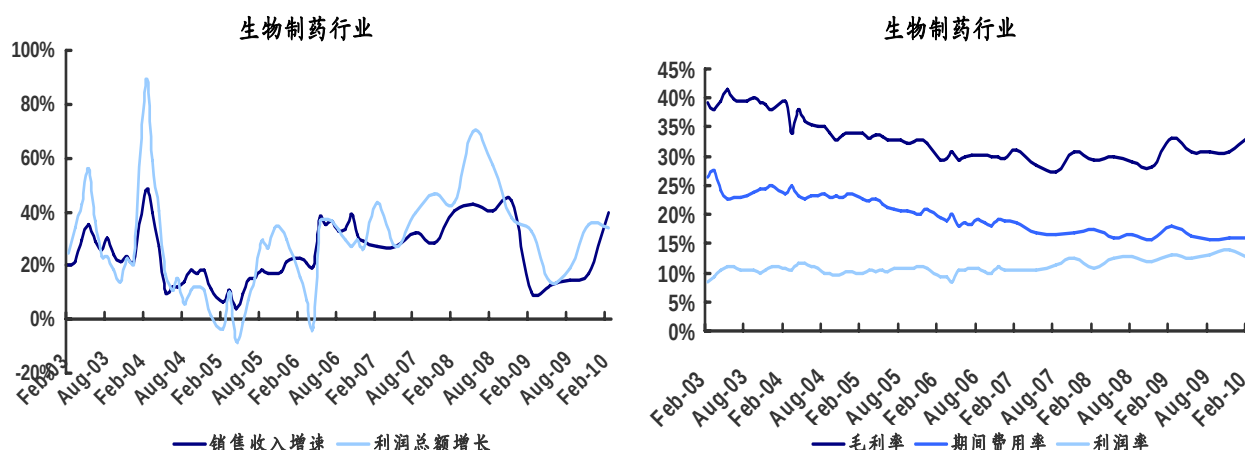
数据来源：WIND，渤海证券研究所

中药饮片行业一直保持着高增长态势的同时行业的盈利能力也在不断提升。我们认为：从 2005 年以来，中药饮片子行业利润率大体上保持上升趋势。基于国家正在加强对中药饮片子行业的监管，从今年开始中药饮片子行业实行 GMP 认证、推行小包装饮片试点等措施将促进其集中度的提高，行业将走上良性快速发展的轨道，给予行业“买入”的投资评级。

■ 生物制药行业—行业发展空间巨大，高景气运行仍可期

2010 年 1-2 月，生物制药子行业销售收入同比增长 39.55%，利润总额同比增长 3378%。行业的盈利能力表现良好，毛利率和净利率都出现不同程度的提升。我们预计随着医改在 10 年的不断推进，对疫苗、血液制品以及诊断试剂需求的不断扩大，行业高景气运行仍可维持，给予行业“买入”的投资评级。

图 7：生物制药行业收入、利润及盈利水平变化

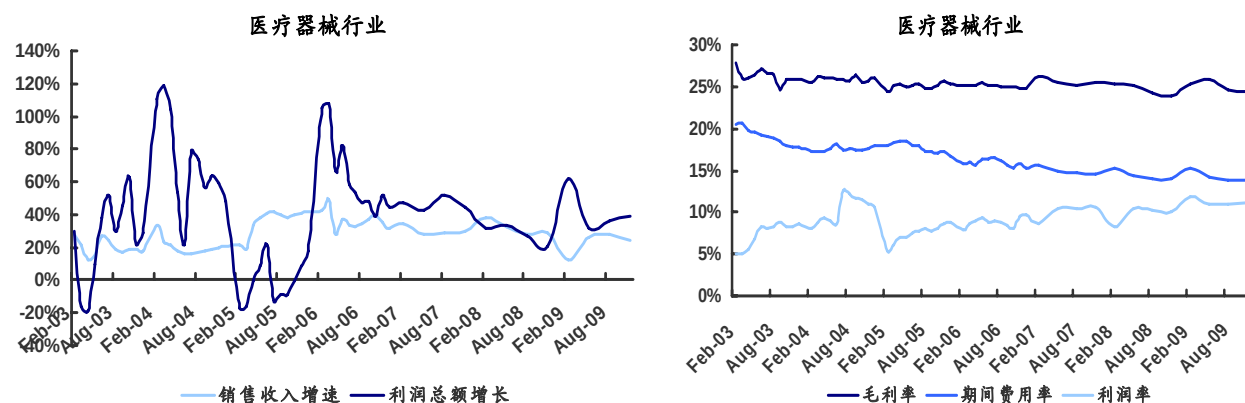


数据来源：WIND，渤海证券研究所

■ 医疗器械行业—医改最先受益领域，行业增速能够保持

2010 年 1-2 月医疗器械子行业销售收入和利润总额平稳增长。此外，行业盈利能力在提升利润率不断提升，2009 年国家 1000 亿的投入已经对行业增长起到了拉动作用。我们预计随着医改在 2010 年的全面推开，国家投资对行业的拉动作用将进一步的凸显，未来将势必带动医疗器械行业的发展，虽然行业内生产企业众多，行业集中度较低，但是 2010 年行业仍能保持一定的增长速度。给予行业“买入”的投资评级。

图 8：医疗器械行业收入、利润及盈利水平变化



数据来源：WIND，渤海证券研究所

2. 市场层面：估值高企 VS 轮动分化

2.1 板块表现：走势强劲 表现亮眼

从过去一个季度医药板块走势来看，整体表现明显强于大盘（3.89%对-6.63%），这主要是由于一是医药在医改新政推动和原料药行业复苏的大背景下2010年1-2月的数据非常靓丽，无论是统计局的全行业数据，还是医药企业发布的业绩快报，医药企业的表现都很不错，打开了市场的想象空间。二是在中央政策从保增长向调结构转变的过程中，市场出现了震荡整理，医药行业良好而稳定的成长性已经在震荡的市场格局中成为资金追捧的对象。在各子行业中，中药、医疗服务、医药商业、医疗器械类表现突出，这也符合我们之前的判断，在新医改政策的推进以及配套政策出台的驱动下，这些收益比较直接明显的行业受到市场的青睐，化学制剂和化学原料药表现不佳，落后于整个医药板块。

图 9：医药板块（2010/01/01-2010/03/30）表现

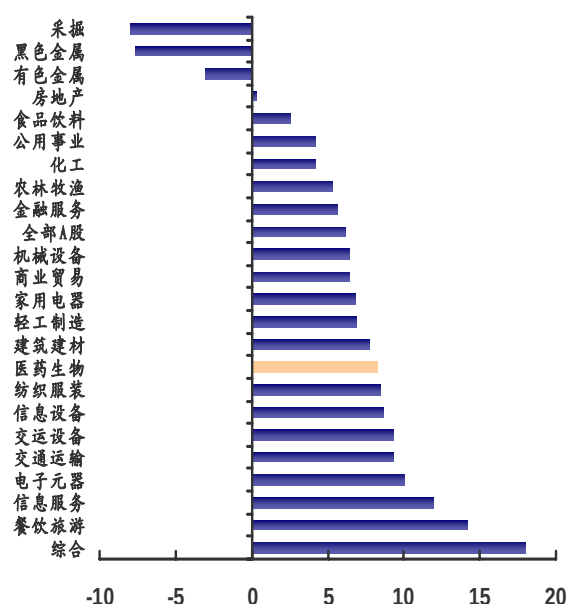
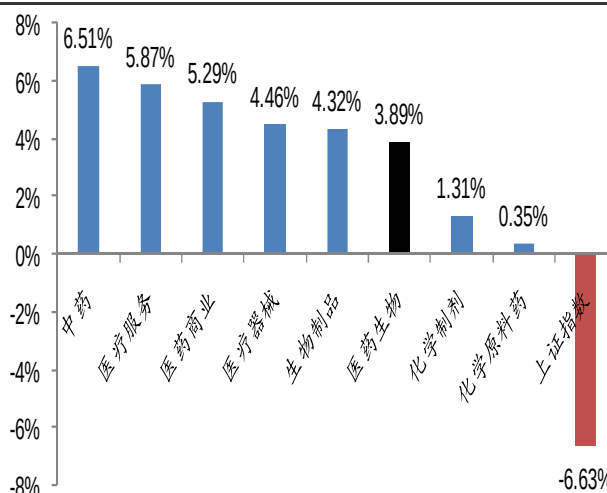


图 10：医药股子行业板块 2010 年一季度涨跌幅对比



数据来源：WIND，渤海证券研究所

2.2 估值水平：估值高企并开始分化

从估值角度分析，在医改新政不断推进的背景下医药行业的运行情况良好，以及上市公司的业绩超预期等刺激因素的影响下医药板块从年初开始出现了上涨并延续至今，目前看医药股的绝对估值已经高企，相对估值水平同历史经验值相比板块整体的估值溢价已经超出了 50% 的平均水平，虽尚无明显泡沫但有可能出现滞涨的情况。

板块个股将出现估值分化。随着二三线股价攀升，估值显著上升，一线优质股相对其

“溢价率”下降，估值压力有所缓解，但部分一线股的估值高企，未来随着一季报和中报的陆续披露将逐步清晰，到时各股将根据自身的业绩出现估值的从新归位。

表 1: 医药股和大盘估值情况比较

板块名称	2009 年整体法	2010 年整体法	2011 年整体法
预测市盈率			
SW 医药生物	37.06	29.89	24.87
全部 A 股	23.25	18.6	15.49
沪深 300	20.46	16.42	13.88
相对溢价率			
相对全部 A 股	59.40%	60.70%	60.56%
相对沪深 300	81.13%	82.03%	79.18%
各板块市盈率			
化学原料药	31.06	20.73	19.4
化学制剂	36.59	30.54	25.38
生物制品	29.13	32.84	26.59
医疗器械	43.92	27.57	23.05
医药商业	33.5	32.87	26.16
中药	44.78	33.8	26.92
医疗服务	107.39	66.66	39.29

数据来源: WIND, 渤海证券研究所

2.3 个股表现: 甲流股热度退却 年报行情成为主流

从一季度个股表现看涨幅居前的主要是受益医改业绩超预期或有高送配预期的信立泰、爱尔眼科、中新药业、中恒集团、亚宝药业等，受益于产品价格上涨的鑫富药业、浙江震元等。而全年表现亮眼的甲流概念股由于甲流影响的日渐消退也随之开始回落，与此同时，还有一线白马股如恒瑞医药和云南白药出现了滞涨这说明白马股由于基本面相对清晰和市场挖掘的程度已经较深，09 年业绩预期大多比较饱和，难有超预期的业绩表现。我们认为，2010 年二季度，随着 2009 年年报和 2010 年一季报的出炉，真实业绩情况会逐步披露。在行业向好趋势不变的大环境下，一线优质股的业绩若能符合市场预期，增进对 2010 年全年的良好预期，则目前的较高估值水平有望继续维持，而二三线股则更大可能出现分化，基本面向好并达到市场预期的公司估值水平将维持，而预期未能达到预期的公司估值将回到起点。

表 2: 2010 年一季度医药股涨跌幅排名

	证券代码	证券简称	一季度涨幅前 15 名	证券代码	证券简称	一季度涨幅末 15 名
			(%) (01/01-03/30)			(%) (01/01-03/30)
1	000627	天茂集团	61.80	000078	海王生物	-16.77
2	002019	鑫富药业	47.76	002332	仙琚制药	-16.23
3	002294	信立泰	47.64	000990	诚志股份	-13.91

4	300015	爱尔眼科	43.26	002166	莱茵生物	-13.10
5	000661	长春高新	41.84	000522	白云山 A	-12.24
6	600252	中恒集团	41.74	000597	东北制药	-11.58
7	000669	领先科技	39.94	300030	阳普医疗	-10.71
8	600771	ST 东盛	36.84	002030	达安基因	-10.64
9	600781	上海辅仁	36.49	600161	天坛生物	-10.45
10	600055	万东医疗	33.59	600276	恒瑞医药	-10.16
11	600329	中新药业	30.60	002219	独一味	-9.15
12	000788	西南合成	28.90	002107	沃华医药	-8.53
13	000790	华神集团	27.14	000538	云南白药	-8.38
14	600351	亚宝药业	26.06	600803	威远生化	-7.72
15	000705	浙江震元	25.54	600216	浙江医药	-6.78

数据来源：WIND，渤海证券研究所

3.投资思路：医改 VS 出口复苏 VS 整合 VS 经营改善

我们认为二季度医药行业主要存在的机会来自四个方面，一是政策性推动的机会，包括新医改的逐步落实和后续配套政策的出台。主要给医疗器械、生物医药、中药行业和化学制剂带来的机会。二是出口复苏背景下，化学原料药上市公司的中长期投资价值。三是大集团整合给相关上市公司带来的机会。四是自身经营改善给上市公司带来的机会。

3.1 主题之一：扑捉医改政策背后的投资机会

目前，虽然市场期盼的基本药物目录、医保目录、以及定价原则等医改细则相继浮出水面，给医药板块未来的走势留下的盲点越来越少。随着医药行业未来的走向也越来越清晰，上市公司在二级市场的表现也将因其受益程度不同而出现分化，但是我们认为，医改在明确了我国医药产业长期的发展方向的同时，对上市公司的利好也将是一个长期和渐进式的过程，在明确受益领域中的龙头企业会存在着明确的投资机会。

■ 基层医疗扩容看好基本药物目录中独家品种

医疗资源下沉，第三终端市场发展迅猛，需求增长强劲，国产药消费比重提升。从终端需求看，需求增长十分强劲。医院市场方面，IMS 数据显示，2008 年医院市场规模达到 1,920 亿元，同比增长 26.71%，增幅较大。其中国产药品医院采购规模增速最快，达到 29.07%，超过了进口和合资药品的增速，带动了整个医院用药市场的增长。社区和第三终端方面，分流了部分医院药品需求，用药占比不断扩大，充分体现了国家医疗资源向中、低端消费群体倾斜和重新分配的政策性导向。以后第三终端必将成为各药企争夺的重点。

图 11: 2005 年-2008 年医院终端采购药品金额情况

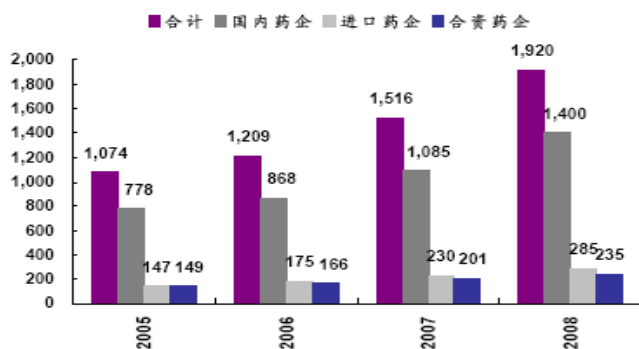
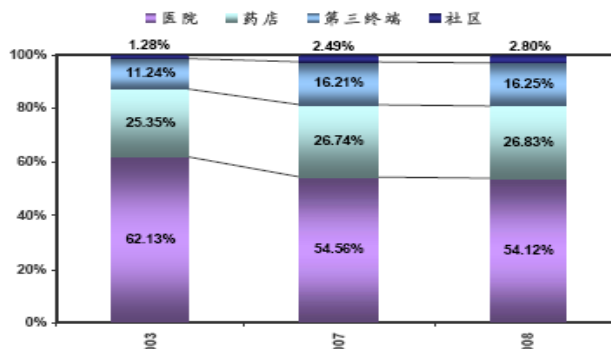


图 12: 2003-2008 年中国医药终端结构情况



数据来源: IMS, 南方医药经济研究所, 渤海证券研究所

进入基本药物目录是医药工业企业未来进入社区卫生医疗机构、县医院以及乡镇卫生院等第三终端的通行证, 随着终端销量的逐步下移, 未来销售面临着大幅提升的历史性机遇。但是随之而来的就是国家对药品价格的管制, 很多同质化高的产品面临降价的风险。独家产品由于缺乏相同品种的竞争, 其潜在的降价威胁要远小于其他品种。我们认为进入目录独家品种 (或独家剂型) 的企业, 其主导产品的销售已初具规模, 未来在产品定价上将享受一定的政策倾斜, 该类公司主要集中在中药上市公司, 我们预计其销量的提升幅度将大于价格的下调幅度, 从而有力的促进了产品销售放量和规模的不断扩大, 业绩更具有弹性。我们筛选出拥有规模以上独家品种 (或独家剂型) 的中药公司 12 家、西药生产企业 1 家。我们主要建议关注相关中药类上市公司。

基本药物最高零售价的降价范围和幅度较市场普遍预期低。10 月 2 日, 国家发改委发出通知明确, 国家基本药物零售指导价格是按照药品通用名称制定的, 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经营基本药物, 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。公布国家基本药物零售价格, 共涉及 2349 个具体剂型规格品, 调整后的价格从 10 月 22 日起执行。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。根据我们的梳理, 部分独家产品的最高零售价不但没降还得以提高, 打开了这些品种出厂价提升和业绩增长的空间。

表 3: 基本药物目录中独家品种 (或独家剂型) 所涉及的上市公司

序号	生产厂家	产品名称	08年产品销售 收入	08年占工 业比重	本次最高零售价调整幅 度
1	云南白药	云南白药 (胶囊、膏、酊、气 雾剂)	8.5亿	40%	不变
2	三九医药	三九胃泰颗粒、正天丸 (胶囊)	1.8/1.0亿	12%	前者常规剂型、无糖型 分别下调9.09%、 2.86%; 后者下调9.68%
3	广州药业	消渴丸、华佗再造丸	4.3亿	23%	前者不变; 后者两种规 格下调1.92、1.97%
4	天士力	复方丹参滴丸	12亿	80%	下调4.9-5.5%
5	中新药业	速效救心丸	3.9亿	29%	不变

6	金陵药业	脉络宁注射液	5.1亿	68%	不变
7	千金药业	妇科千金片（胶囊）	4.4亿	66%	片剂上调6-28%，胶囊 下调5%
8	马应龙	马应龙麝香痔疮膏	1.8亿	51%	10g规格上调63.16%
9	美罗药业	伤科接骨片	2.6亿	72%	各规格下调1%左右
10	中恒集团	血栓通注射剂（冻干）	2.1亿	60%	上调8-18.7%
11	复星医药 （同济堂）	仙灵骨葆胶囊	-	-	两种规格上调约28%
12	太龙药业	双黄连合剂	1.3亿	67%	100ml规格下调6.7%

数据来源：卫生部，公司公告，渤海证券研究所

■ 把握医保目录扩容带来投资机会

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）正式公布，主要有以下两方面内容：第一，医保目录有较大幅度扩容。此次公布的医保目录包括西药1140个、中成药987个，西药品种数目增加113个，中成药品种增加164个，总体与2004版药品目录相比，共增加了260个药品，增幅达13.7%，其中甲类药品增加了53个，增幅达11.8%。第二，医保政策继续向大病重病倾斜。此次医保目录的执行政策延续了政府广覆盖、向重大疾病倾斜的思路。427个品种的中药和199个品种的西药限定了支付范围，只有住院病人才能使用统筹基金。

虽然后续政策变化仍不明朗。如：各省医保目录在2010年3月31日前调整完毕，可调整243个乙类品种，甲类不得调整；基本药物目录扩展版有望于近期出台，品种可能主要来自于医保目录甲类；本次医保药物目录公布尚未涉及到价格调整问题，需关注未来价格调整。但是我们认为，仍对部分上市公司构成实质性利好，建议关注三类上市公司的投资机会，一类是主导产品从原来的乙类目录调至甲类将提高报销比例从而带动新一轮增长；另一类是新产品进入目录促进销售放量；第三类是主导产品适应症增加促使生命周期延长拉动产品放量。我们对目录的品种做了全面的梳理，对下表中的生产独家产品或竞争优势明显的企业而言，无疑是实质利好，值得重点关注。

表4：新进入医保目录的品种

主要生产厂家	产品	原医保状态	09版医保状态	竞争态势
白云山	头孢硫脒	25省医保	乙类	首仿
恩华药业	加巴喷丁	1省医保	乙类	国内3家生产
	齐拉西酮	无	乙类	国内独家首仿
丰原药业	果糖注射剂	7省医保	乙类	生产厂家众多
	西尼地平	7省医保	乙类	较多生产厂家
	丙氨瑞林	无	乙类	独家
海正药业	腺苷蛋氨酸	11省医保	乙类	国内首仿
恒瑞医药	左布比卡因	10省医保	乙类	国内5家左右
	伊立替康	17省医保	乙类	首仿，竞争对手尚少
	顺阿曲库铵	无	乙类	国内首仿，独家

华邦制药	左西替利嗪	1 省医保	乙类	较多生产厂家
康缘药业	热毒宁注射液	无	乙类	独家
	金振口服液	无	乙类	独家
	散结镇痛胶囊	19 省医保	乙类	独家
丽珠集团	吉米沙星	无	乙类	独家代理专利药
	伏立康唑	8 省医保	乙类	生产厂家较少
千金药业	补血益母颗粒	4 省医保	乙类	独家
人福科技	瑞芬太尼	18 省医保	乙类	首仿，目前独家
	米非司酮	3 省医保	乙类	较多
	米索前列醇	3 省医保	乙类	国内 3 家
三金药业	三金颗粒	无	乙类	不详
太极集团	益气复脉颗粒	无	乙类	不详
天士力	穿心莲内酯滴丸	13 省医保	乙类	2 家企业有批文
	芪参益气滴丸	19 省医保	乙类	独家
	养血清脑丸	无	乙类	2 家有批文
通化东宝（甘李药业）	超短效人胰岛素类似物	数省医保	乙类	主要跟外资竞争
	长效人胰岛素类似物	数省医保	乙类	主要跟外资竞争
先声药业、国药股份	依达拉奉	29 省医保	乙类	竞争日益激烈
一致药业	头孢匹罗	无	乙类	生产企业较多
益佰制药	洛铂	1 省医保	乙类	独家
正大天晴	法罗培南	无	乙类	生产厂家较多
正大天晴、双鹭药业	阿德福韦酯	无	乙类	生产企业尚少
中西药业	阿立哌唑	16 省医保	乙类	较多
	度洛西汀	无	乙类	国内首仿独家

数据来源：人力资源与社会保障部，渤海证券研究所

表 5：从乙类升为甲类的品种

主要生产厂家	产品	原医保状态	09 版医保状态	竞争态势
北陆药业	碘海醇	乙类	甲类	较多
恩华药业	咪达唑仑	乙类	甲类	国内 3 家
	丙泊酚	乙类	甲类	较多
海正药业	柔红霉素	乙类	甲类	国内 3 家
恒瑞医药	阿曲库铵	乙类	甲类	国内 3 家
	碘佛醇	乙类	甲类	国内独家
京新药业	辛伐他汀	乙类	甲类	生产厂家众多
三九医药	三九胃泰颗粒	乙类	甲类	独家
同济堂（复星医药）	仙灵骨葆胶囊	乙类	甲类	独家
同仁堂	感冒清热颗粒	乙类	甲类	生产厂家众多
	安宫牛黄丸	乙类	甲类	生产厂家众多
	六味地黄丸	乙类	甲类	生产厂家众多
现代制药	阿奇霉素（口服）	乙类	甲类	生产厂家众多
一致药业	头孢呋辛	乙类	甲类	生产厂家众多

众生药业	复方血栓通胶囊	乙类	甲类	独家
白云山	板蓝根颗粒	乙类	甲类	生产厂家众多

数据来源：人力资源与社会保障部，渤海证券研究所

表 6：适应症范围发生变化的品种

主要生产厂家	产品	原适应症范围	竞争态势	竞争态势
恒瑞医药	来曲唑	限晚期乳腺癌	不限范围	国内 4 家
	多西他赛	限晚期卵巢癌、非小细胞癌、乳腺癌	限二线用药	生产厂家较多
长春金赛（长春高新）、安科生物、深圳科兴	重组人生长激素	限工伤保险	限儿童原发性生长激素缺乏症和工伤保险	生产厂家较多
东阿阿胶	复方阿胶浆	限贫血	限中重度贫血	独家
益佰制药	艾迪注射液	限肝癌、肺癌	限中晚期癌症	独家
丽珠集团	参芪扶正注射液	限恶性肿瘤放化疗血象指标低下及免疫功能低下	不限范围	独家
丰原药业	戈那瑞林	限前列腺癌	不限范围	国内 2 家

数据来源：人力资源与社会保障部，渤海证券研究所

■ 多项政策利好规模以上中药饮片企业

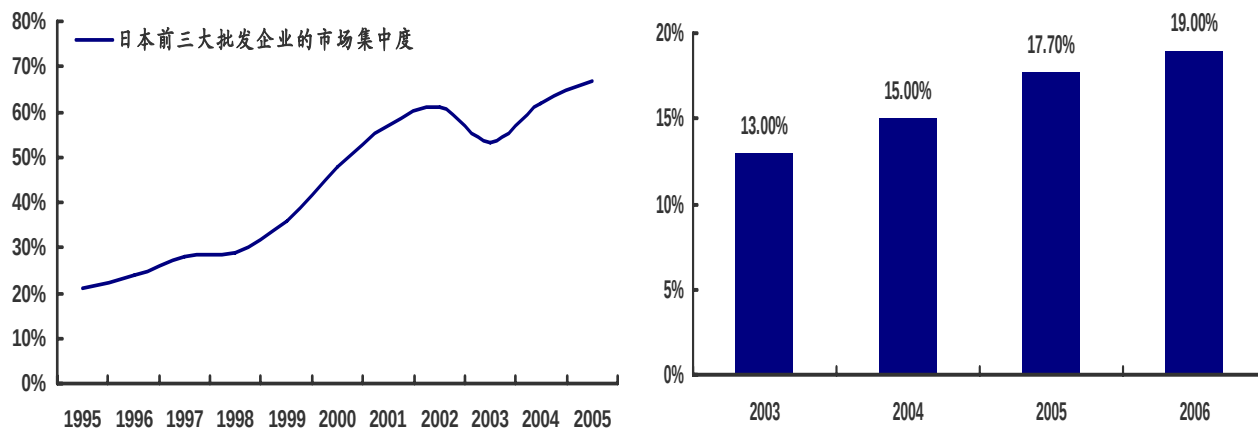
颁布国家标准的中药饮片为国家基本药物，并且随着国家对发展中医药产业支持力度的不断加大、饮片的报销比价将逐步提高，从而带动消费量的上升。与此同时，由于饮片价格已经比较低廉，在定价中享有一定的优惠，近期在发改委制定的《关于印发改革药品和医疗服务价格形成机制的意见的通知》中明确强调要改革医疗卫生机构药品销售加成政策。在总体不突破 15% 的前提下，可按价格高低实行差别加价政策。必要时对高价药品实行最高加价额限制，中药饮片加价率标准适当放宽。我们认为除国家另有规定外，中药饮片的龙头企业如康美药业等，无疑又将面临新的市场机遇。

■ 流通领域集中度提高 必然出现强者恒强局面

本次基本药物目录指出，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。此外，近期在发改委制定的《关于印发改革药品和医疗服务价格形成机制的意见的通知》中明确强调控制药品流通环节差价率。逐步降低政府指导价药品的流通差价率，对流通环节差价率(额)实行上限控制，并对高价和低价药品实行差别率控制，低价药品差价率从高，高价药品差价率从低。我们认为流通环节的减少已经成为国家控制药价的重要手段，压缩不合理营销费用已经成为大势所趋。我们认为未来流通行业将向大企业集中，中小医药流通企业的生存空间将更小，具有网络和渠道优势的大型医药流通企业将会成为行业整合中最后的赢家。建议关注全国性的流通企业龙头，国药股份和

一致药业。

图 13: 1995-2005 日本前三大批发企业市场集中度变化 图 14: 医药商业排名前三位的企业集中度变化



数据来源: IMS, SFDA 南方医药经济研究所, 渤海证券研究所

■ 基层卫生体系建设正在稳步推进, 医疗器械行业最先受益

从医疗保障扩容来看, 2010 年各级财政对城镇居民医保和新农合的补助标准提高到每人每年 120 元, 并逐步提高住院报销比例和门诊费用报销范围和比例。城镇职工或居民医保最高支付限额逐步提高到当地职工年平均工资和居民可支配收入的 6 倍左右, 新农合最高支付限额逐步提高到当地农民人均纯收入的 6 倍以上。

我们认为在新医改和国家政策扶持的双重影响下, 未来我国医疗器械行业将迎来一次发展的高峰。而且, 由于新医改注重基层建设, 中央财政的支出很大一部分也将落在基层, 医疗器械和器具作为基础设施的一部分, 必然会受益于整个行业扩容所带来的利好, 医疗器械的生产企业将显著受益。

政策上来看, 趋势是明显向农村医疗机构和社区医疗机构倾斜, 中低端医疗器械将明显受益于政策而实现需求释放。像 X 线机、B 超、心电图仪、手术器械等基本医疗器械都是县医院、乡镇卫生院选配的品目。因此我们更加看重生产基本医疗器械的企业, 如鱼跃医疗、万东医疗等。

■ 关注公立医院改革配套政策的推出

公立医院改革的全面启动, 众所周知公立医院的改革是整个医疗体制改革中能否解决“看病难和看病贵”的重点和难点, 国务院《医药卫生体制五项重点改革 2009 年工作安排》明确指出今年将在 100 所左右医院展开改革试点工作。与此同时, 为了配合公立医院改革的实施, 国家将出台基本药物拓展版, 用于公立医院(县、市、省级医院)。报销比例和政府补贴将逐级增大, 将引导小病在基层解决、大病到医院, 合理利用医疗资源。我们预计目录中将包括治疗肿瘤、糖尿病等病种的药物, 进入该目录的药物

未来销售增长可期，将利好恒瑞医药、益佰制药等细分领域的龙头企业。

结论：我们认为在这一投资主题下应该选择医改明确受益的领域。建议关注：商业流通、中药独家品种、中药饮片、医疗器械。

3.2 主题之二：出口复苏下的原料药投资机会

对于原料药，我们总体持乐观态度。从 09 年开始，原料药已经进入了恢复上升的通道。基于美林投资时钟，经济复苏阶段，周期性行业投资价值显著，作为周期性行业的原料药将有很好的投资机会。今年，随着我国经济增长复苏加快，通货膨胀的压力也增大。预计今年 CPI 在 3% 左右，而原料药行业的效益与 CPI、PPI 都存在着正相关性。

我们认为，对原料药中的维生素而言，成本的压力不会很大，而随着出口的逐渐复苏，尤其 10 年 5-6 月份饲料消费旺季到来之后，需求逐渐旺盛，库存将逐步被消耗，部分原料药品种将有涨价的可能。

今年猪肉价格受局部地区口蹄疫情影响，从 1 月初开始就调头直下，短短的几周的时间生猪价格就跌至盈亏平衡线以下。截止 3 月 20 日，猪粮比价已经连续三周低于 5.5: 1 的政府警戒线，按照《防止猪价过度下跌调控预案》，若本周继续低于 5.5: 1 的水平，国家将采取由财政贴息，鼓励大型猪肉加工企业增加商业储备，并进一步增加中央和地方储备。受生猪价格持续暴跌影响，国内饲料需求也受到抑制。鉴于未来生猪价格继续下降的可能性不是太大，国家将会采取措施来稳定，我们预期二季度生猪价格将升回 5.5: 1 的警戒线，相应的国内饲料需求也会受刺激，给处于下滑盘整中的维生素价格提供支撑。

出口方面，出口复苏较 09 年下半年略有放缓，尤其 VA、VB5 出口量有所下降，原料药出口价格振荡下行。预计进入 5-6 月份传统的出口需求旺季以后，出口量将有较大的增长，给相应的原料药带来短期机会。

从品种来看，我们看好进入门槛较高、竞争格局较好的 VE 和 VA，以及长期处于历史低位，厂商具有较强提价意愿的 VB2 和 VB5。

受山东新和成爆燃事件影响，国内主要厂家曾停止 VE 饲料级报价，后来浙江医药重新对外报价，价格略涨 10 元/kg 至 170 元/kg。VA 方面价格表现较为疲软，主要愿因是厂家库存较多，流通领域需求不旺。

图 15: VE 粉 (50%) 国内价格 (元/kg)

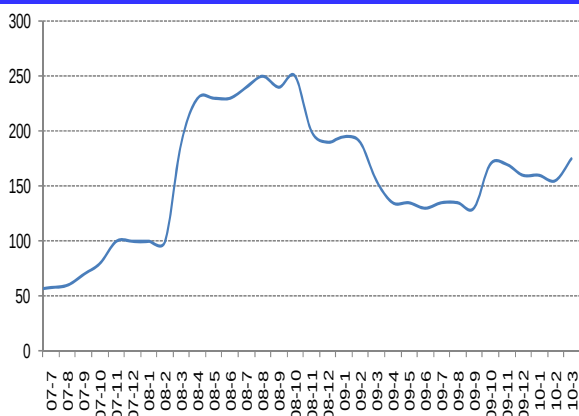
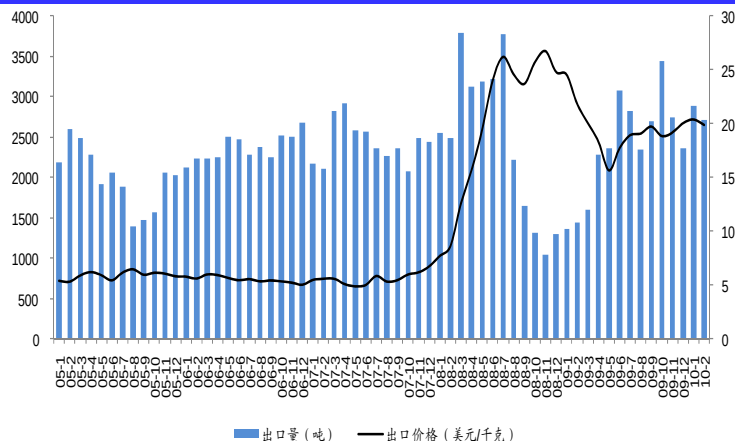


图 16: VE 出口量及出口价格



资料来源: 健康网、渤海证券研究所

图 17: VA 粉 (50 万 IU/g) 国内价格 (元/kg)

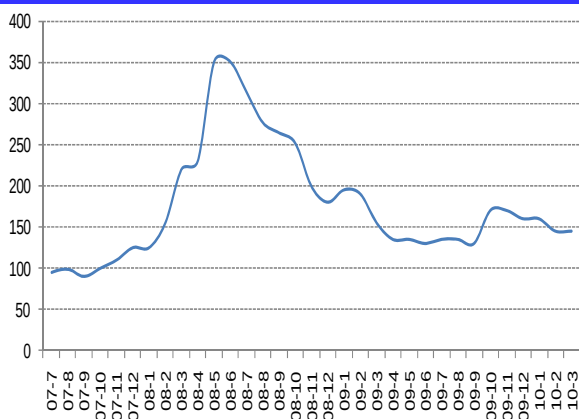
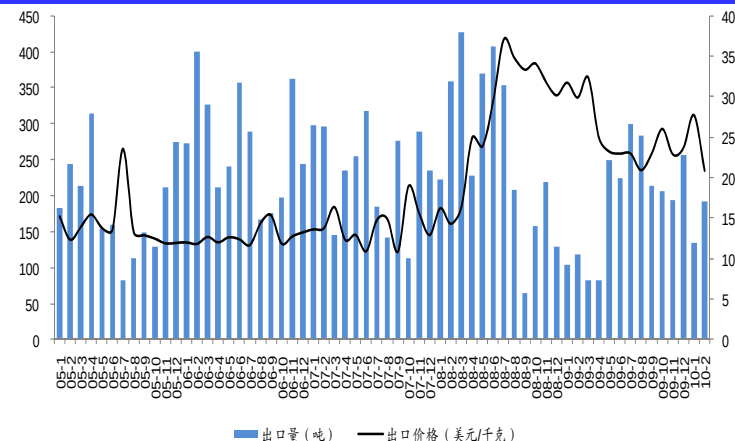


图 18: VA 出口量及出口价格



资料来源: 健康网、渤海证券研究所

从 09 年下半年以来, VB2 出口需求逐渐复苏到历史平均水平, 但无论从国内价格还是出口价格来看, VB2 都处于历史地位, 供过于求和国际需求增速放缓抑制了 VB2 价格上涨的空间, 从行业格局来看, 生产企业也大多处于微利甚至亏损的状态, 这样的低价位平衡可能仍将持续一段时间, 等一部分生产企业逐步亏损推出行业, VB2 价格才会出现较大的反弹, 当然从长期投资的角度来看, 已经具备较大的机会。

图 19: VB2 (80%) 国内价格 (元/kg)

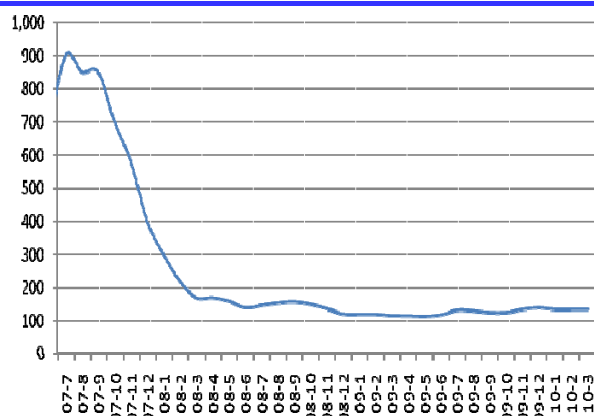
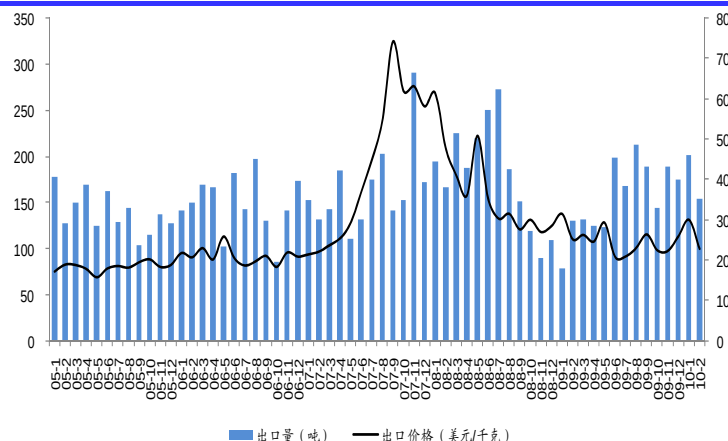


图 20: VB2 出口量及出口价格



资料来源: 健康网、渤海证券研究所

泛酸钙从1月底开始, 厂商逐步开始提价, 目前达 56-60 元/kg, 这也是由于泛酸钙化工中间体涨幅较大导致成本增加, 厂商借机实现提价。国内最大的 VB5 生产商鑫富药业 09 年出口量占全国的 78.91%, 拥有市场定价权。此前由于产能过剩, 导致 VB5 价格处于历史低位徘徊了 1 年多, 部分竞争对手已经被迫停产, 我们认为目前 VB5 的提价幅度不大, 能够被市场接受。预计 2010 年 VB5 平均价格在 60-65 元/kg, 相比 09 年提高 20%。

图 21: VB5 (98%) 国内价格 (元/kg)

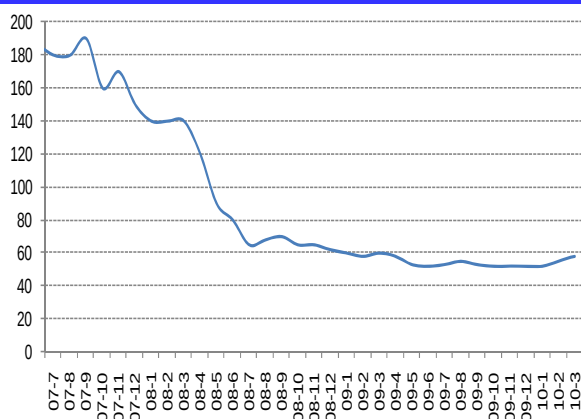
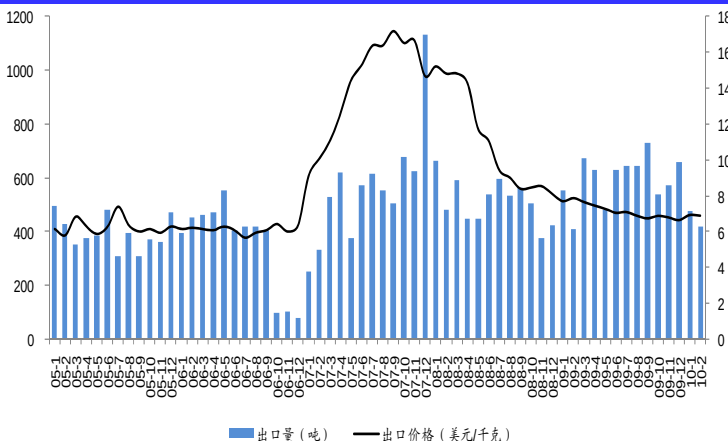


图 22: VB5 出口量及出口价格



资料来源: 健康网、渤海证券研究所

3.3 主题之三: 资产整合等事件刺激下的投资机会

09 年, 资产整合等题材作为股价催化因素层出不穷, 相关上市公司的市场表现优异。资产整合类公司有: 上实系医药公司 (上实医药、上海医药和中西药业) 预计整合方案月底出炉, 国药系公司 (国药控股在 H 股上市后, 为避免同业竞争, 国药控股吸收合并国药股份), 中生集团的资产注入 (天坛生物) 等。与此同时, 经国务院批准, 中国医药集团总公司与中国生物技术集团公司实行联合重组, 加速了央企整合, 按照国资委此前的规划, 到 2010 年, 央企将减少到 80 至 100 家。国药集团的重组“两步走”

完成后（第一步收购中生集团，第二步收购上海医工院），将成为集研发、生产、销售于一体的巨型医药产业航母。另外，地方国企整合的步伐也将近。有这种因素刺激的公司股价将随着再融资或资产整合进程的推进而不断上涨。

表 7：资产整合相关上市公司

类别	相关上市公司
国药系	国药控股 H、复星医药、国药股份、一致药业、天坛生物、现代制药（上海医工院控股）
上药系	上海医药、上实医药、中新药业
华立系	华立药业、昆明制药、武汉健民
华润系	三九医药、东阿阿胶、双鹤集团、万东医疗、上海医药
太极系	太极集团、西南药业、桐君阁
方正系	西南合成
通用系	ST天方、中国医药

数据来源：渤海证券研究所

结论：资产整合将有利于我国的药企不断做大做强，也是我国药企发展壮大的必由之路。因此，有资产整合预期因素刺激的公司股价将随着再融资或资产整合进程的推进而不断上涨应该产期重点关注。

3.4 主题之四：寻找经营改善的拐点型公司的投资机会

由于医药行业属于平稳增长的行业，上市公司的业绩缺乏弹性，所以正常情况下二级市场很难获得超额收益，但是如果一个业绩平平的公司经营出现拐点的时候，其在二级市场的表现同样是非常亮眼的，如 09 年涨幅名列前茅的中恒集团和星湖科技。

结论：经营的拐点需要从主导产品市场的发展、新产品竞争分析、公司管理能力和战略制定等多方面去考量，发现其价值并扑捉其投资机会，往往公司在经营上完成蜕变的过程中将伴随着其二级市场股价的不断上涨。

4.操作策略：长期持有 VS 时空转换

我们仍然看好医药行业的长期发展趋势和医改对行业积极的促进作用，给与医药行业“买入”的投资评级。行业政策的见效是一个长期效果累计的过程，因此有一定的滞后性。所以，在医改的推进过程中，会进入阶段性的政策“冷却期”，则需要具体分析政策细则对上市公司的短、中、长期具体影响，然后，医药类上市公司的市场表现将会出现一个明显的分化。

我们整体逻辑是，在行业内选择目前医改明确受益的领域，在该领域内选择具有竞争优势、明确增长和估值具有安全边际的个股，进行长期持有，以时间换空间获取最大的投资收益。

我们建议关注的公司：

在扑捉医改政策背后的投资机会下关注：天士力、康美药业、中恒集团、康缘药业、益佰制药、鱼跃医疗和国药股份

在出口复苏的原料药投资机会下关注：新和成、浙江医药、广济药业和鑫富药业

在资产整合等事件刺激下的投资机会下关注：国药股份

在寻找经营改善的拐点型公司的投资机会下关注：羚锐制药

二季度我们建议重点关注：天士力、中恒集团、康美药业、浙江医药、鑫富药业和鱼跃医疗的投资机会

表 8：重点关注医药行业上市公司

证券代码	证券简称	收盘价（元） （2010/03/31）	总市值 （亿元）	EPS			PE			PB
				2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E	
600535.SH	天士力	26.01	126.93	0.65	0.84	1.04	40.02	30.91	25.11	6.54
600252.SH	中恒集团	37.5	97.85	0.54	1.5	2.02	69.44	25	18.56	18.94
600518.SH	康美药业	12.19	206.54	0.3	0.42	0.57	41.14	29.02	21.27	5.06
600557.SH	康缘药业	22.43	71.72	0.5	0.59	0.72	44.86	38.02	31.15	6.94
600594.SH	益佰制药	21.93	51.57	0.55	0.75	0.98	40.02	29.3	22.31	7.78
002223.SZ	鱼跃医疗	42.45	65.59	0.63	0.62	0.84	67.31	68.47	50.54	14.69
600285.SH	羚锐制药	13.83	27.76	0.16	0.3	0.4	86.76	46.1	34.58	4.75
002001.SZ	新和成	46.35	172.55	2.98	3.68	3.97	15.55	12.6	11.68	6.53
600216.SH	浙江医药	33.76	151.94	2.7	3.02	3.55	12.5	11.18	9.51	6.83
000952.SZ	广济药业	14.96	37.66	0.15	0.45	0.69	99.07	33.24	21.68	4.87
002019.SZ	鑫富药业	23.12	50.96	0.15	0.44	0.75	151.11	52.55	30.83	5.57
600511.SH	国药股份	25.04	119.89	0.47	0.62	0.77	52.91	40.26	32.67	12.04

数据来源：渤海证券研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分

21 of 24

渤海证券股票投资评级说明

- 1、买 入：未来 12 个月内股价超越大盘 10%以上；
- 2、中 性：未来 12 个月内股价相对大盘波动在-10%~10%之间；
- 3、卖 出：未来 12 个月内股价落后大盘 10%以上。

渤海证券行业投资评级说明

- 1、 买入：行业股票指数超越大盘；
- 2、 中性：行业股票指数基本与大盘持平；
- 3、 卖出：行业股票指数明显弱于大盘。

重要声明：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和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。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。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其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。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券有限责任公司所有，未获得渤海证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券有限责任公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

渤海证券股份有限公司研究所

所长 程文卫 +86 22 2845 1869	副所长 谢富华 +86 22 2845 1985	副所长 马静如 +86 22 2845 1665	副所长 房振明 +86 22 8837 0816
有色行业研究 靳海明 +86 10 5836 2778	商业旅游行业研究 陈慧 +86 22 2845 1135	食品饮料行业研究 闫亚磊 +86 22 2845 1975	金融行业研究 张继袖 +86 22 2845 1849
电子/计算机行业研究 崔健 +86 22 2845 1618	机场/航空/铁路行业研究 齐艳莉 +86 22 2845 1132	航运/港口/公路行业研究 马哲峰 +86 10 5836 2779	机械行业研究 李强 +86 10 5836 2766
化工行业研究 张延明 +86 22 2845 1653	煤炭行业研究 张顺 +86 10 5836 2782	钢铁行业研究 刘勇 +86 10 5836 2789	新能源行业研究 江艳 +86 10 5836 2783
房地产行业研究 周户 +86 10 5836 2768	汽车行业研究 张立平 +86 10 5836 2780	电力设备行业研究 李新渠 +86 10 5836 2760	医药行业研究 马霏霏 +86 22 2845 1945
医药行业研究 吴洋 +86 10 5836 2785			
套利策略和产品设计研究 何翔 +86 22 2845 1808	股指期货与金融工程研究 徐莉莉 +86 22 2845 1659	基金与产品设计研究 章辉 +86 22 2845 1977	绝对收益产品与策略研究 徐华 +86 22 2845 1137
策略与行业比较研究 周喜 +86 22 2845 1972	国际与国内宏观研究 张雷 +86 22 2845 1705	金融策略与创新、证券理论研究 吕玉忠 +86 22 2845 1857	
机构销售 黄锋 +86 22 2845 1131	营销主管 郭靖 +86 22 2845 1879		

渤海证券研究所

天津

天津市河西区宾水西道 8 号

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区丰汇园 11 号楼东翼 1107

邮政编码: 100032

电话: (010) 58362786

传真: (010) 58362157

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn