

推荐 (维持)

医改改变游戏规则，个股重新“切蛋糕”

2010 年 6 月 12 日

医药行业2010年中期投资策略

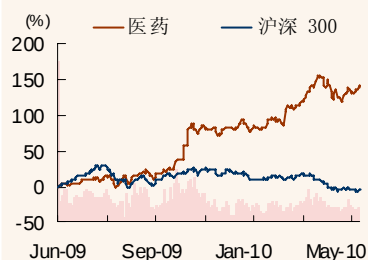
上证指数 2563

行业规模

		占比%
股票家数 (只)	121	7.5
总市值 (亿元)	8073	4.0
流通市值 (亿元)	6388	4.9

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	3.0	33.1	141.5
相对表现	6.8	56.2	149.5



相关报告

1、招商证券医药行业 2010 年二季度投资策略—行业景气度上升，存在主题性投资机会 2010/4/15

2、医药行业 2010 年度投资策略—看好医药商业加快整合，关注重组、国际化、创新和政策受益 2009/12/06

李珊珊

0755-83734347
 lishsh@cmschina.com.cn
 S1090210040001

研究助理:

徐列海

0755-83271609
 xuliehai@cmschina.com.cn

医改是一个改变游戏规则的过程，众多公司将重新“切蛋糕”，有人受益有人受损，调整能力和执行能力都很强的企业将长线受益，我们认为应该精选个股，由于个股机会较多，我们仍然维持行业“推荐”评级。

- 当前医药板块 2010 年预测 PE 34 倍，板块估值不低，相对全部 A 股溢价率已达到 114%，达到历史最高水平。但我们认为，随着人口的老龄化以及发病率的上升，终端用药增速有望加快；而且医改及其配套政策是一个改变游戏规则的过程，医改过程中，众多公司将重新“切蛋糕”，有人受益有人受损，个股机会较多，因此维持行业“推荐”评级。
- 4 月 22 日，我们在北京召开招商证券 2010 年医药行业投资论坛，从国家层面、省级层面、医院及医药公司层面各请了有代表性的权威专家进行剖析，结合我们自己的分析，形成如下判断：医改及其配套政策正在改变游戏规则，医疗器械从 08 年开始受益；大病用药是未来 5-10 年的投资主线；普药在门诊统筹前后会有爆发式增长。医改过程中，短期受益的是出台政策对其有利的企业，而长期受益的是调整能力和执行能力都很强的企业。
- 医药商业行业集中已经显著在提速了，大商业公司的“盛宴”已经开始。我们判断，2-3 年内，全国将形成 3-5 家全国性医药商业巨头，必定是全国性巨头的是国控；有可能成为全国性巨头的是上海医药和南京医药。站在行业历史性机遇的面前，这 3 个公司都具有不可复制的投资价值。
- 个股方面，我们推荐贵州百灵（业绩增速的拐点，与“金子”共同成长），鱼跃医疗（多渠道发力，成长中的 Tenbagger），华北制药（管理改善、产业转型、业绩向上拐点确立），东阿阿胶（控制营销带来价值回归），恩华药业（多个新产品即将获批），爱尔眼科（行业机遇的连锁医院新模式），康美药业（产业链更趋完善，抗通胀的良好投资标的），国药股份、一致药业、南京医药、上海医药（受益于医药商业集中度提升）。

重点公司主要财务指标

	股价	09EPS	10EPS	11EPS	09PE	10PE	PB	评级
东阿阿胶	38.0	0.87	1.23	1.72	43.7	30.9	9.7	强烈推荐-A
华北制药	12.1	0.58	0.82	1.14	20.9	14.8	13.8	强烈推荐-A
爱尔眼科	48.9	0.53	0.74	1.06	92.3	66.1	11.0	强烈推荐-A
恩华药业	24.0	0.44	0.64	0.95	54.6	37.5	14.2	强烈推荐-A
鱼跃医疗	41.5	0.71	1.07	1.60	58.3	38.9	20.6	强烈推荐-A
信立泰	85.8	1.52	2.18	3.02	56.4	39.3	12.2	强烈推荐-A
南京医药	12.3	0.23	0.32	0.44	53.5	38.5	4.1	强烈推荐-A
贵州百灵	49.0	1.08	1.52	2.11	45.4	32.3	4.1	强烈推荐-A
中新药业	31.9	0.92	1.22	1.47	34.7	26.1	7.2	审慎推荐-A
一致药业	31.9	0.91	1.22	1.59	35.1	26.1	10.7	强烈推荐-A
国药股份	23.9	0.61	0.76	0.92	39.2	31.5	10.3	审慎推荐-A
康美药业	14.2	0.44	0.62	0.85	32.2	22.9	5.5	强烈推荐-A
上海医药	18.5	0.58	0.73	0.98	31.8	25.3	4.1	审慎推荐-A
恒瑞医药	49.0	1.06	1.35	1.76	46.2	36.3	13.3	审慎推荐-A
云南白药	67.6	1.65	2.34	3.16	41.0	28.9	9.6	审慎推荐-A

资料来源：招商证券

正文目录

一、策略观点.....	3
二、上市公司部分.....	7
贵州百灵：与“金子”共同成长（强烈推荐—A）.....	7
鱼跃医疗：成长中的 Tenbagger（强烈推荐—A）.....	7
华北制药：强烈推荐—A.....	8
恩华药业：现有产品保证公司维持较快增长，新产品获批锦上添花（强烈推荐—A）.....	9
东阿阿胶（强烈推荐—A）.....	10
信立泰（强烈推荐—A）.....	10
爱尔眼科（强烈推荐—A）.....	11
康美药业（强烈推荐—A）.....	11
恒瑞医药（审慎推荐—A）.....	12
南京医药（强烈推荐—A）.....	13
上海医药（审慎推荐—A）.....	14
云南白药（审慎推荐—A）.....	14
国药股份（审慎推荐—A）.....	14
一致药业（强烈推荐—A）.....	15
中新药业（审慎推荐—A）.....	16

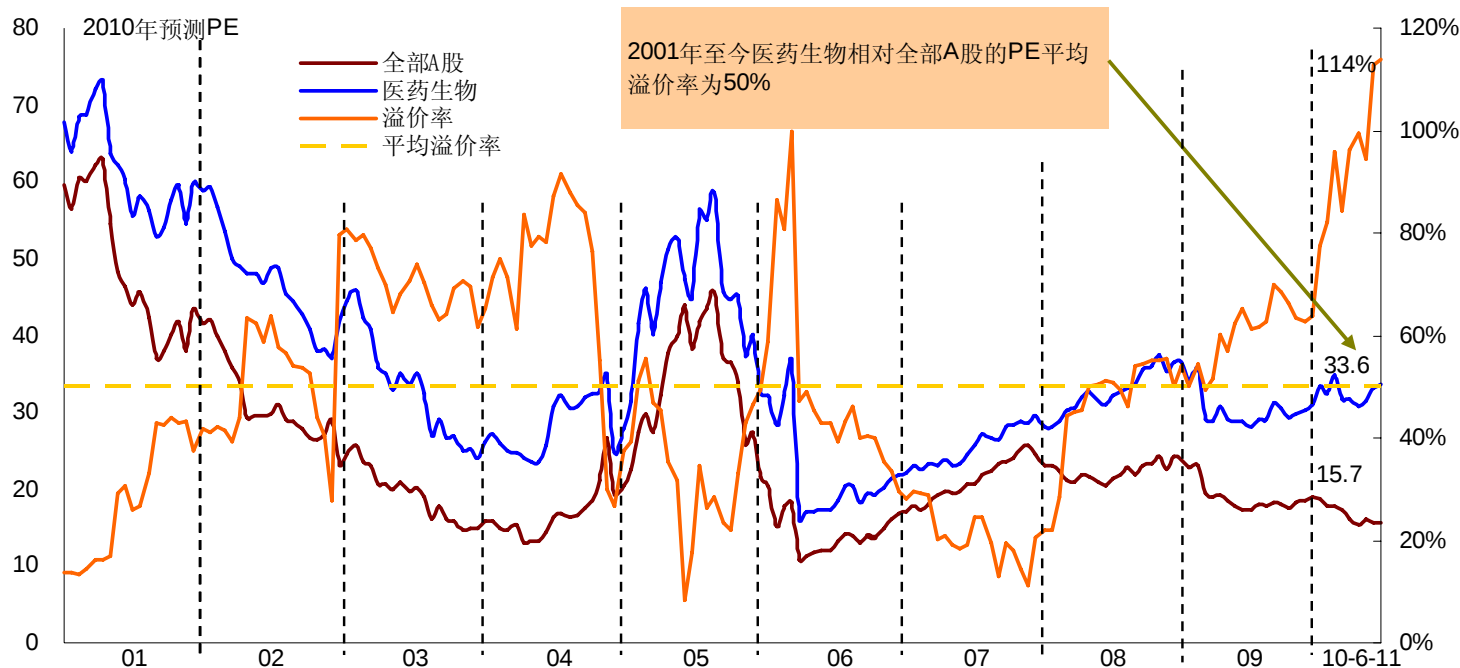
图表目录

表 1：2010 年新农合资金使用测算（基金使用率 94.5%）.....	6
图 1：医药板块相对全部 A 股的 2010 年预测 PE 估值溢价率达 114%.....	3
图 2：医药板块投资机会逻辑分析.....	3
图 3：医改及其配套政策分析逻辑.....	4
图 4：2004 年主要慢性病次均住院费用与居民家庭（城镇、农村）人均年收入比较.....	5
图 5：医药行业历史PEBand.....	16
图 6：医药行业历史PBBand.....	16

一、策略观点

截至 6 月 11 日，医药板块 2010 年预测 PE 33.6 倍，全部 A 股 15.7 倍，医药板块相对 A 股溢价 114%，远高于历史 50% 的平均水平，处于 2000 年以来的历史高位。

图 1：医药板块相对全部 A 股的 2010 年预测 PE 估值溢价率达 114%

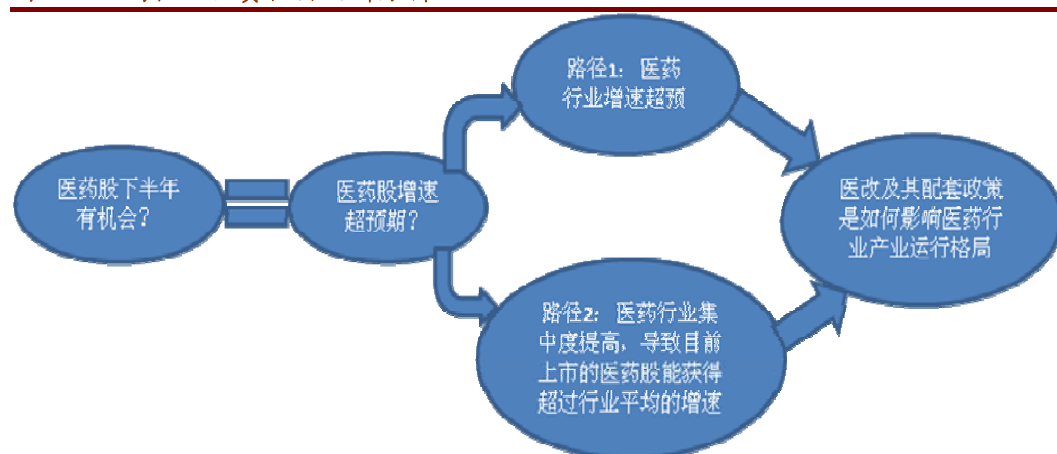


资料来源：wind，招商证券研究

医药股与 A 股的溢价已经到达历史高位，我们一直在思考，如此高估值的医药股下半年是否还有机会？

逻辑推论如下：

图 2：医药板块投资机会逻辑分析

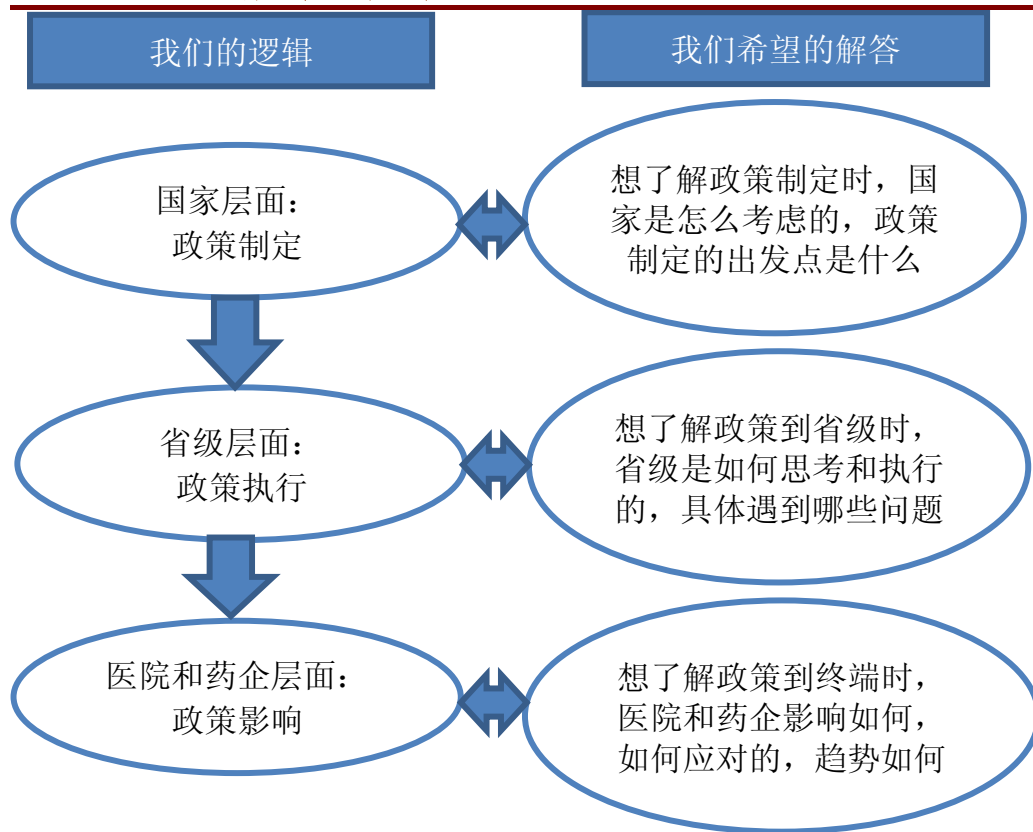


资料来源：招商证券研究

从上图可以看出，所有的逻辑分析都归结到一点，医改及其配套政策是如何影响医药行业产业运行格局？

4月22日，我们在北京召开招商证券2010年医药行业投资论坛，循着这条主线，我们列出了分析的逻辑：

图 3：医改及其配套政策分析逻辑



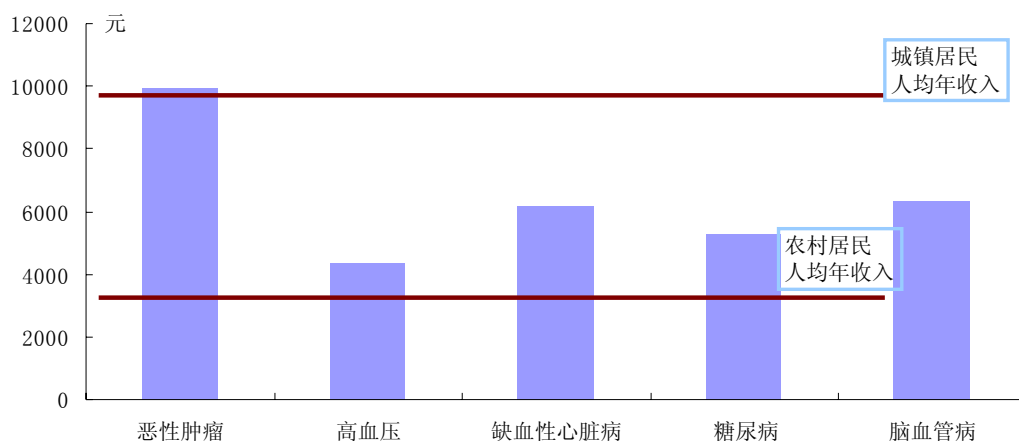
资料来源：招商证券研究

我们在国家层面、省级层面、医院、医药企业层面各请了有代表性的权威来进行剖析，结合我们的分析，形成了以下观点：

国家层面的思考：

- 1、上一轮医改，是一轮“抓大放小”的医改，本次医改，是一轮“抓小放大”的医改，国家加大基层卫生医疗机构的建设，简称“强基层”。
- 2、99年，城镇职工医疗保险解决了1.8亿城镇职工医保的问题；07年，城镇居民医疗保险试点，覆盖人口2.6亿；03年新农合试点，覆盖人口8.9亿。国家目前重点提高的是城镇居民和新农合的覆盖率及筹资水平。这将是国家医改里补需方中最重要的投入。
- 3、国家本轮医改，核心解决的是人口老龄化之后的大病需求。08年老龄化人口1.6亿，2020年，老龄化人口将达2.5亿，中国药品将近60%是老年人用药，药品开支压力巨大。

图 4: 2004 年主要慢性病次均住院费用与居民家庭（城镇、农村）人均年收入比较



资料来源: 招商证券研究

从上图可以看出, 慢病及大病的次均住院费用仍然过高, 超出大部分城镇居民及农村居民的收入水平, 本轮医改, 医保扩容, 将提高这些大病、慢病的覆盖水平。

省级层面的思考:

- 1、目前的医疗补贴是分级的, 国家出三分之一, 地方出三分之二, 由于目前税收情况的逐级递减, 导致医疗补贴的到位率不足。
- 2、医疗补贴的投入金额并不大, 但属于持续性增长的投入, 金额是逐年向上走的。
- 3、基本药物实际的执行情况非常不好, 原因在于: A、基层加价率远高于 15%。B、给基层的补贴到位率不足。因此, 基本药物的彻底贯彻对基层卫生医疗机构而言是生与死的问题, 所以, 基层卫生医疗机构的抵触情绪很大。

我们思考之后, 对政策影响的判断:

- 1、扩大医保覆盖面, 我们觉得能做到, 目前城镇职工医疗保险和新农合的参保率已经非常高, 这次主要提高的是城镇居民医疗保险的参保率。
- 2、提高医保筹资水平, 我们觉得, 目前中央出三分之一、地方出三分之二的出资比例, 在经济发达的省份是可以实行的, 但是经济落后的省份需要国家财政的转移支付。
- 3、基本药物: 需要后续政策制度的出台及落实, 我们正在观察。
- 4、公立医院改革: 目前以试点为主。

医改对资本市场投资的影响，我们的看法是：

医改是一个改变游戏规则的过程，改变的是切蛋糕的方式，有人受益有人受损，目前已经初现端倪：

强基层——基层建设、医疗器械

强基层中的提筹资水平——大病用药

强基层中的门诊统筹（城镇居民 60%、新农合 50%）——普药

我们预测，随着新农合从 09 年的 120 元/人/年提高到 2010 年的 150 元/人/年，增加筹资的 270 亿将主要用于以下几个方面，其中，门诊统筹提上日程，对普药将会有拉动作用；儿童白血病、先天性心脏病的单列体现了国家的政策方向——保大病。

表 1：2010 年新农合资金使用测算（基金使用率 94.5%）

	筹资总额	住院统筹	门诊统筹	儿童白血 病、先天性 心脏病	其他
总额（亿元）	1250	971	153	18	39
人均（元）	150	116.6	18.4	2.1	4.7

资料来源：招商证券研究（注：其他指住院分娩、门诊特殊大病、健康体检等）

短期受益：出台的医改政策对其有利的企业。

长期受益：调整能力和执行能力都很强的企业，他们能根据医改的政策不断调整自己。

二、上市公司部分

贵州百灵：与“金子”共同成长（强烈推荐—A）

投资要点：

百灵原来是一个产品较老的 OTC 企业，市场普遍觉得其成长性不强，我们，经过一定范围的外围及内围调研，提出我们与资本市场不同的观点：这是一个拐点型公司，2010 年是公司增速提速的拐点，其价值远远未被市场认识，是金子总会发光的，我们将与百灵共同成长。

好公司，战斗力很强：这是一个好公司，员工的凝聚力、战斗力很强：贵州本部的员工以进百灵工作为荣；分布在全国的销售人员稳定性非常高，很多省代都是跟着百灵十来年，人员数量虽然不是很多，但是非常精干。

民营企业看老板，老板们的个性决定了他们能成事：2 个老板个性上差异比较大，但是配合非常好，有一个特别重要的共性，决定了他们能成事——大气、善良、愿意分享。“财散人聚”，老板们的“舍得”让员工能围绕在百灵周围；老板们的大气、善良，让员工对公司有家的感觉，愿意长久地为百灵奋斗。这才是公司最本质的竞争力。

公司目前处在增速的拐点：公司以前是一个比较纯粹的 OTC 公司，咳速停、维 C 银翘片等品种较老，资本市场对 OTC 渠道的成长性预期很低；新产品银丹心脑通是处方药，公司以前涉足很少，资本市场担心其是否能成功，因此，资本市场对百灵的成长性预期并不高，业绩增速普遍预期在 20%-30%。我们，经过一定范围的外围及内围调研，提出我们与资本市场不同的观点：百灵的 OTC 增速将超市场预期，处方药银丹心脑通取得成功是大概率事件，将来这是一个终端过 10 亿的大品种（具体 OTC 及处方药的分析及判断理由请见我们即将推出的《贵州百灵深度报告》）。公司未来的业绩增速，我们的预测是 2010 年-2012 年都在 40% 左右，成长性良好，2010 年是百灵增速的拐点。

我们预测，百灵 2010-2012 年 EPS 分别为 1.08 元、1.52 元、2.11 元，净利润增速分别为 42%、41%、39%，对应的 PE 分别为 39 倍、27 倍、20 倍，作为一个将来能持续高成长的好公司，公司目前的价值并不为资本市场所认知，但我们认为，是金子总是会发光的，百灵的价值将逐步被市场认同，作为一个优秀的成长股，我们希望投资者与百灵共同成长，首次给予“强烈推荐”的投资评级。更多信息请关注我们即将推出的《贵州百灵深度报告》。

主要风险是银丹心脑通的销售低于预期。

鱼跃医疗：成长中的 Tenbagger（强烈推荐—A）

投资要点：

2008 年 9 月 12 号，李珊珊在鱼跃医疗深度报告《市场有分歧，才有机会》中强烈推荐鱼跃医疗，迄今，1 年半多，股价涨幅 5.6 倍，很多人问我，是不是差不多了，我回答：不是，这是一个 tenbagger，目前仍在成长中，作为一个确定能长大的高成长公司，公司目前市值并不大，将来，这是一个至少 200 亿市值的公司，作为战略性筹码，我们仍然坚持“强烈推荐”的投资评级。

2008 年 11 月 30 日，李珊珊的医疗器械行业深度报告《天然出 tenbagger，但出不了几个 tenbagger》，报告里提出了医疗器械行业由于销售渠道天然的扩展性，因此医疗器械的并购非常多，tenbagger 型的公司，就是不断巩固自己在渠道上的优势，对外通过并购不断增加新品，从而实现高速增长。鱼跃医疗，就是其中的佼佼者。

医疗器械公司本质的竞争力是渠道，医疗器械行业销售主渠道有 2 条，一条是 OTC，一条是医院。08 年时，鱼跃的 OTC 渠道比较强，医院渠道不是很强；2010 年，鱼跃通过电子血压计这个产品，把 OTC 渠道打造得更强，医院渠道通过从迈瑞引进高级人才从而实现突破。从此，鱼跃在渠道上的优势会更明显。

鱼跃医疗，一个成长中的 tenbagger，08 年到现在，公司的发展路径就是加强销售渠道的建设，不断往渠道上加新品种（新品种来自于并购和自主研发——如并购体温计、X 光机、缝合线等）。将来，公司仍然会延续这一发展模式，而该模式远远尚未走到头，因此，这是一个成长中的 tenbagger，目前 78 亿的市值并不大，将来，我们判断，公司的市值至少 200 亿。

鱼跃医疗 tenbagger 道路中的实现路径：收入增速远快于行业平均、毛利率随着收入的增长而提高、利润增速远快于行业平均。

我们给予公司 09、10、11 年摊薄后 EPS 分别为 0.71 元、1.07 元、1.6 元，目前估值并不算低，我们判断，公司将来市值至少在 200 亿以上，由于其确定的高成长性，因此，我们维持公司“强烈推荐”的投资评级。

主要风险是医院渠道开拓低于预期。

华北制药：强烈推荐—A

投资要点

收入结构调整提升公司估值水平。华药过去以原料药为主，制剂收入占比约 25%，09 年下半年成立销售分公司，制剂销售分区管理，预计 2010 年整体制剂业务将实现翻番增长，制剂收入比重将提升至约 40%。制剂比重提升将：1、内部消耗原料药增加，综合毛利率将有所提升；2、原料药价格周期风险弱化。

业务分线管理发挥规模效应，提升管理效率。据集团网站披露，09 年公司已完成头孢线资产整合，2010 年将推进青霉素类、半合青类及维生素类资产整合。当前正进行控股子公司少数股权的回购工作，预计公司未来将参照头孢类整合思路对青类、抗生素类资产整合，生产资源集中和优化将发挥规模化效应，经营团队的统一管理提高管理效率。

管理效率提升空间较大。09 年管理费用率高达 14%，母公司更是达到惊人的 17%。冀中能源进入华药后颁布的“五大禁令”从任职、生产、采购、销售及财务等方面进行改革，通过加薪又充分的调动了员工的积极性，预计未来管理费将会有较大幅度下降。

财务负担将逐步减轻。期末借款余额合计 39 亿元，新项目建设需要大量资金投入，预计银行借款存量下降空间有限，但财务费用有进一步下降空间：1、调整借款结构，增加进出口银行及集团财务公司（利率仅 0.29%、0.45%）低息长期借款比重；2、09 年

下半年起短期借款利率下调约 15%；3、资金集中管理提高使用效率。**09 年节约财务成本 2200 万元，2010 年将继续下降。**

具有较强的研发实力。旗下新药公司为国家级企业技术中心、高技术研究成果产业化基地和微生物药物国家工程研究中心，在研新药包括：1、药用级重组人血白蛋白 5 月底进入临床 I 期；2、1 类新药重组人源抗狂犬病毒抗体 09 年 12 月进入临床 I 期；3、抗肿瘤药埃博霉素 B 2009 年 10 月份进入 CDE 药物审评阶段。

预计培养基级重组人血白蛋白项目 4 季度投产：由于大股东进入后进行工程审计，提取阶段设备订购有所推迟，预计 7 月初提取设备到位，10 月开始试运行，4 季度正式投产。白蛋白项目设计产能 15 吨，按 3000 万/吨测算，预计项目将实现收入 4.5 亿元，贡献 EPS 0.15 元以上。

业务转型贡献 2011 年起体现。目前在建项目包括培养基级人血白蛋白、免疫抑制剂及头孢项目。若金坦生物 2010 年注入上市公司，预计生物板块 2011 年将贡献 EPS 约 0.2 元；头孢项目投产将进一步提升公司制剂收入比重，预计抗生素业务 2011 年贡献 EPS 将超过 0.25 元。公司 2010 年仍会上马新项目，我们判断新项目很可能为抗肿瘤药，新项目贡献将在 2012 年体现。

维持业绩预测和“强烈推荐—A”评级。维持预计 2010-2012 年净利润同比 257%、40%、40%，实现 EPS 0.58 元/0.82 元/1.14 元。我们认为公司仍被低估：业务转型、现有资产负债中制剂比重的提升、资产注入等因素将改变公司收入、利润结构，提升公司估值水平。预计公司 2010-2015 年复合增长 30%以上，维持“强烈推荐-A”评级，目标价 18 元。

主要风险是 VC 价格下降。

恩华药业：现有产品保证公司维持较快增长，新产品获批锦上添花（强烈推荐—A）

投资要点

基层市场扩容支撑现有产品保持较快增长。09 年起新医改投入大量资金完善基层医疗设施，提高基层医疗供给。二三线城市的销售是公司的优势领域，公司麻醉类药物将受益于基层医疗设施完善后的手术量的增加。我们认为即使没有新产品补充，基层市场的扩容仍将支撑公司 2010 年保持较快增长。

新产品获批将成为公司股价催化剂。一类降压药埃他卡林，麻醉镇痛类药物芬太尼、右美托咪定有望 2010 年获批，麻醉类药物异丙酚、精神类药物阿立哌唑、神经类药物普瑞巴林有望 2011 年内获批。公司年内将有 4、5 个新品种获批，近两年将有 8、9 个新品种获批。产品储备丰富，目前储备产品达 20 余个。公司长期构建的良好专家关系及专业的销售队伍将保证新产品加入后迅速上量。

预计 2010-2012 年收入分别增长 20%、22%和 23%，净利润同比增长 45%、45%和 49%，实现 EPS 0.44 元、0.64 元和 0.95 元。我们 2011-2012 年的业绩偏保守，公司业绩存在超预期的可能。公司当前收入、利润基数较低，随着“重磅品种”从 2010 年开始的陆续获批，恩华的收入和利润都将出现台阶式的跨越发展。维持“强烈推荐-A”评级。

主要风险是新产品获批进程低于预期。

东阿阿胶（强烈推荐—A）

投资要点

聚焦高端市场策略十分成功：我们走访了深圳地区多家一致药店、海王星辰连锁药店，发现这些 OTC 药店只经销东阿阿胶的阿胶产品，且阿胶系列产品（阿胶块、阿胶浆、阿胶原粉、固元膏、阿胶补血颗粒等）均陈列在显眼位置。公司阿胶块自 09 年底撤出县级以下市场，聚焦高端市场。目前，城市高端的连锁药店只销售东阿阿胶产品，为公司区隔其他竞争对手产品提供了天然壁垒，利于培养客户对东阿阿胶品牌的忠诚度，也为阿胶块的长远提价战略奠定基础。

增加销售费用投入以拉动终端消费。阿胶块年初至今累计提价 38%，产品终端价格也随着调整，目前终端价 720-760 元/公斤，目标终端消费人群大幅收缩。公司 2010 年将投入更多的费用以终端需求拉动。此外，我们判断公司在阿胶浆及保健品上也将投入更多费用以确保终端需求的持续增长。由于阿胶块提价是公司的长期战略，我们预计未来几年仍将投入较多费用，通过广告投入、建立消费者档案、养颜养生馆等多种策略，锁定高端消费者。**1 季度是产品消费相对旺季，公司费用投入较少，我们判断 2 季度开始费用投入将有所增加。**

暂维持业绩预测和“强烈推荐-A”评级。预计 2010-2012 年收入同比增长 27%、26%和 25%，净利润同比增长 44%、42%、40%，实现 EPS 0.87 元/1.23 元/1.72 元。公司是我们长线看好的资源性战略品种，阿胶“药品、保健品”双重属性决定了其具有受众广、提价空间大的特点，其天生就是一个大品种。预计中报仍将保持快速增长，给予 2010 年 45 倍预测 PE，维持“强烈推荐-A”评级及 40 元目标价。

主要风险是国家回收流动性，高端人群消费萎缩导致阿胶块销量回落。

信立泰（强烈推荐—A）

投资要点

储备产品丰富，预计未来每年都有重量级新药上市。抗凝药比伐卢定预计 2010 年上市，与泰佳形成系列化优势，借助现有销售队伍将快速上量；抗感染专利药头孢呋辛钠舒巴坦钠已进入临床 II 期，预计 2011 年底获批上市；心血管支架目前正处于研发阶段，预计 2012 年将有产品上市。此外，公司还有 2 个在研 1 类心血管类新药以及 10 余项在研新药。围绕心血管及高端头孢抗生素，预计公司未来每年都有重量级新药上市。

保守预计 2010-2012 年 EPS 至 1.52 元/2.18 元/3.02 元，同比增长 60%、44%、38%。由于：1、心脏介入收入量的快速增长、病人术后服药期限的延长以及公司产品对波立维的替代，泰嘉收入增长或超预期；2、头孢原料药销售直接面对企业，仅需 2 名销售人员，其快速增长将大幅降低各项期间费率。我们 2010 年的业绩预测相对保守，公司业绩超预期的可能性较高。

中报预增预增 100-120%。我们预计中报增长接近 120%，实现 EPS 约 0.83 元。

维持“**强烈推荐-A**”评级。我们在4月21日报告中上调公司评级并给予90元目标价，尽管目前股价已到达我们前期目标价，但我们认为公司**1季报及半年报**高速增长的业绩表现仍将催化股价，**公司存在交易性机会**。我们看好公司立足高端专科用药的创新研发的产品系列化优势，维持“**强烈推荐—A**”评级。

主要风险是新产品的获批慢于预期。

爱尔眼科（强烈推荐—A）

投资要点

民营眼科连锁面临历史性机遇，现在到了出大公司的时候了。我们经过详细分析，最后能跑出来的只会是爱尔。根据单店模式十年（2010年—2019年）业绩测算，我们判断，爱尔眼科是十年十倍的成长股。

从现在开始**10年，将是民营医院最黄金的10年**：1、政策松绑，民营医院面临前所未有的政策呵护。2、爱尔等企业的成功，给民营医院指了一条明路——规范运作，民营医院在可预见的10年内，规范运作的比例将逐年提高。3、医院，正在破冰的垄断领域，社会资本加速度进入，带来的是超常规发展。

民营眼科连锁，现在到了出大公司的时候了。眼科，民营医院有机会，也天然适合连锁。1、公立医院不重视眼科。2、眼科容易在地级市截留病源，天然适合连锁。3、眼科连锁的天花板（增长瓶颈）特别高，空间很大。

眼科连锁医院做好需要的要素，爱尔都不缺，我们认为，爱尔能把眼科连锁做好。爱尔的先发优势对其竞争对手而言是致命的，跑出来的只会是爱尔：爱尔09年上市融资8.82亿，抢先全国布局，一招先，步步先，之后将在市场准入、医生资源、品牌积累、病人信任等多方面全面阻截对手。

连锁模式的宿命，前高后低，爱尔有可能突破；爱尔前5年增速很高，后5年利润有望维持较高增速。我们对爱尔眼科建立了二级医院、三级医院2种单店模型，配合我们估算的爱尔眼科2010年—2020年扩张曲线，我们测算了爱尔2010年—2020年的盈利波动曲线，得出结论，2010年—2015年是公司收入、利润的高速增长期，2015年之后，利润增速的维持需要公司通过提高“坪效”、提高单个客户的APU值来保持，我们看好爱尔团队的调整能力，因此相信，高速扩张期过后，爱尔能从内部挖潜，保持较高利润增速。经过测算，我们判断，爱尔的业绩具有十年十倍的能量。

看好长期表现，维持“**强烈推荐—A**”评级。预计公司2010~2012年收入分别同比增长34%、30%和30%，净利润同比增长53%、39%和43%，实现摊薄后EPS 0.53元、0.74元和1.06元。我们看好公司未来成长性，维持“**强烈推荐—A**”投资评级。

康美药业（强烈推荐—A）

投资要点

建立康美（亳州）华佗国际中药城，完善产业链。收购亳州世纪国药100%股权，拟投资15亿元建设康美（亳州）华佗国际中药城，中药成为集“贸易、会展、检验检测、信息发布、金融服务、物流配送、办公、配套商务于一体”的综合型医药行业集散中心，

打造中药材及饮片、中药养生保健品等专业交易市场。主要盈利模式包括：1、收取固定租金；2、交易佣金；3、仓储服务等。项目分两期投资，首期计划第二年下半年开始投入运营，运营后预计2年中药城销售额可达50亿元；项目全部建成后预计年销售额达到100亿元以上，初步测算全部投资财务净现值所得税后4亿元。

中药材贸易将持续为公司贡献利润。常见中药材贸易品种达1千多种，公司已建立专门队伍收集药材价格信息，同时药材收购现款现货，公司具备资金优势，未来华佗国际中药城投产后公司将更具竞争优势。今年公司药材贸易将受益于西南干旱：1、公司具有较多的药材存货，如三七，干旱推动药材价格上涨；2、药材价格上涨将拉大贸易价差。

主要受限于产能瓶颈，中药饮片2010年收入增速前低后高。受产能限制，2010年中药饮片收入同比仅增长了6.2%。2010年5月初开始供货厦门中医院，下半年康美北京、康美成都陆续投产以及新开河进入良性发展轨道，预计公司中药饮片收入增速将呈前低后高状。

中药饮片国家标准品种2010年将由200余种增加至300余种。由于中药饮片国家标准品种较少，大部分品种在各省具有不同标准，对企业产品进入其他省份形成壁垒。公司参与中药饮片国家标准制定工作，将受益于国家标准品种的增多。

维持业绩预测和“强烈推荐-A”评级。预计2010-2012年实现EPS 0.44元/0.62元/0.85元，同比增长48%、41%、38%。**公司是抗通胀的良好投资标的：现有大量存货将受益于药材涨价；中药饮片可依据中药材成本上涨顺加作价。**建立康美（亳州）华佗国际中药城，产业链更趋完善。我们看好公司上游和终端资源控制战略和全国市场战略全面推进下的持续较快增长态势，维持“强烈推荐-A”评级，目标价18元。

主要风险是公司固定资产投资较大，工程进展低于预期。

恒瑞医药（审慎推荐—A）

投资要点

股权激励方案丰厚：向58名激励对象授予603万股，授予价格20.28元/股，设定合理的业绩考核和弹性的个人绩效考核条件，授予日后4年内若达到考核条件可分期解锁，激励成本计入经营性损益。我们认为该激励方案丰厚，考核条件合理，将有效调动激励对象积极性，有利公司的长远发展。

近期主要催化剂：1、卡曲沙星和艾瑞昔布获批上市；2、伊利替康冻干粉针注射剂生产线通过FDA检查；3、其他在研药物取得进展。

公司产品储备丰富：1、苹果酸法米替尼、分子靶向抗肿瘤药物甲磺酸阿帕替尼等5个一类新药分别处于I到II期临床，另有6个创新药正申报待批。2、自主研发的用于治疗II型糖尿病的创新药——瑞格列汀09年8月在美国获批进入一期临床试验。

预计2010-2012年收入同比增长23%、22%、24%，净利润同比增长18%、28%、30%，全面摊薄后实现EPS 1.06元、1.35元和1.76元。我们的业绩贡献仅考虑主业贡献，2010年主业增长约30%。预计老产品每年将保持20%左右的增长，公司每年都有新产品获批，保证收入保持较快增长。

维持“审慎推荐—A”评级。恒瑞医药是我国最具新药创制能力的佼佼者，公司在国内已经战胜了跨国药企、牢固占据了肿瘤药市场份额第一，形成了完善的处方药学术推广销售平台，公司从04年以来全力投入创新研发，积蓄多年，现在到了产出期。公司已经具备走出国门的竞争实力，我们看好公司创新和国际化的潜力和前景。当前估值不低，但公司在研重磅新药及国际化若取得突破，增速将超预期，维持“审慎推荐—A”评级。

南京医药（强烈推荐—A）

投资要点

受益基本药物集中配送：公司拥有江苏、安徽、福建最大的医药商业网络，在目前行业集中提速的趋势下受益明显，从目前基本药物的配送商选择情况来看，南药受益也非常明显。

行业机遇：2-3年内，全国将形成3-5家全国性医药商业巨头，必定是全国性巨头的是国控；有可能成为全国性巨头的是上海医药和南京医药。站在行业历史性机遇的面前，这3个公司都具有不可复制的投资价值。其中，南京医药由于市值小，弹性更大。

公司面临全国性扩张机遇：公司是通过并购起步的企业，06、07年内部整合，08年开始新一轮扩张，09年将继续加大扩张力度。基本药物配送商招标将大幅提高商业集中度，公司处于全国布局非常好的时点：以往在扩张中，各地排名不靠前的小企业被并购的意愿不大，但基本药物招标限制配送商数量后，排名不靠前的小企业将面临失去市场的可能，因此被并购的意愿也加大。

公司的扩张计划和竞争优势：公司进入新省份一般有4阶段计划：先争取在当地托管2~3家医院，形成2~3个亿的收入规模，9个月左右达到盈亏平衡点。同时开展现销快配业务，一方面能降低信用风险，另一方面也能加速资金流。然后争取基本药物配送商资格，之后在广度深度上继续扩张。相对于当地商业企业，公司的优势在于：全国性网络布局，与供应商的良好关系等。相对于国药控股、上药集团，公司优势在于：业态齐全，既有纯销分销，又有现销快配，能加快资金运转和提高覆盖率。公司当前与国药上药的直接竞争较小，主要还是与当地企业竞争。

发展代理产品和贴牌产品，控制费用率，提高毛利率和净利率。1、只做分销的话，毛利率一般在10%左右，但如果代理产品，毛利率将达到20%。公司去年代理复旦张江的抗肿瘤药里葆多，带来收入400多万，效果非常好，今后会加大代理产品，提高毛利率；2、公司还将发展贴牌产品，毛利率更高；3、进一步控制费用率，提高净利率。公司实行结算库和费用库两条线管理财务，费用库根据预算分季度给予额度。人员编制是费用较大一块，收购将带来人员增长，目前已在控制编制。公司争取净利率提高到1%，下一步在3~5年内提高到1.5%。

预计2010-2012年收入同比分别增长26%、25%、23%，净利润同比增长52%、40%、35%，实现EPS 0.23元、0.32元、0.44元，维持“强烈推荐-A”评级。

上海医药（审慎推荐—A）

商业方面：阶段性的扩张，跟上行业并购的大潮。公司目前在山东、广东都有并购项目的突破，全国性医药商业行业布局正在进行。资金上，短期的并购资金来自于公司自有资金，包含上实医药原有的账上现金；包含原上海医药处理的资产带来的现金；最近还会陆续处理房地产和少数股权，主要就是用来并购医药商业资产。

工业方面：公司工业收入近百亿，销售渠道的不畅顺一直是公司的问题，公司将来会通过商业渠道的重整来推动工业产品的销售。

再融资：公司计划明年再融资，融得资金将用于工业新园区的建设和商业的并购，为公司的长远发展奠定基础。

预测公司 2010、2011 年 EPS 分别为 0.58 元、0.73 元，存在行业机会，给予“审慎推荐-A”评级。

云南白药（审慎推荐—A）

投资要点：

1、5 个产品进入基本药物目录，零售价都已经到位。白药疗效独特，没有竞争性产品，在基层市场存在大量的需求，原来因医保面狭窄而受到压制，进入了基本药物目录，意味着需求释放、放量增长。我们最看好白药膏和气雾剂。

2、白药牙膏、白药创可贴 2010 年将保持快速增长。

3、医药商业作为云南省龙头将受益于新医改集中配送，有望保持较快增长。

维持业绩预测，预计 2010~2011 年净利润同比分别增长 39%和 42%，实现 EPS 1.65 元和 2.34 元，维持“审慎推荐-A”评级。

国药股份（审慎推荐—A）

投资要点

定位医药物流全过程管理，从销售公司向服务提供商转型：在国控内部，纯销、分销及物流等业务均存在同质化竞争问题，公司一直在探索业务转型、走差异化竞争路线：1、探索医药物流全过程管理模式，为上下游提供更多增值服务，如为医院提供药物管理等更多增值服务；2、进行品种结构调整：以往代理较多的进口产品，现在外资企业有本土化趋势，而本土化运作企业销售结构有扁平化趋势，给总代模式带来挑战。

内部机构设置调整以适应业务转型：1、原医院纯销部门按区域拆分为 5 个，加强内部竞争，目前效果甚好，但也带来了供应商沟通复杂化等负面影响；2、成立业务拓展部应对各地的招标以及新业务的拓展，如药品注册服务等。

积极介入社区配送，受益北京药品统一招标：目前北京三甲医院 100%覆盖，二甲医院覆盖率 95%以上，社区配送基本被北医股份垄断。北京市医疗机构配送商招标的导向是降低流通环节，提高规模效应。目前最终配送商遴选结果仍未出台，但北医股份垄断社区配送的格局有望被打破。

公司仍占据麻药分销垄断地位，联合卫生部加大麻药推广力度：公司目前占据麻药一级分销 90%以上市场份额。拟投入 3 千万元，联合卫生部合理用药委员会用 3 年时间培训 10 万名麻醉医生，使其充分了解合理用药以及用药法规。国内麻药市场年均增长约 15%，人均麻药用药水平在全球处于靠后位置。

维持业绩预测和“审慎推荐-A”评级。预计 2010-2012 年实现 EPS 0.61 元/0.76 元/0.92 元，同比增长 30%、24%、21%。公司是国药控股的重要整合平台，当前估值不低，维持“审慎推荐-A”评级。

一致药业（强烈推荐—A）

投资要点

医药商业网络布局两广已初具雏形：2010 年 1 季度公告收购南宁医药加强广西分销网络布局、收购延风 51%加强深圳区域占有率。09 年公司已完成佛山、东莞、柳州及湛江等地深度纯销布局，而汕头等两广二线城市医药商业企业收购正在审批中。至此，公司构建的“国控广州、南宁医药分销、二线城市深度纯销”的两广分销网络已初具雏形，预计未来公司仍将加强二线城市深度纯销网络的布局，我们看好公司“中国南区药品分销第一品牌”的战略。

“致君+万庆”形成产业链一体化优势：09 年万庆 I 期改造已经完成，投入 9000 万元进行 II 期技改，工程进展顺利，预计 2010 年内部供应原料药比例将大幅提升，公司医药工业综合毛利率将进一步提升。

资金压力较大，存在再融资需求：对国控广州、南宁等 5 子公司增资资金需求 5.6 亿元、收购南宁医药耗资 7148 万元、收购深圳延风 51%股权并增资耗资 3805 万元、万庆 II 期技改 9000 万元等。09 年年报显示，母公司帐上现金 1.25 亿元，资产负债率 65.7%，合并报表负债率 83.2%。我们判断公司存在较大的再融资需求，且将通过分批方式完成各子公司增资。

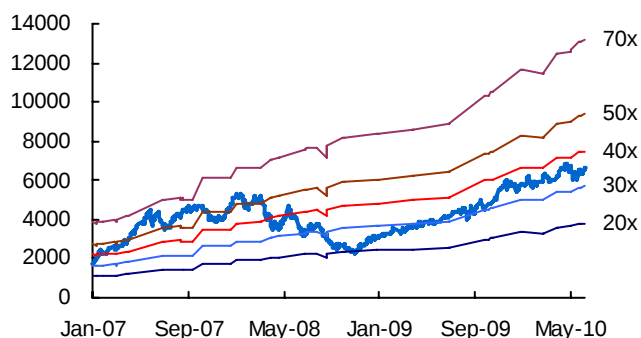
预计 2010-2012 年收入同比分别增长 28%、24%和 23%，净利润同比分别增长 36%、34%和 30%，实现 EPS 0.91 元、1.22 元和 1.59 元。公司为国药控股南方医药资产整合平台，我们看好其外延扩张和内部整合将驱动业绩快速增长，公司目前两广地区“分销+深度纯销”的网络已初具雏形，未来将持续受益于新医改区域集中招标和统一配送所带来的市场份额的提升，维持“强烈推荐-A”评级。

中新药业（审慎推荐—A）

投资要点

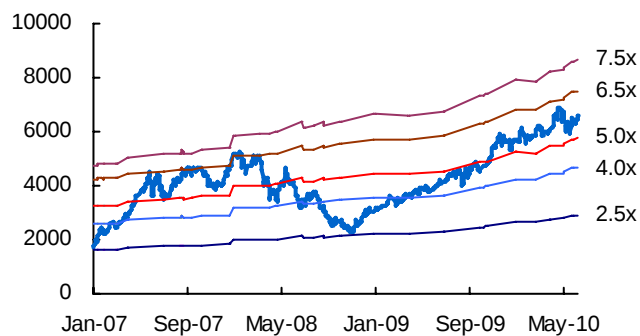
- 1、速效救心丸 09 年收入 4.6 亿元，同比增长 17.6%，作为独家品种进入基本药物目录，今年 1 月份出厂价提高 8% 左右，全年增速有望加快；
 - 2、公司尝试多种营销方式，销售转变值得期待；
 - 3、多个药品今年将从天津走向全国，清肺消炎丸有望成为黑马品种，09 年在天津已实现销售 2500 万元；
 - 4、乐仁堂两大拳头品种通脉养心丸和胃肠安丸新增进入医保目录，销售将更加顺利。清咽滴丸和紫金龙片等较大品种增速有望加快。
 - 5、合资企业处于业绩向上拐点。中美史克 09 年开始推广舒适达牙膏，投入较大，净利润有所下降，但凭借其强大品牌和销售能力，牙膏等消费保健品有望成为新的增长点。华立达今年预计有 3~4 个专科生物制药获批；百特 09 年净利润 1004 万元，一期扩产已经到位，二期扩产将很快完成，增长确定。
 - 6、我们预计公司 2010~2012 年收入分别同比增长 26%/27%/25%，净利润分别同比增长 31%/33%/21%，实现 EPS 0.92 元/1.22 元/1.47 元。公司目前待处置的资产较多，我们的业绩预测仍然假设非经常性收益与 09 年相同，如果将 2010 年 EPS 拆分为自营和投资收益带来的 0.74 元和非经常性收益 0.18 元，分别给予 35 和 10 倍 PE，当前股价基本合理。速效救心丸基层销售和其他药品营销调整仍有超预期的可能，我们维持“审慎推荐—A”投资评级。
- 主要风险是非经常性损益较多。

图 5：医药行业历史 PEBand



资料来源：招商证券研究

图 6：医药行业历史 PBBand



分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

李珊珊，厦门大学工商管理硕士，全国工商联医药业商会医药工业委员会副秘书长，中国成长型医药企业发展论坛副秘书长，5 年证券从业经验，2010 年加入招商证券，目前为招商证券医药行业首席分析师。

徐列海，中山大学金融学硕士，生物技术、会计双学士，2009 年加入招商证券，任医药行业分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

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和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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所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业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。