



“确定的”增速在消化，“不确定的”利好在减少

——2010年医药行业下半年度投资策略

投资要点：

- 行业今年1—2月的增速可能是全年高点：医药行业今年1—2月实现了销售收入同比增长28.35%，利润总额同比增长45.71%的高速增长，但受原料药子行业去年基数逐渐加大；中成药和化学制剂药子行业生产成本增加；甲流疫情对相关疫苗和药品销售拉动作用减弱；国家基本药物制度相关企业受益情况有待观察等因素的影响，我们认为今年1—2月将是今年行业增速的高点。
- 行业确定性的增长，正在被证券场所消化：从上轮熊市大调整以来，申万23个行业指数中，医药指数于2010年4月22日创下4515点的历史新高，相比于上轮牛市的高点3488点，已经有29.44%的涨幅，远超其他行业；医药行业目前静态市盈率为41倍，相对上证综指的溢价创出了141.95%的新高，并大大的超过了近五年行业平均68.3%的相对溢价。
- 行业不确定的刺激因素在减少：政策和疫情是刺激医药行业出现行情的两大不确定因素。1. 政策出台已过高峰期。未来可能在医药商业、生物制药等方面有政策出台。2. 甲流疫情暂告于段落，第三季度爆发概率极低，第四季度有爆发可能；手足口病，将进入高峰期，但影响力将弱于去年的甲流，且没有明确的特别受益的上市公司。
- 我们认为可以从以下四条途径挖掘医药行业下半年的投资机会：（1）半年度业绩大幅增长的公司（2）受益于政策刺激的子行业龙头（3）寻找在“大类疾病”领域有优势品种的生产企业。（4）受益于疫情爆发的相关上市公司。
- 我们维持医药行业下半年“中性”的投资评级。并认为行业在四季度的机会将大于三季度，建议投资者可以重点关注：科伦药业（002422）、国药股份（600511）、科华生物（002022）和吉林敖东（000623）这几家上市公司。

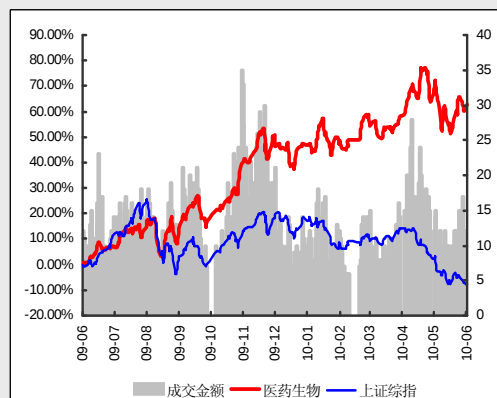
请务必阅读正文之后的重要声明

行业评级

中性（维持）

静态 PE（倍）：	41
动态 PE（倍）：	34

行业表现（52周）



(%)	1 个月	6 个月	12 个月
绝对表现	1.38	15.31	66.62
相对表现	6.15	36.27	74.64

重点公司投资评价及盈利预测

公司	评级	EPS		
		10E	11E	12E
科伦药业	买入	2.50	3.21	4.05
国药股份	推荐	0.64	0.79	1.00
科华生物	推荐	0.65	0.84	1.11
吉林敖东	推荐	2.35	2.58	2.70

田 垒、张 欣

S0820208030013

电 话：

021-32229888*3507

邮 箱：

tianlei@ajzq.com

相关报告

《把握政策导向，精选确定性个股》——医药行业 2010 年第二季度投资策略 2009.6.11

《关注确定性中的弹性》——医药行业 2010 年度投资策略 2009.12.22

《稳健，故能防守反击》——医药行业第四季度投资策略 2009.09.21

内容目录

一、行业确定性的增速正在被消化.....	3
医药行业增长确定，一季度增速有可能成为全年高点.....	3
行业确定性的增长，正在被证券市场表现所消化.....	4
其他行业的投资价值逐步显现，弱化了医药行业的投资价值.....	7
二、行业不确定性的刺激因素在减少.....	8
行业未来半年政策刺激力度将可能减弱.....	8
甲型H1N1 型流感和手足口病疫情超预期的不确定性在减弱.....	9
三、四条主线把握 2010 年下半年医药行业投资机会.....	11
半年度业绩大幅增长的公司.....	11
受益于政策刺激的子行业龙头.....	12
“大类疾病”领域有优势品种的生产企业.....	13
受益于疫情爆发的相关上市公司.....	14
四、2010 年下半年重点推荐的上市公司.....	14
科伦药业（002422）：明确受益医改且市场定位错误.....	14
科华生物（002022）：体外诊断试剂龙头，静待血筛市场开闸.....	15
吉林敖东（000623）：旗下资产优良，安全边际高.....	16
国药股份（600511）：明确受益医改和政策刺激.....	17

图表目录

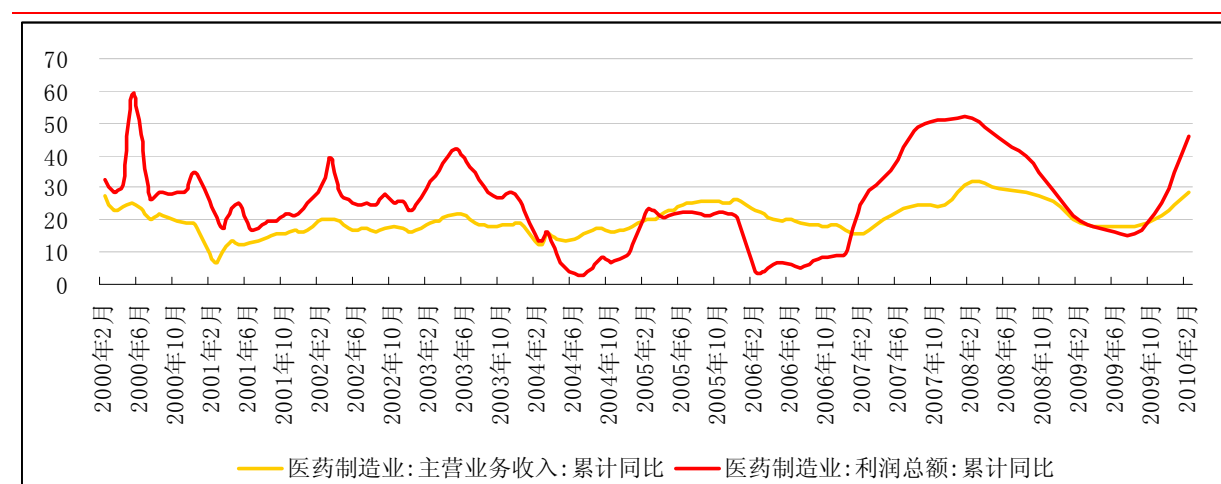
图表 1：2000 年—2010 年 2 月医药制造业主营业务收入和利润总额同比增速情况 单位： %	3
图表 2：申万各行业指数情况.....	5
图表 3：近五年医药行业相对上证综指估值溢价情况.....	6
图表 4：20 只主流医药股票的估值情况.....	6
图表 5：2009 年 8 月 1 日申万各行业动态市盈率情况.....	7
图表 6：2010 年 6 月 11 日申万各行业动态市盈率情况.....	8
图表 7：我国甲流感染人数和死亡人数（截止 2010 年 4 月 4 日）.....	10
图表 8：10 年中期净利润有可能大幅增长的医药上市公司.....	11
图表 9：部分大类疾病的市场容量和患病人数.....	13
图表 10：2005 年—2009 年公司医药业务情况.....	17

一、行业确定性的增速正在被消化

医药行业增长确定，一季度增速有可能成为全年高点

- 我国医药行业近十年保持着相当稳健高速的增长，行业主营业务收入平均增速为19.54%，利润总额平均增速更是高达23.51%。即使在刚过去的金融危机期间，行业的上述两大指标增速都双双超过15%，显示出极强的非周期性特征。
- 受益于我国老龄人口迅速增加所释放的刚性需求；新医改政策推动下，医保覆盖范围扩大以及医保支付额度增加所释放出的改善性需求；外需复苏，原料药出口同比大增，这三重因素驱动下，我国医药行业从2009年二季度的增速低谷开始向上，2010年1-2月份销售收入同比增长28.35%，利润总额同比增长45.71%，我们预计医药行业全年将实现销售收入9250亿元左右，同比增长24%，实现利润总额950亿元左右，同比增长29%。

图表 1：2000 年—2010 年 2 月医药制造业主营业务收入和利润总额同比增速情况 单位： %



来源：爱建证券研究部整理

- 虽然从2009年三季度以后，行业增速出现了加速的迹象，并在2010年1-2月份实现了销售收入同比增长28.35%，利润总额同比增长45.71%的较快增速，但我

们认为今年行业增速的拐点业已到来，一季度有可能成为医药行业全年增速的高点，主要有以下五个原因：

- (1) 去年同期，受金融危机的影响，以化学原料药企业为代表的出口型医药企业增速明显放缓，甚至出现负增长，拖累了医药行业整体增速，导致去年同期的基数较低，而今年危机已经过去，外需已然复苏，出口迅速恢复，使得化学原料药企业主营收入和利润同比大增，加大了整个行业的增速。
- (2) 国家基本药物制度已进入实施阶段，但由于补偿机制和招投标等具体的操作细则尚未跟进，从目前的反馈情况看，制度落实的并不顺利，甚至可以说陷入了一种有制度无政策的局面，故相关公司的具体受益情况还有待观察。
- (3) 中药子行业：今年入春以来中成药的原材料中药材受异常气候影响和部分游资的炒作，导致价格涨幅较大，今年一季度，大部分的中成药企业使用的原料都为去年的存货，故中药材的涨价尚未侵蚀行业的利润，但二季度后大部分中药企业都将受到影响。
- (4) 化学制剂子行业：石油和玉米等多种大宗商品价格较去年同期大幅上涨，使得化学原料药成本上升，这将传导给下游化学制剂药企业，影响行业利润增速。
- (5) 疫情刺激减弱：从去年第二季度开始甲流疫情肆虐全球，极大的刺激了疫苗和相关防治药品的销售，而今年疫情总体平稳，相关药品用量将大幅下降，无疑又降低了未来几个季度，医药行业的销售和利润增速。

行业确定性的增长，正在被证券市场表现所消化

- 从上轮熊市大调整以来，申万医药指数于2010年4月22日又创下4515点的历史新高，相比于上轮牛市的高点3488点，已经有29.44%的涨幅，表现其次的为信

息设备行业指数，较上轮牛市高点仅上涨0.78%，而同期上证综指的高点尚比上轮牛市的高点相差43.21%。可以说近两年以来，在证券市场上，医药行业的表现远远领先其它行业。

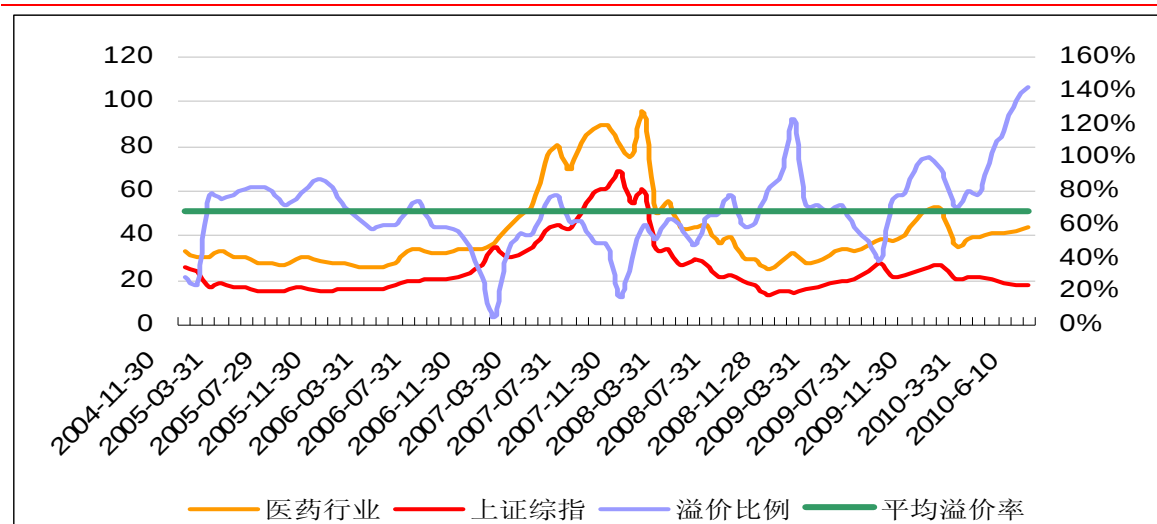
图表 2： 申万各行业指数情况

行业名称	上轮牛市高点	日期	最近一年高点	日期	相差 (%)
医药生物	3488	2008 年 1 月	4515	2010 年 4 月	29.44%
信息设备	1666	2008 年 1 月	1679	2010 年 4 月	0.78%
家用电器	2491	2008 年 1 月	2510	2010 年 4 月	0.76%
电子元器件	1969	2007 年 5 月	1847	2010 年 4 月	-6.20%
机械设备	4916	2008 年 1 月	4469	2010 年 4 月	-9.09%
食品饮料	5755	2008 年 1 月	4947	2010 年 1 月	-14.04%
商业贸易	5429	2008 年 1 月	4656	2010 年 1 月	-14.24%
农林牧渔	2648	2008 年 3 月	2252	2009 年 3 月	-14.95%
信息服务	2737	2008 年 1 月	2314	2010 年 1 月	-15.45%
交运设备	4591	2008 年 1 月	3742	2009 年 12 月	-18.49%
综合	2660	2007 年 9 月	2110	2010 年 4 月	-20.68%
服装纺织	3059	2007 年 5 月	2401	2010 年 4 月	-21.51%
建筑建材	3952	2008 年 1 月	3094	2009 年 8 月	-21.71%
轻工制造	2824	2008 年 1 月	2195	2010 年 4 月	-22.27%
房地产	5849	2007 年 11 月	4396	2009 年 7 月	-24.84%
旅游餐饮	4584	2007 年 9 月	3342	2010 年 4 月	-27.09%
公用事业	3622	2007 年 9 月	2576	2009 年 8 月	-28.88%
化工	4680	2008 年 1 月	3185	2010 年 1 月	-31.94%
采掘	10692	2007 年 9 月	7271	2009 年 7 月	-32.00%
金融服务	5083	2007 年 11 月	3293	2009 年 8 月	-35.22%
黑色金属	7749	2007 年 9 月	4627	2009 年 8 月	-40.29%
交通运输	5111	2008 年 1 月	3030	2009 年 8 月	-40.72%
上证综指	6124	2007 年 10 月	3478	2009 年 8 月	-43.21%
有色金属	9030	2007 年 10 月	4869	2009 年 8 月	-46.08%

来源：爱建证券研究部整理

- 截至2010年6月10日，医药行业静态市盈率为41倍，动态市盈率为34倍，相对于上证综指的溢价为141.95%，溢价幅度已经超过2008年底的123.39%的溢价幅度，创下了新高。我们认为在行业增速难有超预期表现的下，行业溢价难以为继。

图表 3： 近五年医药行业相对上证综指估值溢价情况



来源：爱建证券研究部整理

- 我们从医药行业各子行业选取了20个较有代表性的优质公司，按照6月10日收盘价，这20家公司平均静态市盈率为51倍、动态市盈率为38倍，同样证明了证券市场正在充分消化行业的增速。

图表 4： 20 只主流医药股票的估值情况

股票名称	2010年6月10日收盘价	09年 EPS	10年 EPS	09年 PE	10年 PE
浙江医药	30.61	2.70	3.10	11.34	9.87
哈药股份	23.23	0.75	0.91	30.97	25.53
双鹤药业	28.78	1.02	1.05	28.22	27.41
华兰生物	50.50	1.06	1.32	47.64	38.26
益佰制药	24.40	0.52	0.73	46.92	33.42
人福医药	18.80	0.48	0.40	39.17	47.00
江中药业	35.87	0.68	0.88	52.75	40.76
天士力	32.92	0.65	0.84	50.65	39.19
康缘药业	22.80	0.50	0.68	45.60	33.53
海正药业	29.40	0.60	0.74	49.00	39.73
千金药业	18.10	0.43	0.58	42.09	31.21
恒瑞医药	50.13	0.89	1.08	56.33	46.42
双鹭药业	49.99	0.98	1.36	51.01	36.76
科华生物	17.97	0.41	0.53	43.83	33.91

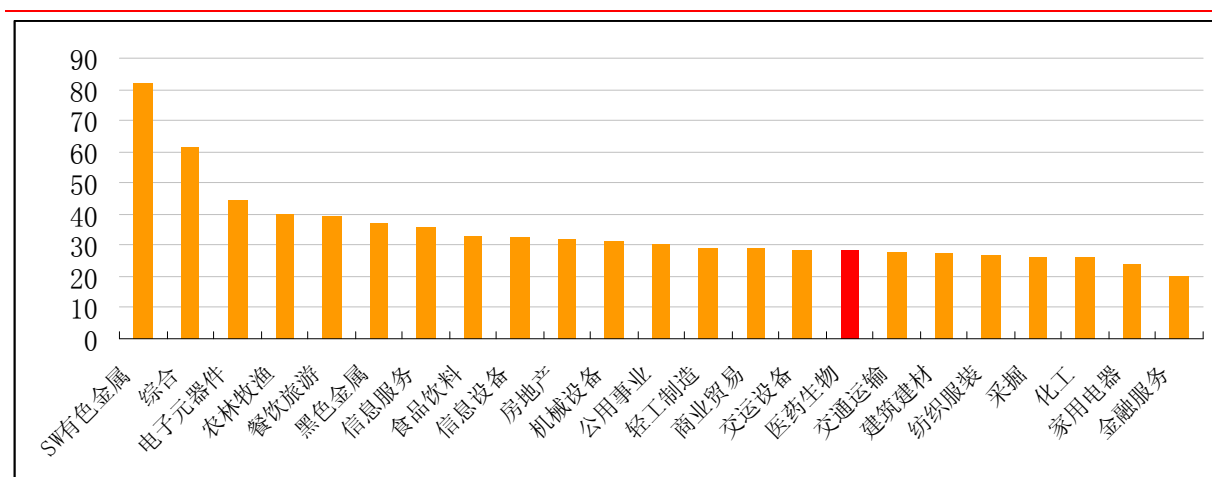
上海莱士	46.26	0.85	1.20	54.42	38.55
云南白药	67.49	1.13	1.58	59.73	42.72
南京医药	12.34	0.15	0.22	82.27	56.09
国药股份	23.22	0.47	0.62	49.40	37.45
鱼跃医疗	40.51	0.40	0.67	101.28	60.46
中恒集团	36.91	0.48	0.98	76.90	37.66
平均	33.01	0.76	0.97	50.98	37.80

来源：爱建证券研究部整理

其他行业的投资价值逐步显现，弱化了医药行业的投资价值

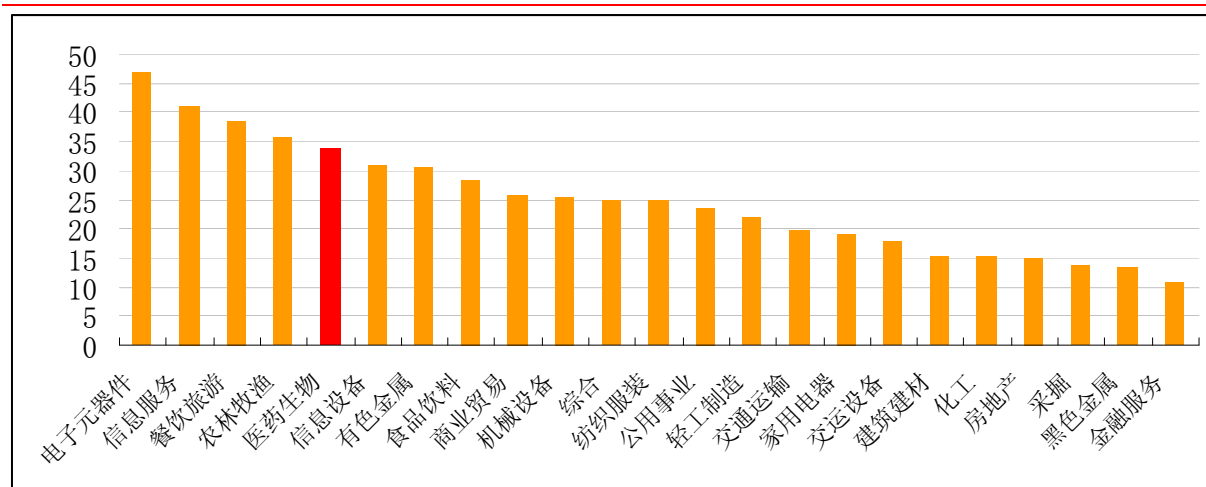
- 医药行业指数从去年8月开始显著跑赢上证综指，当时启动时，行业动态市盈率为28倍，在23个申万一级行业中排名16位，具有较强的吸引力，在接下来的十个月时间里，医药行业累计涨幅达到48%，而同期上证综指为-25%，截止2010年6月11日，医药行业的动态市盈率为34倍，排名第5，医药行业这十个月的强势表现，使行业在估值方面丧失了优势，其他行业投资价值逐步显现将弱化医药行业的投资价值。

图表 5： 2009 年 8 月 1 日申万各行业动态市盈率情况



来源：爱建证券研究部整理

图表 6： 2010 年 6 月 11 日申万各行业动态市盈率情况



来源：爱建证券研究部整理

二、行业不确定性的刺激因素在减少

- 医药行业作为上游原料丰富，下游需求刚性的非周期性行业，行业发展总体较为稳健，不易受经济环境变动影响，但行业的政策导向和突发的疫情这两个不确定的因素往往能成为刺激行业超预期发展的主要动因。

行业未来半年利好政策刺激力度将可能减弱

- 我国从2009年开始启动旨在加快推进基本医疗保障制度建设、初步建立国家基本药物制度、健全基层医疗卫生服务体系、促进基本公共卫生服务逐步均等化、推进公立医院改革试点这五大方面的新医改，并拟在3年之内投入8500亿财政资金支持医改。任何改革启动之初，一定是相关政策发布最为密集的阶段。而期间几乎每一个重要政策的出台，都曾刺激了医药板块的上涨。从2009年至今国家出台的涉及到医药企业的相关医改政策多达9条之多。
- 今年2月《关于公立医院改革试点的指导意见》出台后，可以说对医改具有广

泛性、深刻性影响的政策短期内基本已经出尽。而随着这些政策的出台，今后医改工作的重心开始由政策的制定转向为政策的落实。

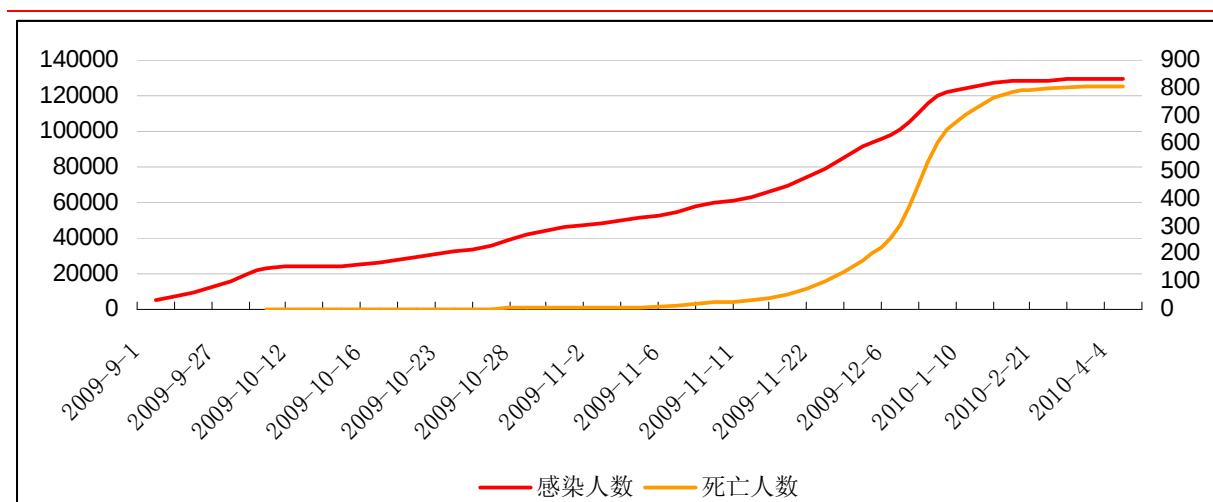
- 从近期屡次曝光的“天价药、暴利药”事件看，大中型城市的公立医院作为整个国家医疗体系最为核心和重要的部门，短时间内通过几条政策的颁布而发生根本性转变的可能性几乎为零。当前作为政策的关注者，我们更应该关注的是《国家基本药物制度》在基层的实施情况，毕竟该制度如能在广大的基层卫生所或社区医院得到彻底的实施，对于有独家产品入围《国家基本药物目录基层版》的众多上市药企将会明显受益，但从目前制度在全国30%的基层医疗机构推广后得到的反馈情况看，制度要彻底的实施，还存在资金、政策以及实施意愿等多方面的困难。如果相关部门能够尽快出台《国家基本药物补贴资金规划》、《国家基本药物各级医疗机构使用比例规则》、《国家基本药物招标和配送准则》保证制度的实施，相关上市公司能够更加明确的受益。
- 除上述国家基本药物制度相关配套政策值得期待外，在医药流通领域，商务部接手医药商业后的首个行业发展规划《药品流通行业五年规划》将有可能在下半年出台，商务部在规划中将鼓励行业集中度提高、龙头企业做大做强，这对部分医药商业上市公司形成利好；而在生物制药领域，国家发改委牵头制定的生物产业发展“十二五”规划将在6月上报国务院，该政策对生物制药子行业起到一定的刺激作用。

甲型H1N1 型流感和手足口病疫情超预期的不确定性在减弱

- 甲型H1N1型流感2009年4月首先爆发于墨西哥，由于当时人们对病毒的未知和感染人数的大幅增加，造成了一段时间的恐慌，流感病毒也伴随着现代化的交通工具迅速的在世界范围传播蔓延。2009年6月12日我国出现第一例本土病例，并随着秋冬季节的到来，感染人数迅速上升，由于种族差异以及政府切实有效的防控措施，甲流并未对我国造成严重的影响，并在春节后，伴随着气温的回升，疫情基本解除。
- 根据流感病毒的特点和历史上历次流感大流行的经验，流感大流行通常会持续2年以上，然后转变为季节性流感，截至2010年2月28日，共有超过213个国家和地区向世界卫生组织报告了经实验室确诊的甲型H1N1流感病例，至少16455人死

亡。除东欧以及南亚少数国家呼吸道传染病活动有所上升以外，目前全球流感活动总体处于较低水平。目前南半球已经进入冬季，且并未出现甲流的再次大爆发，故我们由此下调今年秋冬季节我国大规模爆发甲流疫情的概率。

图表 7：我国甲流感染人数和死亡人数（截止 2010 年 4 月 4 日）



来源：爱建证券研究部整理

- 手足口病是一个全球性的传染病，主要是以柯萨基A组16型（CoxA16）和肠道病毒71型（简称EV71）这两种病毒引起的。儿童，尤其是3岁以下的儿童，占发病人数80%以上。我国从2008年开始将手足口病纳入法定传染病报告，近年来我国手足口病疫情较为严重，2009年全国手足口病感染人数为115.6万，较2008年增长135%，死亡353人，同比增长180%。截止到2010年5月4日，全国累计报告手足口病病例427278例，发病数较去年同期上升了41.51%，其中重症病例5454例，较去年同期有所上升，死亡260例。一般情况下，该病的高峰期在5—7月。但由于该传染病，病理明确，病症以轻症为主，故除非超预期的大爆发，否则难引起市场的关注。

三、 四条主线把握 2010 年下半年医药行业投资机会

通过上述从医药行业确定性和不确定性，正反两方面考虑。我们认为：在医药行业本身较为确定的增速正在被消化；不确定的利好政策和疫情刺激力度预期正在减弱的总体情况下，行业的安全边际已经下降，在未来半年里难以出现整体性的机会，且行业在四季度的机会将大于三季度，维持医药行业“中性”的投资评级。

虽然判断医药行业目前难以出现整体性机会，但我们认为可以从以下四条途径挖掘医药行业下半年的投资机会：（1）半年度业绩大幅增长的公司（2）受益于政策刺激的子行业龙头（3）寻找在“大类疾病”领域有优势品种的生产企业。（4）受益于疫情爆发的相关上市公司。

半年度业绩大幅增长的公司

- 公司的盈利状况是股价的根本，盈利状况的大幅提升往往能催生股价的上涨。我们认为今年半年度有两类医药行业上市公司的业绩有大幅增长的可能：（1）受益于外贸复苏导致业绩大增：去年一、二季度受全球金融危机影响，国际间的贸易大幅减少，部分以出口为主导的化学原料药企业业绩基数较低，随着世界经济的逐步转暖，国际贸易渐趋正常，从这类企业逐渐从低谷复苏。这类型企业中，我们建议投资者可以重点关注新和成（002001）和浙江医药（600216）等。（2）公司所处的细分行业景气度高或者公司治理出现明显改观而使公司业绩大幅增长，这类公司中我们建议投资者可以重点关注鲁抗医药（600789）、天方药业（600253）。

图表 8：10 年中期净利润有可能大幅增长的医药上市公司

代码	公司名称	净利润预增预测	原因
600253	天方药业	》500%	林可霉素项目扭亏，尤佳放量
600789	鲁抗医药	》500%	合并报表变化，主营增长
002007	华兰生物	300%-350%	甲流疫苗收入确认，血制品业务增长
600252	中恒集团	250%-350%	主营继续好转，去年基数较低
600079	人福医药	250%-300%	行业景气，导致主营业务增长

002294	信立泰	100%-120%	两大主营业务继续大增
000778	西南合成	94%-142%	合并报表变化，维生素E业务的增长
000423	东阿阿胶	90%-130%	阿胶提价，营销改善
600216	浙江医药	65%-85%	维生素E业务回暖
002223	鱼跃医疗	50%-80%	行业景气，导致主营业务增长
300015	爱尔眼科	40%-70%	连锁模式使主营业务收入增长
002001	新和成	30%-60%	维生素E业务回暖
600518	康美药业	35%-55%	行业景气，导致主营业务增长
002099	海翔药业	》50%	行业回暖，导致主营增长
002020	京新药业	》50%	行业回暖，导致主营增长
000999	华润三九	35%-55%	营销改善，导致主营增长

来源：爱建证券研究部整理

受益于政策刺激的子行业龙头

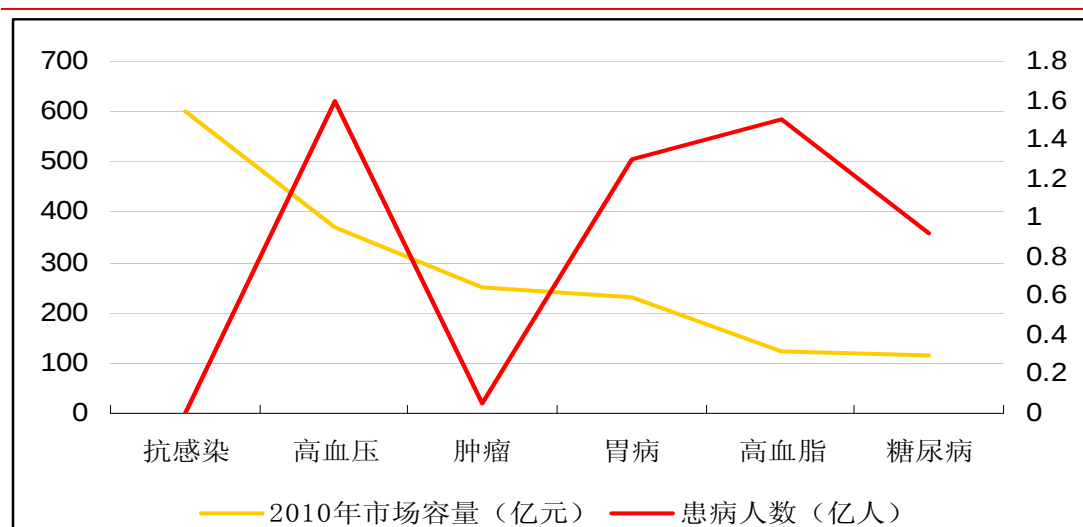
- 从目前新医改政策落实的重心以及我国医疗系统各方实力和改革的难度看，当前作为政策的关注者，我们更应该关注的是《国家基本药物制度》在基层的实施情况，毕竟该制度如能在广大的基层卫生所或社区医院得到彻底的实施，对于有独家产品入围《国家基本药物目录基层版》的众多上市药企将会明显受益，但从目前制度在全国30%的基层医疗机构推广后得到的反馈情况看，制度要彻底的实施，还存在资金、政策以及实施意愿等多方面的困难。我们可以重点关注《国家基本药物补贴资金规划》、《国家基本药物各级医疗机构使用比例规则》、《国家基本药物招标和配送准则》这三个《国家基本药物制度》配套政策的颁布，如果下半年颁布其中任何一个政策时，都可以积极关注有独家产品入围《国家基本药物目录基层版》的相关上市公司，例如华润三九（000999）、千金药业（600479）、康美药业（600518）等。
- 除上述国家基本药物制度相关配套政策值得期待外，在医药流通领域，商务部接手医药商业后的首个行业发展规划《药品流通行业五年规划》将有可能在下半年出台，商务部在规划中将鼓励行业集中度提高，商业龙头做大做强。这对国药股份（600511）、一致药业（000028）、华东医药（000963）、上海医药（601607）等区域或地方医药商业龙头公司形成利好；而在生物制药领域，国家发改委牵头制定的生物产业发展“十二五”规划将在6月上报国务院，该政策对

生物制药子行业在未来中长期的发展有规划和指导的意义，使得行业在未来5年有继续保持30%左右的复合增长率，建议投资者可以重点关注双鹭药业（002038）、长春高新（000661）、华兰生物（002007）、天坛生物（600161）等。

“大类疾病”领域有优势品种的生产企业

- 随着人类生产力水平提高，人类的预期寿命明显增长，诸如高血压、心脏病等慢性老年疾病随之而来；诸如恶性肿瘤、糖尿病等许多之前发病率极低的疾病在生存环境恶化和饮食习惯等因素的刺激下，成为了人类的主流疾病。像这样患病人口众多，治疗费用高昂的疾病，我们称为“大类疾病”

图表 9：部分大类疾病的市场容量和患病人数



来源：爱建证券研究部整理

- 我们认为感染类疾病、高血压、肿瘤、胃病、高血脂、糖尿病这六大类疾病在我国的市场容量均超过100亿、患病人数大于500万，属于典型的“大类疾病”。在这个领域，呈现出治疗药品和生产厂家双多的局面，竞争激烈。我们认为像恒瑞医药（600276）、双鹤药业（600062）、现代制药（600420）、天士力（600535）

等公司在这个领域拥有专利或者首仿药这样的优势产品，值得长期关注。

受益于疫情爆发的相关上市公司

- 甲型H1N1型流感和手足口病是下半年有可能给证券市场带来影响的两大疫情。根据流感的特点和历史上历次流感大流行的经验，流感大流行通常会持续两年以上，然后转变为季节性流感。目前南半球已经进入冬季，而此次流感的病源地墨西哥并没有再次出现大规模的爆发，这降低了我们对北半球入冬后爆发疫情的预期，但世界卫生组织到目前为止并没有调整流感大流行的级别。故建议投资者可以在今年第四季度时适当关注甲流相关概念股：华兰生物（002007）、天坛生物（600161）、科华生物（002022）、达安基因（002030）等。
- 在我国手足口病疫情近两年来较为严重，截止到2010年5月4日感染人数较去年同期增长41.51%，该病的高峰期在5—7月，由于该传染病，病理明确，病症以轻症为主，且无特效药和疫苗，故市场中难以找到准确的受益对象，如果该病大爆发，建议投资者可以关注康缘药业（600557）、华润三九（000999）、星湖科技（600866）等。

四、2010年下半年重点推荐的上市公司

- 我们综合公司基本面情况、未来发展空间以及目前股价所对应的安全边际角度，选取了科伦药业（002422）、科华生物（002022）、吉林敖东（000623）和国药股份（600511）作为2010年下半年重点推荐的上市公司，具体分析如下。

科伦药业（002422）：明确受益医改且市场定位错误

- 公司为大输液行业绝对的龙头：公司在9个省设立有10家专业的大输液生产企业，是我国最大的大输液生产企业，拥有96个品种，近300个规格的大输液产品。09年销售22亿瓶（带），占全国市场份额22%。按大输液包装材质分类，大输液可分为4类，公司在其中三类的市场份额排名第一，剩余一类排名第三。
- 公司明确受益与医改：98%的住院病人都需要用到大输液，医改资金的投入，使得医院床位数在未来三年将保持22%的增长速度，故大输液行业是明确受益医改的医药细分子行业之一。目前国家共批准397家大输液生产企业，2008年前10大大输液生产企业的市场份额为48.4%，远低于欧美日等国家，行业有进一步集中的趋势。
- 大输液行业与医药商业的相似点：大输液在本质上属于化学制剂药，但它和一般的化学制剂药有显著的不同，大输液属于马太效应较强的行业，规模和成本是行业竞争中最基本的要素，在竞争中，将最终形成寡头垄断，例如美国的百特公司占据了全美80%的输液市场；在欧洲，大输液市场基本上被费森尤斯、贝朗、百特克林泰克和法玛西亚四大公司占领；在日本，大冢公司占有50%左右的市场份额。我们认为它和医药商业更加相似，具体如下：
 - （1） 经营的产品同质性都很强。
 - （2） 具有相似的销售覆盖半径，故需要在全国各地有生产基地。
 - （3） 在欧美等发达国家都已经形成了寡头垄断的局面。
 - （4） 都明确受益于医改。
 - （5） 目前国内的行业集中度相似，并都处于寡头快速形成期。
- 我们预计公司10—12年每股收益将分别为：2.50元、3.21元和4.05元。目前股价87.10元，对应2010年动态PE为34.8倍，参考国内的医药商业龙头国药控股在香港的估值水平，给予2011年50倍市盈率，故目标价格：160元，给予“买入”的投资评级。

科华生物（002022）：体外诊断试剂龙头，静待血筛市场开闸

- 公司为中国体外临床诊断行业的龙头企业，其主营产品乙肝抗体诊断试剂、丙肝抗体诊断试剂、艾滋病抗体诊断试剂，国内报批量、产销量和市场占有率稳居第一。公司至今已有55个产品获得CE证书。2004年7月登陆深圳中小板市场以

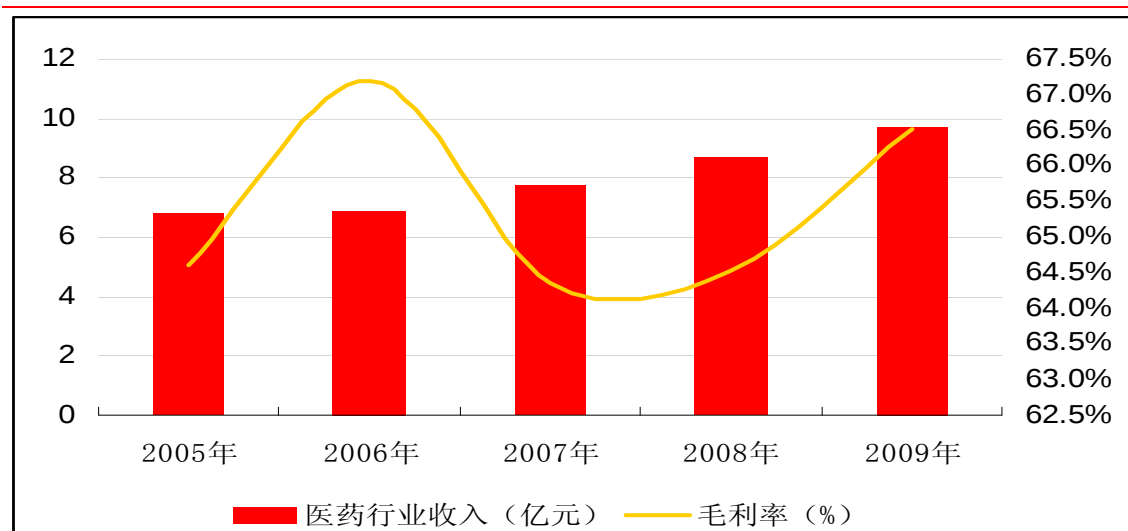
来，公司主营业务高速发展，主营业务收入年复合增长率达到17.55%。

- 公司的化学诊断试剂业务和医疗仪器业务都较为明确的受益医改，而公司研制的甲型H1N1流感病毒核酸检测试剂盒(PCR荧光探针法)，可用于甲流的分型检测，如果今年冬季再次爆发甲流疫情，公司将受益。
- 2010年，全国医政工作会议明确指出将积极应对重大传染病和突发事件，并将加强血液管理，保证血液安全，开展血液筛查核酸检测的试点工作。我们预计国内血筛市场规模在10亿左右。由于公司血筛三联试剂已经申报审批，且政策上，国家更倾向于将订单给国内企业，故我们认为血筛市场的开闸必将助推公司迈向新的台阶。
- 我们预计公司10—12年每股收益将分别为：0.54元、0.70元和0.92元。目前股价16.11元，对应2010年动态PE为29.8倍，我们认为公司作为快速增长的体外诊断试剂行业龙头企业，且即将享受血筛市场开闸，合理股价应在21元左右（对应2011年30倍动态市盈率），给予“推荐”的投资评级。

吉林敖东（000623）：旗下资产优良，安全边际高

- 公司是集医药生产、医药销售、医药科研开发为一体的控股型集团公司，经营范围包括医药工业、医药商业、医药科研与开发、种植养殖、商业等，主导产品有“安神补脑液”、“血府逐瘀口服液”、“利脑心胶囊”、“心脑血管舒通”、“益血生”等。
- 多年来公司的医药主业稳步发展，营业收入由2005年的6.81亿上升至2009年的9.74亿，毛利率也基本保持稳定，多年来维持在64%-67%之间。医药行业的稳定发展为公司提供了良好的安全的边际。公司最大的亮点在于持有广发证券24.82%股权，并参股敦化塔东矿业30%股权，该公司拥有1.32亿吨铁矿资源。吉林敖东的上述资产使其业绩有了更大的弹性。

图表 10：2005 年—2009 年公司医药业务情况



来源：爱建证券研究部整理

- 我们预计公司10—12年每股收益将分别为：2.35元、2.58元和2.70元。目前股价30.13元，对应2010年动态PE为12.8倍，我们认为公司以药品为依托，参股证券和钢铁等周期性行业，业绩具有较大的弹性，合理股价应在38.7元左右（对应2011年15倍动态市盈率），给予“推荐”的投资评级。

国药股份（600511）：明确受益医改和政策刺激

- 公司主营医药商业，97%以上的业务在北京地区，目前在北京市的三级医院覆盖率100%，二甲医院覆盖率95%。作为国药控股的重要子公司，其在北京及周边地区具有极强的实力。公司自身也是唯三的麻药分销商，并参股了国家三家麻药生产基地中的两家。公司将明确受益医改所带来的市场扩容和医药商业集中度提高，并将分享麻药行业的高增长。
- 公司主营所处的医药商业子行业的主管部门于去年年末由国家药品监督管理局变更为商务部。商务部接手医药商业后的首个行业发展规划《药品流通行业五年规划》将有可能在下半年出台，商务部在规划中将鼓励行业集中度提高，商业龙头做大做强。公司将受益于该政策的出台。

- 我们预计公司10—12年每股收益将分别为：0.64元、0.79元和1.00元。目前股价21.5元，对应2010年动态PE为33.6倍，我们认为公司主营的医药商业是明确受益于医改的细分子行业之一，公司依托国药控股的强势背景，有进行外延式发展的可能，合理股价应在27.6元左右（对应2011年35倍动态市盈率），给予“推荐”的投资评级。

投资评级说明

报告发布日后的6个月内, 公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

● 公司评级

强烈推荐: 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅15%以上

推 荐 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅5%~15%

中 性 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘变动在±5%以内

回 避 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘跌幅5%以上

● 行业评级

强于大势: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅5%以上

中 性 : 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间

弱于大势: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘跌幅5%以上

重要声明

本报告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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

我公司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, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发, 需注明出处为爱建证券研究发展总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。