



短期调整不改中长期持续快速增长的向好趋势

——医药行业2010年下半年投资策略

报告日期：2010年6月30日

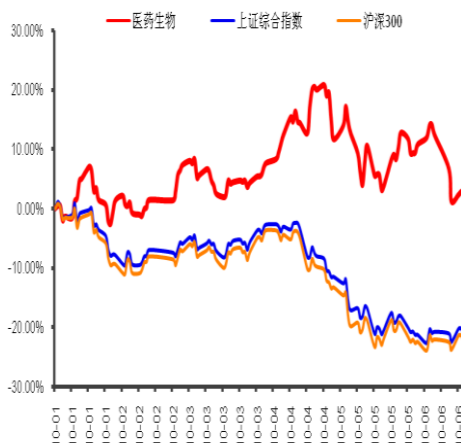
行业评级：

医药行业 强于大市

重点公司评级：

康美药业	买入
科伦药业	买入
乐普医疗	买入
东阿阿胶	买入
现代制药	买入

行业指数走势



相关报告

《医药卫生体制五项重点改革 2010 年度主要工作安排》出台点评

2010 年 4 月 26 日

医药行业 2010 年二季度投资策略

2010 年 4 月 8 日

药行业 2010 年投资策略

2009 年 11 月 30 日

医药行业研究员

姓名：宋文昭

执业编号：S0990200010018

Email: songwz@vsun.com

核心观点：

- ◇ 2010年1-5月医药制造业收入和利润同比增长分别为28.87%和39.07%，相比10年1-2月，收入增速提升0.9个百分点，利润增速从前期高基数下调4.1个百分点，但仍高于收入增速10个百分点。从盈利水平看，毛利率较同期略有下降；利润率达到10.36%，创下最近10年来的最高盈利水平。子行业中，生物制药和中药饮片收入增速超过40%，利润增速超过60%，增长势头强劲；化学原料药收入和利润增速分别达到22.87%、45.76%，周期恢复性增长明显。
- ◇ 2009 年至2010 年初是医药行业政策密集出台期，未来一段时间将是政策的落实执行期。下半年影响医药行业的主要因素包括：发改委下发《药品价格管理办法（征求意见稿）》；卫生部发布《关于深化治理医药购销领域商业贿赂的工作通知》；基本药物目录（扩展版）出台；生物产业“十二五”规划草案出台。
- ◇ 医药板块在 2010 年上半年表现突出，成为市场耀眼的明星板块。1-6 月上证指数跌幅达 22.1%，而同期医药指数仅下跌 5.21%，表现出良好的防御性特征。6 月以来，受药品降价，打击医药商业贿赂等政策影响，医药板块出现较大调整，但从历史表现来看，仍然强于大盘。
- ◇ 我们认为，“疾病谱的变化，人口老龄化，消费升级和医保投入加大”这四大支撑医药板块中长期发展的主要因素并未发生根本改变，医药板块黄金十年的根基仍然牢靠，作为A股中为数不多的同时具备消费和新兴产业特征的板块，中长期超配医药板块仍然是跑赢大势的重要选择，这是我们对医药板块的基本判断。
- ◇ 未来半年，我们认为医药板块防御性仍然突出，降价及反商业贿赂政策不会改变行业快速增长的大趋势，板块调整反而提供了配置优质医药股的良机。我们认为医药板块经过此轮的大幅调整，估值开始具有吸引力，建议战略性布局优质医药股。同时部分创业板公司凭借技术优势业绩高速增长，在超募资金使用得当的情况下，有望成为白马股。
- ◇ 我们认为医药行业下半年投资机会主要集中在以下五类企业：
 - 抗通胀预期，资源类高成长企业：康美药业、东阿阿胶；
 - 拥有基本药物独家品种的企业：云南白药、华润三九、天士力、千金药业；
 - 生物产业规划预期受益的企业：科华生物、通化东宝；
 - 有国资整合背景的企业：同仁堂、一致药业、双鹤药业、现代制药；
 - 创业板和中小板中进入壁垒高、高速增长的企业：科伦药业、乐普医疗。

一、医药经济运行数据跟踪分析

1、1-5月行业数据分析

2010年1-5月医药工业实现收入4149亿元，利润总额430亿元，同比增长28.87%、39.07%。相比10年1-2月，收入增速提升0.9个百分点，利润增速从前期高基数下调4.1个百分点，但仍高于收入增速10个百分点。

从盈利水平看，10年1-5月毛利率31.06%，比去年同期略降0.07个百分点，但较09全年提升0.4个百分点；利润率10.36%同比提升0.76个百分点，创下最近10年来的最高盈利水平。

分子行业来看，生物制药、中药饮片的收入增速超过40%，利润增速超过60%，显示强劲增长势头；化学原料药收入和利润增速分别达到22.87%、45.76%，周期恢复性增长明显。

从绝对值来看，化学原料药、化学药制剂、中药饮片、生物生化制品的利润总额增长都超过30%。

表1：2010年1-5月医药及各子行业主要财务指标

行业名称	销售收入增长率	利润总额增长率	毛利率	利润率
医药制造业	28.87%	39.07%	31.06%	10.36%
化学原料药	22.87%	45.76%	22.23%	8.81%
化学制剂	22.88%	33.14%	39.39%	11.63%
中成药	30.66%	23.65%	35.79%	9.76%
中药饮片	41.74%	65.94%	20.55%	7.89%
生物制药	51%	75%	29.24%	14.52%
医疗器械	23.54%	14.66%	24.07%	10.22%

资料来源：国家统计局 英大证券研究所

2、医药上市公司中期业绩预期情况良好

截止到7月5日，据我们统计，医药上市公司中有40家公布了中期业绩预期情况，其中90%以上的个股是预增的。

业绩预期增速超过100%的包括：华兰生物、海翔药业、中恒集团、海普瑞、白云山A、信立泰、康恩贝和西南合成；

业绩预期增速在50—100%的包括：东阿阿胶、鱼跃医疗、康芝药业、云南白药、西南药业、浙江医药、京新药业、海王生物；

业绩预期增速在20—60%的包括：科伦药业、新和成、上海莱士、紫鑫药业、恩华药业、仙琚制药、众生药业、精华制药；

业绩下降的只有4家公司，分别为：沃华医药、鑫富药业、华邦制药和ST国药。

表 2：已经公布的医药上市公司中期业绩预增预减情况

中期预期情况	公司	业绩预期幅度	中期预期情况	公司	业绩预期幅度
100%以上	华兰生物	300—350%	20%—60%	紫鑫药业	30—50%
	海翔药业	210—240%		恩华药业	20—50%
	中恒集团	150%以上		仙琚制药	小于50%
	海普瑞	100—150%		众生药业	20—40%
	白云山A	100—150%		精华制药	20—40%
	信立泰	100—120%		莱茵生物	小于30%
	康恩贝	100%以上		科华生物	小于30%
	西南合成	94—143%		桂林三金	小于30%

50%以上	东阿阿胶	50—100%	小于30%	永安药业	小于30%
	鱼跃医疗	50—80%		奇正藏药	小于30%
	康芝药业	50—80%		亚太药业	小于30%
	云南白药	50—70%		力生制药	小于30%
	西南药业	50%以上		双鹭药业	小于30%
	浙江医药	50%以上		达安基因	小于30%
	京新药业	50%以上		嘉应制药	15—30%
	海王生物	50%以上		沃华医药	30—50%
20%—60%	科伦药业	40—60%	下降	华邦制药	10—40%
	新和成	30—60%		鑫富药业	10—40%
	上海莱士	30—60%		ST国药	亏损

资料来源：公司公告 英大证券研究所整理

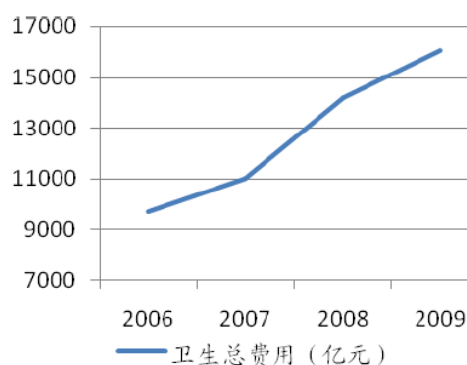
二、创新推动产业结构调整，医药行业进入“黄金十年”

我们坚持认为，我国医药行业在疾病谱的变化，人口老龄化，消费升级和医保投入加大几大因素的推动下，未来将进入“黄金十年”。根据南方所构建的模型得到：未来十年中国医药行业平均每年将增长20%，十年后我国医药工业总产值达到73813亿元，成为仅次于美国的第二大医药市场。医药行业的格局也会改变，第二终端药店市场比例降低，第一终端医院市场和第三终端基层医疗市场比例提高。未来我国医药行业的两大发展趋势是走向国际化和集约化。

1、医药消费的升级

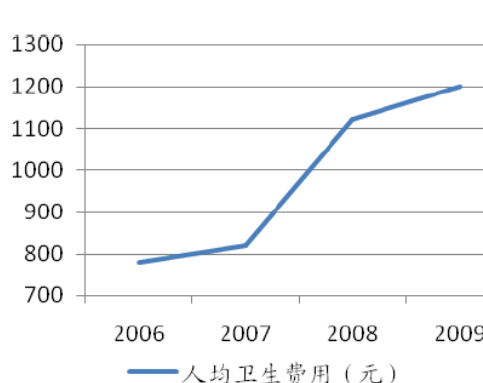
2006年起卫生总费用占GDP的比重逐年小幅提高，从2006年的4.677%提高到2008年的4.83%，2009年则达到4.85%。从全球的角度看：中国人均卫生费用216美元，大幅低于发达国家3000美元以上的年均支出。政府卫生支出占财政支出比重为9.9%，也低于发达国家11-19%的水平。

图1：卫生总费用持续增长



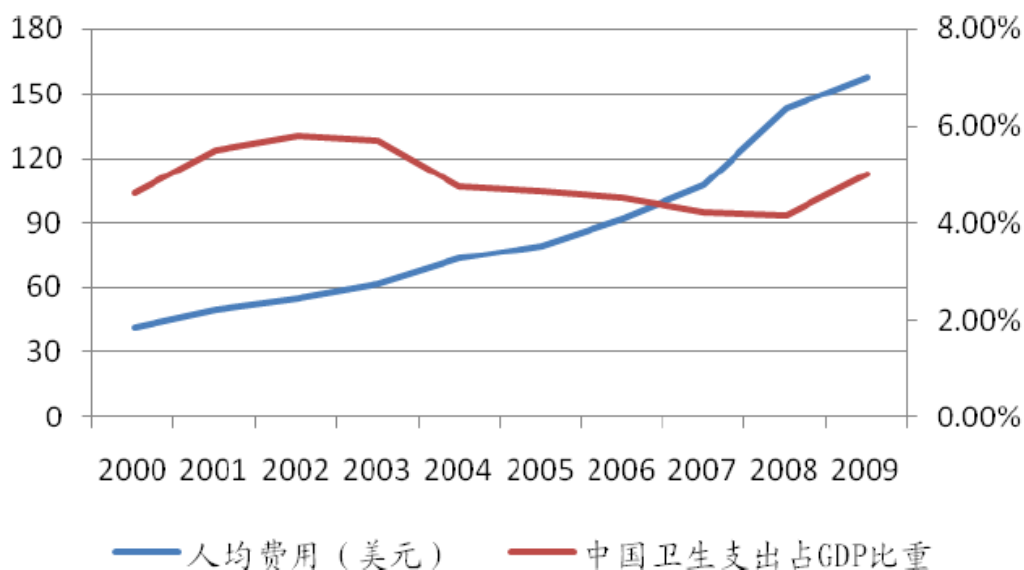
资料来源：卫生部

图2：人均卫生费用均持续增长



资料来源：卫生部

图3：中国卫生支出占GDP比重还存在很大提升空间

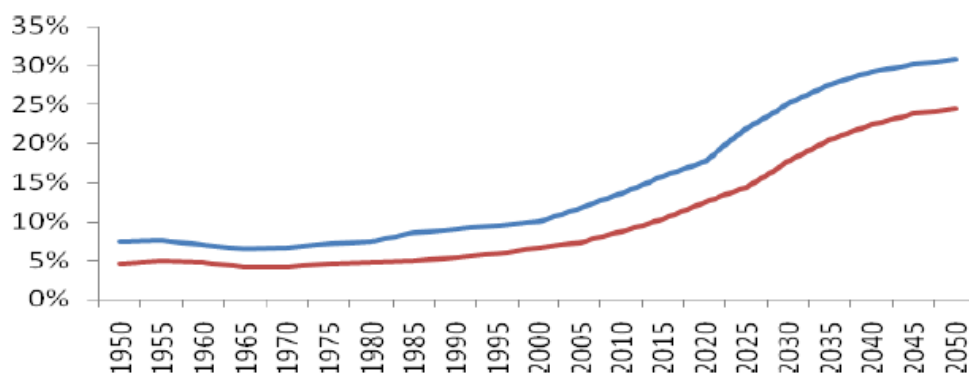


资料来源：卫生部

2、人口老龄化是长期推动力

中国是发展中国家中 fastest 进入老龄化社会的国家，预计2010 年65 岁以上老年人比例达到8.4%，到2020 年，中国的老年人口将达到2.48 亿人，老龄化水平将达到17.17%。到2050 年，中国的老年人口总量将超过4 亿人，老龄化水平将超过30%以上。老年人口的药品消费已占药品总消费的50%以上，随着社会高龄化速度逐渐加快，对老年人疾病用药及医疗保健需求将提高。

图4：我国未来人口老龄化趋势明显



资料来源：WHO

3、疾病谱变化

疾病谱变化是第三大驱动因素。从南方所样本医院用药结构看，生活习惯、环境因素导致的肿瘤、心血管等重大疾病发病率逐年提高，用药占比加大。据卫生部报告，目前慢性病导致了45.9% 的全球疾病负担，而中国已达到 60% 以上。世界卫生组织预测，到2015 年，中国慢性病造成的直接医疗费用将达到5,000 多亿美元。

表3：近年来我国疾病谱变化

用 药 类 别	2007年份额	2008年份额	2009年份额	2009 年上半年 销售增速
抗感染药	24%	24.04%	23.47%	17.78%
抗肿瘤药和免疫抑制剂	17%	17.40%	17.78%	13.38%
心血管系统药	13.20%	13.39%	13.38%	12.75%
消化系统药	13.20%	12.52%	12.75%	10.89%
血液和造血系统药	12%	10.95%	10.89%	8.66%

资料来源：南方医药经济研究所

4、医保投入加大

新医改政策下，政府加大对医疗卫生的投入，将以杠杆作用拉动医药消费需求的高速增长。据WHO 统计：当政府投入占卫生总费用的比例小于20%时，其卫生系统绩效也比较差，而我国相当长时间低于20%。在新医改阶段，这个比例已经达到20.13%，这有利于刺激医药消费需求的增长。未来三年，各级政府将投入8,500 亿元，用于五项重点改革，其中中央政府投入3,318 亿元，其他资金需要地方政府投入。

表4：我国卫生费用投入情况

时间	政府卫生投入		个人卫生投入	
	平均增长率	占比	平均增长率	占比
第一轮医改（1985-1999 年）	14.14%	18.99%	20.32%	47.92%
第二轮医改（2000-2006 年）	15.91	16.94%	16.21%	54.48%
第三轮医改（2007 年至今）	29.13%	20.30%	21.27%	45.20%

资料来源：南方医药经济研究所

三、2010下半年医药行业主要政策影响因素分析

1、发改委下发《药品价格管理办法（征求意见稿）》

6 月初，发改委向中国价格协会、中国化学制药工业协会、中国中药协会等七家协会征求对《药品价格管理办法（征求意见稿）》的意见，反馈意见被要求在6 月15 日前上报。

比较 08 年与 10 年的两个征求意见稿，发改委的政策思路有以下趋势：

（1）制药工业领域：在适度降低药品出厂价的同时，积极鼓励创新和支持中成药、天然药、民族药及生物药发展

从生产环节期间费用率和销售费用率的最高核算标准来看，可总结为创新药高于普药、中药和生物制品高于化学药品，这延续了医改鼓励创新、鼓励中药和生物药的思路。其中不少上市公司由于期间费用率和销售利润率超标将受到不利影响，化学药中康芝药业（300086）、信立泰（002294）等影响最大；生物药中双鹭药业（002038）、华兰生物（002007）等影响最大；中药中红日药业（300026）、奇正藏药（002287）、沃华药业（002107）、上海凯宝（300039）等影响最大。

表 5：新版药品价格管理办法（征求意见稿）的出厂价控制标准

分类	化学药品		生物制品		中成药、天然药及民族药	
	期间费用率 (%)	销售利润率 (%)	期间费用率 (%)	销售利润率 (%)	期间费用率 (%)	销售利润率 (%)
有效成分创新	≤45	≤18	≤45	≤20	≤45	≤23
剂型创新	≤40	≤15	≤40	≤16	≤40	≤18
工艺技术创新	≤35	≤12	≤35	≤13	≤35	≤15
普通药品	≤30	≤8	≤30	≤10	≤30	≤12

资料来源：英大证券研究所整理

（2）医药流通领域：降低流通环节加价水平，重点加大对高价药加价的控制力度

不同的出厂价给予不同的加价幅度限制，该限制对于底价代理销售模式的公司打击较大，由于流通差价限制了中间利润空间，过去以中间利润进行医师、医院商业运作的方式变得难以执行，销量就无法保证。采用底价大包模式多为本身营销薄弱的普药企业，受到冲击最大。至于拥有强势品种和自身营销队的公司，由于对管道终端掌控力强，本身出厂价也高，其流通价差尚可在规定范围内，影响幅度较小。对于上市公司不同的营销模式，我们尚需进一步研究，以判断受冲击程度。

表 6：新版药品价格管理办法（征求意见稿）的流通价差控制标准

含税出厂(口岸)价格	最高流通差价率(额)
0-5 元	40%
5-20 元	30%+0.5 元
20-100 元	25%+1.5 元
100-500 元	20%+6.5 元
500-1000 元	15%+31.5 元
1000-10000 元	8%+101.5 元
10000 元以上	901.5 元

资料来源：英大证券研究所整理

3、对特殊类别和创新药品进行“差别定价、规范要求、强化监管”

征求意见稿提到：实行政府指导价的药品，符合规定者，政府价格主管部门可以对特定企业生产的药品制定和调整价格，此即过去所谓的单独定价或优质优价，相关规定见（表7），我们给予首仿药更多关注，原因是国内厂商均生产仿制药物为主，新规提出前3 个推出仿制药的企业，5 年内将可享受原研药指导价依次递减10%的定价，抢仿药和原研药在定价上差距缩小，有利国产产品的竞争，在医院采购一品双规的游戏规则下，原研药和首仿药将占据优势，建议关注抢仿实力强的恒瑞医药(600276)。另外，对于制剂出口到国际主流市场的产品，也给予价格倾斜，建议关注积极进行制剂国际认证的公司，如华海药业

(600521)、恒瑞医药(600276)、天士力(600535)。

表7：关于单独定价、优质优价的相关规定

实行政府指导价的药品，符合以下规定之一，政府价格主管部门可以对特定企业生产的药品制定和调整价格
1、 专利保护药品以及国家保密处方药品
2、专利药品保护期结束后，自国内第1家企业生产的仿制药品上市起5年内，前3家企业仿制的药品
3、经国家药品监管部门或者其认可的社会机构认定，质量标准显著高于其它企业生产的相同剂型的同种药品
4、中成药主要原料均使用GAP 药材或者均使用较高等级药材
5、 获得国务院授予国家奖项的药品
6、中国境内生产，并出口到国际主流市场的制剂

资料来源：英大证券研究所整理

新药品价格管理办法对行业的影响

本次出台的仅仅是征求意见稿，未来关于药品的定价机制，仍存在一个各方博弈的过程，医药生产企业、流通企业和医疗单位等各方意见也将汇总到相关部门，最终出台的办法仍然存在变数。我们对此次征求意见稿的主要观点如下：

1、核算医药企业的期间费用率，利润率难以执行

此次《管理办法》中提出的核算期间费用率，利润率的实际执行困难非常大，部分医药企业存在将销售中的发票高开或低开以调节利润率的情况，还存在销售中给代理商返点等情况，因此核算实际的利润率和期间费用率变得很难，更难的是核算外资企业药品的利润率，若核算外资企业的药品成本，外资企业可以将生产转移至国外，这对本土企业将非常不公平。利润率，销售费用率等式是市场竞争的结果，不应该以设定的比率管制。

2、国家鼓励创新原则不会改变

国家鼓励创新的原则不会改变，应该给予创新型制药企业合理利润水平，以激励医药企业不断投入资金进行研发创新。

3、对 OTC 企业和中药企业影响不大

此次《管理办法》对 OTC 企业影响不大，因为 OTC 企业的期间费用率较低，中间环节较少。对中药企业影响小，尤其是拥有独家品种的企业。

4、要降低医疗费用就应该改变“以药养医”的机制

我国医疗费用高的核心问题在于给医院的药品利润空间太高，且难以切断这个利益链条，真正要解决这个问题就要改变“以药养医”的模式，这是从根本上解决“看病贵”的途径，而不是压低制药企业的合理利润空间。

2、卫生部发布《关于深化治理医药购销领域商业贿赂的工作通知》

6月30日，卫生部网站公布21日下发的《关于进一步深化治理医药购销领域商业贿赂工作的通知》，就进一步深化治理医药购销领域商业贿赂工作提出明确要求。

表8：《关于深化治理医药购销领域商业贿赂的工作通知》主要内容

	主要内容
一	进一步深化对治理医药购销领域商业贿赂工作的认识，切实增强工作的责任感和紧迫感
二	继续广泛开展宣传教育，牢固树立防止商业贿赂的思想道德和纪律法制防线
三	加大查办医药购销领域商业贿赂案件力度，坚决惩处商业贿赂行为
四	加强长效机制建设，着力抓好防控商业贿赂长效机制各项制度的落实
五	加强医院信息系统药品、高值耗材统计功能管理，严禁为商业目的统方
六	建立医药购销领域商业贿赂不良记录，坚决打击商业贿赂行贿行为

资料来源：英大证券研究所整理

我们认为卫生部的《通知》是此前发改委药价调控政策的延续和配合，表明在治理药价虚高问题上，政府要打“组合拳”。医药购销领域的商业贿赂一直存在，在一些地方和单位比较严重，助长了药价虚高。此次卫生部《通知》规定，各级行政部门要加强与纪检监察、检察、公安、工商、食品药品监管等执纪执法部门的协调配合，严厉打击医药领域商业贿赂，政策相当严厉。医药购销领域反商业贿赂趋紧，势必对一些“带金销售”的医药企业造成影响。由于医药领域商业贿赂几乎是潜规则，短期来看，反商业贿赂对整个行业将带来一定影响，资本市场担忧也充分体现。各细分行业受政策影响程度不尽相同，处方药企业受影响较大，而OTC及部分中药企业影响较小。从长期看，反商业贿赂能够净化行业环境，有利于有核心竞争力的医药企业快速成长，从根本上促进整个行业的健康发展。

3、基本药物目录（扩展版）出台

基本药物目录（扩展版）出台时间一拖再拖，导致相应的一些配套政策也继续延期，围绕着基本药物目录（扩展版）的各方博弈还在继续。早在09年已公布的307种基本药物是属于基层医疗机构，而在10年初卫生部部长陈竺已明确表示：在今年年底前还要出台基本药物目录（扩展版），包括大医院配备使用部分，考虑把癌症、肿瘤等大病用药、儿科用药等纳入目录。基本药物目录基层版有草案可循，但其他机构版没有草案，可以遵循的是它从医保甲类中筛选的原则。

我们对基本药物目录（扩展版）的看法：

基本药物目录（扩展版）的品种范围较为明确：根据医改方案，卫生部制定的《国家基本药物目录》，应该是医保甲类目录的一个“子集”。显然，率先推出的医保目录，已经为尚在制定的基本药物目录（扩展版）设定了边界。在新出台的医保目录中，调整后的甲类

目录产品共有503个品种，其中西药349个品种，中成药154个品种，这限定了基本药物大医院目录的边界。

基本药物目录（扩展版）的市场扩容更大：扩展版面向80%的市场，基层版目前确定的是面向20%基层市场里的7成，即14%的市场。我们认为基本药物目录（扩展版）带来的市场扩容效应可能会比基层版更大，更有投资机会。

可能受益上市公司分析

我们看好拥有医保甲类目录中部分药品的上市公司的投资机会，预计恒瑞医药、华润三九等企业会有较多的产品进入。对于可能进入扩展版目录的医保甲类品种，我们推荐研发能力强，产品梯队好的恒瑞医

药、恩华药；独家品种占比大的众生药业、独一味。

同时，我们不排除其他一些“优质”的乙类目录品种进入扩展版的可能性，特别是一些独家品种进入目录的机会还是比较大的：益佰制药（艾迪注射液）、丽珠集团（参芪扶正注射液）、康缘药业（热毒宁注射液）、人福科技（瑞芬太尼）等值得关注。

表9：可能进入扩展版目录的医保甲类品种

分类	药品	上市公司	独家品种	医保目录
中药类	参附注射液、华蟾素注射液、生脉注射液、参麦注射液	华润三九	是	甲类
	独一味丸	独一味	是	甲类
	健脾生血颗粒	武汉健民	是	甲类
	复方血栓通胶囊	众生药业	是	甲类
	奇正消痛贴膏、青鹏软膏	奇正藏药	是	甲类
	仙灵骨堡胶囊、蒿甲醚	复星医药	仙灵骨堡胶囊（独家）	甲类
	感冒清热颗粒	同仁堂		甲类
化学药	碘佛醇、阿曲库铵	恒瑞医药	碘佛醇（独家）	甲类
	咪达唑仑、丙泊酚	恩华药业		甲类
	柔红霉素	海正药业		甲类
	碘海醇	北陆药业		甲类
生物制药	冻干人凝血因子Ⅷ	华兰生物 天坛生物		甲类

资料来源：英大证券研究所整理

表10：可能进入扩展版目录的医保乙类品种

分类	药品	上市公司	独家品种	医保目录
中药类	艾迪注射液	益佰制药	是	乙类
	参芪扶正注射液	丽珠集团	是	乙类
	热毒宁注射液	康缘药业	是	乙类
	养血清脑颗粒、穿心莲内酯滴丸	天士力	是	乙类
	补血益母丸（颗粒）	千金药业	是	乙类
	痰热清注射液	上海凯宝	是	乙类
	瑞芬太尼	人福科技	是（国内首仿）	乙类
化学药	顺苯磺阿曲库铵	恒瑞医药	是（国内首仿）	乙类

资料来源：英大证券研究所整理

4、生物产业“十二五”规划草案有望下半年出台

于2007年发布的生物产业发展“十一五”规划主要是针对生物医药、生物农业、生物能源、生物制造、生物环保5个行业。其中，生物医药的内容包括4项内容，根据防治重大疾病和传染病的需要，重点发展新型疫苗、诊断试剂、创新药物和新型医疗器械。

在第四届生物产业大会新闻发布会上，国家发改委副主任张晓强透露，国家发改委正在联合相关部门编制生物产业发展“十二五”规划，促进生物产业集群化和国际化发展。

2009年1—10月，生物产业的增长率达20%，生物产业成为国际金融危机中的高抗风险产业。据悉，生物产业“十二五”规划的起止时间为2011—2015年，目前由于规划还处于编制起草阶段，具体内容尚未公布。目前全球生物产业销售额几乎每5年翻一番，增长速度是世界经济平均增长率的近10倍。预计到2020年，生物医药占全球药品的比重将超过1/3，生物质能源占世界能源消费的比重将达到5%左右，生物基材料将替代10%—20%的化学材料，精细化学品的生物法制造将替代化学法的30%—60%。生物产业正引发世界经济格局的重大调整和国家综合国力的重大变化，国际竞争日益激烈。

我们认为，“十二五”生物产业规划的出台预示着新一轮生物产业发展的到来，国家将鼓励重磅生物药的研发创新，培育具有国际竞争力的龙头企业；加大财税政策支持力度；加强对于生物技术企业自主知识产权的保护，创造良好的市场环境，生物产业将迎来新一轮发展机遇。

表11：2010年以来其他医药行业重大政策回顾

时间	内容
2010年1月	2010年版《中国药典》出版发行，是新中国成立以来的第九版药典。本版药典分为中药、化学药、生物制品三部，收载药品品种达到4615个。
2010年2月	2月2日，国务院总理温家宝主持召开了国务院常务会议，讨论并原则通过《关于公立医院改革试点的指导意见》。会议决定公立医院改革“先行试点、逐步推开”，由各省（区、市）分别选择1至2个城市或城区开展公立医院改革试点。
2010年3月	3月5日，国家发改委公布了重新调整的《国家发展改革委定价药品目录》，此次调整是在2005年版本基础上进行的。
2010年3月	3月6日，卫生部副部长黄洁夫透露，中国器官移植捐献系统将在全国十个省市先行试点。中国红十字会将负责器官捐献的告知，以及器官的分配，这也将被列入修改后的器官移植条例。
2010年4月	4月6日，国务院印发《医药卫生体制五项重点改革2010年度主要工作安排》。工作安排围绕五项重点改革三年目标，提出了2010年度的16项主要工作任务。
2010年5月	国家发改委5月25日针对药品价格表态，今后将采取四项措施，加强药品价格管理，加大对流通环节恶意加价、牟取暴利行为的打击力度，进一步降低虚高药品价格。四项措施包括：对属于企业自主定价的药品，加强市场购销价格调查；对政府指导价药品加强成本审核；建立基本药物动态调整机制；研究改进药品价格管理方法。

资料来源：英大证券研究所整理

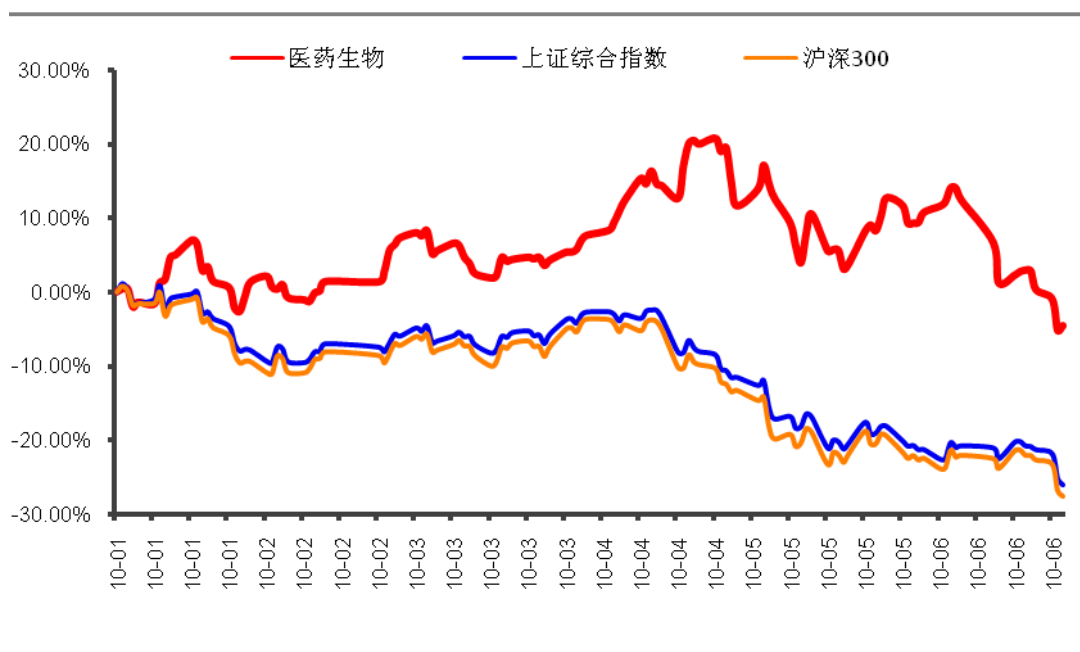
三、上半年市场行情回顾

1、1-6月医药行业市场表现

2009年12月31日为基准计算，截止到2010年06月30日，上证综指下跌了22.1%，沪深300下跌了23.5%，而医药指数仅下跌5.12%，远远跑赢大盘。

医药板块作为防御性板块，在大盘震荡及下跌的过程中往往跑赢行业。自年初以来医药板块的走势可以分成三个阶段：第一阶段为自年初到4月中，这一阶段基本是延续09年四季度的补涨行情，由于这一阶段的大盘一直处于震荡格局，因此医药板块在补涨中持续跑赢了大盘，截止至4月15日，医药板块上涨13.5%，而上证综指下跌3.4%，医药板块领先上证综指17个百分点；第二阶段为4月中到6月初，为抗跌阶段。大盘出现大幅下挫，两个月的时间下跌幅度接近19个百分点，而同期的医药指数仅下跌2.2%；第三阶段是补跌阶段，从6月11日开始至6月30日，医药指数跌幅高达16.32%。

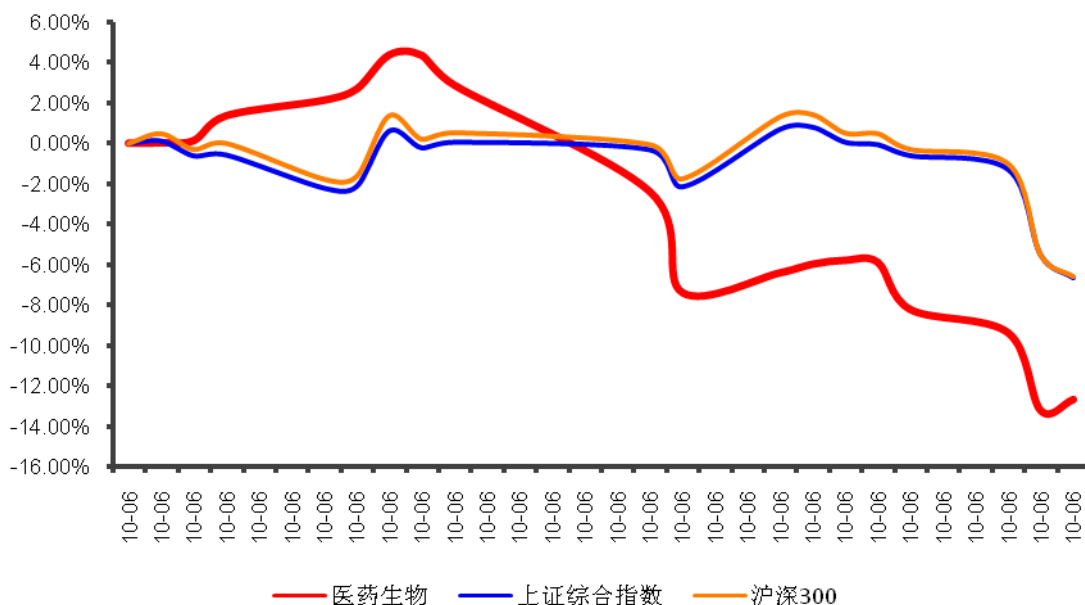
图 5：年初至今医药板块表现



资料来源：WIND资讯 英大证券研究所

6月中下旬医药股大幅下挫的导火线是发改委下发《药品价格管理办法（征求意见稿）》，但根本原因是一年多来高高在上的医药行业估值和相对溢价率水平。6月医药行业指数暴跌14.57%，而上证指数同期下跌7.48%。我们认为药品价格下行的是长期存在的事实，但并不会改变行业长期向好的发展趋势。管理层不大可能出台非常严格的限价政策，可能是宽泛的规定为主，或针对部分品种做出降价的规定，对行业基本面影响有限。恐慌下跌之后就是医药股较好的买入机会。

图 6：6 月以来医药板块相与上证综合指数及沪深300 走势比较



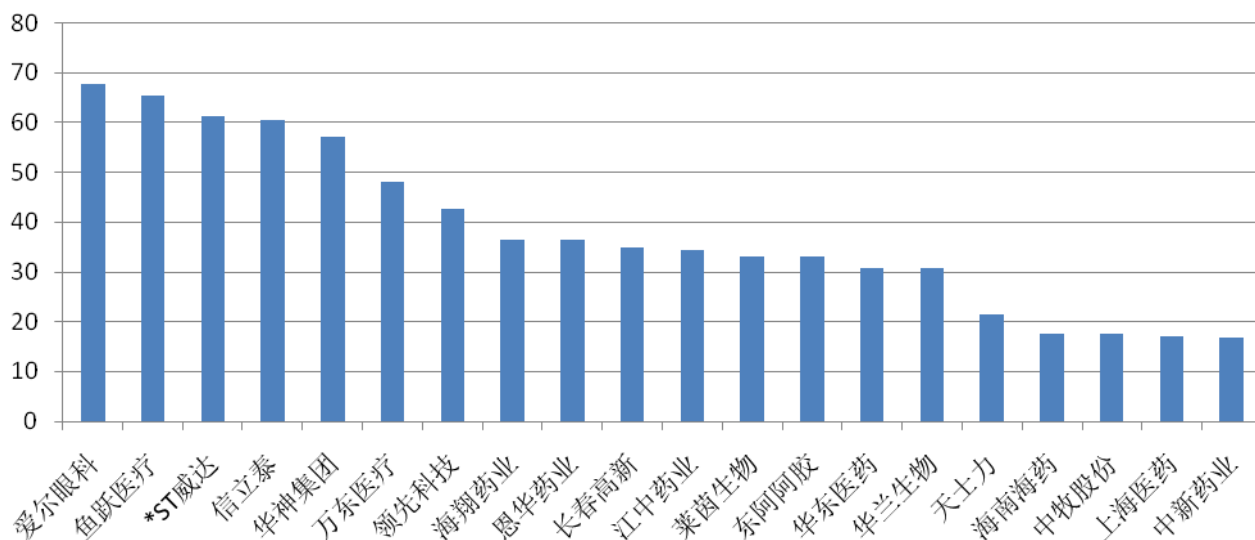
资料来源：WIND资讯 英大证券研究所

2、个股1-6月份市场表现

从1-6 月来看，市场表现突出的个股有以下5 类：

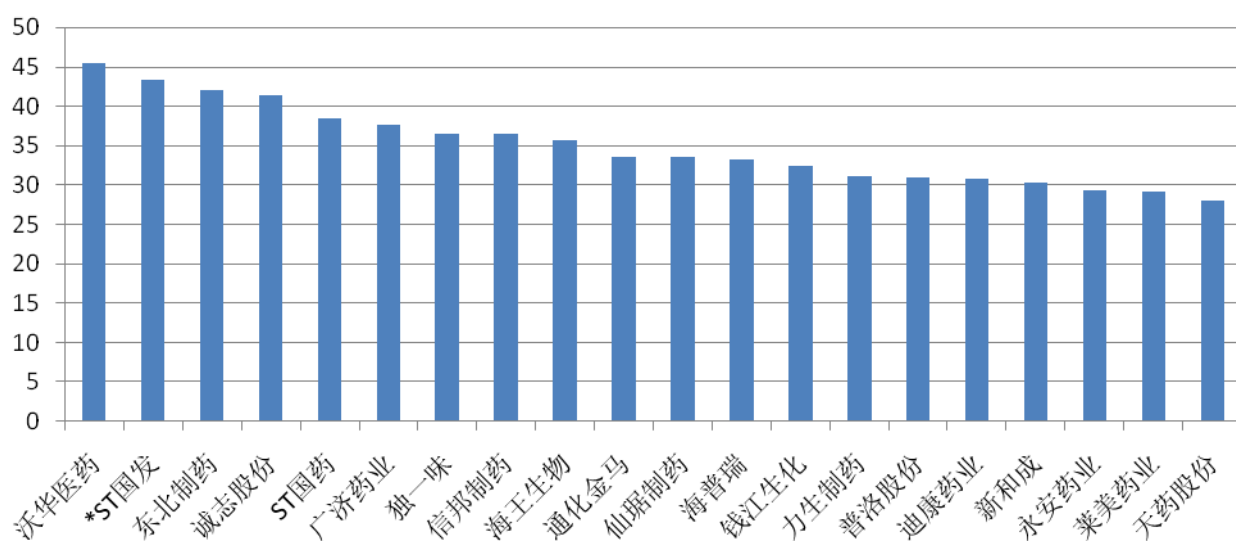
- 1、创业板和中小板中进入壁垒高、高速成长的企业：爱尔眼科、信立泰；
- 2、医改直接受益的企业：鱼跃医疗、万东医疗、江中药业等；
- 3、生物产业规划预期受益个股：莱茵生物、长春高新、华兰生物、中牧股份、华神集团等；
- 4、专科药企业：恩华药业、华东医药
- 5、主导产品提价：东阿阿胶。

图7：1-6月医药板块个股涨幅前20 名



资料来源：WIND资讯 英大证券研究所

图8：1-6月医药板块个股跌幅前20 名

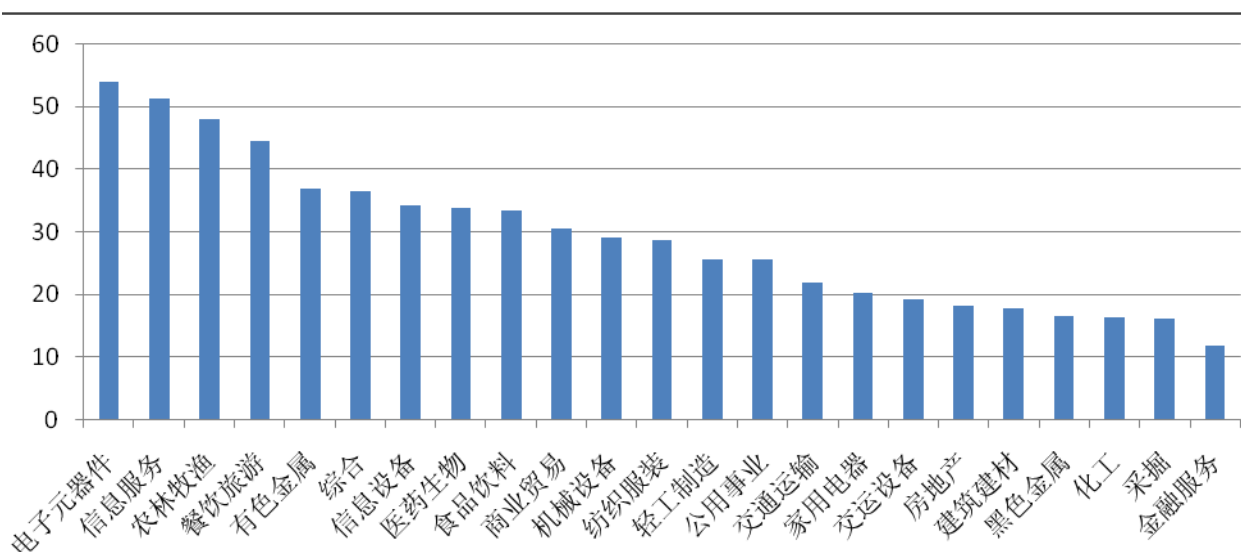


资料来源：WIND资讯 英大证券研究所

3、估值水平

从绝对估值水平看，医药行业市盈率处于合理区域。

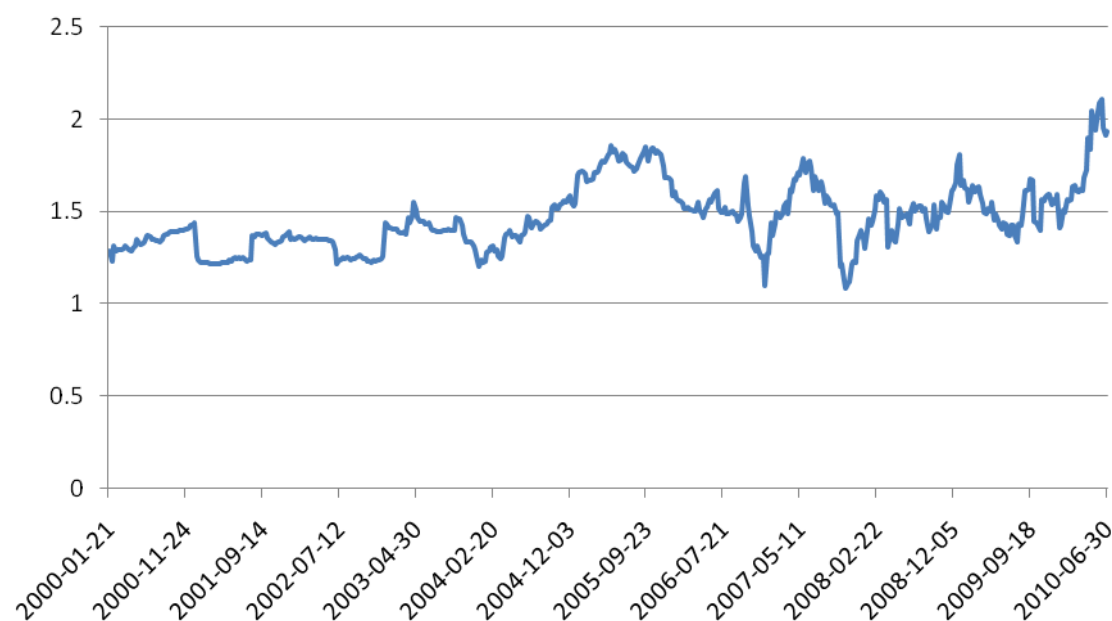
图 9：各行业估值水平比较



资料来源：：WIND 资讯 英大证券研究所

经过6月以来的大幅下跌，医药板块估值相对全部A股市场溢价仍处于历史高位，短期继续上涨存在压力。

图 10：医药板块相对于全部 A 股的估值溢价率突破历史新高



资料来源：：WIND资讯 英大证券研究所

四、下半年投资策略

我们认为，“疾病谱的变化，人口老龄化，消费升级和医保投入加大”这四大支撑医药板块中长期发展的主要因素并未发生根本改变，医药板块黄金十年的根基仍然牢靠，作为A股中为数不多的同时具备消费和新兴产业特征的板块，中长期超配医药板块仍然是跑赢大势的重要选择，这是我们对医药板块的基本判断。

从短期来看，一系列行业利空以来，经过一轮短期杀跌，医药上市公司的估值已经明显下降，而之前的政策利空执行上有一定难度，虽然后续可能还有包括细则在内的一些政策推出，但是我们认为短期之内

发改委出台细则可能性较小，因此目前政策层面上不明朗。在这种情况下，上市公司大幅释放业绩的动力下降，行业回归前期估值高点的可能性也较小。三季度我们建议投资者谨慎操作，控制仓位，以等待相关政策的进一步明朗。

未来半年，我们认为医药板块防御性仍然突出，降价及反商业贿赂政策不会改变行业快速增长的大趋势，板块调整反而提供了配置优质医药股的良机。我们认为医药板块经过此轮的大幅调整，估值开始具有吸引力，建议战略性布局优质医药股。同时部分创业板公司凭借技术优势业绩高速增长，在超募资金使用得当的情况下，有望成为白马股。

我们认为医药行业下半年投资机会主要集中在以下五类企业：

对抗通胀预期，资源类高成长企业：康美药业、东阿阿胶；

拥有基本药物独家品种的企业：云南白药、华润三九、天士力、千金药业；

生物产业规划预期受益的企业：科华生物、通化东宝；

有国资整合背景的企业：同仁堂、一致药业、双鹤药业、现代制药；

创业板和中小板中进入壁垒高、高速增长的企业：科伦药业、乐普医疗。

表12：医药重点公司投资评级

名称	代码	收盘价 (3-31)	EPS			PE			投资评级
			2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E	
原料药									
海正药业	600267	25.15	0.56	0.78	0.93	45	32	27	买入
华海药业	600521	13.44	0.37	0.45	0.62	36	29	21	增持
化学制剂									
恒瑞医药	600276	39.07	0.89	1.06	1.29	43	36	30	增持
现代制药	600420	13.99	0.31	0.42	0.58	45	33	24	买入
恩华药业	002262	19.63	0.30	0.44	0.64	65	44	30	增持
人福科技	600079	16.00	0.43	0.49	0.65	37	32	24	增持
双鹤药业	600062	25.96	0.79	0.95	1.14	32	27	22	买入
科伦药业	002422	93.8	1.78	2.46	3.08	52	38	30	买入
信立泰	002294	70.70	0.95	1.43	1.93	74	49	36	增持
生物制药									
上海莱士	002252	41.50	0.85	1.30	1.69	48	31	24	增持
华兰生物	002007	45.08	1.06	1.44	1.83	42	31	24	增持
科华生物	002022	14.72	0.42	0.53	0.68	35	27	21	增持
品牌中药									
云南白药	000538	64.50	1.13	1.70	2.21	57	37	29	买入
东阿阿胶	000423	34.76	0.60	0.95	1.24	57	36	28	买入
同仁堂	600085	22.35	0.55	0.62	0.71	40	36	31	增持
片仔癀	600436	39.08	0.93	1.09	1.25	42	35	31	增持
中药现代化									
康美药业	600518	12.28	0.30	0.46	0.62	40	26	19	买入
康缘药业	600557	16.28	0.50	0.72	0.97	32	22	16	买入
天士力	600535	26.87	0.65	0.85	1.04	41	31	25	买入
OTC									
三九医药	000999	22.95	0.72	0.92	1.16	31	24	19	买入

江中药业	600750	30.85	0.68	0.92	1.20	45	33	25	增持
千金药业	600479	14.00	0.43	0.65	0.84	32	21	16	增持
三精制药	600829	17.38	0.72	0.90	1.00	24	19	17	增持
医药流通									
国药股份	600511	21.77	0.47	0.65	0.77	46	33	28	增持
一致药业	000028	28.60	0.67	0.95	1.15	42	30	24	增持
医疗器械									
乐普医疗	300003	26.49	0.78	0.95	1.22	33	27	21	买入
鱼跃医疗	002223	35.28	0.71	1.07	1.60	49	33	22	增持

资料来源：Wind 资讯、英大证券研究所

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，英大证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。

本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。

本报告为英大证券有限责任公司所有。未经英大证券有限责任公司同意，任何机构、个人不得以任何形式将本报告全部或部分复制、复印或拷贝；或向其它人分发。

行业评级

强于大市 行业基本面向好，预计未来6个月内，行业指数将跑赢沪深300指数
 同步大市 行业基本面稳定，预计未来6个月内，行业指数将跟随沪深300指数
 弱于大市 行业基本面向淡，预计未来6个月内，行业指数将跑输沪深300指数

公司评级

买入 预计未来6个月内，股价涨幅为15%以上
 增持 预计未来6个月内，股价涨幅为5-15%之间
 中性 预计未来6个月内，股价变动幅度介于± 5%之间
 回避 预计未来6个月内，股价跌幅为10%以上

评级说明：

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。

以报告发布后的 6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6个月内的公司股价（或者行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 6个月内的公司股价（或者行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准