

增持 维持

医药与健康护理

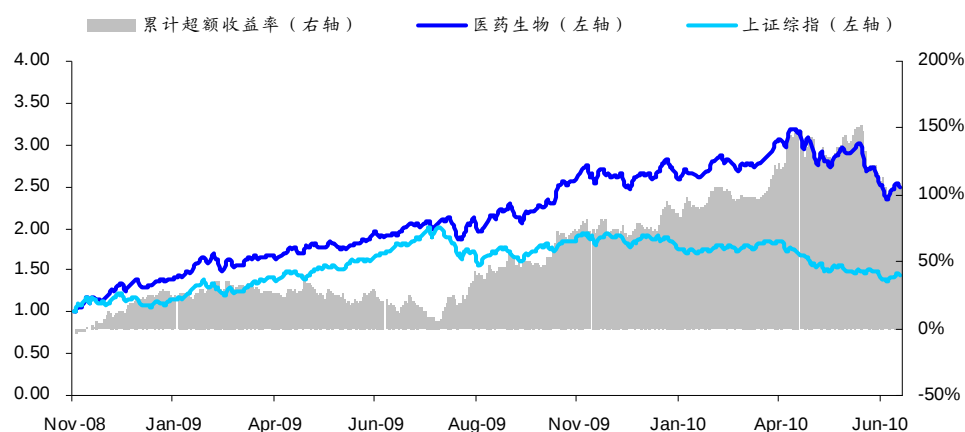
2010 年 07 月 15 日

政策虽不明朗，调整后子行业估值优势渐显

医药行业分析师：江维娜
SAC 执业证书编号：S0850210040012
jiangwn@htsec.com
021-23219610

政策诱发医药板块估值下移，价值逐渐显现。我们在 2010 年医药行业中期策略中提到，医药板块估值相对大盘溢价处于高位，个股将出现分化。上半年优异表现来源于较好的业绩表现以及大盘下调所带来的医药板块避险效应。高估值、高超额收益率、高仓位配置成为医药股的特征。

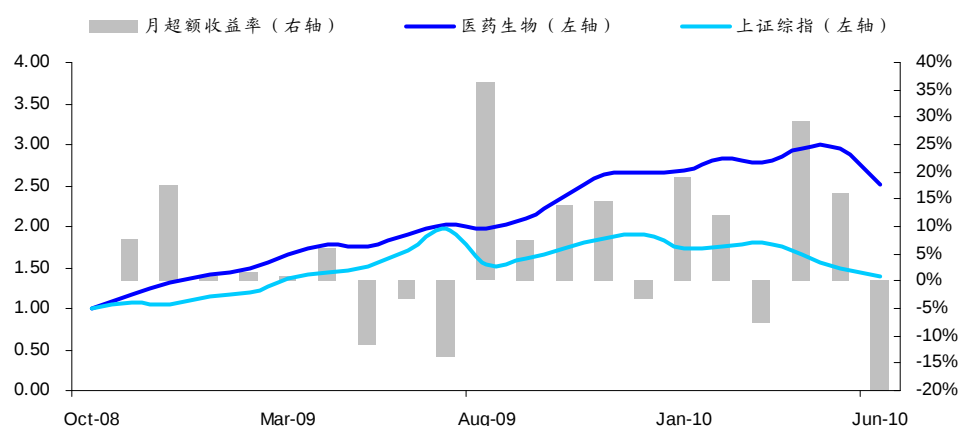
图 1 近期生物医药指数已相对大盘回落



资料来源：Wind，海通证券研究所

在市场整体悲观的情绪下，估值重心下移，享受高溢价的医药板块也不能幸免，《药品价格管理办法》（征求意见稿）和《卫生部关于进一步深化治理医药购销领域商业贿赂工作的通知》直接引发了医药股大跌。

图 2 医药生物近一个月的超额收益已转为负，表现落后大盘



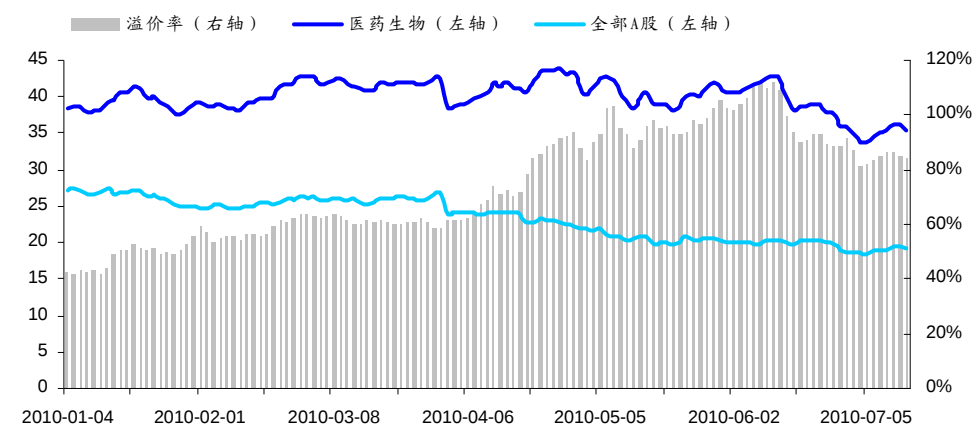
资料来源：Wind，海通证券研究所

以 2008 年 11 月 6 日为起点至 2010 年 7 月 13 这个大周期期间，生物医药超额收益已明显回落，从最高时（2010 年 4 月）的 147% 回落至 106%，6 月份一个月相对上证综指超额收益率已转为负（-32%），本轮下跌从 2010 年 6 月 11 日

至 7 月 13 日期间，医药生物指数已回落 16%。

政策层面不明朗，行业回归前期估值高点可能性小。一系列行业利空以来，经过一轮短期杀跌，医药板块估值已经明显下降，静态市盈率从高点的 43 倍降低到了 35 倍，相对全部 A 股的溢价率从 110%降低到了 84%，风险逐渐释放，大部分重点公司 2010 年市盈率已降低到 40 倍以下。我们认为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，但是短期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。

图 3 医药板块 PE 已下降，相对 A 股溢价率也下降



资料来源：Wind，海通证券研究所

长期看好医药行业以及医改带来的扩容效应。我们认为长期来看医药板块仍然值得持有，支持医药行业发展的动力主要来源于以下几点：（1）经济增长下人口老龄化、城市化进程加快；（2）人口绝对数继续增长；（3）新医改带来的医保覆盖面扩大，支付能力提高；（4）技术创新加快进口替代等。

推荐板块

- （1）**中成药和中药饮片**（具有向快消品、保健品、药妆衍生的能力，现阶段抵御政策变化能力强—东阿阿胶、云南白药、马应龙、康美药业、华润三九；
- （2）**专科仿制药**（需求刚性，学术营销，全球专利药到期潮，金融危机全球各大药企研发费用投入控制，详见附件）—恩华药业、人福医药、恒瑞医药、信立泰；
- （3）**高端医疗器械**（进口替代，刚性需求）—乐普医疗；
- （4）**生物制药**（政策扶持、十二五规划）—通化东宝、长春高新、双鹭药业。

表 1 重点关注的上市公司估值指标

公司	代码	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E
康美药业	600518	12.43	0.47	0.71	0.87	26.45	17.51	14.29
乐普医疗	300003	26.12	0.55	0.84	1.27	47.49	31.10	20.57
康芝药业	300086	50.30	1.50	2.05	2.72	33.53	24.54	18.49
爱尔眼科	300015	38.90	0.51	0.73	0.94	76.27	53.29	41.38
东阿阿胶	000423	35.80	0.89	1.17	1.49	40.22	30.60	24.03
云南白药	000538	65.30	1.58	2.02	2.54	41.33	32.33	25.71
马应龙	600993	29.95	1.13	1.49	1.71	26.50	20.10	17.51
华润三九	000999	22.65	0.89	1.10	1.35	25.45	20.59	16.78
恩华药业	002262	18.44	0.33	0.50	0.73	55.88	36.88	25.26
人福医药	600079	16.13	0.49	0.60	0.78	32.92	26.88	20.68
恒瑞医药	600276	38.00	1.08	1.33	1.65	35.19	28.57	23.03
信立泰	002294	67.10	1.43	1.95	2.67	46.92	34.41	25.13
通化通宝	600867	9.88	0.25	0.36	0.48	39.52	27.44	20.58
长春高新	000661	39.36	0.83	1.17	1.58	47.42	33.64	24.91
双鹭药业	002038	34.80	1.38	1.79	2.20	25.22	19.44	15.82

资料来源：海通证券研究所，Wind

附录的主要观点是全球专科药仿制药市场将获得巨大成长空间，对应于大病种专科用药（包括医疗器械）的企业将在行业变革中发展。

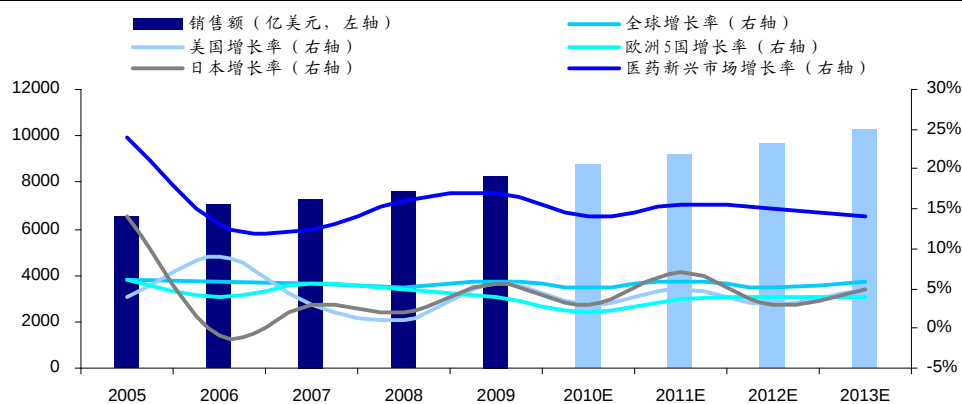
附录:

1. 新兴市场领跑全球医药市场

1.1 全球医药市场个位数增长，增速维持在 4-6%

2009 年全球医药市场规模达 8280 亿美元，过去几年增速保持在 4-6% 的水平，虽然高于 GDP 的增速，但从内部增长结构来看，美日欧等发达国家市场的增速已降低，尤其是欧洲发达国家普遍降低到 3% 以下，据 IMS 预测，2009-2013 年复合增长率美国、日本、英国、德国、法国、意大利分别为 4.4%、4.1%、3.5%、2.9%、1.4%、2.8；而另一方面，新兴市场增长迅速，成为未来全球医药市场的主要动力，主要来源于中国、印度、巴西、俄罗斯、土耳其等国，据 IMS 预测，2009-2013 年复合增长率分别高达 24.0%、14.6%、13.8%、11.5% 和 7.4%。

图 4 全球制药市场销售额和增长率



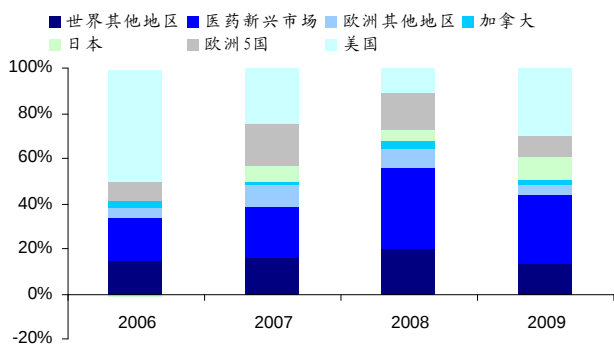
备注：根据出厂价水平计算

资料来源：IMS，海通证券研究所

1.2 新兴市场领跑全球市场

全球医药市场在不断增长，但由于经济增速缓慢、新药研发缓慢等因素，发达国家增速缓慢，对整体增长的贡献逐渐减弱，反而，增长的贡献主要来源于新兴市场，从 2006 年的 19% 的贡献增加到了 2009 年的 31%，而同期成熟市场的代表美国对全球市场的增长贡献从 50% 降低到了 30%，但从地区份额来看，2009 年美国仍占 36%，排名第一。

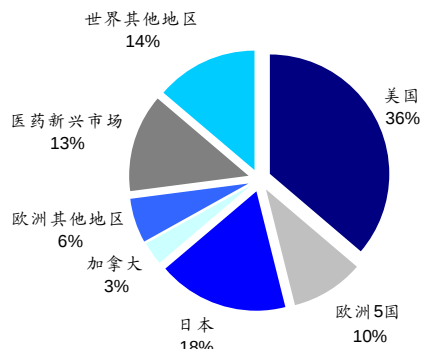
图 5 分国家/地区对全球制药市场增长的贡献



备注：按美元计

资料来源：IMS，海通证券研究所

图 6 欧美日等发达国家仍占较大市场份额



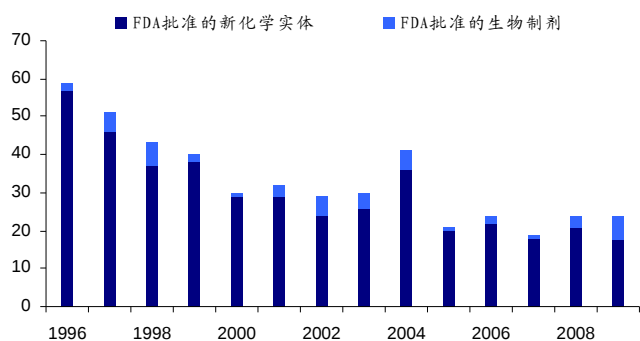
资料来源：IMS，海通证券研究所

2. 研发难度加大，开始转向仿制药

2.1 医药研发费用逐年增加与新药获批减少形成对比

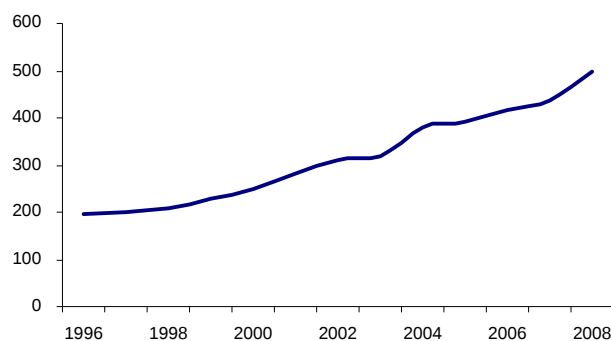
新药研发是企业生存的根本之所在，各大制药巨头都非常重视研发，每年投入占销售收入约 10%左右的资金用于研发，这个费用在过去几年持续增加，2008 年全球制药企业研发投入高达 500 亿美元，而 FDA 批准的新化学实体（NCE）和生物制剂数量呈逐年递减的趋势，2008 年批准了 24 个 NCE，而 2004 年这个数字高达 30-40 左右，1996 年高达 50-60 个。

图 7 FDA 新批准的 NCE/生物制剂数量减少（个）



资料来源：IMS，海通证券研究所

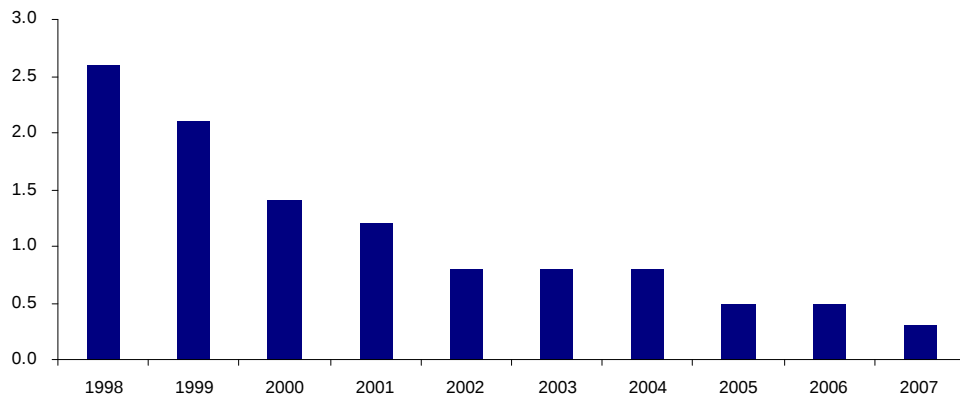
图 8 全球制药企业研发费用增加（亿美元）



资料来源：IMS，海通证券研究所

医药研发费用逐年增加与新药获批减少形成对比，显示了研发难度加大，单位资金的新药产出降低，2007 年每十亿美元产出的 NCE/生物制剂个数约为 0.3，而 2004 年为 0.8，2000 年高达 1.4 个。

图 9 每十亿美元产出的 NCE/生物制剂个数在逐年减少（个）



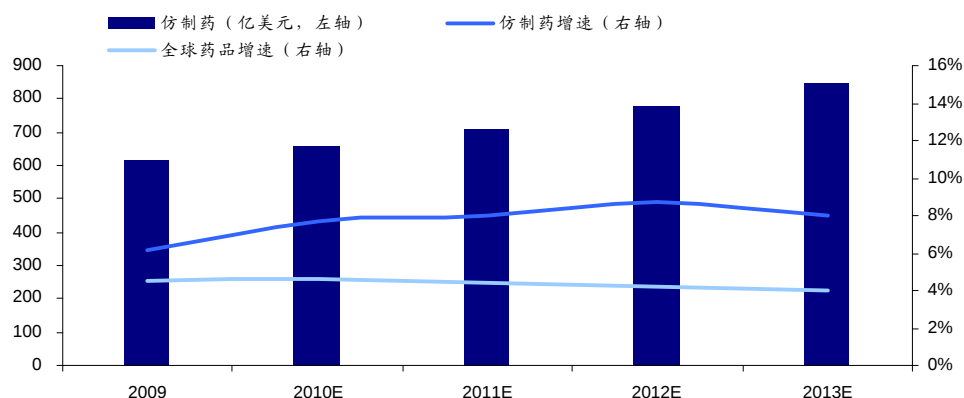
资料来源：IMS，海通证券研究所

2.2 专利纷纷到期，研发转向仿制药

迫于研发难度加大，全球最大的十家制药企业在研发上的投入开始转向对现有产品新的适应症的扩充和仿制药上，大越有 20% 的研发费用用于新适应症的扩充，较小的企业这个比例可能会高达 40%。

2009 年全球仿制药市场约为 350 亿美元，同比增速超过 6%，略高于医药整体市场的增速，据 IMS 预计 2009-2013 年间复合增长率将达 8%，远高于后者的增速。

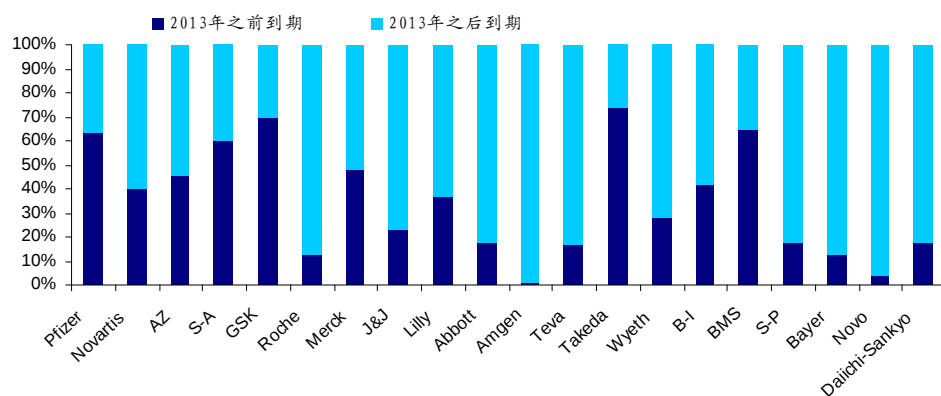
图 10 仿制药市场销售规模及其增速



资料来源：IMS，海通证券研究所

全球药品市场不乏重磅炸弹产品，但很多已经或将要专利到期，据统计全球排名前 20 的制药企业将有 35% 的专利在 2009-2013 年间到期，这将给仿制药企业带来机会，仿制药市场规模将逐渐扩大。

图 11 全球排名前 20 的制药企业将有大量专利到期



资料来源：IMS，海通证券研究所

表 2 多个畅销药品的专利权即将到期

国家	2008	2009	2010		2011	2012	
美国	康士得	坦索罗辛	盐酸多奈哌齐	科索亚	艾可拓	罗格列酮	得舒妥
	福善美	酒石酸唑吡坦缓释片	盐酸吉西他滨	海捷亚	氧可酮	缬沙坦	雷洛昔芬
	普乐可复	剂	拉莫三嗪	左氧氟沙星	波立维	草酸依他普仑	依诺肝素
	利培酮	瑞宁得	立普妥	潘妥洛克	舒利迭	顺尔宁	适礼达
	赛尔特	麦考酚酸酯	泰素帝		思乐康	万艾可	择泰
	托吡酯	乙拉西坦			金普萨膜衣錠	齐哌西酮	
	丙戊酸钠	舒马曲坦					
		兰索拉唑					
		伐昔洛韦					
法国	康士得	科素亚	利塞		代文	盐酸多奈哌齐	
	文拉法辛	健择	瑞宁得		立普妥	博脉舒	
		泮托拉唑	麦考酚酸酯		适礼达	盐酸度洛西汀	
		普乐可复	海捷亚		金菩萨	得舒妥	
		托吡酯	乙拉西坦			水合糠酸莫米松	
		伐昔洛韦	依诺肝素钠			氧可酮	
			耐信			雷贝拉唑钠	
		布地奈德/福莫特罗			顺尔宁		
		泰素帝			择泰		
德国	康士得	科素亚	利塞		麦考酚酸酯	盐酸多奈哌齐	
	文拉法辛	健择	瑞宁得		代文	博脉舒	
		泮托拉唑	海捷亚		立普妥	得舒妥	
		普乐可复	乙拉西坦		依诺肝素	水合糠酸莫米松	
		托吡酯	耐信		适礼达	雷贝拉唑钠	
		伐昔洛韦	布地奈德/福莫特罗			思乐康	
		威博隽持续药效錠	泰素帝			顺尔宁	
		择泰					
英国	康士得	科素亚	利塞		代文	盐酸多奈哌齐	
	文拉法辛	健择	瑞宁得		立普妥	博脉舒	
	丙酸氟替卡松 / 沙美特罗	泮托拉唑	麦考酚酸酯		依诺肝素	得舒妥	
		普乐可复	海捷亚		适礼达	水合糠酸莫米松	
		托吡酯	乙拉西坦		金菩萨	氧可酮	
		伐昔洛韦	耐信			雷贝拉唑钠	
			布地奈德/福莫特罗			顺尔宁	
		泰素帝			择泰		

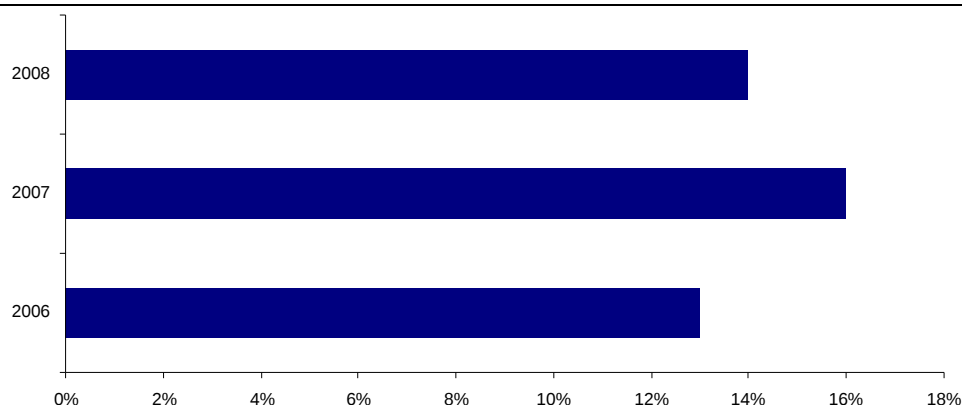
资料来源：海通证券研究所

2.3 研发支出压力将给研发外包业务带来机会

虽然制药行业在金融危机中表现了较强的防御性，但研发难度加大，成本压力也在逐渐增大。惠氏、辉瑞、GSK、雅培、诺华和先灵葆雅在 2008 年就减少了 6000 名销售代表，默克和辉瑞也将部分研发和生产业务外包以减少成本，从而促进了印度外包业务的强劲成长。我们认为增加研发外包将成为公司减少成本和降低风险的经常性活动。

2006-2008 年间，生物制药公司外包业务保持了约 15% 的增速，预计在今后 5 年内生物制药的外包业务有望保持 15% 以上的增长。

图 12 生物制药公司外包业务增长



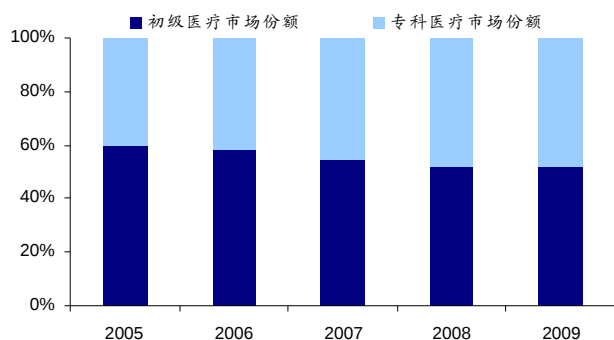
资料来源：IMS，海通证券研究所

3. 全球医药市场驱动力转向专科医疗

3.1 欧美医药市场驱动力由初级医疗转向专科医疗

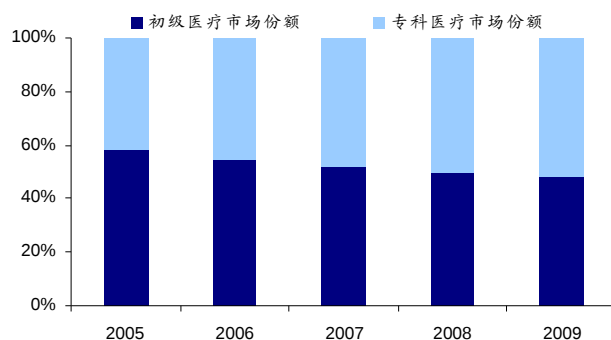
欧美医药市场驱动力已悄然由初级医疗转向专科医疗，以北美为例，专科医疗市场份额以由 2005 年的 40% 扩大为 2009 年的 50%。

图 13 北美地区专科/初级市场份额对比



资料来源：IMS，海通证券研究所

图 14 欧洲专科/初级市场份额对比



资料来源：IMS，海通证券研究所

3.2 国际上疗效将引入支付评价体系

有约 45% 的新药到达临床三期，却因疗效不佳而最终导致研发失败，另外约 25% 的比例因新产品与现有治疗方案无显著差异，对疗效的评价越来越重视，这将导致以医院为主导的处方者的地位有所下降，转变为有政策制定者、支付方、患者和处方者共同制定的支付评价体系，对公司的影响将从初级医疗转变为专科医疗，更注重技术型的学术营销模式。

表 3 专科医疗主导，以病人为中心的价值取向趋势

原来	变化	对制药公司影响
初级医疗	专科医疗	更多专科/技术型的销售力量
处方者	政策制定者 支付方 患者 处方者	与更多利益相关方合作
仿制品低渗透	仿制品高渗透	仿制药作为初级医疗类疾病的一线治疗
差异化	价值导向	以病人为中心的价值取向

资料来源：IMS，海通证券研究所

3.3 国内医药市场专科仿制药发展机会巨大

我们认为，在全球专利药纷纷到期之际，国内优秀企业也将从中获得发展机遇，尤其是具有研发和技术优势的企业。近期的《药品价格管理办法》（征求意见稿）以及反商业贿赂的政策事件，虽然会挤掉不合理的流通利润，也可能转嫁给生产企业，但我们认为对各企业影响不一，长期来看有利于整个行业的健康发展。部分企业从代理制逐渐转向了以直销为主的学术营销模式，在这背景下，对应于大病种专科用药（包括医疗器械）的企业将在行业变革中发展。

信息披露

分析师负责的股票研究范围

江维娜：医药行业分析师

重点研究上市公司：康美药业、乐普医疗、天士力、东阿阿胶、丽珠集团、达安基因、千金药业、恒瑞医药等。

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级，这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为：

公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

中性：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通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。海通证券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，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。