



金元证券股份有限公司
GOLDSTATE SECURITIES CO., LTD.

医药保健
Healthcare

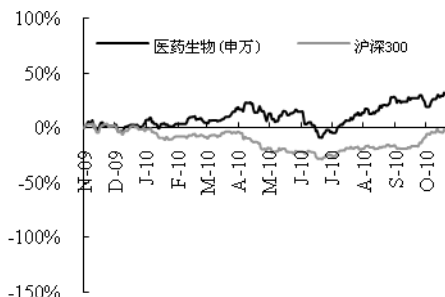
2010 年 11 月 22 日

医疗保健行业 11 月报

——把握行业结构调整趋势，聚焦战略品种

行业评级：中性

收益率比较



相关报告:

1. 医疗保健行业 10 月报——进入政策密集期，聚焦战略品种获取长期收益

魏芳

执业证书编号：S0370207120041

胡骥（协助）

+86 755 83025665

huji@jyzq.cn

执业证书编号：S0370110030028

行业动态:

1. 《关于加快医药行业结构调整的指导意见》出台，利好行业龙头
2. 上市公司三季报表现优异，但三季度增速有所放缓
3. 基本药物目录价格调整可能推迟至明年公布
4. 中药材价格普遍持续上涨，部分中药产品出现成本倒挂现象

行业估值及市场表现:

在大盘股走软的背景下，医药板块指数创出新高。目前行业整体法静态 PE 估值为 58 倍，相比沪深 300（20 倍）估值溢价为 180%，接近三年的最高水平（194%）。行业整体对应 10 年、11 年的 PE 约 43 倍、35 倍。

投资建议：把握行业结构调整趋势，聚焦战略品种

从《关于加快医药行业结构调整的指导意见》可以看出，行业结构调整、走向集约化、规模化和促进创新是未来的趋势。针对未来行业的变化，我们锁定在行业走向集中的过程中能获得更大市场的同时保持利润稳定的公司。这些公司一般兼具研发优势和品牌优势，是未来长期成长确定的战略性品种。

从子行业来看，医疗服务行业和医疗器械行业是未来中长期增长确定性更高领域，可以积极配置。医药商业行业走向集中非常确定，应该关注行业龙头、区域龙头以及行业整合过程中重组带来的投资机会。制药企业建议聚焦细分龙头，选择兼具创新能力和市场规模优势的公司。

重点关注公司:

1. 医疗服务行业我们继续推荐经营大型专科医院的通策医疗（600763），公司现有业务稳定增长，近期公告投资昆明口腔医院，揭开对外扩张的大幕。
2. 医疗器械行业我们继续推荐基本面面改观的新华医疗（600587）和经营稳健，确定性高的乐普医疗（300003）。
3. 医药商业继续推荐国药股份（600511），北京招标基本落定，公司业绩有望加速。
4. 制药企业我们继续推荐品种资源丰富的中新药业（600329）和行业的业绩之王海普瑞（002399）。

行业动态

1. 《关于加快医药行业结构调整的指导意见》出台，利好行业龙头

《意见》提出，要坚持发挥市场机制作用与加强政策引导相结合，重点推进生物医药技术创新与产业化，推动企业按照《药品生产质量管理规范（2010 年修订）》（GMP）进行改造；坚持保障生产供应与强化质量安全相结合，增加基本药物生产，保障供应，推进基本药物与非基本药物协调发展等多项内容。

此外，《意见》还明确了加快调整医药行业产品结构、技术结构、组织结构、区域结构和出口结构的具体内容。其中，基本药物主要品种销量居前 20 位企业所占市场份额应达到 80%以上；在化学药领域，争取有 10 个以上自主知识产权药物实现产业化；在生物技术药物领域，争取有 15 个以上新的生物技术药物投放市场；在中药领域，培育 50 个以上疗效确切、物质基础清楚、作用机理明确、安全性高、剂型先进、质量稳定可控的现代中药，同时促进民族药的研发和产业化，促进民族药标准提高，加强中药知识产权保护。在医疗器械领域，培育 200 个以上拥有自主知识产权、掌握核心技术、达到国际先进水平、销售收入超过 1000 万元的先进医疗设备。

根据《意见》，我国将形成符合国际标准的“长三角”、“珠三角”和“环渤海”三个综合性医药生产基地；中西部地区发挥资源优势，发展特色鲜明的专业性生产基地，形成东、中、西部优势互补的布局。

我们认为，我国医药行业现状是结构不合理，自主创新能力弱、整体技术水平不高、产品同质化严重、生产集中度低。三部委联合发布的加快医药行业结构调整的指导意见提出了调整“产品、技术、组织、区域、出口”结构 5 大具体目标，旨在逐步改善目前的行业现状。《意见》对各个子行业规模集中，对知识产权和技术创新提出了具体的指标，表明了未来政府制定行业政策将着力促进行业走向集中，鼓励创新。《意见》的颁布对医药板块构成实质性利好，建议积极关注受益行业集中度提高，兼具长期投资价值的战略品种。

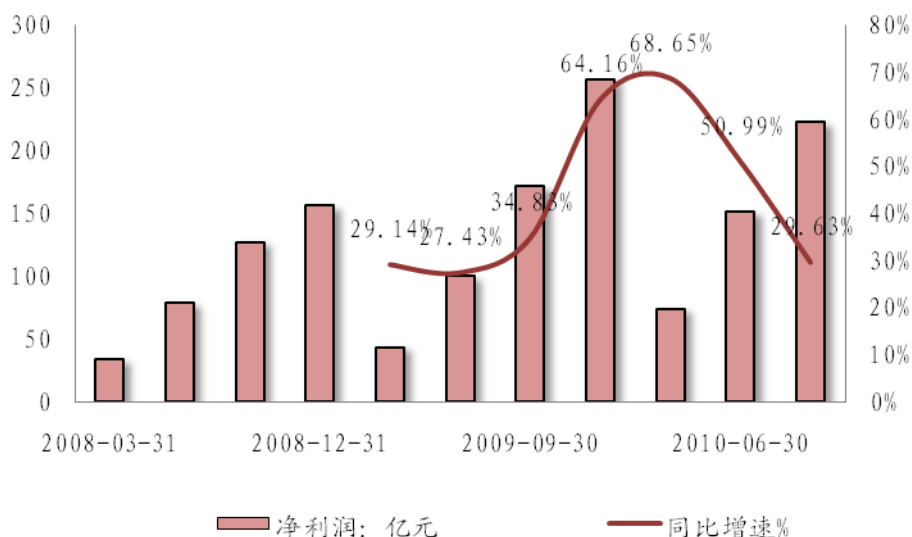
2. 上市公司三季报表现优异，但三季度增速有所放缓

1-9 月医药个股净利润实现较快增长。医药上市公司前 9 月营业收入同比增长 21.9%，归属于母公司的净利润同比增长 29.6%。

化学原料药归属于母公司净利润同比增速在各子板块中 fastest，达到 65.1%，海普瑞、浙药、新和成贡献主要增长。

生物制药增速加快，收入同比增长 40.68%，利润增速超过 50%。公司盈利呈现前高后低特性，医药板块 1-9 月业绩较 1-6 月同比增速放缓，毛利率略有下降，三项费用率保持稳定。

图 1 医药行业上市公司报表整体净利润及同比增长率



来源：Wind，金元证券研究所

3. 基本药物目录价格调整可能推迟至明年公布

据上海证券报报道，一直被各界关注的“新的药价政策”将推迟到明年出台。这比原定 10 月底出台的时间至少推迟 2 个多月。此前有传闻称，基本药物目录价格调整可能在 10 月下旬出台，普药降幅在 10-20%。

国家发改委 9 月已经对新进入国家医保目录的药品以及部分已规定最高零售限价的药品开展出厂价格专项调查(涉及 900 多家生产企业，近 900 个品种)，调研工作结束后，在征求企业意见过程中，部分企业有不同意见，导致有关方面将延期公布药品价格调整文件。

据中国医药工业科研开发促进会执行会长宋瑞霖透露，调查中发现，某些地方在基本药物集中招标中，陷入“唯低价是举”的怪圈。一些小企业乘虚而入，一味降价，甚至低于通常的制药成本。从表面上看，造成基本药物有巨大降价空间的假象。

此外，据知情人士透露，未来国家对基药价格的调整，将不会单纯只做降价，高于市场中标价的药品价格有降价空间，而市场价

已经较低的药品价格不会再降，部分独家品种的价格还会上调。

我们认为，鉴于基本药物价格影响重大，关系基本药物制度的实施和医药行业未来发展，有关方面延期公布结果，这体现了新医改背景下政府政策趋于审慎。最终出台结果考虑的因素将更加全面。

降价不是根本的目的，降低成本提高效率，促进基本药物制度有效实施和医药行业健康发展才是调整价格的目的，价格虚高品种才是重点调整对象。调价对于无竞争优势，缺乏创新能力，规模较小的普药生产企业将构成较大冲击。

4. 中药材价格普遍持续上涨，部分中药产品出现成本倒挂现象

统计数据显示，在过去这一年的时间中，中药材市场约八成品种的价格上涨，且其涨幅之大、频率之快均属历史罕见。

据监测数据显示，中药中最常用的土茯苓、枇杷叶、桔梗、枸杞子、麦冬、浙贝母等 15 种中药材，价格涨幅均超过了 100%，虫草价格更是已超越黄金，刷新 10 月份以来的中药原材料价格涨价纪录。

三七是云南白药、片仔癀、复方丹参片、复方丹参滴丸等知名中药的主要原料，其价格已由去年的 80 元/公斤涨至 500 多元/公斤。据不完全统计，全国用三七做原料的中成药品种超过 300 个，生产厂家千余家，其适用范围几乎覆盖了所有的中药生产企业。而今年三七价格的飙涨几乎给所有的相关企业都带来了巨大的成本压力。

华润三九在第三季度报告中也表示，公司成本费用控制面临着很大的压力，部分原材料及辅料价格上涨较快，成本上升使 OTC、中药配方颗粒业务毛利率有所下降。

中药材价格的普遍上涨使得中药产品成本激增，已有部分企业出现成本倒挂并开始停产利润微薄的中成药。

我们认为频发的自然灾害，游资的炒作推动中药材价格上涨。中药材价格上涨对中医药行业形成一定的压力。但对于品牌中药企业，因为毛利较高，原材料相比药品出厂价占比并不大，销量的提升可以比较轻松覆盖中药材价格的上涨。

月度行情回顾

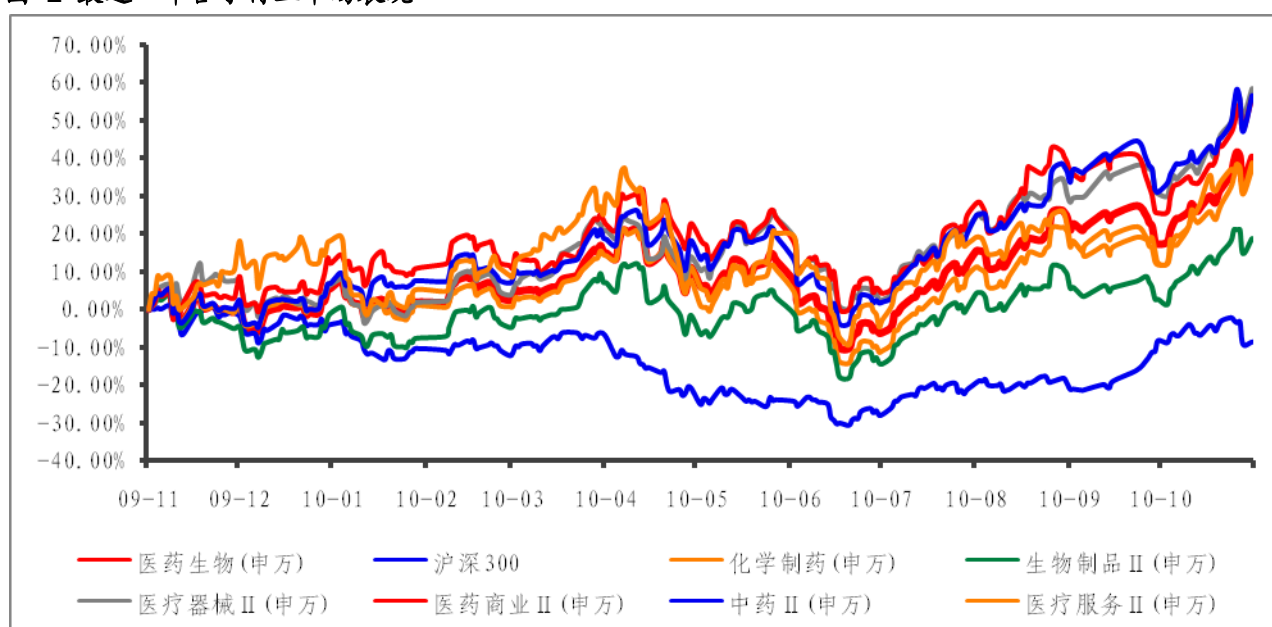
医药板块经过 6 月的深度调整，7、8、9 月大幅回升；10 月稍

作调整后，11 月继续上升，医药板块指数创出新高。整体法静态 PE 估值为 58 倍，相比沪深 300（20 倍）估值溢价为 180%，接近三年的最高水平（194%）。

药价管理办法及基本药物价格调整目录推迟发布为板块上涨创造了条件，《加快医药行业结构调整指导意见》的发布，医药流通“十二五”规划、生物医药产业规划等利好政策预期对板块反弹形成推动。

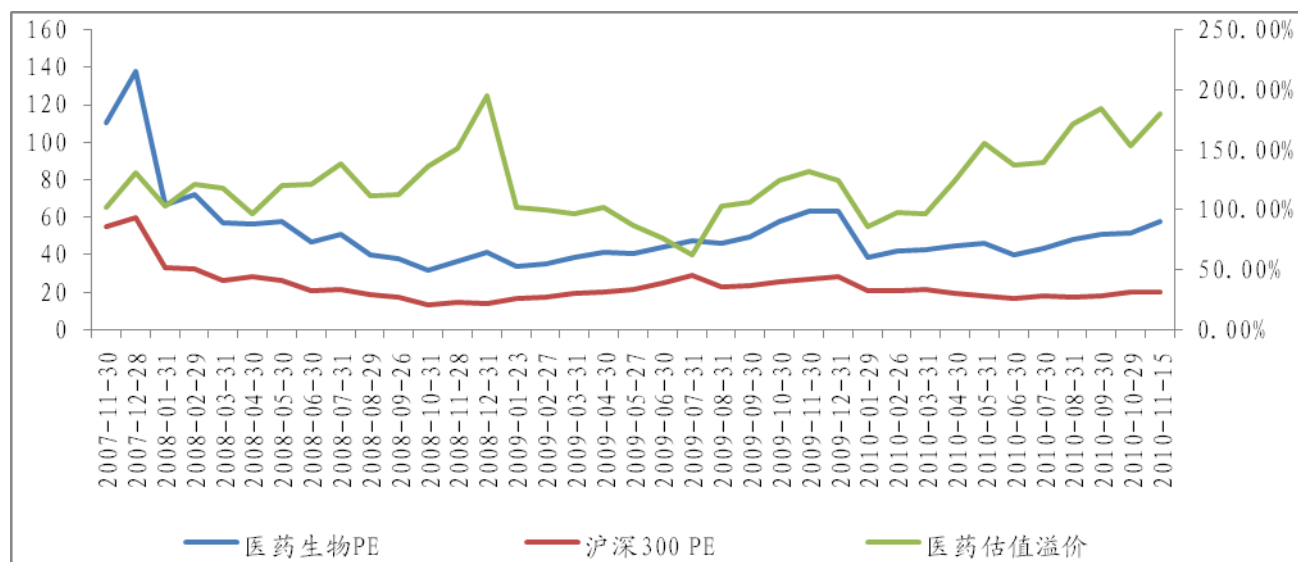
医药板块的个股分化明显，热点主要集中在受益于涨价的原料药生产企业，拥有独家品种或强势品牌的中药企业表现突出，医疗器械、医药商业和医疗服务指数涨幅居前整体表现突出。

图 2 最近一年各子行业市场表现



来源：Wind，金元证券研究所

图 3 医药行业 PE 估值相比沪深 300 的溢价



来源: Wind, 金元证券研究所

投资建议

医药板块目前估值较高, 指数创出历史新高。整体法静态 PE 估值为 58 倍, 相比沪深 300 (不到 20 倍) 的估值溢价为 180%, 接近三年的最高水平。

从《关于加快医药行业结构调整的指导意见》可以看出, 行业结构调整、走向集约化、规模化和促进创新是未来的趋势。针对未来行业的变化, 我们锁定在行业走向集中的过程中能获得更大市场的同时保持利润稳定的公司。这些公司一般兼具研发优势和品牌优势, 是未来长期成长确定的战略性品种。

从子行业来看, 医疗服务行业和医疗器械行业是未来中长期增长确定性更高领域, 可以积极配置。医药商业行业走向集中非常确定, 应该关注行业龙头、区域龙头以及行业整合过程中重组带来的投资机会。制药企业建议聚焦细分龙头, 选择兼具创新能力和市场规模优势的公司。

医疗服务行业我们继续推荐经营大型专科医院的通策医疗 (600763)。公司是 A 股唯一一家以经营大型医院为主业的上市公司, 医改将鼓励民营资本进入医疗服务领域为公司提供了跨越式发展的良机。公司运作杭州口腔医院的成功经验为未来业务扩展打下了良好的基础。近期公告投资昆明口腔医院, 揭开对外扩张的大幕。

医疗器械行业我们继续推荐基本面面改观的新华医疗 (600587) 和业绩确定性高的乐普医疗 (300003)。

医药商业继续推荐国药股份 (600511), 公司是行业龙头国药控股北方主要运营平台, 国药控股承诺注入北京及周边地区资产。北京新招标落定后, 公司下半年和明年的业绩有望明显好于今年上半年。

制药企业我们继续推荐品种资源丰富的中新药业 (600329) 和行业的业绩之王海普瑞 (002399)。

表 1 重点公司业绩预测及投资评级

代码	名称	收盘价 (元)	EPS(元)				PE				投资评 级
			2009A	2010E	2011E	2012E	2009A	2010E	2011E	2012E	
600993	马应龙	38.90	1.09	0.97	1.31	1.64	36	40	30	24	增持
600329	中新药业	16.80	0.70	0.40	0.50	0.63	24	42	34	27	增持
600132	重庆啤酒	72.94	0.38	0.61	0.54	0.67	195	120	135	109	增持
002399	海普瑞	144.31	2.25	3.51	4.99	6.75	64	41	29	21	增持
002022	科华生物	19.19	0.50	0.50	0.63	0.85	39	38	31	23	增持

请参阅文末免责声明

-5-

曙光在前 金元在先

600763	通策医疗	19.45	0.14	0.27	0.41	0.51	140	72	48	38	买入
600529	山东药玻	18.49	0.56	0.75	0.90	1.19	33	25	20	16	增持
600587	新华医疗	27.07	0.31	0.46	0.66	0.89	88	59	41	30	买入
300003	乐普医疗	30.51	0.72	0.51	0.77	1.11	42	60	40	27	增持
300030	阳普医疗	31.25	0.36	0.38	0.52	0.73	86	82	60	43	未评级
600055	万东医疗	18.45	0.32	0.20	0.27	0.37	58	92	68	50	增持
002223	鱼跃医疗	50.51	0.65	0.65	0.98	1.34	78	78	52	38	增持
002432	九安医疗	28.40	0.42	0.45	0.70	1.18	68	63	41	24	未评级
00511	国药股份	26.98	0.47	0.66	0.72	0.91	57	41	37	30	增持

来源：金元证券研究所

表 2 重点公司月度市场表现

代码	名称	收盘价	一个月前收 盘价	涨跌幅	投资评级
600993	马应龙	38.90	40.00	-2.75%	增持
600329	中新药业	16.80	13.42	25.19%	增持
600132	重庆啤酒	72.94	54.43	34.01%	增持
002399	海普瑞	144.31	120.50	19.76%	增持
002022	科华生物	19.19	16.52	16.16%	增持
600763	通策医疗	19.45	13.49	44.18%	买入
600529	山东药玻	18.49	17.94	3.07%	增持
600587	新华医疗	27.07	19.87	36.24%	买入
300003	乐普医疗	30.51	26.55	14.92%	增持
300030	阳普医疗	31.25	25.95	20.42%	未评级
600055	万东医疗	18.45	15.26	20.90%	增持
002223	鱼跃医疗	50.51	40.42	24.96%	增持
002432	九安医疗	28.40	29.09	-2.37%	未评级
600511	国药股份	26.98	22.44	20.23%	增持

来源：金元证券研究所

金元证券股票投资评级标准:

买入: 股票价格在未来 6 个月内超越大盘 15%以上;

增持: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 5%~15%;

中性: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-5%~+5%;

减持: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-5%~-15%;。

金元证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6 个月内明显弱于大盘。

本报告是金元证券研究所的分析师通过深入研究,对公司的投资价值做出的评判,谨代表金元证券研究所的观点,投资者需根据情况自行判断,我们对投资者的投资行为不负任何责任。金元证券研究所无报告更新的义务,如果报告中的具体情况发生了变化,我们将不会另行通知。本报告版权属金元证券股份有限公司及其研究所所有。未经许可,严禁以任何方式将本报告全部或部分翻印和传播。

This report is issued by GSCO Comprehensive Research Institute and based on information obtained from sources believed to be reliable but is not guaranteed as being accurate, nor is it a complete statement or summary of the securities, markets or developments referred to in the report. The report should not be regarded by recipients as a substitute for the exercise of their own judgments. Any opinions expressed in this report are subject to change without notice and GSCO is not under any obligation to upgrade or keep current the information contained herein. 2008. All rights reserved. No part of this report may be reproduced or distributed in any manner without the written permission of GSCO.