

深度报告

医药保健

医药行业 2011 年投资策略

谨慎推荐

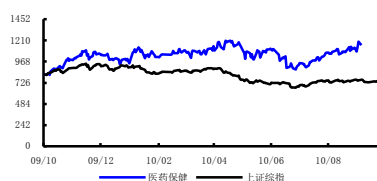
(维持评级)

2010 年 12 月 17 日

本报告的独到之处

- 分析并提出经济结构转型期+新医改黄金十年，龙头医药股将是稀缺投资品
- 提出两个维度的组合建议：“龙头组合”+“机动组合”

一年该行业与上证综指走势比较



资料来源：国信证券经济研究所

相关研究报告：

《2010 年 4 季度投资策略：休养生息、长线是金》——2010-10-12

《化学制药行业深度报告：乘全球制药产业转移之风，探中国药企产业升级之路》——2010-9-15

分析师：贺平鸽

电话：0755-82133396

E-mail: hepg@guosen.com.cn

SAC 执业证书编号：S0980207050195

分析师：丁丹

电话：0755-82139908

E-mail: dingdan@guosen.com.cn

SAC 执业证书编号：S0980209080405

联系人：陈栋、杜佐远

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，其结论不受其它任何第三方的授意、影响，特此声明。

行业投资策略

分享细分龙头医药股成长

● 医药经济“健康”运行，未来 10 年产业集中度将加速提升

药品市场近三年增速明显高于以前年份，2010 年医药工业和医药商业双双创下近 10 年来的最高盈利水平。未来 3-5 年：伴随医疗资源下沉，“全民医保”提前实现，基药自 2011 年起进入实质性实施阶段，行业增速有望继续保持 20-25% 快速增长。

美国制药工业历经 50 多年时间数量减少近 70%，医药商业在 10 年内 CR3 集中度提高至 95%。中国新医改大背景，恰遇中国经济结构从重工业向大消费转型，医药行业迎来黄金十年发展期，“产业升级+政策驱动”有望促使中国医药工业数量减少 50%，医药商业 CR3 集中度提升至 60% 以上。

● 穿越阳光风暴，分享细分龙头成长

三轮驱动细分领域龙头公司高成长：分享行业高增速+占领被淘汰者市场份额+外延扩张，是中长期“攻守兼备、长线是金”的稀缺投资品种，有望持续享受高估值和高配置，演绎“螺旋式”上升走势。扰动因素则主要来自“阳光风暴”——预计 2011 年迎来一波较密集政策出台期。着眼长远，每一次大跌，都是增持优质细分龙头股的良机。

● 2010 年完美演绎进攻行情，2011 年 1 季度估值水平有压力

10 年医药指数以 38% 的绝对收益和 49% 的相对收益（相对沪深 300），列所有行业第一。国信重点公司 11PE 均值超过 35X，相对沪深 300 溢价 183%，创历史新高。年末估值水平已部分反应 11 年增长预期，使得 11Q1 估值水平上行存有压力，需时消化，积蓄量能后 2 季度有望展开进攻。

● 配置建议：“长线龙头股组合”+“机动组合”

建议两个维度的品种组合：1、着眼于长线是金的龙头组合：包括天士力、东阿阿胶、云南白药、恒瑞医药、上海医药、海正药业、华东医药、华润三九、华兰生物 7 大领域 9 支优选龙头股；2、着眼于 2011 年投资变量的机动组合：哈药股份、白云山、康缘药业等。

重点公司盈利预测及投资评级

代码	公司	总市值	昨收盘 (元)		EPS		PE	投资评级
		(百万元)	2010-12-9	2010E	2011E	2011E		
601607	上海医药	461	23.12	0.70	0.95	24	推荐	
000538	云南白药	424	61.03	1.26	1.61	38	推荐	
600276	恒瑞医药	437	58.29	1.04	1.33	44	推荐	
000423	东阿阿胶	322	49.30	0.96	1.21	41	推荐	
600664	哈药股份	290	23.36	0.89	1.08	22	推荐	
600535	天士力	200	41.08	0.93	1.21	34	推荐	
600267	海正药业	195	40.31	0.73	1.02	40	推荐	
600252	中恒集团	192	35.11	0.77	1.30	27	推荐	
000963	华东医药	141	32.38	0.78	0.95	34	推荐	
000028	一致药业	100	31.85	0.88	1.15	28	推荐	
600557	康缘药业	77	18.54	0.47	0.59	31	推荐	

资料来源：公司资料和国信证券预测

内容目录

投资策略——回顾和展望.....	4
2010 年：演绎完美“进攻”，“蛋糕和机遇”促百花齐放	4
2011 年：穿越阳光风暴，分享细分龙头成长.....	5
医药经济“健康”运行	7
药品市场规模再上台阶	7
行业效益持续提升	8
政策动态：即将迎来新一轮政策密集出台期	9
细分领域龙头公司——医药黄金十年的稀缺投资品种	11
现状：我国医药工业、商业集中度不高，小企业偏多	11
趋势：新医改背景下“产业升级+政策驱动”促集中度加速提升	12
由小到大的成长路径：优秀内涵+外延扩张.....	13
已上市细分龙头公司：借力资本市场加油站	16
“高成长 vs 高估值”——板块表现和估值评价	19
国信证券投资评级	23
免责条款.....	23

图表目录

图 1: 2000-2010 年我国药品终端市场规模及增幅	7
图 2: 中国三大药品终端增长情况	7
图 3: 1999-2010.08 医药工业盈利水平	8
图 4: 2002-2009 中国医药商业盈利水平变化	8
图 5: 我国不同销售规模医药工业企业数量占比	11
图 6: 我国不同销售规模医药工业企业产值和利润占比	11
图 7: 美国制药工业企业数量演变 (1850-2005)	12
图 8: 中国制药工业企业数量演变及预测 (1980-2020)	12
图 9: 美日医药商业集中度提升及中国预期	13
图 10: 成长性对比——医药工业 TOP100VS 行业整体	13
图 11: 盈利水平对比——医药工业 TOP100VS 行业整体	13
图 12: 国内前二十大医药分销商市场份额	14
图 13: 四大集团整合版图	14
图 14: 基层版基本药物生产企业现状及未来趋势	15
图 15: 1993-2010Q3 医药板块 VS 沪深 300 ROE 走势 (%)	18
图 16: 2010 年至今医药板块和大盘收益率比较 (2010/01/01~2010/12/01)	19
图 17: 2010 至今 (2010.1.1~2010.12.1) 各行业收益率比较 (%) ...	19
图 18: 2000~2010 年 12 月医药股和大盘 PE 比较	20
表 1: 医药行业整体投资思路	4
表 2: 长线是金——龙头股组合建议	6
表 3: 2010 年 1~8 月医药行业各子行业收入及利润 (亿元)	9
表 4: 09 年以来颁布的新医改具体政策	9
表 5: 国内外医药商业集中度比较	12
表 6: 00~09 年国内医药商业规模化进程	14
表 7: 基本药物配送企业中标情况	16
表 8: 1993-2010.11 医药板块 IPO 融资简况	17
表 9: 2006-2010.11 医药板块增发募集资金简况 (单位: 亿元)	18
表 10: 最新医药股和大盘 PE(2010/12/01)	20

投资策略——回顾和展望

2010 年：演绎完美“进攻”行情，“蛋糕和机遇”促百花齐放

2008 年，新医改前奏响起，我们畅想了《“全民医保”趋势下的蛋糕诱惑》；

2009 年，新医改方案出炉，我们描绘了《产业链变革中的机遇》；

2010 年，当医药行业“黄金十年”趋势明确，激情挥洒在《蛋糕和机遇》之中：我们提出医药板块的中长期最佳投资策略是“长期进攻、阶段性防御”、“守候时间的玫瑰”、“攻守兼备的实战选择”。——截止 12 月 2 日，医药指数以 38% 的绝对收益率和 49% 的相对收益率（相对沪深 300），列所有行业涨幅第一。

医药行业无疑也是一个“政策市”。2010 年正值新医改大框架方案出台第二年，而配套细则方案尚未出台的“真空期”；在大盘疲弱、创业板火爆、中国经济将由重化工向大消费转变的大背景下，“蛋糕和机遇”预期促使医药股全年表现百花齐放，引领结构性牛市行情。

2011 年的扰动因素似乎复杂一些，但我们始终相信，医药行业的各类精选“细分领域龙头公司”仍将中长期演绎“螺旋式”上升走势——是攻守兼备和长线是金的最佳标的。

表 1：医药行业整体投资思路

时期	研究报告	核心观点
10Q4 投资策略	《休养生息，长线是金》	Q4 适宜进入“阶段性防御阶段”，耐心等待短期估值压力的化解，以及与周期股跷跷板效应的消除。如果震幅较大，则是增持优质股、备战 2011 进攻的又一次机会。
10 年下半年策略	《攻守兼备的实战选择》	行业转暖、业绩走强——坚定看好医药行业。在大势方向迷茫之时，优质医药股仍是良好的避险品种。下半年重点关注五大投资主线，并优选其中个股：1）量增价涨：天士力、中恒集团、东阿阿胶、云南白药；2）工商一体区域龙头：华东医药、一致药业、哈药股份、上海医药；3）产业升级：恒瑞医药、海正药业；4）受益公卫：华兰生物、天坛生物、科华生物；5）国企转折：同仁堂、三九医药。
10Q2 投资策略	《守候时间的玫瑰》	行业看好+个股螺旋式上升趋势不变，估值随时间推移而不断被消化。建议增持优质一线股和估值相对偏低的二线股。理由：经过近 2 个月休整，在基本面有支撑的情况下，技术面面临向上突破。首次提出主题性投资机会——建议关注工商一体区域龙头公司。
2010 年投资策略	《蛋糕和机遇》	提出各细分领域已确立龙头地位的公司是稀缺资源，面临历史性发展机遇，未来走势必然是螺旋式上升，不断以时间换空间。建议中长期超配医药股——占组合 7% 左右（约 2 倍于标配水平）。提出 4 条选股路径和 5 条配置思路。认为 09 年末高估值需要一定时间消化，10 年主要行情可能在 Q2、Q3。
09Q4 投资策略	《长期进攻、阶段性防御》	基于对新医改的信心和未来 10 年是行业黄金发展时期的判断，提出应改变对医药行业“长期防御，偶尔进攻”的固有认识，建立“长期进攻，阶段性防御”的中长期投资策略。
09Q1 投资策略	《从防御到进攻》	纵向回顾 1949-2008 年中国医药产业及医保发展历程，横向比较中国与发达国家在医卫资源投入和消费差距，判断未来 10 年是中国医药行业的黄金发展阶段，提出投资策略应从防御转向进攻、百花齐放；提出医药股的演绎逻辑和“成长&轮动”假设，判断 Q1 是二三线股的活跃表现期，而一线股的投资机会将 Q4；建议关注低估值和向好“蜕变”的二三线股。
2009 年投资策略	《产业链变革中的机遇》	判断医药行业新一轮的增长拐点已于 07-08 年确立；深入探讨新医改问题：从 2009-2020 年，改革结果是什么，改革过程如何，各个阶段谁受益、谁最受益？提出疫苗行业最先受益，医疗器械、普药、医药商业依次受益，而各子行业龙头公司全程受益。
2008 年投资策略	《全面医保趋势下的蛋糕诱惑》	判断全民医保趋势已确立，探讨新医改情景下的蛋糕机遇，提高医药行业投资评级。

数据来源：国信证券经济研究所

2011 年：穿越阳光风暴，分享细分龙头成长

总体思路：

- 趋势：新医改大背景，恰遇未来中国经济结构转型期，医药行业迎来黄金十年发展期。行业将持续较快增长（继续 2 倍于 GDP 增速），洗牌提速，医药工业和商业的集中度都将快速提升，各细分领域的龙头上市公司将是稀缺资源——三条路径保其成长：分享行业较高增速+抢占被淘汰者市场份额+并购扩张。优质公司有望中长期享受高估值和板块超配，每年绝对收益约等于业绩增速，中长期持有复合收益率可观。
- 阳光风暴——行业政策扰动因素：新医改周期长达十年，在改革大趋势下，2011 年起将密集出台配套实施政策——洗牌和走向集约化的必要推力，但可能短期阵痛。
- 投资标的和时点的把握：阳光风暴带来短期阵痛，但促使龙头公司强者恒强；因此优选细分领域龙头公司，是抵御和享受阳光风暴洗礼的最佳方式。阳光风暴也将成为 2011 年板块表现节奏和估值表现分化的“阶段性”调味剂，因此在投资时点把握上，应结合当时估值水平及与大盘的博弈，适当考虑政策节奏。个股选择还需根据各细分龙头公司所处不同发展阶段综合考虑。

2011 年医药板块面临的投资变量包括：

- 行业基本面：预计 2011 年行业收入增速 22% 左右；
- 政策面：2011~2012 年可能迎来新医改后新一轮的政策密集期，可能出台或市场会有预期的包括：基本药物分批分次调价；医保目录（09 版）新进品种分批分次调价；医药流通行业十二五规划；生物产业十二五规划；药价管理办法（正式版）；新版药品（基药）招标管理办法；新版制药企业 GMP 标准等……总体导向是促进市场规范竞争、行业集中度提升；
- 估值面：2010 年全年医药股完美演绎进攻行情，各类型股票轮番得到表现，年末估值水平已经开始反应 2011 年业绩增长预期，目前国信重点公司 11PE 均值已经超过 35X，相对估值溢价率再次攀高。

2011 年情景假设：

如果 10 年末估值未有效降低或进一步高企，则对 11 年 1 季度医药板块上涨造成压力，投资策略上以持有优质医药股为主，耐心等待估值压力的化解；如果 1 季度因消化估值压力造成滞涨或调整，则为择机增持和布局 2 季度行情带来机会。而每一次因行业政策“调味剂”造成的医药板块大跌，都是增持优质股的良机。

配置建议：

综合考虑，我们提供两个维度的品种组合：

- 1、着眼于“攻守兼备、长线是金”的龙头组合；
- 2、着眼于 2011 年投资变量的机动组合。

表 2：攻守兼备、长线是金——龙头股组合建议

细分领域	优选龙头	EPS			投资要素	或有催化剂	同类潜力股	
		2010	2011	2012				
品牌中药	云南白药	1.26	1.61	2.02	(1).产品价格坚挺，量增价涨	抗通胀和大消费概念，暂无医药板块的降价之忧，商业流通政策刺激	片仔癀、马应龙、同仁堂	
					(2).大消费主题，业绩持续高增长，盈利能力优异			
					(3).工商区域龙头概念，工商业绩均优异，财务稳健			
	东阿阿胶	0.96	1.21	1.50	(1).产品价格坚挺，营销渠道打通，量增价涨			抗通胀和大消费概念，暂无医药板块的降价之忧
					(2).大消费主题，业绩持续高增长，盈利能力优异			
					(3).保健品已跨过盈亏点，构成新增增长点			
现代中药	天士力	0.93	1.21	1.53	(1).进入二次腾飞阶段，中长期发展战略清晰，引领现代中药国际化之路	重要新产品获批和上市；业绩超预期	中恒集团、康缘药业、昆明制药、康美药业	
					(2).独家产品优势，量增价涨，盈利能力优异			
					(3).业绩增速提升，估值具弹性			
医药商业 & 工商一体	上海医药	0.70	0.95	1.19	(1).重组后整合出效益	并购、融资需求下的业绩超预期、赴港上市定价较好；商业流通政策刺激	哈药股份、一致药业、国药股份、九州通	
					(2).2011 年完成赴港 IPO，融资百亿规模将开启更大并购步伐			
					(3).管理层能动性较强，业绩存在超预期可能性			
	华东医药	0.78	0.95	1.09	(1).工业定位于高端市场，避免降价影响			器官移植市场逐步放开、股改承诺彻底解决、商业流通政策刺激
					(2).商业可能扩张			
					(3).工商区域龙头概念，业绩优良，盈利能力优异			
化学制药	恒瑞医药	1.04	1.33	1.62	(1).定位高端市场，避免降价影响，盈利能力优异	重要新产品国内外推进	华海药业、人福医药、信立泰、誉衡药业、白云山、现代制药、科伦药业	
					(2).研发梯队储备丰富			
					(3).业绩优异、稳健成长			
	海正药业	0.73	1.02	1.38	(1).进入产业升级收获期，中期趋势明确	海外合作阶段性进展，融资需求的业绩释放动力		
					(2).国内制剂定位高端，盈利能力优异；出口合作顺利			
					(3).储备丰富，业绩趋好			
OTC	华润三九	0.86	1.02	1.20	(1).OTC 龙头之一，避免降价影响，估值适中	并购、华润医药资产整合	江中药业、仁和药业、三精制药	
					(2).业绩进入平稳增长期			
					(3).外延扩张能力-华润收购扩张平台			
生物制药	华兰生物	1.19	1.21	1.37	(1).血液制品仍处于高速扩张和成长期	防疫情的不爆发	天坛生物、双鹭药业、科华生物、达安基因、沃森生物	
					(2).疫苗新秀，新产品不断上市			
					(3).业绩优异、稳健成长			

数据来源：国信证券经济研究所

机动组合建议：

一、质地优异，资源丰富，经过多年验证和洗礼，现阶段有望继续处于较快增长阶段的白马股，估值长期高企，持有并不断以时间换空间获取中长期稳健投资收益：**云南白药、东阿阿胶、恒瑞医药、海正药业。**

二、出现变化的一线&二线股，这类公司本身具备优良质地，但也有压制估值的因素，变化的原因包括细分行业性机遇、资本运作、股东 or 管理层机制变化等，有望促使业绩加速提升或转折，带来超预期收益：**天士力、上海医药、哈药股份、国药股份、一致药业、白云山、康缘药业、昆明制药。**

三、质地较好的次新股，产品储备或商业模式有突出亮点，值得期待和挖掘，但这类品种上市后往往定位偏高，保持对经营变化和超募资金运用的关注，择机介入：**誉衡药业、九州通、科伦药业、沃森生物、信立泰、乐普医疗、阳普医疗等。**

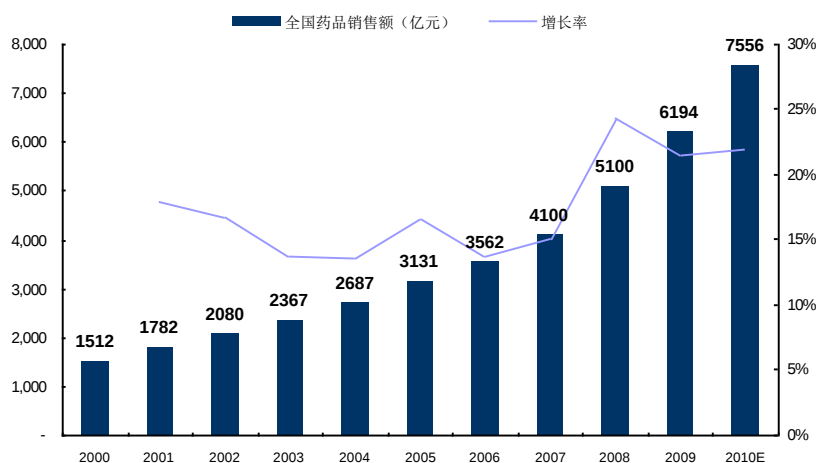
医药经济“健康”运行

药品市场规模再上台阶

药品市场总规模由2000年的1572亿元上升到2009年的6194万元，复合年增长率达到16.46%。预计2010年药品市场规模达到7556亿元，同比增长22%，且近三年增速明显高于以前年份，显示自06年行业“低谷”以来，经历了07、08年恢复性增长，09、10年开始“黄金十年”高增长。

未来3-5年：随着基层医疗资源建设完善，“全民医保”提前实现，基本药物自2011年起进入实质性实施阶段，行业增速有望继续保持20-25%快速增长。

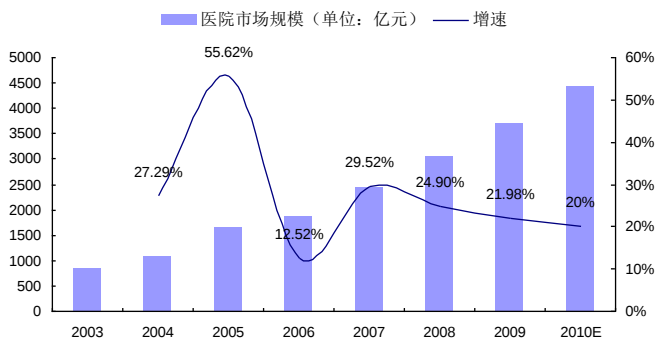
图 1: 2000-2010 年我国药品终端市场规模及增幅



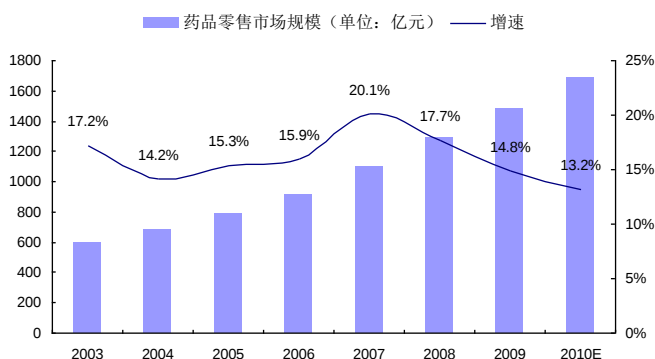
数据来源：SFDA 南方所、国信证券经济研究所

从药品销售的三大主要终端来看，最大的医院终端市场规模继续保持着 20% 以上的较快增长；零售药店市场受基层医疗影响增速有所放缓；而代表着基层医疗消费的第三终端则是增长最快的细分领域，预计 2010 年全年增速在 40% 以上，显示了新医改加大基层医疗市场投入的初步效应。

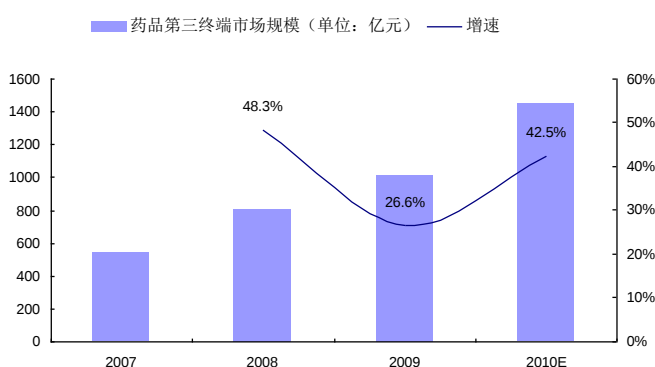
图 2: 中国三大药品终端增长情况



医院市场：仍是第一大终端，其中 1.3 万家公立医院在这一终端销售占比 91%。预计医院终端将继续保持 20% 以上的增速。增长最快的品种根据疾病谱变化预计仍将是肿瘤、心脑血管等大病种领域。



药店零售终端：截止 2010 年上半年零售药店数量 39.4 万家，增长 3.27%。受基层医疗机构发展的影响，零售药店的收入增速有所放缓，预计未来增速 13~16%。



第三终端：农村药品供应网点 55.4 万个，社区卫生服务中心（站）2.6 万个，乡镇卫生院 3.9 万家。终端点还在增加中，是新医改大力推动发展的细分市场，新农合、基本药物制度等政策将推动这一市场保持持续快速增长。

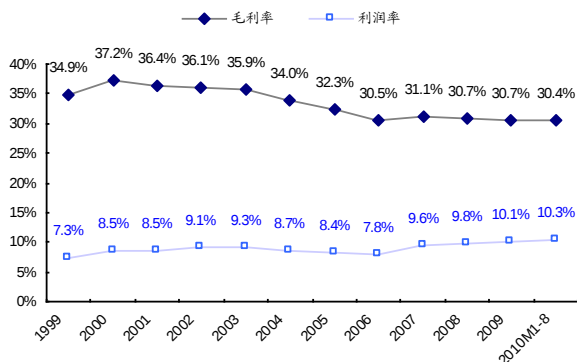
数据来源：wind、国信证券经济研究所

行业效益持续提升

从盈利水平看，医药工业10年1-8月毛利率30.4%，同比微降0.26个百分点；但利润率10.3%同比提升0.64个百分点，创下最近10年来的最高盈利水平。

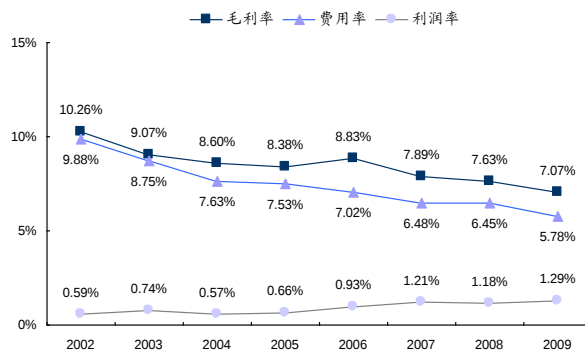
作为中间环节的医药商业运营效率也在持续提升。2002-2009年医药商业毛利率下降了3.2个百分点，但费用率下降4.7个百分点，从而使商业效益水平稳中有升，2009年医药商业毛利率为7.09%，费用率5.16%，实现利润率1.29%。

图 3：1999-2010.08 医药工业盈利水平



数据来源：国家统计局、国信证券经济研究所

图 4：2002-2009 中国医药商业盈利水平变化



数据来源：国家统计局、国信证券经济研究所

分子行业来看，2010年1-8月生物制药、中药饮片的收入增速超过40%，利润增速超过50%，显示强劲增长势头；化学原料药收入和利润增速分别达到19.28%、28.76%，增速趋缓。

表 3: 2010 年 1-8 月医药行业各子行业收入及利润（亿元）

	医药工业	化学制剂	化学原料药	生物制药	中成药	中药饮片	医疗器械	医药工业（扣除化学原料药）
收入	6976	2171	1470	728	1458	404	685	5507
增速	27.21%	25.09%	19.28%	42.35%	27.62%	39.73%	24.35%	29.51%
利润	718	242	123	106	151	32	70	595
增速	35.58%	31.24%	28.76%	57.13%	29.50%	73.79%	16.37%	37.09%
毛利率	30.41%	38.31%	22.46%	29.21%	34.55%	20.28%	23.49%	32.53%
同期变动	-0.26%	0.77%	1.28%	-1.65%	-2.34%	-0.73%	-1.20%	-0.88%
利润率	10.29%	11.17%	8.39%	14.55%	10.34%	7.98%	10.21%	10.80%
同期变动	0.64%	0.52%	0.62%	1.37%	0.15%	1.56%	-0.70%	0.60%

数据来源：wind，国信证券经济研究所

政策动态：即将迎来政策密集出台期

新医改实施两年以来，多个配套措施已陆续出台，各执行层面的政策细则也有望于 2011 年陆续出台。能否真正落实到具体企业盈利增长还需各地方省市政策细则配合及执行力度。我们更关注政策导向：越来越明确的倾向大企业和龙头企业。在新医改带来需方市场大扩容的背景下，行业集中度提升将来带优质企业的双轮驱动增长：行业本身的加速增长和龙头企业市场份额的提升。优质企业的壮大将使医药行业黄金十年成色更“足”。

表 4: 09 年以来颁布的新医改具体政策

颁布时间	政策	主要内容和目标
产业发展规划类政策	10/05/11 《“重大新药创制”科技重大专项“十二五”实施计划 2011 年课题申报指南》	国家将出资 100 多亿元支持专项“十二五”计划（十一五国家投入 60 亿元），平均每个新药获得 500-1000 万元的项目资金。“十二五”计划将分批启动实施。
	10/10/10 《关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》	生物产业：大力发展用于重大疾病防治的生物技术药物、新型疫苗和诊断试剂、化学药物、现代中药等创新药物大品种，提升生物医药产业水平。加快先进医疗设备、医用材料等生物医学工程产品的研发和产业化，促进规模化发展。 调整产品结构：1、基本药物：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。2、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，培育 20 个以上专利到期药新品种。3、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。4、中药领域：培育 50 个以上疗效确切、剂型先进的现代中药。5、医疗器械领域：培育 200 个以上拥有自主知识产权、销售收入超过 1000 万的先进医疗设备。
	10/11/09 《关于加快医药行业结构调整的指导意见》	调整组织结构：鼓励优势企业实施跨地区、跨所有制的收购兼并和联合重组。 调整区域结构：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。中西部地区发展专业性生产基地，承接产业转移。 调整出口结构：推动 50 家以上制剂企业通过发达国家 GMP 认证，制剂在药品出口中所占的比重达到 20%以上。
	09/04/06 《关于深化医药卫生体制改革的意见》	总体目标：建立健全覆盖城乡居民的基本医疗卫生制度，为群众提供安全、有效、方便、价廉的医疗卫生服务。
	09/04/07 《医药卫生体制改革近期重点实施方案（2009-2011 年）》	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。
	09/04/08 《关于全面开展城镇居民基本医疗保险工作的通知》	工作目标：09 年全国所有城市都要开展城镇居民基本医疗保险工作。09 年新开展的城市，参保率力争达到 50%以上。09 年前已开展试点的城市，参保率力争达到 80%以上。
	09/07/02 《关于巩固和发展新型农村合作医疗制度的意见》	逐步提高筹资水平，完善筹资机制。2009 年，新农合筹资水平要达到每人每年 100 元，

新医改政策

	作医疗制度的意见》	农民个人缴费增加到不低于 20 元。2010 年开始,新农合筹资水平提高到每人每年 150 元,农民个人缴费由每人每年 20 元增加到 30 元。
09/07/07	《关于促进基本公共卫生服务逐步均等化的意见》	● 制定和实施基本公共卫生服务项目、实施重大公共卫生服务项目、健全公共卫生经费保障机制。
09/07/22	《医药卫生体制五项重点改革 2009 年工作安排》	● 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。
09/08/18	《国家基本药物目录(基层医疗卫生机构配备使用部分)》(2009 版)	● 2009 年每个省(区、市)在 30% 的政府办城市社区卫生服务机构和县(基层医疗卫生机构)实施基本药物制度并实现零差率销售。 ● 基本药物全部纳入基本医疗保障药品报销目录,报销比例明显高于非基本药物。 ● 到 2011 年,初步建立国家基本药物制度;到 2020 年,全面实施规范的、覆盖城乡的国家基本药物制度。
09/10/02	《发改委关于公布国家基本药物零售指导价的通知》	● 涉及 2349 个具体剂型规格品,与现行规定价格比,有 45% 的药品降价,平均降幅 12% 左右;有 49% 的药品价格未做调整;有 6% 的短缺药品价格有所提高。
09/11/23	《改革药品和医疗服务价格形成机制意见》	● 改革药品价格管理、改革医疗服务价格管理。
09/11/30	《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录(2009 年版)》	● 新版《医保药品目录》中,西药和中成药品种共 2151 个。与 2004 年版药品目录相比,新版《药品目录》共增加了 260 个药品,增幅为 13.7%,其中甲类药品增加了 53 个,增幅为 11.8%;中药增加数超过西药。
10/02/21	《关于印发公立医院改革试点指导意见的通知》	● 2009 年各省、自治区、直辖市已经分别选择 1-2 个城市(城区)作为公立医院改革试点城市。国家在各地试点城市范围内,选出 16 个有代表性的城市,作为国家联系指导的公立医院改革试点城市。 ● 2010 年开始推进公立医院改革试点工作。
10/03/23	《关于调整《国家发展改革委定价药品目录》的通知》	● 新增进入 2009 年版医保目录药品通用名称项下的所有处方药剂型,以及所有国家基本药物,增补进入发改委定价药品目录。退出发改委定价药品目录的药品,纳入各省、自治区、直辖市价格主管部门定价目录的,由各省、自治区、直辖市价格主管部门重新制定价格。
10/06/03	《药品价格管理办法(征求意见稿)》	● 政府制定和调整药品价格的原则: 政府价格主管部门应当以药品定价成本为基础,制定和调整政府定价或者政府指导价。 ● 仿制药: 在第 1 个仿制药品上市 5 年内前 3 个仿制药以被仿制药品为基础,依次递减 10%。 ● 每 2-3 年集中调整一次政府指导价: 对专利药品和按照专利药品对待的药品,以 3 年为周期进行调整,下调幅度一般不低于 6%;保护期结束后,下调幅度一般不低于 15%。

行业标准政策

10/10/01	2010 年版《中国药典》	● 新版药典是新中国成立以来第 9 版药典。 ● 内容调整: 1) 进一步扩大了收载范围,共收载品种 4598 个,新增 40% 以上。2) 基本覆盖了新颁布实施的国家基本药物目录收载品种。3) 大幅增加了中药饮片标准数量。4) 扩大了药用辅料收载范围。 ● 标准的系统性提高: 对 70% 的原有标准进行了完善或者提高。
----------	---------------	---

后续可能出台的政策

预计颁布时间	政策	主要内容和简评
2010 年底-2011 上半年	《2010-2015 全国医药流通行业发展规划》	● 草案已经完成,开始征求各方意见,将于近期出台。规划的总体目标是按照国家医药改革总体指导方针,完善国内药品供应保障体系。重点是鼓励药品流通企业兼并重组,鼓励零售连锁业态的发展,培育国家级、地市级龙头航母企业,培育 1-2 家千亿元企业,20 家百亿企业,解决行业集中度不高,以药养医等问题。规划的核心是用市场化的方式配置资源,靠行业自己推动,而不是靠行政的力量。
2010 年底-2011 上半年	《2010-2015 生物医药产业十二五规划》	● 已上报国务院,预计年底前至明年年初有望正式发布。规划鼓励“转型”和“升级”,初步确定到“十二五”期末,我国生物医药产业总产值计划突破 3 万亿元,即年均增长约 20%,与十一五期间增速接近。确定了生物医药发展的重点,包括基因药物、蛋白药物、单抗克隆药物、治疗性疫苗、小分子化学药物等。尽管国家层面的规划尚未出台,但是各地已经紧锣密鼓开始了培育生物医药产业的部署,包括江苏、上海、北京、四川等。
2011 上半年	基本药物招标采购政策	● 预计年内或明年上半年国务院将出台针对基本药物的招标采购政策,要求各省执行同一的政策。总体原则是促进招标价格下降。这个与传言中国国务院有关药价的动作可能相符。 ● 可能会参考安徽的思路,基本药物要实现价和量的结合,每个品种-剂型规格交给一家生产

2010 年底 — 2011 年	基本药物价格调整	- 企业（明确单一货源的采购），采用双信封制（先技术指标遴选入围厂家，再商务标评选-最低价中标）。通过建立政府基金的形式保证回款。安徽模式的示范作用比较强劲，将来各省的招标结果信息公开后，各省都会向最低价看齐。安徽模式潜在的问题：最低价格品种的供货是否可以持续？品种是否被医生和患者接受，使用量是否下降？ 12 月 12 日起，发改委降低头孢曲松等基本药物中单独定价药品的最高零售价格，涉及抗生素、心脑血管等十七大类产品。主要涉及外资产品，调整后的价格比现行规定价格平均降低 19%，预计年降价金额 20 亿元。未来可能还将逐步涉及其他单独定价产品。
2011 年	新进医保目录药品价格调整	部分新进医保目录的药品突击涨价，发改委将在前期开展的新进医保目录药品成本价格调查的基数上，对新进医保目录药品进行价格调整（新进 300-400 种，计划今年推出，但可能推迟到明年）。
2011 年	《药品价格管理办法》	《药品价格管理办法》（征求意见稿）已经征求完毕，正在进行分析，预计新办法的总体框架、思路、内容与意见稿不会有太大变化，三费率、利润率可能会有所修改调整，特别是生物制剂需要进一步研究，比如生物制剂工艺成熟后，制造成本非常低，以制造成本为基础来规定费用率，可能无法反映真实情况。
2012 年	医保目录药品价格调整	对 2600 多种进入医保目录的药品进行调整，分期对药品重新梳理，大多数品种价格根据实际情况将有所下调。

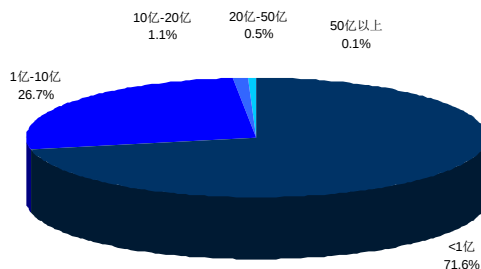
数据来源：国信证券经济研究所

各细分领域龙头公司——黄金十年的稀缺投资品种

现状：我国医药工业集中度不高，小企业偏多

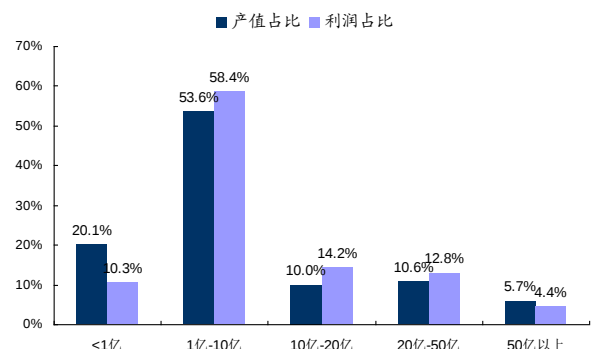
- 医药工业——截止 2010 年上半年，制药工业（原料药&制剂）企业数量达 4911 家，2009 年纳入 SFDA 南方经济研究所的统计口径的医药工业企业（制药&器械）6806 家中，销售规模不足 1 亿元的小型企业在数量上的占比达到 71.6%，并只创造了 10.3% 的利润，销售规模超过 10 亿元的企业数量占比仅为 1.7%；
- 医药商业——我国医药商业市场高度分散，2009 年医药商业 13049 家，总销售规模 5451 亿元（SFDA 南方所），2008 年 CR3 为 20.09%，CR10 为 34.58%，CR100 为 67.29%（中国医药商业协会）。
- 小型企业的不规范运作会更多，影响了整个行业的竞争秩序。

图 5：我国不同销售规模医药工业企业数量占比



数据来源：SFDA 南方所、国信证券经济研究所

图 6：我国不同销售规模医药工业企业产值和利润占比



数据来源：SFDA 南方所、国信证券经济研究所

表 5: 国内外医药商业集中度比较

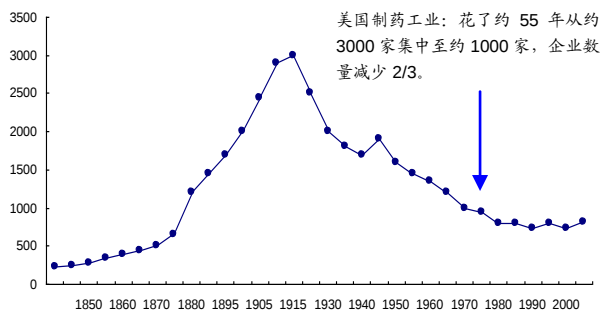
	药品销售额/全球销售额	流通企业数	CR3
美国	37%	70	96%
日本	11%	130	75%
欧洲	31%	250	65%
中国	4%	13049	20.09%

数据来源: 中国医药商业协会、Bloomberg、国信证券经济研究所

趋势: 新医改背景下“产业升级+政策驱动”集中度加速提升

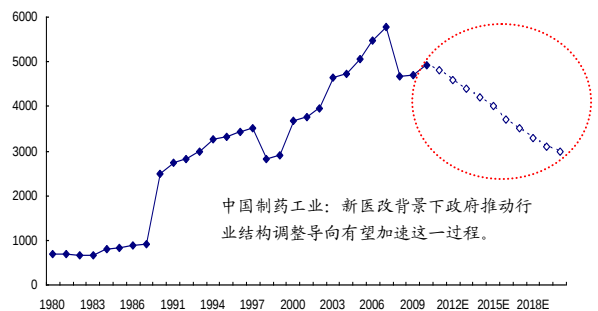
- ✧ 美国制药工业: 花了约 55 年从约 3000 家集中至约 1000 家, 企业数量减少近 70%。
- ✧ 中国制药工业: 新 GMP 标准、新版药典、新招标制度……新医改背景下政府推动行业结构调整导向有望加速这一过程: 至 2020 年数量有望减少 50%以上。

图 7: 美国制药工业企业数量演变 (1850-2005)



数据来源: 国信证券经济研究所

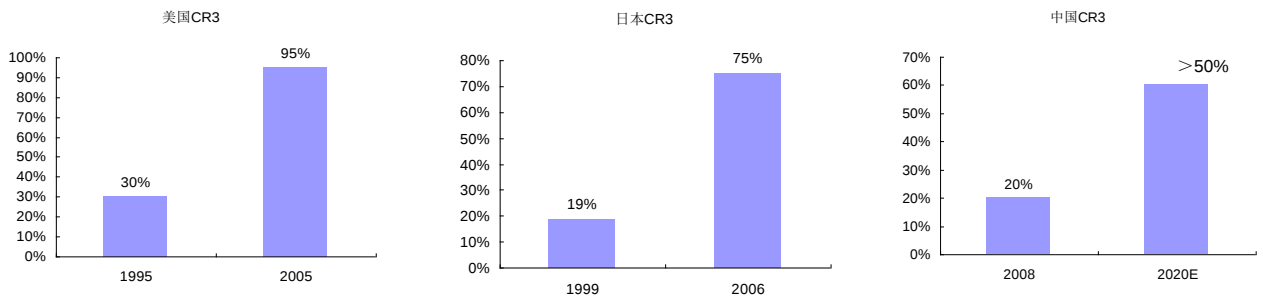
图 8: 中国制药工业企业数量演变及预测 (1980-2020)



数据来源: 国信证券经济研究所

- ✧ 美国医药商业: 1995~2005 年 10 年间前三甲企业集中度从 30%提升至 95%。
- ✧ 日本医药商业: 1999~2006 年间前三甲企业集中度从 19%提升至 75%。
- ✧ 中国医药商业: 新医改背景; 划归商务部管辖; 十二五流通规划即将出台; 前十大企业纷纷开始资本运作及整合、并购; 现代物流和信息管理开始广泛运用……当然中国国情和美、日不同, 地域辽阔且区域间不平衡发展严重, 未来集中度不一定能够达到美、日的水平, 但估计至 2020 年 CR3 集中度能够提升至 60%以上。

图 9：美日医药商业集中度提升及中国预期



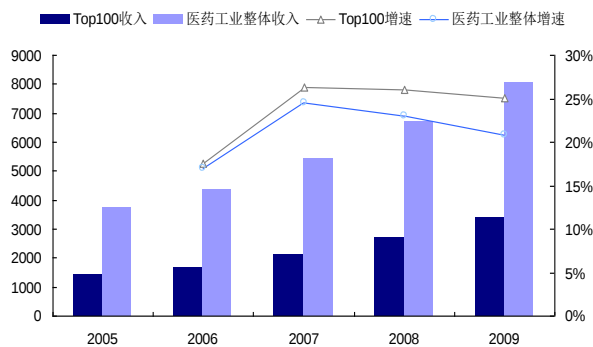
资料来源：SFDA 南方经济研究所，国信证券经济研究所

由小到大的成长路径：优秀内涵+外延扩张

一、龙头企业在激烈竞争中积累的产品和市场竞争能力

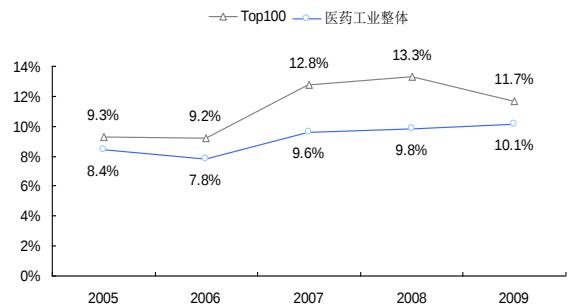
- 医药工业：从制药工业百强企业表现看，无论是收入增长还是盈利水平这几年都超越行业平均水平。

图 10：成长性对比——医药工业 TOP100VS 行业整体



数据来源：SFDA 南方所、国信证券经济研究所

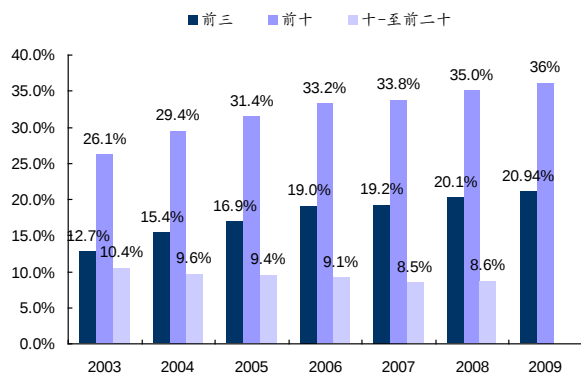
图 11：盈利水平对比——医药工业 TOP100VS 行业整体



数据来源：SFDA 南方所、国家统计局、国信证券经济研究所

- 医药商业：中国前三大医药分销商的合并市场份额由 2003 年的 12.7% 增至 2008 年的 20.1%，前二十大医药分销商的市场份额由 36.5% 增至 43.1%。但是，前十大分销商的总市场份额由 2003 年的 26.1% 增至 2008 年的 34.6%，而同期前十一至二十大公司的总市场份额则由 10.4% 下降至 8.5%——规模领先的分销商更能受益于行业整合：能够获得行业增长和市场份额增长双轮驱动。50 亿以上规模的企业数量增长明显更快。

图 12: 国内前二十大医药分销商市场份额



资料来源: 中国医药商业协会、国信证券经济研究所

表 6: 00~09 年国内医药商业化进程

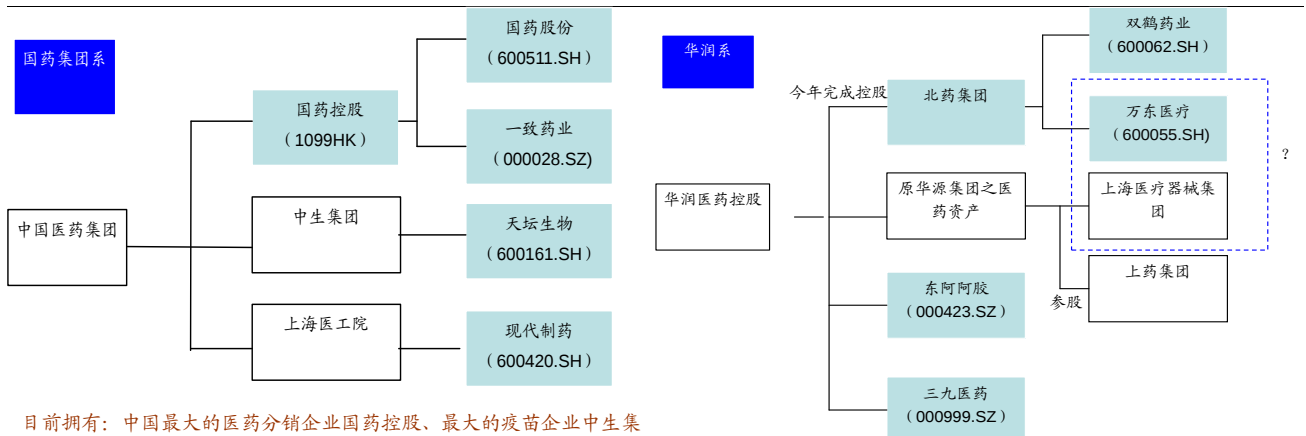
年份	过 50 亿企业个数	过 20 亿企业个数	过 10 亿企业个数
2000	2	6	18
2003	6	17	40
2004	6	24	51
2005	8	25	56
2006	9	30	56
2007	9	35	77
2008	11	42	82
2009	18	38	86

资料来源: 中国医药商业协会、国信证券经济研究所

二、整合、兼并收购等外延扩展方式

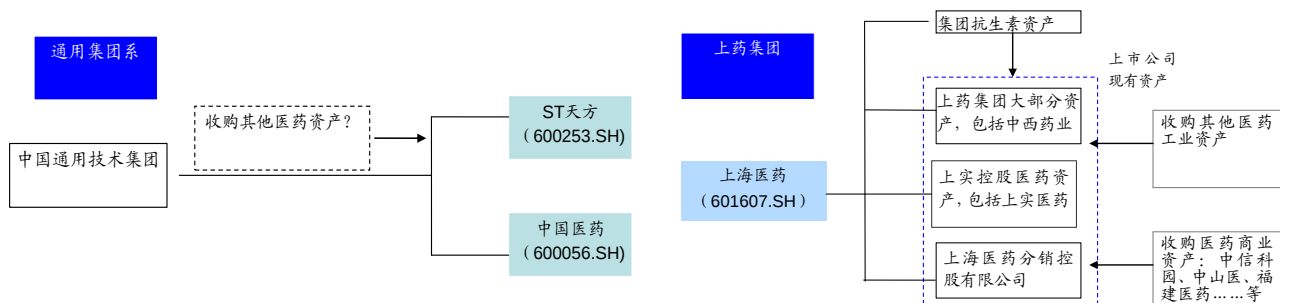
◆ 央企和地方国资委层面的整合已经在政府力量的推动下行动起来, 并越来越市场化:

图 13: 四大集团整合版图



目前拥有: 中国最大的医药分销企业国药控股, 最大的疫苗企业中生集团, 国内最强的研发机构之一上海医工院。已是国内最大的医药航母。各业务板块及旗下众多上市公司如何定位及整合值得关注。

对阿胶和三九的整合成功并获市场高度认可, 未来看点: 对北药集团的后续整合行动?



三大央企中通用集团在医药板块的发展已经远落央企国药和华润, 两家上市公司质地一般, 是否会奋起直追, 外购其他优质资产壮大实力?

雄心勃勃的最强诸侯, 明年赴港 ipo 将融资百亿规模, 将开启更大并购步伐。

数据来源: wind、国信证券经济研究所

医药商业是医药行业中同质化程度最高的子行业，外延式发展将表现得更加突出：

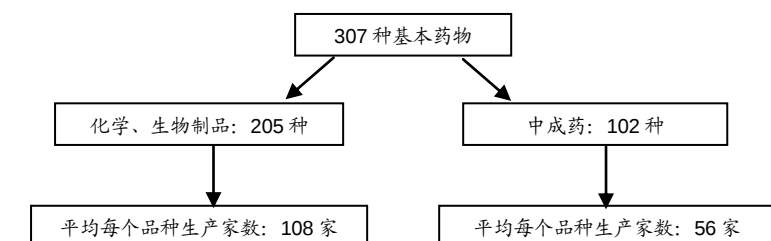
- ✓ 2009 年 9 月，国内**第一大**医药分销商国药控股在香港上市，融资约 80 亿港元，手握重金的国控开始加大对国内市场的攻城略地，2009 年已完成 10 项收购，2010 年起开始 208 个地级市的布点；
- ✓ 2010 年 2 月，国内**第二大**分销商上海医药完成集团的重组，一直盘踞华东的新上药很快就迈出了全国扩张的步伐，和山东、江苏、广东的中小商业企业达成并购框架协议，包括收购中山医、重组福建医药公司，2010 年 11 月更大手笔收购北京**第三大**分销商中信科园，全国网络布局取得重大突破；
- ✓ 国内**第三大**分销商九州通，2010 年通过收购北京高新风华直接获得北京绝大部分医院的开户；
- ✓ 2010 年华润集团完成对北药集团的控股：北京医药集团旗下安徽华源是国内**第六大**分销商，北医股份是**第七大**分销商，旗下分销规模合计超过 200 亿，华润系医药商业规模直逼前三甲，且未来存在进一步整合可能；
- ✓ 两广龙头一致药业最近一年来持续收购湛江、东莞、深圳等二线城市的小商业企业，包括深圳延丰、国控梅州等，加快区域份额提升；
- ✓ 广东另一寡头、广州市医药公司亦开始迈出扩张步伐，湖南等外省业务开始运作。

三、政策导向扶持龙头企业

医药工业：

- ◇ 2010 年 10 月开始执行的新版药典对 70 % 的原有标准进行了完善或者提高，多个行业龙头直接参与了标准的制定；
- ◇ 三部委《关于加快医药行业结构调整的指导意见》明确提出：鼓励优势企业实施跨地区、跨所有制的收购兼并和联合重组，促进品种、技术、渠道等资源向优势企业集中。严格控制新开办企业数量，医药企业数量明显减少，医药百强企业销售收入占到全行业的销售收入的 50% 以上。

图 14：基层版基本药物生产企业现状及未来趋势



政策导向：推动基本药物生产企业的兼并重组，促进优势企业集中：**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** ——三部委《关于加快医药行业结构调整的指导意见》

数据来源：wind、国信证券经济研究所

医药商业:

- ✧ 2010 年起医药流通行业的监管部门由原来的国家药监局划归商务部。年内将要制定出台《2010-2015 年全国药品流通行业发展规划纲要》，并将逐步制定《医药物流服务规范》、《药品零售企业经营服务规范》和《医药物流企业分级评估指标》等行业标准；
- ✧ 2010 年 2 月，商务部发布了《关于做好 2010 年药品流通行业管理有关工作的通知》，明确了未来商务部在制定医药流通行业相关政策时的方向——加强监管、提升行业门槛；
- ✧ 即将出台的医药流通行业十二五规划：培育 1-2 家千亿企业，20 家百亿企业；
- ✧ 基本药物的配送商由政府招标，中标企业数量相比存量大幅缩减。

表 7：基本药物配送企业中标情况

省份	中标情况	省份	中标情况
湖北省	22 家企业获得配送资格	黑龙江省	334 家企业获得配送资格
河南省	20 家企业获得配送资格	贵州省	具备国家规定资质的批发企业均获得配送资格
新疆	28 家企业获得配送资格	云南省	9 家省级配送企业获得配送资格
福建省	163 家企业获得配送资格	湖南省	102 家企业获得配送资格
江苏省	64 家企业获得配送资格	山西省	18 家企业获得配送资格
辽宁省	20 家企业获得配送资格	陕西省	17 家企业获得配送资格
甘肃省	259 家企业获得配送资格	青海省	47 家企业获得配送资格
内蒙古	460 家企业获得配送资格	海南省	230 家企业获得配送资格
浙江省	209 家企业获得配送资格	吉林省	14 家配送企业获得配送资格
四川省	499 家企业获得配送资格	宁夏省	5 家企业获得基本药物配送资格
江西省	15 家配送企业获得 11 个市的配送资格	河北省	345 家配送企业获得配送资格
广西	53 家企业获得配送资格	天津市	46 家配送企业获得配送资格

资料来源：国信经济研究所

已上市细分龙头公司：借力资本市场加油站

自 1993 年第一批医药股哈药集团、云南白药等上市以来，至今（截止 2010 年 11 月）已有约 152 家医药公司上市，IPO 募集资金 728 亿元。已上市医药股也从各种渠道进行再融资等资本运作，过去 5 年医药板块获得增发融资（现金或资产）约 300 亿元（其中包括 09 年上海医药重组时对大股东增发获得的 168 亿元资产）。从盈利质量看，相对沪深 300 的整体向下，医药板块在过去 5 年的 ROE 一直呈上升趋势。

2010 年医药板块共 22 家新股 IPO，融资额大幅攀升，创下历年上市数量和融资额新高！共募集资金 326 亿元，**其中超募资金高达 213 亿元**。医药行业的细分领域广阔，22 家医药股上市，极大丰富了行业公司的多样性，其中不乏一些在细分领域极具潜力的优质公司。相对这些“小荷才露尖尖角”的潜力小龙头而言，平均每家公司 IPO 募集资金高达 14.8 亿元，无疑将成为它们加速发展的强大助推器。然超募资金过大而短期不能产生效益，则短期板块整体 ROE 也可能下降，但如能上市公司能利用好，则能为较长一段时间提供资本来源，利好长期发展，并有望通过上市公司产业投资途径将更多医药资产纳入，在实现自身加速发展的同时，加

快提高行业集中度。

2011 年，我们关注的资本运作是上海医药赴港 IPO（确定）、国药控股回归 A 股（可能）、已归属国药旗下其它集团启动赴港上市（可能）。其中较为确定的：

- ✓ **上海医药：**将要发行 H 股不超过 6.64 亿股，定价不低于董事会决议公告日前 20 个交易日公司股票交易均价的 90%（即 17.6 元）。初步估算，此次发行 H 股融资额将达到百亿元之巨。募集资金将主要用于医药工业资产和医药商业网络的新建和收购。此次 H 股 IPO 有望在 11 年上半年完成，将使公司迈出更大外延发展步伐。

关注之二：2010 年完成和即将完成再融资的公司：包括天士力、中恒集团、新合成、康恩贝、鱼跃医疗、康美药业。再融资有望为它们发展加油。其中：

- ✓ **天士力：**非公开发行股票于 2010 年 12 月完成，募集资金约 10.6 亿元，摊薄业绩仅 5%。10-15 年公司进入“二次腾飞”发展阶段，业绩可能超越市场普遍预期。预计 2011 年复方丹参滴丸增速大幅提升，二线产品全面推进，销售额上亿品种有望达到 5 个，重要新品逐步获批上市构成新增长点。其中丹滴在 8 月份通过美国 FDA2 期临床之后，新一轮全国性学术推广迅速展开，4 季度以来销量拉动效果明显，加之换包装效应，11 年含税销售额有望达到 19-20 亿元；养血清脑明年含税销售额有望达到 5 亿元。二线产品增速 30%以上，加之丹滴提速，工业产品的整体增速有望达 25-30%。广告投放缩减，利润增速仍远超收入增速。在 10 年增 40%基础上，11 年增速仍可望 40%，在一线股中，公司的估值弹性最大，也是最我们最看好的医药跨年战略性品种之一。
- ✓ **中恒集团：**2010 年中完成定增，募集资金主要用于拳头产品血栓通扩产，解决了此前制约发展的产能瓶颈因素。年末公司即与步长制药签订为期 5 年的全部医药产品总经销权协议，约定 2011、2012 年完成梧州制药含税销售收入 23 亿元、30 亿元，以后三年每年递增。目前看，这是一个“强势产品+强势营销”的合作，远远超出市场预期。若如期实现，将促使血栓通完成从优秀潜力品种到品牌“重磅炸弹”的快速蜕变，并推动公司再次实现跨越式发展。

关注之三：22 家“手握重金”之新股的投资动向：如果“出手”得当，将快速补充或拓展其目前普遍较单一的产品线，完成由小到大的快速“蜕变”，有效降低当前过高的估值水平，有望成为优良投资标的。

表 8：1993-2010.11 医药板块 IPO 融资简况

年份	IPO 家数	IPO 募资（亿元）	平均每家 IPO 募资（亿元）
2010	22	325.66	14.80
2009	11	80.79	7.34
2008	4	10.74	2.68
2007	4	6.43	1.61
2006	2	4.86	2.43
2005	0	0	0
2004	15	41.88	2.79
2003	4	13.45	3.36
2002	6	20.55	3.42
2001	10	56.08	5.61
2000	13	65.85	5.07
1999	9	30.36	3.37
1998	4	5.82	1.45
1997	13	28.55	2.20

1996	18	17.77	0.99
1995	0	0	0
1994	8	9.23	1.15
1993	9	9.96	1.11
合计	152 家	728 亿元	4.79 亿元

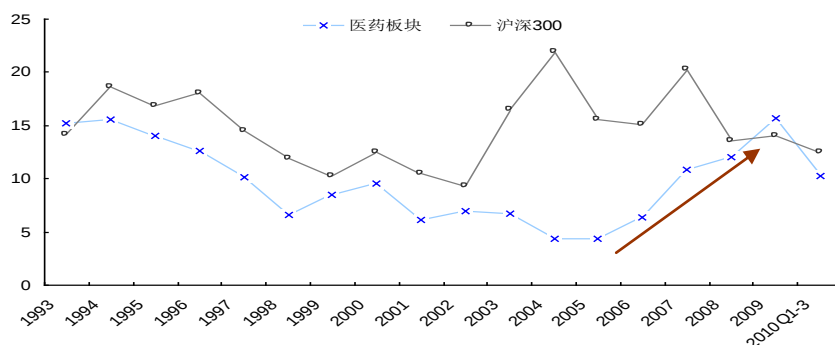
数据来源: wind。注: 因有的公司是借壳或者被重组等原因, 数据可能会有误差。

表 9: 2006-2010.11 医药板块增发募集资金简况 (单位: 亿元)

证券代码	证券简称	2010	2009	2008	2007	2006
000538.SZ	云南白药			13.94		
601607.SH	上海医药	168.39				
000597.SZ	东北制药			3.50		
600713.SH	南京医药	5.00				
000650.SZ	仁和药业		7.10			
600062.SH	双鹤药业			6.72		
600079.SH	人福医药		5.90			
000788.SZ	西南合成		2.30			
600161.SH	天坛生物	3.90				
600196.SH	复星医药	6.55				
600267.SH	海正药业		6.70			
600297.SH	美罗药业			2.94		
600252.SH	中恒集团	3.82				
600518.SH	康美药业				10.48	5.04
600568.SH	中珠控股		3.75			
600529.SH	山东药玻				3.00	
600535.SH	天士力	10.6			2.88	
600557.SH	康缘药业				2.97	
600351.SH	亚宝药业			3.63		
600587.SH	新华医疗				2.37	
600572.SH	康恩贝	4.23			3.04	
002001.SZ	新和成	11.50				
002007.SZ	华兰生物			2.80		
002019.SZ	鑫富药业		3.51			
002107.SZ	沃华医药			2.73		
002223.SZ	鱼跃医疗	2.68				

数据来源: wind

图 15: 1993-2010Q3 医药板块 VS 沪深 300 ROE 走势 (%)

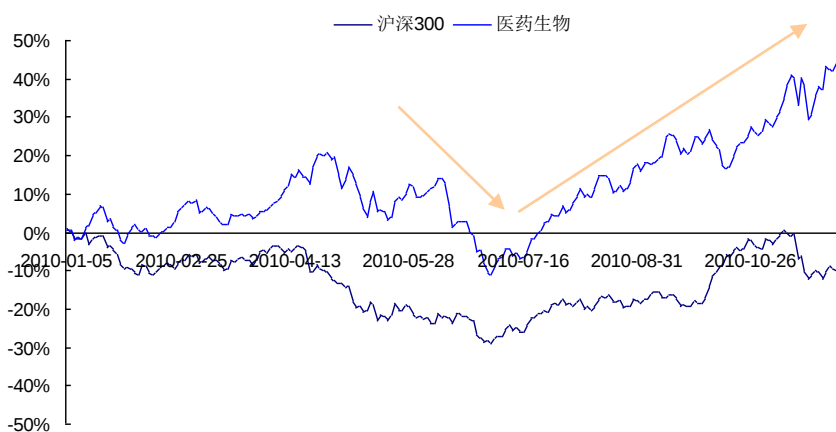


数据来源: wind、国信证券经济研究所。净资产收益率取自 wind——摊薄(整体法)

“高成长 vs 高估值”——板块表现和估值评价

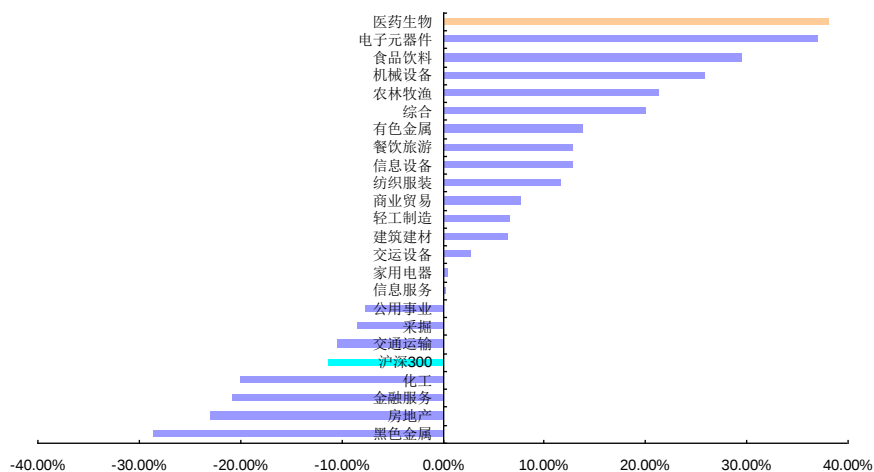
2010 年医药指数表现优异：2010 年至今医药指数上涨 38.14%，而同期沪深 300 下跌 11.29%，医药板块获得相对大盘的超额收益高达 49.43 个百分点，绝对收益也较可观，居所有行业第一。

图 16：2010 年至今医药板块和大盘收益率比较（2010/01/01~2010/12/01）



数据来源：wind、国信证券经济研究所

图 17：2010 至今（2010.1.1~2010.12.1）各行业收益率比较（%）



数据来源：wind、国信证券经济研究所

绝对估值尚属合理，相对估值历史新高。根据 wind 一致预期以整体法和算术平均计算下的医药板块 10PE 为 40.35X、11PE 为 31.1X，相对沪深 300 溢价 183%，创历史新高。相对历史水平而言（往往年底按当年 EPS 计算的医药股市盈率较高），板块整体的绝对估值水平尚属合理，而相对估值水平偏高。

表 10: 最新医药股和大盘 PE(2010/12/01)

	2010 年 整体法	2010 年 算术平均	2011 年 整体法	2011 年 算术平均
预测 PE 值				
医药板块	40.35	51.23	31.10	38.99
医药重点公司	43.98	46.70	34.91	36.98
全部 A 股	17.42	50.41	14.48	39.32
沪深 300	14.28	32.37	11.92	22.52
医药股相对溢价率				
医药板块/沪深 300-1	182.56%	58.26%	160.91%	73.13%
医药板块/全部 A 股-1	131.63%	1.63%	114.78%	-0.84%

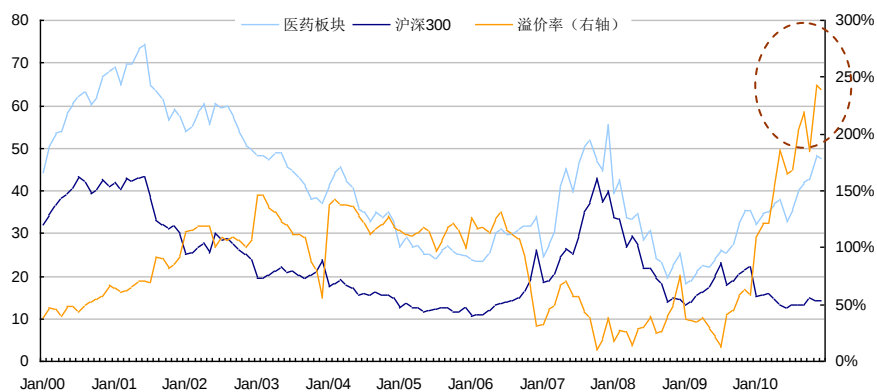
数据来源: wind、国信证券经济研究所

说明: 业绩预测采取 wind 一致预期, 整体法, 剔除负值。

预计 2011Q1 绝对/相对估值溢价空间上升均有限。从当前估值水平看, 无论绝对值还是相对值都已处于当年和历史高位。我们认为在 2011 年 1 季度估值水平继续提升空间有限。

这预示着下一个季度医药板块将表现平淡, 显示防御属性; 但时间往往是成长股的朋友, 随着时间推移, 估值压力逐步消化, 当 2 季度以后市场开始以 12PE 为衡量指标时, 进攻性又将凸显。

图 18: 2000~2010 年 12 月医药股和大盘 PE 比较



数据来源: wind、国信证券经济研究所

说明: 业绩基数为当年年报值, 10 年采取 wind 一致预期, 整体法, 剔除负值。

A 股主要医药上市公司盈利预测及估值表

股票代码	公司简称	股价	EPS (元)					PB	PE				ROE	PEG	EV/EBITDA	总市值	投资评级
		2010/12/9	09	10E	11E	12E	09		10E	11E	12E	2009	10-12	亿元			
品牌中药																	
000538	云南白药	61.03	0.87	1.26	1.61	2.02	10.2	70	48	38	30	16.9%	1.49	58	424	推荐	
000423	东阿阿胶	49.30	0.60	0.96	1.21	1.50	12.5	82	51	41	33	16.4%	1.44	62	322	推荐	
600085	同仁堂	35.61	0.55	0.66	0.78	0.90	5.8	65	54	46	40	9.4%	3.01	30	185	谨慎推荐	
600436	片仔癀	74.63	0.93	1.24	1.45	1.63	11.52	81	60	51	46	15.7%	2.92	59	104	谨慎推荐	
600332	广州药业	16.63	0.26	0.36	0.41	0.46	3.86	64	46	41	36	6.4%	2.21	30	135	中性	
600993	马应龙	42.68	1.09	0.96	1.34	1.69	7.0	39	44	32	25	18.9%	2.79	28	71	无评级	
600329	中新药业	16.16	0.35	0.44	0.57	0.70	6.8	46	37	28	23	17.0%	1.40	23	119	无评级	
000989	九芝堂	15.41	0.50	0.57	0.70	0.82	3.6	31	27	22	19	11.8%	na	17	46	无评级	
平均值							7.3	58	46	37	32	13.7%	2.3	36	140		
现代中药																	
600535	天士力	41.08	0.65	0.93	1.21	1.53	9.33	63	44	34	27	15.6%	1.33	38	200	推荐	
600252	中恒集团	35.11	0.23	0.77	1.30	1.77	17.34	152	46	27	20	22.1%	0.47	97	192	推荐	
600557	康缘药业	18.54	0.39	0.47	0.59	0.77	6.58	48	39	31	24	15.0%	1.52	37	77	推荐	
000919	金陵药业	11.60	0.44	0.42	0.49	0.55	3.08	26	28	24	21	12.0%	3.52	15	58	谨慎推荐	
600518	康美药业	22.54	0.30	0.45	0.60	0.83	8.16	76	51	38	27	11.7%	1.23	52	382	谨慎推荐	
600594	益佰制药	20.86	0.35	0.49	0.65	0.83	9.04	60	43	32	25	17.4%	1.24	37	74	无评级	
600351	亚宝药业	10.55	0.20	0.30	0.38	0.47	7.0	52	35	28	22	14.8%	1.09	31	67	无评级	
600479	千金药业	19.55	0.43	0.44	0.57	0.69	6.7	46	44	34	28	14.2%	2.55	31	60	无评级	
600750	江中药业	38.10	0.68	0.90	1.14	1.44	10.1	56	43	33	26	19.6%	1.49	34	113	无评级	
平均值							8.6	64	41	31	25	15.8%	1.6	41	136		
生物制药																	
600161	天坛生物	22.80	0.41	0.48	0.55	0.66	11.11	56	48	41	35	26.5%	2.77	28	118	谨慎推荐	
002038	双鹭药业	57.00	0.96	1.14	1.46	1.78	12.93	59	50	39	32	25.3%	2.21	50	144	谨慎推荐	
002022	科华生物	19.00	0.42	0.48	0.58	0.70	10.86	46	40	33	27	27.0%	2.08	35	94	谨慎推荐	
002030	达安基因	15.16	0.16	0.20	0.26	0.31	10.82	92	76	58	49	12.8%	3.20	47	44	中性	
002007	华兰生物	49.15	1.06	1.19	1.21	1.37	13.94	47	41	41	36	36.5%	4.56	33	283	中性	
002252	上海莱士	36.55	0.50	0.74	0.93	1.18	13.0	73	49	39	31	17.9%	1.48	58	99	无评级	
600867	通化东宝	15.88	0.13	0.24	0.26	0.33	5.4	124	67	62	48	4.6%	1.78	47	91	无评级	
平均值							11.2	71	53	45	37	21.5%	2.6	43	125		
化学制剂																	
600276	恒瑞医药	58.29	0.89	1.04	1.33	1.62	13.6	66	56	44	36	25.5%	2.53	51	437	推荐	
000963	华东医药	32.38	0.87	0.78	0.95	1.09	14.2	37	42	34	30	33.5%	5.37	23	141	推荐	
600829	三精制药	23.89	0.72	0.94	1.08	1.21	6.10	33	25	22	20	18.7%	1.35	21	92	谨慎推荐	
000522	白云山	17.39	0.23	0.52	0.64	0.82	7.64	76	33	27	21	11.8%	0.63	34	82	推荐	
600062	双鹤药业	30.53	0.79	0.99	1.21	1.53	4.6	39	31	25	20	13.0%	1.25	24	175	无评级	
002004	华邦制药	51.09	0.97	0.97	1.27	1.67	7.3	53	53	40	31	15.2%	2.64	35	67	无评级	
000566	海南海药	25.00	0.31	0.42	0.61	0.85	12.2	81	60	41	29	16.8%	1.48	47	53	无评级	
002262	恩华药业	24.50	0.23	0.35	0.48	0.73	12.9	105	71	51	34	14.1%	1.53	64	57	无评级	

平均值		9.8						61	46	36	28	18.6%	2.1	37	138	
化学原料药																
600267	海正药业	40.31	0.56	0.73	1.02	1.38	7.57	72	55	40	29	11.4%	1.58	33	195	推荐
600521	华海药业	17.38	0.37	0.33	0.46	0.65	6.25	47	53	38	27	13.8%	2.52	28	78	推荐
000597	东北制药	16.75	1.43	0.60	0.80	1.00	2.59	12	28	21	17	23.6%	-2.50	8	56	中性
600488	天药股份	9.00	0.12	0.15	0.20	0.23	3.1	75	60	45	39	4.3%	2.49	35	49	无评级
600812	华北制药	15.26	-0.37	0.37	0.62	0.96	15.8	-41	41	25	16	-47.9%	-0.17	97	157	无评级
600216	浙江医药	33.09	2.70	2.91	3.40	3.86	4.2	12	11	10	9	42.6%	0.90	9	149	无评级
002001	新和成	26.46	1.40	1.62	1.86	1.96	4.5	19	16	14	13	36.6%	1.37	13	192	无评级
平均值		6.3						28	38	27	21	12.1%	0.9	32	125	
医药商业																
000028	一致药业	31.85	0.67	0.88	1.15	1.45	9.4	48	36	28	22	23.4%	1.23	27	92	推荐
601607	上海医药	23.12	0.09	0.70	0.95	1.19	5.0	266	33	24	19	9.5%	0.24	80	461	推荐
600511	国药股份	25.64	0.47	0.65	0.78	0.92	9.6	54	39	33	28	21.7%	1.59	36	123	谨慎推荐
000963	华东医药	32.38	0.87	0.78	0.95	1.09	14.2	37	42	34	30	33.5%	5.37	23	141	推荐
600998	九州通	15.67	0.21	0.26	0.35	0.47	3.5	75	60	45	33	18.2%	1.95	27	38	无评级
600713	南京医药	12.77	0.13	0.14	0.16	0.18	4.3	96	91	80	71	8.3%	8.67	25	44	无评级
平均值		7.7						96	50	41	34	19.1%	3.2	36	150	
医疗器械																
600587	新华医疗	27.69	0.31	0.36	0.41	0.47	5.5	90	77	68	59	6.4%	5.05	49	37	中性
600055	万东医疗	16.76	0.32	0.24	0.31	0.41	6.5	53	70	53	41	12.5%	na	37	36	无评级
002223	鱼跃医疗	48.08	0.39	0.65	0.96	1.30	14.9	122	74	50	37	21.1%	1.50	90	123	无评级
平均值		8.9						88	74	57	46	13.3%	3.3	59	65	
药品包材																
600529	山东药玻	17.70	0.56	0.66	0.78	0.91	2.7	32	27	23	19	9.1%	1.53	18	46	谨慎推荐
综合类																
600664	哈药股份	23.36	0.75	0.89	1.08	1.24	4.7	31	26	22	19	15.6%	1.44	20	290	推荐
000999	华润三九	24.57	0.72	0.86	1.02	1.20	6.0	34	29	24	20	19.2%	1.56	22	241	谨慎推荐
000513	丽珠集团	39.04	1.63	1.69	2.02	2.46	4.8	24	23	19	16	22.4%	1.56	13	115	无评级
600380	健康元	11.70	0.37	0.55	0.67	0.82	4.2	32	21	17	14	15.6%	0.70	13	154	无评级
600196	复星医药	13.95	1.31	0.53	0.70	0.84	3.3	11	26	20	17	38.6%	-1.88	8	266	无评级
平均值		4.6						26	25	21	17	22.3%	0.7	15	213	
全部平均值		8.1						60	45	35	29	16.9%	1.9	37	142	
中小板新股																
002399	海普瑞	144.31	2.02	3.32	4.46	6.23	7.43	71	43	32	23	0.0%	0.96	52	574	推荐
002437	誉衡药业	85.85	0.93	1.30	2.06	2.77	5.4	92	66	42	31	0.0%	1.51	57	111	推荐
创业板																
300030	阳普医疗	30.98	0.36	0.42	0.70	1.05	3.9	86	74	44	30	4.8%	1.72	53	23	无评级
300122	智飞生物	39.85	0.36	0.42	0.80	1.22	7.7	111	95	50	33	0.0%	1.89	52	159	无评级

数据来源：Wind、国信证券研究所。

注：按现有股本摊薄；绿色阴影部分为国信暂未覆盖公司，盈利预测取wind预测中值；计算平均值时剔除负值和偏离极大值。

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10 % 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责条款

本报告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询价。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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		策略		交通运输	
周炳林	0755-82130638	黄学军	021-60933142	郑武	0755- 82130422
林松立	010-66026312	闫莉	010-88005316	陈建生	0755- 82133766
崔嵘	021-60933159			岳鑫	0755- 82130432
吴土金	0755-82130833-1332			高健	0755-82130678
银行		房地产		机械	
邱志承	021- 60875167	方焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	陈玲	0755-82130646
谈煊	010- 66025229	黄道立	0755- 82133397	杨森	0755-82133343
汽车及零配件		钢铁		商业贸易	
李君	021-60933156	郑东	010- 66025270	孙菲菲	0755-82130722
左涛	021-60933164	秦波	010-66026317	祝彬	0755-82131528
				田惠蓝	0755-82133263
				吴美玉	010-66026319
基础化工		医药		石油与石化	
张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396	严蓓娜	021-60933165
陈爱华	0755-82133397	丁丹	0755- 82139908		
邱斌	0755-82130532	陈栋	021-60933147		
罗洋	0755-82150633	杜佐远	0755-82130473		
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
皮家银	021-60933160	陈财茂	021-60933163	彭波	0755-82133909
				谢鸿鹤	0755-82130646
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468	严平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田良	0755-82130513	程峰	021-60933167
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晟	0755- 82130761
邵达	0755-82130706	黄海培	021-60933150		
电子元器件		纺织服装		农业	
段迎晟	0755- 82130761	方军平	021-60933158	张如	021-60933151
黄磊	0755-82151833				
高耀华	0755-82130771				
旅游		食品饮料		建材	
陈财茂	021-60933163	黄茂	0755-82138922	杨昕	021-60933168
煤炭		建筑		新兴产业	
		邱波	0755-82133390	陈健	010-66022025
		李遵庆	0755-82133055	李筱筠	010-66026326
固定收益		指数与产品设计		投资基金	
李怀定	021-60933152	焦健	0755-82133928	杨涛	0755-82133339
高宇	0755- 82133538	王军清	0755-82133297	刘舒宇	0755-82133568
侯慧娣	021-60875161	彭甘霖	0755-82133259	康亢	010-66026337
张旭	010-66026340	阳瑾	0755-82133538	刘洋	0755-82150566
蔺晓熠	021-60933146	周琦	0755-82133568	李腾	0755-82130833-6223
刘子宁	021-60933145	赵学昂	0755-66025232		
		邓岳	0755- 82150533		
数量化投资		交易策略			
葛新元	0755-82133332	戴军	0755-82133129		
董艺婷	021-60933155	秦国文	0755-82133528		
林晓明	0755-25472656	徐左乾	0755-82133090		
赵斯尘	021-60875174	黄志文	0755-82133928		
程景佳	010-88005326				
郑云	021-60875163				
毛甜	021-60933154				

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）			华东区（机构销售二部）			华南区（机构销售三部）		
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn		盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn		魏 宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn	
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn		马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn		邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	
焦 骥	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn		郑 毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn		林 莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn	
徐文琪	010-66026341 13811271758 xuwq@guosen.com.cn		黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn		王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn		刘 塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn		甘 墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn	
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn		叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn		段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn	
原 玮	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn		孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn		徐 冉	0755-82130655 13632580795 xuran1@guosen.com.cn	
						严小燕	13590436977 yanxy@guosen.com.cn	
						赵晓曦	15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn	
						温 馨	13612901872 wenxin@guosen.com.cn	