

医药生物行业

医药行业策略点评

研究结论

近期受到政策影响，医药板块表现不佳，wind 医药生物指数已经从 2010 年 11 月底的最高 2846 点回落，最低回落至今年 1 月底的 2200 点左右，跌幅深度 23%；目前指数回升到 2431 点左右，但相较 2010 年的高点，跌幅也在 15% 左右。我们认为，政策因素对上市公司的整体影响有限，而且也只是短期因素，长期来看医药行业整体驱动力没有改变；目前估值已回归理性，下半年有望迎来估值回升的过程。

医药行业长期成长趋势不变：虽然近期行业不确定的政策因素仍未完全落地，但从长远的角度来看，我们认为医药行业仍值得投资。医药行业未来十年将保持强劲的成长势头，老龄化加速和疾病谱的变化将带来医药消费巨大的内生性成长空间；而在外需方面，全球生产转移大浪潮也为我国医药行业提供了广阔蓝海，转移趋势仍在持续。因此在此我们重申长期此看好医药行业的主要逻辑。

估值回到合理区间：经过了 2010 年 11 月底以来的这次调整之后，医药股的估值泡沫已经被大幅挤出。目前 2011 年预测市盈率为 29 倍左右，从 2004 年股改以后的市盈率对比来看，该动态市盈率已经处于历史中位的合理水平：只有 05 年、06 年和 09 年行业同期市盈率低于今年的水平，而到当年年末时，只有 2008 年和 2005 年的当年市盈率低于目前 29 倍的水平。在历史上降价的年份，只有 05 年和 06 年的当年年末市盈率低于目前 29 倍的水平，而其中还有反商业贿赂等其他因素的影响。因此我们认为随着政策的逐渐落实，医药行业的估值水平有望在下半年逐渐回升。

历史上降价不改行业成长大趋势：从目前已出的降价政策看，其对上市公司整体影响较小；而且最高零售价下调向中标价的传导应有一定的缓冲过程。而从历史的角度分析，降价并不能够改变医药行业向上的增长趋势，经过近 30 轮的降价，医药行业过去十年的利润总额复合增长率仍然达到 24%；人口老龄化、新医改等长期趋势所带来的市场容量扩大才是决定医药行业增长大趋势的因素，降价政策只是短期因素，对医药生物行业的长期增长没有重大影响。

维持对医药行业看好的投资评级：综上所述，我们认为医药行业的整体趋势依然向好，政策因素只是短期不确定性因素。目前估值水平已趋于合理。随着政策的逐渐落实和时间的推移，医药板块的投资价值将逐渐体现，下半年医药公司估值有望逐步回升，可逐步配置成品药上市公司。维持恒瑞医药、云南白药、双鹭药业、华东医药、益佰制药的买入投资评级。此外，在受政策影响较小的企业中，特色原料药企业虽然估值暂时不具优势，但从长期趋势角度亦可在下半年逐渐关注京新药业、海翔药业、海正药业等受益产业转移的企业。

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

李淑花

医药行业首席分析师

8621-63325888 × 6088

lishuhua@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860208110154

江维娜

医药行业资深分析师

8621-63325888 × 6005

jiangweina@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0850210040012

庄琰

医药行业高级分析师

8621-63325888 × 6069

zhuangyan@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860210030004

联系人

田加强

8621-63325888 × 6087

tianjiaqiang@orientsec.com.cn

宋敏

8621-63325888 × 6107

songmin@orientsec.com.cn

行业评级

看好 中性 看淡 (维持)

国家/地区

中国/A 股

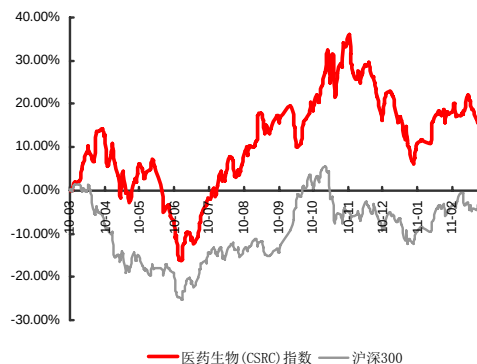
行业

医药

报告发布日期

2011 年 3 月 29 日

行业表现



资料来源：WIND

重点公司盈利预测及投资评级

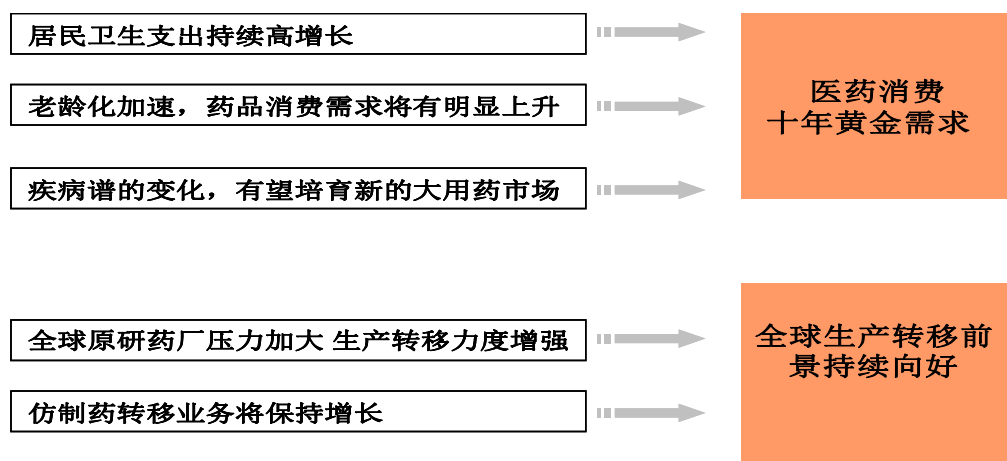
	2009	2010E	2011E	2012E	评级
恒瑞医药	0.89	0.97	1.21	1.49	买入
云南白药	1.13	1.33	1.92	2.57	买入
华东医药	0.87	0.79	1.14	1.56	买入
双鹭药业	0.97	1.14	1.86	2.61	买入
益佰制药	0.52	0.52	0.72	0.95	买入

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

1 医药行业长期成长趋势不变

虽然近期行业不确定的政策因素仍未完全落地，但从长远的角度来看，我们认为医药行业仍值得长期投资。医药行业未来十年将保持强劲的成长势头，老龄化加速和疾病谱的变化将带来医药消费巨大的内生性成长空间，全球生产转移大浪潮也为我国医药行业提供了广阔的外需空间，在此我们重申长期看好医药行业的主要逻辑。

图：医药行业未来十年成长趋势动力不变



资料来源：东方证券研究所

1.1 医药消费十年黄金需求

医疗作为人类一种基本需求，具有显著的刚性特征，医药需求往往伴随支付能力的提升较先得到满足。1990年至2007年间，我国居民人均卫生费用与人均GDP基本保持增速同步的态势。

同时人口老龄化问题将是未来半个世纪中我国经济社会发展道路上的一道棘手难题，2010年后我国将不得不面临人口老龄化进程明显加速的局面。而慢性病患病率高低与年龄呈现高度正相关，卫生部统计数据显示，我国65岁以上老年人慢性病患病率是25-34岁青壮年人口的12.6倍。

表：各调查年度我国各年龄段居民慢性病患病率统计

指标名称	合计			
	2008年	2003年	1998年	1993年
慢性病患病率				169.8
按人数计算	157.4	123.3	128.2	
按例数计算	199.9	151.1	157.5	
分性别慢性病患病率				
男性	177.3	133.5	141.6	152.3
女性	222.5	169.0	173.9	187.6
年龄别慢性病患病率				
0-4岁	6.4	6.3	13.4	19.2

5-14 岁	8.7	9.6	18.6	19.2
15-24 岁	20.2	18.0	25.8	26.0
25-34 岁	51.3	58.3	72.5	66.4
35-44 岁	121.7	117.1	142.2	162.0
45-54 岁	259.5	219.5	232.0	263.4
55-64 岁	419.9	362.1	386.5	430.5
65 岁及以上	645.4	538.8	517.9	540.3

资料来源：国家卫生部、东方证券研究所

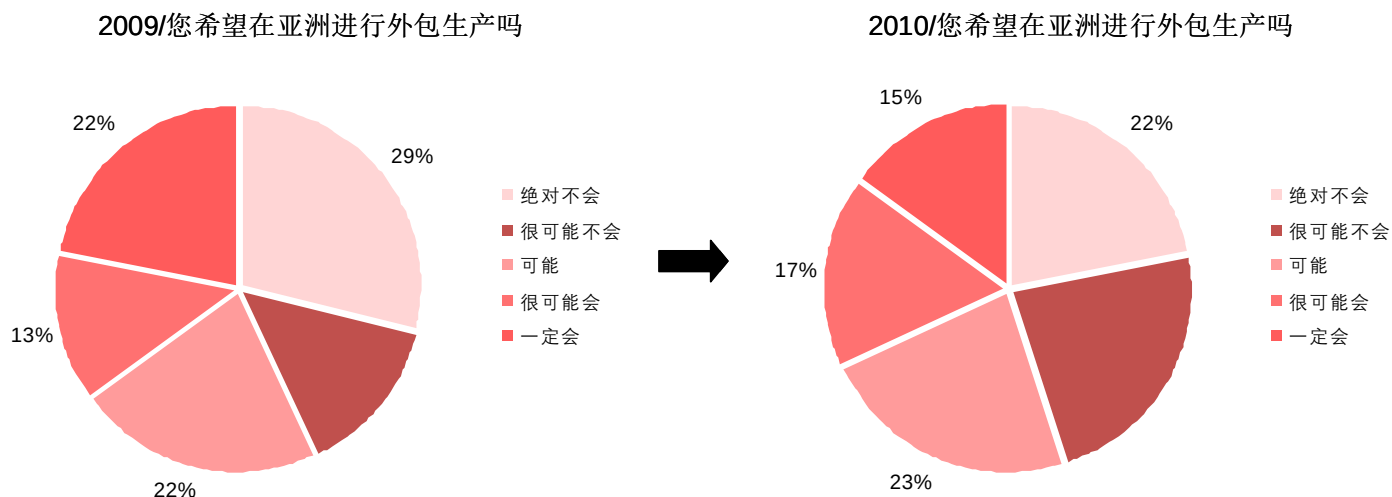
从就诊率与住院率的角度看，老龄人口的医药消费需求将显著增加。因此，随着我国社会人口老龄化进程加快，未来将涌现大量的就诊与住院需求，将直接带动处方量增加和用药消费金额上涨，这是长期看好医药制剂类公司的主要逻辑。

1.2 全球生产转移前景持续看好

在特色原料药出口方面，我们仍然认为全球产业转移的过程没有结束，虽然相关的上市公司目前估值并不特别便宜，但我们认为，从中长期的产业趋势上看，这些公司仍值得长期投资者关注。

最新的 CP 统计数据表明，产业转移的趋势仍在持续，虽然 2010 年制药企业一定会或很可能在亚洲进行外包生产的比例略有降低，但有可能在亚洲转移的受访企业总数仍然超过一半。这表明全球生产转移整体趋势不变，虽然在速率上可能会略有放缓。

图：全球制药企业希望在亚洲进行转移生产的意愿调查



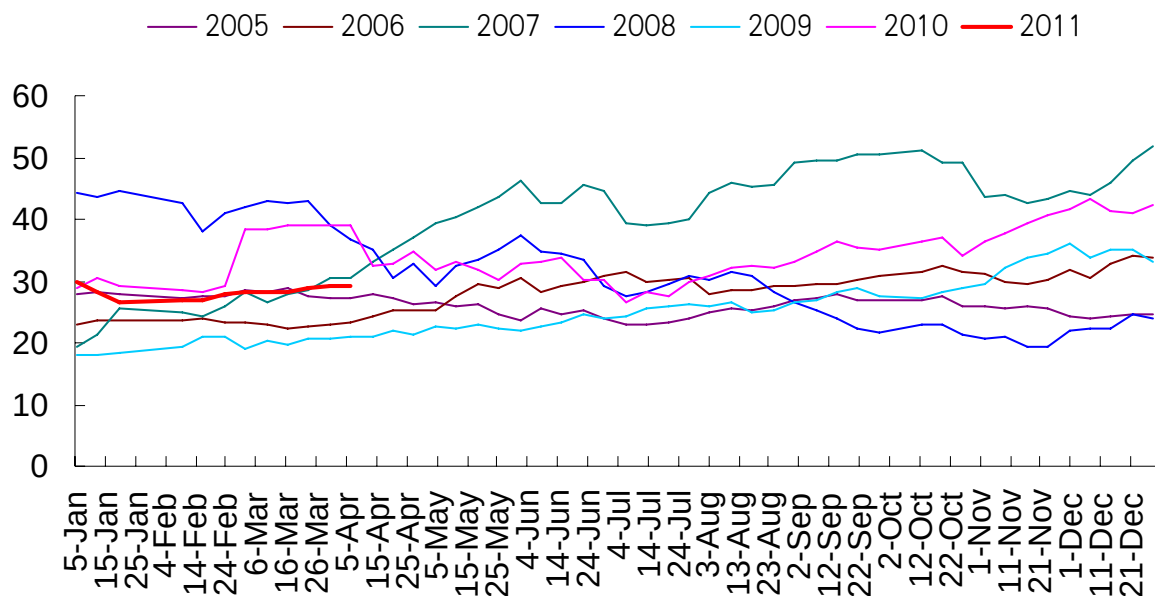
资料来源：CP 东方证券研究所整理

2 估值回落到合理区间

自去年 11 月底以来,医药板块股价大幅回落,wind 医药生物指数已经从 2010 年 11 月底的最高 2846 点回落,最低回落至今年 1 月底的 2200 点左右,跌幅深度 23%;目前指数回升到 2431 点左右,但相较 2010 年的高点,跌幅也在 15%左右。我们认为,前期过高的估值和政策性利空预期的形成是导致医药股回落的主要内因,而周期性板块的活跃则进一步压低了医药股的活跃度。

但经过了这次调整之后,医药股的估值泡沫已经被大幅挤出。目前 2011 年预测市盈率为 29 倍左右,从 2004 年股改以后的市盈率对比来看,该动态市盈率已经处于历史中位的合理水平:只有 05 年、06 年和 09 年行业同期市盈率低于今年的水平,而到当年年末时,只有 2008 年和 2005 年的当年市盈率低于目前 29 倍的水平。

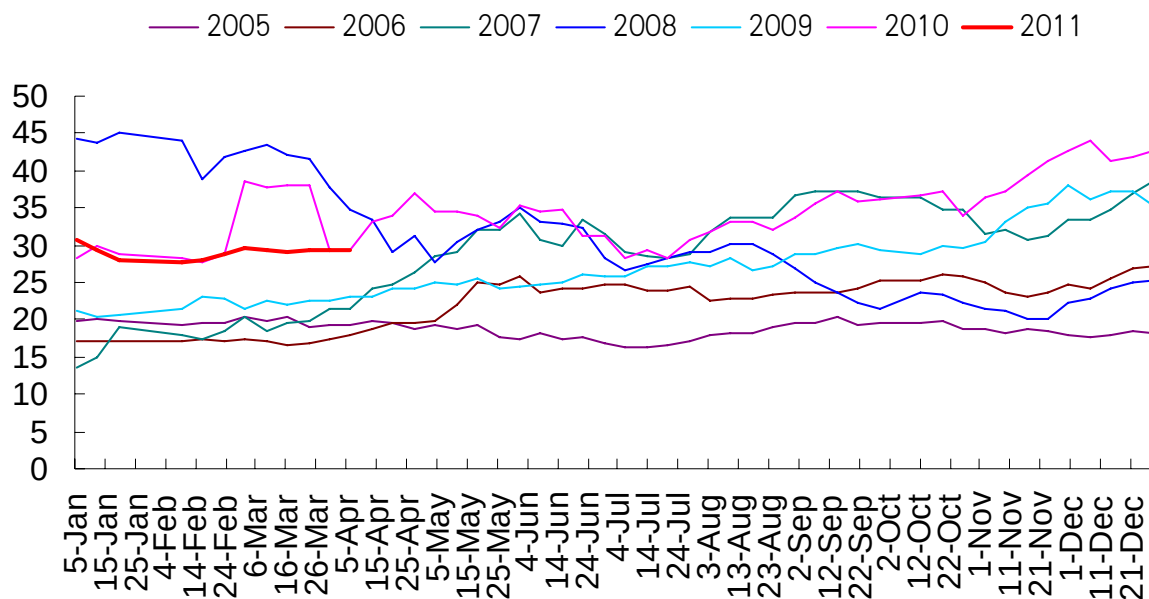
图：医药生物行业整体历史估值水平(当年 PE)



资料来源：东方证券研究所

分子行业来看,成品药是受到降价政策直接影响的板块。目前化学制剂板块的平均市盈率是 27 倍,也处于近几年的中位水平。从历史上的降价政策和医药行业估值水平的相关性上看,的确在每年年初阶段,制剂板块的市盈率和降价政策有所相关:2005 年到 2009 年的 5 年间,除 2008 年外,全行业共进行了近 10 次的降价,涉及药品金额超过 300 亿元,在降价的 05, 06, 07 和 09 年,年初行业同期市盈率的确低于目前水平;但是这其中也有宏观经济的相关因素,而且到当年年末时,只有 05 年和 06 年的当年市盈率低于目前 29 倍的水平(反商业贿赂的影响可能是主要因素;2008 年受经济危机拖累,估值水平在年末有所下移)。

因此我们认为,降价政策即使真正影响到医药板块,也只是阶段性的,长期的成长性仍然会使医药板块,尤其是制剂板块的估值在下半年逐渐上移。

图：西药制剂行业历史估值水平（当年 PE）


资料来源：东方证券研究所

从相对于大盘的溢价水平来看，医药股与 A 股的估值水平相比仍处于较高的溢价状态，溢价率接近 100%，但与正常情况下 60%-80%左右的溢价率相比，差距不大。而且，溢价率可能与经济结构有较大相关性：07 年周期品价格的大幅上涨导致医药股与大盘的溢价率大幅缩小。未来周期性投资品在拉动国家经济增长中的作用可能会逐渐减弱，大消费类企业则有望保持持续快速的成长，因此，相对于目前周期股比重较高的 A 股指数，医药股的溢价率有可能继续维持在较高的水平。

图：医药行业相对于沪深 300 的估值溢价率


资料来源：东方证券研究所

我们认为目前医药类上市公司估值水平受压主要是由于政策性利空预期形成所导致的。2010 年 11 月 30 日，发改委调低了部分药品价格，主要以原研药和合资企业为主，同时取消了 16 个品规药品的单独定价权，同样以原研药和合资企业为主，这次降价被市场认为是药品降价周期的开始，同时触发了医药股的大幅下跌。此后，今年 3 月 7 日，国家调降抗生素和循环系统用药价格，平均降幅 21%，压制了医药股 1 月底以来的反弹趋势。市场同时认为，后续其他种类的降价将继续出台，进一步打压医药行业，影响医药行业的利润增长速度。

我们虽然也认为后续降价政策将逐步出台，但我们认为其对医药行业增长的实际打击可能不会超出市场预期，而且这种影响也极有可能是短期的，因为从历史上看，经过近 30 轮的降价，医药行业的收入和利润增速仍保持了快速增长。

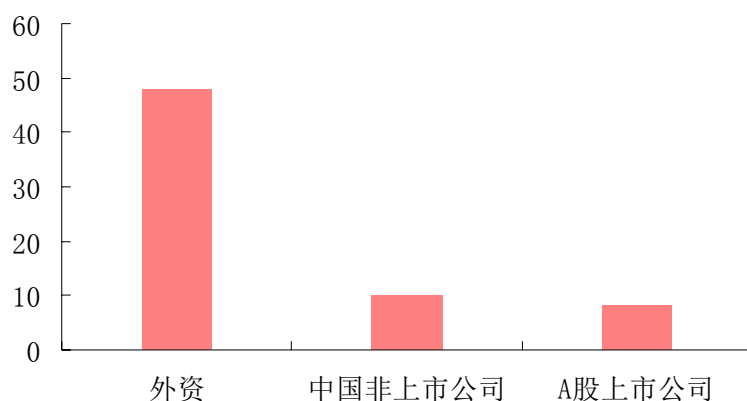
我们认为，随着降价政策的逐步落实，医药股的利空因素有望逐渐出尽，医药行业长期来看应能保持持续较快增长，估值水平有望在下半年进一步回升，目前的估值水平值得长期投资者介入。

3 降价不改行业成长趋势

● 调整单独定价只影响较少的上市公司

2011 年 3 月 7 日降价的品种主要用于治疗感染和心血管疾病的抗生素和循环系统类药品，当中涉及到阿莫西林、头孢拉定、罗红霉素、尼卡地平等常用品种。此次降低价格的除了统一定价的药品最高零售价外，单独定价品种同样也在降价之列。这是自 2010 年 12 月国家发改委降低 17 大类的抗生素、心脑血管单独定价药品价格后，短期内再度降低单独定价药品价格。由于拥有单独定价权的大多为外资药企，此事件同历史上对单独定价药品价格的调整一样，对外资药企的影响较大。

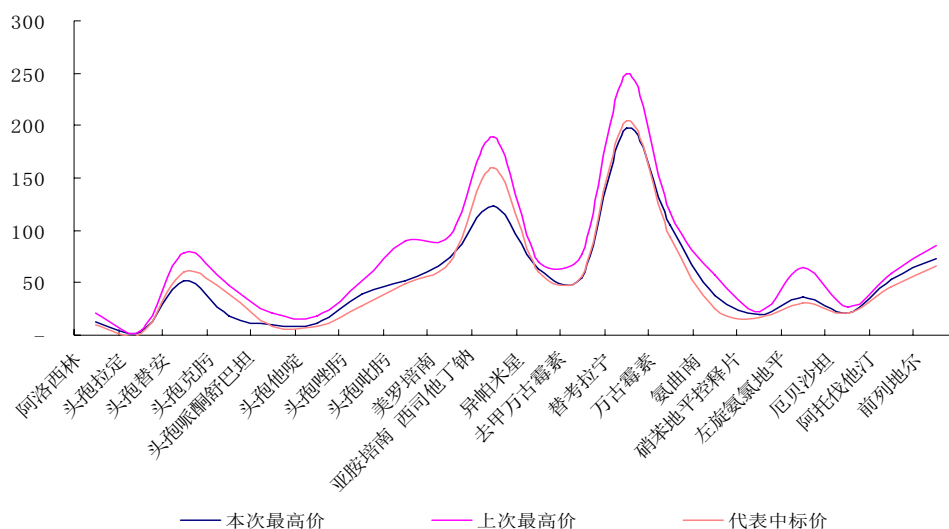
图：本次单独定价药品降价影响的公司数量



资料来源：国家发改委、东方证券研究所

● 统一定价药品降价的分析

统一定价药品的降价对所有生产公司均有影响，但是本次调整的是最高零售价，对行业的影响没有降幅数字表现的严重，另一方面，涉及的上市公司也较少。在此前已进行多次省市级的招标，经过有效的市场竞争，中标价已经低于最高零售价，缓冲了药品最高零售价调整对企业获利能力的影响。

图：代表性药物本次降价后最高零售价、上次最高零售价及代表中标价的比较


资料来源：国家发改委、医药网、东方证券研究所

我们看到大部分药物的市场招标价依然在本次降价后最高零售价之下,这部分药物的降价对企业的实质影响将得到一定的缓冲。

表：部分代表药品调整后最高价格、上次最高价格与中标价比较

产品	剂型	典型规格	本次最高价	上次最高价	降幅	代表中标价	代表地区	招标年份	本次最高价与中标价差异
阿洛西林	注射剂	1g,冻干粉(溶媒结晶粉)	12.90	21.10	-39%	11.68	海南	2009	10%
头孢拉定	注射剂	1g	2.30	3.89	-41%	1.75	湖南	2010	31%
头孢替安	注射剂	1g	51.40	79.00	-35%	60.19	湖南	2010	-15%
头孢克肟	胶囊	100mg*6	17.90	48.00	-63%	38.59	湖南	2010	-54%
头孢哌酮舒巴坦	注射剂	头孢哌酮500mg/舒巴坦500mg	9.80	21.00	-53%	8.00	江苏	2010	23%
头孢他啶	注射剂	1g	11.30	18.00	-37%	8.50	江苏	2010	33%
头孢唑肟	注射剂	1g	38.60	51.80	-26%	28.16	湖南	2010	37%
头孢吡肟	注射剂	1g, 溶媒结晶	52.30	90.00	-42%	48.53	江苏	2010	8%
美罗培南	注射剂	250mg, 冻干	73.90	95.20	-22%	70.00	湖南	2010	6%
亚胺培南	注射剂	亚胺培南500mg/西司他丁	123.00	189.00	-35%	136.98	江苏	2010	-10%
西司他丁钠	注射剂	500mg冻干粉(溶媒结晶粉)	63.00	70.00	-10%	58.40	湖南	2010	8%
异帕米星	注射剂	200mg: 2ml	63.00	70.00	-10%	58.40	湖南	2010	8%
去甲万古霉素	注射剂	400mg, 冻干粉(溶媒结晶粉)	54.00	77.00	-30%	56.48	湖南	2010	-4%
替考拉宁	注射剂	200mg, 冻干粉(溶媒结晶、粉)	198.00	250.00	-21%	205.00	江苏	2010	-3%
万古霉素	注射剂	500mg, 冻干粉(溶媒结晶粉)	105.00	118.00	-11%	93.40	江苏	2010	12%
氨曲南	注射剂	500mg, 溶媒结晶	37.30	57.70	-35%	25.72	江苏	2010	45%
硝苯地平控释片	控释片	30mg*6	19.90	22.60	-12%	16.90	山东	2010	18%
左旋氨氯地平	片剂	2.5mg*14片	36.20	64.40	-44%	30.67	湖南	2010	18%
厄贝沙坦	片剂	150mg*7	21.40	26.69	-20%	20.90	江苏	2010	2%
阿托伐他汀	片剂	20mg*7	53.00	58.80	-10%	46.00	天津	2010	15%
前列地尔	注射剂	5ug: 1ml(脂微球载体, 脂质乳)	72.60	85.50	-15%	65.30	湖南	2010	11%

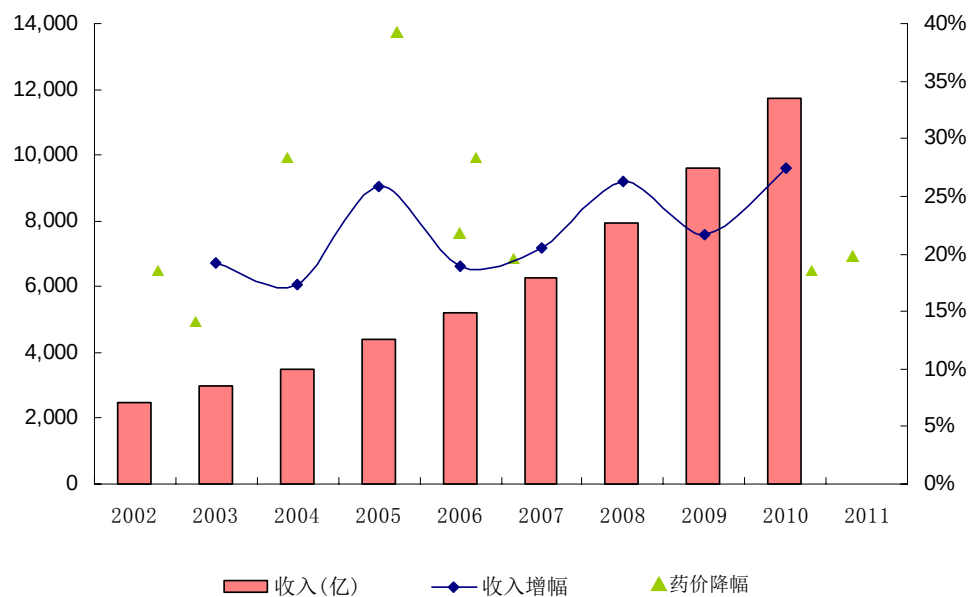
资料来源：国家发改委、医药网、东方证券研究所

● 历次降价，不改行业增长趋势

这次降价是自 1997 年 10 月以来国家发改委第 27 次降低药品价格。距上次降价通知仅 3 个月时间，国家对降低人民医疗成本的决心非常坚决，预计未来降价会成为行业的常态。

但从历史上看，降价并不能够改变医药行业向上的增长趋势；进入新世纪以来市场容量不断扩大，期间虽然有多次降价政策推出，但是对医药生物行业的长期增长没有重大影响。

图 3：近年来部分药品降价分布及行业收入趋势



资料来源：CEIC、东方证券研究所

降价幅度对行业收入增长趋势没有改变，如 2005 年底部分药品降价幅度高达 40%，行业收入增速也高达 29%。而 2006 年增速放缓也并非由于降价，主要是由于国内反商业贿赂的实施。

而且从长远来看，降价政策对于促进行业发展也是一种机会，降价政策迫使企业更重视原创和研发，以取得单独定价的权利从而获得高于市场的利润率。

维持对医药行业看好的投资评级：

综上所述，我们认为医药行业的整体趋势依然向好，政策因素只是短期不确定性因素。目前估值水平已趋于合理。随着政策的逐渐落实和时间的推移，医药板块的投资价值将逐渐体现，下半年医药公司估值有望逐步回升，可逐步配置成品药上市公司。维持恒瑞医药、云南白药、双鹭药业、华东医药、益佰制药的买入投资评级。此外，在受政策影响较小的企业中，特色原料药企业虽然估值暂时不具优势，但从长期趋势角度亦可逐渐关注京新药业、海翔药业、海正药业等受益产业转移的企业。

附图：相关上市公司近期资金流向



资金流向

(截止2011-3-28)



资金流向

(截止2011-3-28)





注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

信息披露

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

根据公开信息披露：截止2010年年报，东证资管持有京新药业（002020.SZ）股票3954466股，占总股本3.89%；

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn