

医药行业二季度投资策略

或将迎来一年中最好的建仓良机

健康护理/医药行业

同步大势

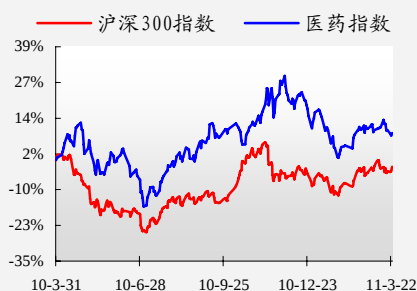
维持评级

发布时间：2011 年 3 月 31 日

投资要点:

- 从行业成长性看:**随着国家基层医疗机构覆盖面的扩大以及政府医疗补助额度的继续提高,今年医药工业整体增幅有望达到 24% 以上,继续保持良好的成长性。
- 从政策面看:**由于 3 月份的药品降价只是系列降价中的一个步骤,接下去,国家发改委还将陆续对医保目录内的其他品种继续降价。国家医改办主任孙志刚在讲话中明确指出,将推行双信封制的药品采购招标机制,即在全国推广“安徽模式”,这意味着药品生产企业在药品招标中将面临着残酷的价格战,实际中标价可能会远低于国家发改委制定的最高零售限价。因此,降价利空政策尚未出尽,市场担忧情绪仍较强烈,影响医药板块上行的不确定性因素仍未消除。
- 从估值上看:**我们预计医药板块在 2011 年的整体利润增速仍有望达到 24% 左右,现价对应的 PE 大约在 33 倍,估值仍旧偏高。考虑到医药板块的长期成长性,以及医药板块估值的历史均值情况,我们认为医药板块 26~30 倍的整体估值是比较合理的价值区间,目前估值已经接近合理区间,再次下跌就是低吸良机。
- 走势判断:**由于医药板块的长期成长性仍旧良好,资金仍会长期看好,我们判断短期内多空双方仍将势均力敌,医药板块仍会呈现弱势震荡盘整的态势。如果降价政策超出预期,或者遇到大盘的系统性风险,医药板块可能再次大幅下跌。若无大幅下跌,震荡盘整的时间可能会相应延长。从时间角度看,二季度有可能迎来一年中最好的建仓良机。
- 投资建议:**建议重点关注四类企业:一是向“大健康”产业进军、抗通胀能力强的品牌中药企业,比如云南白药、东阿阿胶、江中药业等。二是医疗服务类公司,比如通策医疗、爱尔眼科和马应龙等。三是扩张或重组类企业,比如南京医药、华润三九、广州药业、白云山 A 等。四是生物制药类企业,建议关注智飞生物、华兰生物、长春高新等,天士力、健康元、华北制药正在积极开拓生物制药产业,市场对此还未给予应有的重视,建议关注。

走势图



子行业	评级
化学制药	谨慎推荐
医药商业	谨慎推荐
中药	谨慎推荐
医疗器械	推荐
医疗服务	推荐
重要公司	评级
智飞生物	推荐
马应龙	推荐
南京医药	推荐
江中药业	推荐
华润三九	推荐
通策医疗	推荐

分析师: 周思立 联系人: 刘林
执业证书编号: S0550511010003
TEL: (8621)6336 7000-254
FAX: (8621)6337 3209
Email: liulin@nesc.cn
地 址: 上海市延安东路 45 号 20 楼
邮 编: 200002

一、 第一季度医药板块行情回顾	3
1.1 医药板块整体弱势盘整	3
1.2 估值已接近合理价值区间	4
二、 医药产业仍将高速增长	5
2.1 医药工业产值增速将加快	5
2.2 政府医疗补助继续提高	6
2.3 基层医疗服务机构覆盖面扩大	7
三、 药品降价预期仍存	8
四、 各子行业投资机会	9
4.1 公立医院改革给医疗服务板块带来政策性机会	9
4.2 商业流通向“规模化”和“工业化”发展	11
4.3 看好品牌中药企业向“大健康”产业的发展	13
4.4 “专利悬崖”将造就特色原料药企业	14
4.5 医疗器械行业受益三重发展机遇	15
4.6 疫苗产业迎来重大利好	17
4.7 化学制药关注产品创新和营销变革	18
五、 投资建议	19
5.1 行业大势判断	19
5.2 板块与个股	19

一、第一季度医药板块行情回顾

1.1 医药板块整体弱势盘整

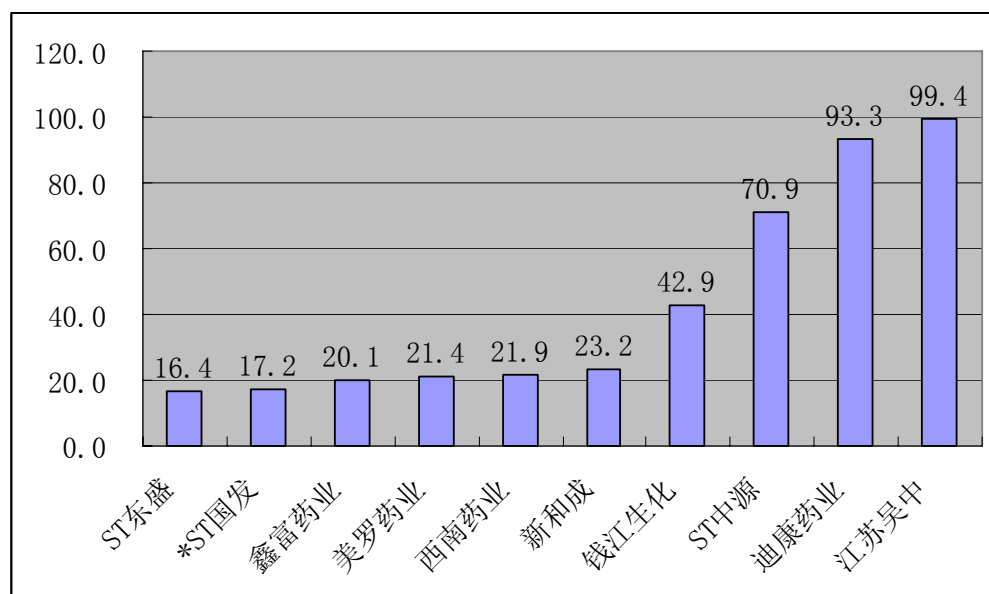
医药板块在 2010 年第一季度呈现盘整下跌的态势，申万医药生物指数从 4842 点开始，期间最高点是 1 月 5 日达到 4935 点，最低点是 1 月 25 日到 4161 点，区间内最大下跌幅度是 15.68%。截至 3 月 30 日收盘，申万医药生物指数达到 4494 点，基本处于一季度的均值点位附近。

从板块热点看，除了概念股、题材股之外，大部分基本面优良的医药股均没有出彩的表现。期间，江苏吴中、海欣股份等“抗癌概念股”在游资的推动下，涨幅居前。另外，受益于工信部限产，维生素类企业涨幅居前。在 3 月份，受到日本地震与核辐射的影响，美罗药业、白云山 A、力生制药在游资炒作下，一度大幅上扬，但消息澄清后，相关概念股的股价迅速回落。

从个股来看，前期上涨幅度较大的优质蓝筹股在一季度下跌幅度较大，而 ST 股、概念股和小盘重组股等涨幅居前，市场弱势特征明显。

从政策面看，3 月份正值两会召开，民生问题尤其是医改受到了两会委员的极大关注。国务院办公厅、国家发改委在一季度陆续颁布了多个医药卫生方面的政策，其中，国家发改委颁布的药品降价政策对于市场的影响最大。该政策的出台，极大地压抑了医药板块的反弹空间。

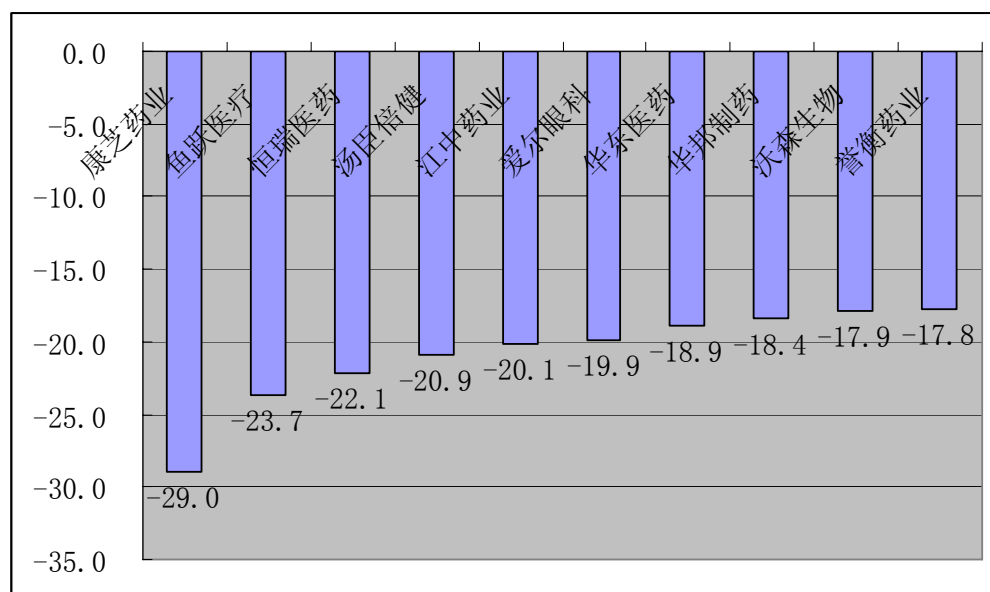
图 1：2011 年第一季度涨最大的十只医药股（单位：%）



资料来源：WIND，东北证券

备注：数据区间日期为 2011 年 1 月 1 日至 3 月 30 日

图 2: 2011 年第一季度跌幅最大的十只医药股 (单位: %)

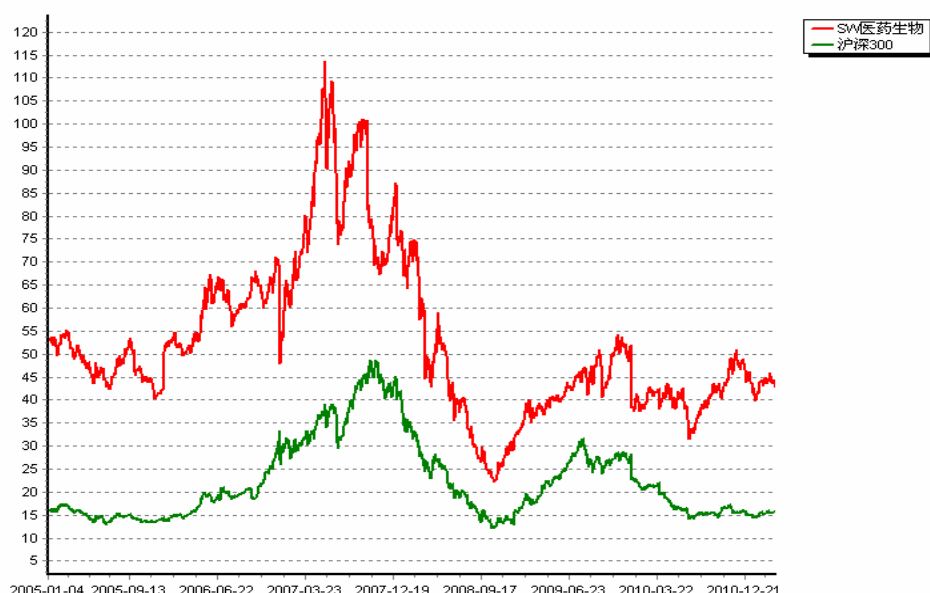


资料来源: WIND, 东北证券

备注: 数据区间日期为 2011 年 1 月 1 日至 3 月 30 日

1.2 估值已接近合理价值区间

图 3: 医药板块历史市盈率比较 (TTM 整体法)

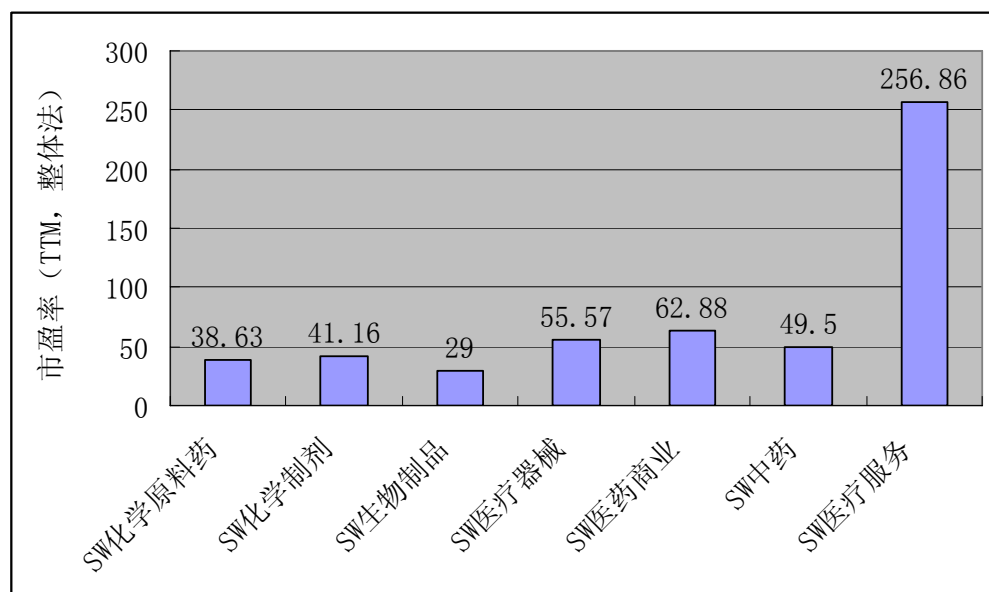


资料来源: WIND, 东北证券

从估值上看，医药板块的市盈率在 41 倍左右，位于历史均值附近；和沪深 300 板块的 PE 相比，二者之间的偏离度略有所缩小，但高于历史平均水平。我们预计医药板块在 2011 年的整体利润增速仍有望达到 24% 左右，对应的 PE 大约在 33 倍，估值仍旧偏高。考虑到医药板块的长期成长性，以及医药板块估值的历史均值情况，我们认为医药板块 26~30 倍的整体估值是比较合理的价值区间，目前估值已经接近合理区间范围，再次下跌就是低吸良机。

从子行业来看，生物制品由于良好的成长性，化解了高估值风险，目前在医药子行业中估值最低，投资价值凸显；申万医疗服务板块若去掉 ST 长信和诚志股份，实际估值在 65 倍左右，估值最高，但若按照行业增速和行业前景来看，仍有较高的投资价值。

图 4：医药板块各子行业估值情况



资料来源：WIND，东北证券

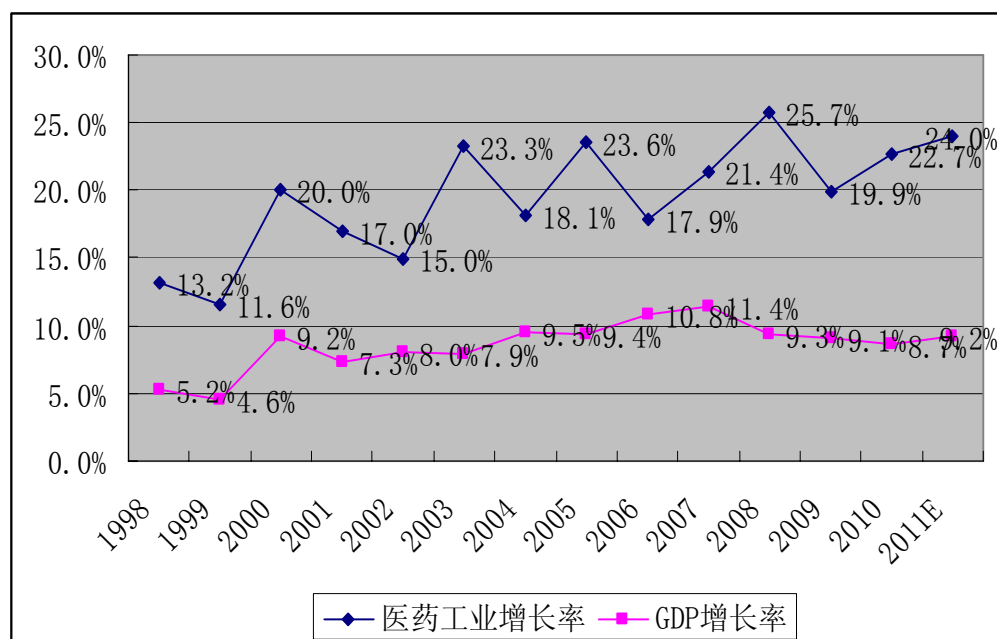
二、医药产业仍将高速增长

2.1 医药工业产值增速将加快

根据国家发改委的预测，在医药新政的推动下，2011 年，中国医药商业销售市场为 8600 亿元，增幅为 23%。其中全国医院用药规模约 5500 亿元，同比增长约 25%；零售市场约为 1950 亿元，同比增长约 16%。2011 年度医药产业总产值可达到 15500 亿元左右，增幅 24%。

从最近十几年的统计数据来看，医药工业总产值增速与 GDP 增速的差距至少在 7 个百分点以上。自 2009 年医改启动以来，医药工业总产值呈现了加速发展的态势，按照 2011 年的预测数据，今年二者增速差距可能在 15% 左右，医药产业表现了良好的成长性。

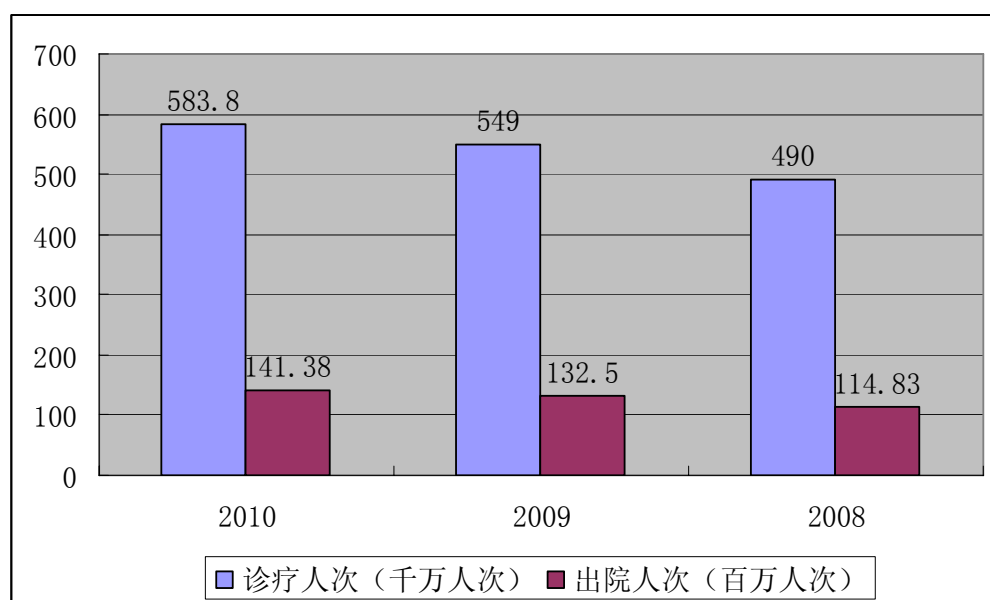
图 5: 医药工业总产值与 GDP 增长率



资料来源: 医药经济报, 东北证券

2.2 政府医疗补助继续提高

图 6: 最近三年我国诊疗和出院人次逐年提升



资料来源: 医药经济报, 东北证券

2010 年, 城镇居民医保和新农合的政府补助标准从每人每年 80 元提高到 120 元, 职工医保、城镇居民医保和新农合政策范围内住院费用报销比例普遍分别提高到 75%、60%和 60%。2011 年, 城镇居民医保和新农合的补助标准将提高到 200 元, 城镇居民医保、新农合政策范围内住院费用报销比例提高到 70%, 最高支付限额不低于 5 万元, 人均基本公共卫生

服务经费标准从 15 元提高到 25 元。

国家医疗补助的持续提高，刺激了人民群众就医保健的热情，最近三年诊疗和住院人次持续上升。根据卫生部的统计数据，2010 年，全国医疗机构总诊疗人次达 58.38 亿人次，比上年增长 6.4%；出院人次达 14,138 万人次，同比增长 6.2%。

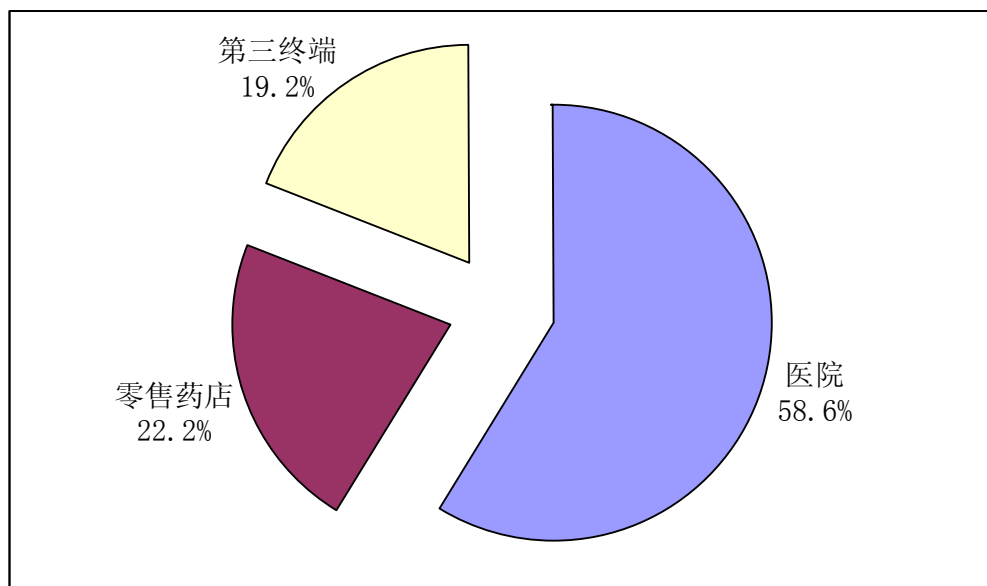
2.3 基层医疗服务机构覆盖面扩大

基本医疗覆盖面进一步扩大，城乡居民基本医保参保人数超过 12.6 亿人，其中，职工医保和城镇居民医保参保人数达到 4.29 亿人，新农合参保人数达到 8.34 亿人。2011 年，职工医保、城镇居民医保、新农合参保（合）率均将提高到 90% 以上。

2009 和 2010 年，中央安排资金共支持了近 1877 个县级医院、5169 个中心乡镇卫生院、2382 个城市社区卫生服务机构和 11250 个边远地区村卫生室建设。2011 年，中央将再支持 300 所以上县级医院的标准化建设，加强其人才、技术、管理、信息化建设，人口数超过 30 万的县 2011 年底前（基本）建成一所二级以上医院，使农村常见病、多发病、危急重症和部分疑难杂症的诊治 90% 以上能在县域内得到基本解决。

随着基层医疗机构数量的增多、医疗水平的提高和新农合覆盖率的继续提升，去基层医疗机构就医的人群也在逐渐增多，国内终端用药市场正在发生较大的改变。根据 SFDA 南方医药经济研究所的数据，2010 年我国三大终端的用药格局为：医院终端占 58.6%，零售药店占 22.2%，社区药店等第三终端为 19.2%。随着医改各项政策的逐渐到位，到 2020 年，三者所占据的份额可能变为 56.0%、17.2%、26.8%，第三终端的市场份额将大大提高。

图 7：2010 年我国终端用药市场格局



资料来源：SFDA 南方医药经济研究所，东北证券

三、药品降价预期仍存

药品价格的相关政策是压抑医药板块上行的主要因素之一。从去年6月份市场盛传国家发改委即将进行药品价格调查开始，医药板块便对药品降价相关信息超级敏感。接下去，国家发改委还会对医保目录的其他药品继续降价，但短期内开展国家基本药物的新一轮降价的可能性较小。由下图可以看出，随着药品降价政策的接连落地，市场对于药价调整的紧张情绪在逐渐缓解。

图 8：药品降价影响效应递减



资料来源：东北证券

从2010年12月份开始的药品降价政策是国家发改委新一轮调价周期的开始，接下去国家发改委还将针对常见病、慢性病和多发病药物开展一系列的价格调整。用量大、单日费用高的药品将是调价的重点。

国务院医改办主任、国家发改委副主任孙志刚近期在“2011年全国深化医药卫生体制改革工作会议上的汇报讲话”中明确指出：2011年将在所有政府办基层医疗卫生机构实施国家基本药物制度，实行零差率销售，国家基本药物要实行以省为单位、量价挂钩、招采合一、双信封制等新的招标采购制度。这意味着“安徽模式”将在全国全面推广。

因此，市场对于药品降价的预期仍将存在，在相当一段时间内，仍将压抑医药板块的上行，若药价调整幅度较大，还有引发新一轮大幅调整的可能。

表 1: 近期药品降价信息对于医药板块的影响

时间	事件	影响
2010 年 6 月	国家发改委开展药品出厂价调查	SW 医药指数累计最大跌幅近 30%，调整时间超过 1 月，随后展开了一波凌厉的上涨。
2010 年 11 月 30 日	国家发改委决定从 2010 年 12 月 12 日起，降低头孢曲松等部分单独定价药品的最高零售限价，涉及抗生素、心脑血管等 17 大类药品，价格平均降幅达 19%，每年降低药品支出近 20 亿元。	SW 医药指数从 2010 年 11 月 29 日的最高 5410.65 一路下跌至 2011 年 1 月 25 日的最低 4161.21 点，最大跌幅达 23.09%
2010 年 12 月 9 日	国务院办公厅发布了“建立和规范政府办基层医疗机构基本药物采购机制的指导意见”。	
2011 年 3 月 7 日	国家发改委决定从 3 月 28 日起降低部分抗生素和循环系统药物的最高零售限价，包括单独定价药物和统一定价药物，共涉及 162 个品种，1300 个剂型规格，价格平均降幅达 21%，每年可降低药品支出仅 100 亿元。	截至 2011 年 3 月 30 日，SW 医药板块仅呈现小幅震荡下跌。
2011 年 3 月 14 日	国家发改委、监察部、卫生部、国务院纠风办、国家中医药管理局和解放军总后勤部等六部门联合发布“关于发布关于开展全国医药卫生服务价格大检查的通知”，重点检查药品最高零售价、基本药物零差率、检查检验、医疗服务等价格与收费执行情况。	
2011 年 3 月 23 日	国家发改委发布“关于孙志刚同志在 2011 年全国深化医药卫生体制改革工作会议上的汇报讲话”。	

资料来源：东北证券

四、各子行业投资机会

4.1 公立医院改革给医疗服务板块带来政策性机会

公立医院改革是医改的难点，国家从 2009 年医改启动开始，就陆续颁布了一系列的针对公立医院改革的文件。今年 3 月 7 日，国务院办公厅又颁布了《2011 年公立医院改革试点工作安排》，大力推动试点城市在“管办分开、政事分开、医药分开、营利性和非营利性分开”等重大体制机制综合改革方面积极探索，以期形成公立医院改革的基本路子。

其中，县级医院是今年改革的重点。县级医院数量多，覆盖了近9亿人口，改革的迫切性较强。县级医院的服务水平相对城市大医院较低，但又具有一定的基础，提升起来相对容易。县级医院介于城市大医院和基层医疗机构之间，具有承上启下的作用，一旦试点成功，具有相当的借鉴意义。

国务院还明确提出要加快形成多元化办医的格局，给非公立医疗机构留出合理发展空间。今年2月份，广东省卫生厅批准东莞康华医院为三甲医院，这是全国首家民营三甲医院，标志着民营医院也能获得与公立医院同等的待遇。

表 2: 近年颁布的公立医院改革相关文件

发布时间	颁布部门	颁布文件	简要点评
2010 年 2 月 21 日	卫生部、中央编办、国务院发展改革委、财政部、人力资源社会保障部	《关于公立医院改革试点的指导意见》	引导社会资本进入医疗服务领域；改革以药补医机制，并选取了 16 个试点城市，将对我国医疗体制产生深远的影响。
2010 年 12 月 3 日	国家发改委、卫生部、财政部、商务部、人力资源社会保障部	联合发布《关于进一步鼓励和引导社会资本举办医疗机构的意见》	共提出 11 项优惠措施，民营医疗服务机构将得到更加快速的发展。
2010 年 12 月 29 日	卫生部和商务部	《香港和澳门服务提供者在内地设立独资医院管理暂行办法》	有助于促进港澳投资者在内地投资设立医疗机构，促进内地医疗机构竞争机制的形成
2010 年 12 月 29 日	卫生部和商务部	《台湾服务提供者在大陆设立独资医院管理暂行办法》	有助于促进台湾投资者在内地投资设立医疗机构，促进内地医疗机构竞争机制的形成
2011 年 3 月 7 日	国务院办公厅	《2011 年公立医院改革试点工作安排》	中央今年再支持 300 所以上县级医院（含中医医院）标准化建设，把县级医院作为公立医院改革的突破口，落点明确，公立医院改革有望加速推进。

资料来源：东北证券

国家将会重点引导儿科、妇产、精神卫生、传染病防控、老年护理、康复等领域的发展，而目前国内的社会资本举办的医疗机构大多集中在妇婴、口腔、眼科、肛肠等专科服务领域，很多领域还没有进入，发展空间很大。随着“医药分开”的推进，部分地区的补偿若不能及时到位，有可能造成公立医院人才的流失。民营医院机制灵活、待遇优厚，一旦在税收、人才引进、科研等领域获得同等的待遇，有望逐渐补上人才的短板。

A 股上市公司中，我们看好爱尔眼科、通策医疗、马应龙和复星医药分别在眼科、口腔、肛肠和高端医疗服务领域的发展，其中通策医疗和马应龙还处于连锁经营的起步期，今年有望加速外延式拓展。

表 3: 拥有医疗服务机构的 A 股上市公司

公司代码	公司名称	医疗服务领域的发展情况
600763	通策医疗	口腔医疗服务连锁机构，包括杭州口腔医院、昆明口腔医院、

宁波口腔医院等 12 家医疗机构。

300015	爱尔眼科	眼科医疗服务连锁机构，在全国 19 个省区共有 32 家连锁机构。
600993	马应龙	肛肠诊疗服务连锁机构，包括武汉、北京、南京等连锁医院。
600196	复星医药	2010 年收购了美中互利公司，其高端医疗服务品牌“和睦家”医院及诊所已经覆盖北京、上海和广州。未来有可能入股上海国际医院。
000919	金陵药业	持有南京鼓楼医院集团宿迁人民医院有限公司 63% 股权，2010 年宿迁人民医院收入 3.99 亿元，净利润 7887 万元。
00999	华润三九	拥有三九脑科医院，公司医疗服务板块的 2010 年营收为 2.03 亿元，毛利近 5000 万元。
600518	康美药业	普宁康美中医院，还在建设中。
002004	华邦制药	公司于 2010 年 10 月投资 6001 万元参与贵阳利美康医疗机构的重组整合，利美康美容整形业务规模为贵州省第一。
600594	益佰制药	灌南县人民医院，2010 年上半年实现净利润 - 314.20 万元。
600829	三精制药	包括黑龙江三精女子专科医院和黑龙江三精肾脏病专科医院，营收占比较少。
000990	诚志股份	拥有三甲综合性医院丹东第一医院和体检中心，医疗服务产业目前还处于亏损状态。

资料来源：东北证券

4.2 商业流通向“规模化”和“工业化”发展

商务部的“十二五”医药流通行业发展规划即将出台，我国在“十二五”期间将鼓励医药流通企业兼并重组，重点培育 1~3 家年销售额过千亿元的全国性医药流通龙头企业，20 家年销售额过百亿元的区域性医药流通龙头企业，连锁药店占全部零售门店的数量提高到三分之二以上，彻底解决医药流通领域行业集中度不高的问题。2009 年，我国医药流通的市场规模为 7171 亿元，到“十二五”末，有望达到 9000 亿元的市场规模。

截至 2009 年末，我国医药批发企业多达 1.3 万家，药品零售连锁企业 2130 家，其中 95% 的企业仅占了不到 15% 的市场份额。美国的药品销售额约占了全球的 40%，但医药批发企业仅有 75 家，德国前三家医药批发企业占到市场份额的 60% 以上。我国医药流通企业大多数经营规模小，不规范经营和恶性竞争现象时有发生，与之相应的是，行业整体利润率一路走低，目前整个行业的净利润甚至低于 1%，远低于发达国家的利润水平。

面对较低的利润率和激烈的竞争，国内商业流通企业两手准备，一方面是华润、国药和上药等龙头企业利用资本和规模优势，频频收购，加强市场话语权；另一方面积极向毛利更高的工业领域拓展，力图实现产业链上下游一体化。

表 4：华润、国药和上药近年的主要整合与并购事件

三大集团	近年的主要整合与并购事件
华润医药	2011 年 3 月重组山西康兴源药业有限公司，拟投资 15 亿元打造医药产业基地。
	2010 年 4 月整合北药集团，成为华润医药的整合平台。
	2010 年 9 月，成立长春市北医销售集团有限公司

	2010 年 11 月, 华润北药 10 亿元收购苏州礼安医药有限公司 65% 股权。
	2010 年 11 月, 华润北药 5 亿元控股山东北药中信医药有限公司 95% 股权
国药集团	2008 年 5 月, 重组新疆药业集团。
	2008 年 11 月, 控股天药集团旗下的太平集团。
	2009 年 6 月, 与河南省政府签署战略合作协议, 重组郑州医药股份有限公司。
	2009 年 9 月, 重组中生集团
	2010 年 4 月, 重组上海医药工业研究院
	2010 年 4 月, 重组山西威奇达药业, 进入抗生素领域。
	2010 年 4 月, 重组大连美罗药业旗下的医药商业资产。
	2010 年 8 月, 重组曾在重庆民营连锁药房中排名第四位的重庆昌野药业。
	2010 年 9 月, 与深圳市政府签署战略合作协议。
	2010 年 10 月, 与湖北省政府签订战略合作协议。
	2010 年 10 月, 整体并购中国出国人员服务总公司。
	2010 年 11 月, 收购南京国盛药业。
	2010 年 11 月, 重组黑龙江龙卫同新医药公司, 成立国药控股黑龙江有限公司。
	2010 年 12 月, 国药集团与陕西省榆林市政府签署协议, 重组榆林市药材医药公司, 共同合作组建新的国药控股榆林有限公司。
	2011 年 1 月, 投资 8 亿元与山西医药集团共同组建国药集团山西公司。
上海医药	2010 年 2 月以 765 万元收购苏州上药供应链有限公司 51% 股权
	2010 年 4 月以 1783 万元收购山东上药商联药业有限公司 60% 股权
	2010 年 4 月以 3830 万元收购宁波医药股份有限公司 12.56% 股权
	2010 年 6 月以 1.41 亿元收购广州中山医药有限公司 51% 股权
	2010 年 7 月以 7846 万元收购福建省医药有限公司 49% 股权
	2010 年 9 月以 18.17 亿元收购上海医药分销控股有限公司 100% 股权
	2010 年 11 月以 2 亿元收购北京上药爱心伟业医药有限公司 52.24% 股权
	2010 年 12 月以 6984 万元收购上海余天成医药有限公司 51% 股权
	2010 年 12 月以 1.5 亿元收购浙江台州医药有限公司 53% 股权
	2011 年 1 月以 23.28 亿元收购中信医药 65.24% 股权

资料来源: 东北证券

区域性医药商业流通企业缺少全国布局的实力, 在工业领域有更强烈的做大做强的愿望。其中, 南京医药独辟蹊径, 在加强南京同仁堂品牌建设的基础上, 积极向上游中药材资源拓展, 目前已经在全国布局, 并试图引领中药材电子交易市场的发展, 紧追康美药业的架势已跃然纸上。国内最大的医药商业零售连锁企业九州通, 也在加强医药工业的建设, 与劲牌的合作虽只是初步尝试, 但也是大手笔的强强联合。

表 5: 区域性医药商业龙头在工业领域的拓展

公司名称	事件	点评
南京医药	2011 年 2 月, 与四川雅安市达成战略合作协议, 南京医药将投资 2 亿元兴建中药材 GAP 基地和中药交易市场, 并共建川渝药事服务示范区。	公司目前已经在东北、西南、西北、华东等地布局中药材基地, 并筹划建立电子交易的平台, 试图引领国内中药材的交

	2010 年 11 月，联手辽宁西丰县共建东北中药材基地。	易。南京同仁堂为老牌中药企业，一旦激活，将获得巨大的品牌效应，看好公司在中药领域的拓展。南京医药的重组预期将是该股最大的看点。
	2009 年 10 月，投资设立南京同仁堂黄山精制药有限公司。	
	2008 年 11 月，控股新疆生产建设兵团医药有限责任公司。	
	2008 年 5 月，成立南京同仁堂洪泽中药材科技有限公司。	
英特集团	2011 年 1 月，以 1465 万元投资海斯医药 49% 股权	公司在商业领域的并购，有助于加强公司在浙江省的龙头优势。公司在尝试进入中药领域，但规模较小，也缺少先天优势，短期还难见效益。
	2010 年 12 月，宁波英特药业的注册资本增加 3000 万元，以提升仓储物流能力。	
	2010 年 12 月，英特药业出资 3278 万元，将英凯物业改造为中药产业平台。	
	2010 年 7 月，以 2990 万元投资温州市医药控股有限公司 51% 股权。	
九州通	2011 年 1 月，投资 6000 万元与劲牌有限公司合资成立湖北九州通中药产业发展有限公司，主营中药材种植、加工及中药保健品。	借助于优势品牌，有望实现品牌 and 资源的强强联合。
广药集团	推进“大南药”战略，加强内部整合，加快中药材 GAP 基地建设。	广药工业基础良好，在医药商业难以全国拓展的情况下，“大健康”产业成为未来发展的引擎。
一致药业	坚持分销商业和制药工业协同发展，打造工业一体化产业链。	作为国药集团的南方基地，工商业发展前景俱好。

资料来源：东北证券

4.3 看好品牌中药企业向“大健康”产业的发展

根据国家发改委的数据，2010 年，中药产业全年实现工业产值 3172 亿元，同比增长 29.5%，增速比上年同期上升了 5 个百分点；全行业累计实现利润总额近 300 亿元，同比增长 33%。产值和利润增速均超过医药行业平均增速，体现了良好的成长性。

2011 年，中药行业也面临着利润增速下滑的风险。通胀的加剧、游资的炒作、气候的变化、人力成本的上升等因素，导致上游中药材和原辅材料的价格明显上升，由于库存的因素，这些上升的成本将在今年开始明显体现；新版 GMP 对于无菌制剂的要求大幅提升，这又将增加中药制剂企业的生产线改造成本；国家在 3 月份已经出台抗生素、心血管药物等化学药品的降价政策，接下去，部分中药甚至中药独家品种也将面临着药价下调的风险。

在成本上升和药价下调的双重打压下，利润增速必将放缓，中药企业的整体估值也将下移。云南白药在日化用品领域的成功，启发了传统中药企业的发展思路，很多传统品牌中药企业也纷纷向“大健康”产业发展，尤其是向技术门槛低、不受价格调控限制的保健品、食品、化妆品、日化用品等领域拓展。

我们认为保健品、化妆品、日化用品等消费类产品技术门槛低、竞争激烈，且营销模式和药品有很大的差别，我们不一味看好所有企业在消费领域的拓展。相对来说，我们更看好

具有品牌移植能力和具有优秀的营销策划团队的公司。

我们认为云南白药、东阿阿胶和同仁堂的消费属性将进一步增强，品牌价值会稳步提升。江中药业在高端保健品领域的拓展，天士力在生物制品领域的发展，都具有良好的市场前景。马应龙和广州药业在“大健康”领域的发展规模还不小，利润贡献度较低，但都具有较强的品牌移植能力，值得长期关注。

表 6：传统中药企业在“大健康”产业的发展

公司名称	核心产品	“大健康”产品线	简要点评
云南白药	云南白药酊、气雾剂等	牙膏、洗护发液、理肤液等日化用品	功效的自然延伸，成熟一个推广一个，看好公司在日化用品领域的推广能力
中恒集团	注射用血栓通	双钱牌龟苓膏等健康食品	把区域传统品牌向全国推广，面临食用习惯和口味等困难
马应龙	痔疮膏	马应龙八宝眼霜、护理用品连锁店	看好眼霜产品在网络营销和口碑营销方面的尝试
东阿阿胶	阿胶	阿胶产品向保健食品和食品方向发展	掌控上游资源，具有品牌优势，抗通胀的良好品种
康恩贝	前列康、天保宁、金奥康	蜂王浆类以及贝贝系列儿童保健食品	品牌移植能力不强，规模较小，效益不明显，
紫鑫药业	活血通脉片、四妙丸等	人参的深加工和精加工	具有上游资源到下游产品，看好人参产业的发展
天士力	复方丹参滴丸	流感疫苗和重组人尿激酶原等生物制品	看好公司在生物制药领域的发展
同仁堂	乌鸡白凤丸等传统中药	保健食品、食品、化妆品等	看好其高端保健品的发展
片仔癀	片仔癀	片仔癀系列药妆、日化用品、保健品	产品线过长，缺少优质的消费品策划人和营销队伍
江中药业	健胃消食片、草珊瑚含片	初元和参灵草等	看好其保健品领域的发展，参灵草要加强上游资源掌控
广州药业	消渴丸、华佗再造丸等	王老吉、生物疫苗等	王老吉品牌之争还有不确定性，疫苗等生物制品短期不能贡献利润，看好管理层的造势能力和丰富的中药产品

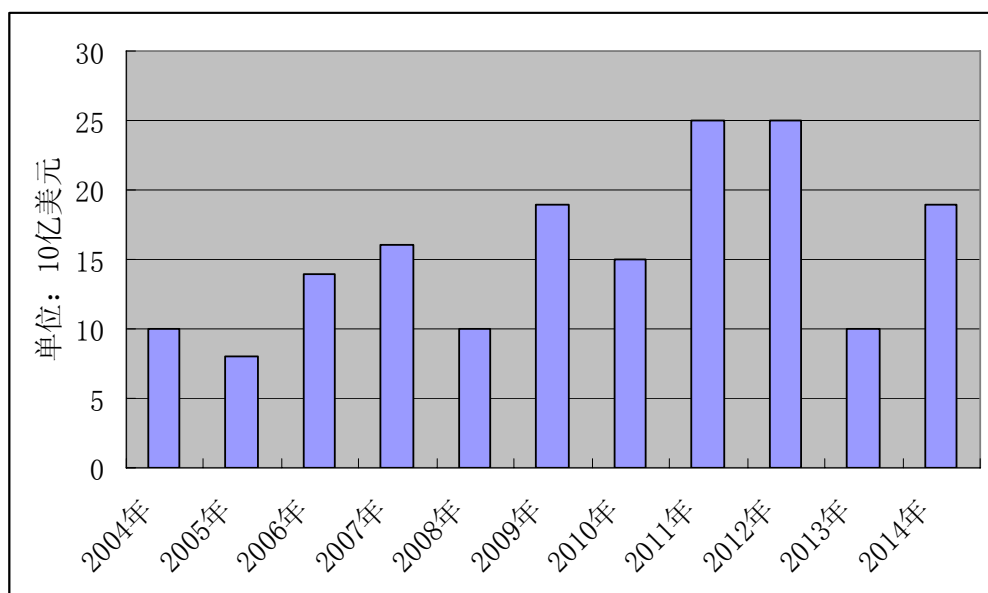
资料来源：东北证券

4.4 “专利悬崖”将造就特色原料药企业

根据不完全统计，2011~2015 年，全球将有价值 770 亿美元的专利药到期，未来 10 年，美国新医改将消耗约一万亿美金的药物，其中绝大部分是价格低廉的仿制药物。例如，美国辉瑞公司的降胆固醇药物立普妥 2010 年的销售额高居全球畅销药首位，高达 118 亿美元，但立普妥的专利保护将于今年 11 月底到期，估计届时将出现量增价跌的局面。

2010 年全球前 20 强畅销药物中，未来两年即将专利到期的产品还有：赛诺菲-安万特公司的波立维（氯吡格雷，2011 年）和 Lovenox（依诺肝素钠，2012 年）、葛兰素史克的舒利迭（沙美特罗替卡松，2011 年）、阿斯利康的思瑞康（富马酸喹硫平，2011 年）和可定（瑞舒伐他汀，2012 年）、礼来的再普乐（奥氮平，2011 年）以及默克的顺尔宁（孟鲁司特钠，2012 年）。

图 9：2004 - 2014 年全球仿制药市场变化趋势



资料来源：医药经济报，东北证券

专利药过期会导致仿制药的需求大增，但我国仿制药企业在欧美发达市场抢首仿的准备还不够充分，再加上国内外销售通路的差异，因此短期内还很难实现自主品牌的仿制药大规模出口海外。在这波专利过期潮中，我国制药企业将在两方面受益，一方面是相关原料药的需求大增，另一方面是制剂药的委托加工订单大增。中国的制药企业曾尝过甜头。例如，曾经的畅销专利药辛伐他汀的年销售额达到过 70 亿美元，2006 年在美国的专利到期后，海正药业抓住机遇，收入当年就翻倍，利润大涨 200% 以上。随着“专利悬崖”的临近，相关特色原料药生产企业有望获得巨额海外订单。

国内特色原料药企业除了受益于原料药订单增加的机遇外，还在图谋产业升级，制剂出口的步伐正在加快，建议重点关注以下企业：肝素原料生产企业千红制药，与山德士签订战略合作协议的华海药业，非公开增发图谋制剂出口的海翔药业、京新药业和海正药业。

4.5 医疗器械行业受益三重发展机遇

国家鼓励医疗器械本地化政策进一步推动了行业的发展。根据国家发改委的数据，2010 年，我国医疗器械行业全年实现工业产值 1143 亿元，同比增长 18.7%，增速比上年同期上升了 5 个百分点；全年累计实现利润总额近 115 亿元，同比增长 20% 左右；累计完成固定资产投资 200 多亿元，同比增长 50% 左右，是医药产业中同比增幅最大的行业。

中国医疗器械产业规模小、企业多、行业集中度低、技术水平落后，但危中有机，在国家政策的大力扶持下，国内医疗器械产业未来将迎来三重发展机遇。

机遇一：医疗器械国产化

在核磁共振成像装置、CT、血管造影设备等高端医疗器械产品领域，GE、飞利浦、西门子等外资企业占据垄断优势。今年3月起，国家六部委将开展全国医药卫生服务价格的大检查，由于大型医用设备的检查价格是按照不盈利原则确定的，这将在一定程度上抑制部分医院盲目采购外资高价医疗设备的冲动。

外资品牌的高端医疗设备价格高昂，医院引进的成本较高，因而所收取的检查费用也较高，这也是“看病贵”的主要原因之一。要降低检查检验等医疗服务的费用，就迫切需要实现主要医疗设备和耗材的国产化。在《加快医药行业结构调整的指导意见》中，国务院相关部门明确提出：在医疗器械领域，针对临床需求大、应用面广的医学影像、放射治疗、微创介入、外科植入、体外诊断试剂等产品，推进核心部件、关键技术的国产化，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1000万的先进医疗设备。

事实上，随着多年的技术积累和品牌发展，我国部分医疗设备企业也初步具备了和外企同台竞技的实力，比如国内已经有深圳迈瑞、万东医疗、乐普医疗、新华医疗等公司在发展高端医疗器械产品，科华生物研发的生化分析仪也在日益完善中。

机遇二：基层医疗机构的发展促进市场需求的增加

我国医疗机构的整体装备水平还很低，且分布很不均匀，城市大医院和基层医疗机构间的装备水平差距巨大。相比于城市医院，基层医疗机构的设备紧缺，且大多为淘汰落后设备，急需更新和补充。医改的重点就是要加强基层医疗保障能力，今年是医改的最后一年，国家将在前两年的基础上，将加快基层医疗机构的建设，提高基层医疗机构的诊疗能力，这意味着基层医疗设备的需求仍将很旺盛。

基层医疗机构的建设由于是国家买单，基层所需的医疗设备和耗材很可能也会采取政府统一招标采购的方式。基层医疗机构对于价格的敏感度更高，相比外资企业，国内企业更具有价格优势和渠道优势。我们认为，A股大部分医疗器械上市公司均会受益基层医疗机构需求的扩容。

机遇三：新版GMP的正式施行

国家食品药品监督管理局在今年2月份正式发布新版GMP规范，要求自2011年3月1日起，新建药品生产企业、药品生产企业新建（改、扩建）车间应符合新版药品GMP的要求。现有药品生产企业将给予不超过5年的过渡期，并依据产品风险程度，按类别分阶段达到新版药品GMP的要求。这就要求制药企业投入巨资新建或改造医药生产线，对于灭菌装备、冻干机等的需求将大增，新华医疗、东富龙等制药装备龙头企业将大大受益。

表 7：A 股主要医疗器械公司

公司名称	主要产品和服务	点评
新华医疗	灭菌器、X射线机、放射治疗机、医疗工程	受益基层扩容和新版GMP需求增加，医疗工程概念渐受市场重视
万东医疗	X光机、血管介入治疗装备、DR、MRI磁共振成像设备等高端医疗影像设备	与上海医疗器械集团的整合仍是最大的看点
阳普医疗	真空采血管	下半年产能释放，业绩将加速增长
鱼跃医疗	听诊器、轮椅、制氧机、血压计等	产品线日益丰富，渠道日益完善，品牌优势逐渐显现，值得长期关注
乐普医疗	冠状动脉介入医疗器械	研发实力雄厚，外延式并购稳步推进，

		逐步打通心血管诊疗领域的全产业链
九安医疗	电子血压计、血糖仪	血糖仪在国内的销售进展缓慢，与苹果的合作是看点之一
尚荣医疗	医院洁净手术室工程总包服务	是 A 股唯一以医院洁净手术室工程承包为主业的上市公司，受益于基础医疗机构的扩容，但由于技术门槛低，业绩波动性较大，目前估值已充分反映预期。
宏达高科	B 超、彩超	受益基层医疗需求的扩容，今年彩超业务将放量增长
东富龙	冻干机	受益于新版 GMP 的颁布，但估值已基本反映预期
科华生物	生化分析仪、采血管、检验试剂	生化分析仪制造工艺与外企还有差距，受益于基层医疗的扩容
达安基因	PCR 试剂	受益于基层医疗的扩容，临检中心是看点之一，但 PCR 试剂市场空间相对较小
海南海药	人工耳蜗	人工耳蜗可能于今年下半年上市销售，但市场已经给予较高预期
仙琚制药	心脏起搏器	正在等待 SFDA 的批文，一旦获批，估值有望提高

资料来源：东北证券

4.6 疫苗产业迎来重大利好

2011 年 3 月 1 日，我国疫苗监管体系正式通过世界卫生组织的评估，成为全世界第 36 个通过该评估的国家。这意味着中国的疫苗生产企业今后可以申请世界卫生组织的特定产品预认证，并通过联合国采购单位将疫苗供应到其他国家。

很多贫穷国家没有疫苗生产能力，需要由联合国机构采购供应。据世界卫生组织专家介绍，目前全球有 84 个国家个地区完全依赖联合国供应疫苗，还有 65 个国家和地区需要 WHO 提供疫苗采购方面的帮助。随着这些国家人口的增加，疫苗需求量也在逐年增加。根据医药经济报，2008 年，联合国儿童基金会在全球采购了 26 亿支疫苗，价值达 6.33 亿美元；2009 年采购了 29.9 亿支，总价值达到 8.06 亿美元。

根据 SFDA 南方医药经济研究所，我国现有疫苗生产企业 36 家，能够生产预防 27 种疾病的 49 种疫苗，年生产能力近 10 亿剂，产能已经位居世界前列。我国在国际疫苗市场的市场份额还很小，但在稳步增长，据中国医药保健品进出口商会统计数据估算，2010 年我国人用疫苗出口额约为 2600 万美元，比 2009 年增加 600 多万美元。

随着生产国上市许可的通过，我国疫苗生产企业将可以申请 WHO 的预认证。我国企业的疫苗产品在国际上具有价格优势，以麻腮风联合疫苗为例，美国 CDC 的采购价为 18.637 美元/支，而国内的出厂价最高仅为 20.8 元/支。我国疫苗企业一旦能通过 WHO 的产品认证，必将能凭借价格优势，获取较大的国际疫苗采购订单。

疫苗生产企业申请世界卫生组织预认证的周期是 2 年左右，因此中国疫苗的大规模出口还有待时日。国内不少疫苗生产企业已经在筹备预认证事宜，成都生物制品所的 23 价肺炎球菌多糖疫苗、科兴生物的流感疫苗等疫苗产品都在争取率先通过世界卫生组织的预认证。今

年3月1日,“WHO疫苗预认证申报程序(PQ)培训班”在北京召开,沃森生物、科兴生物、华兰生物、天坛生物等国内36家疫苗生产企业悉数到场,充分体现了国内疫苗生产企业对此的重视。

表 8: 具有疫苗产品的 A 股相关公司

公司名称	主要疫苗产品	生产疫苗的相关子公司
天坛生物	甲型 H1N1 流感疫苗、水痘疫苗、流感疫苗、乙脑疫苗、乙肝疫苗、黄热毒灭活疫苗、A 群脑膜炎疫苗、吸附破伤风疫苗、白破疫苗、麻疹疫苗、风疹疫苗、伤寒疫苗、脊髓灰质炎疫苗、吸附无细胞百白破疫苗、麻腮风疫苗等 15 种。	北京天坛生物制品有限公司
沃森生物	Hib, 冻干 AC 群脑膜炎球菌结合疫苗	云南沃森生物技术股份有限公司
智飞生物	ACYW135 群脑膜炎球菌多糖疫苗, 未来三年将有 AC 群脑膜炎球菌结合疫苗、Hib 疫苗、A 群 C 群脑膜炎 Hib 三联疫苗上市	北京绿竹生物制药有限公司
华兰生物	重组乙肝疫苗(汉逊酵母)、流感病毒裂解疫苗、甲型 H1N1 流感病毒裂解疫苗、ACYW135 群脑膜炎球菌多糖疫苗	华兰生物疫苗股份有限公司
长春高新	人用狂犬病疫苗、水痘疫苗, 另有艾滋病预防性和治疗性疫苗在研发中	吉林迈丰生物科技有限公司、长春百克生物科技有限公司
辽宁成大	乙脑疫苗、人用狂犬病疫苗	辽宁成大生物股份有限公司
广州药业	人用狂犬病疫苗, 另有治疗性乙肝疫苗在研	广州诺诚生物制品股份有限公司
上海医药	乙肝疫苗(酵母)	深圳康泰生物制品股份有限公司
亚泰集团	人用狂犬病疫苗(地鼠肾细胞)	吉林亚泰生物药业股份有限公司
海王生物	流感亚单位疫苗(待产)	深圳海王英特龙生物技术股份有限公司
天士力	流感亚单位疫苗(待产)	天士力金纳生物技术(天津)有限公司
岳阳兴长	胃病疫苗(待产)	重庆康卫生物科技股份有限公司
星湖科技	人用狂犬病疫苗(在研)	安泽康(北京)生物科技有限公司
重庆啤酒	治疗用乙肝疫苗(在研)	重庆佳辰生物工程有限公司
华北制药	重组乙肝疫苗(CHO 细胞)	华北制药金坦生物股份有限公司

资料来源: 东北证券

4.7 化学制药关注产品创新和营销变革

在国家的系列降价政策中, 化学制药首当其冲, 遭受打击最大, 普药生产企业在今年将普遍面临增量不增收的窘境。国家鼓励创新的态度依旧, 普药的大幅降价也将倒逼医药企业

加大对于研发的投入，创新型企业仍将获得市场的青睐。我国化学制药企业创新能力普遍薄弱，新型分子结构药物的创新难度大、投入高、时间长，目前我国仅有恒瑞医药等少数企业在开展创新制剂的研发，抢首仿、新剂型开发等仍是我国化药企业最主要的新药开发模式。恒瑞医药是国内新药开发企业中的佼佼者，目前有 10 个以上的国家一类新药处于不同的研发阶段，经过前期的大幅下跌，风险得到有效释放，建议关注；现代制药、海正药业、哈药股份、誉衡药业均具有较好的研发品种，均值得给予一定的关注。

普药企业的激烈竞争必然孕育着营销渠道的变革，善于转变营销思路，及时进行营销创新的企业有望在竞争中取得有利地位。我们认为随着国家对基层医疗机构建设力度的加大，卫生室、社区医疗服务中心等第三终端的用药市场份额将增加，建议关注在第三终端领域有优势的康芝药业。

五、投资建议

5.1 行业大势判断

从行业基本面看：由于库存的原因，医药制造企业将于今年开始大规模使用去年价格大幅上涨的上游原辅材料，新版 GMP 和新版药典的正式施行、环保标准的趋于严格、人工费用的继续上涨，都将加剧医药企业的成本压力。由于基数的原因，行业利润增速放缓将在下半年甚至是半年报中就开始明显体现。

从行业成长性看：随着国家基层医疗机构覆盖面的扩大以及政府医疗补助额度的继续提高，今年医药工业整体增幅有望达到 24% 以上，继续保持良好的成长性。

从政策面看：由于 3 月份的药品降价只是系列降价中的一个步骤，接下去，国家发改委还将陆续对医保目录内的其他品种继续降价。国家医改办主任孙志刚在 3 月份的讲话中明确指出，将推行双信封制的药品采购招标机制，即在全国推广“安徽模式”，这意味着药品生产企业在药品招标中将面临着残酷的价格战，实际中标价可能会远低于国家发改委制定的最高零售限价。因此，降价利空政策尚未出尽，市场担忧情绪仍较强烈，影响医药板块上行的不确定性因素仍未消除。

从估值上看：我们预计医药板块在 2011 年的整体利润增速仍有望达到 24% 左右，现价对应的 PE 大约在 33 倍，估值仍旧偏高。考虑到医药板块的长期成长性，以及医药板块估值的历史均值情况，我们认为医药板块 26~30 倍的整体估值是比较合理的价值区间，目前估值已经接近合理区间范围，再次下跌就是低吸良机。

从技术面看，月 K 线仍呈现高位盘整的态势，从时间和空间看，调整还没有到位。

由于医药板块的长期成长性仍旧良好，资金仍会长期看好，我们判断短期内多空双方仍将势均力敌，医药板块仍会呈现弱势震荡盘整的态势。如果降价政策超出预期，或者遇到大盘的系统性风险，医药板块可能再次大幅下跌。若无大幅下跌，震荡盘整的时间可能会相应延长。从时间角度看，二季度有可能迎来一年中最好的建仓良机。

5.2 板块与个股

我们认为如果调整充分，医药板块在下半年或将有整体性的机会。相对来说，我们建议投资者可以重点关注以下四类板块：

一是向“大健康”产业进军、抗通胀能力强的品牌中药企业，比如**云南白药**、**东阿阿胶**等。**江中药业**进军高端保健品产业，发展前景良好，目前调整幅度较大，股价大大低于增发价，建议重点关注。

二是医疗服务类公司。公立医院改革作为缓解“看病难、看病贵”的关键点，改革进程在今年将加速进行，我们看好在口腔医疗服务领域具有优势整合能力的**通策医疗**，在眼科服务领域深耕细作的**爱尔眼科**，在肛肠领域卓有声誉的**马应龙**等。

三是扩张或重组类企业，比如**南京医药**、**华润三九**、**广州药业**、**白云山 A**等。

四是生物制药类企业仍会有良好的成长性，建议关注**智飞生物**、**华兰生物**、**长春高新**等，**天士力**、**健康元**和**华北制药**正在积极开拓生物制药产业，市场对此还未给予应有的重视，建议关注

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)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征价。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。本报告版权归我公司所有。