



证券研究报告·行业深度

政策迷雾中布局

——在不确定中寻找确定

政策频发促使行业结构性调整

在以药养医的机制改变之前，药品降价对生产企业依然影响甚微。而安徽的基药招标模式使得大部分基药品种降价成为必然，只有独家品种、独家剂型或者输液等具有整合趋势的品种从中受益；基层大处方行为受到抑制，病人向县级医院分流的趋势明显，发展县级医院销售的公司将更好发展。而卫生部按病种支付的探索需多个部门配合，短期内对现有的医药行业盈利方式冲击有限。

加大投入为行业发展提供支持

受老龄化人口比重增加、消费升级和医保投入加大这三驾马车拉动，我国的药品市场将以 20% 的速度增长，并将在 2019 年成为全球第二大药品市场。近年医疗事业的发展受到了政府的有力支持，在卫生投入的绝对金额方面，医改三年财政投入远远超出当初承诺的 8500 亿。从卫生投入的结构来看，政府卫生投入占财政支出比重不断加大，政府投入占卫生总费用的比重也逐步提高。在政策制定层面，筹资水平逐年提高；在政策执行层面，中央财政和省级财政加大医疗卫生专项资金的分担力度，保证了医保投入目标更好实现。

转换思路寻找投资机会

对于医改的投入不会减少，医药行业的总收入也将持续增长；我们避开政策影响较大的基药市场，关注医药行业的其他领域。如投资基层医疗拉动的低端医械，公共卫生投入推动的疫苗行业，以及公立医院改革支持的医疗服务行业。

在制药行业内，我们关注那些拥有独家品种或规格的企业，相关上市公司有天士力、云南白药、中恒集团、昆明制药、红日药业等；此外创新能力较强的公司也将有较好表现，相关上市公司有海正药业、誉衡药业、天士力等。市场定价的品种降价风险小甚至具有提价可能，相关上市公司有红日药业、同仁堂、东阿阿胶等。

在原料药领域，制剂和原料药出口都将继续蓬勃发展，海正药业通过首仿药出口欧洲，走在了原料药企业的前列；华海药业升级之路稍落后海正，主导品种沙坦类专利到期也将推动公司高速发展。

医改将促进医疗流通行业整合，中国医药一方面需再融资实现行业整合，另一方面受制于大股东的同业竞争限制。因此通用技术集团有较强注入相关资产的动力，值得关注。

医药生物

维持评级

增持

罗樾

luoxi@csc.com.cn

010-85130957

执业证书编号：S1440209080395

联系人：

林柏川

linbaichuan@csc.com.cn

010-85130229

温碧清

wenbiqing@csc.com.cn

010-85156327

首发日期：2011 年 4 月 18 日

市场表现



相关研究报告

11.03.16

医药生物板块或迎结构性行情



目录

扑朔迷离的政策	1
药品降价成为温柔一刀	1
基药招标---狼真的来了	1
医院终端---狼来了	3
公立医院改革	4
撇开政策迷雾	5
全球第二大医药市场的巨大容量	5
差钱？不差钱？	6
在不确定中寻找确定	8
投资基层医疗机构带来的低端医械市场机会.....	8
疫苗行业	9
医疗服务行业	10
制药行业	11
原料药	14
医药流通	14
相关上市公司分析	15
天士力（600535）	15
中恒集团（600252）	16
昆明制药（600422）	16
海正药业（600267）	17
华海药业（600521）	18
红日药业（300026）	19
海翔药业(002099).....	19
东北制药(000597).....	20
同仁堂（600085）	21
中国医药（600056）	21
附录 医改大事记	23

图表目录

图 1 乡镇卫生院诊疗人次变化	2
图 2 单位乡镇卫生院诊疗人次变化	2
图 3 乡镇卫生院和县级医院住院量变化.....	3
图 4 我国药品终端消费的结构---第三终端仅占 20%左右	4
图 5 我国药品市场终端规模与同比增速.....	5
图 6 我国医疗市场终端规模与同比增速.....	6
图 7 我国零售市场终端规模与同比增速.....	6
图 8 政府卫生投入的增幅高于经常性财政支出的增幅.....	6



图 9 政府卫生投入占卫生总费用当中的比重逐步提高.....	7
图 10 卫生费用构成	7
图 11 近年来我国病毒性肝炎发病率（1/10 万）	10
图 12 近年来我国狂犬病发病率（1/10 万）	10
图 13 艾滋病发病率（1/10 万）	10
图 14 县级（包括县级市）医院诊疗人次、业务收入和药品收入增速.....	11
图 15 平均医院总收入及同比增速	12
图 16 我国社区卫生服务中心（站）与平均每个社区卫生服务中心（站）诊疗人次.....	13
图 17 我国社区卫生服务中心（站）收入与平均每个社区卫生服务中心（站）收入.....	13

表格目录

表 1 最新的 162 种药品降价的数据统计---降价对生产企业影响甚微.....	1
表 2 投资基层医疗机构带来增量市场	9
表 3 基层医疗机构设备选配表及相应上市公司.....	9
表 4 我国近年来出生率及新生儿数量	10
表 5 农村与城市住院病人中病种区别	12
表 6 天士力预测和比率	15
表 7 中恒集团预测和比率	16
表 8 昆明制药预测和比率	17
表 9 海正药业预测和比率	18
表 10 华海药业预测和比率	18
表 11 红日药业预测和比率.....	19
表 12 海翔药业预测和比率	20
表 13 东北制药预测和比率	20
表 14 同仁堂预测和比率	21
表 15 中国医药预测和比率	22

扑朔迷离的政策

从新医改进行之初提出医改投入拉动内需，到“黄金十年”的提出，再到今年 GMP 升级改造、药品降价、基药招标，一系列新政对企业的压力初显，部分上市公司业绩开始低于预期，医药板块经历了高涨到低迷的数轮周期，投资者对医药行业投资由狂热的盲目渐渐演变至理性。这对医药行业的投资来说是好事，喧嚣退去，静静思考，更有利于大家挑选出真正能够长大的优秀企业。

在医改进行到深水区之际，政府也在摸着石头过河，作为研究者，我们能做的只是拨开政策迷雾，在不确定中寻找确定。

药品降价成为温柔一刀

在以药养医的机制有根本性变化之前，我们认为药品降价都不应成为投资者担心的因素，因为目前国内公立医院的非基药招标都是不带量的，降价往往意味着低价药的消失或者改头换面。而且从历次降价来看，发改委降的都是终端零售价，而在考虑到 15% 的加成率之后，降后的价格很少能触及原来的药品中标价格。

从操作空间来看，降低终端零售价会使企业的操作空间会略有缩小，但对于生产企业来说，一般来说出厂价的下降幅度为终端下降幅度的 20-30%，影响不大。

相反，对于原研药企非国民待遇的改变倒是对有同类品种的国内企业是利好消息。有种说法认为，如果原研药质量优异，那么降价之后会快速挤占国产药的市场份额，对我国药企产生冲击。我们认为，在现有的体制下，药品的疗效和操作空间决定了药品在终端的销售状况。在疗效无显著差异的前提下，如果原研药企在降价后操作空间减少，非但不会挤占国产药的市场份额，反而会被国产药攻城拔寨，对我国的同类药生产企业会是利好。

在医保财政支出压力加大的前提下，降价会变成一种常态，虽然后续还有若干批次的药品降价，但我们认为这些降价都是温柔一刀。

表 1 最新的 162 种药品降价的数据统计---降价对生产企业影响甚微

药品名称	规格	最高限价	中标价/河北	新的最高 中标价	影响比例	相关上市公司
氨曲南	0.5g 溶媒结晶粉	37.3	27.18	32.43	-	莱美药业、科伦药业、海南海药
美罗培南	0.5g 粉针剂	126	119.7	109.57	8.5%	海南海药、海正药业、健康元
头孢替安	1g 粉针剂	51.4	47.08	44.7	5%	福安药业、哈药股份

资料来源：发改委，中信建投证券研发部

基药招标---狼真的来了

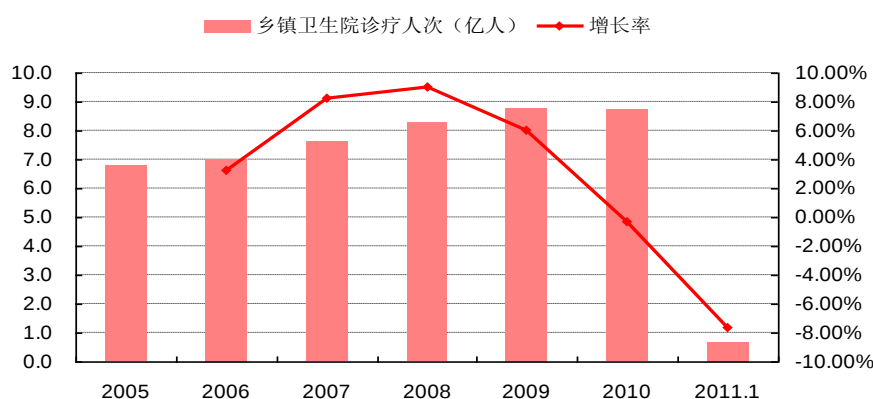
医改元年首先启动的就是国家基本药物制度，而作为基本药物制度的核心部分，基药目录和基药的招标与配送制度牵动着不少投资者的神经。在经过多个地区的多种基药模式的试点之后，中央最终选定安徽的基药招标模式在全国推广。与以往不同的是，本次安徽省的基药招标不再是虚晃一枪，安徽省的基药招标有两个特点，一个是“双信封”，一个是“带量招标”。双信封使招标价格大幅下降。本来价格的下降可以通过“单一货源承诺制”得到解决但由于补助问题基层医疗机构的处方动力不足，使得“薄利”不能对应“多销”，而带量招标就

意味着下降了药价要对应相应的量，在基层医疗市场这次是狼真的来了。

基层医疗机构大处方改观

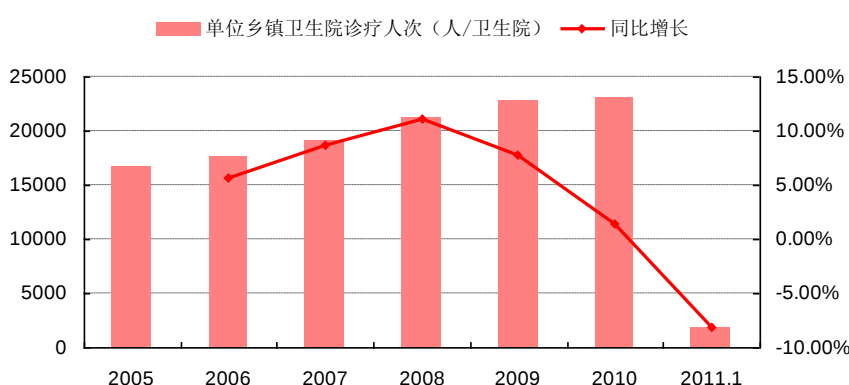
作为坚持公立医药公益性的改革方向，抑制大处方行为在安徽省的基层医疗机构初见成效。为了实施基层医疗机构的奖补政策，取消加成，政府 3 年投入了 120 亿元，但仅 09 年乡镇卫生院的业务收入就有 788 亿，其中绝大部分是药品收入，如果按照 15% 的加成，仅此一项政府一年就得补贴 118 亿，何况基层医疗机构原有的加成率远不止 15%。而且除了药品加成的权利，安徽省的基药招标模式还收回了基层医院自主采购的权利。而按照现行的公务员工资加绩效工资补助标准无法调动基层医生开处方和收治病人的积极性。因此从诊疗人次的变化上可看出基层医院的病人正在向县级医院分流，尤其是住院病人。

图 1 乡镇卫生院诊疗人次变化



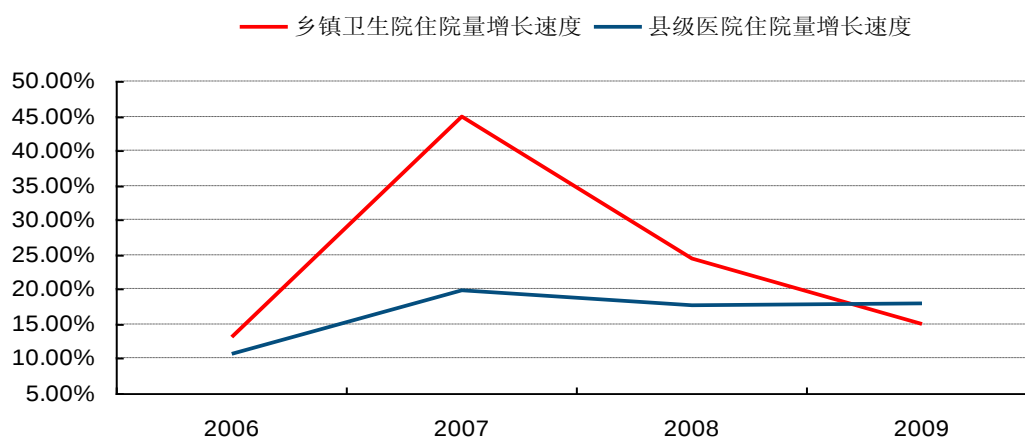
资料来源：卫生部，中信建投证券研发部

图 2 单位乡镇卫生院诊疗人次变化



资料来源：卫生部，中信建投证券研发部

图3 乡镇卫生院和县级医院住院量变化



资料来源：卫生部，中信建投证券研发部

我国县级医院诊疗人次 09 年较 05 年增长 43%，10 年的数据没有出来，预计较 09 年会有较快增长。而在县级医院医保目录和农保目录的品种都能报销，因此医保目录和农保目录中的品种会受益于县级医院病人向上分流。一些以县级医院为营销下沉重点的上市公司也会从中受益，如天士力等。

生产企业投标意愿不足

控制医药费用不合理增长是本次医改的重要目的之一，而降低药品价格是控制医药费用不合理增长的主要手段。终端零售价格的大幅下降本来就降低了药品临床推广的可操作性，加上基药品种同质化现象严重，“双信封”的招标模式使生产企业之间的价格战极其激烈，导致一些市场重点在县级以上医院市场的企业为了维护统一的价格体系而放弃了基药市场，这种现象在基药补充目录招标中更为常见。从不断传出的企业“废标”的新闻可以看出，只有独家品种或者疗效无可替代的品种才有就中标价进一步谈判的可能性，这也是基药中极少数有投资价值的线索之一。此外，生产企业原来看中安徽省基药市场的“单一货源承诺制”和“带量招标”，但实际运行情况和制度设计的初衷有所出入，预计未来企业投标的意愿将有所降低。

流通企业回款难

安徽省招标模式本来是基药的配送原本是低毛利的业务，一般的商业流通企业都不愿意做，而是一些民营企业图回款快而做。安徽省招标模式承诺的是 30 天回款，但由于基层医疗机构历史旧账问题严重，资金流动不畅，导致商业企业现款给了生产企业后回款却发生了困难，小企业资金链断裂或者资金成本加大，企业生存压力巨大，未来走向整合是必然趋势，也符合监管层的意愿。

未来政策变化

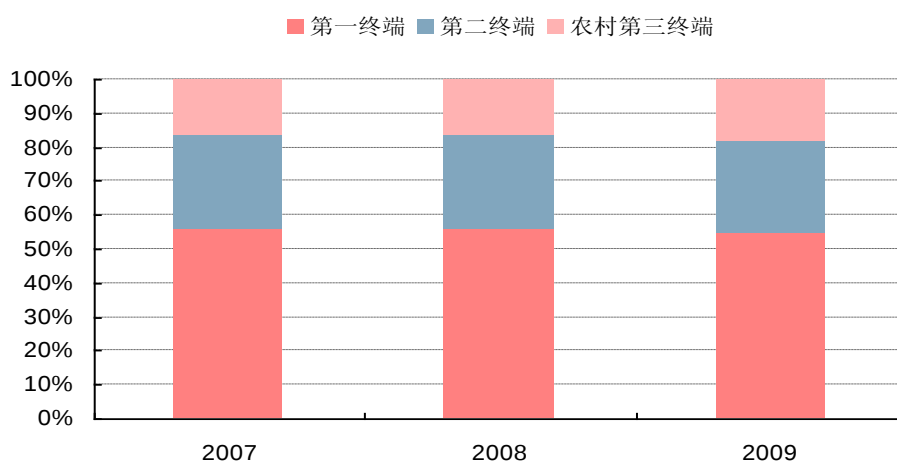
省医改办的领导也意识到政策实际执行中存在的一些问题，未来政策可能会有一些微调，如支付主体由县级财政转向省级财政，该变化可能会遏制“还老账欠新帐”的痼疾，但省级财政是否能及时收到基层医疗机构的回款还是未知数。

医院终端---狼来了

安徽招标模式对基药生产、流通和基层医疗机构的冲击很大，从品种上看，大部分基药品种降价成为必然，

只有基药中的独家品种、独家剂型等操作空间较大或者输液等必然走整合趋势品种相对受益。从诊疗人次上看，病人向县级医院分流的情况比较明显，而县级医院目前还是原来的招标模式。对于占我国药品消费终端 50%以上份额的医院终端来说，现阶段还只是“狼来了”。

图 4 我国药品终端消费的结构---第三终端仅占 20%左右



资料来源：卫生部，中信建投证券研发部

公立医院改革

支付方式改革先行

公立医院改革是医改的重点难点，而公立医院改革的焦点之一是支付方式。

对公立医院的医疗费用的费用支付的实质是政府、社会和使用者的对医院服务所付出资源消耗的补偿。当前国内外常用的支付方式有多种，包括 DRG、按床日、按人头、单病种、按项目等等，每种支付方式都有优缺点。我们目前主要的支付方式是按项目付费，其优点是能够提高服务的效率，缺点是具有诱导过度诊疗的弊端。新医改方案提出要控制药品等不合理消费，而改变支付方式，推行以单病种付费为主的多种形式打包支付方式不仅是医疗服务支付方式的改革，其本质是通过医院支付方式改革促进公立医院转换补偿机制，从而走出“以药养医”困境的有效途径之一。我国的支付方式改革将划分为五个阶段，第一阶段完全按照项目支付；第二阶段以项目支付为主，探索按单病种、按人头支付；第三阶段以项目支付为主，辅以单病种、按人头，探索住院按 DRG 支付；第四阶段以项目支付为主，住院按 DRG、同时混合按单病种支付；第五阶段以项目支付为主，住院按 DRG，辅以其他支付方式。

卫生部已经遴选了 104 种疾病制定了临床诊疗路径，探索按单病种支付，未来还将选出更多的疾病种类探索按单病种支付，为未来用 DRG 支付奠定基础。同时卫生部还对诊疗费用的成本构成进行了新一轮的摸底，其中增加了医疗服务人员的工时消耗计算、风险程度计算、核心技术水平计算等新的成本构成条目，为今后诊疗费用的合理化做准备。因为如果按照现行的诊疗费用标准，完全按照现有的诊疗路径进行医疗服务，医院的收入将减少一半。支付制度的改革目的是控制不合理的费用增长幅度。

投石问路

现在卫生部做了很多支付制度改革的理论研究工作，而卫生部主要负责的是农保，医院终端中人保和商业保险是主要的支付方，而新的支付制度能否在这些部门有力执行还需要卫生部于其他部门的沟通和协调。按项目支付为主逐渐探索和辅以其他支付方式显示了对公立医院的补偿机制的改革任重而道远。虽然公立医院改革已经开始试点，发改委、卫生部近期推出公立医院支付方式以按病种付费为试点尝试进行，但这将是一个渐进的过程，对现有的医药行业盈利方式冲击有限。诊疗费用的提高可能会是新型支付方式实施的一个前提条件，对医疗服务行业形成利好。

我们还是坚持以前的观点，中国公立医院的支付制度改革任重而道远，一段时期内我国公立医院仍将以按项目付费为主，辅以按病种等其他支付方式。卫生部仅负责农保基金的管理，而医院终端人保部是主要的支付方，卫生部进行的按病种支付的探索能否在其他部门顺利推行还有待观察。

撇开政策迷雾

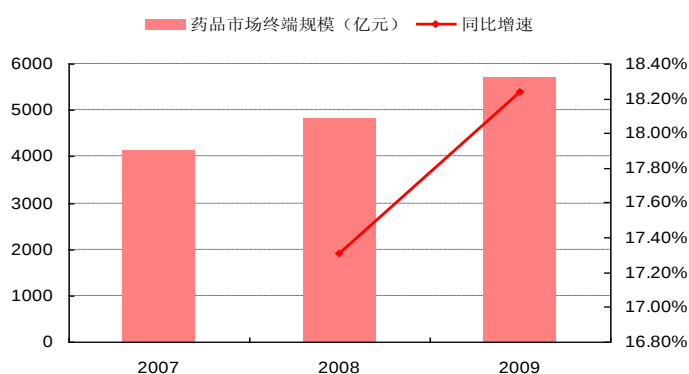
基本药物制度是医改工作的首个重点，虽然在执行过程中遇到了这样那样的阻力，但最终还是轰轰烈烈在全国推广开来；今年医改工作的重心又转移到公立医院改革上来，市场担心的情绪也随之蔓延，未来的县级以上公立医院是否也会对所有品种实行零差价？招标模式是否也会向基药招标的双信封和带量招标靠拢？

第三终端在我国医药终端市场的占比不到 20%，医改推行的艰难众所周知，考虑到政治因素的影响，未来政策走向变得扑朔迷离，基药市场已经成为投资者难以碰触的雷区，但基层医疗机构之外的广阔市场还是充满机会和期望。撇开政策的迷雾，我们需要在不确定中寻找确定。

全球第二大医药市场的巨大容量

作为拥有 14 亿人口的大国，加上老龄化人口比重增加、消费升级和医保投入的加大的三驾马车拉动，没有人怀疑中国药品消费市场的容量。从 2007 年到 2009 年，我国药品市场规模由 4114 亿迅速增长到 5706 亿元，年复合增长率为 17.8%。尤其是 09 年之后医院终端增速高于平均增速，更高于零售终端增速，充分体现了医保投入加大对药品消费拉动的作用。南方所的预测结果是我国药品市场总规模不断壮大，未来十年复合年增长率为 20%，到 2019 年将达到 40188 亿元，成为全球第二大药品市场。

图 5 我国药品市场终端规模与同比增速



资料来源：南方所，中信建投证券研发部

图 6 我国医疗市场终端规模与同比增速

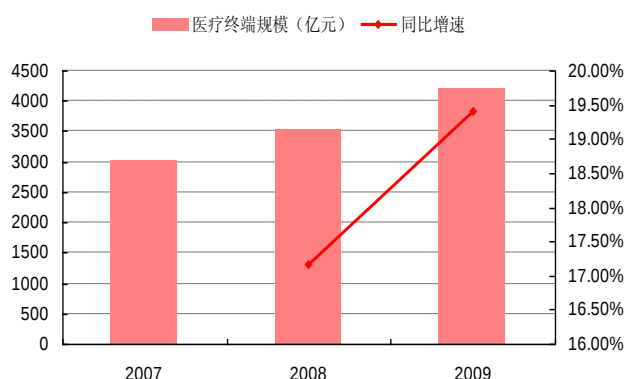
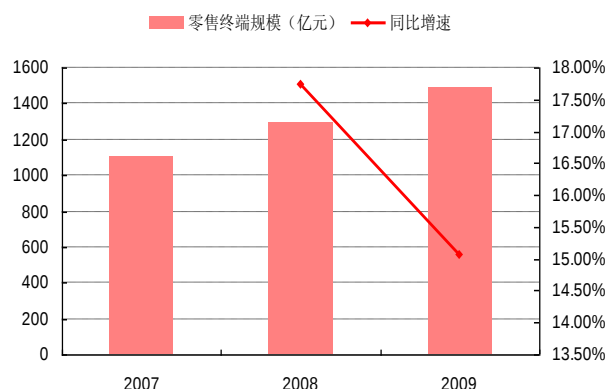


图 7 我国零售市场终端规模与同比增速



资料来源：南方所，中信建投证券研发部

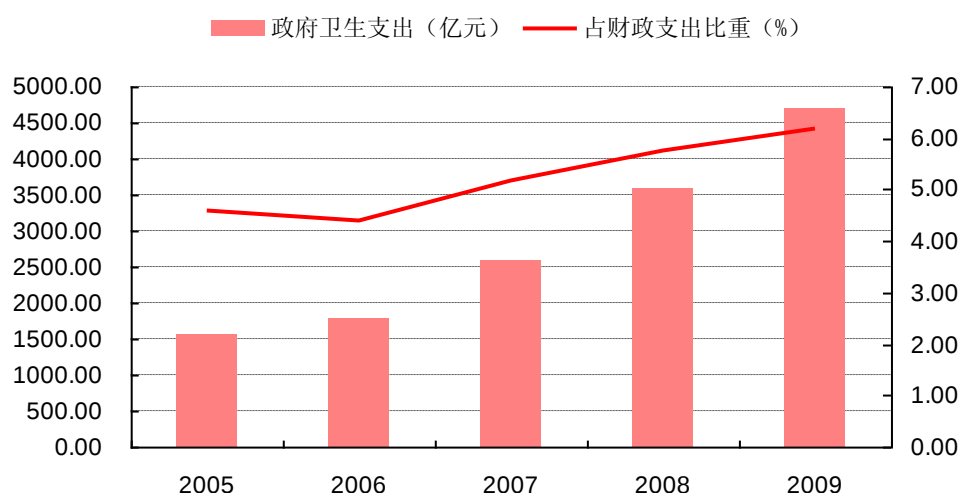
资料来源：南方所，中信建投证券研发部

差钱？不差钱？

8500 亿不是传说

医保投入是拉动未来医药行业持续高速发展的三驾马车之一，这几年的财政卫生投入一年一个台阶，2009 年约 3000 亿元，2010 年约 4000 亿元，2011 年的预算安排是 5360 亿元，三年全国财政投入新增 11342 亿元，远远超过当初承诺的 8500 亿，其中中央财政新增投入 3659 亿元。从总量上来看，中央要比原来测算的投入增加 341 亿元，全国要比原来测算的 8500 亿元增加 2842 亿元。

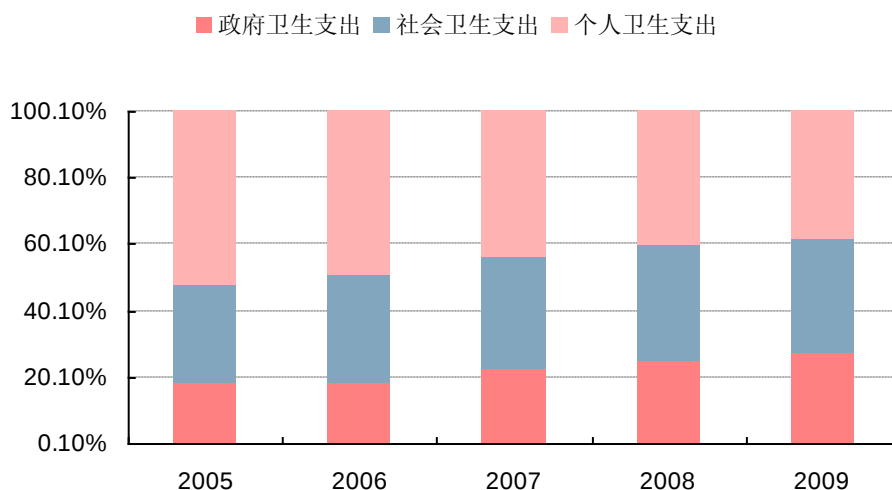
图 8 政府卫生投入的增幅高于经常性财政支出的增幅



政府卫生投入占卫生总费用当中的比重逐步提高。从 2009 年的卫生总费用中的政府投入来看，比 2008 年增加了 2.5 个百分点。从 2003 年开始，政府投入占整个卫生总费用当中的比重一直在增加，从 2003 年到 2009

年算下来增加了 17 个百分点之多。政府投入增加以后，在卫生总费用当中的比重增加，就意味着个人负担的比重在相应的下降。

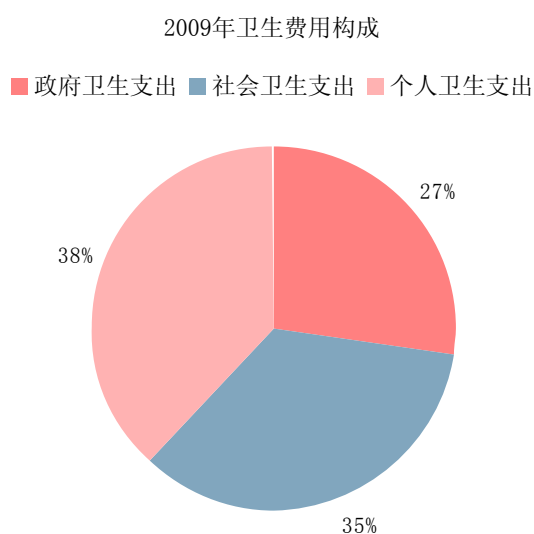
图 9 政府卫生投入占卫生总费用当中的比重逐步提高



资料来源：卫生部，中信建投证券研发部

在财政的医疗卫生投入占整个财政支出的比重，从 2008 年的 4.57% 提高到 2011 年的 5.35%，提高了 0.78 个百分点，年均提高 0.26 个百分点。其中医疗卫生支出占中央财政支出的比重从 2008 年 2.28% 提高 2011 年的 3.18%，提高了 0.9 个百分点，年均提高 0.3 个百分点。个人支出占卫生费用构成的比例要降到 30% 以下。

图 10 卫生费用构成



资料来源：卫生部，中信建投证券研发部



筹资水平逐年提高

2003 年新农合只有人均 30 元的水平，当时是以大病统筹为主的。在实践过程当中，筹资水平不断提高。刚开始我们的新农合从 50 块开始，个人拿 10 块，中央财政拿 20 块，地方各级财政拿 20 块。2009 年筹资水平提高到 150 元，其中中央政府补贴 60 元，地方财政补贴 60 元，农民自己交 30 元。在 150 元的筹资水平下，实现了住院报销率在政策范围内能够达到 60%，在 60% 的地区实现了门诊统筹。今年将把政府补贴标准提高到 200 元。去年，政策范围内报销封顶线达到了农民纯收入的 6 倍，也就是 3 万元，今年封顶先达到了 5 万元。

分担机制更具执行力

由于医改是自上而下的，地方财政的压力过大使得医改在推行过程中遇到了不小的阻力。为了减轻中西部地区的财政支出压力，政府调整了医疗卫生专项资金的分担机制。原来是五五分担的机制，从今年起对西部地区中央财政拿 80%、地方财政拿 20%，对于中部地区，中央财政拿 60%、地方财政拿 40%，在今年的新农合和城市居民医保的调标中，地方财政的压力就会明显减轻。

除此之外，从去年开始中央财政还建立和完善了县级基本财力的保障机制。如果某个县没有财力保障基本需求的最低保障线，包括民生需求，包括医改的资金需求，中央财政和省级财政要补到最低的保障线。去年中央财政拿了 475 亿元，今年中央财政要拿 775 亿元来保障有困难的县。从差钱到不差钱，分担机制的改变使自上而下的改革更具执行力。

在不确定中寻找确定

无论未来政策走向何方，目前能够确定的是，政府今年在医改上的投资将会有 5000 多亿元，同比增速仍在 25% 以上，发改委预测 2011 年我国医药商业的销售规模同比增速为 23%，医院终端增速为 25%，零售终端为 16%。降价并没有影响也不会影响医药行业的收入情况，仅是结构性地对基药市场产生负面影响，因此避开基药市场将是明智的投资思路。

政府的意图很明显，降低药费，减轻政府的财政压力，低水平、广覆盖。要减轻政府的财政压力，除了直接的降价之外还包括疾病预防与提前诊治、将医疗资源下沉以使病人不出县或者社区就能治疗 90% 的病。

投资基层医疗机构带来的低端医械市场机会

目前农民大概 80% 的病能够解决在县医院，政府希望 90% 的病，包括一部分比较疑难的大病也能够解决在县医院，实现大病基本不出县。这样一来，对基层医疗机构的资源投入加大成为一种必然。

2009 年中央安排中央专项投资近 27 亿元支持县、乡、村农村三级卫生基础设施建设。前几年中央安排投资主要用于业务用房建设，目前这些机构业务用房相继建成，需要及时配置设备。因此，2009 年投资主要用于设备装备，在继续装备乡镇卫生院基本设备的基础上，开展县妇幼保健机构和县中医院的设备装备。《农村卫生服务体系建设和发展规划》中的国债建设指导意见确定，中央支持的投资按照一般卫生院平均 8 万元、中心卫生院平均 20 万元、妇幼保健所平均 25 万元、妇幼保健院平均 38 万元、中医院平均 100 万元选配设备。按照 2009 年的医疗机构数量，对应的是 48 亿的增量市场。



表 2 投资基层医疗机构带来增量市场

医疗机构	中央投资	2009 年各医疗机构数字	投资总额（万元）
一般卫生院	平均 8 万元	19403	155224
中心卫生院	平均 20 万元	7374	147480
妇幼保健所	平均 25 万元	258	6450
妇幼保健院	平均 38 万元	936	35568
中医院	平均 100 万元	1314	131400
合计			476122

资料来源：卫生部，中信建投证券研发部

从各级医疗机构设备选配的目录可以看出，这 48 亿的增量市场与上市公司相关的有 X 线机、消毒器、半自动生化分析仪、妇科治疗仪、B 型超声波诊断仪、除颤仪、呼吸机、骨科牵引床、手术器械等，相关上市公司有万东医疗、新华医疗、科华生物、鱼跃医疗等。

表 3 基层医疗机构设备选配表及相应上市公司

基层机构	设备选配品目	上市公司
乡镇卫生院	包括 X 线机、B 超、洗胃机、消毒器、手术床、心电图机、半自动生化分析仪等 21 种	万东医疗、新华医疗、科华生物、鱼跃医疗
县级妇幼保健机构	包括妇科治疗仪、红外线乳腺透照仪、胎儿心电图监护仪、产后康复治疗仪、电子阴道镜、儿童视力筛查仪、儿童听力筛查仪、儿童弱视治疗仪、儿童智力测试仪、经皮测胆红素仪、全自动双目电动显微镜、微量元素检测仪、半自动生化仪、B 型超声波诊断仪等 14 种	
县中医（民族医）医院	包括 500 毫安光机、彩超、六导心电图、心电图监护仪、除颤仪、呼吸机、骨科牵引床、手术器械、电子胃镜、中药煎药设备、中药熏蒸床、针灸治疗仪、疼痛治疗仪、肛肠电脑治疗仪、中药雾化吸入设备、中药离子导入仪等 32 种	

资料来源：卫生部，中信建投证券研发部

疫苗行业

从药物经济学的角度考虑，针对一些发病率高、治疗费用高的病种，研发并使用疫苗是十分经济的，这也是政府加大公共卫生投入的原因之一。市售的疫苗分为两类，一类是由政府买单的计划免疫疫苗，又称一类疫苗，另一类是自费二类疫苗。疫苗市场的拉动因素与药品市场不太一样，与人口基数、出生率、和发病率相关。我国人口基数庞大，出生率稳定，新生儿数量每年都保持 1600 万人左右的高位，麻疹疫苗，乙脑疫苗，百日破疫苗等品种仍旧面临较大需求。此外，近年来我国一些传染病发病率走高，如病毒性肝炎、艾滋病、狂犬病等。这些都为疫苗市场的繁荣奠定了基础。

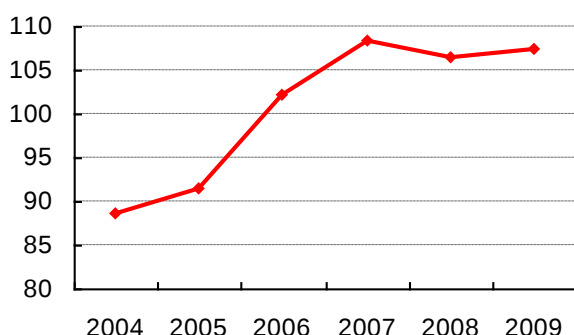


表 4 我国近年来出生率及新生儿数量

	2005	2006	2007	2008	2009
出生率‰	12.40	12.09	12.10	12.14	12.13
总人口（万人）	130756	131448	132129	132802	133474
新生儿	1621	1589	1599	1612	1619

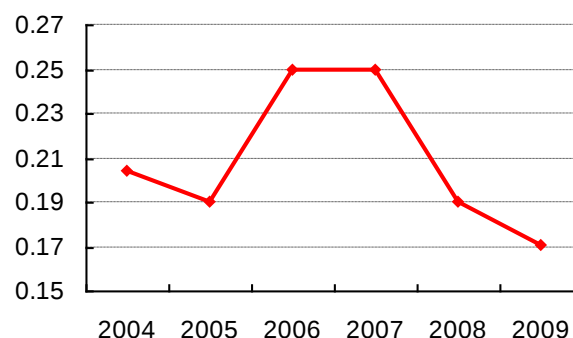
资料来源：统计局，中信建投证券研发部

图 11 近年来我国病毒性肝炎发病率（1/10 万）



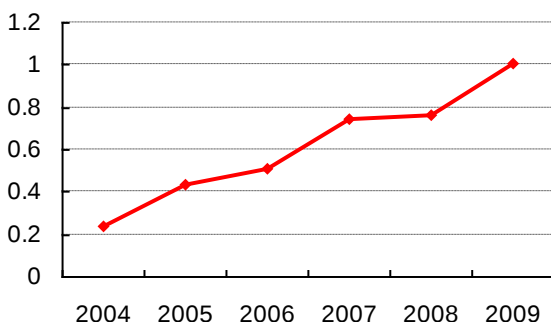
资料来源：卫生部，中信建投证券研发部

图 12 近年来我国狂犬病发病率（1/10 万）



资料来源：卫生部，中信建投证券研发部

图 13 艾滋病发病率（1/10 万）



资料来源：卫生部，中信建投证券研发部

新产品的推出是疫苗行业增长的另一动力，我国在临床阶段的疫苗有 93 种，企业研发的将助推行业高速发展。相关上市公司有沃森生物、华兰生物、长春高新和智飞生物等。

医疗服务行业

公立医院改革是今年医改的重点任务，而公立医院改革的其中一项工作就是发展多元化办医。尤其对于一些医疗资源匮乏、病源少、历史包袱沉重的医疗机构，政府倾向于将其转给专门的医疗管理机构托管或者直接卖给民营资本，这就为正在外延式发展的民营医院提供了绝佳的机会。并且与以往不同的是，这次鼓励民营资

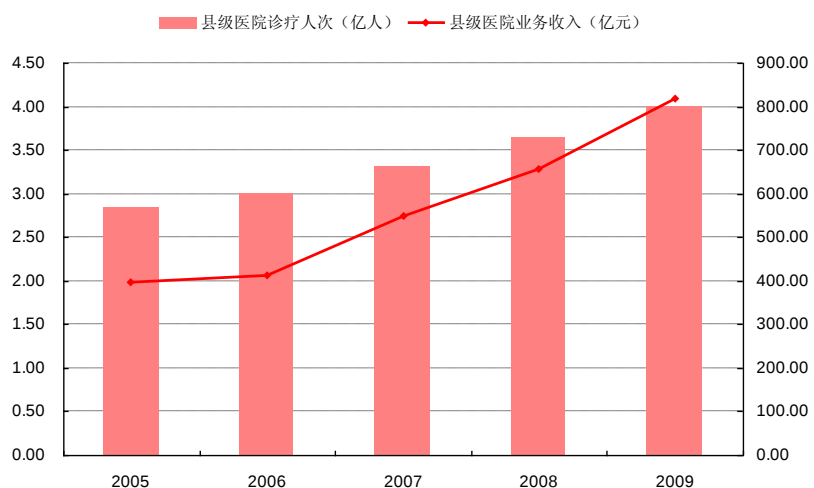
本进入医疗服务市场的优惠条件增多，如只要民营医院承诺为非营利性的医院，则政府在税收、医生职称评定上都将给予与公立医院平等的条件。相关上市公司有爱尔眼科。

制药行业

从药品终端消费的数据来看，中国作为新兴的药品消费市场增长势头非常强劲，而且拉动医药市场增长的三驾马车动力依然很足，虽然有 GMP 改造带来的成本上升压力和药品降价的温柔一刀，医药制造业仍然存在结构性机会，那些拥有产品力、营销力和品牌力的公司将在大浪淘沙之后脱颖而出，尤其是其策略能避开基药市场而征战医院市场尤其是县级医院市场和社区医院市场的公司。

2009 年全国 3000 多个县(县市)共有 9238 家县级医院，这 9 千多家医院从诊疗人次、业务收入和药品收入等各方面都占了医院终端的 1/3 左右。2009 年县级综合医院的药品收入有 780 亿，同比增速近 20%，随着医疗资源的下沉，县级医院的收入规模将不断扩大。

图 14 县级（包括县级市）医院诊疗人次、业务收入和药品收入增速

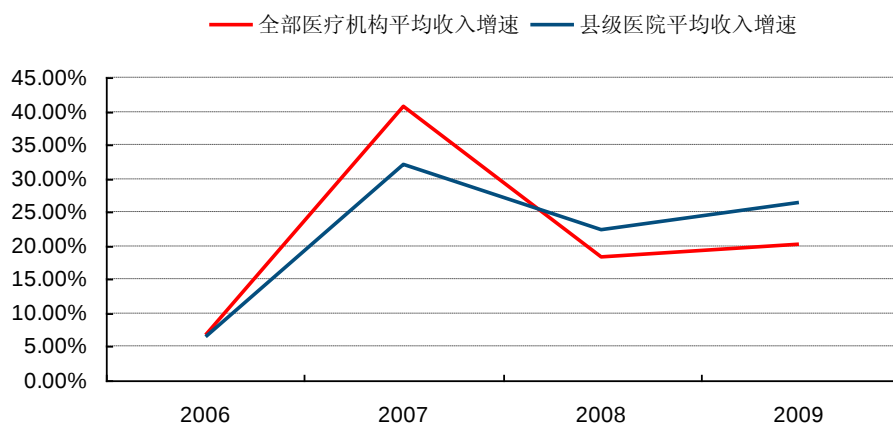


资料来源：卫生部，中信建投证券研发部

政策推动下的住院人数增加是拉动县级医院市场快速增长的主要动力。从诊疗人次上来看，医院终端的诊疗人次平稳上升，从 2010 年和 2010 年一季度的诊疗人次上来看，乡镇卫生院的诊疗人次出现负增长，而县级医院包括县级市医院、社区卫生服务中心（站）的诊疗人次增速快于医院终端。

从平均每所医院的总收入上可看出，县级医院的收入增速远高于平均水平，高达 26.5，且呈加速上升趋势。

图 15 平均医院总收入及同比增速



资料来源：卫生部，中信建投证券研发部

从 2008 年我国居民疾病住院率上可以看出，农村居民住院病人与城市住院病人的疾病谱有区别，排在前四位的是呼吸系统疾病、循环系统疾病和妊娠相关疾病以及消化系统疾病，产品线与相关疾病治疗类别重合的企业如果能抓住其中的机遇将分享县级医院快速增长的成果。近两年县级医院住院病人前十位疾病构成变化不大，相对稳定。

表 5 农村与城市住院病人中病种区别

城市	住院率(%)	农村	住院率(‰)
循环系统疾病	21.67276	呼吸系统疾病	11.68783
消化系统疾病	8.105784	循环系统疾病	10.82517
妊，分及产褥	6.321221	妊，分及产褥	9.886175
呼吸系统疾病	6.084713	消化系统疾病	9.519738
内分泌,营养,代谢	4.493657	损伤和中毒	6.801994
恶性肿瘤	4.429155	肌肉,骨骼结缔	2.557428
损伤和中毒	4.386154	恶性肿瘤	2.336038
泌尿生殖系病	3.504623	良性肿瘤	1.671871
肌肉,骨骼结缔	3.031606	内分泌,营养,代谢	1.137483
良性肿瘤计	1.763062	神经系病计	1.015337
小计	63.79273	小计	57.43906

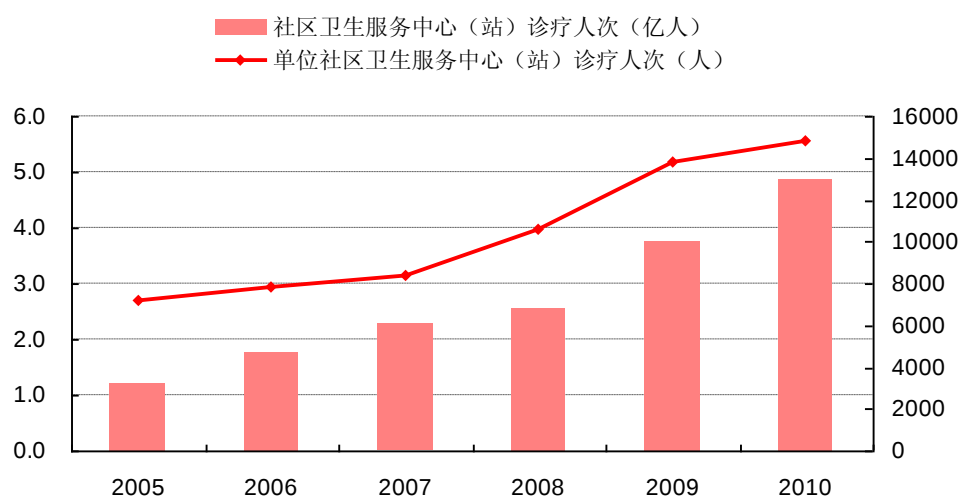
资料来源：卫生部，中信建投证券研发部

县级医院原来由于单位产出小、回款难成为药企遗忘的角落，随着医疗资源的下沉县级医院的单位收入已

经由 05 年的 2 千多万猛增到 09 年的 4 千 5 百多万，5 年复合增长率为 20%，发展势头之猛令先知先觉的药企无法忽视。上市公司中在县级医院市场操作的企业有中一、天士力、中恒集团、通化东宝等，这些企业的产品线都与农村住院病人患病率较高的相关疾病治疗用药重合。

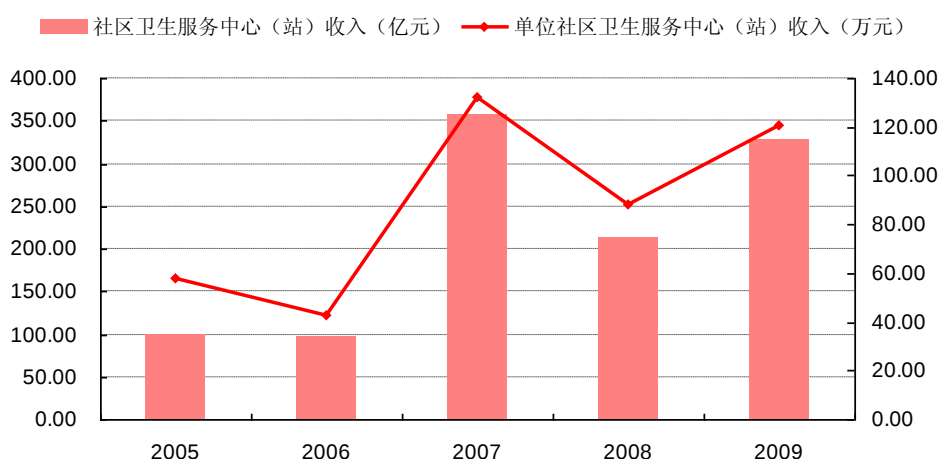
受益于医保投入的加大，无论从诊疗人次还是从收入上来看，社区卫生中心是我国各个终端中增速最快的。只是社区卫生服务中心的药品消费绝对额和占比较小，仅占我国药品终端消费总额的 3% 左右，目前来说对企业的吸引力不大，但潜力值得关注。

图 16 我国社区卫生中心（站）与平均每个社区卫生中心（站）诊疗人次



资料来源：卫生部，中信建投证券研发部

图 17 我国社区卫生中心（站）收入与平均每个社区卫生中心（站）收入



资料来源：卫生部，中信建投证券研发部

寻找产品线在县级医院有优势的企业只是投资思路之一，其实广大的医院市场并未受基药招标、药品降价等负面政策影响，一些 GMP 升级改造已经完成且规模较大的企业受 GMP 升级改造带来的成本上升压力也较小，甚至还能从行业洗牌的过程中占据更多市场份额。无论定位在哪个终端，具有产品力、营销力和品牌力的优势企业都将在激烈的竞争中高于行业平均增速。

在以药养医的体制彻底改变之前，在疗效相近的前提下操作空间大与药品在终端的销量正相关。因此拥有独家品种或者独家规格的公司终端的销量更有保证。相关上市公司有天士力、云南白药、中恒集团、昆明制药、红日药业等。

药品的利润水平与其创新程度正相关，与有同类品种的家数负相关。因此在降价压力下，如果公司能有新品种推出，且竞品少甚至独家，公司的盈利水平就有了保证。相关上市公司有海正药业、誉衡药业、天士力等。

由于目前的降价基本都是发改委针对国家医保目录中品种的终端零售价，因此不在目录中的品种或者在省医保目录中的品种降价风险较小。市场定价的 OTC 品种降价风险也小，甚至可以根据原材料的涨价而提价，只要对渠道控制得力不至于造成串货还能提升公司盈利水平。相关上市公司有红日药业、同仁堂、东阿阿胶等。

原料药

无论是制剂出口还是原料药出口都能够规避国内的降价风险。由于我国创新药极少，在知识产权的保护下跨国药企占据了利润最为丰厚的产业链高端，而将利润微薄的低端产业向印度和我国这样的新兴市场转移。不走产业升级的道路将永远受制于人，国内原料药企业中海正药业、华海药业等企业的产业升级之路算是走在比较前端的，尤其是海正药业，其首仿药已向欧洲国家出口，对于国内的药品销售也起到了促进作用。华海的产业升级之路稍微落后于海正，但现在正是其主导品种沙坦类专利即将到期的时机，同时国内制剂业务也呈高速发展的态势。

还有些原料药企业的产业升级之路更加漫长，但是其主导品种或面临一些拐点机会，如海翔药业、东北制药，也值得大家关注。

医药流通

整合是医药流通行业今后的热点，中国医药的大股东通用技术集团也正在走扩张整合的道路，其控股的中国医药由于涉及同业竞争而无法进行再融资，使公司发展有了制约瓶颈。为了解决此问题，将集团同类资产注入上市公司将是一劳永逸的解决方案。作为通用技术集团在 A 股的融资平台，中国医药值得关注。



相关上市公司分析

天士力（600535）

立足中药，积极创新，未来看点多

公司是我国现代化中药的龙头，参与制定复方丹参滴丸药典标准，并且已经完成复方丹参滴丸的 FDA II 期临床，III 期临床实验即将展开。生产线技改使得复方丹参滴丸等主要产品总收率得以提高，进一步降低生产成本。其他产品方面，子公司取得疫苗药品注册批件，新药“注射用重组人尿激酶原”及中药注射品种“注射用丹参多酚酸针剂”通过现场审查。公司还将产业链向上游拓展，初步建立丹参药材溯源体系，建设了三七、黄芪、当归新的种植基地，药材质量和成本得到有效控制。

借力政策与创新，营销将获突破

复方丹参滴丸是国家基药目录独家品种，产品向县级医院等基层市场的渗透进一步深入，保证了产品需求的继续增长。丹滴 FDA 申请的顺利进展为公司加强学术推广，提高医生对复方丹参滴丸的接受程度和使用率提供了绝佳机会。同时，公司加大营销投入，积极进行营销体系创新，将快速增加全系列产品目标市场的终端覆盖率，二线品种未来增长有可能超预期。2011 年公司营收增长或将迎来拐点。

战略布局大品种，高增长新起点

公司增长较快的二线品种和储备品种都密集地集中心血管、脑血管和糖尿病等大品种领域，大品种战略已经悄然布局。此外，公司近年来一直致力于县级医院的开发，这也是应对我国新药政实施的正确举动，为公司老产品的新增长以及新品种的快速放量带来动力。从品种到营销，公司再次站在了新一轮高增长的起跑线上。

盈利预测及评级

预计公司增发摊薄后2011年、2012年和2013年的EPS为1.17，1.49和1.81元，给予目标价41.6元及增持评级。

表 6 天士力预测和比率

	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入（百万）	4651.59	5589.93	6586.69	7664.36
主营收入增长率	16.50%	20.17%	17.83%	16.36%
净利润（百万）	450.30	604.38	768.44	934.29
净利润增长率	42.18%	34.48%	27.15%	21.58%
EPS（元）	0.87	1.17	1.49	1.81
P/E	44.69	33.23	26.09	21.48

中恒集团（600252）

强强联手，跨越发展

公司血栓通系列产品中的冻干粉针剂型注射用血栓通是国家专利保护品种，从 2009 年开始的 20 年保护期保证了该产品相当长时期内的市场独占性。相比于水针剂型血栓通注射液，注射用血栓通主要有效成份人参皂苷 Rg1/人参皂苷 Rb1/三七皂苷 R1 的含量超过 90%，远高于国家规定标准，冻干粉针剂型的药物稳定性也更高，因此，大大提高了临床疗效和安全性。注射用血栓通成功进入 09 版国家基药目录，基药的推广为产品未来需求的持续增长提供了基础，同时，作为独家品种，定价方面的可操作空间相对较大。因此，注射用血栓通是名副其实的强势品种。

为了更好的开拓产品市场，公司于 2010 年 11 月与步长医药签订总经销协议，步长 2011 和 2012 年将为梧州制药完成税前销售收入 23 亿元和 30 亿元。步长医药在医药销售方面的成就有目共睹，尤其在心脑血管药品销售方面有非常成功的经验，运作的丹红注射液销售收入超过 20 亿，其超过万人销售队伍形成遍布全国的经销网络，覆盖 1.5 万家医院和 13 万零售药店。相比丹红注射液，本身条件更好的注射用血栓通在步长强势营销渠道的推动下，将再次实现跨越式发展。我们认为，公司此次所选择的产品代理模式并不同于传统的总代模式，而是一种全新的，依据自身产品特点和适应领域来针对性选择销售渠道的专业化代理之路，甚至有可能开辟一条中国医药销售的新道路。我们看好强势品种对接专业销售的合作结果。

盈利预测及评级

谨慎预计公司 2010 年、2011 年和 2012 年的 EPS 为 0.71，1.36 和 1.72 元，给予目标价 40.8 元，对应 2011 年 30 倍 PE，增持评级。

表 7 中恒集团预测和比率

	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入（百万）	712.40	1447.85	2182.34	2777.04
主营收入增长率	13.41%	103.24%	50.73%	27.25%
净利润（百万）	125.71	385.09	743.49	936.62
净利润增长率	167.43%	206.33%	93.07%	25.98%
EPS（元）	0.48	0.71	1.36	1.72
P/E	66.71	45.39	23.51	18.66

昆明制药（600422）

天然植物药继续讲述高增长传奇

公司植物药优势品种血塞通系列和天眩清系列产品连续三年高速增长。去年血塞通冻干粉针 200mg 规格同比增长 90%，400mg 同比增长 52%，血塞通软胶囊同比增长 104%，天眩清同比增长 27%。公司大产品战略过往成效显著，未来两到三年仍将继续大力推动植物药优势品种的销售。同时，积极推进营销改革，对全国销售地区分区管理，主要市场继续夯实，优势市场精耕细作加强渗透，对暂时空白市场抓紧覆盖，渠道建设的加强为产品持续放量提供了坚实基础。此外，公司新建的冻干粉针剂生产线预计将于今年投产，血塞通粉针年产能将扩大至 3000 万支，产能瓶颈将不复存在。预计未来几年两大系列产品继续维持 30% 的高速增长将是大概率事件。

化药及中成药或成亮点

公司化学合成药业务和中成药业务未来发展或成为亮点。中成药方面，公司对昆明中药厂进行了营销诊断和分析，调整了营销组织机构和关键管理人员。预计高层亲自挂帅的营销管理改革完成后，中药厂作为单一法人资格企业获得“国家中药品种保护证书”数量全国第一的技术优势将转化为市场优势，未来业绩增长值得期待。化药方面，公司与仿制药巨头 TEVA 合资设立的子公司贝克诺顿后续或有众多新品引入，有 TEVA 这样的制药巨头的支持，公司化药合成药业务的发展或有惊喜。

盈利预测及评级

预计公司 2011 年、2012 年和 2013 年的 EPS 为 0.39, 0.54 和 0.72 元，复合增长率为 36%，给予目标价 16.2 元，对应 2012 年 30 倍 PE，增持评级。

表 8 昆明制药预测和比率

	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入（百万）	1817.24	2211.04	2697.54	3228.86
主营收入增长率	26.64%	21.67%	22.00%	19.70%
净利润（百万）	85.58	123.37	170.96	225.85
净利润增长率	46.73%	44.16%	38.58%	32.10%
EPS（元）	0.27	0.39	0.54	0.72
P/E	49.04	33.72	24.33	18.42

海正药业（600267）

海外出口值得期待

公司出口产品储备丰富，去年又新增 4 个原料药品种通过美国 FDA 注册，3 个原料药品种在欧盟多国和其他国家获得批准，目前已经累计实现 15 个制剂品种在近 40 个国家的注册，为未来出口业务持续快速增长奠定坚实基础。去年公司海外业务实现收入 4.7 亿元，同比增长 24.33%，创造了历年最高增速。2011 年以来公司相继公告与礼来、辉瑞等国际医药巨头进行兽药及抗肿瘤药中间体等项目的合作订单，海外业务逐渐步入收获期。而公司的定增项目富阳出口制剂基地将满足产品出口需求的快速增长。

营销渠道建设铺路未来增长

公司以营销年为契机，大力加强营销力度，积极进行渠道建设。国内方面，新开发医院 2545 家，未来公司还将进一步建立起千人销售队伍，下移营销重心，大力提高医院覆盖率，为公司制剂产品销售提供畅通的渠道。国际方面，新开发国际业务客户 98 家。营销渠道的精耕细作效果将逐渐开始显现，为公司实现产品升级和未来营收高增长奠定良好基础。

产业链向下延伸，长期还看产品升级

由原料药向制剂的产品升级是公司长期看点所在，公司去年制剂业务增长 26.96%，远高于医药生产收入增速 13.61%，显示公司立足优势原料药业务，积极进行产品结构调整，大力发展高附加值产品的思路，预计未来将显著改善公司盈利能力。海外制剂出口已初见成效的同时，公司国内销售渠道的完善也为国内制剂业务的快速增长奠定了基础，目前已经累计覆盖近 7000 家医院，并开始按照抗感染、抗肿瘤等不同产品进行分线销售管理。美罗培南、异帕米星等制剂品种都维持了至少 30% 以上的高增长。高附加值的制剂业务顺利发展或将提升

公司估值中枢。

盈利预测及评级

预测公司 2011 年、2012 年和 2013 年的 EPS 分别为 0.96、1.21 和 1.52 元，目标价 38.4 元，增持评级。

表 9 海正药业预测和比率

	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入（百万）	4544.51	5360.55	6299.72	7371.49
主营收入增长率	13.51%	17.96%	17.52%	17.01%
净利润（百万）	365.76	503.29	633.06	796.64
净利润增长率	34.35%	37.60%	25.78%	25.83%
EPS（元）	0.70	0.96	1.21	1.52
P/E	52.19	38.05	30.19	24.03

华海药业（600521）

公司作为我国最早通过 FDA 认证并获得仿制药（ANDA）文号的企业，出口收入占总收入的 80%。沙坦类和普利类原料药出口作为公司的主要业务，近年受到专利药物过期及仿制药放量的拉动，销量有迅速增长的态势。公司产品经多年耕耘已经进入规范市场，成为 TEVA 等大型仿制药厂的沙坦类原料药供应商，将从此轮专利到期的大潮中获益。预计 2011 年沙坦类原料药销售额可达 6-7 亿元。

公司 2010 年完成新增 80 吨/年缬沙坦、100 吨/年氯沙坦、120 吨/年厄贝沙坦的技术改造项目，可更好应对沙坦类原料药的需求增长，公司一季度预增公告显示，归属于母公司所有者的净利润同比增长幅度在 60%~90%，加速增长势头明显。

公司盈利模式已经进入“生产转移”阶段，通过与诺华、山德士等国际厂商开展转移生产和供货合作，不仅有利于提高公司产品的利润率水平，而且积累了制剂生产的宝贵经验，为公司未来成为通用名药物生产厂商铺平了道路。公司 2010 年已经在欧洲地区取得了缬沙坦的 ANDA 文号，即将进入该仿制药领域；公司的多奈哌齐已经通过了德国的 GMP 认证并获得了 ANDA 的文号，预计德国的多奈哌齐市场规模约为 2800-3600 万美元/年，为公司提供广阔市场空间。

我们预测公司 2011 至 2013 年的 EPS 分别为 0.43、0.69 和 0.93 元。原料药出口的良好态势为公司 2011 年业绩反弹提供了坚实基础，并具备超预期可能性；公司处于业务升级的重要阶段，正在向制剂出口厂商坚定迈进。目标价 19.10 元，维持“买入”评级。

表 10 华海药业预测和比率

	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入（百万）	1022.84	1500.26	1935.79	2429.28
主营收入增长率	10.22%	46.67%	29.03%	25.49%
净利润（百万）	93.59	230.11	370.25	500.89
净利润增长率	-43.27%	145.88%	60.90%	35.29%
EPS（元）	0.21	0.43	0.69	0.93
P/E	80	39.07	24.35	18.06



红日药业（300026）

产能瓶颈将被突破，中药配方颗粒业务未来成长迅速

2007 至 2009 年全国中药配方颗粒的市场规模复合增长率为 55.6%，行业行政壁垒高，仅 6 家企业获批生产，一般毛利水平为 60%，净利水平在 20-30%。中药配方颗粒的标准化将推进行业的发展，且由于其使用上的便捷，市场接受程度高，对传统中药饮片会有明显替代。目前中药饮片的市场容量大约有 400 亿，即使 1/3 由中药配方颗粒替代也有百亿的市场，而 09 年中药配方颗粒的市场仅为 10.9 亿，未来增长空间巨大。

公司原有中药配方颗粒 100 吨的产能远远不能满足市场需求，因此投资 1.88 亿元于顺义建厂实施扩产，将新增年产各种单味中药配方颗粒产能共 300。且由于终端市场潜在需求庞大，而供应者有限，预计公司达产后产品产销率仍将保持高位，公司中药配方颗粒业务将伴随产能的释放进入高速增长阶段，成为公司重要利润来源。

血必净将持续高增长

以目前公布新医保目录的省份记，血必净共进入 18 省医保乙类目录。我们预计血必净注射液国内市场潜在需求约为 5,000 万支。公司原有产能 900 万支/年，2010 年扩产后达到 1500 万支/年，预计 2012 年设计产能为 2600 万支的生产线能达产。同时，从覆盖的医院、目标科室和进入省级医保的角度来看，血必净的覆盖率尚有继续提升空间，市场容量还将不断增加。庞大的市场容量和公司不断扩充的产能保证了未来血必净产品高增长的持续。与第三军医大合作开发的治疗脓毒症的一类新药将进一步稳固公司在脓毒症市场的领军地位。

盈利预测及投资评级

考虑扩产刚刚开始，进程暂不确定，维持公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.99, 1.27 和 1.83 元，净利润复合增长率为 40%。坚定看好公司的长期发展，扩产计划的实施使得公司业绩增长确定性大增，目标价 54.9 元，对应 2012 年 30 倍 PE。

表 11 红日药业预测和比率

	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入（百万）	225.08	383.96	615.37	983.41
主营收入增长率	20.36%	70.59%	60.27%	59.81%
净利润（百万）	80.97	99.75	127.86	184.61
净利润增长率	25.76%	23.19%	28.18%	44.39%
EPS（元）	2.030	0.931	1.270	1.834
P/E	19.44	42.38	31.07	21.52

海翔药业（002099）

公司收入主要分为抗生素类和精细化学品，抗生素类包括了 4-AA 中间体、克林霉素和氟苯尼考等制剂产品，精细化学品中包含达比加群酯中间体等产品。在克林霉素原料药和培南关键中间体 4-AA 的生产上，公司具备传统优势，是最大的国内生产商。自 2007 年公司经过 3 年多的经营管理优化，剔除较低毛利率的精细化工产品 and 贸易类产品，与国际著名药企开展战略合作，使得公司整体盈利水平大幅提升。2010 年开始实施的股权激励计划为公司增添发展动力。

我们认为由于培南类抗生素的良好药效以及专利到期等因素推动，4-AA 下游的原料药制剂将加速增长，受

需求拉动的近期价格可能上升。另一方面由于强震及辐射等影响，4-AA 生产国日本的供货能力可能受到损伤；长期来看随着我国企业生产标准提高，4-AA 产业中日本针对规范市场，我国针对非规范市场的二分格局可能得到改变；海翔作为我国该产业的龙头，未来将有较大发展。

2011 年公司公布了非公开增发预案，将实施 4-AA 扩产，制剂生产线建设和培南类原料药/粉针生产线等三个项目。公司顺应 4-AA 需求上升的趋势，同时将产业链向下游原料药和制剂延伸，形成上下游一体的产业链后将有效发挥成本优势，实现从中间体到原料药和制剂的产业升级。

预计公司 2011 年、2012 年和 2013 年的 EPS 为 0.78, 1.03 和 1.26 元，短期内 4-AA 产品的价格波动可刺激业绩和股价上升，长期看公司和国际厂商合作良好，业务向原料药和制剂的转型趋势明显；20 元左右的增发价格提供了一定安全边际。给予目标价 27 元，增持评级。

表 12 海翔药业预测和比率

	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入（百万）	1074.59	1326.10	1732.76	2114.78
主营收入增长率	20.29%	23.41%	30.67%	22.05%
净利润（百万）	85.63	125.47	164.57	202.81
净利润增长率	182.59%	46.52%	31.16%	23.24%
EPS（元）	0.53	0.78	1.03	1.26
P/E	45.88	31.32	23.88	19.37

东北制药（000597）

公司作为国有大型原料药生产企业，是我国生产 Vc 的“五大家族”成员之一，年销售 Vc 超过 2 万吨，是公司主要利润来源。近年国内产能猛增导致竞相压价，2010 年 Vc 的销售价格从每吨 9 美元降至最低 5 美元，接近生产成本；再加上公司新增土地使用税、无形资产摊销以及本期计提公司债券利息提升了费用率，使公司在 2010 年的营业利润同比下降 92.7%。2011 年 Vc 产能过剩问题引起国务院重视，出台了生产计划规定各厂产量，限制行业无序竞争。考虑到政策在各省落地实施需要时间，以及经销商囤积产品使 Vc 价格变化滞后性等因素，我们预计今年四季度 Vc 价格将出现反弹。按照生产计划，Vc 供求关系将回到 2009 年五大巨头主导市场的格局，价格也将回到 2009 年水平；东北制药的营业收入和利润均有望在年内回升。Vc 相关上市公司东北制药和华北制药中，东北制药对于 Vc 涨价更为敏感，具备更好投资机会。

根据上述假设我们预计公司 2011-2013 年的 EPS 分别为 0.86 元、1.40 元和 1.49 元；公司在 2010 年经历了制剂业务整合、无形资产摊销增多等事件，处于业绩底部；公司的 Vc 业务迎来景气周期，产品价格反弹可对公司股价构成较强刺激因素，给予“增持”评级。

表 13 东北制药预测和比率

	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入（百万）	4828.33	5754.18	6724.75	7209.08
主营收入增长率	-5.23%	19.18%	16.87%	7.20%
净利润（百万）	53.44	287.56	468.98	496.65
净利润增长率	-88.78%	438.05%	63.09%	5.90%
EPS（元）	0.16	0.86	1.40	1.49
P/E	120.24	22.35	13.70	12.94



同仁堂（600085）

百年老字号，品牌优势明显

公司是我国传统医学文化的代表，有深厚的品牌积淀和产品储备。公司拥有 800 余个产品文号，其中，一线产品包括六味地黄丸、乌鸡白凤丸、国公酒、大活络丸、安宫牛黄丸、牛黄清心丸、感冒清热颗粒以及牛黄解毒片等大家耳熟能详的中药品种，且销售都达亿元以上。而公司丰富的产品储备作为基础，经过深入挖掘或将进一步开发出更多的过亿品种。事实上公司二线产品中有相当数量都保持着 20% 的销售收入增长。随着国家对中医药产业扶持力度的加强，以及社会对中医文化的重新认同，品牌优势将使公司充分受益行业环境的改善。公司在营销上近年来一直坚持现款现货回款，经营安全性得到坚实保障，且供需偏紧，市场覆盖率亦有提升空间。今年内既有产品将保持放量，一季度或有 20% 利润增幅。同仁堂集团提出十二五期间销售终端数量翻一番至 2000 家。公司超 10% 收入来自集团零售药店销售，门店扩张将有力支撑公司未来产品销量的增长。

资本市场动作或昭示公司定位变化

公司去年营业收入增长速度创 2006 年以来新高，净利润增速也是自 2008 年以来最高，或暗示公司管理层激励制度上的积极变化。公司所推出的 10 送 5 转 10 的高送转方案是公司上市以来所未有，可看出公司在全力提升其在资本市场的形象。北京市政府和控股股东同仁堂集团对公司的定位或正悄然变化。政府层面上，2010 年北京市委、市政府将同仁堂集团列为首都发展医药产业的龙头企业，整体进入生物医药“G20”工程，体现了对中医药产业的高度重视；控股股东同仁堂集团也确定了“以现代中药为核心，发展生命健康产业”的发展战略，可以看出公司已经被定位为集团未来发展的核心企业之一。在中医药产业受到政策大力支持的大环境下，不排除集团以公司为平台，积极进行资源整合，借力资本市场，抓住行业发展的历史机遇迅速做大做强，实现同仁堂品牌的二次腾飞。从集团资产结构来看，公司间接持股的香港国药将是海外零售资产整合平台且可能上市。远期看公司本身有成为集团国内销售渠道整合平台的可能。

盈利预测及评级

预计公司 2011 年、2012 年和 2013 年的 EPS 为 0.79, 0.97 和 1.13 元，考虑同仁堂独特的品牌优势和香港国药上市带来的公司资产升值预期，评级为增持。

表 14 同仁堂预测和比率

	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入（百万）	3824.45	4,426.66	5,137.51	5,985.53
主营收入增长率	16.30%	15.7%	16.1%	16.5%
净利润（百万）	343.23	413.66	504.62	587.84
净利润增长率	19.19%	20.4%	22.0%	16.5%
EPS（元）	0.66	0.79	0.97	1.13
P/E	57.55	47.95	39.05	33.52

中国医药（600056）

主业进入平稳发展轨道

公司主业有天然药物进出口贸易、医疗器械代理、药品营销和医药工业四大板块，其中医药工业贡献 4 成多的盈利，成为公司发展的重点。通用三洋产品以利润率高的小头孢为主，头孢哌酮钠他唑巴坦钠（凯伦）、美



洛西林钠舒巴坦钠和尼麦角林（凯尔）占销售收入的 90%左右。其中头孢哌酮钠他唑巴坦钠和尼麦角林是首仿，市场份额也最大。公司 2010 年净利率 23%，收入和净利润分别为 3.7 亿和 8 千 6 百万，同比分别增长 17%和 23%。通用三洋是公司最优质的工业资产，主导品种凯伦是国内首仿，曾是全国的代理和经销商争夺的热门产品。由于抗生素品种生命周期较短，投入大量的研发费用来维持有竞争力的产品线是必然的策略。10 年三洋的研发费用占收入比重为 8%，支撑了后续出现重磅品种的可能。目前三洋有一个 3 类新药和一个 3+6 类新药已经拿到了临床批件，还有一个 3 类新药处在临床前研究。

通用美康、美康百泰和美康九州分别经营天然药物进出口贸易、医疗器械代理和药品营销业务，贡献公司大部分收入，但利润率较低。由于资金限制，公司流通类的业务发展平稳，未来也将维持平稳增速。

通用集团资产注入是最大亮点

三洋是公司最优质的资产，但由于公司面临产能瓶颈，制约了三洋的高速发展。流通业务是占公司收入比重最大的业务，也是公司传统的优势项目，但由于资金紧缺而发展平稳。众所周知，现阶段我国流通企业必须通过外延式发展来壮大，而外延式发展的关键是资金。显而易见，公司非常有意愿启动再融资。公司原计划通过增发进行再融资，但再融资的计划由于与母公司通用技术集团存在同业竞争而受阻。集团资产注入是解决同业竞争并启动再融资的先决条件。

集团下的医药资产有湖北科益、湖北丽益等医药制造业，还有一些商业流通企业。科益的抗病毒药物研发生产水平在我国处于领先地位，2009 年科益净资产 13166 万元，收入 10155 万元，净利润 1919 万元。公司与 10 年末收购了江西省医药集团，该集团旗下拥有江西最大医药商业—江西南华医药公司 50%股份，江西大型医药工业—江西天施康股份有限公司，以及南华医药 95%控股的江西黄庆仁栈华氏大药房有限公司等医药工业、商业、零售网络，该笔收购耗资 2 亿元。这两项资产如果能顺利装入上市公司大约将增厚公司 18 亿元的市值。不排除集团下还有其他医药相关资产的可能。

盈利预测及评级

我们预计公司主业呈稳健发展态势，2011-2012 年主业贡献净利润 1.8 亿和 2.02 亿。以 2011 年的净利润计算，若给予流通业务 20 倍 PE，制药业务 35 倍 PE，主业对应的市值为 52 亿，对应每股价值为 14.89 元。由于公司还有公允价值为 5.14 亿的股票和基金，提升每股价值 1.65 元。不考虑集团资产注入和可供出售的金融资产升值的情况，公司每股价值为 16.55 元。以 2012 年的净利润计算，公司每股价值为 18.42 元。若考虑资产注入，公司的每股价值将为 22.35-24.22 元。目前股价基本反映了资产注入预期，因此我们暂时维持中性评级，考虑到集团资产注入的可能性大，建议对公司保持密切关注。

表 15 中国医药预测和比率

	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入（百万）	6259.53	7047.884	7774.091	8576.139
主营收入增长率	30.68%	12.59%	10.30%	10.32%
净利润（百万）	194.94	218.11	239.52	263.57
净利润增长率	3.00%	11.88%	9.82%	10.04%
EPS（元）	0.63	0.70	0.77	0.85
P/E	35.84	32.26	29.32	26.56

附录 医改大事记

09 年 8 月 18 日，新医改元年，国家基本药物制度开始启动

10 年 2 月 23 日，卫生部等五部委联合发布《关于公立医院改革试点的指导意见》

2010 年 4 月，公立医院改革试点推进顺利，镇江芜湖鞍山等 16 城市已率先启动试点工作。鞍山、上海、镇江、深圳、七台河、马鞍山、遵义、昆明 8 个城市区划内所有二级以上公立医院都参与试点工作。芜湖、洛阳、鄂州、株洲 4 个城市在全部或部分市属医院中进行试点，其中洛阳选择资产属市政府的市区 18 家公立医院为试点，株洲市改革试点范围重点在市直管的政府举办的 7 家公立医院。宝鸡市选择 3 所市级、3 所县级公立医院先行试点。潍坊市以实施公立医院集团化运营为切入点，选择城区和青州市、诸城市开展试点工作。西宁市则选择青海省人民医院、西宁市第一人民医院、湟源县人民医院、湟源县中医院为试点医院。

2010 年医改 5 项重点：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。

2010 年 8 月，安徽下放价格管理权限支持公立医院改革 试点城市可自行核定医疗服务价格，马鞍山、芜湖两市均按照国家有关规定，全面推进公立医院改革试点。此轮公立医院改革的一个重要内容是改变公立医院的补偿机制，变 3 个补偿渠道（政府补助、药品差率、医疗服务收费）为 2 个补偿渠道，不再收取药品差率。为此，需要对相关的补偿机制以及补偿标准进行调整。为了促进公立医院改革试点工作的平稳推进，两市均向省价格主管部门提出了下放医疗服务价格管理权限的申请。

2010 年 11 月，360 亿输血县医院。县医院建设与发展的的工作目标是：通过建设和发展，原则上 2011 年每个县要有 1 所县级医院达到二级甲等标准，使农村常见病、多发病、危急重症和部分疑难复杂疾病在县级医院能够得到有效解决，并承担起对乡镇卫生院、村卫生室的业务技术指导和卫生人员的进修培训等任务。2015 年，县级医院全面达到二级甲等水平，县域居民的看病就医问题得到有效解决。至 2020 年，继续改善医疗条件，提高医疗水平，规范医院管理，有效缩小县级医院与三级医院的总体差距，进一步满足县域群众的医疗卫生服务需求

2010 年 11 月，为鼓励和引导社会资本发展医疗卫生事业，发改委、卫生部等五部委《关于进一步鼓励和引导社会资本举办医疗机构意见》3 日发布，民营医院将在准入等方面与公立医院享受同等待遇。

2011 年 2 月 18 日，国办印发医药卫生体制五项重点改革 2011 年度安排。

2011 年 3 月 7 日，国务院办公厅印发了《2011 年公立医院改革试点工作安排》（以下简称《工作安排》），确定了 2011 年推进公立医院改革试点的工作思路，明确了主要工作任务。

2011 年 3 月，300 家县级公立医院改革试点。



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。



分析师介绍

罗樾：协和医科大学微生物与生化药学博士，医药行业分析师。从业4年，学术功底深厚，研究范围覆盖生物制品、中成药、化学原料药和化学制剂等多个子行业。曾获“今日投资”2008年医疗保健行业最佳分析师入围奖。

基金研究服务

董事总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

丁昕 010-85130318 dingxin@csc.com.cn

张明 010-85130232 zhangming@csc.com.cn

陈杨 010-85156401 chenyangbj@csc.com.cn

上海地区销售经理

杨明 010-85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱律 010-85130231 zhulv@csc.com.cn

戴悦放 010-68825001 daiyuefang@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

深圳地区销售经理

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn

张娅 010-85130230 zhangya@csc.com.cn

周李 0755-23942904 zhouli@csc.com.cn

段佳明 010-85156402 duanjiaming@csc.com.cn

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街188号4楼

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

世纪大道201号渣打银行大厦601室

电话：(8621) 6880-5588

传真：(8621) 6880-5010

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。