

证券研究报告—深度报告

医药保健

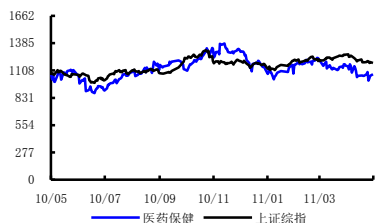
医药行业 2011 年下半年投资策略

推荐

(上调评级)

2011 年 6 月 9 日

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:

《行业专题报告: 维生素景气提升, VE、VA 价值凸显》——2011-5-16

《医药行业 2011 年 5 月投资策略: 攻守兼备——逐步迎来中线配置时机》——2011-5-3

《医药行业 2 季度投资策略: 乍暖微寒时, 积极备战业绩分化》——2011-4-1

证券分析师: 贺平鸽

电话: 0755-82133396

E-mail: hepg@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120026

证券分析师: 丁丹

电话: 0755-82139908

E-mail: dingdan@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120006

联系人: 杜佐远

电话: 0755-82130473

E-mail: duzyuan@guosen.com.cn

联系人: 胡博新

电话: 0755-82133263

E-mail: hubx@guosen.com.cn

行业半年度投资策略

机遇远大于挑战

● 行业收入稳定增长, 短期面临“成本上升&限价”压力

2011 年 Q1 医药工业收入、利润总额分别增长 27.8%、22.3%。收入保持较快增长, 但自 07 年以来首次出现利润增速<收入增速。从各子行业数据看, 毛利率均有所下降——成本上升和降价压力是 11 年最大挑战。

● 机遇远大于挑战

➢ 机遇来自: 与发达国家的差距、新医改的持续投入和扩容!

➢ 挑战来自: 政策执行过程的偏离! 企业将在“改革-试错-改革”中不断分化
新医改 2020 年才全面实施——这一目标时间距今尚有近 10 年, 制度本身留有很长的回旋时间窗。当下正是新框架建设的初期, 也是问题和矛盾涌现最多、谋求各种解决方案探索最多的时期, 产业变革浪潮下对企业而言只能是“适者生存、强者发展”。因此对优质企业要“风物长宜放眼量”, 我们坚信中国医药产业最终能长大的企业多数不会出现在低端制造业中。下半年, 预计没有更负政策出台, 基药“唯低价是取”有望被“纠偏”。

● 投资建议: 上调行业评级至“推荐”, 中线看好三大领域

连续调整 6 个月后, 医药板块超配比例、估值压力大幅降低, 当前各类主要医药股估值定位清晰 (基本与各自成长预期相匹配), 我们认为中线加仓的时机已经成熟, 上调行业评级至“推荐”。

从成长性和动态 PEG 角度, 在中线看好的三大领域选择兼具防御价值与进攻机会的个股: ①拥有独家品种/独特资源/品牌消费类公司 (天士力、云南白药、中恒集团、东阿阿胶); ②专注于高端治疗和预防领域 (恒瑞医药、海正药业、双鹭药业、华东医药、人福医药); ③工商一体龙头或医疗服务类公司 (一致药业、上海医药、乐普医疗)。

重点公司盈利预测及投资评级

代码	公司	总市值 (百万元)	昨收盘 (元) 5 月 28	EPS		PE 2011E	投资评级
				2011E	2012E		
000538	云南白药	398	57.10	1.77	2.66	32	推荐
000423	东阿阿胶	284	42.45	1.30	1.69	33	推荐
600535	天士力	206	39.45	1.30	1.60	30	推荐
600252	中恒集团	192	33.40	1.57	1.88	21	推荐
600276	恒瑞医药	344	30.40	0.84	1.08	36	推荐
000963	华东医药	109	23.69	0.92	1.14	26	推荐
600267	海正药业	179	34.07	0.94	1.27	36	推荐
000028	一致药业	84	28.95	1.15	1.46	25	推荐
601607	上海医药	496	17.18	0.73	0.97	24	推荐
002038	双鹭药业	141	35.87	1.00	1.26	36	谨慎推荐

资料来源: 公司资料和国信证券预测

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。

投资摘要

关键结论与投资建议

大国医改在“改革-试错-改革”中曲折前行，我们始终坚信——机遇远大于挑战！最偏负政策已出台，下半年没有更负！当前最具争议的也有望“拨乱反正”。

连续调整6个月后，医药板块估值压力大幅降低：绝对估值水平已处历史偏低位置，而相对估值水平处于历史中位。各类主要医药股估值定位清晰（一线股11PE26-32x，二线股20-25x，综合类16-20x），中线加仓的时机已经成熟。

投资建议：从成长性和动态PEG角度，在中线看好的三大领域选择兼具防御价值与进攻机会的个股：①拥有独家品种/独特资源/品牌消费类公司（天士力、云南白药、中恒集团、东阿阿胶）；②专注于高端治疗和预防领域（恒瑞医药、华东医药、海正药业、双鹭药业、益佰制药、康缘药业、人福医药；华兰生物、沃森生物、智飞生物）；③工商一体龙头或医疗服务类公司（一致药业、上海医药、乐普医疗）。具体每个月的重点推荐个股敬请留意国信医药小组每月1日外发的月度策略报告。

核心假设或逻辑

机遇来自：与发达国家的差距、新医改的持续投入和扩容！挑战来自：执行过程的偏离！新医改2020年才全面实施——这一目标时间距今尚有近10年，制度本身留有很长的回旋、变化的时间窗。当下正是新框架建设的初期，也是问题和矛盾涌现最多、谋求各种解决方案探索最多的时期，产业变革浪潮下对企业而言只能是“适者生存、强者发展”。面对变革初期的政策环境，投资策略上我们战术性重视，但战略上对优质企业“风物长宜放眼量”，我们坚信中国医药产业最终能长大的企业多数不会出现在低端制造业中，而是我们中线看好的上述三大领域。

未来3年行业收入增速仍将不低于23%。11Q1行业利润增速<收入增速显示成本上升和降价压力是今年以来最大挑战，据此已调整了上市公司业绩预期。

与市场预期的不同之处

市场预期药品降价、基本药物招标、抗生素分级限制使用等政策会给医药行业带来严重负面影响，并将对上市公司业绩和股价的影响程度过分放大，我们认为这些都只是医药产业发展过程中的次要矛盾，而主旋律和大方向明确——需求和消费结构升级拉动行业强劲增长、行业标准提升促产业集中度提高，优秀企业长大的沃土逐步形成……

股价变化的催化因素

因招标过于压价、基层补贴暂不到位等因素，基本药物并未实现预期中的“放量”；“蜀中制药造假事件”有可能引发业界对“安徽模式”、对一味降价的反思，从而制定更科学的基药政策，则有望化解市场对行业的过度担忧，被错杀的“品牌普药”企业有望止跌弹升，重树对医药板块的信心。

核心假设或逻辑的主要风险

部分偏负政策“纠错”进度尚不明朗。

内容目录

投资策略和配置建议.....	5
2010-2011 年上半年投资策略回顾.....	5
11 下半年：首选三类业绩增长可靠，攻守兼备的细分龙头公司.....	5
行业机遇和挑战并存.....	6
国际比较——差距就是机遇.....	6
前景光明——从改革看机遇.....	6
道路曲折——挑战无处不在.....	8
行业运行数据分析	11
11 年 Q1：高基数基础上收入稳定增长.....	11
11 年 4 月医药工业增加值增速加快.....	12
医药上市公司业绩趋势.....	13
10 年：高基数上保持较快增长.....	13
11Q1：毛利率下滑拉低实际利润增速.....	13
医药板块 2011 中报业绩预览.....	14
板块表现和估值评价.....	15
附录：	17

图表目录

图 1: 07 年各国医疗卫生支出占 GDP 比重, %	6
图 2: 07 年各国政府医疗卫生支出占政府总支出比重, %	6
图 3: 07 年各国人均医疗卫生支出比较---按 PPP(美元)	6
图 4: 07 年各国人均政府医疗卫生支出比较---按 PPP(美元)	6
图 5: 政府投入逐步加大: 09-11 新农合、城镇居民医保政府补助标准, 公共卫生服务 经费标准不断提升	7
图 6: 市场扩容: 城镇(职工、居民)医保覆盖面、政府办基层医疗机构基药覆盖率不 断提升	7
图 7: 新农合参保人数不断上升, 参保率将上升至 100%	7
图 8: 新农合筹资、支出、补偿受益人数不断上升	7
图 9: 城镇(职工、居民)医保参保人数不断上升	7
图 10: 城镇(职工、居民)医保筹资、支出不断增加	7
图 11: 诊疗人次—上升, 其中医院占比下降	8
图 12: 入院人数上升, 其中医院占比上升	8
图 13: 新医改方案 2009~2011 年三年规划图	8
图 14: 基本药物制度变革路径图	9
图 15: 2000-2011.3 医药工业收入和利润增速	12
图 16: 2000-2011.3 医药工业毛利率和利润率	12
图 17: 09.2-11.4 医药工业增加值单月增速与累计增速	12
图 18: 2011 至今(2011.1.1~2011.5.20)各行业收益率比较(%)	15
图 19: 2000~2011.05 医药股和大盘 PE 比较	16
图 20: 2000~2011.05 医药股相对大盘 PE 溢价率	16
图 21: 2010Q1~2011Q1 基金持有医药股情况	17
图 22: 2010Q1~2011Q1 医药板块走势 VS 机构超配比例	17
表 1: 10-11 年医药行业整体投资思路一览	5
表 2: 2011 年下半年选股思路及品种建议	5
表 3: 1997-2010 年发改委 27 次药品调价一览	10
表 4: 2011 年 1~2 月医药行业各子行业收入和利润(单位: 亿元)	12
表 5: A 股医药板块 2010A, 2011Q1 主要财务指标对比(亿元)	13
表 6: 2011 年医药上市公司中报业绩预盈/预亏公司一览表(截至 2011.05.10)	14
表 7: 最新医药股和大盘 PE(2011/05/21)	16
附表 1: 新医改 2009-2011 年 3 年规划	17
附表 2: 09 年以来颁布的新医改及配套政策	18
附表 3: A 股主要医药上市公司盈利预测及估值表	21

投资策略和配置建议

投资策略回顾和展望

表 1: 10-11 年医药行业整体投资思路一览

时期	研究报告	核心观点
11 年下半年策略	《机遇远大于挑战》	大国医改在“改革-试错-改革”中曲折前行，影响 2011 年的最偏负政策已经出台了，下半年还有望“拨乱反正”。连续调整 6 个月后，医药板块估值压力大幅降低，各类主要医药股估值定位清晰，我们认为中线加仓的时机已经成熟。
11Q2 暨 4 月策略	《乍暖微寒时，积极备战业绩分化》	4 月微寒，5 月转暖——4 月：继续面临业绩考验。5、6 月有望在调整预期之后重新定位走稳。建议回避普药类公司（受抑于成本上升和限价双重压力）。
2011 年投资策略	《分享细分龙头医药股成长》	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，建议着眼长远，分享细分龙头成长。
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；2）工商一体区域龙头；3）产业升级；4）受益公卫；5）国企转折。
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——建议关注工商业一体化区域龙头公司。
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。

数据来源：国信证券经济研究所

11 年下半年：首选三类业绩增长可靠，攻守兼备的细分龙头公司

表 2: 2011 年下半年选股思路及品种建议

投资主线	投资要点	优选品种	关注品种
一、拥有独家品种/独特资源/品牌消费类公司	1) 独家品种竞争压力小，降价风险远小于非独家品种； 2) 随着新医改的继续推进，医疗市场的扩容，独家品种的放量增长趋势比一般性品种更确定； 3) 部分品牌中药主要面向 OTC 市场，终端价格稳定，并有提价能力； 4) 部分龙头中药公司有自己的种植基地，对上游中药材价格波动有把控和抵御的能力。	天士力 中恒集团 云南白药 东阿阿胶	康缘药业 片仔癀 康美药业
二、专注于高端治疗和预防领域类公司	1) 人口结构老龄化和慢性疾病发病率上升，催化高端治疗和预防需求的快速增长，且增长相对刚性； 2) 部分国内企业逐渐具备和外资、合资公司竞争高端市场的实力； 3) 龙头企业拥有高毛利率产品的比重大，后续产品梯队储备丰富，整体抵御价格风险的能力强。	恒瑞医药 海正药业 华东医药 双鹭药业	人福医药 华兰生物 沃森生物 智飞生物
三、工商一体龙头或医疗服务类公司	1) 工商一体化经营具备优势； 2) 区域龙头具有相对垄断性和扩张优势，并获地方政策扶植； 3) 明确外延扩张推动业绩更快成长。 4) 高端医疗器械竞争壁垒高、盈利能力突出。	一致药业 乐普医疗 华东医药	上海医药
四、品牌普药、OTC	若成本压力缓解、招标政策“纠偏”，则有望超跌反弹	哈药、三精、三九、江中、双鹤、丽珠	

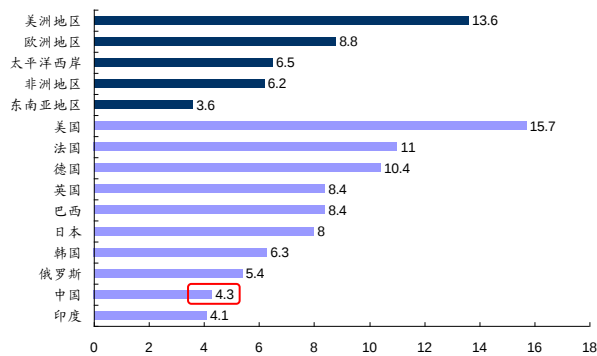
数据来源：国信证券经济研究所

行业机遇和挑战并存

国际比较——差距就是机遇

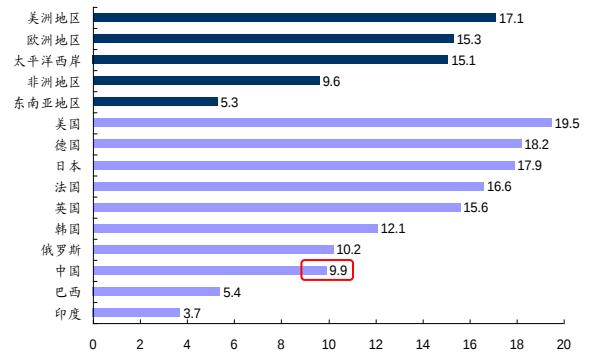
改革开放以来,我国在医疗卫生事业的多数领域都取得了进步,但与西方发达国家相比,差距依然很大。尤其在政府医疗卫生支付层面,还远远落后于发达国家和部分发展中国家。07 年我国人均政府医疗卫生支出仅为 104 美元(按购买力评价进行换算),不到美国的 1/10,即使是东亚的韩国也高达 927 美元。未来,政府加大医疗投入将是促进我国医疗卫生事业发展的重要动力。

图 1: 07 年各国医疗卫生支出占 GDP 比重, %



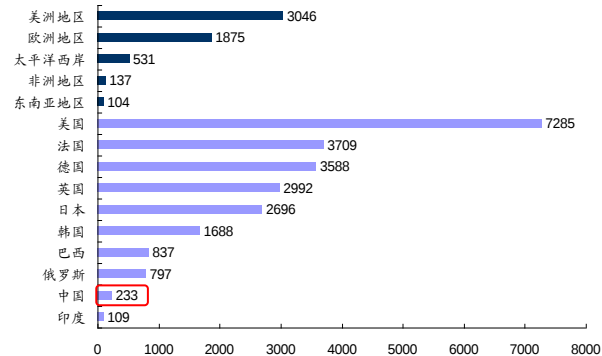
数据来源: 世界卫生统计年鉴 2010

图 2: 07 年各国政府医疗卫生支出占政府总支出比重, %



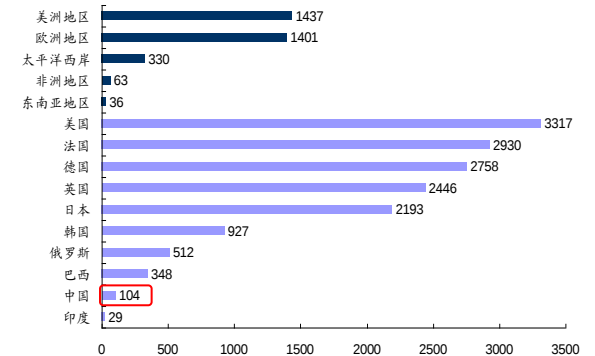
数据来源: 世界卫生统计年鉴 2010

图 3: 07 年各国人均医疗卫生支出比较—按 PPP(美元)



数据来源: 世界卫生统计年鉴 2010

图 4: 07 年各国人均政府医疗卫生支出比较—按 PPP(美元)

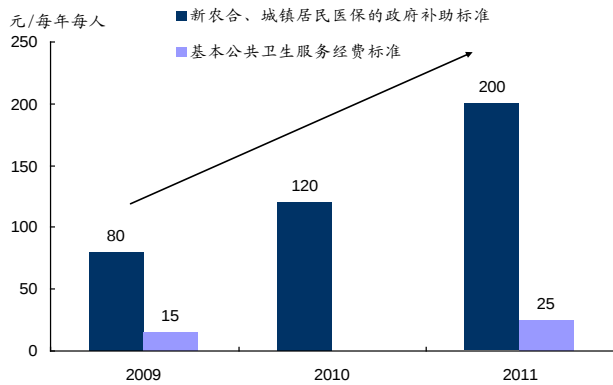


数据来源: 世界卫生统计年鉴 2010

前景光明——从改革看机遇

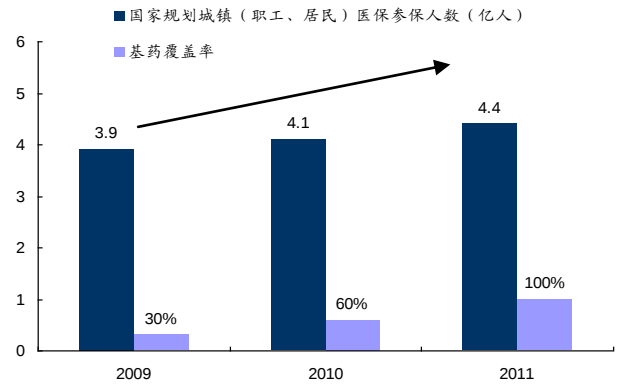
- 政府投入逐步加大: 新农合和城镇居民医保的政府补助标准由 2009 年的每人每年 80 元提高到 2011 年的每人每年 200 元,并适当提高个人缴费标准;人均基本公共卫生服务经费标准从 2009 年的不低于 15 元提高到 2011 年的 25 元。虽然绝对额还不高,但增速很快。

图 5: 政府投入逐步加大: 09-11 新农合、城镇居民医保政府补助标准, 公共卫生服务经费标准不断提升



数据来源: 卫生部, 国信证券经济研究所

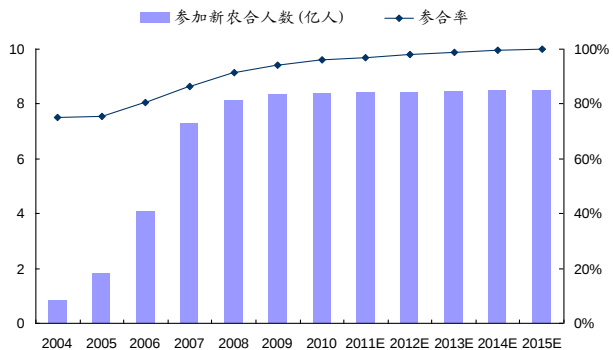
图 6: 市场扩容: 城镇(职工、居民)医保覆盖面、政府办基层医疗机构基药覆盖率不断提升



数据来源: 卫生部, 国信证券经济研究所

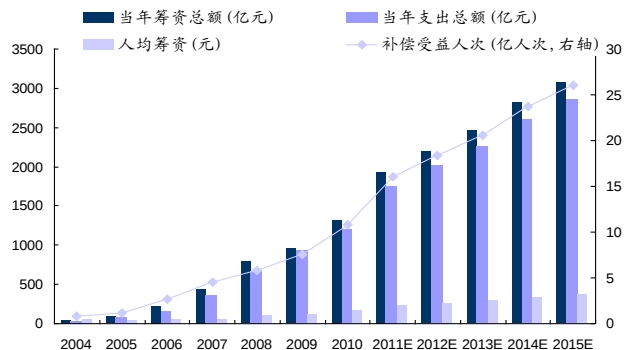
- **市场扩容:** 市场扩容目前的主要拉动力量主要来自医保覆盖面不断扩大、支付比例的提升。新农合参保人数从 05 年的 1.79 亿元上升至 10 年的 8.36 亿元, 5 年间上升了 367%。2011 年三大医保最高支付限额分别提高到当地职工年平均工资、当地居民年可支配收入和全国农民年人均纯收入的 6 倍以上, 且均不低于 5 万元; 住院费用报销比例和门诊统筹范围不断提高。

图 7: 新农合参保人数不断上升, 参保率将上升至 100%



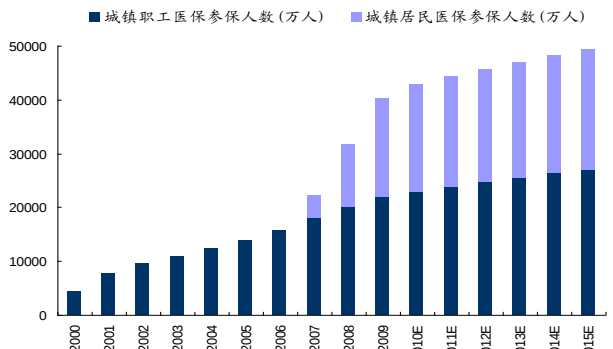
数据来源: 卫生部、人保部、国信证券经济研究所

图 8: 新农合筹资、支出、补偿受益人数不断上升



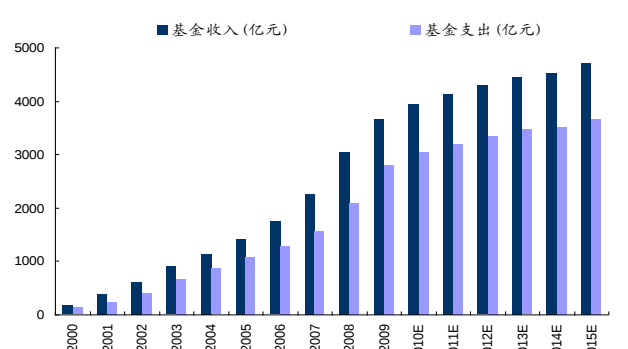
数据来源: 卫生部、人保部、国信证券经济研究所

图 9: 城镇(职工、居民)医保参保人数不断上升



数据来源: 卫生部、人保部、国信证券经济研究所

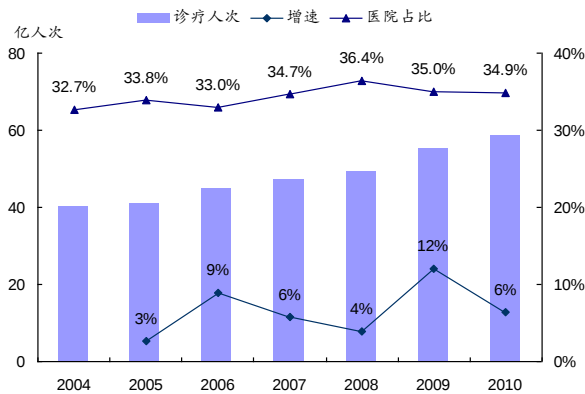
图 10: 城镇(职工、居民)医保筹资、支出不断增加



数据来源: 卫生部、人保部、国信证券经济研究所

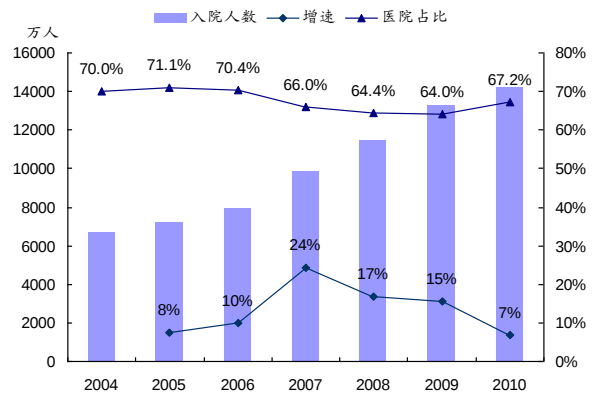
- **方向明确：**新医改大方向是明确的，目标是于 2020 年基本建成覆盖城乡居民的基本医疗卫生制度，而 09-11 是产业链基础建设和结构性改善期、医药卫生体制五项重点改革在此期间也在稳步推进。我们认为医保最初是做到全覆盖，但保障的水平较低，随后会有一个根据实际情况逐步提高的过程。从其它国家的实践来看，医疗保障覆盖全体国民也并非医改成功的标志，而是医改正式启动的标志。只有全覆盖的模式确定了，医改的框架才能大致确定。

图 11：诊疗人次—上升，其中医院占比下降



数据来源：卫生部，国信证券经济研究所

图 12：入院人数上升，其中医院占比上升

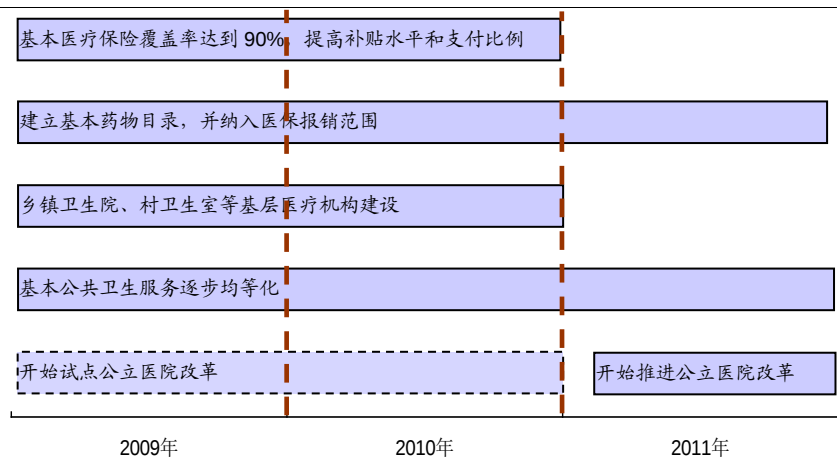


数据来源：卫生部，国信证券经济研究所

道路曲折——挑战无处不在

新医改始于 2009 年，从已经颁布和实施的配套政策看，初期三年规划的五项内容基本按部就班实施（参见附录 1）。医改是世界性难题，加之我国区域经济发展极不平衡、大国医改必然要在“改革-试错-改革”中前行。

图 13：新医改方案 2009-2011 年三年规划图



数据来源：《医药卫生体制改革近期重点实施方案（2009-2011 年）》、国信证券经济研究所

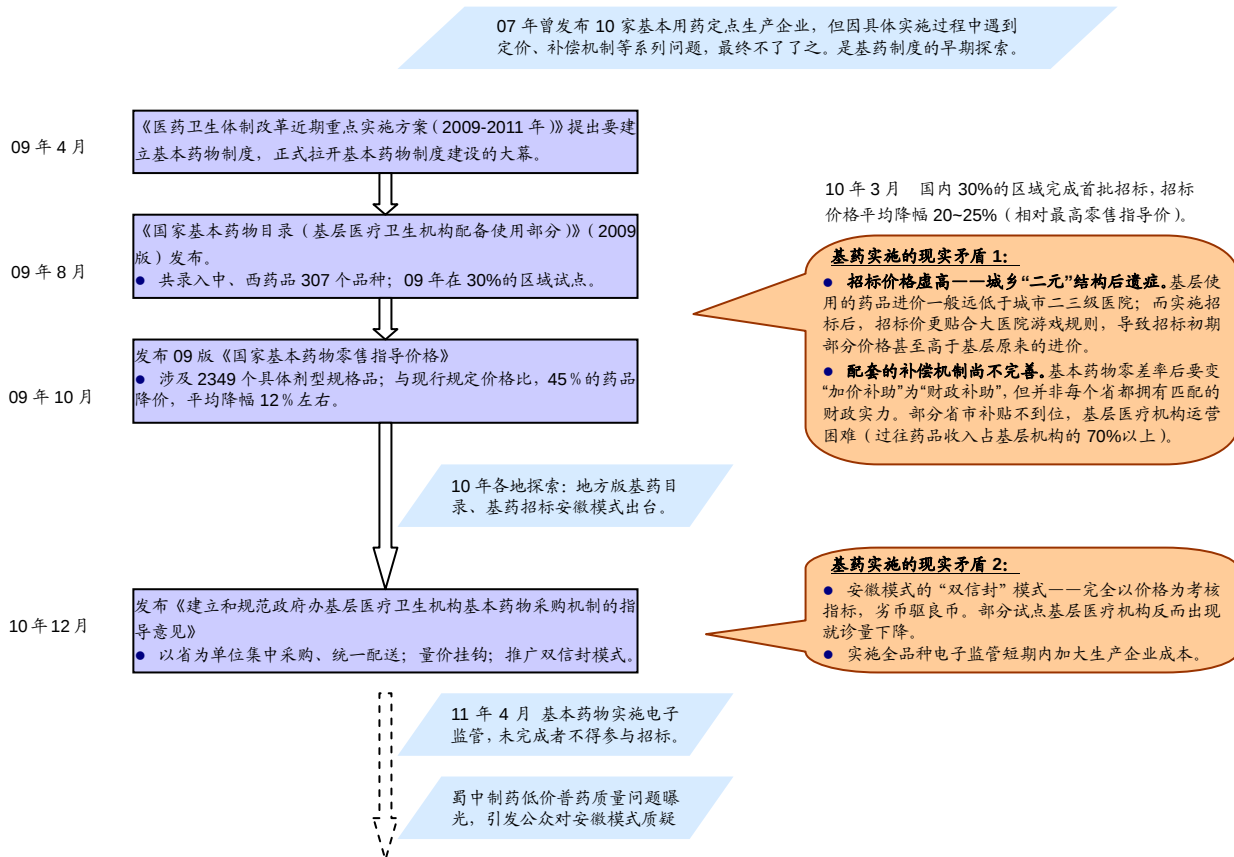
回顾基本药物制度建设目标：2011 年初步建立框架；到 2020 年才全面实施——这一目标时间距今尚有 10 年，制度本身留有很长的回旋、变化的时间窗。当下正是新框架建设的初期，正是问题和矛盾涌现最多、谋求各种解决方案探索最多的

时期，产业变革浪潮下对企业而言只能是“适者生存、强者发展”。面对变革初期的政策环境，投资策略上我们战术性重视，但战略上对优质企业“风物长宜放眼量”，中国医药产业最终能长大的企业多数不会出现在低端制造业中。

基本药物放量暂未显现，“唯低价是取、劣币驱良币”现象令业界担忧，“安徽模式”还能走多远？

作为改革任务的一项重要新生事务，基本药物制度在近几年的探索中的变革体现得尤为明显。从 09 年开始实施基药制度以来，陆续颁布了基本药物目录、基本药物零售指导价、采购政策、电子监管政策。真正开始招标是从 10 年初开始实施，实际开展时间仅 1 年多。从下图我们可以清晰的看到，政策制定一直在“发布实施—发现问题—配套政策—再实施—发现新问题……”的程序中运行。

图 14：基本药物制度变革路径图



回顾 09 年颁布的国家基本药物制度建设目标：**2011 年初初步建立框架；到 2020 年才全面实施**——这一目标时间距今尚有 10 年，制度本身留有很长的回旋、变化的时间余地。新框架建设的初期，正是问题涌现最多、谋求各种解决方案探索最多的时期。毫无疑问，未来 10 年基本药物制度还将继续在动态中调整。

资料来源：发改委、卫生部、国信证券经济研究所。

如图 14 所示，比较突出的是基本药物首批招标后，发现招标价格虚高，于是探索出了“安徽模式”，但又几乎完全以价格为考量指标，出现“劣币驱良币、合格的假药”现象，引起业内极大反响和质疑。今年 5 月有关监管部门开始调查一批原料

涨价压力凸显、但中标价超低的基本药物的质量；此时，以“超低价普药”著称的蜀中制药爆出质量制假问题。。“安徽模式”面临危机！

虽然触发行业最敏感的神经，但由于当前基本药物所占药品市场的份额还很小，因此可以放心的是，这样一个本身尚不成熟、还在动态调整中的制度还很难扩散到80-90%的主流医院市场。当然，对于这个虽小但未来增长潜力巨大的基层市场，如果下半年其招标模式得以“纠错”，无疑将具有积极意义。

永不落地的靴子——药品降价

09年11月《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录(2009年版)》发布，除了基本药物价格调整，11年3月首批对部分抗微生物类和循环系统类药品最高零售价格进行调整。预计发改委还将分批分次对09版医保目录药品进行调价，除此处的抗微生物和循环系统药物之外，预计将对激素及调节内分泌功能药物、神经系统用药物、以及中药等其它类药品价格也将陆续出台另外2-3次调价动作。

调价是由于各省的药品招标过程中会由“市场竞争”形成实际执行价，发改委的政策将考虑到其管制的“最高零售价”应尽可能地贴近市场实际价格，实际是挤掉“最高零售价”和“实际招标价”之间的泡沫，间接影响实际招标价，而非直接影响出厂价。

再次强调：药品作为特殊商品，政府永远会参与管制，全球如此，未来如此。中国医药产业已经在27次降价中发展壮大，未来将继续伴随着降价成长。

表 3：1997-2010 年发改委 27 次药品调价一览

次数	时间	降价范围	平均降幅	年降价总额(亿元)
1	1997 年 10 月	15 种抗生素和 32 种生物制品	15%	20
2	1998 年 4 月	解热镇痛类等 38 种药品	10%	15
3	1999 年 4 月	21 种头孢类中管药品	20%	20
4	1999 年 6 月	西力欣等 150 种进口药品	5%	8
5	1999 年 8 月	降纤酶等 2 种生化药品	15%	1.2
6	2000 年 1 月	人血白蛋白等 12 种中管生物制品	10%	3.4
7	2000 年 6 月	头孢拉定等 9 种药品	15%	12
8	2000 年 10 月	氨苄青霉素等 21 种抗感染药品	20%	18
9	2001 年 4 月	医保目录 69 种抗感染药品	20%	20
10	2001 年 7 月	医保目录 49 种中成药	15%	4
11	2001 年 12 月	抗肿瘤、循环系统用药、神经系统用药以及治疗精神障碍等医保目录 383 种化学药	20%	30
12	2002 年 12 月	消化道、血液系统及诊断用药等医保目录 199 种化学药	20%	20
13	2003 年 3 月	公布医保目录种 267 种中成药的最高零售价，其中甲类 67 种，乙类 200 种	14%	15
14	2003 年 4 月	调整枸橼酸芬太尼等 3 种特殊药品价格	——	——
15	2004 年 6 月	大幅调低 24 种抗感染类药物价格	30%	35
16	2004 年 7 月	18 种药品单独定价方案	——	——
17	2005 年 10 月	下调抗生素、生物制品、维生素等 22 种药品价格	40%	40
18	2006 年 6 月	67 种抗肿瘤药	23%	23
19	2006 年 8 月	调整 99 种抗生素最高零售价	30%	43
20	2006 年 11 月	32 种中成药肿瘤用药	14.50%	13
21	2007 年 1 月	调整心脑血管等 10 类 354 种药品的最高零售价格	20%	70
22	2007 年 2 月	278 种中成药内科用药最高零售价格	15%	50
23	2007 年 4 月	调整 188 种中成药的零售价格	16%	16
24	2007 年 5 月	制定吡嗪酮等 260 种药品最高零售价格，70%降价	19%	50
25	2009 年 10 月	制定基本药物（基层版）最高零售指导价，共 307 种，其中 45%降价	12%	未公布
26	2010 年 11 月	降低头孢曲松等部分单独定价药品的最高零售价格，涉及抗生素、心脑血管等 17 大类药品。	19%	20
27	2011 年 3 月	降低部分抗微生物类和循环系统类药品最高零售价格，共涉及 162 个品种。	21%	100

资料来源：发改委、国信证券经济研究所

只会越来越严格的监管政策&行业标准

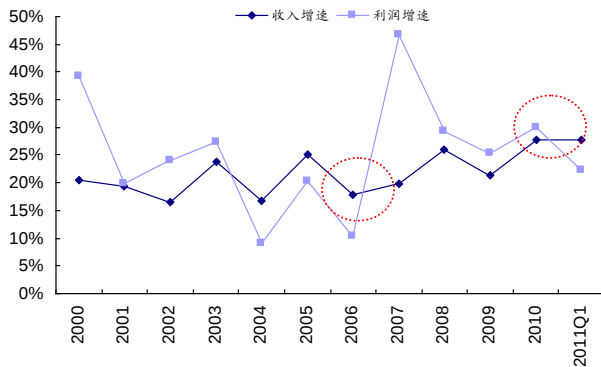
- **监管严格和标准提升短期必然带来企业相关成本上升:**
 - ✓ 2010 年 10 月实施新版药典, 对 70 % 的原有标准进行了完善或者提高;
 - ✓ 2011 年 3 月实施新版 GMP, 最长 5 年过渡期;
 - ✓ 2011 年 4 月实施基本药物电子监管, 未入网者不得参与招标;
 - ✓ 2011 年 7 月即将实施新的抗菌药物管理办法, 对抗菌药物实施分级管理;
 - ✓ 药品审批越来越难, 标准提升、进度缓慢.....
- **我们还要看到, 除了监管政策, 医药产业作为国家重点发展的高科技&新兴产业还同时享有多个发展规划的政策性扶持:**
 - ✓ 11 年 5 月发布的《全国药品流通行业发展规划纲要 (2011-2015) 》
 - ✓ 有望 11 年下半年发布的《2010-2015 生物医药产业十二五规划》
- **我们同时更注意到龙头企业不惧监管, 反而将受益于行业标准提升带来的市场集中度提升:**
 - ✓ 多个龙头企业直接参与行业标准的制定;
 - ✓ 优质企业、龙头企业早几年已经在按照欧盟、FDA 美国标准建设厂房, 并陆续通过国际认证: 如海正药业、一致致君等;
 - ✓ 停滞 3 年多的中药注射剂审批开闸后, 优势企业天士力注射用丹参多酚酸率先获批;
 - ✓ 流通行业十二五规划明确提出将扶持形成 1-3 家年销售额过千亿的全国性大型医药商业集团; 20 家年销售额过百亿的区域性药品流通企业。

行业运行数据分析

11 年 Q1: 高基数基础上收入稳定增长

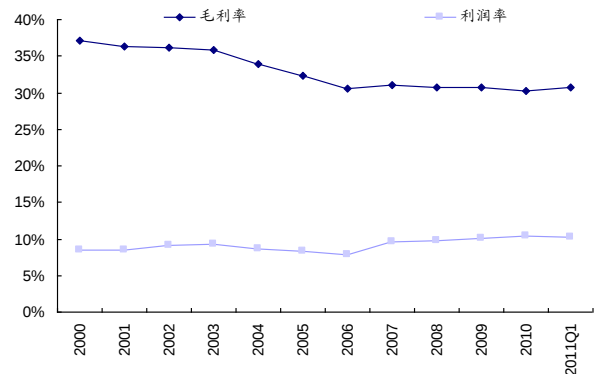
2011 年 Q1 医药工业实现收入 2930 亿元, 利润总额 300 亿元, 分别同比增长 27.81%、22.29%。行业在 10 年高增长 (收入增速 27.70%, 利润增速 29.98%) 的基础上, 继续保持稳定增长, 但自 07 年以来医药行业一直效益型增长, 此次是首次出现利润增速<收入增速。原因主要是 11 年 1-2 月医药工业毛利率同比下降 1.73 个百分点。从各子行业数据看, 普遍面临成本上升压力, 毛利率均有下降, 其中生物制品和中成药子行业分别同比下降 4.16 和 3.30 个百分点。受毛利率下降影响, 医药工业利润率同比略微下降 0.22 个百分点, 至 10.10%。

图 15: 2000-2011.3 医药工业收入和利润增速



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所

图 16: 2000-2011.3 医药工业毛利率和利润率



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所

表 4: 2011 年 1-2 月医药行业各子行业收入和利润 (单位: 亿元)

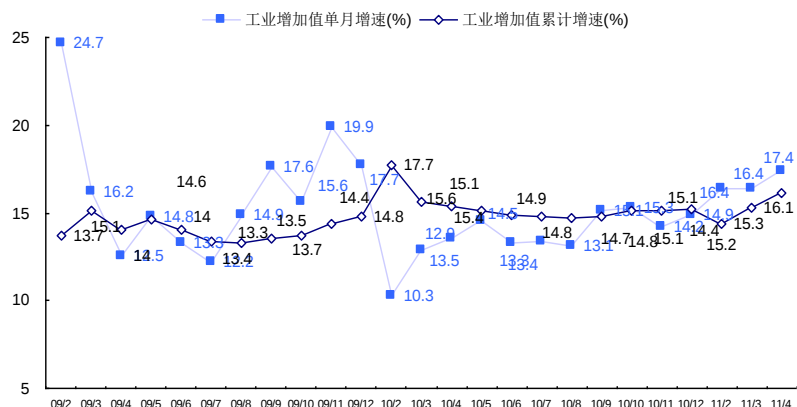
2011 年 1-2 月	医药工业	化学制剂	化学原料药	生物制药	中成药	中药饮片	医疗器械
收入	1787	561	380	164	399	101	158
增速	27.74%	23.81%	22.63%	27.55%	30.59%	47.52%	26.56%
利润	180	66	30	21	38	8	13
增速	22.30%	16.95%	15.85%	28.86%	23.62%	62.40%	12.13%
毛利率	30.62%	39.51%	21.40%	29.27%	33.37%	19.92%	23.53%
同期变动	-1.73%	-0.26%	-1.85%	-4.16%	-3.30%	-1.88%	-1.42%
利润率	10.10%	11.78%	7.91%	12.67%	9.65%	8.25%	8.36%
同期变动	-0.22%	-0.59%	-0.18%	0.19%	-0.48%	1.32%	-0.40%

资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所

11 年 4 月医药工业增加值增速加快

11 年 4 月, 医药制造业工业增加值增速为 17.40%, 环比 3 月份增速提高 1 个百分点, 同比 10 年增速提高 3.9 个百分点。前 4 个月累计增速为 16.1%, 高于 10 年同期 0.7 个百分点。

图 17: 09.2-11.4 医药工业增加值单月增速与累计增速



资料来源: 国信证券经济研究所

医药上市公司业绩趋势

10 年：高基数上保持较快增长

- **效益型增长。**我们统计的 165 家医药公司 10 年共实现营业收入 3439 亿元，增长 18.85%，剔除短期投资收益和营业外收支，利润总额在 09 年高基数上，同比增长 25.80%，显示较快增长。
- **成长仍是主旋律——52%的公司业绩增速超过 20%。**净利润增速 100%以上的 22 家、增速 50~100%的 18 家、增速 20~50%的 43 家。增速在 20%以上的 83 家公司占医药上市公司数量的 52%，占板块净利润的 54%。
- **行业面临原材料成本压力，但费率下降使盈利能力保持稳定。**受原材料、人工等成本上升、药品降价影响，毛利率小幅下降 0.36 个百分点至 29.07%。10 年大量超募资金抵消利率上升影响，使板块财务费用小幅下降。

Q1 毛利率下滑拉低实际利润增速，11 年成本压力有望逐季减缓

- **收入保持较快增长。**我们统计的 143 家医药公司 11Q1 年共实现营业收入 898 亿元，增长 21.48%，剔除短期投资收益和营业外收支，利润总额增长 10.62%。44%的公司业绩增长超过 20%。
- **11 年面临更明显成本压力，但有望逐季减缓。**1) 成本压力加大。10 年成本逐季上升，11Q1 的压力同比最大。此外，去年是名义成本高（因还可以用过往采购的存货），今年实际成本高。2) 基药招标采购中基药普药价格下滑，普药企业面临“限价”+“成本”双重压力。3) 11Q1 原料药价格下行，毛利率同比下降 6.13 个百分点至 22.97%。

表 5：A 股医药板块 2010A，2011Q1 主要财务指标对比（亿元）

	2009A	2010A	同比变动	2010Q1	2011Q1	同比变动
营业总收入	2893	3439	18.85%	739	898	21.48%
营业成本	2042	2439	19.47%	515	646	25.46%
毛利率	29.43%	29.07%	-0.36%	30.39%	28.11%	-2.28%
销售费用	330	387	17.25%	84	97	15.20%
营业费用率	11.42%	11.27%	-0.15%	11.38%	10.79%	-0.59%
管理费用	200	230	15.48%	50	55	10.38%
管理费用率	6.90%	6.70%	-0.20%	6.80%	6.18%	-0.62%
财务费用	32	31	-2.88%	8	8	6.03%
财务费用率	1.12%	0.91%	-0.20%	1.04%	0.90%	-0.13%
公允价值变动净收益	5	0	-91.32%	0	0	-1422.78%
投资净收益	56	35	-37.79%	9	16	77.01%
对联营企业和合营企业的投资收益	14	17	18.97%	4	5	27.83%
营业利润	313	353	12.62%	86	101	17.19%
营业外收支净额	23	22	-3.54%	2	5	139.63%
利润总额	336	374	11.52%	88	106	20.11%
扣除短期投资收益和营业外收支后的利润总额	265	334	25.80%	81	90	10.62%
所得税	55	59	7.71%	14	18	25.92%
实际所得税率	16.30%	15.74%	-0.56%	16.21%	16.99%	0.78%
归属母公司股东的净利润	263	297	12.75%	69	83	20.05%

数据来源：wind、国信证券经济研究所

医药板块 2011 中报业绩预览

目前共有 41 家公司（主要是中小板）公布业绩预告，其中预增 33 家（其中 12 家预增 30% 以上，占有发布预告公司数量的 29%），预减/亏损 8 家。

回顾：上述 41 家公司 10 年中报：业绩增长的 30 家（其中 22 家预增 30% 以上，占有发布预告公司数量的 54%），预减/亏损 8 家（3 家新股未公布数据）。

11 年中小板高增长的公司数量占比有明显下降。

表 6：2011 年医药上市公司中报业绩预盈/预亏公司一览表（截至 2011.05.10）

证券代码	证券简称	10 中报增速	11 中报业绩预告摘要	业绩变动简要说明
业绩预增：1）主业增长				
002118.SZ	紫鑫药业	30%	增长 338%-357%	中成药销售稳步增长；本期人参销售继续良好，而上年同期无。
002020.SZ	京新药业	322%	增长 110%-160%	主营业务收入增长
002424.SZ	贵州百灵	37%	增长 90%-120%	产品销量平稳增长，银丹心脑通、金感胶囊等盈利能力较强品种快速增长，咳速停糖浆及胶囊保持稳定增长。
002038.SZ	双鹭药业	14%	增长 50%-80%	销售收入和利润增加，公司参股公司收益增加。
002223.SZ	鱼跃医疗	76%	增长 50%-80%	募投项目逐步投产，主要产品产能大幅提高，产品产销两旺。
002422.SZ	科伦药业	54%	增长 40%-60%	收入持续增长；产品结构优化、软塑包装大容量输液产品比重上升；新产品销售量增长
000705.SZ	浙江震元	52%	增长 30%-70%	主营业务将继续保持较好
002198.SZ	嘉应制药	31%	增长 30%-50%	营业收入增长；对湖南金沙的长期股权投资收益增长。
002365.SZ	永安药业	-17%	增长 20%-50%	目前牛磺酸价格已经回升，销售形势良好，预计二季度产销量将有较大增长。
002262.SZ	恩华药业	44%	增长 20%-50%	主营业务收入稳定增长
002099.SZ	海翔药业	237%	增长 10%-40%	收入增长，4-AA 等培南类系列产品销售占比提高
002332.SZ	仙琚制药	46%	增长 10%-30%	主营业务稳定增长
002462.SZ	嘉事堂	63%	增长 10%-30%	主营业务将继续保持较好
002317.SZ	众生药业	36%	增长 10%-30%	营销网络建设初显成效，营业收入规模扩大，但受原材料价格、能源及人工成本上涨等通胀因素
002566.SZ	益盛药业		增长 10%-30%	主导产品需求旺盛，业务持续稳定增长。
002294.SZ	信立泰	102%	增长 5%-30%	主要产品继续保持稳定增长
002433.SZ	太安堂	17%	增长 0%-50%	加大营销与区域销售拓展力度，加强销售网络覆盖。
002001.SZ	新和成	53%	增长 0%-20%	主导产品 VE、VA 及募投项目产品的销量同比有所增加。
002437.SZ	誉衡药业	28%	增长 0%-30%	加强主要产品市场开拓力度；加强管理、优化费用结构。
002022.SZ	科华生物	10%	增长 0%-30%	业绩保持平稳增长
002030.SZ	达安基因	19%	增长 0%-30%	业绩保持平稳增长
002004.SZ	华邦制药	-24%	增长 0%-30%	经营稳定
002551.SZ	尚荣医疗		增长 0%-30%	行业形势向好，需求上升；公司积极开拓市场
002219.SZ	独一味	39%	增长 0%-30%	略有增长
002275.SZ	桂林三金	-5%	增长 0%-30%	
002287.SZ	奇正藏药	5%	增长 0%-30%	销售收入增长，公司盈利能力增强。
002390.SZ	信邦制药	33%	增减变动-5%-25%	原辅材料涨价；产品销售稳中有升；上年获政府上市奖励 500 万，本期无。
002412.SZ	汉森制药	50%	增减变动-10%-15%	物价上涨及工薪结构调整；10H1 包含政府补助 555 万。
002252.SZ	上海莱士	38%	增减变动-10%-20%	销量基本持平；部分产品平均出厂销售价格较上年有所上升，但成本费用亦有可能增加。
002432.SZ	九安医疗	6%	增减变动-15%-15%	欧洲市场订单回暖，生产任务饱满；生产线用工紧张缓解。
002370.SZ	亚太药业	-18%	增减变动-20%-20%	生产经营保持稳定
业绩预增：2）非经常性损益				
002349.SZ	精华制药	32%	增长 80%-110%	政府补贴产生重大影响；主导产品中成药产销稳定增长。
002393.SZ	力生制药	17%	增长 50%-80%	转让武田 25% 股权形成的投资收益
业绩下降/亏损：1）化学原料药产品价格下跌				
002399.SZ	海普瑞	127%	下降 30%-50%	产品价格下降
002550.SZ	千红制药		下降 10%-20%	肝素原料药销量和销售价格有所下降
000597.SZ	东北制药	-46%	下降 91%-97%	VC 市场竞争激烈，价格大幅度下降，同时因能源、原材料等价格上涨。
002019.SZ	鑫富药业	亏损	亏损 1100-1600 万	主导产品主要原材料价格上涨；研发费用增加；财务费用增加；安庆子公爆炸事故造成损失。
600812.SH	华北制药	164%	下降 50% 以上	VC 和国家基本药物价格大幅下降，非基本药物价格下调；同时，原辅材料、动力

价格不断上涨，

业绩下降/亏损：2) 主业下降

002007.SZ	华兰生物	300%	下降 0%-30%	不考虑剩余 714 万剂甲流疫苗确认。
002166.SZ	莱茵生物	亏损	亏损 700-1000 万	2 季度以来销售情况较一季度有了较大的改善
002107.SZ	沃华医药	亏损	亏损 100-500 万元	主导产品心可舒片未能进入 09 基药目录，县级及以下社区医疗机构超预期大幅下滑。

数据来源：Wind 资讯、国信证券经济研究所。（10 年 EPS 按现有股本摊薄）

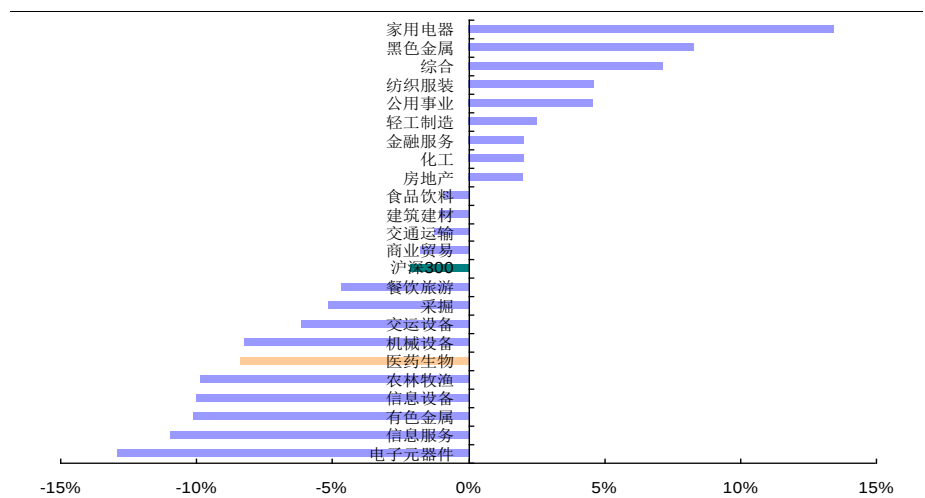
我们预计 11H2 行业收入增速 > 23%，但利润增速 < 收入增速

- 在医药需求刚性增长基础上，医保覆盖和支付水平提升继续带来市场扩产，推动医药行业收入保持较快增速。
- 从去年以来行业&上市公司业绩均显示毛利率下降，且 11Q1 较 10 年下降的更明显，显示成本压力继续：1) 原料成本上升：上游化工、粮食等原料价格继续上涨由于 10 年原料价格逐月上升，11 Q1 成本压力最大，但 11Q2 仍需消耗高成本库存。2) 监管成本上升：新版 GMP 标准提高，增加生产线改造成本；新版药典实施，质量标准提高带动相关管理成本上升。
- 3 月份国家发改委已经开始对医保品种进行降价，基本药物招标偏向低价中标，生产企业普遍面临降价压力。
- 大宗原料药品种价格普遍低于去年同期，同时上游成本不断上升，化学原料药企业面临双重压力。

板块表现和估值评价

2011 年 1~5 月消化高估值，医药板块跑输大盘：2010 年医药板块收益率排所有行业第一，并取得相对沪深 300 高达 44% 的超额收益。2011 年至今医药指数下跌 7.73%，而同期沪深 300 仅微跌 0.24%，医药板块跑输大盘，在各行业中跌幅居前。

图 18：2011 至今（2011.1.1~2011.5.20）各行业收益率比较（%）



数据来源：wind、国信证券经济研究所

估值压力已大幅缓解，处合理偏低水平。根据 wind 一致预期以整体法和算术平均计算下的医药板块 11PE 为 27.66X、12PE 为 21.6X，相对沪深 300 溢价 134.8%。相对历史水平而言，板块整体的绝对估值水平仍处于历史偏低位置，而相对估值水平处于历史中位。连续调整 6 个月后，估值压力已经相对 2010 年底最高时点（板块 PE>33X，估值溢价>200%）已经大幅降低。

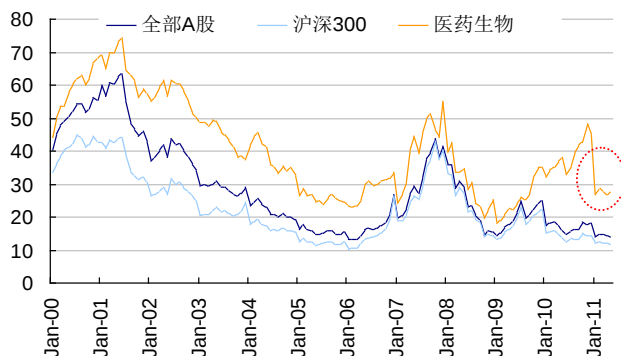
表 7：最新医药股和大盘 PE(2011/05/21)

	2011 年 整体法	2011 年 算术平均	2012 年 整体法	2012 年 算术平均
预测 PE 值				
医药板块	27.66	36.36	21.6	26.78
医药重点公司	25.98	28.19	20.72	22.21
全部 A 股	13.87	32.91	11.57	25.85
沪深 300	11.78	23	9.89	17.78
医药股相对溢价率				
医药板块/沪深 300-1	134.80%	58.09%	118.40%	50.62%
医药板块/全部 A 股-1	99.42%	10.48%	86.69%	3.60%

数据来源：wind、国信证券经济研究所

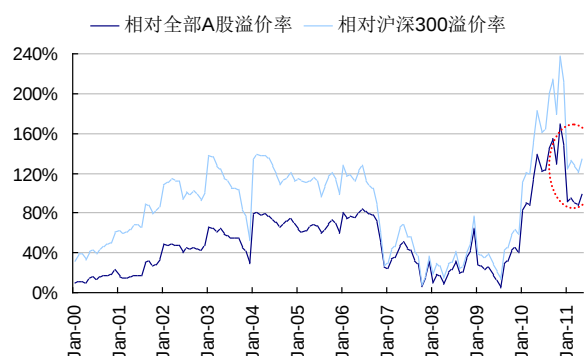
板块调整伴随着机构减配，资金面压力亦明显缓解。目前公募基金对医药股的配置整体仍处于超配状态（相对医药行业标准配置），但配置比重在最近 3 个季度持续下降：占基金股票投资市值比重已从 10 年 Q2 的高峰 11.76%一路下降至 11Q1 的 7.56%、占基金净值的比重也从 10Q3 的高峰 8.05%下降至 5.30%。机构减配伴随着板块连续 6 个月的调整，资金面压力亦明显缓解。

图 19：2000~2011.05 医药股和大盘 PE 比较



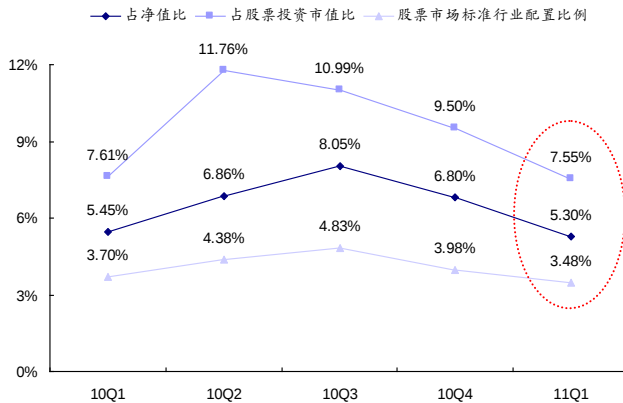
资料来源：wind，国信证券经济研究所

图 20：2000~2011.05 医药股相对大盘 PE 溢价率



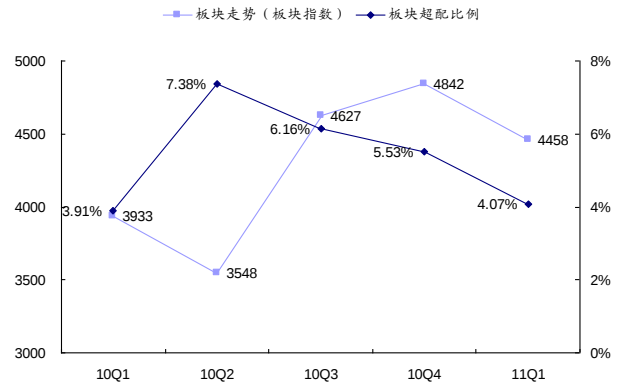
资料来源：wind，国信证券经济研究所

图 21: 2010Q1~2011Q1 基金持有医药股情况



资料来源: wind, 国信证券经济研究所

图 22: 2010Q1~2011Q1 医药板块走势 VS 机构超配比例



资料来源: wind, 国信证券经济研究所

附录:

附表 1: 新医改 2009-2011 年 3 年规划

医药卫生体制改革近期重点实施方案 (2009—2011 年)		医药卫生体制五项重点改革 2009 年工作安排	医药卫生体制五项重点改革 2010 年度主要工作安排	医药卫生体制五项重点改革 2011 年度主要工作安排
扩大覆盖面	3 年内城镇职工医保、城镇居民医保、新农合参保率均提高到 90% 以上。 新农合和城镇居民医保人均每年提高到 120 元补助。	城镇职工、城镇居民医保参保人数达到 3.9 亿,比 08 年增加 7200 万; 新农合参保率稳定在 90% 以上。 新农合和城镇居民医保人均每年 80 元补助。 三者最高支付限额提高到当地职工年平均工资、居民可支配收入和农民人均纯收入的 6 倍左右。	城镇职工、城镇居民医保参保人数达到 4.1 亿人; 新农合参保率稳定在 90% 以上。 新农合和城镇居民医保人均每年提高到 120 元补助。 三者最高支付限额提高到当地职工年平均工资、居民可支配收入和农民人均纯收入的 6 倍以上。	城镇职工、居民医保参保人数 4.4 亿, 参保率均达到 90% 以上; 新农合参保率稳定在 90% 以上。 新农合和城镇居民医保人均每年提高到 200 元补助。 三者最高支付限额提高到当地职工年平均工资、当地居民年可支配收入和全国农民年人均纯收入的 6 倍以上,且均不低于 5 万元。
一、加快推进基本医疗保障制度建设	提高保障水平 城镇职工医保、城镇居民医保、新农合最高支付限额分别提高到当地职工年平均工资的 6 倍左右、居民可支配收入的 6 倍左右,当地农民人均纯收入的 6 倍以上。 规范医保基金管理 新农合统筹基金当年结余率原则上控制在 15% 以内,累计结余不超过当年统筹基金的 25%。 完善城乡医疗救助制度 资金使用救助资金,简化救助资金审批发放程序。 提高医保管理服务水平 探索建立医保经办机构与医药服务提供方的谈判机制和付费方式改革。	50% 统筹地区三者住院费用报销比例比 08 年分别提高 5 个百分点。 30% 的统筹地区开展城镇居民医保门诊费用统筹试点,三分之一的统筹地区新农合门诊费用统筹得到巩固完善。	城镇居民医保和新农合政策范围内住院费用报销比例达到 60% 以上。 城镇居民医保门诊统筹扩大到 60% 统筹地区,新农合门诊统筹达到 50% (力争 60%) 统筹地区,城镇职工医保在有条件地区先行探索。	城镇居民医保、新农合政策范围内住院费用支付比例力争达到 70% 左右。 普遍开展城镇居民医保、新农合门诊统筹,积极探索职工医保门诊统筹。
二、初步建立国家基本药物制度	建立基药目录遴选调整管理机制 基药目录定期调整更新,09 年颁布基药目录。 初步建立基药供应保障体系 政府办医疗机构使用的基本药物,由省级人民政府指定的机构公开招标采购,由招标选择的配送企业统一配送且实行零差率销售。 建立基药优先选择和合理使用制度 09 年起政府办基层医疗机构全部配备和使用基药,其他各类医疗机构也都必须按规定使用基本药物。	颁布基药目录及零售指导价 30% 的政府办基层医疗卫生机构实施基本药物制度并实行零差率销售,实行省级集中网上公开招标采购、统一配送;基本药物全部纳入医保目录,报销比例明显高于非基本药物。	大力推广就医“一卡通”等办法;推行按人头付费、按病种付费、总额预付等支付方式。 不少于 60% 的政府办基层医疗卫生机构实施基药制度并实行零差率销售;落实以省(区、市)为单位招品规、招数量、招价格、招厂家,逐步实现基药全省(区、市)统一价;适时调整零售指导价。	继续推广就医“一卡通”等办法;改革医保支付方式,大力推行按人头付费、按病种付费、总额预付。 所有政府办基层医疗卫生机构实施基本药物制度并实行零差率销售,实行以省(区、市)为单位集中采购、统一配送;鼓励各地采用“双信封”招标制度。
三、健全基层	加强基层医疗卫生机构建设 三年内中央重点支持 2000 所左右县级医院(含中医院)建设,使每个县至少有 1 所县级医院基本达	制定并出台基层医疗卫生机构建设标准;支持 986 个县级医院(含中医院)、3549 个中心乡镇卫生	在 09 年基础上,再支持 830 个左右县级医院(含中医院)、1900 个左右中心乡镇卫生院、1256 个左右城	在前两年基础上再支持 300 所以上县级医院(含中医院)、1000 所以上中心乡镇卫生院和 13000

医疗 卫生 服务 体系		到标准化水平。 09 年全面完成中央规划支持的 2.9 万所乡镇卫生院建设任务，再支持改扩建 5000 所中心乡镇卫生院，每个县 1—3 所。 三年内新建、改造 3700 所城市社区卫生服务中心和 1.1 万个社区卫生服务站。	院和 1154 个城市社区卫生服务中等基层医疗卫生机构建设。	市社区卫生服务中心和 8000 个以上村卫生室建设。	个以上村卫生室建设，使每个县至少有 1 所县级医院基本达到二级甲等水平、有 1-3 所达标的中心乡镇卫生院，每个行政村都有卫生室，每个街道都有社区卫生服务机构。
	加强基层医疗卫生队伍建设	免费为农村定向培养全科医生和招聘执业医师计划等。	制定以全科医生为重点的基层医疗卫生队伍建设规划，并启动实施。	启动实施以全科医生为重点的基层医疗卫生队伍建设规划。	加强以全科医生为重点的基层医疗卫生队伍建设
	改革基层医疗卫生机构补偿机制	基层医疗卫生机构运行成本通过服务收费和政府补助补偿。	落实财政补助政策，并与基本药物零差率销售政策衔接一致。	进一步完善补偿机制，积极探索多渠道补偿，落实政府办基层医疗卫生机构实行基本药物零差率销售后的政府投入政策。	建立稳定长效的多渠道补偿机制。落实专项补助以及经常性收支差额补助，具备条件的地区可以实行“收支两条线”。
	转变基层医疗卫生机构运行机制				
四、促进基本公共卫生服务逐步均等化	基本公共卫生服务覆盖城乡居民	制定基本公共卫生服务项目，明确服务内容。			
	增加国家重大公共卫生服务项目 加强公共卫生服务能力建设 保障公共卫生服务所需经费	继续实施结核病、艾滋病等重大疾病防控和国家免疫规划、农村妇女住院分娩等重大公共卫生项目。重点改善精神卫生、妇幼卫生、卫生监督、计划生育等专业公共卫生机构的设施条件。 09 年人均基本公共卫生服务经费标准不低于 15 元，11 年不低于 20 元。	启动建立 9 类国家基本公共卫生服务项目；开展对 15 岁以下人群补种乙肝疫苗等 5 个公共卫生服务项目；人均基本公共卫生服务经费不低于 15 元。	完善 9 类基本公共卫生服务；继续开展对 15 岁以下的人群补种乙肝疫苗等 6 个公共卫生服务项目。	全面开展 9 类基本公共卫生服务；完成对 15 岁以下的人群补种乙肝疫苗等 6 个公共卫生服务项目；人均基本公共卫生服务经费标准提高到 25 元。
五、推进公立医院改革试点	改革公立医院管理体制、运行和监管机制	积极探索政事分开、管办分开的有效形式。	研究拟定推进医药分开、逐步取消药品加成、增设药事服务费、调整医疗服务价格的政策，使试点公立医院逐步实现由服务收费和政府补助进行补偿；按照先行试点、逐步推开的原则进行，2009 年在东、中、西部地区选择 12 个左右具备一定条件的地级市，在 100 所左右公立医院进行改革试点。		
	推进公立医院补偿机制改革 加快形成多元办医格局 09 年开始试点，11 年逐步推开	逐步将公立医院补偿由服务收费、药品加成收入和财政补助改为服务收费和财政补助两个渠道。 鼓励民营资本举办非营利性医院。		重点在 16 个城市开展公立医院改革试点，各省（区、市）可自主选择 1 至 2 个城市开展公立医院改革试点。	在 16 个公立医院改革试点城市加快推进综合改革，鼓励在政事分开、管办分开、医药分开、营利和非营利分开等重点难点问题上大胆探索。

资料来源：国务院、国信证券经济研究所

附表 2：09 年以来颁布的新医改及配套政策

	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 个以上专利到期新药品种。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。 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。
	10/11/09	《关于加快医药行业结构调整的指导意见》	
	11/4/1	《外商投资产业指导目录（修订征求意见稿）》	国家加强在中药领域的保护：此前，中药材的种植还是鼓励外资进入的，现在已经限制外资的进入，而列入《野生药材资源保护条例》和《中国珍稀、濒危保护植物名录》的中药材加工，中药饮片的蒸、炒、炙、煨等炮制技术的应用及中成药保密处方产品更是禁止外资染指； - 新型避孕器具、艾滋病疫苗、丙肝疫苗、避孕疫苗及宫颈癌、疟疾、手足口病等新型疫苗，以及高端医械、医院都被纳入鼓励范围；国家计划免疫疫苗划为禁区；药品流通行业为外资设置了准入障碍；

新医改政策	11/4/25	《产业结构调整指导目录（2011 年本）》	● 2011 年 6 月 1 日起施行，限制类医药相关品种 和装备： ● 1、新建、扩建古龙酸和维生素 C 原粉（包括药用、食品用和饲料用、化妆品用）生产装置，新建药品、食品、饲料、化妆品等用途的维生素 B1、维生素 B2、维生素 B12（综合利用除外）、维生素 E 原料生产装置。 ● 2、新建青霉素工业盐、6-氨基青霉烷酸（6-APA）、化学法生产 7-氨基头孢烷酸（7-ACA）、7-氨基-3-去乙酰氨基头孢烷酸（7-ADCA）、青霉素 V、羧苄青霉素、羟苄苄青霉素、头孢菌素 c 发酵、土霉素、四环素、氯霉素、安乃近、扑热息痛、林可霉素、庆大霉素、双氢链霉素、丁胺卡那霉素、麦迪霉素、柱晶白霉素、环丙氟哌酸、氟哌酸、氯磺酸、利福平、咖啡因、柯柯豆碱生产装置。 ● 3、新建紫杉醇（配套红豆杉种植除外）、植物提取法黄连素（配套黄连种植除外）生产装置 ● 4、新建、改扩建药用丁基橡胶塞、二步法生产输液用塑料瓶。
	11/4/28	《医药卫生中长期人才发展规划（2011-2020 年）》	● 卫生人员总量增加：提出到 2020 年达到 1255 万人，比 10 年的 821 万人增加 52.86%。 ● 基层医疗卫生人员大幅增加：2009 年 266 万人，占卫生人员总量的 34%；到 2015 年到 41%。 ● 护理队伍将快速增长：我国护士 2020 年将达到 445 万人，比 2010 年翻一番。 ● 卫生人力管理机制创新：在培养开发、使用评价、激励保障、流动配置四个方面进行创新。
	11/5/5	《全国药品流通行业发展规划纲要（2011-2015 年）》	● 形成 1-3 家年销售额过千亿的全国性大型医药商业集团；20 家年销售额过百亿的区域性药品流通企业；药品批发百强企业年销售额占药品批发总额 85% 以上； ● 药品零售连锁百强企业年销售额占药品零售企业销售总额 60% 以上； 连锁药店占全部零售门店的比重提高到 2/3 以上； ● 县以下基层流通网络更加健全； ● 骨干企业综合实力接近国际分销企业先进水平。 ● 推动医药物流服务专业化，医药第三方物流将受推崇。 ● 引导基层社会药房取代医疗机构药房，或将推动药店终端发展。
	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，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《国家发展和改革委员会定价药品目录》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 个仿制药上市 5 年内前 3 个仿制药以被仿制药为基础，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%。 ● 分总体要求、工作任务、保障措施三部分。2011 年工作任务包括五大类（17 项）： ● 加快基本医疗保障制度建设：职工、居民、农民参保率 90% 以上；医保补助提高到 200 元/人·年；报销支付标准提高；基金当年结余率控制在 15% 以内。
	11/2/17	《医药卫生体制五项重点改革 2011 年度主要工作安排》	

11/3/7	《2011 年公立医院改革试点工作安排》	● 初步建立国家基本药物制度：基药基层覆盖 100%；鼓励 “双信封”；推进基层医疗机“收支两条线”。 ● 健全基层医疗卫生服务体系：在 10 年基础上再支持 300 所以上县级医院（含中医院）、1000 所以上中心乡镇卫生院和 13000 个以上村卫生室建设。提高乡镇卫生院和社区卫生服务机构门诊量占比。 ● 促进基本公共卫生服务逐步均等化：人均基本公共卫生服务经费标准提高到 25 元；再补种乙肝疫苗 626 万人；再完成适龄妇女宫颈癌检查 400 万人，乳腺癌检查 40 万人。 ● 积极稳妥地推进公立医院改革：在 16 个公立医院改革试点城市和省级试点城市加快推进综合改革；深化公立医院与基层医疗卫生机构的分工协作；鼓励和引导社会资本举办医疗机构。 ● 开展重大体制机制综合改革试点 ● 推进公立医院服务体系建设发展 ● 在全国推行惠民便民措施 ● 充分调动医务人员积极性 ● 推进形成多元化办医格局
		● 平均降价 21%，较市场预期缓和 ● 外资原研品种调价统一价品种调价 ● 取消单独定价品种 ● 基本医疗保障覆盖 12.6 亿人群，94.4%。 ● 个人卫生支出占总费用的比例从 2001 年的 60%多降到了 2009 年的 38.2%。 ● 由于政策的滞后性，之前投入的约 7000 亿元，以及今年即将投入的 5000 多亿元，有望在今年看到实实在在的效果。 ● 对 307 种基本药物实行全品种电子监管。 ● 凡生产基本药物品种的中标企业，应在 2011 年 3 月 31 日前加入药品电子监管网，按规定做好赋码、核注核销和企业自身预警处理的准备工作。 ● 从 2011 年 4 月 1 日起，对列入基本药物目录的品种，未入网及未使用药品电子监管码统一标识的，一律不得参与基本药物招标采购。 ● 一是在试点城市推进 “四个分开”、分工协作机制、医院内部人事和收入分配机制等重大体制机制改革综合试点，力争有所突破，形成经验； ● 二是优先发展县级医院，推进县级医院综合改革试点； ● 三是在改进群众就医服务、控制医药费用、加强医疗质量安全三个方面推行一系列惠民便民措施，让群众尽快得实惠。
		● 国家发改委和卫生部遴选了 104 个病种供地方参考 ● 对诊断试剂的影响较大，临床路径管理及相应的单病种付费制度，将减少原来的检测项目 ● 总体而言，按病种收费还刚处于试点的初始阶段，实际实行效果还有待观察
11/3/10	2015 年实现药品全品种电子监管	● 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。
11/3/19	县医院改革	
11/4/8	《开展按病种收费方式改革试点有关问题的通知》	
10/10/01	2010 年版《中国药典》	
11/1/1	《医疗器械生产质量管理规范（试行）》	● 适用于医疗器械设计开发、生产、销售和服务的全过程，作为医疗器械生产质量管理体系的基本准则。 ● 医疗器械生产企业应建立质量管理体系，并保持有效运行。 ● 作为质量管理体系的一个组成部分，生产企业应在产品实现全过程中实施风险管理。
11/2/12	《药品生产质量管理规范（2010 年修订）》	● 将于 2011 年 3 月 1 日起施行，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（达到国际 GMP 标准）。 ● 预计将淘汰一些落后产能，推动生产集中度提高。

后续可能出台的政策

预计颁布时间	政策	主要内容和简评
2011 年底	基药目录调整	● 基药政策可能的改革：1）零差率补偿有望到位；第一，提高新农合筹资保障水平；第二，提高门诊收费，第三，提供基本公共医疗服务均等化经费，采取了以养代补的办法。
2011 年下半年	《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、单克隆抗体、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 年下半年	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？

2011 下半年	基本药物价格调整	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药品。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 下半年	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 下半年	《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：卫生部、国信证券经济研究所

附表 3：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	总市值	EPS (元)				P/E				EV/		ROE	PEG	Growth	投资评级
		11-05-27	亿元	10A	11E	12E	13E	10A	11E	12E	13E	PB	EBITDA	10A	11E	10-13	
品牌中药																	
000538	云南白药	57.10	396	1.33	1.77	2.26	2.90	43	32	25	20	9	36	21%	1.09	30%	推荐
000423	东阿阿胶	42.45	278	0.89	1.30	1.69	2.10	48	33	25	20	9	36	21%	0.99	33%	推荐
600085	同仁堂	32.39	169	0.66	0.78	0.90	1.04	49	42	36	31	5	23	11%	2.56	16%	谨慎推荐
600436	片仔癀	61.80	87	1.39	1.64	1.89	2.17	45	38	33	28	8	34	18%	2.33	16%	谨慎推荐
600332	广州药业	15.09	122	0.33	0.42	0.50	0.58	46	36	30	26	3	22	8%	1.73	21%	中性
600993	马应龙	18.15	60	0.37	0.55	0.73	0.92	49	33	25	20	6	34	12%	0.93	36%	无评级
600329	中新药业	12.06	89	0.40	0.53	0.71	0.90	30	23	17	13	5	15	16%	0.73	31%	无评级
000989	九芝堂	12.05	36	0.55	0.69	0.82	0.00	22	17	15	0	3	13	12%	0.00	0%	无评级
平均值			155					41	32	26	23	6	27	15%	1.48	26%	
现代中药																	
600535	天士力	39.45	204	0.87	1.30	1.60	2.00	45	30	25	20	6	28	14%	0.95	32%	推荐
600252	中恒集团	33.40	182	0.73	1.57	1.88	2.33	46	21	18	14	12	35	30%	0.45	47%	推荐
600557	康缘药业	15.23	63	0.43	0.57	0.73	0.90	35	27	21	17	5	26	15%	0.97	27%	推荐
000919	金陵药业	8.84	45	0.38	0.40	0.44	0.49	23	22	20	18	2	12	10%	2.65	8%	中性
600518	康美药业	12.17	268	0.33	0.45	0.57	0.71	37	27	21	17	3	22	15%	0.91	30%	谨慎推荐
600594	益佰制药	18.70	66	0.55	0.72	0.92	1.14	34	26	20	16	7	24	23%	0.96	27%	谨慎推荐
600351	亚宝药业	7.53	48	0.23	0.30	0.39	0.42	33	25	19	18	5	21	15%	1.09	23%	无评级
600422	昆明制药	11.40	36	0.27	0.41	0.58	0.76	42	28	20	15	5	22	12%	0.68	41%	无评级
600479	千金药业	12.74	39	0.28	0.45	0.57	0.66	45	28	22	19	4	24	10%	0.88	32%	无评级
600750	江中药业	25.50	79	0.84	1.02	1.35	1.70	30	25	19	15	4	19	15%	0.94	26%	无评级
000650	仁和药业	13.10	83	0.35	0.50	0.62	0.77	38	26	21	17	9	25	25%	0.87	30%	无评级
平均值			103					37	26	21	17	6	24	16%	1.03	29%	
生物制药																	
600161	天坛生物	17.34	89	0.34	0.39	0.47	0.51	51	44	37	34	8	26	17%	2.98	15%	中性
002038	双鹭药业	35.87	137	0.72	1.00	1.26	1.52	50	36	28	24	11	40	23%	1.26	29%	谨慎推荐
002022	科华生物	12.80	63	0.46	0.53	0.61	0.70	28	24	21	18	7	20	25%	1.59	15%	谨慎推荐
002030	达安基因	12.25	35	0.20	0.24	0.30	0.36	63	51	42	34	8	33	13%	2.24	23%	中性
002007	华兰生物	34.08	196	1.06	1.10	1.30	1.44	32	31	26	24	9	21	28%	2.93	11%	谨慎推荐
002252	上海莱士	24.75	67	0.68	0.89	1.11	1.30	36	28	22	19	8	28	23%	1.17	24%	无评级
600062	长春高新	44.40	58	0.66	1.14	1.55	2.09	67	39	29	21	11	25	17%	0.83	47%	无评级
600867	通化东宝	11.12	64	0.31	0.35	0.29	0.21	36	32	38	53	4	21	10%	-2.61	-12%	无评级
平均值			89					45	36	30	28	8	27	19%	1.30	19%	
化学制剂																	
600276	恒瑞医药	30.40	342	0.64	0.84	1.08	1.37	47	36	28	22	10	36	21%	1.26	29%	推荐
000963	华东医药	23.69	103	0.73	0.92	1.14	1.40	32	26	21	17	8	19	27%	1.06	24%	推荐
600829	三精制药	19.36	75	0.86	1.01	1.18	1.34	22	19	16	14	4	15	21%	1.20	16%	谨慎推荐
000522	白云山	14.82	70	0.44	0.58	0.75	0.97	34	26	20	15	6	20	19%	0.84	30%	推荐

600079	人福医药	22.50	106	0.46	0.65	0.84	1.06	49	35	27	21	5	25	11%	1.09	32%	无评级
600062	双鹤药业	24.81	142	0.91	1.15	1.42	1.74	27	22	18	14	3	17	13%	0.90	24%	无评级
002004	华邦制药	42.98	57	1.00	1.20	1.48	1.48	43	36	29	29	6	29	14%	2.54	14%	无评级
000566	海南海药	21.70	46	0.16	0.60	0.77	1.21	138	36	28	18	10	59	8%	0.37	97%	无评级
002262	恩华药业	18.25	43	0.33	0.46	0.64	0.88	56	40	28	21	9	36	17%	1.01	39%	无评级
平均值		109						50	30	24	19	7	29	17%	1.14	34%	
化学原料药																	
600267	海正药业	34.40	181	0.70	0.94	1.27	1.65	49	37	27	21	4	25	14%	1.10	33%	推荐
600521	华海药业	12.84	69	0.17	0.40	0.50	0.63	74	32	26	20	5	35	7%	0.60	53%	推荐
000597	东北制药	16.00	53	0.16	0.12	0.20	0.30	100	133	80	53	3	18	3%	5.73	23%	中性
600216	浙江医药	31.72	143	2.54	2.86	3.23	3.42	12	11	10	9	4	9	30%	1.07	10%	无评级
002001	新和成	26.93	195	1.52	1.71	2.00	2.14	18	16	13	13	4	12	23%	1.29	12%	无评级
600488	天药股份	7.93	43	0.17	0.22	0.29	0.34	47	36	27	23	3	27	6%	1.32	27%	无评级
600812	华北制药	11.49	118	0.24	0.59	0.87	0.00	0	20	13	0	12	20	24%	0.00	0%	无评级
平均值		128						51	46	31	23	4	20	15%	1.96	27%	
医药商业																	
000028	一致药业	28.95	83	0.91	1.15	1.46	1.85	32	25	20	16	7	19	25%	0.94	27%	推荐
601607	上海医药	17.18	456	0.51	0.73	0.97	1.19	33	24	18	14	2	14	15%	0.74	32%	推荐
600511	国药股份	16.33	78	0.65	0.80	0.94	1.09	25	20	17	15	6	17	24%	1.08	19%	谨慎推荐
600998	九州通	12.15	173	0.25	0.34	0.46	0.57	49	36	26	21	5	28	9%	1.12	32%	谨慎推荐
600713	南京医药	11.72	41	0.03	0.14	0.19	0.19	434	84	62	62	4	24	1%	0.92	92%	无评级
平均值		166						115	38	29	26	5	21	15%	0.96	40%	
医疗器械																	
600587	新华医疗	30.56	41	0.45	0.73	1.03	1.45	68	42	30	21	6	43	9%	0.88	48%	中性
600055	万东医疗	14.15	31	0.19	0.29	0.39	0.48	73	49	36	30	5	46	7%	1.40	35%	无评级
002223	鱼跃医疗	23.58	96	0.39	0.61	0.87	1.21	60	39	27	19	10	46	18%	0.85	46%	无评级
平均值		56						67	43	31	23	7	45	11%	1.04	43%	
药品包材																	
600529	山东药玻	13.21	34	0.67	0.78	0.91	1.06	20	17	15	12	2	12	10%	1.01	17%	谨慎推荐
综合类																	
600664	哈药股份	17.15	213	0.91	1.10	1.28	1.47	19	16	13	12	3	12	17%	0.90	17%	推荐
000999	华润三九	18.97	186	0.83	0.92	1.05	1.19	23	21	18	16	4	15	19%	1.64	13%	谨慎推荐
000513	丽珠集团	27.80	82	1.41	1.68	1.95	2.24	20	17	14	12	3	10	17%	0.99	17%	谨慎推荐
600380	健康元	9.09	120	0.56	0.68	0.85	0.98	16	13	11	9	3	8	19%	0.65	20%	无评级
600196	复星医药	10.87	207	0.45	0.58	0.72	0.89	24	19	15	12	2	15	10%	0.74	25%	无评级
平均值		162						20	17	14	12	3	12	17%	0.98	18%	
全部平均值		119						49	32	25	21	6	25	16%	1.23	28%	

数据来源: Wind、国信证券研究所。

注: EPS 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。

股票代码	公司简称	股价	总市值	EPS (元)				P/E				PB	EV/	ROE	PEG	Growth	投资评级
		11-05-27	亿元	10A	11E	12E	13E	10A	11E	12E	13E		EBITDA	10A	11E	10-13	
新上市的中小板新股																	
002399	海普瑞	32.13	257	1.51	1.21	1.21	1.55	21	27	27	21	4	14	15%	31.30	1%	回避
002422	科伦药业	50.01	240	1.38	2.02	2.57	3.22	36	25	19	16	3	25	9%	0.76	33%	谨慎推荐
002437	誉衡药业	22.75	64	0.55	0.80	1.17	1.51	41	28	19	15	3	25	7%	0.71	40%	推荐
002462	嘉事堂	15.95	26	0.30	0.40	0.50	0.57	53	40	32	28	2	30	5%	1.73	23%	无评级
002550	千红制药	26.30	42	0.94	1.22	1.55	1.86	28	22	17	14	3	15	38%	0.84	26%	无评级
002551	尚荣医疗	42.00	34	0.57	1.27	2.14	2.94	74	33	20	14	3	37	17%	0.45	73%	无评级
002566	益盛药业	30.20	33	0.79	1.00	1.21	1.43	38	30	25	21	2	19	24%	1.40	22%	无评级
002275	桂林三金	15.85	94	0.44	0.55	0.71	0.93	36	29	22	17	5	25	14%	1.01	28%	无评级
002287	奇正藏药	20.00	81	0.42	0.00	0.00	0.00	48	0	0	0	7	43	14%	0.00	0%	无评级
002294	信立泰	34.00	123	0.98	1.32	1.77	2.19	35	26	19	16	7	28	19%	0.84	31%	无评级
002317	众生药业	21.89	39	0.73	0.91	1.20	1.64	30	24	18	13	3	19	9%	0.78	31%	无评级
002332	仙琚制药	13.18	45	0.35	0.47	0.58	0.00	37	28	23	0	4	21	11%	0.00	0%	无评级
002349	精华制药	24.35	24	0.43	0.58	0.73	0.00	57	42	33	0	4	35	8%	0.00	0%	无评级

002365	永安药业	13.31	25	0.25	0.58	1.03	1.07	54	23	13	12	2	36	5%	0.37	63%	无评级
002370	亚太药业	18.64	22	0.35	0.61	0.76	0.00	53	31	25	0	3	29	6%	0.00	0%	无评级
002382	蓝帆股份	28.06	22	0.50	0.76	1.15	0.00	56	37	24	0	3	32	4%	0.00	0%	无评级
002390	信邦制药	15.00	26	0.22	0.33	0.51	0.62	69	45	29	0	3	42	4%	0.00	0%	无评级
002393	力生制药	38.73	71	1.11	0.00	0.00	0.00	35	0	0	0	3	19	8%	0.00	0%	无评级
002412	汉森制药	19.00	28	0.42	0.61	0.76	0.97	45	31	25	20	3	29	7%	0.97	32%	无评级
002432	九安医疗	11.30	28	0.10	0.30	0.43	0.29	118	38	26	39	4	93	3%	0.85	44%	无评级
002424	贵州百灵	37.00	87	0.67	1.23	1.72	2.37	55	30	22	16	5	37	9%	0.58	52%	无评级
002433	太安堂	24.00	24	0.56	0.92	1.18	0.00	43	26	20	0	2	28	6%	0.00	0%	无评级
平均值		65						48	31	23	19	4	31	11%	3.04	36%	
创业板																	
300003	乐普医疗	20.14	164	0.51	0.67	0.96	1.36	40	30	21	15	8	32	20%	0.76	39%	推荐
300142	沃森生物	54.93	82	1.03	1.43	1.79	2.08	53	38	31	26	3	31	6%	1.46	26%	谨慎推荐
300030	阳普医疗	11.86	18	0.20	0.33	0.45	0.59	60	36	26	20	3	37	5%	0.82	44%	无评级
300122	智飞生物	28.53	114	0.64	0.80	1.04	1.30	44	36	27	22	5	32	12%	1.33	27%	无评级
300147	香雪制药	13.28	33	0.30	0.45	0.65	0.85	44	30	20	16	2	21	6%	0.72	41%	无评级
300158	振东制药	29.52	43	0.64	1.00	1.30	1.59	46	30	23	19	2	23	5%	0.83	35%	无评级
300181	佐力药业	19.87	16	0.52	0.76	0.98	1.20	38	26	20	17	2	20	20%	0.81	32%	无评级
300199	翰宇药业	32.90	33	0.53	0.74	0.98	1.31	62	44	34	25	2	40	0%	1.26	35%	无评级
300204	舒泰神	39.65	26	0.86	1.03	1.34	1.75	46	38	29	23	3	35	0%	1.44	27%	无评级
300206	理邦仪器	32.18	32	0.66	0.94	1.29	1.63	49	34	25	20	3	39	0%	0.97	35%	无评级
300006	莱美药业	33.21	30	0.48	1.02	1.51	2.16	69	32	22	15	5	51	8%	0.50	65%	无评级
300009	安科生物	11.41	22	0.28	0.34	0.41	0.50	41	34	28	23	4	26	10%	1.52	22%	无评级
300015	爱尔眼科	32.30	86	0.45	0.67	0.99	1.43	72	48	33	23	7	31	9%	1.03	47%	无评级
300016	北陆药业	10.45	16	0.28	0.39	0.48	0.84	37	27	22	12	4	26	9%	0.61	44%	无评级
300026	红日药业	25.81	39	0.68	0.95	1.24	1.59	38	27	21	16	4	25	10%	0.83	33%	无评级
300039	上海凯宝	23.69	62	0.47	0.77	1.07	1.36	50	31	22	17	5	37	10%	0.72	43%	无评级
300049	福瑞股份	14.51	18	0.37	0.61	0.86	0.96	39	24	17	15	3	22	7%	0.65	37%	无评级
300086	康芝药业	16.78	34	0.70	1.00	1.28	1.56	24	17	13	11	2	12	8%	0.54	31%	无评级
300109	新开源	20.20	15	0.32	0.00	1.47	0.00	63	0	14	0	4	38	7%	0.00	0%	无评级
300110	华仁药业	13.89	30	0.36	0.49	0.64	0.84	39	28	22	17	3	19	7%	0.85	33%	无评级
300146	汤臣倍健	45.88	50	0.84	1.35	2.01	2.91	54	34	23	16	3	32	6%	0.66	51%	无评级
300171	东富龙	38.08	61	0.89	1.31	1.76	2.31	43	29	22	16	3	25	43%	0.78	37%	无评级
平均值		38						48	32	23	18	4	30	9%	0.89	38%	

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，黄色代表上调，绿色代表下调。

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

风险提示

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。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		固定收益		策略	
周炳林	0755-82130638	李怀定	021-60933152	黄学军	021-60933142
林松立	010-66026312	侯慧娣	021-60875161	林丽梅	021-60933157
崔 嵘	021-60933159	张 旭	010-66026340	技术分析	
				闫 莉	010-88005316
交通运输		银行		房地产	
郑 武	0755- 82130422	邱志承	021- 60875167	方 焱	0755-82130648
陈建生	0755- 82133766	黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678
岳 鑫	0755- 82130432	谈 煊	010- 66025229	黄道立	0755- 82133397
高 健	0755-82130678				
周 俊					
机械		汽车及零配件		钢铁	
郑 武	0755- 82130422	左 涛	021-60933164	郑 东	010- 66025270
陈 玲	0755-82130646			秦 波	010-66026317
杨 森	0755-82133343			郭 莹	010-88005303
商业贸易		基础化工		医药	
孙菲菲	0755-82130722	张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396
祝 彬	0755-82131528	陈爱华	0755-82133397	丁 丹	0755- 82139908
		罗 洋	0755-82150633	杜佐远	0755-82130473
		吴琳琳	0755-82130833-1867	谭权胜	0755-82136019
		梁 丹	0755- 82134323		
石油与石化		电力设备与新能源		传媒	
		杨敬梅	021-60933160	陈财茂	021-60933163
		张 弢	010-88005311		
有色金属		电力与公用事业		非银行金融	
彭 波	0755-82133909	徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468
谢鸿鹤	0755-82130646	谢达成	021-60933161	田 良	0755-82130513
				童成敦	0755-82130513
通信		造纸		家电	
严 平	021-60875165	李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407
程 锋	021-60933167	邵 达	0755-82130706	黄海培	021-60933150
计算机		电子元器件		纺织服装	
段迎晟	0755- 82130761	段迎晟	0755- 82130761	方军平	021-60933158
黄 磊	0755-82151833	高耀华	0755-82130771		
欧阳仕华					
农业		旅游		食品饮料	
张 如	021-60933151	曾 光	0755-82150809	黄 茂	0755-82138922
建材		煤炭		建筑	
马 彦	010-88005304			邱 波	0755-82133390
				刘 萍	0755-82130678
新兴产业		研究支持		数量化投资产品	
陈 健	010-66022025	沈 瑞	0755-82132998	焦 健	0755-82133928
李筱筠	010-66026326	雷 达	0755-82132098	阳 瑾	0755-82133538
		袁 剑	0755-82139918	周 琦	0755-82133568
		余 辉	0755-82130741	赵学昂	0755-66025232
		王越明	0755-82130478	邓 岳	0755- 82150533
基金评价与研究		量化投资策略		量化交易策略与技术	
杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332	戴 军	0755-82133129
康 亢	010-66026337	董艺婷	021-60933155	黄志文	0755-82133928
刘舒宇	0755-82133568	程景佳	010-88005326	秦国文	0755-82133528
彭甘霖	0755-82133259	郑 云	021-60875163	赵斯尘	021-60875174
李 腾	0755-82130833-6223	毛 甜	021-60933154	徐左乾	0755-82133090
刘 洋	0755-82150566			李杨之	
潘小果	0755-82130843				

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	
						颜小燕	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn	
						赵晓曦	15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn	
						温 馨	13612901872 wenxin@guosen.com.cn	
						郑 灿	0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn	