

推荐（维持）

行业具有长期配置价值，建议逐步加强配置

2011年6月8日

医药行业2011年中期投资策略

上证指数 2744

行业规模

		占比%
股票家数（只）	145	7.6
总市值（亿元）	10356	4.2
流通市值（亿元）	8032	4.2

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	-5.7	-10.1	13.1
相对表现	1.3	-4.6	4.0



相关报告

- 1、股权激励行为及医药股股权激励分析——拨开云雾见月明 2011/6/1
- 2、医药行业2011年度投资策略——行业增长确定，沿集中化、差异化方向精选个股 2010/12/3
- 3、招商基药终端数据第二期——基药制度实施前后基层用药结构分析 2010/10/11

李珊珊，CPA

0755-83734347
lishsh@cmschina.com.cn
S1090511040046

研究助理：

徐列海

0755-83271609
xuliehai@cmschina.com.cn

廖星昊，CIIA

0755-83271617
liaoxh@cmschina.com.cn

医药板块1季度收入、净利润同比分别增长了21%、20%，维持较快增长，预计行业2011年增速前低后高。我们判断行业成本端与价格端的压力将逐步减弱，当前板块估值对应2011年预测PE 26倍，具有长期配置价值，维持“推荐”评级，建议逐步加强配置，推荐业绩确定性较高的行业龙头。

- **板块维持较快增长：**医药板块全部上市公司2011年1季度收入、净利润同比分别增长了21%和19.9%，化学制剂、中药及医疗器械子行业增速较快。由于人工成本上升、原材料涨价以及部分产品价格下降，毛利率同比有所下降，但净利率基本维持稳定。由于2010年行业增速“前高后低”基数影响、影响行业成本端以及价格端的压力正在逐步缓解，我们判断2011年行业增速“前低后高”，全年有望实现25%左右增长。
- **医改行业营造整体宽松环境，尽管存在部分扰动因素，但我们认为行业长期增长趋势未改：**09年1月21日国务院发布《关于深化医药卫生体制改革的意见》以来，国家通过加强医保覆盖、提高筹资水平、强化公共卫生服务以及基层医疗网络建设等，加上老龄化带来的用药现实需求，行业连续多年保持了快速增长。尽管存在政府调控药品价格的不利因素，但我们认为老龄化带动患病率提升、全民医保释放看病需求的趋势未改，加之产品创新带来的高价值替代效应，我们判断医药行业未来5年复合增速有望超过20%。
- **板块估值具有长期配置价值，维持“推荐”评级，建议加强配置：**当前板块2011年预测PE 26倍，绝对估值水平处在01年以来的低位。我们判断行业增速“前低后高”，目前行业成本端和价格端的压力正在逐步降低，我们维持行业“推荐”评级，建议逐步加强配置。
- **投资建议：**1、具有业绩增长确定性高、估值具有优势的行业龙头东阿阿胶、贵州百灵、东富龙、康美医药、天士力、云南白药；2、研发实力雄厚，储备产品丰富，近期将有新产品获批的信立泰、恒瑞医药、恩华药业；3、建议关注弹性较大的制剂出口企业海正药业、华海药业，大股东股改承诺解决后估值有望提升的华东医药；4、股权激励组合双鹭药业、华海药业、爱尔眼科和人福医药。
- 主要风险是药品价格调控幅度超预期、2季度板块增速低于预期。

重点公司主要财务指标

	股价	10EPS	11EPS	12EPS	10PE	11PE	PB	评级
东阿阿胶	42.8	0.89	1.60	2.17	26.7	19.7	9.3	强烈推荐-A
东富龙	40.9	0.89	1.40	1.85	29.2	22.1	3.5	强烈推荐-A
贵州百灵	38.3	0.67	1.37	1.94	27.9	19.7	4.7	强烈推荐-A
信立泰	35.1	0.98	1.36	1.79	25.8	19.6	7.0	强烈推荐-A
康美药业	12.7	0.33	0.47	0.67	27.1	19.0	3.3	强烈推荐-A
天士力	40.7	0.87	1.27	1.57	32.0	25.9	6.1	审慎推荐-A
恒瑞医药	31.5	0.64	0.85	1.09	37.0	28.9	9.9	审慎推荐-A
云南白药	58.8	1.33	1.79	2.34	32.9	25.1	8.8	审慎推荐-A

资料来源：招商证券研究（EPS为摊薄后数据，截至6月6日）

正文目录

一、预计 2011 年行业增长前低后高	4
医药行业 2010 年及 2011 年 1 季度保持较快增长	4
毛利率有所下滑，净利率基本维持稳定	4
全行业数据与上市公司基本一致	5
我们判断 2011 年的行业增速“前低后高”	6
人口老龄化、生活习惯改变推动发病率提升&全民医保释放就诊需求，我们认为行业长 远将保持较快增长	6
二、行业政策	10
09 年以来医改政策环境相对宽松，但近期价格政策因素扰动板块估值	10
抗菌药物规范管理，将促使行业良性增长以及结构变化	18
卫生部 2011 年 4 月份发布《抗菌药物临床应用管理办法（征求意见稿）》，并要求 7 月 1 日开始实施，主要包括：	18
三、股权激励，拨开云雾见月明	19
四、行业估值与投资建议	22
当前板块估值具有长期投资价值，维持行业“推荐”评级	23
建议逐步提高医药配置，优选行业龙头以及成长性确定的公司	23
五、公司部分	24
东阿阿胶（000423）：价值回归、产品衍生的资源性品种（强烈推荐-A）	24
贵州百灵（002424）：苗药资源整合者（强烈推荐-A）	25
东富龙（300171）：纵深发展，大有可为（强烈推荐-A）	25
康美药业（600518）：盈利模式独特，抗通胀的良好投资标的（强烈推荐-A）	26
信立泰（002294）：立足高端，储备产品丰富（强烈推荐-A）	27
天士力（600535）：老产品放量、新产品获批，增速加快（审慎推荐-A）	28
恒瑞医药（600276）：创新药标杆，估值有望突破（审慎推荐-A）	29
鱼跃医疗（002223）：高速成长中的家庭医疗器械生产企业，选择性切入医院市场（强 烈推荐-A）	29
恩华药业（002262）：专注中枢神经领域的成长型企业，产品梯队完善（强烈推荐-A）	30
爱尔眼科（300015）：迅速布局全国的连锁眼科医院（强烈推荐-A）	31
云南白药（000538）：基层放量，衍生品空间广阔（审慎推荐-A）	32

华东医药 (000963): 工业有特色, 商业是龙头 (审慎推荐-A)	32
--	----

图表目录

图 1: 行业收入、利润增长趋势图	6
图 2: 行业毛利率、利润率变化趋势图	6
图 3: 1982 年至 2008 年中国人口结构	7
图 4: 1993-2008 年慢性疾病整体发病率变化图	7
图 5: 1993-2008 年主要慢性疾病发病率变化图	7
图 6: 糖尿病及糖尿病前期发病率	8
图 7: 近年来我国股权激励的政策不断完善	20
图 8: 2005~2011 年 5 月 A 股股权激励计划的公告数量	20
图 9: 05~2011 年 5 月 A 股股权激励计划的进程分析	20
图 10: 上市公司实行股权激励的步骤	21
图 11: A 股股权激励方案的行业特点 (截至 2011 年 5 月 27 日)	21
图 12: 2011 年年初至今各板块表现	22
图 13: 当前板块 2011 年预测 PE 25.7 倍, 相对全部 A 股估值溢价率为 89.1%	23
图 14: 医药行业历史 PEBand	33
图 15: 医药行业历史 PBBand	33
表 1: 医药板块收入、净利润同比增速	4
表 2: 医药板块毛利率、净利率变化分析	5
表 3: 国内主要医保种类概述	8
表 4: 04-09 年城镇职工医疗保险基金收支情况	9
表 5: 部分城市城镇居民医疗保险筹资水平	9
表 6: 新农合基金收支情况	9
表 7: 09 年医改以来主要政策回顾	11
表 8: 部分统一定价品规价格调整幅度	13
表 9: 部分单独定价品规价格调整情况	16
表 10: 实施股权激励方案公司的股价表现远高于市场和行业水平	22
表 11: 我们重点覆盖的公司盈利预测	24

一、预计 2011 年行业增长前低后高

医药行业 2010 年及 2011 年 1 季度保持较快增长

2010 年板块增速前高后低：医药板块全部上市公司 2010 年收入、净利润同比分别增长了 18.4%、12%，行业增速前高后低。

2010 年全年分子行业来看：化学制剂、中药、化学原料药、生物制品、医药商业以及医疗器械 2010 年收入分别同比增长了 11.7%、18%、25.6%、25.9%、15.3%和 37.3%，净利润同比分别增长了 29.8%、29.4%、13.5%、-17.5%、6.8%和 23.6%。生物制品子行业因为 09 年下半年高毛利的甲流业务贡献了大量的收入、净利润，而 2010 年仅 1 季度确认了少量收入，导致全年净利润同比有所下滑。

2011 年 1 季度保持较快增长：医药板块全部上市公司 2011 年 1 季度收入、净利润同比分别增长了 21%和 19.9%。

2011 年 1 季度分子行业来看：化学制剂、中药、化学原料药、生物制品、医药商业以及医疗器械 2010 年收入分别同比增长了 16.9%、26%、25.3%、12.4%、20%和 42.1%，净利润同比分别增长了 42.9%、30%、-11.5%、-12.8%、65.5%和 34%。化学制剂与中药均保持较快增长；化学原料药由于产品价格同比有加大降幅，导致毛利率下降，净利润同比下滑 11.5%；生物制品子行业由于高毛利的甲流疫苗在 2010 年 1 季度仍有部分确认，而 2011 年 1 季度并无此项业务，导致净利润同比下滑 12.8%，预计 2 季度起有较明显的回升。

表 1：医药板块收入、净利润同比增速

收入同比增速	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1
医药生物	18.9%	18.4%	13.7%	11.0%	6.9%	7.8%	11.2%	14.6%	23.5%	21.4%	20.6%	18.4%	21.0%
化学原料药	30.0%	31.6%	29.1%	21.3%	0.4%	-3.9%	1.1%	8.6%	33.8%	28.5%	27.6%	25.6%	25.3%
化学制剂	27.2%	21.4%	17.7%	14.9%	6.6%	5.3%	6.1%	7.7%	10.8%	9.8%	10.6%	11.7%	16.9%
生物制品	10.6%	15.4%	14.0%	7.0%	-5.6%	-7.3%	-2.0%	6.9%	40.1%	38.0%	35.0%	25.9%	12.4%
医疗器械	24.4%	24.7%	26.4%	23.2%	23.3%	18.6%	21.6%	23.7%	38.3%	32.7%	35.5%	37.3%	42.1%
医药商业	25.6%	22.3%	21.6%	19.7%	11.2%	16.4%	19.0%	21.0%	22.3%	21.8%	19.3%	15.3%	20.0%
中药	8.1%	8.6%	-2.5%	-1.7%	10.1%	14.1%	17.6%	18.7%	20.1%	17.3%	17.3%	18.0%	26.0%
医疗服务	7.9%	20.2%	19.9%	18.7%	27.9%	13.4%	19.8%	16.0%	34.6%	26.7%	19.0%	13.2%	-11.7%
净利润同比增速	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1
医药生物	56.0%	60.6%	50.7%	33.5%	12.0%	9.9%	24.9%	58.7%	46.5%	35.7%	21.9%	12.0%	19.9%
化学原料药	211.6%	292.7%	264.6%	201.9%	-2.9%	-22.1%	-33.4%	-6.2%	85.6%	46.0%	52.0%	13.5%	-11.5%
化学制剂	4.0%	9.1%	14.9%	37.3%	61.1%	44.1%	23.7%	26.6%	23.5%	24.5%	23.0%	29.8%	42.9%
生物制品	207.2%	158.9%	122.0%	-45.4%	-28.3%	-16.1%	90.6%	535.5%	97.7%	72.4%	-3.5%	-17.5%	-12.8%
医疗器械	13.3%	26.3%	19.6%	16.8%	12.4%	13.4%	51.2%	57.7%	58.7%	42.4%	29.7%	23.6%	34.0%
医药商业	23.6%	23.4%	26.4%	15.8%	23.5%	33.5%	35.8%	59.1%	-15.0%	1.8%	13.0%	6.8%	65.5%
中药	13.5%	11.5%	-1.1%	2.1%	25.2%	31.0%	38.9%	40.2%	51.2%	32.8%	32.4%	29.4%	30.0%
医疗服务	200.3%	0.6%	-34.0%	-28.3%	-106.3%	-27.6%	19.0%	-39.0%	76.3%	50.5%	56.5%	197.0%	39.6%

资料来源：wind，招商证券研究

毛利率有所下滑，净利率基本维持稳定

2010 年板块毛利率为 29.1%，同比基本持平，净利率为 9.1%，同比略微下降 0.4 个百分点。

分子行业来看：化学制剂、中药、化学原料药、生物制品、医药商业以及医疗器械毛利率分别为 41.6%、40%、27.1%、37.4%、12.3%和 41.6%，净利率分别为 13.1%、10.9%、8.9%、16.9%、2.9%和 16.2%。化学原料药由于价格下降，毛利率同比下降 4.6 个百分点，净利率同比下降 1 个百分点；化学制剂和中药子行业盈利性有所提升。

2011 年 1 季度板块毛利率、净利率分别为 27.2%和 9.4%，同比分别下降 1.5 个、0.1 个百分点，整体来看，我们认为毛利率的下降与人力成本的上升、原料药价格的上涨以及部分产品价格的下降有关。

分子行业来看：化学制剂、中药、化学原料药、生物制品、医药商业以及医疗器械毛利率分别为 41.2%、37.8%、23%、34.5%、11.8%和 40.2%，净利率分别为 14.5%、11.6%、7.6%、15%、4.2%和 16%。化学原料药价格同比下降，以及原材料价格上涨，导致毛利率同比下降 6.1 个百分点；受中药材价格上涨影响，中药毛利率同比也下降了 2.3 个百分点；以省为单位的统一招标对中标价格有所影响，导致商业毛利率同比下降了 0.8 个百分点。但由于期间费用率的下降，各子行业净利率基本保持稳定。

表 2：医药板块毛利率、净利率变化分析

毛利率	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1
医药生物	26.4%	27.8%	28.0%	28.3%	26.9%	29.0%	28.9%	29.1%	28.7%	29.2%	30.1%	29.1%	27.2%
化学原料药	28.8%	33.2%	33.7%	33.4%	28.1%	29.3%	30.3%	31.7%	29.1%	29.7%	27.7%	27.1%	23.0%
化学制剂	35.9%	36.0%	36.0%	37.2%	34.7%	36.9%	37.9%	39.5%	41.1%	41.8%	41.1%	41.6%	41.2%
生物制品	29.4%	28.9%	29.3%	32.9%	33.7%	34.5%	33.6%	38.6%	36.5%	36.7%	36.9%	37.4%	34.5%
医疗器械	33.8%	35.0%	34.4%	38.9%	36.3%	42.8%	43.2%	42.6%	41.4%	43.1%	42.3%	41.6%	40.2%
医药商业	9.8%	10.2%	10.1%	9.0%	9.8%	9.8%	9.7%	9.1%	12.6%	12.4%	13.7%	12.3%	11.8%
中药	32.9%	34.2%	35.8%	39.3%	35.8%	38.7%	38.4%	40.0%	40.1%	40.0%	39.4%	40.0%	37.8%
医疗服务	13.0%	12.1%	12.0%	17.5%	10.4%	18.6%	18.4%	18.1%	15.7%	17.4%	18.5%	19.6%	23.9%
净利率	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1
医药生物	6.7%	7.4%	8.1%	6.8%	7.8%	8.4%	9.4%	9.5%	9.5%	9.5%	9.7%	9.1%	9.4%
化学原料药	8.1%	11.0%	12.2%	11.5%	8.1%	9.3%	8.1%	9.9%	10.9%	10.5%	9.6%	8.9%	7.6%
化学制剂	6.6%	7.3%	9.8%	10.0%	10.6%	10.9%	11.1%	11.4%	11.9%	12.4%	12.1%	13.1%	14.5%
生物制品	15.8%	13.6%	12.1%	5.5%	13.5%	13.7%	23.2%	25.4%	19.3%	17.9%	17.3%	16.9%	15.0%
医疗器械	8.2%	9.5%	13.4%	13.8%	13.7%	14.6%	17.0%	17.5%	16.9%	17.0%	16.7%	16.2%	16.0%
医药商业	1.7%	1.8%	1.7%	1.5%	1.9%	2.0%	2.0%	1.9%	3.1%	3.1%	3.6%	2.9%	4.2%
中药	7.0%	7.8%	8.4%	8.2%	9.0%	10.1%	10.2%	10.2%	11.4%	11.5%	11.3%	10.9%	11.6%
医疗服务	2.2%	0.9%	3.1%	2.6%	2.3%	2.7%	2.8%	0.4%	3.2%	3.6%	4.1%	4.3%	5.8%

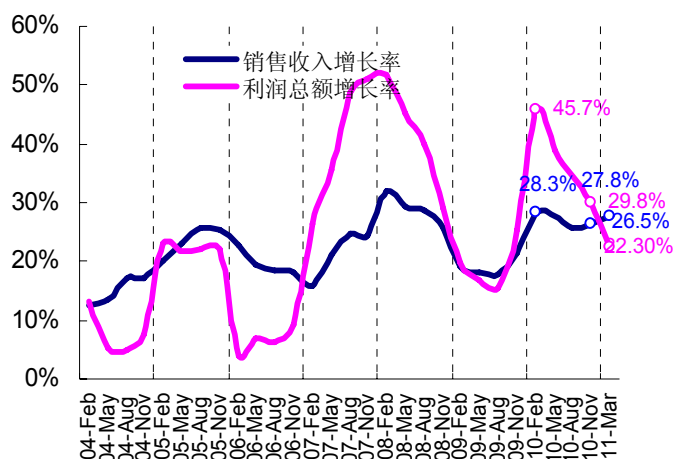
资料来源：wind，招商证券研究

全行业数据与上市公司基本一致

中经网数据显示：2010 年医药行业收入、利润总额同比增长 26.5%、29.8%，行业增速前高后第；2011 年 1 季度收入、利润总额同比增长 27.8%、22.3%。

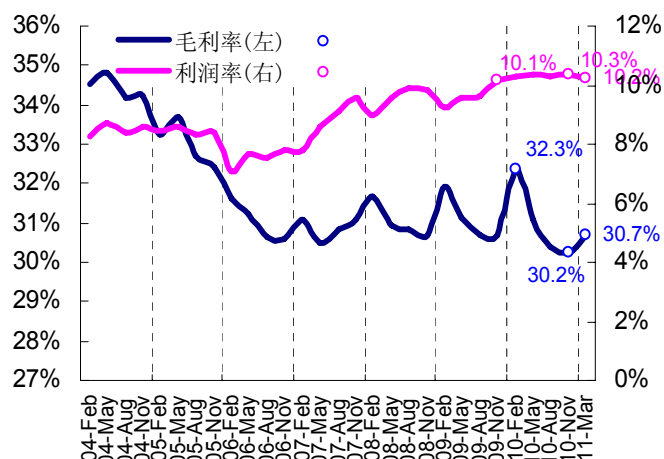
2011 年 1 季度行业毛利率为 30.7%，季度同比下降 1.6 个百分点，但环比上升了 0.5 个百分点，毛利率同比下降主要是因为人工成本的上升、原材料价格的上涨以及部分产品价格的下降，而环比有所上升，主要是因为原材料价格趋于稳定，部分原材料如部分中药材品种价格有所下降。1 季度行业利润率为 10.2%，同比、环比基本持平。

图 1: 行业收入、利润增长趋势图



资料来源：中经网，招商证券研究

图 2: 行业毛利率、利润率变化趋势图



资料来源：中经网，招商证券研究

我们判断 2011 年的行业增速“前低后高”

由于 2010 年收入、利润增速呈“前高后低”、部分原材料价格趋于下降、原料药价格稳中有升，我们判断 2011 年行业增速“前低后高”。

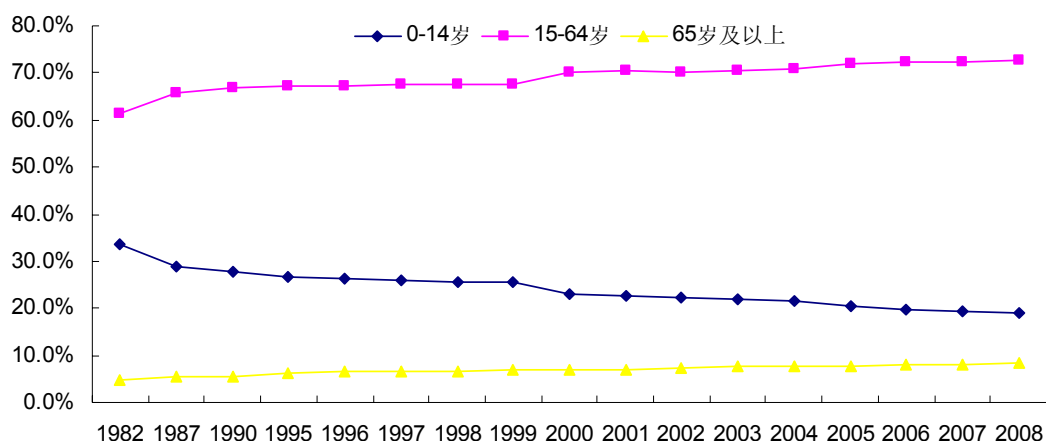
维持年度投资策略中对中经网行业 2011 年整体收入、利润增速分别约为 25%、30%的判断。

人口老龄化、生活习惯改变推动发病率提升&全民医保释放就诊需求，我们认为行业长远将保持较快增长

当今国际通用标准用 65 岁及以上人口占总人口的比重来表示一个社会的老龄化程度，即老龄化率，按照此标准，国内老龄化率由 1982 年的 4.9% 上升到 2008 年的 8.3%，15-64 人口比重也由 1982 年的 61.5% 上升到 2008 年的 72.7%。据中国老龄办预测，2001-2020 年中国处于快速老龄化阶段，2020 年老龄化率将达到 17.2%，而 2050 年将达到 30% 以上。

以日本为例：1970 年人口老龄化率为 7.1%，1995 年达到 14.5%，进入老龄化社会，2008 年底则大幅上升至 22.1%，预计到 2055 年老龄化率将达到 40.5%，每 2.5 人中就有 1 位老人。

图 3: 1982 年至 2008 年中国人口结构

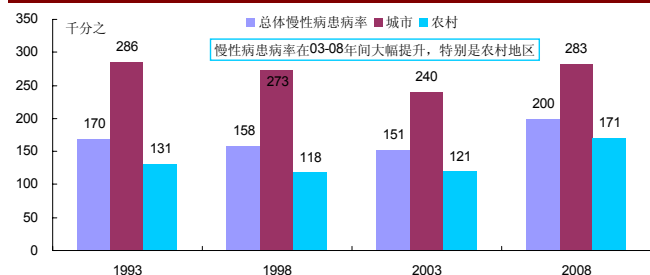


资料来源: 卫生统计年鉴, 招商证券研究

人口的老龄化以及饮食结构、生活方式致使慢性病的发病率逐年上升, 高血压、高血脂、高血糖现代生活一般是随着年龄增长才容易出现的老年人“三高”问题开始逼近中年人。卫生部统计数字显示: 慢性疾病整体发病率有 03 年的千分之 151 上升至 08 年的千分之 200, 高血压、糖尿病、脑血管病等发病率均有较大幅度提升。

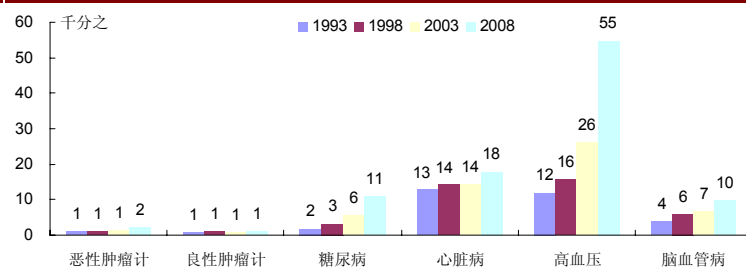
以糖尿病为例, 据发表在《新英格兰医学杂志》的文章推算: 国内 20 岁以上人群中男性和女性糖尿病的患病率分别达 10.6% 和 8.8%, 总体患病率已达 9.7%; 糖尿病前期的患病率高达 15.5%, 国内总糖尿病患者人数达 9 千 2 百万以上, 糖尿病前期人数达 1 亿 4 千 8 百万以上。

图 4: 1993-2008 年慢性疾病整体发病率变化图



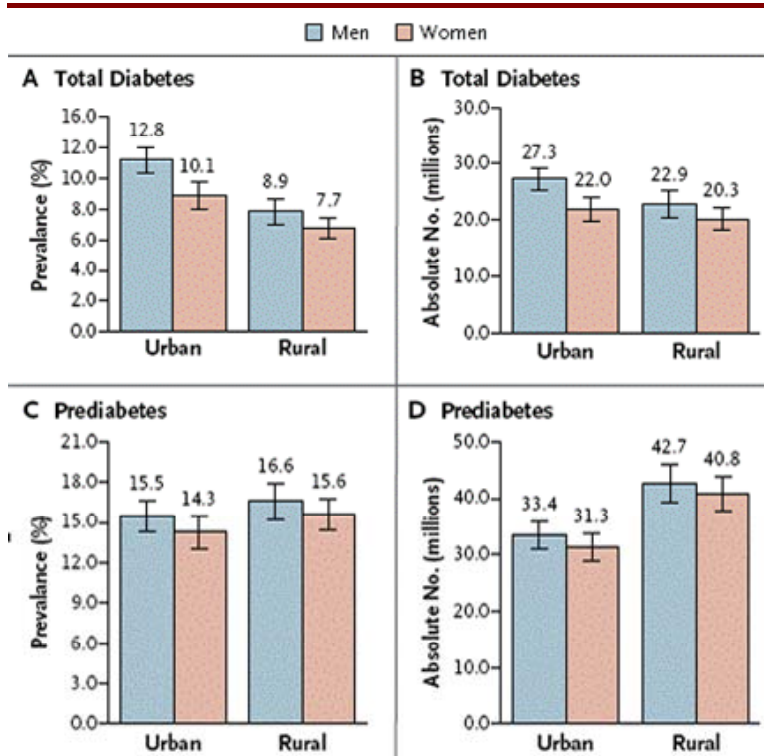
资料来源: 卫生统计年鉴, 招商证券研究

图 5: 1993-2008 年主要慢性疾病发病率变化图



资料来源: 卫生统计年鉴, 招商证券研究

图 6: 糖尿病及糖尿病前期发病率



资料来源: 新英格兰医学杂志, 招商证券研究

国内的目前医保主要包括城镇职工、城镇居民和新农合 3 类。城镇职工医疗保险主要覆盖企业、事业单位、公务员, 09 年底覆盖约 2.2 亿人, 资金来自员工自筹和单位补贴, 筹资与工资水平挂钩, 目前在 3 类医保中筹资水平最高; 城镇居民医保各地标准不同, 一般是以市为统筹单位, 面向未成年人及在校学生、非从业居民和老年居民, 09 年底覆盖人群 1.9 亿人, 资金来自个人自筹和政府补贴, 目前各地筹资水平在 100~500 元/人/年, 政府补贴比例在 20%~80% 不等; 新农合主要面对农民, 由卫生部统筹, 各地标准也略有差异, 截至 2010 年底, 参合人数达到 8.33 亿人, 覆盖率达 95.9% 以上, 资金来自个人自筹和政府补贴, 政府补贴比例高, 2010 年人均补贴 120 元, 人均筹资额约为 150 元/年, 政府已宣布 2011 年人均补贴额提升至 200 元, 预计人均筹资将提升至 250 元/年。

表 3: 国内主要医保种类概述

种类	覆盖人群	覆盖人数 (亿人)	筹资水平 (元/人/年)	资金来源	人均支出 (元/人/年)	增长判断
城镇职工	企业、事业单位、公务员	2.2	1674	个人、企业	1275	筹资水平与工资挂钩
城镇居民	未成年人及在校学生、非从业居民和老年居民	1.9	以市为统筹单位, 各地标准不一, 100~500 不等	个人、政府补助		2011 年政府每人补贴 200 元
新农合	农民	8.33	150	政府补助为主, 部分个人自筹	110	预计 2011 年提升至 250 元, 未来将进一步提升

资料来源: 招商证券研究 (城镇职工和居民医保为 09 年数据, 新农合为 2010 年数据)

表 4: 04-09 年城镇职工医疗保险基金收支情况

	2004	2005	2006	2007	2008	2009
参保人数(万人)	12404	13783	15731.9	18020.3	19996	21937
在职职工	9045	10022	11580.3	13420.3	14987.7	16410
退休人员	3359	3761	4151.5	4600	5007.9	5527
基金收入(亿元)	1140.5	1405.3	1747.1	2214.2	3040	3672
人均筹资(元/人/年)	919.5	1019.6	1110.6	1228.8	1520.3	1673.9
基金支出(亿元)	862.2	1078.7	1276.7	1551.7	2084	2797
人均支出(元/人/年)	695.1	782.6	811.6	861.1	1042.2	1275
累计结存(亿元)	957.9	1278.1	1752.4	2440.8	3432	2882

资料来源: 卫生统计年鉴, 招商证券研究

表 5: 部分城市城镇居民医疗保险筹资水平

(元/人/年)	拉萨				上海				济南			
	政府	个人	合计	政府比例	政府	个人	合计	政府比例	政府	个人	合计	政府比例
未成年人及在校学生					200	60	260	77%	60	40	100	60%
非从业居民	60	140	200	30%	220	480	700	31%	100	400	500	20%
老年居民					1260	240	1500	84%	300	200	500	60%
	石家庄				郑州				济南			
	政府	个人	合计	政府比例	政府	个人	合计	政府比例	政府	个人	合计	政府比例
未成年人及在校学生	50	50	100		40	50	90	44%	80	30	100	80%
非从业居民	50	250	300	17%	80	250	330	24%	80	120	200	40%
老年居民	100	200	300	33%	80	250	330	24%	80	120	200	40%
	南昌				福州				南京			
	政府	个人	合计	政府比例	政府	个人	合计	政府比例	政府	个人	合计	政府比例
未成年人及在校学生	60	40	100		40	50	90	44%	80	30	100	80%
非从业居民	96	144	240	40%	80	250	330	24%	80	120	200	40%
老年居民	96	144	240	40%	80	250	330	24%	80	120	200	40%

资料来源: 招商证券研究

表 6: 新农合基金收支情况

(亿元、元/人)	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010 前 3 季度
参合人口数	0.8	1.79	4.1	7.26	8.15	8.33	8.33
人均筹资	50.4	42.1	52.1	58.9	96.3	113.4	154
当年筹资总额	40.3	75.4	213.6	428	785	944.4	
当年基金支出	26.4	61.8	155.8	346.6	662	922.9	
人均支出	33.0	34.5	38.0	47.7	81.2	110.8	
新增支出		35.4	94.1	190.8	315.4	260.9	

资料来源: 卫生部、招商证券研究 (2010 年前 3 季度数据来自卫生部长接受媒体采访)

二、行业政策

09 年以来医改政策环境相对宽松，但近期价格政策因素扰动板块估值

自 09 年 1 月 21 日国务院发布《关于深化医药卫生体制改革的意见》和《2009-2011 年深化医药卫生体制改革实施方案》以来，国家在基本医疗保障制度建设、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及推进公立医院改革试点等 5 个方面陆续推出各项政策，为医药行业的长远发展营造了一个相对宽松的政策环境，详见表 7：

但 2010 年 6 月份发布《药品价格管理办法（征求意见稿）》以来，市场对药品价格调整存在较大担忧，基本药物调价、部分原研药降价以及近期的抗微生物和循环系统类药品最高零售价格调整，发改委也已明确表示今年将分批分次调整药品价格，短期来看，药品的价格调整的不确定因素仍将萦绕板块。

至今发改委对药品价格调整一共为 27 次，需强调的是，发改委历史上对药品价格的调整都是分批分次进行的，因此，尽管一共有 27 次调价，但实际上对应每个具体品种的历史调价频率大概在 3 次左右。历史来看，药品的价格调整对板块的影响相对较小，医药板块 00 年~2010 年收入的复合增长率仍高达约 22%，究其原因，我们认为主要是药品的最高零售价格与企业的出厂价格以及中标价格之间还有一定的缓冲空间。

以 3 月 7 日发布的《调整部分抗微生物类和循环系统类药品最高零售价格的通知》为例：

本次价格调整涉及抗微生物和心血管疾病用药：涉及 162 个品种，近 1285 个品规，其中统一定价品规 1035 个，单独定价品规 230 个，取消单独定价品规 20 个品规。本次调价设计的品种为多发病和常见病用药，使用范围广泛，多为普药，基本都是医保产品，价格调整主要是为了减轻患者经济负担，整体价格降幅约为 21%，发改委称每年将减轻群众负担近 100 亿元。

本次价格调整主要依据药品的生产成本、市场实际交易价格以及日使用金额：日使用金额较大的药品加大了降价力度、对日使用金额较低的药品少降价或不降价，减轻患者负担的同时，确保价格相对低廉药品的生产供应；对专利等创新型药品适当控制降价幅度，以鼓励药品的研发创新；对已单独定价药品，进一步缩小了与统一定价药品之间价差，以维护市场的公平竞争环境。

统一定价品规降价幅度约为 24%，抗微生物类品种价格调整幅度较大：我们分析了部分能够查找数据的代表品规，部分品规价格降幅超过 50%，少量品规价格没有调整；抗微生物类品种价格调整幅度较大，整体降价幅度约为 28%，循环系统用药降价幅度约为 18%。

单独定价品种降价幅度约为 15%，外资品种价格调整幅度较小：发改委 2010 年底已经降低了 48 种单独定价品种价格，此次降价品种以外资品种为主（包含香港及国外企业在国内生产的品种），我们分析了其中 70 种单独定价品种的代表品规价格变化情况（详见表 7），发现价格调整幅度最高的品种达 30%，少量品种调整幅度低于 10%，整体降价幅度约为 14%，其中外资品种降价幅度约为 12%、国内企业生产品种降价幅度约为 19%，我们分析可能与外资品种主要是原研专利药为主有关。

我们认为对生产企业出厂价影响有限：目前整个医药体系的主要价格包括生产企业的出厂价、医药招标采购的中标价以及医院的终端价格，国家对药品价格的管控主要是制定

药品销售的天花板价格（即终端的最高售价）。由于普药竞争较为激烈，目前实际的中标价格与最高零售价格有一定空间，我们认为影响幅度相对有限。

其他政府定价范围内的品种后期将分批降价：发改委后续还将分期分批降低其他政府定价范围内的药品价格。价格调整将以药品生产经营的社会平均成本为基础，综合考虑市场供求等因素确定。对过了专利保护期的原研制药品，要进一步缩小与普通仿制药品的价差。对新进入医保目录药品，要探索制定统一价格，作为医疗保险的报销计费依据。

表 7：09 年医改以来主要政策回顾

时间	政策	主要内容
2009.01.21	《关于深化医药卫生体制改革的意见》和《2009—2011 年深化医药卫生体制改革实施方案》	明确未来三年医药卫生体制五项改革：一是加快推进基本医疗保障制度建设，二是初步建立国家基本药物制度，三是健全基层医疗卫生服务体系，四是促进基本公共卫生服务逐步均等化，五是推进公立医院改革试点。三年投入 8500 亿。
2009.03.17	《中共中央国务院关于深化医药卫生体制改革的意见》	医药卫生体制改革总体框架出台；提出基本公共卫生服务均等化，整治药价虚高，缓解“看病难、看病贵”问题，推进公立医院改革等。
2009.03.18	《医药卫生体制改革近期重点实施方案（2009—2011 年）》	2009—2011 年重点抓好五项改革：一是加快推进基本医疗保障制度建设，二是初步建立国家基本药物制度，三是健全基层医疗卫生服务体系，四是促进基本公共卫生服务逐步均等化，五是推进公立医院改革试点。
2009.04.08	《关于全面开展城镇居民基本医疗保险工作的通知》	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。
2009.06.02	《促进生物产业加快发展的若干政策》	加大财税政策支持力度，拓宽融资渠道，加大对生物技术研发和产业化的投入。
2009.06.15	《关于进一步完善城乡医疗救助制度的意见》	着力解决城乡困难群众的基本医疗保障问题，加大资金投入力度，强化基金的管理。
2009.07.02	《关于巩固和发展新型农村合作医疗制度的意见》	新农合筹资水平由 2009 年每人 100 元提高到 2010 年的 150 元，农民个人缴费每人每年由 20 元增加到 30 元；完善大病统筹基金分配和住院补偿机制，简化就医结算方式。
2009.07.22	《医药卫生体制五项重点改革 2009 年工作安排》	
2009.08.18	《关于建立国家基本药物制度的实施意见》	307 药物入选国家基本药物目录，其中化药 205 种，中成药 102 种；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。
2009.08.18	《国家基本药物目录管理办法（暂行）》	
2009.08.18	《国家基本药物目录（基层医疗卫生机构配备使用部分）》	
2009.10.02	《国家发展改革委关于公布国家基本药物零售指导价格的通知》	共涉及 2349 个具体剂型规格品。调整后的价格从 10 月 22 日起执行。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。
2009.11.09	《改革药品和医疗服务价格形成机制的意见》	鼓励药品研发创新，根据药品创新程度，对销售利润实行差别控制；首仿药企业获得价格优势和市场先机。
2009.11.30	《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录（2009 年版）》	西药和中成药品种共 2151 个。西药部分共有药品 1164 个，其中甲类 349 个，乙类 791 个，另有 20 个仅限工伤保险用药，4 个仅限生育保险用药；中成药部分共有药品 987 个，其中甲类 154 个、乙类 833 个。《国家基本药物目录》的药品，全部纳入《药品目录》甲类部分。适当增加了新药品种。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%。
2010.01.04	《国家基本药物临床应用指南和基本药物处方集》	制定相关政策措施，推动基本药物配备使用，切实减轻人民群众用药负担。

2010.02.11	《关于公立医院改革试点的指导意见》	鼓励、支持和引导社会资本发展医疗卫生服务；多元化办医。
2010.04.06	《医药卫生体制五项重点改革2010 年度主要工作安排》	一是加快推进基本医疗保障制度建设；二是初步建立国家基本药物制度；三是健全基层医疗卫生服务体系；四是促进基本公共卫生服务逐步均等化；五是推进公立医院改革试点。
2010.06.11	《药品价格管理办法(征求意见稿)》	意见稿共分 6 章 48 条(包括附则)。办法对药品分类、药品价格形成机制做了具体规定,并具体给出了药品销售的期间费用率、销售利润率、流通差价率核算标准
2010.08.13	《2010-2015 全国医药流通行业发展规划》草案	
2010.10.09	《关于加快医药行业结构调整的指导意见》	调整产品结构：1、基本药物方面：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 个以上具有国际竞争优势的专利到期药新品种；3、生物技术药物领域：研发基因工程药物、抗体药物和新型疫苗,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、物质基础清楚、作用机理明确、安全性高、剂型先进、质量稳定可控的现代中药；5、医疗器械领域：培育 200 个以上拥有自主知识产权、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。
2010.10.10	《国务院关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》	到 2020 年,生物产业成为国民经济的四大支柱产业之一；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。
2010.11.19	《建立和规范政府办基层医疗卫生机构基本药物采购机制指导意见》	确定基药以省为单位集中采购、采购量价挂钩、30 天付款期、每种药品不超过 3 种剂型而每种剂型不超过 2 个品规,鼓励“双信封”招标制度,确认供货主体的配送责任,即中标价包含配送费用,生产企业市场化解决药品配送问题。
2010.11.26	《关于进一步鼓励和引导社会资本举办医疗机构的意见》	放宽社会资本举办医疗机构的准入范围,民营医疗服务行业迎来发展良机。
2010.11.29	《关于降低头孢曲松等部分药品最高零售价格的通知》	调整后的药价比先前规定价格平均降低 19%,预计每年可以减轻群众负担近 20 亿元。原研药周期性降价。
2010.12.10	《国务院办公厅关于建立健全基层医疗卫生机构补偿机制的意见》	平衡基层医疗卫生机构收支缺口,保障基层医疗卫生机构人员的合理薪酬待遇,建立基层医疗卫生机构考核和激励机制,提高服务质量。
2011.01.03	《2011 年卫生工作要点》	初步建立国家基本药物制度,加快公立医院改革试点,提高新型农村合作医疗制度保障水平,健全基层医疗卫生服务体系,做好重大疾病防控工作。
2011.02.12	《药品生产质量管理规范》	硬件上,大幅提高了无菌制剂生产环境标准；软件上,加强了药品生产质量管理体系建设,全面强化了从业人员的素质要求。不超过 5 年过渡期,淘汰生产技术水平低的中小药企,利于行业技术水平提高和集中度提升。
2011.02.17	《医药卫生体制五项重点改革2011 年度主要工作安排》	新农合和城镇居民政府补贴力度加大,医疗保障制度建设推进超预期：政府补助标准提高至 200 元；住院费用支付比例力争达到 70%左右,统筹基金最高支付限额达到相应人均收入的 6 倍以上,且均不低于 5 万元；新农合统筹基金当年结余率控制在 15%以内,累计结余不超过当年统筹基金的 25%；实现基药制度在基层医疗的全覆盖,初步建立基药制度；健全基层医疗卫生服务体系；积极稳妥地推进公立医院改革。
2011.03.07	《发改委关于调整部分抗微生物类和循环系统类药品最高零售价格的通知》	调价涉及 162 个品种,近 1285 个品规,最高零售价整体平均降幅 21%,新价格 3 月 28 日起实施,发改委后期将分期分批降低其他药品最高零售价。

资料来源：卫生部、发改委、招商证券研究

表 8：部分统一定价品规价格调整幅度

药品名称	剂型	规格	原最高零售 价	最新最高 零售价	价格调整幅 度
青霉素V	片剂	40万单位*12	3.3	5.2	36.5%
辅酶Q 10	胶囊	10mg*60	14.6	23.3	37.3%
辅酶Q 10	软胶囊	10mg*24	15.2	17.0	10.6%
环磷腺苷	注射剂	20mg(冻干粉)	14.5	21	31.0%
前列地尔	注射剂	10ug: 2ml(脂微球载体,脂质乳)	123	145	15.2%
前列地尔	注射剂	20ug(冻干粉,α-环糊精包裹)	97.8	115	15.0%
三磷酸腺苷	片剂	20mg*12	1.3	1.3	0.0%
三磷酸腺苷	注射剂	20mg: 2ml	0.61	0.8	27.4%
苄星青霉素	注射剂	120万单位	7	7.0	0.0%
普鲁卡因青霉素	注射剂	80万单位	0.98	0.98	0.0%
头孢美唑	注射剂	1g	47.3	60.0	21.2%
头孢替安	注射剂	1g	51.4	64.7	20.6%
头孢地尼	胶囊	100mg*6	38	57.5	33.9%
苯唑西林	胶囊	250mg*20	7.4	8.6	13.9%
头孢克肟	胶囊	100mg*6	17.9	28	36.1%
头孢克肟	片剂	50mg*6	10.5	16.5	36.4%
头孢米诺	注射剂	1g, 溶媒结晶粉	41.5	95.2	56.4%
头孢哌酮舒巴坦	注射剂	头孢哌酮500mg/舒巴坦 500mg	9.8	21	53.3%
头孢他啶	注射剂	1g	11.3	18	37.2%
头孢唑肟	注射剂	1g	38.6	51.8	25.5%
头孢吡肟	注射剂	1g, 溶媒结晶粉	52.3	90.0	41.9%
美罗培南	注射剂	500mg, 冻干粉	126	162	22.2%
亚胺培南西司他丁	注射剂	500mg, 冻干粉 (溶媒结晶	123	189	34.9%
阿米卡星	滴眼剂	20mg: 8ml	7.7	10.5	26.7%
庆大霉素	片剂	40mg*100	9.4	12.0	21.7%
庆大霉素	颗粒剂	10mg*12	4	4.6	13.0%
庆大霉素	缓释片	40mg*36	24.7	34.2	27.7%
奈替米星	注射剂	100mg: 2ml	9.5	18	47.2%
妥布霉素	注射剂	80mg: 2ml	1.2	3.4	64.7%
妥布霉素	滴眼剂	24mg: 8ml	9.6	16.4	41.5%
依替米星	注射剂	100mg: 2ml	50.5	54.9	8.0%
异帕米星	注射剂	200mg: 2ml	63	70.0	10.0%
氯霉素	注射剂	250mg: 2ml	0.55	0.65	15.4%
氯霉素	搽剂	1g: 20ml	13.1	16.2	19.1%
多西环素	片剂	50mg*100	8	8.0	0.0%
四环素	片剂	250mg*100	7	8.0	12.5%
四环素	软膏剂	300mg: 10g	1.1	1.3	15.4%
土霉素	片剂	250mg*100	6.5	9.8	33.7%
阿奇霉素	散剂	250mg*3	11.7	12.9	9.3%
阿奇霉素	注射剂	250mg, 冻干粉 (溶媒结晶粉)	13	27.2	52.2%
琥乙红霉素	片剂	125mg*24	4.5	6.5	30.8%
乙酰螺旋霉素	片剂	100mg*24	3.3	5.5	40.0%
氨苄西林	胶囊	250mg*24	5.7	9.0	36.7%
去甲万古霉素	注射剂	400mg,冻干粉 (溶媒结晶粉)	54	60.0	10.0%
替考拉宁	注射剂	200mg,冻干粉 (溶媒结晶粉)	198	250	20.8%
万古霉素	注射剂	500mg,冻干粉 (溶媒结晶粉)	105	118	11.0%
林可霉素	胶囊	250mg*20	6	7.0	14.3%
林可霉素	注射剂	600mg: 2ml	1.1	1.3	13.7%
林可霉素	滴眼剂	200mg: 8ml	1	1.3	23.1%
磷霉素	胶囊	100mg*60	16.9	19.8	14.6%
氨基曲南	注射剂	500mg,溶媒结晶粉	37.3	57.7	35.4%
夫西地酸	注射剂	500mg,冻干粉 (溶媒结晶粉)	115	173	33.5%
阿洛西林	注射剂	1g,冻干粉 (溶媒结晶粉)	12.9	21.1	38.9%
抗敌素 (别名“粘菌素、黏菌素”)	片剂	50万单位*12	9.2	12.7	27.6%
磺胺嘧啶	片剂	500mg*100	11.5	11.5	0.0%

续前表

药品名称	剂型	规格	原最高零售 价	最新最高 零售价	价格调整幅 度
甲氧苄啶	片剂	100mg*100	5.1	5.5	7.3%
甲氧苄啶	注射剂	100mg: 2ml	19.9	29.5	32.5%
联磺甲氧苄啶	片剂	磺胺甲噁唑200mg/磺胺嘧啶 200mg/甲氧苄啶8.0mg*12	1.6	1.9	15.8%
吡哌酸	片剂	250mg*100	17	17.0	0.0%
诺氟沙星	注射剂	200mg: 100ml	2.5	5.0	50.0%
诺氟沙星	滴眼剂	24mg: 8ml	2.4	3.9	38.5%
诺氟沙星	软膏剂	100mg: 10g	9.1	11.7	22.2%
氧氟沙星	片剂	100mg*12	2.5	6	58.3%
氧氟沙星	注射剂	200mg: 100ml	3.4	8	57.5%
美洛西林	注射剂	1g, 冻干粉	21	26.3	20.2%
氟罗沙星	片剂	100mg*6	10.7	16	33.1%
氟罗沙星	注射剂	200mg: 100ml	18	20	10.0%
甲硝唑	缓释片	750mg*7	8.8	11.7	24.8%
奥硝唑	胶囊	250mg*12	15.9	21.1	24.6%
奥硝唑	注射剂	500mg: 100ml	41.7	64.1	34.9%
替硝唑	片剂	500mg*8	2.6	4.5	42.2%
替硝唑	注射剂	400mg: 100ml	4.3	13	66.9%
利福喷丁 (别名“利福喷汀”)	胶囊	150mg*20	24.6	31.9	22.9%
利福平	注射剂	300mg: 5ml	33.2	38.6	14.0%
利福平	滴眼剂	10mg: 10ml	1.2	1.4	11.8%
丙硫异烟胺	片剂	100mg*100	31	31.0	0.0%
异福酰胺 (别名“异烟肼/利福平/吡嗪酰胺”)	片剂	450mg*60	32.8	38.0	13.7%
咪康唑	胶囊	250mg*12	18.7	27.7	32.5%
咪康唑	阴道片	100mg*8	12.9	15.6	17.3%
氟康唑	注射剂	200mg: 100ml	12.9	32	59.7%
伊曲康唑	胶囊	100mg*7	34.1	52.4	34.9%
阿莫西林舒巴坦	注射剂	阿莫西林1g/舒巴坦500mg, 溶媒 结晶粉	28.7	43.0	33.3%
两性霉素B	注射剂	25mg	50.2	60.0	16.3%
氟胞嘧啶	片剂	500mg*50	140	159	11.7%
特比萘芬	片剂	125mg*6	30.1	45.2	33.4%
阿昔洛韦	缓释片	200mg*12	18.1	24.0	24.6%
阿昔洛韦	咀嚼片	400mg*10	9.4	11.2	16.1%
阿昔洛韦	注射剂	250mg, 冻干粉 (溶媒结晶粉)	3.9	13.3	70.6%
利巴韦林	泡腾颗粒	150mg*6	12.3	14.5	15.2%
利巴韦林	喷雾剂	400mg	19.2	28.8	33.3%
利巴韦林	气雾剂	75mg: 10.5g	20.3	24.2	16.1%
利巴韦林	滴鼻剂	50mg: 10ml	6.4	8.5	24.7%
利巴韦林	滴眼剂	8mg: 8ml	1.4	8.5	83.5%
泛昔洛韦	胶囊	125mg*6	17.7	27.2	34.9%
更昔洛韦	胶囊	250mg*36	214	329	35.0%
更昔洛韦	眼用凝胶剂	7.5mg: 5g	28.4	31.5	9.8%
更昔洛韦	注射剂	250mg, 冻干粉 (溶媒结晶粉)	24	84.6	71.6%
奥司他韦	胶囊	75mg*2	35.7	42.0	15.0%
膦甲酸钠	乳膏剂	150mg: 5g	17.1	22.0	22.3%
膦甲酸钠	乳膏剂	300mg: 10g	32.6	43.2	24.5%
膦甲酸钠	注射剂	3g: 250ml	119	161	26.1%
大蒜素	胶囊	20mg*24	15.9	18.5	14.1%
大蒜素	肠溶软胶囊	20mg*20	14.6	17.1	14.5%
米力农	注射剂	5mg: 5ml	115	129	10.9%
奎尼丁	片剂	200mg*16	12.5	12.5	0.0%
美西律	注射剂	100mg: 2ml	20.2	24.2	16.5%
莫雷西嗪	片剂	50mg*40	26.4	30.4	13.2%
硝酸甘油	气雾剂	100mg: 14g	49.6	62.4	20.5%
硝酸异山梨酯	缓释胶囊	20mg*20	20	21.1	5.2%

续前表

药品名称	剂型	规格	原最高零售 价	最新最高 零售价	价格调整幅 度
硝酸异山梨酯	缓释片	20mg*30	20.3	29.3	30.7%
硝酸异山梨酯	喷雾剂	1.25mg*77喷	42.8	58.0	26.2%
哌拉西林他唑巴坦	注射剂	哌拉西林1g/他唑巴坦 125mg, 冻干粉	22.1	35.1	37.0%
维拉帕米	缓释片	120mg*30	22.5	26.3	14.4%
维拉帕米	缓释胶囊	240mg*10	13.3	16.2	17.9%
维拉帕米	缓释胶囊	180mg*10(缓释微丸)	33.1	33.1	0.0%
硝苯地平	缓释胶囊	20mg*10	11.4	14.4	20.8%
硝苯地平	缓释片	10mg*24	8.2	10.6	22.6%
替卡西林克拉维酸	注射剂	替卡西林1.5g/克拉维酸 100mg	27.1	38.8	30.2%
硝苯地平	缓释片 II	20mg*30	23.5	30.0	21.7%
硝苯地平	控释片	30mg*6	19.9	22.6	11.9%
L-门冬氨酸氨氯地平	片剂	5mg*7	18.2	26.0	30.0%
氨氯地平	片剂	5mg*7	15.1	27.5	45.1%
头孢氨苄	缓释胶囊	250mg*12	12.1	17.6	31.4%
地尔硫卓	片剂	30mg*100	18.9	22.8	17.1%
地尔硫卓	缓释片	90mg*10	14.1	15.8	10.8%
头孢氨苄	缓释片	250mg*20	19.1	29.4	35.0%
头孢氨苄	泡腾片	125mg*20	12.4	14.2	12.5%
地尔硫卓	缓释胶囊	90mg*10	15.6	17.5	10.9%
地尔硫卓	注射剂	10mg(冻干粉)	24.2	40.8	40.7%
非洛地平	片剂	5mg*20	17.1	20.4	16.2%
非洛地平	缓释片	5mg*10	13.5	15.0	10.0%
头孢拉定	颗粒剂	125mg*12	3.3	4.7	29.8%
头孢拉定	注射剂	1g	2.3	3.9	41.0%
头孢拉定	胶囊	250mg*24	7	13.5	48.0%
非洛地平	缓释胶囊	2.5mg*14	12.3	13.8	10.9%
拉西地平	片剂	4mg*15	22.4	24.9	10.0%
尼卡地平	缓释片	40mg*14	14.2	15.7	9.6%
尼卡地平	注射剂	5mg	25.5	30.8	17.2%
美托洛尔	缓释片	100mg*10	23.6	30.1	21.6%
美托洛尔	控释片	50mg*10	16.4	18.4	10.9%
普萘洛尔	缓释片	40mg*20	10.6	11.8	10.2%
比索洛尔	片剂	5mg*10	18.4	23.3	21.0%
卡维地洛	片剂	10mg*20	21.3	26.2	18.7%
拉贝洛尔	片剂	50mg*40	21.7	24.1	10.0%
拉贝洛尔	注射剂	50mg: 10ml	43.4	50.1	13.4%
索他洛尔	片剂	80mg*24	36.8	43.1	14.6%
索他洛尔	注射剂	40mg	37.1	52.5	29.3%
酚妥拉明	片剂	40mg*2	22.4	34.5	35.1%
哌唑嗪	片剂	1mg*100	7	8.2	14.6%
阿呋唑嗪	片剂	2.5mg*30	46.3	51.5	10.1%
多沙唑嗪	片剂	2mg*14	33.9	41.4	18.1%
酚苄明	片剂	10mg*24	7.1	10.6	33.0%
可乐定	片剂	75ug*100	11.5	15.1	23.8%
可乐定	滴眼剂	12.5mg: 5ml	4.7	5.3	11.3%
乌拉地尔	缓释片	30mg*20	23.7	26.3	9.9%
乌拉地尔	注射剂	25mg: 5ml	33	43.3	23.8%
卡托普利	缓释片	37.5mg*12	26.9	29.9	10.0%
贝那普利	片剂	10mg*14	33.6	41.1	18.2%
赖诺普利	片剂	10mg*14	27.2	36.1	24.7%
雷米普利	片剂	2.5mg*14	29.2	32.5	10.2%
厄贝沙坦	片剂	75mg*12	21.1	26.4	20.1%
坎地沙坦	片剂	4mg*14	29	34.7	16.4%

续前表

药品名称	剂型	规格	原最高零售 价	最新最高 零售价	价格调整幅 度
替米沙坦	片剂	20mg*14	18.2	23.8	23.5%
缬沙坦	胶囊	80mg*14	43.1	48.0	10.2%
利血平	注射剂	1mg: 1ml	1.2	1.5	20.0%
吲达帕胺	滴丸	2.5mg*30	21.9	24.6	11.0%
地巴唑	片剂	10mg*100	2.4	2.6	7.7%
辛伐他汀	滴丸	5mg*14	12.6	19.4	35.1%
辛伐他汀	咀嚼片	10mg*12	25.3	28.7	11.8%
阿托伐他汀	片剂	10mg*7	31.2	34.6	9.8%
洛伐他汀	胶囊	20mg*10	10.5	16.1	34.8%
普伐他汀	片剂	10mg*10	25.4	39.0	34.9%
阿昔莫司	胶囊	250mg*24	79.4	92.1	13.8%
苯扎贝特	片剂	200mg*20	32.8	38.7	15.2%
非诺贝特	片剂	100mg*100	9.7	22.1	56.1%
非诺贝特	胶囊 (II)	200mg*10	31.1	40.8	23.8%
吉非罗齐	胶囊	300mg*30	12.5	14.3	12.6%
普罗布考	片剂	250mg*24	31.5	35.0	10.0%
普罗布考	片剂	125mg*32	55.8	62.0	10.0%
阿魏酸钠	片剂	50mg*24	8.3	9.6	13.5%
阿魏酸钠	注射剂	100mg	12	19.8	39.4%
阿魏酸哌嗪	片剂	50mg*50	12.2	14.6	16.4%
川芎嗪	片剂	50mg*100	8.1	8.4	3.6%
川芎嗪	注射剂	40mg: 2ml(盐酸川芎嗪) ; 50mg: 2ml(磷酸川芎嗪)	0.5	0.7	26.5%
头孢丙烯	片剂	250mg*4	19.1	29.0	34.1%

资料来源：发改委网站、招商证券研究（部分药品价格可能不是最新价格）

表 9：部分单独定价品规格价格调整情况

药品名称	剂型	规格	企业名称	最新最高零 售价	原最高零售 价	价格降幅
青霉素V	片剂	40 万单位*12	华北制药股份有限公司	7.1	10.1	29.7%
青霉素V	片剂	40 万单位*15	华北制药股份有限公司	8.8	12.5	29.6%
青霉素V	片剂	40 万单位*12	东药集团沈阳施德药业有限公司	7.9	10.4	24.0%
青霉素V	片剂	40 万单位*12	山德士（中国）制药有限公司	10.4	12	13.3%
阿莫西林	干混悬剂	125mg*10	昆明贝克福顿制药有限公司	7.6	9.2	17.4%
阿莫西林	注射剂	1g(溶媒结晶)	哈药集团制药总厂	8.1	11.6	30.2%
氨苄西林	胶囊	250mg*24	珠海联邦	14	15.6	10.3%
氨苄西林	胶囊	250mg*12	珠海联邦	7.2	8	10.0%
替卡西林 克拉维酸	注射剂	替卡西林3g/克拉维酸 200mg	葛兰素史克（中国）投资有限公司	71.2	79.1	10.0%
头孢拉定	干混悬剂	125mg*12	山东淄博新达制药有限公司	9.1	12.2	25.4%
头孢拉定	胶囊	250mg*24	扬子江药业集团有限公司	18.2	22.1	17.6%
头孢拉定	胶囊	250mg*12	香港澳美制药厂	10.7	11.9	10.1%
头孢拉定	胶囊	250mg*24	中美上海施贵宝制药有限公司	29.7	35.6	16.6%
头孢拉定	注射剂	1g(溶媒结晶)	中美上海施贵宝制药有限公司	12.8	17.2	25.6%
头孢呋辛	注射剂	750mg	意大利依赛特大药厂	31.3	34.8	10.1%
头孢呋辛	注射剂	750mg	塞浦路斯麦道甘美大药厂	30.2	33.6	10.1%
头孢呋辛	注射剂	750mg	葛兰素(中国)投资有限公司	33.5	37.2	9.9%
头孢丙烯	片剂	250mg*6	中美上海施贵宝制药有限公司	49	54.4	9.9%
头孢美唑	注射剂	1g(冻干粉)	DAIICHI SANKYO CO.,LTD.(第一三共株式会社)	59.6	66.2	10.0%
头孢地尼	胶囊	100mg*10	广州白云山光华制药股份有限公司	108	120	10.0%
头孢克肟	胶囊	50mg*6	广州白云山制药股份有限公司广州白云山制药总厂	25.1	28.2	11.0%
头孢克肟	胶囊	100mg*6	广州白云山制药股份有限公司广州白云山制药总厂	42.7	48	11.0%
头孢噻肟	注射剂	1g	华北制药河北华民药业有限责任公司	39.6	40	1.0%
拉氧头孢	注射剂	1g(冻干粉)	海南海灵化学制药有限公司	116	136	14.7%
头孢米诺	注射剂	1g(溶媒结晶)	日本明治制药株式会社	111	130	14.6%
头孢哌酮 舒巴坦	注射剂	头孢哌酮500mg/舒巴坦 500mg	辉瑞公司	58.4	80.3	27.3%
头孢他啶	注射剂	1g	海南海灵化学制药有限公司	46.1	52.8	12.7%

续前表

药品名称	剂型	规格	企业名称	最新最高零售 价	原最高零售 价	价格降幅
头孢他啶	注射剂	1g	葛兰素史克(中国)投资有限公司	55.3	78	29.1%
头孢唑肟	注射剂	1g	西南药业股份有限公司	68.7	79.8	13.9%
头孢吡肟	注射剂	1g(溶媒结晶)	中美上海施贵宝制药有限公司	124	146	15.1%
美罗培南	注射剂	500mg(冻干粉)	住友制药(苏州)有限公司	193	227	15.0%
帕尼培南 倍他米隆	注射剂	帕尼培南500mg/倍他米隆 500mg(冻干粉)	DAIICHI SANKYO CO.,LTD.(第一三共株式会社)	174	205	15.1%
亚胺培南 西司他丁	注射剂	西司他丁500mg, (溶媒)	杭州默沙东制药有限公司	182	214	15.0%
妥布霉素	滴眼剂	15mg:5ml	爱尔康(中国)眼科产品有限公司	18.7	23.5	20.4%
妥布霉素	眼膏剂	10.5mg:3.5g	爱尔康(中国)眼科产品有限公司	32.6	37.2	12.4%
异帕米星	注射剂	200mg:2ml	旭化成制药株式会社	76	84.4	10.0%
阿奇霉素	注射剂	125mg	东北制药集团沈阳第一制药有限公司	24.1	32.4	25.6%
琥乙红霉 素	片剂	125mg*24	西安利君制药有限责任公司	11.7	13	10.0%
罗红霉素	分散片	50mg*12	丽珠医药集团股份有限公司	13.2	18.8	29.8%
罗红霉素	胶囊	50mg*12	扬子江药业集团有限公司	10.1	12.8	21.1%
去甲万古 霉素	注射剂	400mg(冻干粉)	华北制药股份有限公司	65.8	77	14.5%
替考拉宁	注射剂	200mg(冻干粉)	赛诺菲安万特(北京)制药有限公司	334	359	7.0%
万古霉素	注射剂	500mg(冻干粉)	礼来公司	144	160	10.0%
夫西地酸	注射剂	500mg(冻干粉)	LEO Pharmaceutical Products	155	182	14.8%
环丙沙星	片剂	250mg*20	广州柏赛罗药业有限公司	16.5	19.5	15.4%
环丙沙星	片剂	250mg*10	广州南新制药有限公司	8.5	10	15.0%
氧氟沙星	片剂	100mg*12	北京双鹤药业股份有限公司	5.4	7.7	29.9%
氧氟沙星	片剂	100mg*10	广州柏赛罗药业有限公司	5.1	6.9	26.1%
氧氟沙星	注射剂	100mg:100ml	北京双鹤药业股份有限公司	6.3	7.9	20.3%
氧氟沙星	片剂	100mg*10	第一三共制药(北京)有限公司	13.2	18.9	30.2%
莫西沙星	片剂	400mg*3	拜耳医药保健有限公司	87.5	92.1	5.0%
莫西沙星	注射剂	400mg:250ml	拜耳医药保健有限公司广州分公司	316	333	5.1%
氟康唑	注射剂	100mg:50ml	辉瑞公司	151	216	30.1%
伊曲康唑	胶囊	100mg*4	西安杨森制药有限公司	44.2	49.8	11.2%
伊曲康唑	口服溶液 剂	1.5g:150ml	西安杨森制药有限公司	726	807	10.0%
伊曲康唑	注射剂	250mg:25ml	西安杨森制药有限公司	987	1097	10.0%
特比萘芬	片剂	250mg*7	诺华公司	116	130	10.8%
更昔洛韦	注射剂	500mg	罗氏公司	692	988	30.0%
拉米夫定	片剂	100mg*14	葛兰素史克(中国)投资有限公司	207	218	5.0%
奥司他韦	胶囊	75mg*10	罗氏公司	269	283	4.9%
单硝酸异 山梨酯	片剂	20mg*48	鲁南贝特制药有限公司	50.4	56	10.0%
单硝酸异 山梨酯	缓释片	40mg*24	鲁南贝特制药有限公司	62.6	72	13.1%
硝苯地平	控释片	30mg*7	拜耳医药保健有限公司	35.8	39.8	10.1%
氨氯地平	片剂	5mg*7	辉瑞公司	38.1	42.3	9.9%
地尔硫卓	片剂	30mg*20	天津田边制药有限公司	13.4	14.9	10.1%
地尔硫卓	片剂	30mg*50	天津田边制药有限公司	28.3	35.6	20.5%
地尔硫卓	缓释胶囊	90mg*10	天津田边制药有限公司	21	23.3	9.9%
地尔硫卓	注射剂	10mg(冻干粉)	天津田边制药有限公司	48.7	54.1	10.0%
地尔硫卓	注射剂	50mg(冻干粉)	天津田边制药有限公司	133	157	15.3%
非洛地平	缓释片	2.5mg*10	阿斯利康公司	26.6	29.6	10.1%
非洛地平	缓释片	5mg*10	阿斯利康公司	45.2	46.4	2.6%
拉西地平	片剂	4mg*7	葛兰素史克(中国)投资有限公司	29.6	32.9	10.0%
乐卡地平	片剂	10mg*7	Recordati S.P.A	37.5	41.6	9.9%
尼卡地平	缓释胶囊	40mg*30	安斯泰来制药(中国)有限公司	57.5	63.9	10.0%
尼卡地平	注射剂	10mg:10ml	安斯泰来制药(中国)有限公司	76.8	85.3	10.0%
左旋氨氯 地平	片剂	2.5mg*14	石药集团欧意药业有限公司	53.2	74.1	28.2%
左旋氨氯 地平	片剂	2.5mg*14	施慧达药业集团(吉林)有限公司	53.2	74.1	28.2%
美托洛尔	缓释片	47.5mg*7	阿斯利康公司	18.7	20.8	10.1%
阿罗洛尔	片剂	10mg*10	住友制药(苏州)有限公司	40	44.4	9.9%
比索洛尔	片剂	5mg*10	德国默克公司	35	38.9	10.0%

续前表

药品名称	剂型	规格	企业名称	最新最高零售 价	原最高零售 价	价格降幅
阿吠唑嗪	缓释片	5mg*14	赛诺菲安万特(杭州)制药有限公司	37.8	42	10.0%
阿吠唑嗪	缓释片	10mg*10	赛诺菲安万特(杭州)制药有限公司	72.9	81	10.0%
多沙唑嗪	缓释片	4mg*10	辉瑞公司	69.7	77.4	9.9%
乌拉地尔	注射剂	25mg:5ml	奈科明公司	60.5	67.2	10.0%
贝那普利	片剂	10mg*14	诺华公司	51.3	57	10.0%
贝那普利	片剂	5mg*14	诺华公司	30.2	33.6	10.1%
福辛普利	片剂	10mg*14	中美上海施贵宝制药有限公司	47.6	52.9	10.0%
赖诺普利	片剂	10mg*14	阿斯利康公司	48.4	53.8	10.0%
雷米普利	片剂	5mg*7	赛诺菲安万特(北京)制药有限公司	45.2	48.6	7.0%
咪达普利	片剂	5mg*10	天津田边制药有限公司	18.1	20.1	10.0%
咪达普利	片剂	10mg*10	天津田边制药有限公司	30.6	34	10.0%
培哌普利	片剂	4mg*30	施维雅(天津)制药有限公司	117	130	10.0%
厄贝沙坦	片剂	150mg*7	赛诺菲安万特(杭州)制药有限公司	37.4	40.2	7.0%
坎地沙坦	片剂	8mg*7	天津武田药品有限公司	42	45.1	6.9%
氯沙坦钾	片剂	50mg*7	杭州默沙东制药有限公司	47.2	52.5	10.1%
氯沙坦钾	片剂	100mg*7	杭州默沙东制药有限公司	60.9	67.7	10.0%
替米沙坦	片剂	80mg*7	上海勃林格殷格翰药业有限公司	45.6	49	6.9%
缬沙坦	胶囊	80mg*7	诺华公司	45.8	49.2	6.9%
米多君	片剂	2.5mg*20	奈科明公司	61.2	68	10.0%
阿托伐他汀	片剂	10mg*7	辉瑞公司	53.9	58	7.1%
阿托伐他汀	片剂	20mg*7	辉瑞公司	76.3	82	7.0%
氟伐他汀	胶囊	40mg*7	诺华公司	34.8	40	13.0%
普伐他汀	片剂	10mg*7	第一三共制药(上海)有限公司	29.1	32.3	9.9%
普伐他汀	片剂	10mg*7	中美上海施贵宝制药有限公司	43.1	47.9	10.0%
普伐他汀	片剂	20mg*5	中美上海施贵宝制药有限公司	44.1	49	10.0%
阿昔莫司	胶囊	250mg*30	辉瑞公司	138	153	9.8%
非诺贝特	胶囊	200mg*10(微粒化制剂)	法国利博福尼制药有限公司	43.6	48.4	9.9%
辅酶Q10	片剂	10mg*30	卫材(中国)药业有限公司	31.6	41.2	23.3%
曲美他嗪	片剂	20mg*30	施维雅(天津)制药有限公司	54.5	58.6	7.0%

资料来源: 发改委网站、招商证券研究(部分药品价格可能不是最新价格)

抗菌药物规范管理，将促使行业良性增长以及结构变化

卫生部 2011 年 4 月份发布《抗菌药物临床应用管理办法(征求意见稿)》，并要求 7 月 1 日开始实施，主要包括：

1、限制各级医院使用抗菌药物品种数量：其中三级医院抗菌药物品种不得超过 50 种；二级医院不得超过 35 种，同一通用名称药品的品种，注射剂型和口服剂型各不得超过 2 种，处方组成类同的复方制剂 1-2 种。具有相似或相同药学特征的药品不得重复采购。其中，三代及四代头孢菌素(含复方制剂)类抗菌药物口服剂型不得超过 3 个品规，注射剂型不得超过 8 个品规；碳青霉烯类抗菌药物注射剂型不得超过 2 个品规；氟喹诺酮类抗菌药物口服剂型和注射剂型各不得超过 4 个品规；深部抗真菌类抗菌药物不得超过 5 个品规。建议优先选用《国家处方集》、《国家基本药物目录》和《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录》收录的抗菌药物品种。

2、医疗机构对抗菌药物实施分级管理制度：抗菌药物分为非限制使用、限制使用与特殊使用三级。(1) 非限制使用级抗菌药物：经临床长期应用证明安全、有效，对细菌耐药性影响较小，价格相对较低的抗菌药物；(2) 限制使用级抗菌药物。与非限制使用级抗菌药物相比较，该类药物在疗效、安全性、对细菌耐药性影响、药品价格等某方面存在局限性，不宜作为非限制级药物使用；(3) 特殊使用级抗菌药物。具有明显或严重不

不良反应，不宜随意使用的抗菌药物；需要加以保护以免细菌过快产生耐药而导致严重后果的抗菌药物；新上市不足五年的抗菌药物，其疗效或安全性任何一方面的临床资料尚较少，或并不优于现用药物的；药品价格昂贵的抗菌药物。

3、限制医疗机构抗菌药物使用率：各医疗机构应当开展抗菌药物临床应用监测，分析本机构及临床各专业科室抗菌药物使用情况，评估抗菌药物使用适宜性。住院患者抗菌药物使用率不得超过 50%；清洁手术预防使用抗菌药物百分率不超过 30%，外科手术预防使用抗菌药物应在术前三十分钟至两小时内给药，清洁手术用药时间不应超过 24 小时。门诊抗菌药物处方比例不得超过 15%。

实际上，卫生部近年来已经采取了一系列措施确保抗菌药物临床合理应用，部分省市也通过了自身的抗菌药物临床使用管理办法：

- 1、一是先后下发了《医疗机构药事管理暂行规定》、《抗菌药物临床应用指导原则》、《处方管理办法》等一系列规章和规范性文件，对医疗机构药事管理和临床合理用药做出了明确规定；
- 2、组建“全国抗菌药物临床应用监测网”、“全国细菌耐药监测网”和“全国合理用药监测系统”，加强药物临床应用的监测和评估；
- 3、在 2005 年以来的“医院管理年”活动以及 2009 年以来的“医疗质量万里行”活动中，加大对抗菌药物临床应用的监督检查力度，促进合理用药各项政策的落实；
- 4、对全国 2 万余名基层医疗机构医务人员进行了抗菌药物临床合理应用和微生物检测技术培训。各地也通过健全规章制度、加强宣传教育等多种措施促进抗菌药物合理应用；
- 5、会同国家食品药品监督管理局、农业部和工信部共同开展全国抗菌药物联合整治工作。通过监测网和加强日常的监督检查，近五年来我们国家住院患者抗菌药物使用率和抗菌药物联合使用率日趋合理，个别医疗机构抗菌药物临床应用不合理的现象得到了有效的遏制。

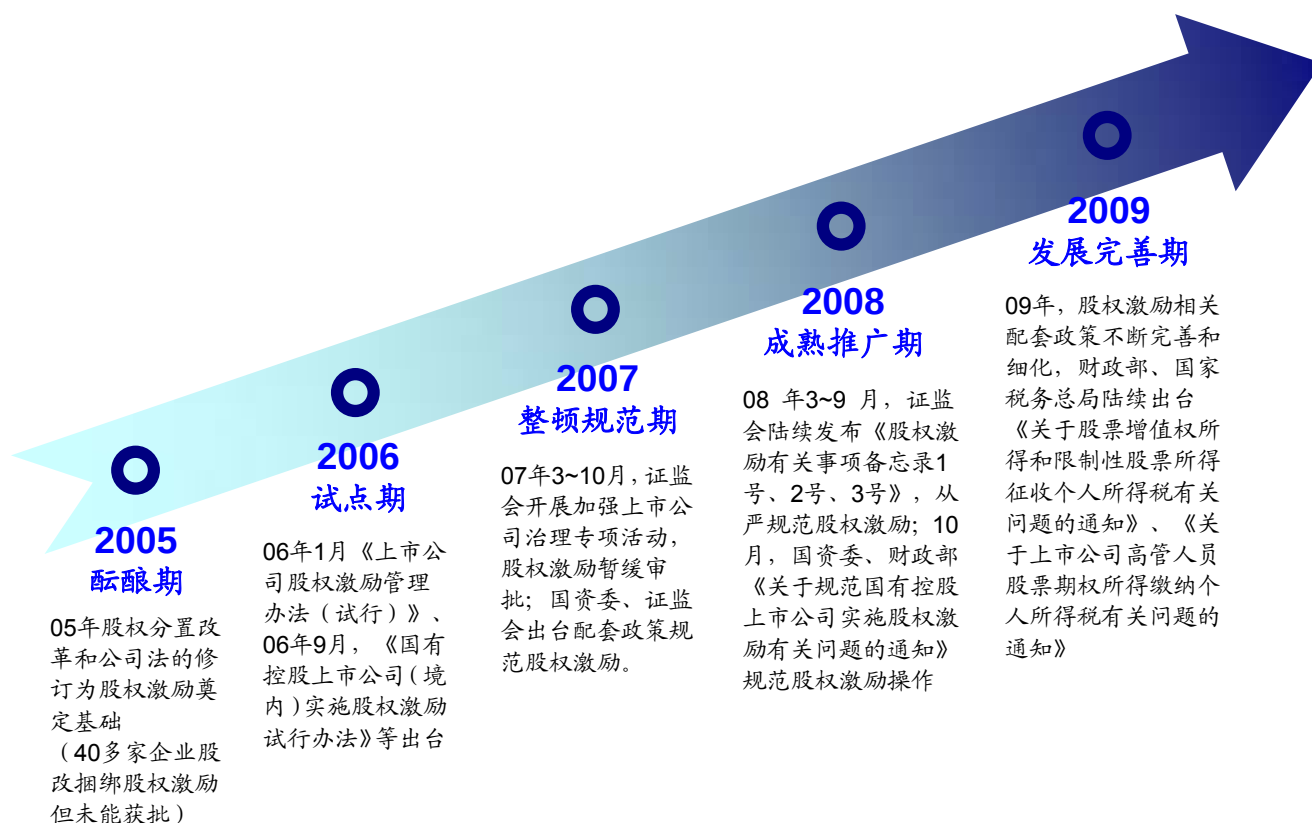
我们认为，此次《抗菌药物临床应用管理办法》的出台对抗菌药物行业的整体增长有不利影响，部分价格高、滥用情况较严重的品种市场将有所萎缩，抗菌药物品种结构将发生变化。

三、股权激励，拨开云雾见月明

股权激励制度于 20 世纪 50 年代中期首次以员工持股计划的方式在美国出现，并从 20 世纪 80 年代中期开始成为美国企业盛行的一种报酬方式，在 90 年代末期达到高潮。

股权激励在我国最早可以追溯到清朝末期的“山西票号”。2006 年 1 月 1 日开始实施的《上市公司股权激励管理办法（试行）》标志着我国股权激励开始步入正轨。至此，我国股权激励的法律基础已经基本具备。从 2006 年开始，推行股权激励制度的一系列法律法规及配套政策相继出台，大量上市公司开始公告股权激励措施，2006 年也被称为“中国股权激励元年”。2005 年到 2009 年，中国股权激励在政策上走过了“酝酿—试点—规范—推广—完善”的 5 年历程。

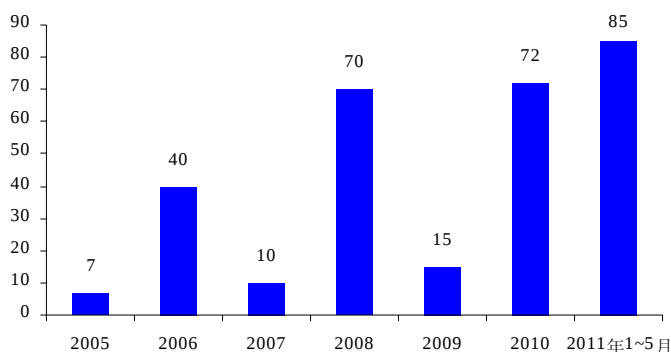
图 7：近年来我国股权激励的政策不断完善



资料来源：和君咨询，招商证券研发中心

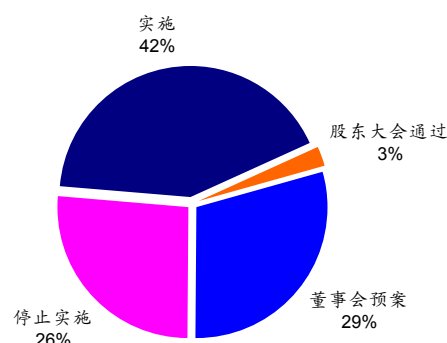
根据 Wind 的数据，截至 2011 年 5 月 27 日，中国沪、深 A 股已有 257 家上市公司公告了 299 次管理层股权激励预案，其中 78 次已经停止实施，126 次正在实施中，8 次已经通过股东大会决议，另有 87 家公司的股权激励方案处于董事会预案阶段。可以看到，除 2009 年受国际金融危机影响大量公司取消股权激励预案之外，2008 年以来我国股权激励呈加速发展的趋势。特别在 2011 年，前 5 个月的公告数量达到 85 次，已经超过了去年全年。不仅股权激励的数量有了飞跃，上市整个股权激励的实施速度也有很大提高，从草案公告到股东大会通过的时间大为缩短（参见正文表 7）。

图 8：2005~2011 年 5 月 A 股股权激励计划的公告数量



资料来源：WIND，招商证券研发中心

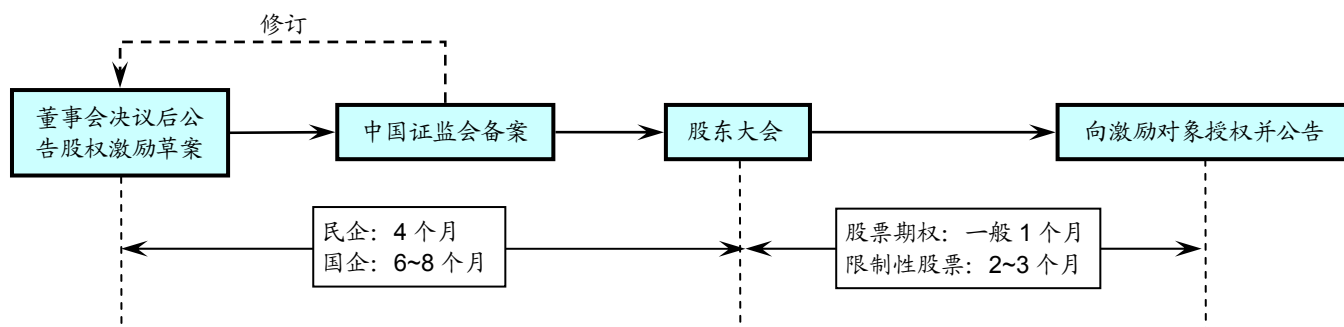
图 9：05~2011 年 5 月 A 股股权激励计划的进程分析



资料来源：WIND，招商证券研发中心

我国上市公司实行股权激励的基本步骤如下：

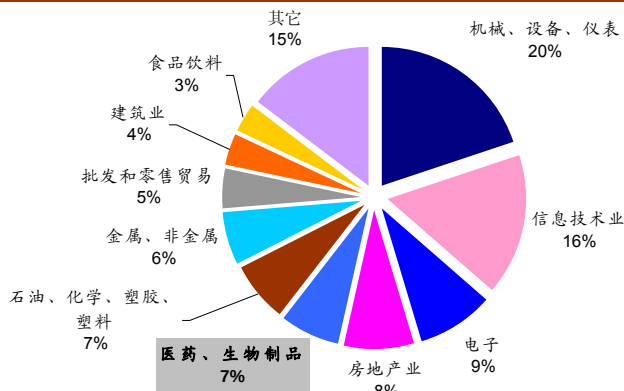
图 10：上市公司实行股权激励的步骤



资料来源：招商证券研发中心

从 2005 年 7 月 1 日金发科技在股改后公告首个股权激励方案以来，近几年股权激励方案的一个趋势性特征便是：行业集中特征越发明显，医药、信息技术、电子、机械设备制造等行业已然成为股权激励的重点行业。之所以出现行业集中的特征，主要是由高科技企业的行业特点决定——高度人才驱动（包括研发人才、管理人才、营销人才等）。理论上讲，所有对人才有需求的企业都有股权激励的意愿，但高科技企业对行业高端人才的依赖远甚于其它企业。只有通过股权激励这种长期激励机制，才能有效地吸引和留住这些人才，实现员工、股东、公司三方共赢。

图 11：A 股股权激励方案的行业特点（截至 2011 年 5 月 27 日）



资料来源：WIND，招商证券研发中心

注：采用证监会行业分类，同时我们将爱尔眼科划入“医药、生物制品”类。

截至 2011 年 5 月 27 日，共有 19 家医药上市公司公告了 21 次股权激励计划，其中中华神集团和华海药业在 2008 年因宏观环境和资本市场发生剧变而撤消当年的股权激励后，分别于 2009 年 3 月和 7 月再次公告了新的激励草案。

目前已有双鹭药业、海南海药、华神集团、华海药业、海翔药业、恒瑞医药等 11 家公司开始实施股权激励计划。

股权激励的方式主要是股票期权和限制性股票两种，激励股票的来源包括向激励对象定向发行、激励基金买入流通 A 股和大股东转让股份三种形式。

一般说来，成长性高、管理层对公司发展有信心的公司，越有可能提出股权激励计划。

从正文表 6 的统计数据可以看出，公布股权激励方案的医药类上市公司，其市盈率明显高于市场平均水平，相对于行业平均水平也溢价 66%。

正文表 8 的实证分析结果显示，草案公告日当天存在相对市场和行业指数的超额正收益，分别为 2.77% 和 2.47%，且在 1% 的统计水平下显著。在其它五个重要实施日里，个股并不存在超额收益。

双鹭药业、海南海药和华神集团是目前三家管理层首次行权的医药上市公司，从预案公告到首次行权的股价表现，远远超过同期行业和市场指数的涨幅。可见，股权激励的确受到了市场的偏爱，起到了一定的长期激励作用。

表 10：实施股权激励方案公司的股价表现远高于市场和行业水平

	草案公告日价格 (前复权价)	首次行权日 (前复权价)	涨跌幅	同期 SW 医药生物指 数涨跌幅	同期沪深 300 指数涨 跌幅
双鹭药业	2.94	32.92	1019.73%	283.28%	227.36%
海南海药	3.63	6.45	77.69%	39.21%	20.32%
华神集团	6.34	16.73	163.88%	100.45%	32.82%

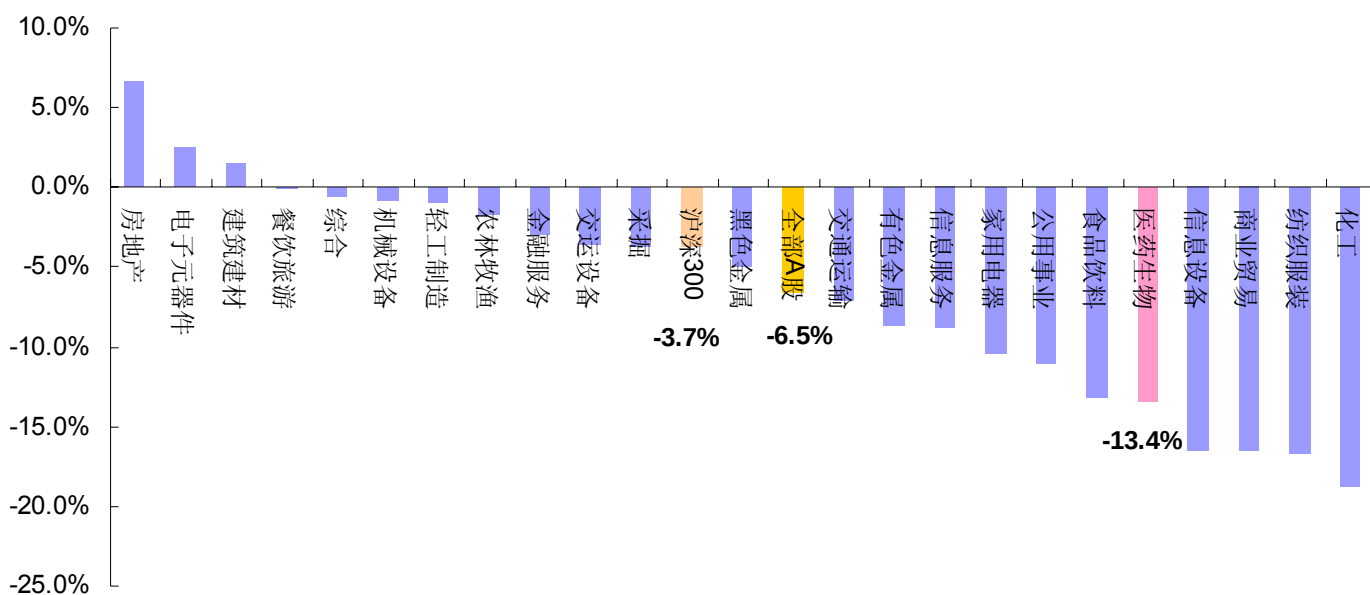
资料来源：WIND，招商证券研发中心

结合上市公司基本面及股权激励进展，我们列出了我们的股权激励投资组合：双鹭药业、华海药业、爱尔眼科、人福医药。其中，双鹭药业已经全部行权完毕；华海药业第一期未行权，力争第二期行权；爱尔眼科和人福药业均在授予日之后，第一期之前。爱尔眼科目前行权价与股价倒挂，人福药业的授予价较高，达到市场价格的 90%。

四、行业估值与投资建议

2011 年年初至 6 月 6 日，医药板块累计下跌 13.4%，全部 A 股下跌 3.7%，医药板块相对全部 A 股跌幅为 9.7%。

图 12：2011 年年初至今各板块表现



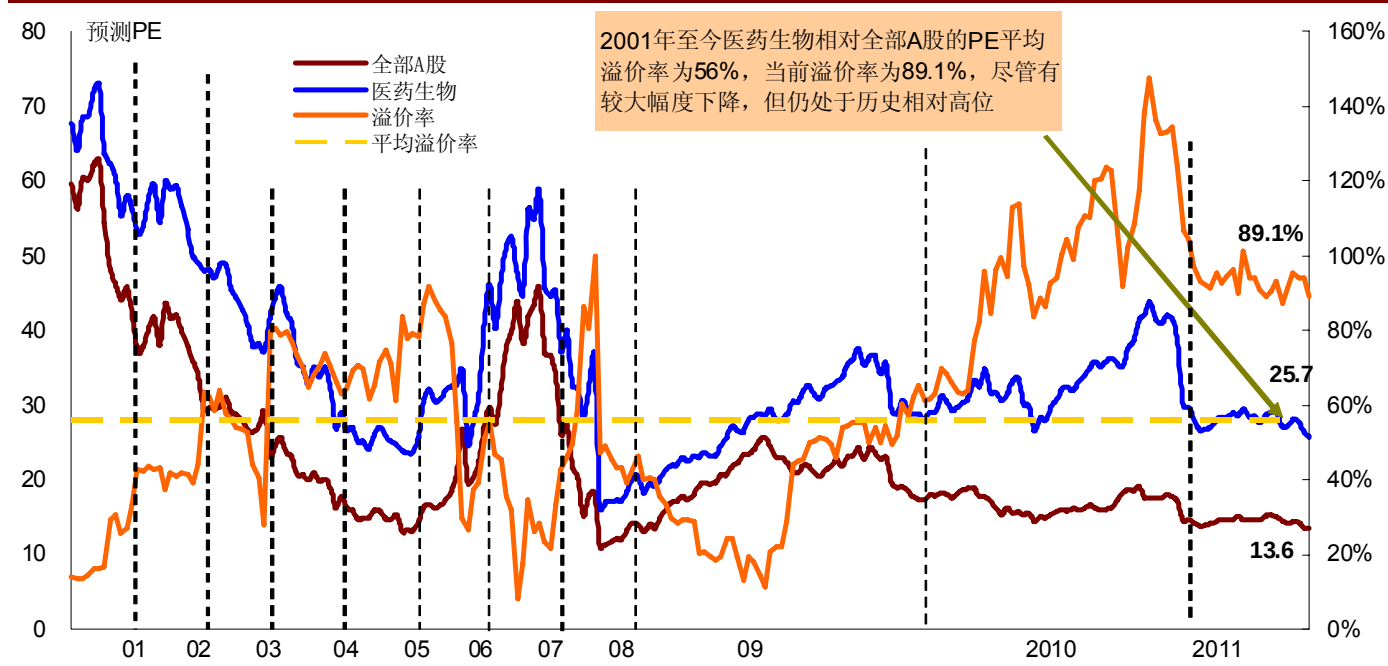
资料来源：wind，招商证券研究（截至 2011 年 6 月 6 日）

当前板块估值具有长期投资价值，维持行业“推荐”评级

当前医药板块 2011 年预测 PE 25.7 倍，全部 A 股为 13.6 倍，医药板块相对全部 A 股的估值溢价率为 89.1%，高于 01 年至今 56% 的平均估值溢价率。

从绝对估值的角度来看，当前 25.7 倍的预测 PE 处于 01 年以来的相对低位，而我们预计医药板块 2011 年利润同比增长 25~30%，未来 5 年复合增长有望超过 20%，当前板块估值具有长期投资价值，我们维持板块“推荐”评级。

图 13：当前板块 2011 年预测 PE 25.7 倍，相对全部 A 股估值溢价率为 89.1%



资料来源：wind，招商证券研究

建议逐步提高医药配置，优选行业龙头以及成长性确定的公司

我们判断医药板块在成本端、价格端的压力将逐步缓解，将在用药量以及产品创新推动下，行业将保持稳定增长。我们推荐：

- 1、具有业绩增长确定性高、估值具有优势的行业龙头东阿阿胶、贵州百灵、东富龙、康美医药、天士力、云南白药；
- 2、研发实力雄厚，储备产品丰富，近期将有新产品获批的信立泰、恒瑞医药、恩华药业；
- 3、建议关注弹性较大的制剂出口企业海正药业、华海药业，大股东股改承诺解决后估值有望提升的华东医药；
- 4、股权激励组合双鹭药业、华海药业、爱尔眼科和人福医药。

表 11: 我们重点覆盖的公司盈利预测

	股价	10EPS	11EPS	12EPS	11PE	12PE	PB	评级
东阿阿胶	42.8	0.89	1.60	2.17	26.7	19.7	9.3	强烈推荐-A
东富龙	40.9	1.40	1.85	2.39	22.1	17.1	3.5	强烈推荐-A
贵州百灵	38.3	0.67	1.37	1.94	27.9	19.7	4.7	强烈推荐-A
信立泰	35.1	0.98	1.36	1.79	25.8	19.6	7.0	强烈推荐-A
康美药业	12.7	0.33	0.47	0.67	27.1	19.0	3.3	强烈推荐-A
天士力	40.7	0.87	1.27	1.57	32.0	25.9	6.1	审慎推荐-A
恒瑞医药	31.5	0.64	0.85	1.09	37.0	28.9	9.9	审慎推荐-A
云南白药	58.8	1.33	1.79	2.34	32.9	25.1	8.8	审慎推荐-A
恩华药业	18.6	0.33	0.46	0.65	40.3	28.5	9.0	强烈推荐-A
鱼跃医疗	25.3	0.39	0.61	0.94	41.5	26.9	11.1	强烈推荐-A
华东医药	24.5	0.73	0.97	1.22	25.2	20.0	8.6	审慎推荐-A
一致药业	29.5	0.91	1.19	1.55	24.8	19.0	7.5	强烈推荐-A
国药股份	16.4	0.65	0.83	1.03	19.7	15.9	5.7	审慎推荐-A

资料来源: 招商证券研究

五、公司部分

东阿阿胶（000423）：价值回归、产品衍生的资源性品种（强烈推荐-A）

阿胶的资源性品种属性决定了“价值回归+发展衍生品”是实现公司最大价值的战略选择: 国内毛驴存栏量逐年下降, 根据国家统计局年鉴公布数据, 1996 年毛驴存栏量为 944.4 万头, 1998 年上升至 955.8 万头, 随后逐年下降, 2008 年已降至 673.1 万头, 毛驴存栏量的逐年下降决定了阿胶资源性产品的属性, 因此“价值回归+发展两翼衍生品”是实现公司价值最大化的战略选择。

控制营销体系是实现阿胶价值回归的载体, 也是发展阿胶衍生品的一个良好搭载平台: 公司战略的实现需要与之相匹配的策略, 这就是控制营销。控制营销是指控制生产企业单独发展和赚钱的欲望, 通过制定目标客户愿意接受的规则, 最终达到工商共赢。我们认为控制营销能够成功执行, 其根本原因是阿胶的产品力和体系参与者的互惠互利。

阿胶块终端销售恢复良好, 阿胶浆快速放量: 我们测算阿胶块 2011 年 1 季度出厂价同比上升 85~90%, 收入同比增长约 30%, 发货量有所下降, 主要是: 1、2010 年 1 季度同期发货量为全年最高点, 基数较高; 2、随着价值回归战略的实施, 公司主动收缩终端; 从目前销售来看, 阿胶块提价后终端销售回复良好; 阿胶浆广告投放以及产品线梳理取得成效, 预计 1 季度收入同比增长超过 30%, 保健品收入保持快速增长。

现有产品线可支撑企业 40 亿收入: 我们判断 2013-2014 年实现 40 亿元销售目标, 其中: 阿胶块 15 亿元、复方阿胶浆 10 亿元、保健食品 15 亿元。其中阿胶块终端价将突破 1000 元/公斤。保健品主要是阿胶原粉、桃花姬和阿胶枣, 我们判断保健品收入达到 10 亿元时, 其净利率将达到 30%。

维持业绩预测和“强烈推荐-A”评级: 预计 2011~2013 年净利润同比分别增长 79%、36% 和 30%, 实现 EPS 1.6 元、2.17 元和 2.81 元; 公司是我们最看好的资源性品种, 我们认为: 阿胶块价值回归短期言项为时尚早, 目前市场可能也只看到阿胶块的价值回归, 而忽略了公司在衍生品种的爆发力, 预计主要衍生品阿胶浆未来复合增长约 30%、保健品超过

50%，衍生品的放量进一步确保公司具备长期的增长潜力。当前股价对应 2011 年预测 PE 仅 27 倍，我们认为公司被低估，维持 12 个月目标价 80 元，对应 2011 年预测 PE 50 倍，2012 年预测 PE 37 倍，建议长线投资者积极介入。

主要风险是国家回收流动性，高端人群消费萎缩导致阿胶块销量回落。

贵州百灵（002424）：苗药资源整合者（强烈推荐-A）

民营苗药龙头企业：拥有发明专利的苗药产品数量和 2009 年 OTC 类苗药产品销售额排名统计，公司位居全国苗药生产企业第 1 位，按照拥有药品批准文号的苗药产品数量和 2009 年单品种苗药销售额排名统计，公司位居全国苗药生产企业第 2 位。拥有 7 项独家苗药专利产品，超募资金 11 亿元，公司具有整合苗药资源能力。

投资建设苗药工业园，作为整合苗药资源载体：与贵阳市人民政府签署百灵苗药工业园投资意向合作协议书，贵阳市提供土地约 500 亩，要求百灵项目投资强度为每亩不低于 150 万人民币。项目享受国家、省、贵阳市相关优惠政策和修文县招商引资优惠政策。贵州省苗药资源丰富，通过工业园的建设，百灵将进一步实现对贵州苗药品种、苗药企业、苗药资源的整合，“筑巢引凤”，整合并购后的企业也有可能放到该工业园中，开启了百灵对苗药资源的超常规整合的第一步。2011 年 4 月 12 日收购世禧制药 100% 的股权，世禧制药拥有两个市场前景较好的 OTC 产品：妇科用药经带宁胶囊（独家苗药品种）和肠道疾病用药鞣酸苦参碱胶囊。我们判断，公司将逐步整合贵州当地优秀的苗药品种，收购世禧制药拉开整合序幕。

中药材种植已成为公司发展的重心之一：2010 年 12 月 17 日迄今，百灵连续公告了合作种植 1 万亩太子参+1 万亩太子参+1 万亩山银花+281 亩虎耳草，开始了对贵州道地药材的深入挖掘。公司已经在中药材种植领域积累了丰富经验，并与当地专业机构合作，效率高，模式易于复制。我们认为，未来百灵将涉足更多的贵州道地中药材种植，这将是一块持续且不断增大的利润来源。后续如果有新品种加入种植，我们将根据品种的情况调整我们的盈利预测。

OTC 和处方药领域仍将维持高速增长：银丹心脑通软胶囊和金感胶囊 2010 年收入增速预计在 60% 左右，咳速停糖浆及胶囊收入同比增长约 20%，符合我们之前的预期；受到产品提价和药监局提醒 VC 银翘片安全操作的影响，再加上 09 年流感流行造成基数偏大，VC 银翘片 2010 年收入增速低于我们 20% 的预期。我们维持之前的判断：作为中国苗药龙头企业，未来几年公司的 OTC 和处方药业务总体仍将维持 40% 高速增长。

产能释放确保 2011 年快速增长：公司在前处理环节一直存在产能瓶颈，我们 2011 年产能释放后部分产品经销商将补货。

维持“强烈推荐-A”的投资评级：我们维持 2011~2012 年 EPS 1.37 元、1.94 元的盈利预测，对应动态 PE 为 28 倍、20 倍。鉴于公司优秀的高成长性、药品业务稳定高成长、中药材种植可复制性强、苗药整合带来的想象空间巨大，公司目前股价被低估。我们维持 6 个月 46 元目标价，维持“强烈推荐-A”的投资评级。

主要风险在于处方药销售低于预期和中药材价格大幅波动。

东富龙（300171）：纵深发展，大有可为（强烈推荐-A）

纵深发展，市场容量将大幅扩大：公司是国内的冻干行业龙头企业，目前主要产品是包

括冻干机和冻干系统（包括冻干机、自动进出料和无菌隔离装置），未来通过在冻干生产线的产品线延伸（如配液、灌装线等）、向冻干工程拓展（如水处理和净化空调等），预计对应市场将扩大为目前的 3 倍左右；中长期也有可能向其他制药装备领域扩张，市场空间将进一步扩大。

药品市场扩容和冻干比例的提升是冻干行业增长的内在驱动力：1、医药工业 2000～2010 年复合增长率达到 21.2%，考虑到药品价格下降因素，用药量实际增速可能高于此值；2、据统计，国际公认的冻干粉针剂占无菌注射剂的比重为 25%，而当前美国此比例为 15%，国内仅 9%，未来有较大的提升空间。

新版 GMP 对新增产能影响较大，对存量市场影响目前尚未体现到订单中：新版 GMP 对无菌要求提升，从而对制药装备的隔离化、自动化提出更高的要求，体现为冻干机的系统化，这从公司冻干系统的订单比重逐年提升也可得到验证。对于目前在运营中的 1000～1200 条存量冻干生产线，据统计，70% 的冻干机不具备 SIP（在位蒸汽灭菌）功能，90% 以上国内药厂的冻干制品仍使用手动进出料，不符合新版 GMP 要求而需要改造。但目前存量冻干生产线生产企业对政策相对观望，在此情况下，公司订单饱满，仍有较快增长。我们认为法规对存量市场的改造将相对平缓，存量市场的改造需求平缓释出以及冻干行业自身的内生增长将保证未来 5 年内冻干系统保持快速增长，而非市场预期的 2011～2012 年是冻干系统的需求高峰，2013 年以后市场需求回落。

优秀的财务报表折现管理层的务实与公司的行业地位：轻资产：2010 年 4.8 亿元的收入，固定资产仅 6260 万元；**强现金：**签订合同时收取 30% 订金，交货收取 60% 货款，账上负债 90% 为预收账款，经营现金流净额大于净利润；**盈利性强：**毛利率、净利率约为 48%、30%。内生式的现金流可以满足再投资需求，属于“现金牛”商业模式。

业绩预测：仅考虑内生性增长，保守预计 2011～2013 年收入同比增长 36%、31% 和 30%，净利润同比增长 57%、32% 和 30%，实现摊薄后 EPS 1.4 元、1.85 元和 2.39 元。由于超募资金的合理使用可能带来的外延式增长，预计 2012～2013 年业绩超预期的可能性较大。

维持“强烈推荐-A”评级：药品市场的持续扩容以及冻干比例的提升，新版 GMP 对冻干机系统化、高端化的带动以及存量冻干生产线的改造需求逐步释放，我们判断冻干系统未来 5 年仍将保持较快增长；而通过产品研发以及外延式并购，冻干生产线产品线逐步完善、并逐步向冻干工程拓展，市场容量将大幅扩大。公司具有优秀的商业模式，现金流强劲，管理层务实且有战略眼光，当前股价对应 2011～2013 年预测 PE 仅 27 倍、22 倍和 18 倍，估值较低，给予“强烈推荐-A”评级，建议长线投资者积极介入，更详细内容请关注我们后期的公司深度报告。

主要风险：新版 GMP 对存量市场如果严格执行，可能导致公司产能无法满足市场需求，从而可能会增加其他厂商市场份额。

康美药业（600518）：盈利模式独特，抗通胀的良好投资标的（强烈推荐-A）

盈利模式独特：纵向扩张：立足饮片和药材贸易，逐步向上游的中药材市场、主要资源性品种的战略采购延伸。横向延伸：倡导中药饮片的膳食功能，挖掘其消费品属性，逐步向药膳、菊黄茶等具有消费、保健属性的领域扩张。我们认为康美药业盈利模式独特，贯穿中药产业链，产品具有扩张属性，未来发展潜力巨大。

1 季度实现快速增长：分别实现收入 13.9 亿元、2.4 亿元，同比增长 98.8%、41.4%，实现 EPS 0.11 元。由于 2011 年高新技术企业目前暂未评定，暂按 25%税率缴纳所得税，导致 1 季度所得税率同比提升 9.3 个百分点，预计公司将通过高新技术企业认定，全年仍将享受 15%所得税率，若剔除所得税率变化影响，1 季度净利润同比增长 58.7%，EPS 0.122 元。

我们判断中药材贸易是公司持续的盈利来源：预计 1 季度药材贸易同比增长约 200%，收入占比大幅提升。母公司期初、期末存货分别为 9.4 亿元、8.2 亿元，存货水平并无大变化，体现了公司药材业务的高周转性。在高周转的同时，中药材贸易业务仍保持较高毛利率。药材贸易具有价格周期，专业性强并需求企业具有长期投资的战略眼光，同时药材收购现款现货，资金需求极高。公司长期接触各类中药材信息，熟悉各类产品市场周期，未来中药材市场业务不仅可开拓新的利润增长点，对支撑公司药材贸易业务也具有重大意义。公司目前贸易品种主要是三七、虫草、西洋参等名贵药材，药材贸易品种较多，需求相对刚性，生长周期各异，自然灾害造成的供给缺口能难短期补足，我们判断药材贸易对公司未来盈利起重要的调节作用。

中药饮片增速加快，2011 年下半年起产能逐步释放：预计中药饮片同比增长约 25%，而 2010 年全年增速为 15%，增速有所加快，毛利率基本持平。目前饮片有产能瓶颈，成都基地目前正在进行 GMP 认证，预计 2011 年中期投产，北京基地有望 2011 年底或 2012 年初投产，亳州基地预计 2012 年底投产。中药饮片产能 2011 年下半年起逐步释放，预计未来 3 年复合增速超过 30%。

看好新开河人参前景：目前韩国正官庄的红参价格是新开河产品价格的 5.5~8 倍，新开河具有原材料优势，通过设计推出新产品、转移市场重点至城市 OTC，价量齐升，我们判断新开河未来有望实现连续翻番增长。

维持业绩预测和“强烈推荐-A”评级：预计 2011~2013 年收入同比分别增长 45%、30% 和 28%，维持净利润同比分别增长 45%、42%和 39%，实现 EPS 0.47 元、0.67 元和 0.93 元。我们的业绩预测暂不考虑公司收到的亳州项目政府扶持资金 2.35 亿元，该项目目前在会计处理上暂时在其他负债中过渡，未来可能递延进入利润表，我们将根据实际结转情况调整盈利预测，我们目前的利润预测只考虑主业贡献。我们看好公司上游和终端资源控制战略和全国市场战略全面推进下的持续较快增长态势。目前股价对应 2011 年预测 PE 27 倍，对于一家未来 3 年复合增长有望超过 40%的公司，我们认为公司当前估值较低，维持“强烈推荐-A”评级，建议长线投资者积极介入。

主要风险是公司固定资产投资较大，工程进展低于预期。

信立泰（002294）：立足高端，储备产品丰富（强烈推荐-A）

受原料药业务影响，1 季报平稳增长：1 季度分别实现收入、净利润 3.63 亿元、1.06 亿元，同比分别增长 12%和 20.5%，实现 EPS 0.47 元，业绩增速短期下降，主要是由于：1、7-ACA 价格由 2010 年底的 900 多元/公斤一路下滑至目前的 600 元/公斤左右，并且前期存在药品降价预期，影响头孢制剂生产企业提货动力；2、公司 09 年 4 季度原料药扩产后产能释放，2010 年 1 季度由于基本药物制度等因素刺激，原料药销售良好，基数较高。这两点导致公司 1 季度头孢原料药收入同比下降约 15%。

预计泰嘉未来 3 年复合增速超过 30%：预计 2011 年 1 季度泰嘉同比增长约 40%，保持快速增长。2010 年 PCI 手术量约 31 万例，预计未来 3 年仍将保持 25%左右的复合

增速，病人服药时间延长，氯吡格雷的市场增速应快于 PCI 手术量增速，且泰嘉市场份额在不断扩大，我们认为泰嘉未来 3 年的复合增速将超过 30%。

我们判断原料药销售将逐步回暖：目前来看，7-ACA 价格已经企稳，且头孢制剂价格已经调整，4 月份以来原料药提货动力有所上升，我们判断 2 季度以后公司头孢原料业务将逐步回暖。同时，由于 2010 年 2 季度以后原料药基数逐渐降低，我们判断 2011 年 2 季度以后原料药增速将提升。

研发实力雄厚，储备产品丰富：预计抗凝药比伐卢定近期将获批，与泰佳形成系列化优势，借助现有销售队伍将快速上量；抗感染专利药头孢呋辛钠舒巴坦钠也将进入 III 期临床；心血管支架目前正处于临床前研发阶段。此外，公司还有 2 个在研 1 类心血管类新药以及 10 余项在研新药。围绕心血管及高端头孢抗生素，预计公司未来每年都有重量级新药上市。

公司是具有战略眼光、布局长远的创新型企业，同时在心血管营销具有难以逾越优势：公司积极将超募资金用于产品开发、产能布局以及产业链延伸等方面。新药开发主要定位于心血管、降压、调血脂、高端抗生素等；惠州、坪山新拍用地将陆续开工建设，用于新产品投产以及国际化。公司自建心血管学术营销队伍，经过 10 余年努力，目前已经覆盖了国内所有心血管领域专家，从而保证了泰嘉上市 9 年后仍能实现 40~50% 增长。我们认为公司产品开发围绕心血管领域，后期产品上市添加到现有销售队伍将迅速上量。

维持业绩预测和“强烈推荐-A”评级：预计 2011~2013 年收入同比分别增长 31%、30% 和 28%，净利润分别增长 39%、32% 和 30%，实现 EPS 1.36 元、1.79 元和 2.33 元。我们看好公司立足高端的创新研发能力，储备产品丰富并具有系列化优势，当前股价对应 2011 年预测 PE 26 倍，维持“强烈推荐—A”评级。

主要风险是新产品的获批慢于预期。

天士力（600535）：老产品放量、新产品获批，增速加快（审慎推荐-A）

2011 年 1 季度实现较快增长：1 季度分别实现收入、净利润 13.7 亿元、1.6 亿元，同比分别增长 38.1% 和 138.8%，EPS 0.31 元，出售天津商汇 4.35% 股权获得 7378 万元投资收益，影响 EPS 约 0.12 元，剔除投资收益影响后营业利润同比增长 37.4%。

2011 年复方丹参滴丸的销售增长有望超过 15%：复方丹参滴丸的年销售额从 1994 年的 263 万元起步，到去年已超过 13 亿元，但近年增长速度有所放缓。公司抓住去年 8 月份丹滴顺利通过美国 FDA II 期临床试验并取得超预期试验效果的契机，加大医院学术营销，扩大丹滴适应症至有心脏病并发症的糖尿病患者；调整产品品规积极开发基层市场，目前基层市场销售占比已经超过 30%，拉动丹滴 2010 年增长约 10%。我们看好丹滴调整品规、加强临床推广以及基层放量，预计 2011 年增速有望超过 15%。

二线品种增长迅速：用于治疗慢性脑供血不足导致头痛的养血清脑颗粒和脂肪肝的水林佳分别实现收入约 3.5 亿元、1.2 亿元，同比增长接近 40%。前期益气复脉粉针推广慎重，2010 年开始较大规模推广，目前进入超过 15 个省医保，实现收入超 4000 万元，增长超过 60%。其他二线品种凭借进入国家医保乙类契机，也有较快增长。

注射用丹参多酚酸和重组人尿激酶原近日获批，意义重大：注射用丹参多酚酸为公司全资

子公司天之娇生产，用于治疗轻中度脑梗死恢复期淤血阻络证。上海绿谷生产的注射用丹参多酚酸盐 05 年获批，具有 50mg、100mg、200mg 三个品规，用于治疗冠心病稳定性心绞痛，目前已经进入 09 年医保（限心绞痛以及二级以上医院使用）。天士力生产的注射用丹参多酚酸有望与社保沟通后直接进入国家医保，并且未来适应症有望向心绞痛拓展，预计上量较快；重组人尿激酶原为生物制品 I 类新药，为控股子公司上海天士力所有，用于急性 ST 段抬高性心肌梗死的溶栓治疗，为急救用药，具有很强的溶栓效果，目前正在进行 GMP 认证，下半年有望上市销售，后期有望往脑梗、脑梗等领域扩张，市场空间较大。

维持业绩预测和“审慎推荐-A”评级：预计 2011~2013 年收入同比分别增长 17%、18% 和 17%，净利润同比分别增长 46%、23%和 31%，其中主业分别增长 34%、36%和 32%，实现 EPS 1.27 元、1.57 元和 2.05 元。通过研发重组尿激酶原、亚单位流感疫苗掌握了生物技术平台，未来公司在保持自身现代中药领军地位的同时，在生物药领域也有望实现突破。公司激励机制完善，丹参滴丸在高基数基础上有望重获高增长，二线品种处于快速增长期，新品种有望迅速上量，在研品种梯队结构合理，目前股价对应 2011 年、2012 年预测 PE 32 倍、26 倍，暂维持“审慎推荐-A”评级，建议长线投资者介入。

风险提示：丹参滴丸美国临床试验进展低于预期

恒瑞医药（600276）：创新药标杆，估值有望突破（审慎推荐-A）

现有产品将保持较快增长：多西他赛有望维持 20%左右增长，来曲唑增速较快，奥沙利铂稳定增长，现有肿瘤药增速接近 20%；七氟烷、顺阿曲库胺等手术用药成长性突出。预计公司现有产品未来 3 年复合增长 25%以上，创新药获批将提升业绩，催化估值。

创新药标杆：治疗糖尿病的专利药瑞格列汀正在进行 FDA I 期临床；艾瑞昔布和卡曲沙星都已经完成临床，正在等待批文；阿帕替尼即将进入 III 期临床。

注射剂车间有望成为国内首个通过 FDA 认证：FDA 已经完成公司注射剂车间现场检查，现场反馈良好，公司注射剂车间有望成为国内首个通过 FDA 认证。

维持业绩预测和“审慎推荐-A”评级：预计 2011~2013 年收入同比增长 23%、21%和 23%，净利润同比增长 31%、28%和 29%，实现 EPS 1.27 元、1.63 元和 2.1 元。公司是国内最具新药创制能力的佼佼者，我们看好公司创新和国际化的潜力和前景。当前股价对应 2011 年预测 PE 37 倍，估值不低，但公司在研重磅新药及国际化若取得突破，增速将超预期，维持“审慎推荐—A”评级，建议长线投资者介入。

主要风险是新药研发及推广低于预期。

鱼跃医疗（002223）：高速成长中的家庭医疗器械生产企业，选择性切入医院市场（强烈推荐-A）

营销能力与成本控制能力是公司的核心优势：公司 OTC 线销售人员 300 余人，下沉到终端做维护工作。家庭医疗器械市场目前正处于快速增长期，良好的终端维护，保证了公司产品的高速增长。“丹阳+苏州”双基地，在苏州选择投产新产品，产品成熟后到丹阳基地放大，公司产业链完善，成本控制能力强，在当前原材料成本上涨的背景下，整

体毛利率仍能保持平稳。

产品线完善：公司现有产品主要包括制氧机、电子血压计、体温计及轮椅等，制氧机和电子血压计成长迅速，前3季度电子血压计同比增长超过160%，最大品种制氧机同比增速超过100%。完善的产品线使公司的渠道优势更为凸显。

选择性切入高端医院市场：邀请迈瑞医疗主管销售副总裁加盟公司，建立医院事业部，选择缝合线等高质耗材切入高端医院市场。医院销售主要器械包括DR、中心供氧和X光机，借政府招标采购加大X光机在基层市场推广。

维持业绩预测和“强烈推荐-A”评级：预计2011~2013年收入同比增长50%、50%、47%，净利润同比分别增长56%、53%、50%，实现EPS 0.61元、0.94元和1.41元。2011年的主要增长来自：1、制氧机收入达3亿元，电子血压计有望过亿；2、新产品血糖仪上市销售；3、出口保持快速增长；4、医院线特别是耗材有望取得突破。公司在营销和成本控制方面具有优势，储备产品丰富，血糖仪有望下半年上市。目前家庭医疗器械市场目前正处于快速增长期，公司良好的终端维护保证了公司产品的高速增长。“丹阳+苏州”双基地，在苏州选择投产新产品，产品成熟后到丹阳基地放大，公司产业链完善，成本控制能力强。当前股价对应2011年预测PE 42倍，预计未来3年复合增速超过50%，市值超200亿，维持“强烈推荐-A”评级。

主要风险是新产品开发低于预期。

恩华药业（002262）：专注中枢神经领域的成长型企业，产品梯队完善（强烈推荐-A）

专注于快速增长、进入壁垒高的中枢神经领域：中枢神经系统用药包括麻醉类、精神类和神经类用药。在国外用药金额上位列前两位，国内用药金额较低，仅列第五位，但随着老龄化以及疾病认识的加深，国内近年保持较快增长，预计未来几年复合增长在30%以上。国内麻醉由于政策限制，进入壁垒高。

储备产品丰富，芬太尼系列推出后将与人福共同做大麻醉市场：2010年8月初利培酮和氯氮平两个新剂型获批，新剂型产品价格有所提升，处于新药审评阶段的埃他卡林、芬太尼、右美托咪啶及普巴瑞林等储备产品也有望近期获批，新产品获批将催化股价。目前麻醉镇痛市场远未饱和，成长空间巨大，公司主力产品力月西与芬太尼属于联合用药，主要面向医院ICU，我们认为芬太尼上市后利用现有学术营销队伍将迅速上量。

与D-Pharm合作开发抗癫痫药DP-VAP：DP-VAP是以色列D-Pharm公司的专利药物，其网站显示目前已经完成二期临床。丙戊酸是目前广发应用于儿童以及成人的抗癫痫药物，而DP-VAP是丙戊酸的衍生物，通过磷酸化的载体与丙戊酸相连。相比而言，DP-VAP具有选择性强、安全性高、每天只需服用1次、降低药物相互作用等优点。

新使用领域开拓及基层医疗投入加大将确保现有产品保持较快增长：力月西最初用于在ICU的麻醉诱导，现在也逐步向无痛胃镜、癌症疼痛治疗领域推广；福尔利也逐步向无痛人流领域拓展，同样具备奇效快、苏醒快特点，与丙泊酚相比具有价格优势，效果相当。此外，国家加大基层医疗投入，每年手术量的自然增长速度在10%左右。

精细化营销管理，提高效率：目前销售人员约700人，覆盖全国二甲以上医院5600余家，与医院专家建立了良好的联系。自建队伍进行专业化学术营销，价格体系稳定。公司原采用区域化管理，目前公司在部分区域进行分线管理试点，未来将向分线管理过渡，

由于中枢神经领域特别是麻醉领域的专业性，我们认为分线管理将有利于提高公司销售人员的专业能力，提高营销效率。

维持业绩预测和“强烈推荐-A”评级：预计 2011~2013 年实现摊薄后净利润 0.46 元、0.67 元和 0.89 元，同比增长 41%、40%和 47%。新产品主要贡献将在 2012~2013 年体现。当前股价对应 2011 年预测 PE 40 倍，估值不低，但公司所属中枢神经系统用药市场空间大、进入壁垒高，随着重磅储备品陆续获批，收入和利润都将出现台阶式增长，维持“强烈推荐-A”评级。主要风险是新产品的获批低于预期。

主要风险是新产品的获批低于预期。

爱尔眼科(300015)：迅速布局全国的连锁眼科医院(强烈推荐-A)

2010 年是公司扩张的高峰，全国连锁网络体系已具雏形：公司在 2010 年扩张了 13 家分院，并在今年 2 月收购了西安古城，正式挺进西北眼科市场。到目前为止，公司已运营的连锁医院达 33 家，连锁医院覆盖了全国 22 个省份（直辖市），全国连锁网络体系已具雏形。预计 2011 年公司将完成对其他省会的二级医院建设，并在湖南（已有 8 家）、湖北（已有 3 家）完善三级医院的网络覆盖。待两湖地区的三级网络经营模式成熟后，公司将把该模式推广至全国范围。

注重人才队伍的建设，是公司成功的关键所在：连锁眼科医院发展的瓶颈在于人才。公司积极奉行“人才第一、关爱员工”的原则，不断吸收各类优秀人才加盟：2010 年共吸收和引进各类中高级人才 240 名，培训各类管理人员 200 余人次、医护人员 10000 余人次，医护人员培训覆盖率达到 100%。公司还建立了具有持久吸引力的绩效评价体系和相应的激励机制，逐步提高员工福利待遇，员工平均收入同比增长 15%。目前正计划实施的股权激励覆盖面广，预留期权有利于吸引新人才的加盟，更为公司解决人才瓶颈提供了保障。

通过股权激励修订案，提高业绩考核指标，不惧股价与行权价的倒挂，彰显管理层信心：2011 年 4 月 26 日公司公告了《股票期权激励计划（草案修订稿）》，对期权激励对象和激励额度做出部分调整，同时提高 2011~2016 年的业绩考核要求。与草案相比，一方面增加净资产收益率的要求，2011~2013 年和 2014~2016 年的净资产收益率分别不低于 9.6%和 10%；另一方面，以 2010 年的净利润为基数，提高了 2011~2016 年的业绩考核标准，每期净利润的最低要求相较草案均提高 3000~4000 万元。公司在授予日股价（35.25 元）低于行权价（41.58 元）的情况下，仍公告实施股权激励方案，可见管理层对公司长远发展充满信心。

股权激励总成本低于预期：由于实际期权授予日价格 35.25 元低于此前预估的 39.5 元，造成公司股权激励实际成本 4743 万元低于预估的 1 亿元，2011 年和 2012 年的期权费用摊销压力下降明显。

我们坚定看好公司的长期发展，维持“强烈推荐-A”评级不变：我们预测 2011~2013 年公司收入同比分别增长 38%、35%和 33%，净利润同比分别增长 45%、39%、37%，实现 EPS 分别为 0.65 元、0.91 元、1.25 元，当前股价对应 PE 为 49 倍、35 倍、26 倍。公司目前的全国连锁网络已经初具雏形，结合公司之前公布的股权激励计划，我们坚定看好爱尔长远的未来。作为我们核心跟踪的公司，爱尔在时间的长河里将越来越耀眼，我们维持“强烈推荐-A”的投资评级不变。

主要风险是扩张带来的期间费用上升以及潜在的医疗纠纷

云南白药（000538）：基层放量，衍生品空间广阔（审慎推荐-A）

主力产品销售有望 2011 年放量：白药膏提价后销量仍未恢复，通过加强终端推广工作，未来销量有望恢复。公司销售渠道以 OTC 为主，基层市场不足 15%，随着基药补贴的落实以及覆盖面的扩大，作为基药品种的白药散剂、酊剂、气雾剂均有望实现较快增长。

白药衍生产品支撑公司长远发展：白药牙膏定位高端市场，2010 年有望实现收入 10 亿元，目前市场占有率约 10%，短短几年市场占有率即跃居第 4、5 位，凭借产品功效，我们认为白药牙膏市场占有率有望进入前 3 位置。公司与国外合作开发药妆产品，未来药妆有望成为公司另一增长点；凭借白药牙膏成功的商超推广经验，沐浴露也有望成为其增长点。

产能即将释放：呈贡基地产业新区全部建筑单体基础及主体工程完成验收，其他产业区也进去调试阶段，预计 2011 年上半年建成投产；大理制造中心也进入设备安装阶段，预计 2011 年上半年建成投产。

维持业绩预测和“审慎推荐-A”评级：预计 2011~2013 年收入同比分别增长 24%、21% 和 21%，净利润同比增长 34%、31% 和 29%，实现 EPS 1.79 元、2.34 元和 3.03 元。公司是白药资源的整合者，跨越药品、快消品两个领域，快消品产品线将逐步丰富，产能也将于今年释放，当前股价对应 2011 年预测 PE 33 倍，维持“审慎推荐-A”评级，建议长线投资者进入。主要风险是新产能投产后固定资产折旧增加及基层市场的开拓低于预期。

主要风险是新产能投产后固定资产折旧增加及基层市场的开拓低于预期。

华东医药（000963）：工业有特色，商业是龙头（审慎推荐-A）

医药工业定位于“要么第一、要么唯一”：免疫抑制剂产品线齐全，降糖药阿卡波糖处于快速增长期，肠胃药泮托拉唑加速增长。公司正积极进行产品国际化认证，在研产品包括抗癌药、免疫抑制剂等，在建制剂大楼预计 2011 年中期投入使用，将用于产品扩产及新产品投产。

医药商业立足浙江市场，精耕细作：浙江省医药市场位居全国第 4 位，公司占据浙江省 15-16% 市场份额，优势销售区域包括杭嘉湖等浙北地区，占据杭州 50% 以上市场份额。完善医药物流设施、创新商业模式加强区域优势地位。2010 年新一轮招标以后，公司中标率进一步提升。

免疫抑制剂市场具有极大潜力：国内免疫抑制剂市场容量约 50 亿元，每年器官移植手术量 9 千到 1 万例，实际手术量不足需求量的 1%。国内器官移植供体的主要来源是死刑犯。2010 年 3 月，卫生部副部长黄洁夫表示今年将对《人体器官移植条例》进行修订：明确由中国红十字会负责宣传、动员器官捐献以及器官分配工作，明确可选择临床死亡标准，脑死亡或心跳停止死亡。若条例能够成功修订，则器官移植手术量有望迎来跳跃式增长。

资金需求较大：由于医药商业占用资金量较大、新建制剂车间、新药研发投入、物流中心改造及潜在的医药商业整合需要投入大量资金，同时公司产能有限，尽管增加了银行借款，但我们判断公司未来仍存在较大的资金需求。

降糖药产品线逐渐丰富: 2010 年新增伏格列波糖和吡格列酮二甲双胍片两个生产批文, 包括阿卡波糖、吡格列酮共有 4 个降糖药, 目前阿卡波糖规模接近 3 亿元, 吡格列酮也有 4、5 千万规模, 降糖药批文增多将形成规模化优势, 预计未来降糖药系列将保持较快增长。

维持业绩预测和“审慎推荐-A”评级: 预计 2011~2013 年收入同比分别增长 18%、17% 和 16%, 净利润同比分别增长 32%、26% 和 22%, 实现 EPS 0.97 元、1.22 元和 1.49 元。**医药工业:** 百令胶囊新科室以及新品推广顺利, 预计 2011 年同比增长将超过 25%; 免疫抑制剂老品种保持稳定增长, 他克莫司已在一半省市中标, 开始进入爆发阶段, 预计 2011 年增速超过 100%; 阿卡波糖加强推广, 2011 年增速有望超过 20%。**医药商业:** 浙江省 2010 年省统一招标以后, 行业竞争趋于激烈, 导致商业回款速度下降、备货增多, 但市场份额也向华东一类优势企业集中, 预计商业 2011 年收入仍将保持较快增长。在研产品包括免疫抑制剂、降糖药、抗肿瘤药等, 在建制剂大楼将用于新产品投产, 预计 2011 年投入使用; 医药商业受益于基本药物集中配送, 在建物流中心将加强其区域优势。当前股价对应 2011 年预测 PE 25 倍, 维持“审慎推荐-A”评级。

主要风险是大股东股改承诺问题解决时间慢于预期。

图 14: 医药行业历史PEBand

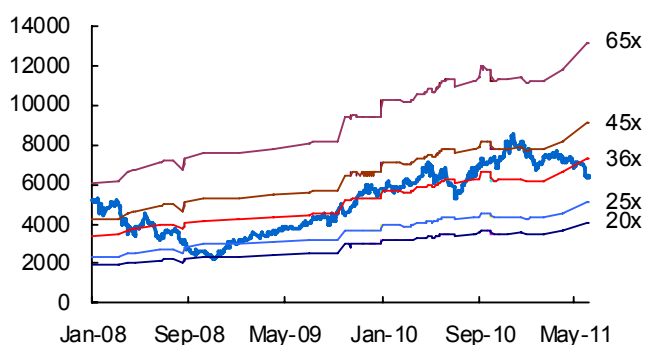
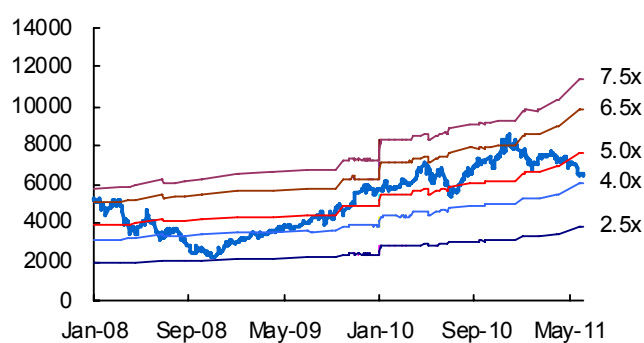


图 15: 医药行业历史PBBand



- 说明: 1、资料来源于招商证券研发中心;
2、行业指数基期、基点对应于沪深 300 指数;
3、行业净利润为剔除亏损公司后对应时点向前滚动一年的行业净利润总和;
4、行业净资产为对应时点行业净资产总和。

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

李珊珊 CPA，厦门大学工商管理硕士，全国工商联医药业商会医药工业委员会副秘书长，中国成长型医药企业发展论坛副秘书长，5年证券从业经验，注册会计师（CPA）。2010年加入招商证券，目前为招商证券医药行业首席分析师。

徐列海，中山大学金融学硕士，生物技术、会计双学士，2009年加入招商证券，任医药行业分析师。

廖星昊 CIIA，上海财经大学金融数学与金融工程硕士，武汉大学生命科学与技术基地班学士，1年股权投资经验，注册国际投资分析师（CIIA）。2010年加入招商证券，任医药行业分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。