

医药行业 2011 下半年投资策略

战略性建仓机会已来到

健康护理/医药行业

优于大势

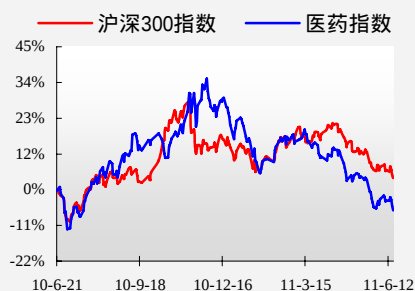
调升评级

发布时间：2011 年 6 月 20 日

投资要点：

- 我们从医药行业成长性、成本压力、国家政策和板块估值四方面做了分析：认为政府投入在下半年将加大，国内外需求继续稳定提升，医药行业仍将稳定增长，业绩增速下半年将好于上半年；成本压力在第二季度或达顶峰，下半年尤其是第四季度有望压力趋缓，国家还将出台药品限价政策，但药价调控市场已给予预期，政策面在下半年实际或将紧中有松；我们预测 2011 年净利增速可能达到 24%，现价对应的 PE 为 30 倍不到，已位于合理估值区间的上限，部分龙头企业已经明显低估。
- 我们在二季度策略报告中指出，医药板块在二季度可能再次大幅下跌，二季度有望迎来一年中最好的建仓良机，现在市场走势已部分印证了我们之前的观点。我们认为短期内医药板块仍可能惯性下跌，缺少业绩支撑的高估值小盘股可能加速下跌，但医药板块整体投资机会已经显现，我们将医药板块的投资评级由“同步大势”调升为“优于大势”。
- 各子行业投资分析：化学药建议关注价格回升的原料药企业和剂型开发能力强的企业，中药建议关注独家品种和品牌企业，医疗器械建议关注产品延展能力强的企业，生物医药建议关注具有品种优势的研发生型企业，医药商业建议关注毛利率提升和工商一体化企业，医疗服务板块将迎来政策性机遇。
- 投资建议：下半年可以从两方面去挖掘医药行业的投资机会，第一，今年是三年医改的最后一年，医改承诺在下半年将会加快兑现，我们看好具有基本药物独家品种的生产企业、受益于公立医院改革的医疗服务企业。第二，毛利率有望提升的企业，包括原料成本下降的部分中成药企业、产品价格提高的中药饮片企业和部分原料药企业。
- 个股方面，建议重点关注千红制药、华润三九、红日药业、江中药业、仁和药业、马应龙、南京医药、益佰制药、复星医药、通策医疗、誉衡药业和舒泰神。
- 风险提示：降价政策超预期的风险；通胀继续恶化的风险；大盘系统性风险。

走势图



子行业	评级
化学药	同步大势
中药	优于大势
医药商业	优于大势
医疗器械	优于大势
医疗服务	优于大势

重要公司	评级
华润三九	推荐
江中药业	推荐
通策医疗	推荐
复星医药	推荐
马应龙	推荐
红日药业	推荐

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

1.上半年行情回顾	3
1.1.上半年大幅落后大势	3
1.2.次新股和大盘蓝筹股跌幅居前.....	3
2.估值处于合理区间上限	5
2.1.静态 PE 在快速下降.....	5
2.2.预测 PE 已合理.....	5
2.3.估值溢价率快速下降但仍处于高位.....	6
3.医药市场容量仍在稳定增长	7
3.1.政府投入在下半年或将加大.....	7
3.2.国内需求仍维持较高增速	10
3.3.医药国际化进程在加快	13
4.成本压力有望在下半年趋缓	14
4.1.一季度经营成本上涨	14
4.2.龙头企业的成本压力较小	15
4.3.中药材价格在下半年有望回落.....	15
5.政策在下半年或紧中有松	16
5.1.最严抗生素限令即将颁布	16
5.2.药价调控或小于预期	16
5.3.产业规划促进行业集中度提升.....	17
6.各子行业投资机会	17
6.1.化学药：关注价格回升的原料药企业.....	17
6.2.中药：关注独家品种和品牌企业.....	19
6.3.医疗器械：关注产品延展能力强的企业.....	19
6.4.生物医药：关注具有品种优势的研发型企业.....	20
6.5.医药商业：关注毛利率提升和工商一体化的企业.....	20
6.6.医疗服务：政策性机遇将逐渐显现.....	21
7.投资建议	21
8.风险提示	22

1.上半年行情回顾

1.1.上半年大幅落后大势

今年上半年，医药板块没有能延续 2 年的大牛市，大幅跑输沪深 300 指数和上证综指。截至 6 月 17 日，申万医药生物指数较年初下跌了 20.35%（总市值加权平均），远高于沪深 300 指数 7.55%和上证综指 5.89%的跌幅。

图 1：上半年医药板块落后于大势



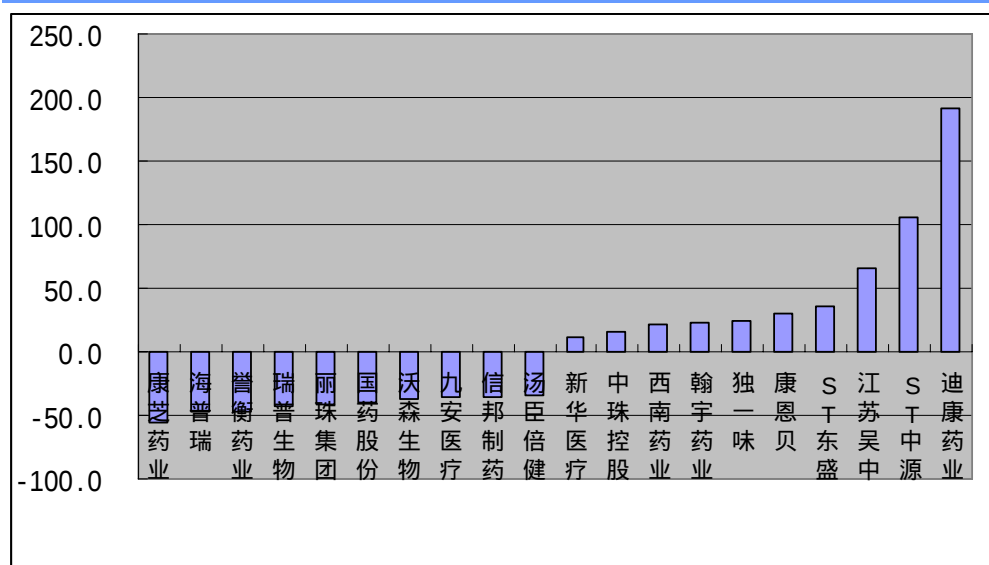
资料来源：WIND、东北证券

数据日期：2011 年 6 月 17 日

1.2.次新股和大盘蓝筹股跌幅居前

截至 6 月 17 日，申万医药生物板块的 168 只股票中，仅有 23 只上涨，整个板块呈现了普跌的局面。从个股涨跌幅看，迪康药业涨幅最大，其次是 ST 中源和江苏吴中等易炒作的小盘股；康芝药业、海普瑞、瑞普生物、誉衡药业等去年上市的次新股跌幅居前，科伦药业、华润三九、华兰生物、哈药股份、康美药业、东阿阿胶、乐普医疗、恒瑞医药等大盘蓝筹股也均有 25%以上的跌幅。

图 2：上半年申万医药生物板块上涨和下跌最大的 20 只股票

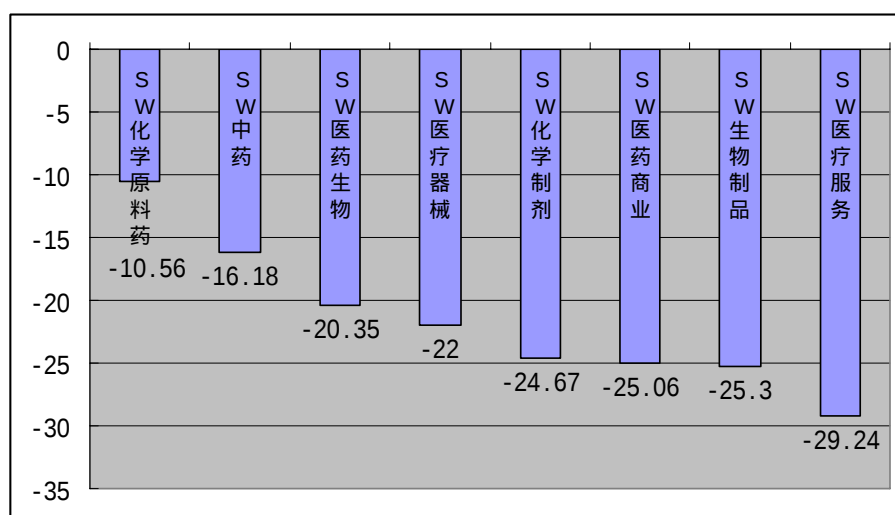


资料来源：WIND、东北证券

数据日期：2011 年 6 月 17 日

从板块上看，化学原料药跌幅最小，中药板块次之，其余板块跌幅均超过了 20%。申万医疗服务板块由于仅有四只个股，波动性较大，由于次新股爱尔眼科以及诚志股份的跌幅均超过了 30%，因此医疗服务板块跌幅最大。

图 3：上半年申万医药生物板块子行业涨跌幅情况（单位：%）



资料来源：WIND、东北证券

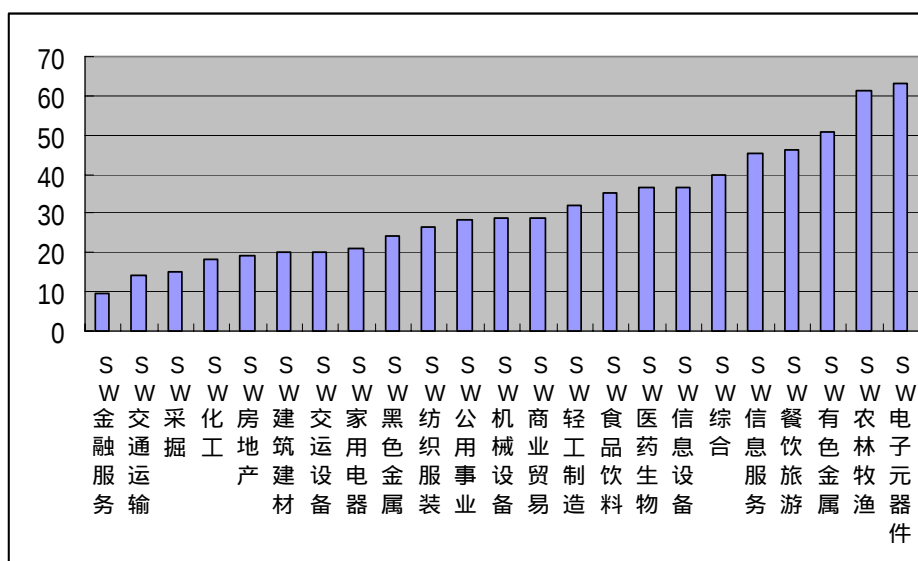
数据日期：2011 年 6 月 17 日

2.估值处于合理区间上限

2.1.静态 PE 在快速下降

截至 6 月 17 日，申万医药板块估值水平比在所有一级行业板块中位列第八位，估值排名比去年 11 月底的高位下降一位。医药板块的 PE（TTM、整体法）为 36.55 倍，已远低于去年 11 月底的 50 倍的市盈率，半年来估值水平降低了 28%。

图 4：各一级行业板块的估值比较（TTM、整体法）

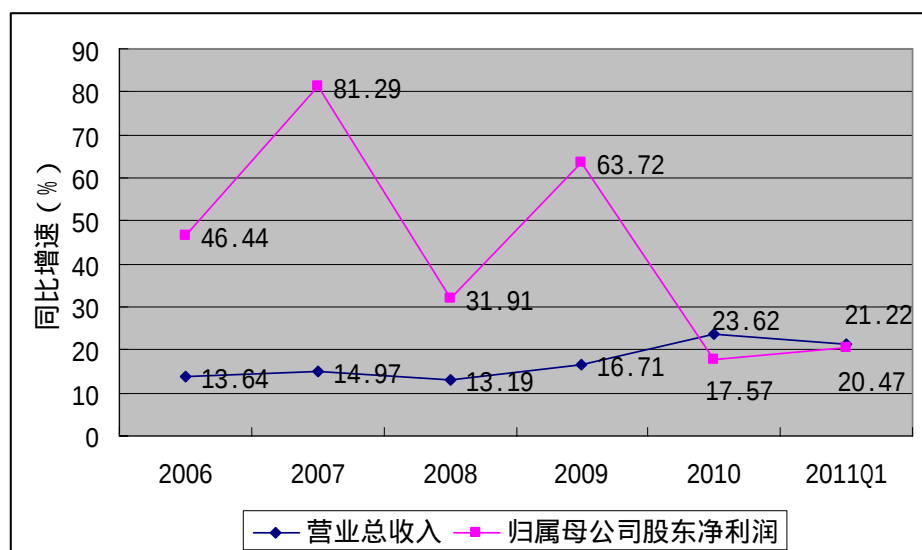


资料来源：WIND、东北证券 数据日期：2011 年 6 月 17 日

2.2.预测 PE 已合理

申万医药板块的 PE（TTM、整体法）在 2008 年 11 月份最低，为 22 倍。过去 5 年来，医药行业的营业收入一直在稳中有升，而净利润增速的波动性较大，2010 年营业收入增速为近年最高，但净利增速为近年最低。今年一季度，净利增速有所回升，达到 20.47%，我们预计上半年的增速可能有所回落，但全年的业绩增速仍可能达到 25%左右。考虑到目前业绩增速下降的主要原因是药价下降以及产业结构调整等因素造成的，属于行业低谷期，我们认为未来 5 年医药龙头企业的净利仍有可能达到 25%~35%的年均增速，医药行业的估值区间在 25~30 倍较为合理。

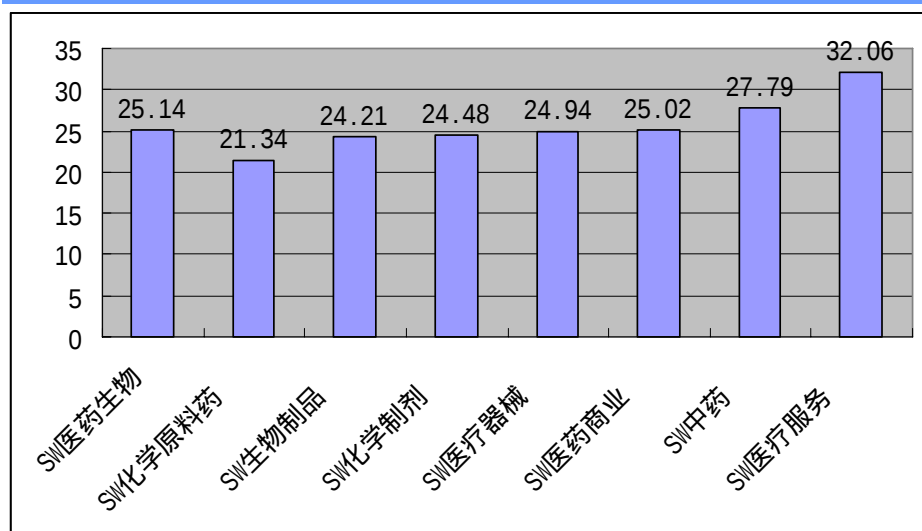
图 5：医药板块近年营收和净利增速比较



资料来源：WIND、东北证券

根据 WIND 预测，SW 医药板块在 6 月 17 日对应的 2011 年预测 PE 为 25.14 倍。考虑到 WIND 预测水平略显乐观，我们认为下半年的净利增速会高于上半年，假定 2011 年净利增速能达到 24%，那么 2011 年医药板块的 PE（整体法）应该在 30 倍左右，目前估值水平已经位于合理估值区间。

图 6：医药子行业的估值情况（TTM、整体法）



资料来源：WIND、东北证券

数据日期：2011 年 6 月 17 日

2.3. 估值溢价率快速下降但仍处于高位

从估值溢价率看，医药生物指数与沪深 300 的估值（TTM、整体法）溢价率在进一步

缩小。目前溢价率在 177% 左右，相对于去年 11 月底的最高 223% 的溢价水平，已经大幅降低，但相对于 2008 年 88% 的估值溢价水平，仍处于较高溢价水平。

图 7：医药指数和沪深 300 估值溢价率逐渐收窄



资料来源：WIND、东北证券

数据日期：2011 年 6 月 17 日

3. 医药市场容量仍在稳定增长

3.1. 政府投入在下半年或将加大

国务院在 2009 年初发布了“关于印发医药卫生体制改革近期重点实施方案（2009 - 2011 年）的通知”，提出在 2009 ~ 2011 年重点抓好医药卫生体制的五项改革，并计划三年投入 8500 亿元来保障医改的顺利实施。医改的美好前景与政府的巨大投入，大大激发了资本市场的热度，医药板块也迎来了 2 年的牛市。

今年是三年医改的收尾年，当年的医改规划最晚应在明年 2 月之前兑现承诺。虽然国务院在 2011 年的医改工作安排中，淡化了某些较难完成的改革项目的任务指标，比如公立医院补偿机制改革，但同时也提出了一些硬指标，比如参保率、基本药物制度全覆盖和县县有二甲医院等。

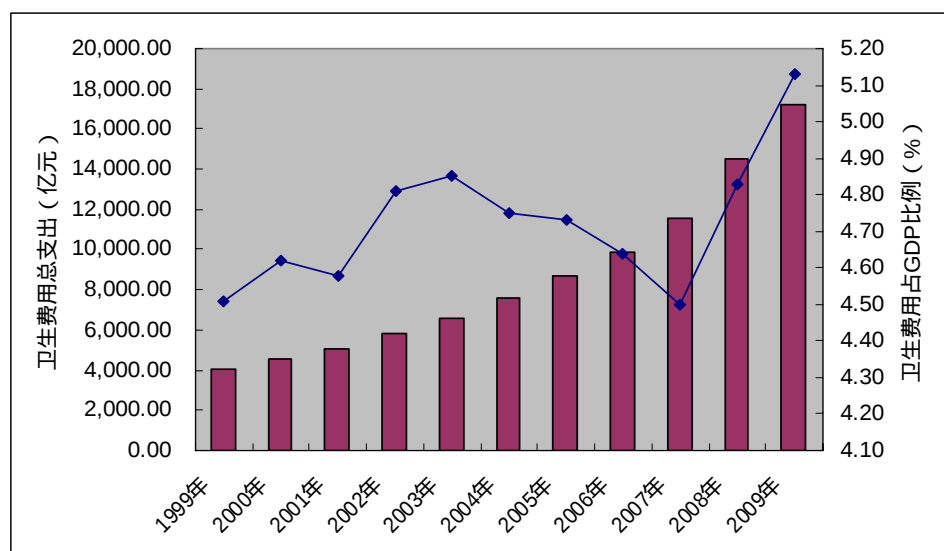
根据国务院医改办主任孙志刚在今年 6 月份的讲话，目前全国城乡居民基本医保参保人数超过了 12.7 亿人，70% 以上的地区拥有了达标的县级医院、乡镇卫生院和社区卫生服务机构，82% 的政府办基层医疗卫生机构已经建立了基本药物制度，16 个省（区、市）实现了基本药物制度的全覆盖。据此可知，参保率等指标已经完成，但国家基本药物制度和县级医院建设等任务的完成压力还很大。

对此，孙志刚明确指出，基本药物制度和基层医疗卫生机构综合改革是各地今年必须完成的硬任务，从 6 月份开始，集中 2 至 3 个月推进基层综合改革，完成基本药物制度全覆盖和基层医疗卫生机构综合改革工作，实现新旧机制平稳转换。财政投入也有望

加大，财政部副部长王军曾在两会期间透露，2009 - 2011 年全国财政投向医改的资金达到 11342 亿元，其中中央财政投入 4300 亿元，这都超出了 2009 年的预计。

近三年来，我国卫生费用支出占 GDP 的比例在逐年提高，2009 年我国卫生费用支出为 17204.81 亿元，占 GDP 的比例为 5.13%，比上年提高了 0.3 个百分点。但相对于发达国家 10% 以上的 GDP 占比，我国仍有很大差距，提高的空间很大。

图 8：我国卫生费用支出占 GDP 比例



资料来源：卫生部、东北证券

但即便是超万亿元的财政投入，也是很难完成 2009 年制定的整个医改规划的，尤其是对于以药养医机制、公立医院补偿机制等项目，改革难度很大。因此，基本药物制度和基本医疗保障制度等改革指标的完成，有望成为医改成功的重要标志。目前，基本药物制度和基层医疗服务体系的建设虽然距离目标还有一定的距离，但只要加把力，完成指标的可能性还是很大的。医改事关民生福利，也是各级政府的政绩工程，各级政府也有意愿去推动医改的完成。当前还有 18% 的基层医疗卫生机构没有建立基本药物制度，任务量高于之前的两年半，下半年唯有加快建设进度，方可完成。

孙志刚近期专门到 18 个省市督导调研医改进展，各地普遍加快了改革的进度。例如，作为最后一个推行医改方案的省份，上海市在 6 月 1 日起正式实施基本药物制度，各社区卫生服务中心只能在国家基本药物和上海市增补药物的范围内配备使用药品，并全部实施零差率销售，基本药物之外的药物将不得在政府基层医疗机构销售。这意味着基本药物的销量在下半年或许会激增。

图 9：新医改 3 年规划与今年医改工作安排

医保制度	2009 年度制定的 3 年规划	2011 年度的医改工作安排
基本医疗保障制度	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	城镇职工、城镇居民医保参保人数 4.4 亿，参保率均达到 90% 以上；新农合参保率稳定在 90% 以上
	城镇居民医保和新农合的补助标准	新农合和城镇居民医保补助标准均

	提高到每人每年 120 元	提高到每人每年 200 元
	逐步扩大和提高门诊费用报销范围和比例	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
	城镇职工医保、城镇居民医保最高支付限额分别提高到当地职工年平均工资和居民可支配收入的 6 倍左右，新农合最高支付限额提高到当地农民人均纯收入的 6 倍以上。	所有统筹地区职工医保、城镇居民医保和新农合政策范围内统筹基金最高支付限额分别达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。
	合理控制城镇职工医保基金、城镇居民医保基金的年度结余和累计结余，结余过多的地方要采取提高保障水平等办法，把结余逐步降到合理水平。	职工医保和城镇居民医保基金结余过多的地区要把结余逐步降到合理水平
	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%。	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%。
国家基本药物制度	所有零售药店和医疗机构均应配备和销售国家基本药物，允许患者凭处方到零售药店购买药物，政府举办的基层医疗卫生机构全部配备和使用基本药物，其他各类医疗机构也都必须按规定使用基本药物。	所有政府办基层医疗卫生机构实施国家基本药物制度，实行药品零差率销售。政府办基层医疗卫生机构全部配备使用基本药物。
基层医疗卫生服务体系	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 所县级医院基本达到标准化水平。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。	在前两年支持建设的基础上再支持 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，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。
	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	建立基层医疗卫生机构稳定长效的多渠道补偿机制
	政府负责其举办的乡镇卫生院、城市社区卫生服务中心和服务站按照国家规定核定的基本建设、设备购置、人员经费及所承担公共卫生服务的业务经费，按定额定项和购买服务等方式补助	落实政府对基层医疗卫生机构的专项补助以及经常性收支差额的补助
	探索对基层医疗卫生机构实行收支两条线等管理方式。	具备条件的地区可以实行“收支两条线”
基本公共卫生服务	为 15 岁以下人群补种乙肝疫苗	继续对 15 岁以下的人群补种乙肝疫苗，2011 年再补种 626 万人左右，

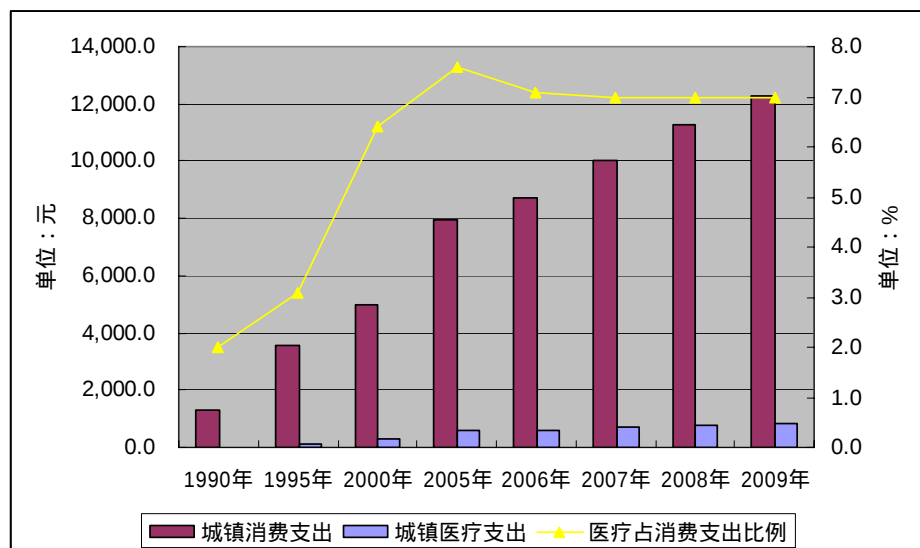
全面完成补种任务

	消除燃煤型氟中毒危害	在前两年工作基础上，累计完成 163 万户燃煤污染型氟中毒病区改炉改灶任务
	农村妇女孕前和孕早期补服叶酸等，预防出生缺陷	在前两年工作基础上，再完成适龄妇女宫颈癌检查 400 万人，乳腺癌检查 40 万人。农村孕产妇住院分娩率达到 95% 以上；继续开展农村生育妇女免费补服叶酸
	贫困白内障患者复明	为 45 万例贫困白内障患者免费开展复明手术，累计完成 100 万例
	农村改水改厕	累计完成 1128 万户无害化卫生厕所建设
	2009 年人均基本公共卫生服务经费标准不低于 15 元，2011 年不低于 20 元。	2011 年人均基本公共卫生服务经费标准提高到 25 元。
	公立医院改革试点	公立医院改革 2009 年开始试点，2011 年逐步推开，改革公立医院管理体制、运行机制和监管机制
		在 16 个国家联系的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，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。
	推进公立医院补偿机制改革。公立医院提供特需服务的比例不超过全部医疗服务的 10%。	鼓励社会资本举办普通医疗机构，支持社会资本举办高端医疗机构，控制公立医院开展特需服务的比例。
	加快形成多元办医格局。要积极稳妥地把部分公立医院转制为民营医疗机构，鼓励民营资本举办非营利性医院。	严格控制公立医院建设规模、标准和贷款行为，新增或调整医疗卫生资源在符合准入标准的条件下优先考虑社会资本。
保障措施	2009—2011 年各级政府需要投入 8500 亿元，其中中央政府投入 3318 亿元。	各级政府要将 2011 年医改任务所需资金纳入财政预算，要重点落实基层医疗卫生机构补偿政策。

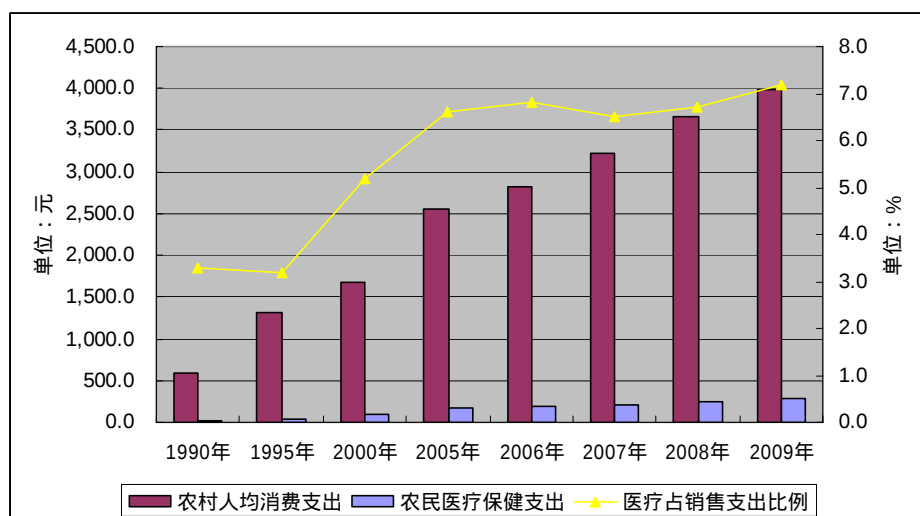
资料来源：东北证券

3.2.国内需求仍维持较高增速

相比于不确定的政策，医疗保健消费需求的增长可以说是未来十余年最为确定的事件。根据卫生部的统计年鉴，近 20 年来，城镇居民的医疗保健支出增长了 32 倍，医疗保健支出占生活消费支出的比例由 2% 提高到 7%；农村居民的医疗保健支出增长了 14 倍，医疗保健支出占生活消费支出的比例由 3.3% 提高到 7.2%，并且近年来仍在快速提高。

图 10：城镇居民人均医疗保健支出

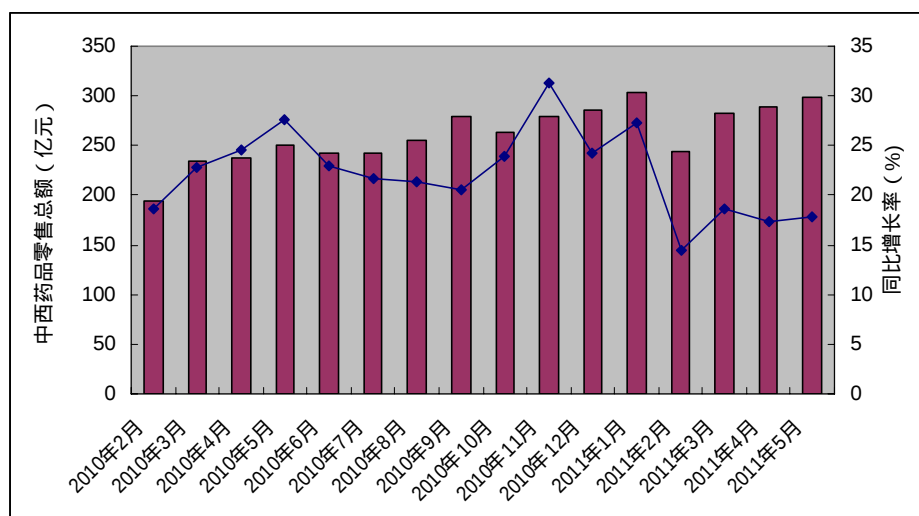
资料来源：卫生部、东北证券

图 11：农村居民人均医疗保健支出

资料来源：卫生部、东北证券

从中西药品零售数据来看，今年 5 月份药品零售总额达到 299 亿元，同比增长了 17.8%；今年前 5 月中西药品零售总额达到 1414 亿元，同比增长了 19.7%。虽然增速放缓，但仍维持了较高的增长水平。

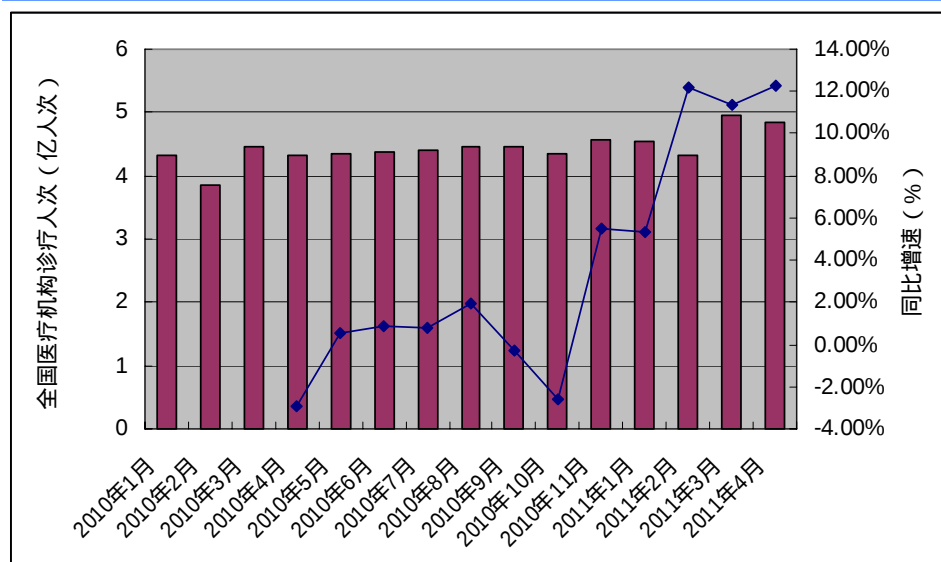
图 12：中西药品月度零售总额



资料来源：国家统计局、东北证券

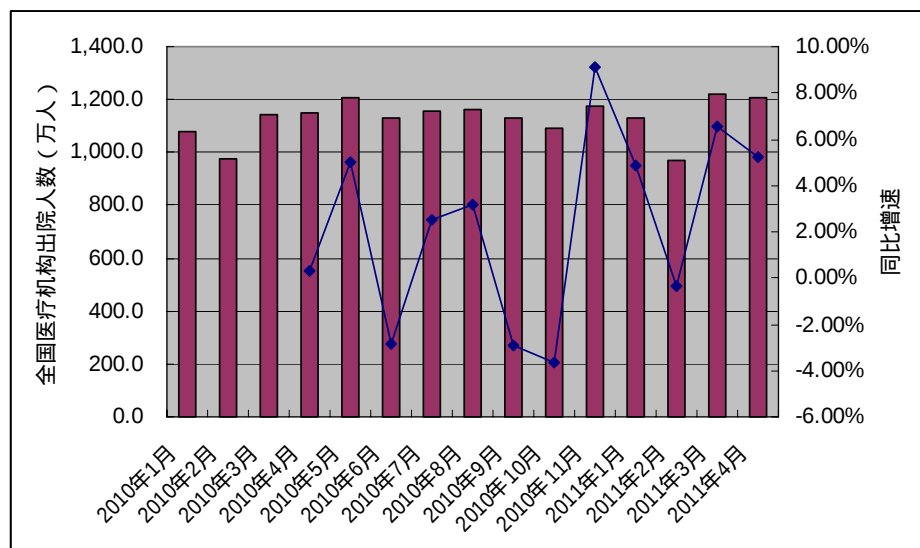
从全国医疗机构诊疗人次来看，从去年底以来，全国医疗机构的月度诊疗人数的同比增速在快速提高，今年 4 月份，全国医疗机构诊疗人数达到 4.85 亿人次，同比增长了 12.26%。从出院人数来看，月均出院人数大致在 1000 万人左右，今年前 4 个月的增速略有上升，4 月份的出院人数为 1207.8 万人，同比增长了 5.21%。

图 13：全国医疗机构月度诊疗人次



资料来源：卫生部、东北证券

图 14：全国医疗机构月度出院人数



资料来源：卫生部、东北证券

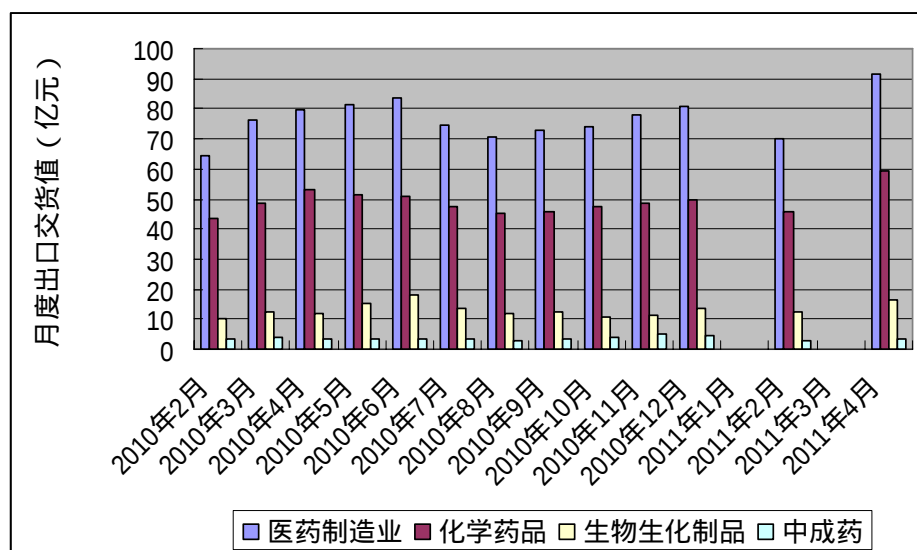
3.3.医药国际化进程在加快

根据中国医保商会的数据，2010 年我国西药类产品出口一改 2009 年的下滑 5.55% 的颓势，实现出口金额 239.3 亿美元，同比增长了 28.17%。2010 年，我国化学药出口到 193 个国家和地区，亚洲、欧洲和北美是我国最主要的市场，前十大目的国是美国、印度、德国、日本、韩国、荷兰、巴西、意大利、法国和西班牙，基本都为发达经济体。

未来 5 年，全球将有至少 770 亿美元销售额的专利药到期，这将释放出巨大的市场容量。我国制药企业正加快国际认证的步伐，不断提高承接国际医药产业转移的能力，在获得大规模原料药和制剂定制合同的同时，还借助合作伙伴的营销渠道打入国际市场，以提升中国医药制造的影响力。另外，国家发改委正在制定“重大级通用名药物品种产业化专项”和“关于药品制剂质量保障体系升级专项实施方案”，通过专项资金和出口退税政策扶持，鼓励制剂出口。

在原材料价格上涨、人民币升值和环保压力加大的背景下，今年以来我国医药出口延续了去年的良好势头。根据米内网信息，今年前四月医药出口交货值累计为 324.93 亿元，同比增长 13.75%，其中生物生化制品增长最快，同比增长了 19.31%，化学药出口价值最高，达到 210.66 亿元。快速增长的国际市场缓解了国内产能过剩的压力，而我国制药企业在国际认证和高附加值产品开发上的进步，将促使中国医药制造业更快地走向世界。

图 15：医药制造业月度出口交货值



资料来源：米内网、东北证券

4.成本压力有望在下半年趋缓

4.1.一季度经营成本上涨

今年第一季度申万医药板块的营业总收入同比增长了 21.09%，营业利润同比增速为 17.51%；销售毛利率为 27.21%，同比降低了 1.99%。从三费费率的变动来看，大部分子行业的三费费率均有所下降，企业各项经营平稳运行。

图 16：医药板块 2011 年第一季度财务指标

板块名称	销售毛利率同比增幅	营业总收入同比增速	营业利润同比增速	营业费用率同比增幅	管理费用率同比增幅	财务费用率同比增幅
SW 医药生物	-1.99	21.09	17.51	-0.48	-0.51	-0.19
SW 化学原料药	-6.14	25.27	-10.55	-0.38	-1.33	-0.76
SW 化学制剂	-0.06	16.9	28.42	0.1	-0.6	-0.24
SW 生物制品	-3.14	14.66	-13.59	0.91	0.44	-0.55
SW 医疗器械	-2.38	42.09	32.95	-1.3	-0.36	-0.14
SW 医药商业	-0.79	19.37	68.23	4.79	-0.45	-0.06
SW 中药	-2.85	26.05	27.91	-1.99	-0.56	-0.03
SW 医疗服务	8.26	-11.69	51.38	2.0	-1.98	0.29

资料来源：WIND、东北证券

毛利率的下降主要是成本增加和价格降低引起的。从子行业看，化学原料药由于价

格下降、上游的基础化工材料和农产品涨价、环保成本上升等因素引起的，毛利率下降较大，同比减少了 6.14%；生物制品由于今年 Q1 没有高毛利的甲流疫苗进账，拖累整体毛利率同比下滑；中药则由于上游中药材大幅涨价，也导致毛利率下降 2.85%。

4.2. 龙头企业的成本压力较小

我们认为导致医药制造企业的经营成本上升的因素主要包括：人工费用的增加、技改投入的加大、环保费用的增加、上游原辅材料的涨价、工业用电价格的上涨等。

从人工费用来看，绝对值增加是大势所趋。从目前调研情况来看，多家企业已经或者将要给一线生产员工提薪，但提薪幅度大多在 8%~15%之间，少有超过 20%的，相对于企业 20%~35%的收入增速，人工费用相对营收的占比实际并没有提高。

从技改投入来看，除了正常的技改投入外，今年以来新增加的一块主要是为适应新版 GMP 要求而进行的软硬件建设。由于龙头企业的厂房大多已经满足新版 GMP 的要求，因此这块投入增加的并不多。由于新版 GMP 有五年的缓冲期，平摊到每一年的成本增加并不显著，因而对于今年上半年医药企业的成本增加影响很小。

从环保投入来看，环保投入较大的主要是原料药企业。我国多数医药制造企业对于环保投入不足，虽然新版环保标准要求甚严，但执行不力现象也时有发生。今年 5 月份曝光的哈药环保事件，给我国医药企业敲响了警钟，随着媒体监督和环保部门查处力度的加大，估计环保成本在未来几年都会呈上升态势。

从上游原辅材料价格来看，各子行业成本周期有较大区别，但总体来看，下半年成本压力有望逐渐减轻。原材料成本是医药制造企业中成本占比最大的一块，原材料价格的涨跌极大地影响了产品毛利率的高低。化学制剂药的主要原料是化学原料药，化学原料药的主要原料是医药化工中间体，医药中间体的上游是基础化工原材料，化工原材料又主要来源于石油和煤炭，因此，原油价格若能继续下行，化学药的原料成本有望继续降低。当然，也有部分大宗原料药可由生物发酵法制得，因此和玉米等农产品的价格也有关联性。中成药的上游主要是中药材，关于中药材价格走势，下文会有分析，我们认为下半年回落可能性较大。

从电力等能源成本来看，这块在原料药企业中的占比较大，工业用电的提价对于成本有一定影响。但由于涨价仅为 3.4%，成本增加幅度并不大。

出于库存周期和电力涨价等因素，我们预计第二季度的经营成本可能继续上升，毛利率有可能继续下滑，但随着原油、中药材等原辅材料价格的回落，以及由于基数的原因，今年下半年尤其是第四季度的毛利率有望同比回升。

4.3. 中药材价格在下半年有望回落

中药材价格从 2009 年下半年开始大幅上扬，经过去年四季度的短暂休整后，今年上半年中药材又开始加速上涨，人参、党参、丹参、川贝母、黄芪等多个品种涨幅较大，给相关中药企业带来了较大的成本压力。

我们认为这波中药材的大牛市主要是由于中药材价值被长期低估，从而造成供需不平衡，在天气诱因而游资推动下而产生的。由于中药材价格处于高位已经有两年，并且涨幅惊人，从技术走势看，下半年回落盘整的可能性较大。高昂的价格也会驱动药农扩大中药材种植面积，部分 1~2 年生的品种的供应将在下半年或明年大幅增长，比如太子参、金银花、黄芩、连翘等品种，将促进价格在下半年逐渐回落。

如果主要中药材价格在三季度能有明显下降，由于库存的因素，相关中成药企业的毛利率将在第四季度会有上升，因此三季度初可能是布局中成药企业的良好时机。

图 17：中药材综合 200 指数



资料来源：中药材天地网、东北证券

5.政策在下半年或紧中有松

5.1.最严抗生素限令即将颁布

7 月份，卫生部可能正式颁布施行“抗菌药物临床应用管理办法”，由于该办法对于抗生素使用品种数量、抗生素分级管理以及处方权等都做了严格规定，因而被称为史上最严抗生素限令。

该办法规定：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。另外还规定，医疗机构应当实施抗菌药物分级管理制度。抗菌药物分为非限制使用、限制使用与特殊使用三级。并且严格控制门诊患者静脉输注使用抗菌药物比例。这就限制了高价抗生素和大输液的使用，对于抗生素和大输液行业是利空。

5.2.药价调控或小于预期

药价调整政策可以说是医药板块的最大影响因素之一，国家发改委在去年 12 月和今年 3 月，两次出台药价调整政策，主要针对抗生素类、心脑血管类药品，平均降幅在 20% 左右。由于基本药物和医保药物由国家全部或部分买单，政府和药企间的价格博弈将长

期存在。下半年国家发改委仍可能出台 1~2 次的价格调整政策，主要针对国家医保目录中包括中成药在内的其他药物品种。另外，基本药物中的独家品种和经多次集中采购价格已基本稳定且供应充足的品种，也有可能在下半年实行国家统一定价。

除了最高零售限价外，和药品生产企业利益更相关的是中标价。今年 3 月份，孙志刚在“2011 年全国深化医药卫生体制改革工作会议上的汇报讲话”中明确指出：2011 年将在所有政府办基层医疗卫生机构实施国家基本药物制度，实行零差率销售，国家基本药物要实行以省为单位、量价挂钩、招采合一、双信封制等新的招标采购制度。这意味着“安徽模式”可能在全国推广。届时，基药招标的价格竞争可能更加激烈。但今年五月份蜀中制药事件的发生，可能让政策制定者再审视基药招标采购政策。

另外，中药材价格的大幅上涨，让中成药企业苦不堪言，在成本大幅上升的背景下，若再出台大幅降价政策，有可能导致部分药物品种的消失。因此，我们认为下半年，国家仍可能出台针对部分基药与中药的调价政策和招标采购政策，但负面影响或将小于之前预期。

5.3. 产业规划促进行业集中度提升

商务部在 5 月份正式颁布了“医药流通行业十二五规划”，提出到 2015 年，培育 1~3 家年销售额过千亿的全国性医药商业集团，20 家年销售过百亿的区域性医药企业，药品批发百强企业年销售额占全行业年销售总额 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的 60% 以上，连锁药店占全部零售门店的比重提高到三分之二以上。商务部将会同其他部门在财政、土地、金融等方面来保障该目标的实现，医药商业企业的集中度将会继续提升。

工信部、卫生部和 SFDA 在去年 10 月份联合发布了“关于加快医药行业结构调整指导意见”，提出要调整医药产业结构、加快兼并重组和培育大企业集团。今年下半年工信部还将颁布医药工业的十二五规划，可能提出到 2015 年销售收入前 100 位的企业占到全行业销售收入的 40% 以上，基本药物主要品种的前 20 家生产企业所占市场份额达到 80% 以上，并培育 1~2 家产值超 1000 亿元的企业集团，3~5 家产值超 500 亿元的企业集团和一批产值超 100 亿元的企业。这意味着，医药龙头企业的发展空间仍很广阔，在未来五年仍可能通过外延式发展的方式来取得较快的业绩增长。

随着新版 GMP、新版药典以及新环保标准的严格执行，以及国家货币紧缩政策的持续，小型制药企业将面临严峻的资金压力、技改压力和环保压力，而龙头企业的资金和技术储备充足，有望通过合作、收购等方式，获取更大的市场份额。

6. 各子行业投资机会

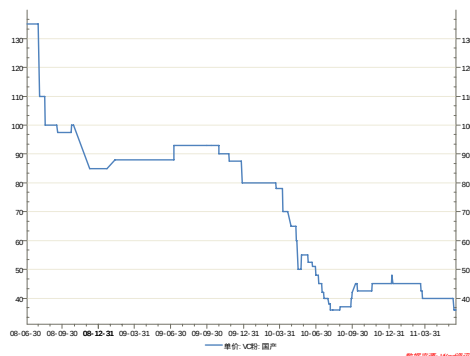
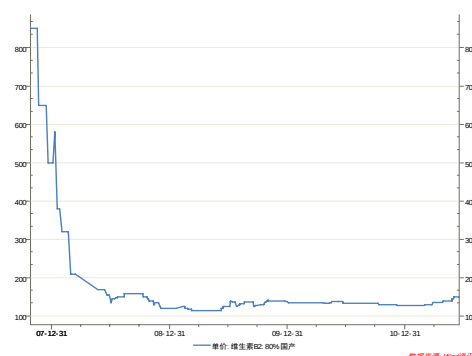
6.1. 化学药：关注价格回升的原料药企业

化学制剂药受调控政策的影响最大，去年底和今年 3 月份的药价调整政策均是针对化学药的，即将颁布的抗菌药物管理政策也是针对化学药中占比最高的抗生素药物，下半年有可能还要再颁布针对化学药的药价下调政策，因此化学药下半年的政策形式仍不乐观。

面对严峻的政策形势，国内化学药企业展现了三种不同的发展方式：第一种是加快剂型和新药研发，尽快推出新品，以规避价格的管控，代表企业有现代制药、恒瑞医药等；第二种是加快制剂出口进程，开拓更为广阔的国际市场，代表企业有华海药业、海正药业、海翔药业和京新药业；第三是进行产业链延伸和外延式并购，以强化单一产品领域的竞争优势，代表企业有科伦药业。这三类企业均各具优势，但无论是新品研发、国际市场开拓还是做行业寡头，均非一朝一夕之力，从下半年看，更大的超预期成效短期内还很难看见，因此还需要在三、四季度观察而后定。

图 18：VB2 价格走势

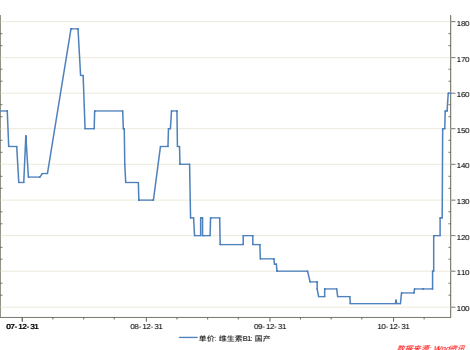
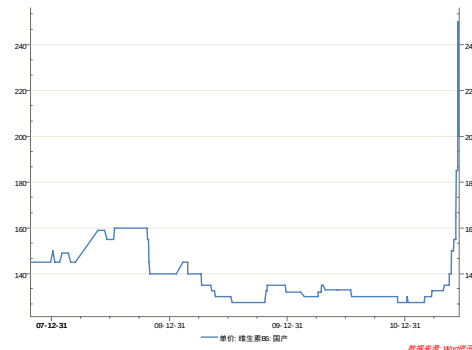
VC 价格走势



资料来源：WIND、东北证券

图 19：VB6 价格走势

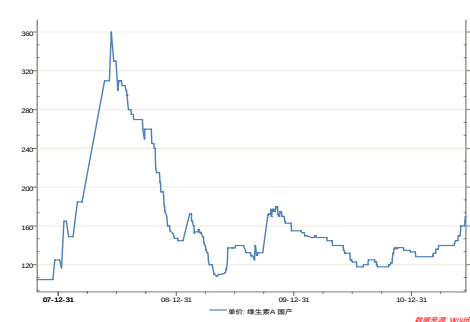
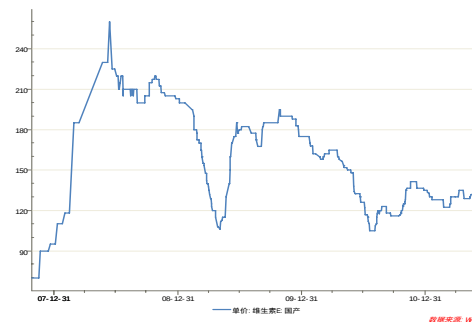
VB1 价格走势



资料来源：WIND、东北证券

图 20：VE 价格走势

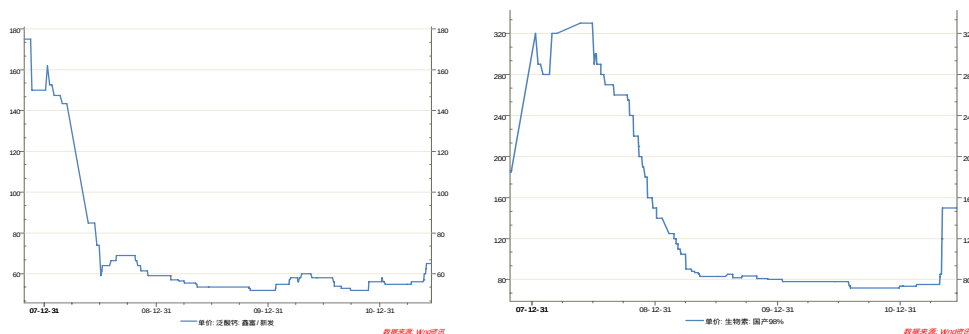
VA 价格走势



资料来源：WIND、东北证券

图 21：泛酸钙价格走势

生物素价格走势



资料来源：WIND、东北证券

化学原料药产能整体过剩，大部分原料药均处于下行通道，但在整体颓势的市场中，也有部分品种在上游成本上涨、需求增加、产能限制等因素下逆势上扬。VE 价格在高位维持，现价 150 元/kg，较一季末上涨 28 元/kg；生物素现价 150 元/kg，较 4 月份报价翻了一番；VB1 现价 160 元/kg，较年初上涨了 60%；VB6 现价 200 元/kg，6 月初报价最高 250 元/kg，较年初涨了一倍。另外，肝素钠原料药提价预期强烈。

化学药领域建议重点关注：誉衡药业、海翔药业、京新药业、现代制药、新和成和千红制药等。

6.2. 中药：关注独家品种和品牌企业

国家发改委正在考虑制定国家基本药物独家品种的统一定价，这有助于基药独家企业节约招标成本。随着医改进程的加快，下半年基本药物放量的可能性较大，基本药物独家品种受益最多。另外，由于基本药物是在全国基层医疗机构配备，这有助于提升市场推广能力不强的区域型企业的品牌价值。

相比于化学制药，中药价值与品牌的关联度更强，品牌壁垒更高，传统中药品牌和知名 OTC 品牌都具有较高的投资价值。

去年以来中药材的大幅涨价，大幅增加了中成药企业的成本，但上游资源型企业和具有提价预期的中药饮片企业，有望迎来投资机会。另外，部分中药材价格有望在下半年起逐渐下行，相关中成药企业的最坏时期即将过去，有望迎来建仓良机。

中药企业建议关注：华润三九、马应龙、益佰制药、江中药业、仁和药业、紫鑫药业、红日药业和康美药业等。

6.3. 医疗器械：关注产品延展能力强的企业

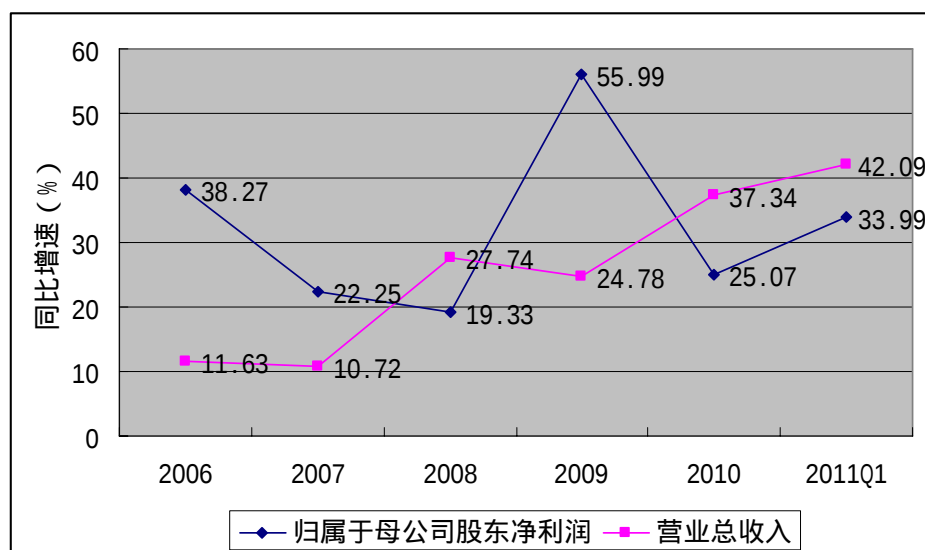
我国医疗器械企业普遍规模小、产品开发能力弱，与外资高端医疗设备企业有较大的差距。差距也意味着机遇。我们认为国内医疗器械企业在家用医疗器械和检验设备领域有望快速发展，缩小与外企的差距，部分产品已经具备国产替代的实力。

在新版 GMP、基层医疗机构建设和国内外需求增长等因素作用下，医疗器械板块近年的销售收入和净利润均在快速增长，今年一季度营收和净利增速分别为 42.09% 和 33.99%，表现了良好的成长性。

建议重点关注产品延展能力强的鱼跃医疗和理邦仪器，另外乐普医疗和新华医疗也

值得投资者给予一定的关注。

图 22：医疗器械板块近年营收和净利同比增速情况



资料来源：WIND、东北证券

6.4. 生物医药：关注具有品种优势的研发型企业

生物医药是医药行业中发展最快的一个子行业，近十年全球生物医药的复合增长率为 18%，远高于医药行业的平均增速。疫苗和单克隆抗体是目前生物医药领域的研发热点，我国企业也有少数企业在生物仿制药领域具有出众的研发实力，比如复星医药旗下的复宏汉霖、兰生股份参股的中信国建等。我国上市公司中的生物仿制药大多为第一代基因工程药物，比如安科生物的干扰素、长春高新的生长素等。

生物医药企业的核心价值，在于其研发实力，而研发品种的选择，又决定了其市场空间和竞争的激烈程度。我们看好在生长素领域精耕细作的长春高新、进军哺乳动物平台的舒泰神、在血液制品和疫苗领域均有建树的华兰生物，具有央企整合概念的天坛生物也值得投资密切跟踪。

6.5. 医药商业：关注毛利率提升和工商一体化的企业

今年 5 月份，商务部正式出台的“医药流通行业十二五规划”，医药流通行业有望在国家政策的引导下进一步提高集中度。国药、上药、华润三强争霸的局面已然形成，南药、广药、九州通和英特集团等地方龙头也在各谋发展，或加强与上游的合作，或加快工业体系的建设，提高整体利润率。

我国医药商业企业的毛利率低于发达国家水平，具有高端客户和规模优势的企业，议价能力和成本控制能力较强，毛利率有可能进一步提高。另外，地方医药商业企业较难在高端客户和规模上有更大的发展，因此部分企业转而利用现有经销网络优势，大力发展自己的工业产品，这些企业值得投资者重点关注，比如大力发展同仁堂中药和布局上游中药材资源的南京医药、加大工业投入和经销单克隆抗体的一致药业、进军大健康

产业的广州药业等。

图 23：医药商业上市公司毛利率比较

公司名称	2010 年	2009 年	2008 年
华东医药	5.54%	5.41%	5.97%
上海医药	8.57%	7.31%	7.13%
英特集团	5.19%	4.87%	5.13%
南京医药	6.02%	5.56%	6.16%
国药股份	8.19%	8.31%	8.71%
九州通	6.20%	5.94%	5.53%
嘉事堂	6.56%	6.54%	
瑞康医药	8.29%	8.58%	8.86%

资料来源：WIND、东北证券

6.6.医疗服务：政策性机遇将逐渐显现

上市公司中专业从事医疗服务的企业较少，只有专业从事眼科医疗服务的爱尔眼科和口腔服务的通策医疗。随着公立医院改革的深入，以及国家鼓励社会资本进入医疗服务领域的政策效应的显现，医药上市公司逐渐掀起了进军医疗服务业的小高潮，比如马应龙准备提高开院速度，美中互利（复星医药）计划在全国布局，华润三九与中医科学院合作开设中医院，长春高新进入儿科医院领域等。

我们认为在政策的激励下，专业医疗服务公司爱尔眼科和通策医疗均有快速发展的潜力，都值得看好。而由药入医的企业，若能做到“药”与“医”的协同，在达到一定的规模效应后，必能大大促进医药主业的发展。但药品经营与医院管理有很大的区别，医院经营如何做到既能赢利又可促进药品销售，这需要很长时间的探索，其中的风险也不可小视，马应龙在医疗服务领域的探索较值得其他医药企业学习。

7.投资建议

我们从医药行业成长性、成本压力、国家政策和板块估值等四方面做了分析：认为在政府投入在下半年或将加大，国内外需求继续稳定提升，医药行业仍将稳定增长，业绩增速下半年将好于上半年；成本压力在第二季度或达顶峰，下半年尤其是第四季度有望趋缓；国家可能还将出台药品限价政策，但调控政策超预期可能性较小，政策面在下半年或将紧中有松；我们预测 2011 年净利增速有可能达到 24%，现价对应的 PE 为 30 倍不到，已位于合理估值区间的上限，部分龙头企业已经明显低估。

我们在二季度策略报告中指出，医药板块在二季度可能再次大幅下跌，二季度有望迎来一年中最好的建仓良机，现在市场走势已部分印证了我们之前的观点。我们认为短期内医药板块仍可能惯性下跌，缺少业绩支撑的高估值小盘股可能加速下跌，但医药板块整体投资机会已经显现，我们将医药行业的投资评级由“同步大势”调升为“优于大势”。

关于下半年的投资思路，我们建议从两方面去挖掘医药行业的投资机会。第一，今年是三年医改的最后一年，医改承诺在下半年将会加快兑现，我们看好具有基本药物独家品种的生产企业、受益于公立医院改革的医疗服务企业。第二，毛利率有望提升的企业，包括原料成本下降的部分中成药企业、产品价格提高的中药饮片企业和部分原料药企业。

从个股来看，建议重点关注千红制药、华润三九、南京医药、复星医药、红日药业、江中药业、仁和药业、马应龙、益佰制药、通策医疗、誉衡药业和舒泰神。

8.风险提示

- 药价调控政策超预期的风险；
- 通胀继续恶化的风险；
- 大盘系统性风险。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益；

同步大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平；

落后大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

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

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

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

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

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据，东北证券股份有限公司（以下简称我公司）对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。