

政策&业绩渐趋明朗

证券研究报告－医药行业2011年7月投资策略

证券分析师：贺平鸽 证券投资咨询执业证书编码：S0980510120026

证券分析师：丁 丹 证券投资咨询执业证书编码：S0980510120006

联系人：胡博新、杜佐远

2011年7月1日



国信证券股份有限公司
GUOSEN SECURITIES CO., LTD.

目录



7月推荐组合和投资策略



个股投资要点



医药行业政策展望、医药经济运行动态



医药行业估值动态



A股主要医药上市公司盈利预测及评级变化

7月策略：政策&业绩渐趋明朗

- **1-5月医药行业收入快速增长！** 11年1~5月医药工业收入、利润总额同比分别增长29%、19%，2011上半年成本上升压力明显，但收入保持强劲增长的情况下，如下半年成本压力能逐渐缓解，则利润增速也将重新跟上收入增长的步伐。
- **近期可能还有一次“遗留”的药品调价，之后则有望迎来一段时期的“调价真空期”。** 2011年是新医改第一个三年规划的攻坚年，2012年则有望出台下一个五年规划。就市场普遍关注的药品降价、招标模式等改革政策，我们认为负面影响和担忧已反映在了医药板块的上半年走势之中，而展望下半年，除近期可能还有一次针对09版医保目录个别品类的调价之外，之后将迎来药品调价的真空期，并期待出台更科学合理的药价管理政策，同时，医药行业十二五规划值得期待。总体而言，政策面的影响已开始中性偏正面。
- **即将迎来中报密集披露期，全年业绩预期渐趋明朗。** 7-8月将迎来中报业绩密集披露期，对11年全年业绩预期将更趋明朗。至年底，以12年预测业绩支持的估值也将逐渐显示吸引力。仍中线看好：①拥有独家品种/独特资源/品牌消费类公司；②专注于高端治疗和预防领域的公司；③工商一体龙头或医疗服务类公司。
- **6月白马股补跌后企稳，或许意味着医药板块估值调整到位；7月有望阴雨转晴。** 6月医药指数微涨1.3%跑平沪深300指数，其中前期抗跌的恒瑞、阿胶等一线白马股出现明显回调。国信医药6月组合的6支股票相对沪深300小幅跑输1.1%，但月底已企稳，或许意味着板块估值已调整到位。医药板块整体法11PE25.7X，相对全部A股溢价89%，与上月基本持平。
- **7月推荐5支质地优异、估值适中，且受短期政策波动影响较小的个股：** 天士力、中恒集团、云南白药、新和成、华兰生物。

国信医药2011年7月推荐组合

股票代码	公司简称	股价	总市值 (亿元)	EPS				PE				PB	投资评级	一年期 合理价
		2011-6-30		10A	11E	12E	13E	10E	11E	12E	13E			
600535	天士力	41.13	212	0.87	1.30	1.60	2.00	47	32	26	21	6	推荐	48-56
000538	云南白药	57.08	396	1.33	1.77	2.26	2.90	43	32	25	20	9	推荐	70-75
600252	中恒集团	18.61	203	0.37	0.78	0.94	1.16	51	24	20	16	14	推荐	24-26
002007	华兰生物	33.94	196	1.06	1.08	1.40	1.58	32	31	24	21	8	推荐	39-42
002001	新和成	29.45	214	1.52	1.71	2.00	2.14	19	17	15	14	4	谨慎推荐	34-40

数据来源：wind、国信证券经济研究所

2011年医药重点公司中报业绩预览

- 预计增速100%以上: 中恒集团、华海药业。
- 预计增速50%~100%: 天士力、上海医药、科伦药业、双鹭药业、新华医疗、鱼跃医疗、阳普医疗、红日药业、上海凯宝。
- 预计增速20%~50%: 云南白药、东阿阿胶、恒瑞医药、海正药业、人福医药、白云山、三精制药、信立泰、一致药业、九州通、片仔癀、广州药业、康美药业、昆明制药、达安基因、乐普医疗、万东医疗。
- 预计增速0%~20%: 华东医药、哈药股份、誉衡药业、新和成、国药股份、康缘药业、益佰制药、双鹤药业、同仁堂、马应龙、天坛生物、科华生物、上海莱士、山东药玻。
- 预计业绩下降: 华兰生物、浙江医药、丽珠集团、华润三九。

请关注我们近期将发布的专题报告

6月策略回顾：偏负政策转机初现，乐观坚持细分龙头股

- **医药经济悲观吗？稳定快速增长！** 11年1~2月医药工业收入、利润总额同比分别增长28%、22%，在10Q1高速增长基础上仍保持良好增长，虽然扭转了07年以来利润增速>收入增速的态势，显示2011年成本上升压力明显，但行业仍保持稳定快速增长，并不悲观。
- **医药政策悲观吗？最负政策面临修正！下半年没有更负！** 5月初国家药监局要求各地严查基本药物质量，近期以生产“低价普药”出名的四川蜀中制药涉嫌质量造假被停产。预示“唯低价是取、劣币驱良币”的基药定价招标政策已走到尽头，“安徽模式”可能面临修正。市场普遍认为药品降价、基药招标、抗生素分级管理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，我们认为这些是次要矛盾，应该看到新医改持续投入和市场扩容带来的机遇，企业将在“改革-试错-改革”中不断分化和长大。
- **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！中线仍看好三大领域中的龙头公司。** 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”。因此对优质企业应“风物长宜放眼量”。仍看好：①拥有独家品种/独特资源/品牌消费类公司；②专注于高端治疗和预防领域；③工商一体龙头或医疗服务类公司。
- **5月大盘调整明显，国信医药8只股票组合跑赢大盘4.2%。** 5月医药指数跌7%跑平沪深300指数。国信医药5月推荐组合的8支股票相对沪深300取得超过4%超额收益。板块整体法11PE已降至25.2X，创今年新低！相对全部A股溢价92%——医药经济2倍于GDP增速，估值溢价正常！
- **6月推荐6支增长明确的细分领域龙头股：** 天士力、中恒集团、云南白药、一致药业、华东医药、人福医药。

6月国信医药组合表现：小幅跑输大盘1.1%

- 5月组合回顾：医药指数大跌7%以上，国信医药推荐组合8支股票中天士力、一致药业、双鹭药业3只股票获得正收益，组合整体获4.5%的超额收益。
- 6月组合表现：6支股票平均收益率-0.44%，跑输上证指数1.1%。其中天士力、中恒集团、华东医药获得正收益，中恒集团单月获得近11%的绝对收益率；但上月表现居前的一致药业意外受B股大跌拖累而下跌10%。（2011/5/29~2011/6/29）

股票代码	公司简称	股价 2011-6-29	本月收益率	相对上证指数
600535	天士力	40.45	2.53%	1.85%
000538	云南白药	56.90	-0.35%	-1.03%
600252	中恒集团	18.50	10.98%	10.29%
000028	一致药业	25.74	-10.68%	-11.36%
000963	华东医药	23.95	1.10%	0.41%
600079	人福医药	21.73	-3.26%	-3.94%
平均			-0.44%	-1.13%

数据来源：wind、国信证券经济研究所

2011下半年配置建议：首选三类业绩增长可靠，攻守兼备的细分龙头公司

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



个股投资要点

天士力：强劲增长，分享“收获期”成长

- 进入收获期，经营持续向好。产品均为独家，主要药材自供，充分受益新医改带来的市场扩容。
- 2011年中期业绩预计增长80%，其中主业增速超过40%。
- 两重大新药获批彰显公司研发实力，围绕心脑血管大病种将形成“全系列”治疗药物。丹参总酚酸粉针是2007年以来药监局批准的迄今唯一一个中药注射剂，重组人尿激酶原也是近四年来极少数能获批的基因工程一类新药。至此，公司的2个口服药物复方丹参滴丸（主治冠心病、心绞痛）、芪参益气滴丸（主治冠心病、心绞痛升级），与3个注射类药物益气复脉粉针（主治心衰、心肺功能综合征）、丹参多酚酸粉针（主治脑梗）、重组人尿激酶原（主治心梗，抢救）一起，围绕心脑血管大病种形成了针对该领域疾病发展各阶段的系列药物。两新产品的获批无疑有助于强化公司在心脑血管治疗领域的强势地位，并能借助已形成的品牌和营销资源优势尽快转化为实际销售业绩。
- 复方丹参滴丸的美国FDA三期临床试验准备工作稳步推进，现代中药制造水平将实现跨越。
- 攻守兼备的最佳选择。维持“推荐”评级和目标价48~56元。维持我们对公司的判断：经过早期靠复方丹参滴丸单产品的高速增长期后，又经历了近5年的平台整固期，进入2011年，公司的产品线大为丰富，能够充分受益于新医改，并形成“品牌、产品、资源”联动，可以说是进入了收获期，或者说第二轮高成长期。预计2011年复方丹参滴丸含税收入超过20亿元；二线产品的收入比重将提高到工业占比30%以上，并保持30%以上增速；整体利润增速超过收入增速，业绩在2010年42%增长的基础上，2011年主业业绩增速仍有望超过40%。未来：两个重大新药将逐步构成新增长点，复方丹参滴丸在美国进行的临床三期试验有望于2013年通过，现代中药国际化的发展梦想有望实现，并引领中国现代中药的制造和管理水平实现跨越式发展。目前市场对公司进入第二轮高成长期的判断和预期尚不充分，因此公司的业绩有望超越市场普遍预期，并存在“估值+业绩”双提升的弹性空间。维持2011-2013EPS 1.3/1.6/2.0预测，动态PE30/25/20x，PEG0.95。
- 或有催化剂：下半年集团优质医药资产或将注入上市公司。

中恒集团：处于高速成长期，11年业绩锁定性强

- **制药业务处于高速增长期。**2006年制药业务收入2亿元、净利润0.32亿元；2010年制药业务收入8.8亿元、净利润3亿元。我们预计2011年制药业务收入将达到16.28亿元，净利润达到6.3亿元。2013年制药业务收入和净利润预计为24亿元、10.7亿元。制药业务高速增长主要来自核心子公司梧州制药厂，从国企转变为民营企业之后，焕发生机，以核心产品血栓通为主的制药业务高速增长推动经营业绩一路攀高。
- **2010年扣非后业绩超预期，盈利能力稳步提升：**扣非后净利4.5亿元EPS0.84元，同比增360%实际超预期。其中：制药板块净利润3.05亿元，增长127%（因终止与部分原经销商合作，产生赔偿促非经常性损失大幅增加，扣非后业绩超预期；）；房地产板块净利润1.41亿元，增6796%；保健食品板块净利润4.5万元，持平。2010年制药业毛利率总体提升10.4个百分点达到74.8%。核心产品血栓通的制造工艺进一步提升：冻干时间缩短、三七（主根）总皂苷收率提高，三七原料种植面积扩大，与步长制药建立合作；独家产品肿瘤用药注射用去水卫矛醇的研发工作取得突破。2010年分配方案为：每10股派0.65元，送5.5股转赠4.5股（6月实施）。
- **2011中期业绩预计增幅160%。**血栓通作为基药独家品种充分受益新医改带来的市场扩容，推动制药业务强劲增长，预计制药业绩同比增长约84%，环比增长约43%。业绩逐季提高，全年制药业务将再迈上一个新台阶。
- **继续看好公司优秀产品的市场增长潜力，及与步长制药强强合作后可能存在的跨越式发展；**同时看好未来2-3年公司保健饮品（龟苓膏/龟苓宝）的市场潜力。房地产业务有望剥离、有望通过收购广西省优质医药企业做大制药产业。
- **业绩确定性高增长，估值具弹性，维持推荐评级和目标价24-26元。**按照我们之前的谨慎预测（即对公司与步长重大合同销售目标的实现暂按80%达成进行预测），2011-2012年制药业务预计实现收入16.3/20.9亿元、实现净利润6.4/8.7亿元，11-12EPS/1.18/1.59元。考虑当地政府对公司的支持和补贴力度很大，综合其他业务业绩，已提高11-12EPS至0.78/0.94元，预测2013EPS1.16元。动态PE24/20/16x，PEG0.50。维持目标价24-26元（相当于制药业务12PE30-33x）。

云南白药：期待“新白药·大健康”转型战略

- **2010年整体增长强劲，实现百亿元跨。工商业齐增长，各事业部业务发展格局清晰，牙膏和商业最给力。**收入突破百亿大关达到100.75亿元（+40.49%）；归属于母公司股东净利润9.26亿（+53.41%）；EPS1.33元，ROE为20.98%同比提升4个百分点。工业：白药牙膏收入突破10亿（+80%），拉动工业增长40%达36亿元；净利润8.9亿（+72%），其中牙膏贡献2.95亿元。作为云南省最大的医药商业企业，10年实现收入59.亿（+29%）、净利润1.49亿（+74%），净利率达2.52%，盈利能力远高于行业平均水平。
- **未来展望：从“稳中央突两翼”战略向“新白药 大健康”战略转型。**5年前云南白药提出“稳中央、突两翼”的产品发展战略，两翼产品（透皮剂+白药牙膏）实现了迅猛增长，2010年两翼产品的销售额16亿元，与药品（中央+普药）17亿元旗鼓相当，盈利能力也不相上下（净利润均高达27-28%）。过去5年收入和净利润分别增长了3倍，充分验证了管理层的前瞻判断和强执行力。下一个5年公司提出“新白药、大健康”产业发展战略，将以整体搬迁和新医改为契机在大健康产业多元化发展，值得期待！
- **2011中期业绩稳步增长。**预计业绩增幅34%。
- **维持推荐“评级”，一年期合理股价区间70-75元。**公司的七大事业部业务仍将保持稳定快速增长，预测11-13EPS1.77、2.26、2.9元，当前股价对应2011-2013PE为32/25/20x，PEG1.09，维持中长期“推荐”评级，一年期目标价70-75元（12PE31-33x）。

新和成：受益维生素提价，新业务拓展迅速

- **受益VE/VA的持续提价。**进入6月份以来，VE/VA供应渐趋紧张，价格连续提升。7、8月份是下游企业补充库存的关键节点，同时公司与浙江医药可能会停产检修，届时供求矛盾将进一步显现，VE/VA将继续提价。受益于提价，公司11年业绩增长有望超预期。中长期来看，VE、VA处于寡头垄断格局，进入壁垒高、盈利丰厚，竞争格局有望维持较长时间，促使公司业绩稳定增长。
- **香精香料业务渐成规模。**借助精细化工领域的合成技术优势，公司成功切入香精香料领域。预计今年香精香料业务将超过4亿元。目前公司生产的品种仍较少，随着品种增加和市场拓展，香精香料的规模将进一步扩大。
- **涉足新材料业务拓宽成长空间。**公司计划涉足新材料领域，目前已经开始多个品种的研发。2010年全球新材料市场超过8000亿美元，远高于维生素市场规模。通过切入新材料业务，公司的发展空间将拓宽。
- **盈利预测与投资评级：**在不考虑提价的情况下，我们预计公司11-13年EPS为1.71/ 2.0/2.14元，对应11-13PE为15/13/12。目前估值相对偏低，市场对提价预期尚未充分反映，并对公司估值的理解仍停留在强周期性品种范畴。未来随着提价预期兑现，以及新业务快速拓展，存在“业绩+估值”双升空间。维持“谨慎推荐”评级，及一年期合理价34-40元（12PE17-20x）。
- **风险提示：**新的竞争者进入，VE和VA寡头垄断格局被打破；香精香料与新材料业务进展低于预期。

华兰生物：看好血液制品和疫苗的成长性

- **血液制品保持较快增长。**公司血液制品10年收入7.5亿，增长48%。医院终端对于血液制品的需求旺盛，并且部分特免和血液小制品尚有提价空间，我们预计11年血液制品收入有望超过10亿。12年随着重庆子公司的投产，重庆地区7个浆站短期能够带来超过100吨采浆能力，长期有望达到400吨，血液制品业务规模将进一步扩大。我们预计11-13年血液制品收入分别为10.6、14.5、17.4亿，复合增长率28%，贡献EPS0.90、1.19、1.36元。
- **疫苗业务进入正常发展轨道。**公司在甲流疫情中获得工信部收储5200多万支，已确认4400多万支，使得疫苗业务09和10年收入达到7.14亿和5.12亿。剔除甲流疫苗收入后，09-10年公司疫苗业务的收入分别为0.64、2.03亿。未来公司的疫苗业务将进入正常发展的轨道，上市的疫苗品种有季节性流感疫苗和ACYW135四价流脑疫苗，乙肝疫苗因未达到新版药典要求，再次获批时间未知，但对业绩影响不大。短期虽产品线较狭窄，但流感疫苗有望在公司的大力推广下不断扩大销售规模。预计11-13年，疫苗产品的销售收入在2.5、2.8、3.1亿，复合增长率11%，贡献EPS0.18、0.21、0.23。若剩余国家收储的700多万支甲流疫苗收入得到确认，将贡献EPS0.15元左右。公司在研疫苗品种丰富，且多为创新疫苗，长期看疫苗业务值得期待。
- **血液制品提供安全边界，疫苗业务发展空间较大，给予“推荐”评级。**我们判断：血液制品对于公司既是“稳定器”，更是“加速器”，未来2年血液制品仍将推动公司较快增长；中长期，疫苗业务的发展将帮助公司完成彻底转型，成为血液+疫苗双核驱动的生物制药企业。预测11-13EPS 1.08/1.40/1.59（未考虑甲流疫苗），一年期合理价39-42元（12PE28-30x），此轮调整较充分。
- **股价催化剂：**区域性乃至全球性疫情的发生频率呈现上升的趋势，疫情的发生将是公司股价的催化剂，并有可能带来实质性的业务机会。



医药行业政策动态

对下半年医药行业政策趋势的展望和判断（1）

- **有关药价改革：**1) 新的药价管理办法正在酝酿预计年底可能出台。与去年的草案和过往定价政策相比可能有较大革新。对于新进入医保目录的药品，可能探讨制定一个统一医保支付价格，超出部分患者自付。此举将对于新药、内资品牌药更有利。2) 对于基本药物，可能选取部分品种制定统一价格。此举将对一些中药独家品种十分有利。3) 对09版医保目录中2000多品种分批分次调价的原有政策因此而推迟了，但去年已梳理过的品类仍将出台降价政策。从一些公开资料可以得知，去年发改委对抗生素、激素、神经系统类药物进行了价格核查，而抗生素调价政策今年上半年已出台，因此我们预计7月份可能出台针对激素（及调节内分泌）和神经系统两类药物的调价政策，之后将迎来近半年的“降价真空期”。
- 假如出台针对这两类药物的调价政策，根据我们初步统计，上市公司核心品种涉及09版医保目录中相关激素、降糖类等药物的上市公司主要包括：恩华药业、丽珠集团、仙琚制药、通化东宝、复星医药、华东医药、长春高新、安科生物、双鹤药业、千红制药。
- **有关基药政策。**尽管发生蜀中制药事件之后，”安徽模式“在业内遭遇质疑，但预计年内仍会在全国推广下去，这个模式的弊病需要在新医改三年结束后再评估更正。目前约有19个省进行或正在进行基药招标，至年底各省都要执行，预计其它省有望在“安徽vs上海”模式之间取得一定平衡或变通。因此下半年将进入基药执行高峰期，并有望迎来”基药放量“。
- **有关非基药招标。**市场一直担忧“劣企驱良企”的基药安徽招标模式会扩大至非基药招标，事实上，目前基药招标是由医改办（由国务院医改小组领导，设在发改委）推进，而非基药招标一直都是由国务院纠风办主抓。需要说明的是，药品流通中超过10000个品种，其中医保品种2000多种，而基药只有307种，因此”核心基药+各省增补品种“实际占药品市场的份额仅10%左右，其改革及阶段性出现的问题并不足以影响行业大局和增长趋势。

对下半年医药行业政策趋势的展望和判断（2）

- 有关公立医院改革。去年提出在16个省市试点，目前明确主要以县级医院为重点探索公立医院改革。
- 有关医疗服务价格的改革。前期的改革主要致力于将6000多个医疗服务内容进一步规范并落实到具体项目，以防止医院再分解产生重复收费。逐步可能将医用耗材纳入到常规项目中去（比如将支架纳入到具体介入项目），并加快退经对高值医用耗材流通环节的改革，最后探索出按病种制定医疗服务项目价格。相应地，医保改革也在探索按病种付费。按病种付费政策此前已在一些地区试行，未来将扩大和推进，此举预计对药品的影响有限，而对耗材影响更大。
- 医药行业十二五规划：有望下半年出台，利好。

小结：行业政策面已开始中性偏正面

2011年是新医改第一个三年规划的攻坚年，2012年则有望出台下一个五年规划。就上述市场普遍关注的改革政策，我们认为负面影响和担忧已反映在了医药板块的上半年走势之中，而展望下半年，除近期可能还有一次“遗留”的针对医保目录个别品类的调价之外，之后将迎来药品调价的真空期，并期待出台更科学合理的药价管理政策，同时医药行业十二五规划值得期待。

近期动态简评（1-1）： 推进医疗保险付费方式改革，规范和控制医疗费用增长

- **政策：**6月10日，人力资源和社会保障部发布《关于进一步推进医疗保险付费方式改革的意见》，提出了医保付费方式改革的方向，并强调改革的原则是：在不增加参保人员个人负担的前提下，规范医疗服务行为，控制医疗费用增长。
- **政策背景：**医保付费方式的改革是医保制度成功与否的关键。我国城市/农村基本医保覆盖率已由2004年约10%的医保覆盖率扩大到2010年的约94.4%；医保支出占到医疗机构收入逐年提高（2000年3%~4%，2005年达到24.3%，2009年提高到36.7%）；2010年我国医保基金规模5599亿元；目前全国的医保基金统筹机构有2600多个，统筹机构太散，不利于医保基金的管理，预计政府随后将提出市（地）级统筹的标准和实现途径。
- **医保机构：**“参保人员利益的代表者”、医疗服务的“第三方监管者”。《意见》赋予了医保管理机构对于医疗机构在医疗服务过程中的监管职责，医保管理机构将更深入更广泛的介入医保基金的使用以及医疗机构服务的监督管理。通过医保支付方式的改革能够逐步建立起一套既能约束医患双方不当行为，又能保护医患双方正当利益，能让医、药、患、保、用人单位、政府六方共赢的医保管理模式。
- **探索总额预付，控制过度医疗，激励与约束并重。**探索总额预付即“预付制”：门诊以就诊人头为核心，住院费用实行按服务单元，制定年度医疗费用预算总额指标，把钱先放到医疗机构，定额预付，超支不补，结余奖励。期望能够减少不合理的医疗费用，提高医保基金的使用效率。引导医疗机构转变服务模式，主动提供优质的连续服务，促进医疗机构提供预防为主的主动服务。
- **门诊按人头，住院按病种。**将医保机构的工作“前置”，对医疗机构的工作进行了“预置”，改变了医保机构在按项目付费中后置的地位，强化了医保部门对医疗机构的监督作用。若良性发展则能促进医疗机构提供优质服务：医疗机构是否盈利及盈利多少，取决于病种标准费用与病人实际住院费用的差额，这将促使医院努力提高医疗水平，增强竞争实力，争取吸引更多的“人头”来就医，增加自己在某些“病种”治疗方面的名气。

近期动态简评（1-2）： 推进医疗保险付费方式改革，规范和控制医疗费用增长

我国城镇基本医疗保障制度的改革历程			
城镇基本医保制度发展历程		时期	简要内容
公费、劳保医疗制度。		1951年至1998年。	机关事业单位实行公费医疗制度，企业实行劳保医疗制度。
城镇职工医疗保险制度的改革探索。	以控制费用为中心，对公费、劳保医疗制度进行改革完善的阶段。	1978年至1992年。	1985年以前，主要针对需方，实行费用分担措施。 1985年至1992年，重点转向对医院进行控制，加强对医疗服务供方的约束。
	城镇职工基本医疗保险制度的改革试点。	1992年至1998年。	1992年，深圳市率先开展了职工医疗保险改革，拉开了对我国职工医疗保障制度进行根本性改革的序幕。
	城镇职工基本医疗保险制度的确立。	1998年底。	在全国范围内建立覆盖全体城镇职工的基本医疗保险制度，建立社会统筹和个人帐户相结合的医疗保险制度。
城镇多层次医疗保障体系的探索。	城镇居民医疗保险制度试点。	2007年至2009年。	城镇非就业人群医疗保障制度在79个城市同时开展试点，建立以大病统筹为主的城镇居民医疗保险。
	全民医保制度的确立。	2009年4月6日。	覆盖全民基本医疗，从单一筹资向多元筹资延伸，从单一保障向多种保障延伸。
资料来源：国信证券经济研究所。			

近期动态简评（2-1）：基药招采 ——安徽模式 vs 上海模式

表 1: 基药采购“安徽模式”和“上海模式”对比

	安徽模式	上海模式
标签	唯低价是取	在价格与质量间试图折中
采购规模	预计全省采购 388 亿元；2010.9.20 至 4.1，实际采购额共 4.45 亿元。	不详
采购总量	278 个品种，共 863 个品规	共 688 个品种：307 个国家基本药物品种和 381 个上海市增补目录品种，共 3439 个品规。
使用机构	基层医疗机构	全市所有的非营利性和医保定点医疗机构，不仅仅是基层医疗机构
评标要素	双信封：先评技术标，再评商务标，技术标评审合格的进入商务标评审，商务标评标中以最低报价确定拟中标药品	由质量、信誉与服务、价格三方面组成。总分 100 分，价格分仅占 30 分，质量被放在优先的位置
药品价格	药品比价不合理，导致价格倒挂	基层医疗机构中标价格总体降幅为 39%（含 15% 差率）外企降幅低于 39%。
品牌药企	全国 100 强制药企业在安徽省仅 249 个品规中标，占中标品规总数的 28.85%	外资企业：包括辉瑞、拜耳、礼来、施贵宝、默沙东等近 30 家。国内企业：哈药集团、华北制药、广药白云山、北京同仁堂等
合理用药	无法抑制：医疗机构二次议价，买高不买低	待观察
采购结果	采购量“不增反而下降”，价降了，没放量。采购额比实行安徽模式前下降近 40%。	待统计
资料来源：国信证券经济研究所		

近期动态简评（2-2）：基药招采

——安徽模式 vs 上海模式

- **“上海模式”是基药采购新的探索与尝试。**在基药采购的“安徽模式”正在向全国推广，而“蜀中事件”对基药招标采购制度的影响也还没有最终定论这个时机，“上海模式”的出现无疑是我国基药采购政策领域一股清新的空气。以“在价格与质量间试图折中”为标签的“上海模式”是基药采购制度新的探索与尝试。但是也要看到，上海用药水平和医保支付能力是国内较高层级的，上海市民也有相对普遍的较高的经济承受能力，这是“上海模式”的经济基础，若全国推行，势必造成较高的医保负担，这对医保方面加大政府投入提出了更高要求。
- 根据初步统计，已有19省市正在开展或已完成基本药物集中招标采购，截止目前为止共有6省市完成招投标工作或已公布中标结果正准备执行
- **5省的招标药品使用范围大：**海南、湖北、青海、上海、云南5省市是针对所有医疗机构使用的基本药物进行招标（青海是增补品种，招标品种较少），而其他14省则全部只是仅针对基层医疗机构使用的基本药物进行招标采购；因为使用范围的不同和各地区差异，采购的品种和品规会相应不同。基药使用范围越大，政府在招投标中筹码越强大，企业在价格与采购量方面平衡的压力就越大，企业必须承担若投标失败带来的巨大销量损失，所以企业在这五省投标中显得更加慎重和小心翼翼。
- **上海用药品种最多：**从中标品规数量来看，上海无疑是最多的，招标687个品种（307个国家基本药物品种和381个上海市增补目录品种），共3439个品规（官方未公布最终中标品规，此数据是根据公布的招标结果初步统计而得）。这也是上海模式创新点之一：其招标的基本药物使用者不仅仅是基层医疗机构，而是包括全市所有的非营利性和医保定点医疗机构，这样就必然会有较多的产品中标。其次是湖北省，一共有中标药品405个通用名、56个剂型和963个品种规格；黑龙江是中标品规最少的，仅有456个品规中标。
- **“安徽模式”降价威力最大：**在已公布中标结果的6省市中，各省市都公布了相应的降价效果，总体来说，在控制药价降低药价方面，招投标制度再次显示了其强大威力，而“安徽模式”降价幅度也是最高的。各省市中标产品价格与国家零售指导价进行对比，降幅最大的是山东省，平均下降63.51%；随后依次为黑龙江、四川、安徽、湖北分别降价62%、52.62%、47.22%、45.8%。上海基层医疗机构中标价格总体降幅为39%（含15%差率）外企降幅低于39%。而降幅最大的山东和黑龙江几乎是完全照搬了“安徽模式”。

近期动态简评（2-3）：基药招采 ——安徽模式 vs 上海模式

从各省采用的招标模式来看，大多数省采用“双信封”的“安徽模式”，个别省市略有创新：

- **湖北：一旦中标，则获得全省（除武汉）的基药份额。**湖北规定中标结果与二级以上医疗机构挂钩：基本药物集中招标的中标规格，除在基层医疗卫生机构销售外，也可在二级以上医疗机构销售；仅选择参加二级以上医疗机构药品集中招标的，该中标规格不能在基层医疗卫生机构销售。
- **四川招标采购规定投标价“四不高于”：**采购参考价应不高于国家最高零售指导价，不高于全国基本药物基层平均采购价，不高于四川省挂网限价，不高于周边省份的最低采购价。

小结：享受特殊待遇的基药将是最大受益者

从已公布的基药招投标方案中，我们发现每一份方案都有类似的规定：“对某一些基本药物，根据具体情况采用不同的采购方式”，采购方式有单独议价、邀请招标、询价采购或定点生产。这些享受特殊待遇的药品包括：

- 独家生产的基药
- 基层必需但用量小的特殊用药、急救用药

还有一些基药干脆就不纳入集中招标采购范围，包括：

- 麻醉药品
- 一类精神药品
- 免费治疗的传染病和寄生虫病用药
- 免疫规划用疫苗
- 计划生育药品
- 中药饮片

近期动态简评（3）：抗菌药物分级管理办法至今未出，靴子不落地短期引发业内观望氛围

- **最新动态：**卫生部自4月就发布的新抗菌药物分级管理办法意见征求稿，并已讨论了至少6稿，原本计划7月1日就开始执行，但截至6月30日，正式文件仍未发布。据我们了解，正式文件可能推迟发布，但可能较之前的意见征求稿要宽松（各大企业，尤其是劳动力密集型的大型国企，必然要和政策制定方博弈）。
- **短期影响：**4月以来政策的靴子不落地确实影响了医院和经销商的情绪，近期对经销商和医院的调研显示确有观望态度：现在均不肯多进货，压缩库存。部分抗生素制剂和原料药企业开始感受到销售压力，只有极少数企业如一致致君可能没有受到明显影响，但这可能和其原本产能供给就比较紧张有关。有一点是产业各界共同认可的：靴子落地反而大家都会踏实了——企业自然也会积极应对，开展品种结构调整、销售策略调整等措施；医院也会根据新政策规定的品种正常进货备货。
- **中长期影响：**国人耐药普遍，如果是一刀切式的政策将会影响治疗水平，因此影响程度最终看政策实际执行力度，但走向用药规范也是必然趋势。政策变局之际，正是各个企业拼家底，比耐力的时候，中长期看，产业集中度有望大幅提升，能够生存下来的企业必将获得更大的发展：限制级和非限制级类产品因竞争品种减少可能导致市场份额加速集中，优质优价、单独定价品种更加受益。

近期动态简评（4）：“建立全科医生制度” ——新医改一大步，意味着对医疗体系的重构

- **事件。**国务院总理温家宝22日主持召开国务院常务会议,决定建立全科医生制度。会议要求,到2012年使每个城市社区卫生服务机构和农村乡镇卫生院都有合格的全科医生;再经过几年努力,基本形成统一规范的全科医生培养模式和首诊在基层的服务模式。基本实现城乡每万名居民有2至3名合格的全科医生。。
- **新医改一大步，意味着对医疗体系的重构。**全科医生制度被认为是新医改最新的一项具有“含金量”的政策措施，意味着对医疗体系的重构。全科医生是基层医生，是离居民最近的医生，是掌握各科基本医疗技能，以门诊形式处理常见病、多发病及一般急症的多面手，可以在最短时间内使患者疾病得到有效处理的医生。此制度的建立有望把病人首诊留在基层，从基层缓解“看病难、看病贵”难题。
- **我国全科医生数量严重不足。**据卫生部数据，目前，我国社区卫生机构注册的全科医生人数只有0.73名/万人，距“每万名居民有2至3名合格的全科医生”的目标甚远。目前，我国城市社区卫生服务机构对全科医生的需求就有近10万人的缺口，医疗资源匮乏的农村缺口数量就更大。培养全科医生和建立全科医生制度从2010年已开始，国家招录了第一批的5000名国家免费医学生，并大规模培养基层医院的全科医生，2011年，全科医师培训基地建设投资5亿元。

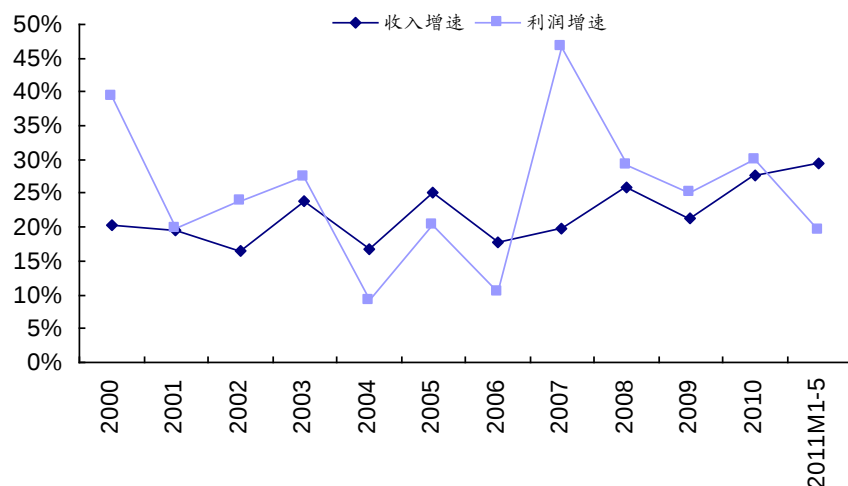


医药行业经济运行动态

收入增长持续，利润增速 < 收入增速在预期内

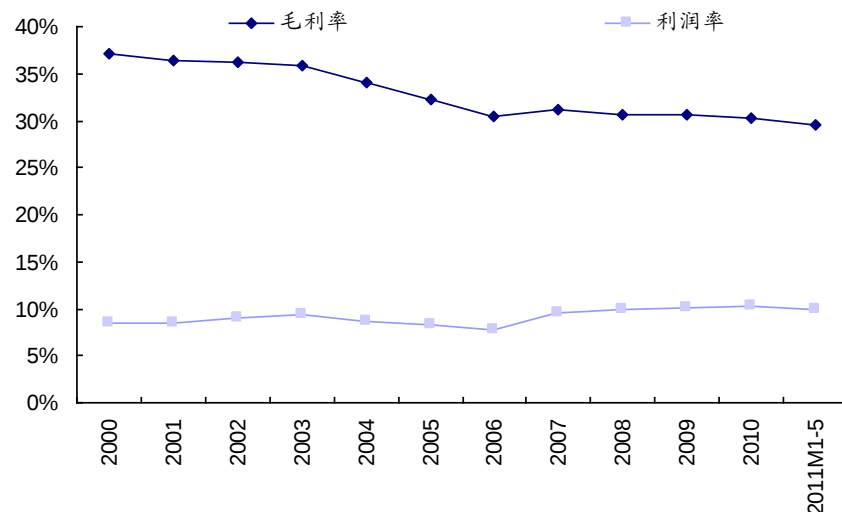
- 2011年1~5月医药工业实现收入5245亿元，利润总额519亿元，分别同比增长29.32%、19.45%。行业收入保持快速增长，但利润增速仍低于收入增速。
- 从盈利水平看，11年1-5月毛利率29.62%，同比下降1.44个百分点；受毛利率下降影响，利润率同比略微下降0.47个百分点，至9.89%。

2000年-2011年5月收入 and 利润增速



数据来源：wind、国信证券经济研究所

2000年-2011年5月医药工业盈利水平变化

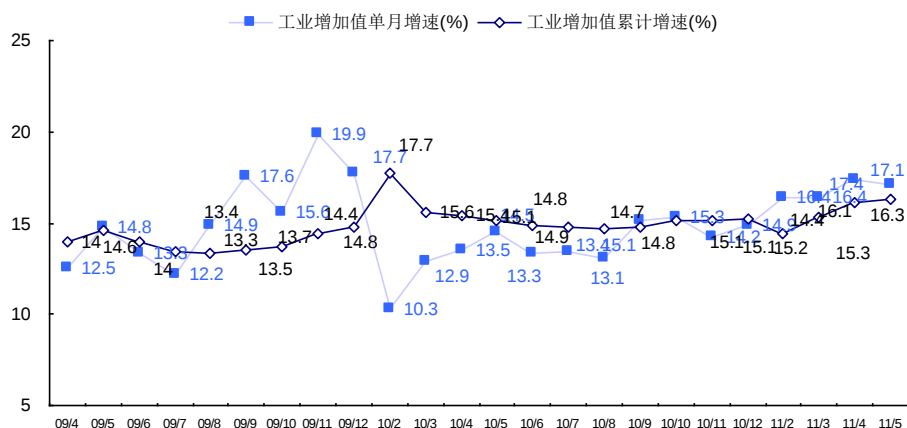


注：1-5月份统计口径为5604家企业，与2010年11月7038家企业不同，以上数据仅作参考

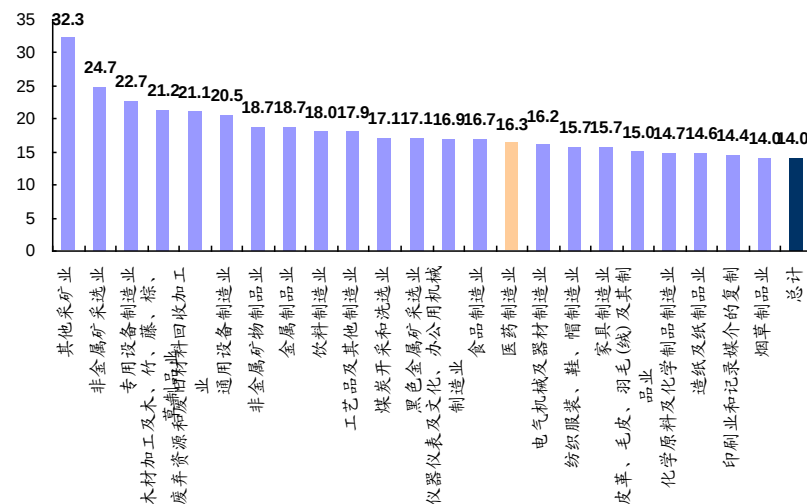
工业增加值增速：5月增速略降

- 2011年5月医药制造业工业增加值单月增速为17.10%，较4月份增速略低0.3个百分点，累计增速为16.30%，较4月份提高0.2个百分点。
- 各工业行业中，医药制造业累计增速居第15位，高于工业总体增速2.3个百分点。

09年4月-11年5月医药制造业工业增加值增速



11年5月工业增加值累计增速前24的行业



数据来源：wind、国信证券经济研究所

维持预期：11H2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）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）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。

各子行业运行动态

- 各子行业保持收入的稳定增长的趋势，中成药与中药饮片增速保持在行业增速之上，特别是中药饮片收入大幅增长51%，这主要是由于中药材价格上涨推动所致，但显然产品价格上涨并未弥补成本的涨幅，中成药与中药饮片毛利率都明显下降。
- 11年H1成本压力仍然明显，各个子行业利润增速均小于收入增速，其中化学原料药和生物制品利润增速低于10%。

2011年1-5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	5245	1524	1183	540	1143	295	461
增速	29.32%	25.52%	24.32%	27.69%	32.46%	51.43%	25.25%
利润	519	174	90	69	113	22	45
增速	19.45%	17.09%	6.56%	5.66%	30.98%	59.07%	14.16%
毛利率	29.62%	39.19%	21.51%	28.16%	32.21%	17.95%	25.88%
同比	-1.44%	-0.20%	-0.72%	-1.08%	-3.58%	-2.60%	1.81%
利润率	9.89%	11.41%	7.62%	12.74%	9.86%	7.35%	9.70%
同比	-0.47%	-0.22%	-1.18%	-1.78%	0.09%	-0.54%	-0.52%

数据来源：wind、国信证券经济研究所

大宗原料药价格动态

● 维生素:

1) VE/VA: 6月8日, 浙江医药首次主动上调VE报价, 目前VE最新报价180元/kg。市场成交价格在155元/kg左右, 主要是满足前期接单, 原料药展期间, 新和成与浙江医药均不接新订单。市场供应不足, VE/VA连续提价说明前5个月的出口增长已基本消耗生产企业的库存。在即将到来的停产检修期间, 生产企业可能面临供货不足。4季度将是下游企业第二次补充库存的关键节点, 我们预计VE报价将到达200元/kg以上。VA的市场总量较小, 而且上游中间体柠檬醛供求紧张, 预计未来价格上升的幅度要高于VE。我们预计未来3个月VA的价格波动区间在200~250元/kg之间。VC: 虽然目前VC的价格已经接近甚至低于生产企业的成本线, 但国内企业仍在加快消耗库存。VC价格由40元/Kg下跌至36元/kg。针对VC混乱的产业格局, 工信部正在酝酿新的整改措施。7月初, 新的生产配额政策有望出台, 但政策能否有效执行仍有待观察。

2) VB2: VB2价格再上调10元/kg至150元/kg。广济药业的市场策略有所调整, 成为此轮提价的主导者。迪赛诺采取价格跟随策略, 促成此轮提价趋势。VB2经历2年的价格调整后, 存在短期回升的要求, 但价格的持续性预计不会很长。

3) VH: VH价格仍稳定在150元/kg的高位, 浙江医药需等待安监部门许可, 预计至少需要1年的时间才能复产。科兴生物新产能预计在近期投产, VH价格存在下跌风险。

4) VB5: 价格平稳, 报价仍为65元/kg。生产企业的库存已经相对不足, 鑫富药业也已经公告7月份至少提高VB5出厂价10%。

● 抗生素: 7-ACA价格下跌拖累头孢类抗生素价格普遍下跌。抗菌药业分类管理预计在7月公布, 下游行业普遍观望使原料药企业库存压力增大。抗生素后续价格走势取决于抗菌药物管理办法的执行程度。

大宗原料药价格动态（续）

- **肝素：**近期肝素粗品价格有所上涨，主要原因是：1）前期肝素粗品价格高企，下游肝素原料药生产企业进货不积极，导致肝素粗品价格下降，之后经销商加强进货，又导致近期肝素粗品价格上涨。2）猪肉价格上涨带动猪小肠价格上涨，带动肝素粗品价格上涨。但肝素粗品价格能否带动下游肝素原料药提价还有待观察，即使提价也可能是暂时的：1）全球主要肝素原料药生产企业 N.V.Organon、辉瑞、Welding、海普瑞、南京健友、千红制药等尚处于抢市场份额阶段，价格联盟尚未形成，尚未形成对下游制剂较强的议价能力；2）肝素原料药处于产业链中游阶段，面临上游肝素粗品价格高企，下游制剂价格不断下滑的尴尬。3）相比一般特色原料药，肝素多了资源属性，即猪小肠具有资源稀缺性，而技术壁垒不像VE/VA那么高，所以未来掌握上游肝素粗品（猪小肠）资源将是肝素钠原料药企业最大的竞争力，同时也将提高对下游制剂企业的议价能力。
- **皮质激素类：**上游皂素价格略有松动，但地塞米松价格持平。各地加强环保的监督和管理，上游皂素产能也将受到影响，后续皂素有提价的可能。
- **呈味核苷酸：**价格维持125元/Kg，食品添加剂仍受到市场的质疑，短期市场需求可能会下降。
- **氨基酸：**各氨基酸价格走势开始分化，赖氨酸价格继续提升，国产98.5%纯度的赖氨酸最新报价17.8元/kg，环比提高0.7元/kg。苏氨酸、色氨酸和蛋氨酸价格环比均有下降。
- **化学原料药相关上市公司投资建议：**VE、VA有望继续提价，目前估值优势明显，建议关注新和成（VE/VA继续提价，香精香料新业务增长）和浙江医药（VE/VA继续提价），维持“谨慎推荐”评级。维持海正药业（定制生产订单充足，与辉瑞合作开发仿制药市场）、华海药业“推荐”评级。参见国信医药专题报告《维生素景气提升，VE、VA价值凸现》（2011年5月16日）。

生物制品批签发动态

- **麻、腮、风系列疫苗：**麻腮风三联疫苗：前5月累计签发587万人份，同比下降36%，其中上海所累计签发497万人份，降9%，天坛生物签发90万人份降41%，外资企业GSK和默克没有获得批签发(受新版药典标准变化影响)；麻风二联疫苗（天坛生物独家）前5月累计签发824万人份同比增34%。麻腮二联前5月份累计签发45万人份，同比下降88%；麻疹疫苗累计签发1992万人份，同比下降47%，其中兰州所和天坛生物1-5月无签发，长春祈健累计签发165万人份（从10年10月开始有签发），新版药典和05版药典比较，麻疹疫苗的标准相同。
- **肝炎疫苗：**甲肝疫苗前5月累计签发887万人份，同比下降26%。乙肝疫苗中：（酵母，5 μ g）累计4067万支，同比下降12%，其中天坛生物累计2621万支增65%；（酵母，10 μ g）累计1251万支降54%，其中大连汉信签发1044万人份降43%，天坛生物前5月签发166万人份，去年同期无，金坦生物4月首次批签发41万人份；（酵母，20 μ g）1-5月无签发；深圳康泰独家生产的（酵母，60 μ g）1-5月累计签发164万人份；乙肝疫苗（CHO细胞）10 μ g和20 μ g累计分别报批827万支和134万支，分别降10%和降58%。外资企业没有获得乙肝疫苗的批签发。
- **流感疫苗：甲流疫苗：**季节性流感疫苗：成人流感疫苗1-5月签发101万人份，同比降56%，均为北京科兴生物生产。儿童流感疫苗1-5月无签发。
- **流脑疫苗：**4价流脑疫苗：1-5月累计150万人份同比降46%，其中北京绿竹（智飞生物子公司）111万，同比增148%；华兰生物无。2价流脑疫苗：1-5月累计1632万人份同比增43%，其中沃森生物199万增86%，无锡罗益签发182万人份增594%，北京绿竹自08年9月以来尚未恢复签发，兰州所1000万增66%。

生物制品批签发动态（续）

- **Hib疫苗：**1-5月累计293万人份，同比降69%。其中沃森生物139万降34%，兰州所（智飞生物总代理）109万降76%，诺华疫苗4月首次批签发21万人份。GSK的Hib-无细胞百白破联合疫苗去年8月首次签发上市，1-5月无签发；GSK的Hib疫苗1-5月没有获得批签发。赛诺菲-巴斯德的Hib-无细胞百白破-脊髓灰质炎联合疫苗5月首次批签发13万人份。
- **水痘、狂犬等疫苗：**1-5月累计签发500万人份同比降15%，其中长春百克125万人份降15%（长春高新子公司），长春祈健144万人份同比持平（天坛生物子公司）。无细胞百白破三联疫苗：1-5月累计签发1406万人份同比降52%，其中天坛生物171万人份增117%，新版药典对培养基和保存条件等方面要求更细化，可能影响相关企业的生产和批签发工作。狂犬疫苗：1-5月累计签发411万人份同比降3%：vero细胞276万人份降19%；BHK细胞67万人份降11%；鸡胚细胞68万人份，增629%。其中成大生物（辽宁成大子公司）签发159万人份降49%。
- **血液制品：**前5月国产累计357万瓶同比增16%，进口累计209万瓶，降1%，其中华兰生物39万瓶降11%，成都蓉生57万瓶增37%，上海莱士21万瓶降18%。静丙：前5月累计197万瓶同比增33%，其中华兰生物25万瓶增7%，成都蓉生35万瓶增65%，上海莱士16万人份，增16%。狂犬病人免疫球蛋白累计签发101万瓶同比降6%，其中华兰生物14万瓶，增108%。人凝血酶原复合物：前5月累计4万瓶同比降57%，其中华兰生物4万瓶降54%，上海莱士1万瓶降64%。人凝血因子Ⅷ：前5月累计13万瓶同比升38%，其中华兰生物3万瓶增120%，上海莱士2万瓶降46%。

生物制品批签发动态（续）

- 5月份，越来越多的国内企业和外资企业开始获得批签发，这提示我们新版药典的冲击已近尾声，能够达标的企业将在未来数月陆续恢复，不能达标的则会让出市场。过去几个月的批签发停滞，存在影响市场竞争格局的可能，一些企业有望利用对手供应不足的时机扩大市场份额。
1-5月疫苗批签发数据显示：包括hib疫苗、肝炎疫苗、狂犬疫苗、麻腮风疫苗等在内的多数疫苗的批签发量同比仍然降低，只有乙脑、A群和AC群流脑等少数疫苗同比上升。但在5月份部分国内企业和外资企业中的巴斯德、诺华等开始陆续恢复批签发，GSK的疫苗产品也有望在7或8月全面恢复。
- 5月份血液制品的批签发基本恢复常态，1-5月多数血液制品的批签发量较去年同期呈现增长。
- **生物制品相关公司投资建议：**对于应变能力强的公司，新版药典所带来的冲击，已经基本被消化，未来行业将进入正常轨道。建议重点关注华兰生物（血液制品批签发恢复正常、下半年将进入流感疫苗销售旺季）、沃森生物（巴斯德的hib疫苗已恢复，GSK有望在7、8月恢复，如公司充分利用外资企业供应不稳定的机会，有望扩大市场份额），建议进一步观察批签发数据变化。

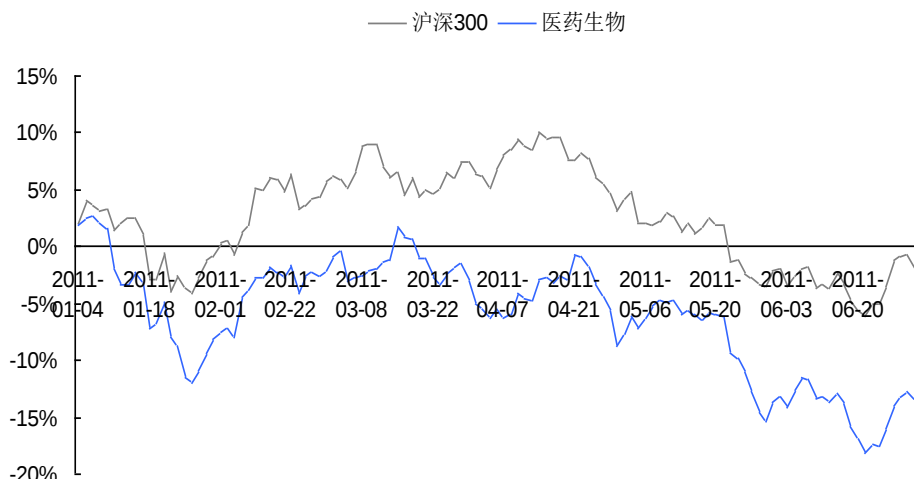


医药行业估值动态

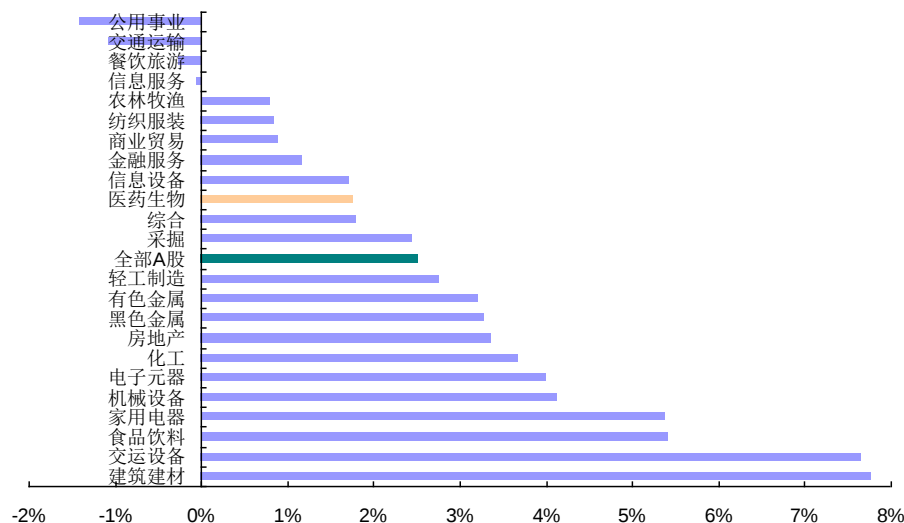
市场表现：2011年6月医药指数继续跑平大盘

- 回顾5月：医药指数跌7.51%，同期沪深300指数跌7.19%，基本持平。
- 6月表现：医药指数涨1.30%，同期沪深300涨1.24%，基本跑平。
- 11年上半年累计收益率：医药指数大跌15.04%，沪深300跌4.09%，医药指数跑输大盘10.94%。

2011年至今医药板块和大盘收益率比较
(2011/01/1~2011/06/29)



2011年6月各行业收益率比较 (%)
(2011.5.29~2011.6.29)



数据来源：wind、国信证券经济研究所

板块估值动态：相对估值水平处于历史中位

- 回顾：医药板块于2010年末相对沪深300溢价率达200%以上，达到历史最高位。随着2011年以来的调整，相对估值溢价率逐步下降，2季度以来已降至120~130%。（wind整体法，下同）
- 5月表现：截止6月29日，医药板块2011PE为25.8X（整体法），相对相对沪深300溢价126%（相对全部A股溢价89%），与上月基本持平。

最新医药股和大盘PE(2011/06/29)

	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	25.75	33.96	19.98	24.58
医药重点公司	23.72	25.92	18.93	20.39
全部A股	13.59	34.27	11.04	24.14
沪深300	11.41	22.93	9.51	17.09
医药股相对溢价率				
医药板块/沪深300-1	125.68%	48.10%	110.09%	43.83%
医药板块/全部A股-1	89.48%	-0.90%	80.98%	1.82%

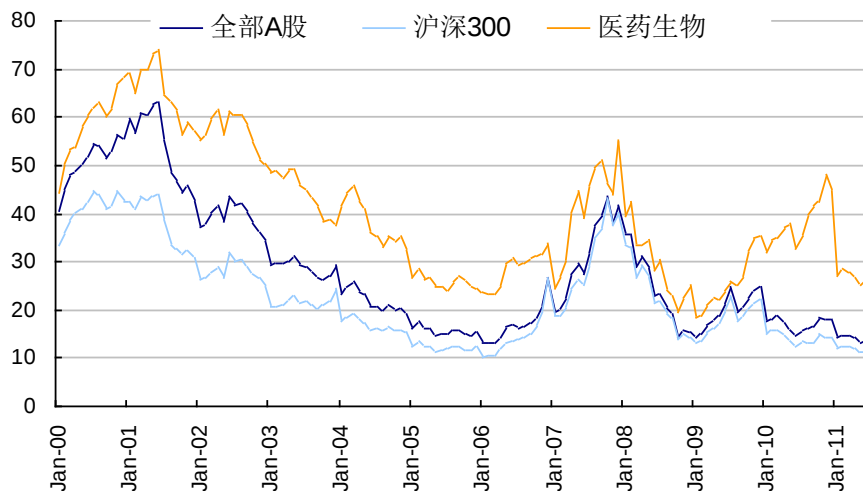
数据来源：wind、国信证券经济研究所

说明：业绩预测采取wind一致预期；PE整体法，剔除负值；PE算术平均法，剔除负值或大于500的股票。

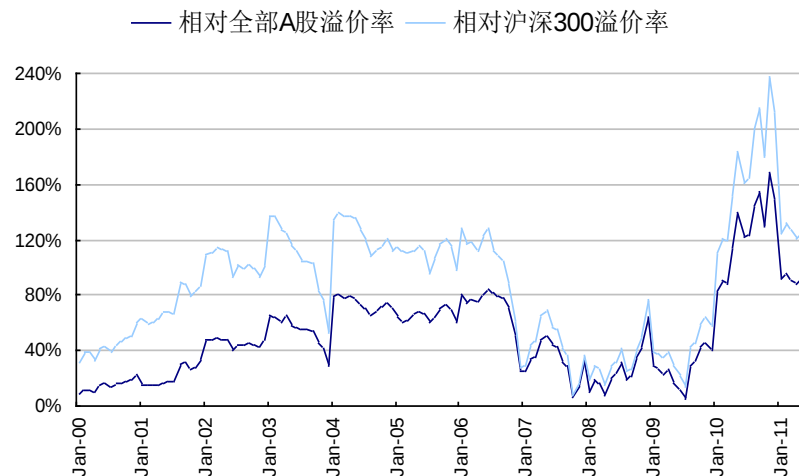
绝对估值水平仍处历史低位

- 当前医药板块2011PE为25.8X，处于历史偏低水平。从近10年来的历史数据看，医药板块PE（按当年业绩）仅在05-06年及08年末两个时期低于过30X（05-06年是行业“低迷”期，08年末是金融危机时期）。
- 估值溢价率处历史中位水平。

2000年至今医药板块和大盘PE
(2000/01/1~2011/06/29)



2000年至今医药板块和大盘PE溢价率
(2000/01/1~2011/06/29)



数据来源: wind、国信证券经济研究所

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				PB	EV/EBITDA	ROE	PEG	Growth	投资评级
		2011-6-29	亿元	10A	11E	12E	13E	10A	11E	12E	13E			10A	11E	11-13	
品牌中药																	
000538	云南白药	56.90	395	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	40.82	267	0.89	1.30	1.69	2.10	46	31	24	19	9	35	21%	0.95	33%	推荐
600085	同仁堂	35.43	185	0.66	0.78	0.90	1.04	54	46	39	34	5	26	11%	2.80	16%	谨慎推荐
600436	片仔癀	62.44	87	1.39	1.64	1.89	2.17	45	38	33	29	9	34	18%	2.36	16%	谨慎推荐
600332	广州药业	15.61	127	0.33	0.42	0.50	0.58	47	37	31	27	3	23	8%	1.79	21%	中性
600993	马应龙	18.90	63	0.37	0.55	0.73	0.92	51	34	26	20	6	35	12%	0.96	36%	无评级
600329	中新药业	11.97	88	0.40	0.53	0.71	0.88	30	23	17	14	5	15	16%	0.74	31%	无评级
000989	九芝堂	11.37	34	0.55	0.75	0.71	0.62	21	15	16		2	12	12%			无评级
平均值			156					42	32	26	23	6	27	15%	1.53	26%	
现代中药																	
600535	天士力	40.45	209	0.87	1.30	1.60	2.00	46	31	25	20	6	29	14%	0.98	32%	推荐
600252	中恒集团	18.50	202	0.37	0.79	0.94	1.17	51	24	20	16	14	39	30%	0.50	47%	推荐
600557	康缘药业	13.70	58	0.43	0.57	0.73	0.90	32	24	19	15	4	24	15%	0.85	28%	推荐
600518	康美药业	13.13	289	0.33	0.45	0.57	0.71	40	29	23	18	3	24	15%	0.98	30%	谨慎推荐
600594	益佰制药	18.15	64	0.55	0.72	0.92	1.14	33	25	20	16	7	23	23%	0.93	27%	谨慎推荐
000919	金陵药业	9.21	46	0.38	0.40	0.44	0.49	24	23	21	19	2	12	10%	2.76	8%	中性
600351	亚宝药业	7.74	49	0.23	0.30	0.39	0.42	34	25	20	18	5	22	15%	1.12	23%	无评级
600422	昆明制药	11.25	35	0.27	0.41	0.58	0.76	41	27	19	15	5	22	12%	0.67	41%	无评级
600479	千金药业	12.05	37	0.28	0.45	0.57	0.66	43	27	21	18	4	23	10%	0.83	32%	无评级
600750	江中药业	24.24	75	0.84	1.00	1.34	1.70	29	24	18	14	4	18	15%	0.91	26%	无评级
000650	仁和药业	14.19	89	0.35	0.50	0.62	0.78	41	28	23	18	10	28	25%	0.92	31%	无评级
平均值			106					38	26	21	17	6	24	16%	1.04	30%	

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				PB	EV/EBITDA	ROE	PEG	Growth	投资评级
	2011-6-29	亿元	10A	11E	12E	13E	10A	11E	12E	13E			10A	11E	11~13	
生物制药																
002038 双鹭药业	37.37	142	0.72	1.00	1.26	1.52	52	37	30	25	12	42	23%	1.31	29%	谨慎推荐
002022 科华生物	13.06	64	0.46	0.53	0.61	0.70	29	25	21	19	7	20	25%	1.62	15%	谨慎推荐
002007 华兰生物	33.74	194	1.06	1.08	1.40	1.58	32	31	24	21	8	21	28%	2.21	14%	谨慎推荐
600161 天坛生物	16.72	86	0.34	0.39	0.47	0.51	49	43	36	32	8	25	17%	2.88	15%	中性
002030 达安基因	10.10	35	0.16	0.24	0.30	0.36	62	42	34	28	8	33	13%	1.38	30%	中性
002252 上海莱士	23.69	64	0.68	0.84	1.02	1.24	35	28	23	19	9	26	23%	1.28	22%	无评级
000661 长春高新	47.07	62	0.66	1.14	1.55	2.09	71	41	30	23	11	27	17%	0.88	47%	无评级
600867 通化东宝	8.29	64	0.23	0.26	0.21	0.16	36	32	39	53	4	21	10%	-2.63	-12%	无评级
平均值		89					46	35	30	27	8	27	19%	1.12	20%	
化学制剂																
600276 恒瑞医药	29.62	333	0.64	0.84	1.08	1.37	46	35	28	22	9	35	21%	1.23	29%	推荐
000963 华东医药	23.95	104	0.73	0.92	1.14	1.40	33	26	21	17	8	19	27%	1.07	24%	推荐
600079 人福医药	21.73	107	0.44	0.60	0.77	1.03	50	36	28	21	4	25	11%	1.11	33%	推荐
000522 白云山	14.50	68	0.44	0.58	0.75	0.97	33	25	19	15	6	20	19%	0.82	30%	推荐
600829 三精制药	11.99	70	0.58	0.68	0.78	0.90	21	18	15	13	5	14	21%	1.12	16%	谨慎推荐
600062 双鹤药业	24.67	141	0.91	1.14	1.42	1.75	27	22	17	14	3	17	13%	0.89	24%	无评级
002004 华邦制药	44.65	59	1.00	1.20	1.48	1.48	45	37	30	30	6	31	14%	2.64	14%	无评级
000566 海南海药	21.15	45	0.16	0.60	0.77	1.21	134	35	27	17	10	57	8%	0.36	97%	无评级
002262 恩华药业	17.33	41	0.33	0.46	0.64	0.88	53	38	27	20	8	34	17%	0.96	39%	无评级
平均值		107					49	30	24	19	7	28	17%	1.13	34%	

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				PB	EV/EBITDA	ROE	PEG	Growth	投资评级
		2011-6-29	亿元	10A	11E	12E	13E	10A	11E	12E	13E			10A	11E	11~13	
化学原料药																	
600267	海正药业	36.59	192	0.70	0.94	1.27	1.65	53	39	29	22	5	26	14%	1.17	33%	推荐
600521	华海药业	14.14	76	0.17	0.40	0.50	0.63	81	35	28	23	6	38	7%	0.66	53%	推荐
000597	东北制药	13.81	46	0.16	0.12	0.20	0.30	86	115	69	46	2	16	3%	4.94	23%	中性
600216	浙江医药	31.39	141	2.54	2.86	3.23	3.42	12	11	10	9	4	9	30%	1.06	10%	谨慎推荐
002001	新和成	28.33	206	1.52	1.71	2.00	2.14	19	17	14	13	4	12	23%	1.36	12%	谨慎推荐
600488	天药股份	7.89	43	0.17	0.22	0.29	0.34	47	36	27	23	3	27	6%	1.31	27%	无评级
600812	华北制药	11.40	117	0.24	0.59	0.87	0.00		19	13		11	20	24%			无评级
平均值			132					50	43	30	23	4	20	15%	1.84	27%	
医药商业																	
000028	一致药业	25.74	74	0.91	1.15	1.46	1.85	28	22	18	14	7	18	25%	0.83	27%	推荐
601607	上海医药	16.80	452	0.51	0.72	0.96	1.17	33	23	18	14	2	14	15%	0.73	32%	推荐
600511	国药股份	15.03	72	0.65	0.76	0.90	1.05	23	20	17	14	5	15	24%	1.13	17%	谨慎推荐
600998	九州通	12.11	172	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	13.27	46	0.03	0.12	0.18	0.20	491	114	75	67	5	26	1%	1.21	94%	无评级
平均值			163					125	43	31	26	5	20	15%	1.01	40%	
医疗器械																	
600587	新华医疗	32.01	43	0.45	0.73	1.06	1.47	71	44	30	22	6	45	9%	0.91	48%	中性
600055	万东医疗	13.31	29	0.19	0.29	0.39	0.48	69	46	34	28	5	44	7%	1.32	35%	无评级
002223	鱼跃医疗	24.53	100	0.39	0.61	0.87	1.21	62	40	28	20	11	48	18%	0.89	46%	无评级
平均值			57					67	44	31	23	7	45	11%	1.04	43%	

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				PB	EV/EBITDA	ROE	PEG	Growth	投资评级
		2011-6-29	亿元	10A	11E	12E	13E	10A	11E	12E	13E			10A	11E	11~13	
药品包材																	
600529	山东药玻	12.92	33	0.67	0.73	0.81	0.89	19	18	16	15	2	12	10%	1.74	10%	中性
综合类																	
600664	哈药股份	15.50	193	0.91	1.10	1.28	1.47	17	14	12	11	3	11	17%	0.81	17%	推荐
000513	丽珠集团	27.47	81	1.41	1.46	1.75	2.06	19	19	16	13	3	10	17%	1.41	13%	谨慎推荐
000999	华润三九	17.77	174	0.83	0.92	1.05	1.19	21	19	17	15	4	14	19%	1.53	13%	谨慎推荐
600380	健康元	9.12	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	10.39	198	0.45	0.66	0.72	0.89	23	16	14	12	2	15	10%	0.63	25%	无评级
平均值			153					19	16	14	12	3	12	17%	1.01	18%	
全部平均值			119					50	29	23	20	6	25	16%	1.22	28%	
新上市的中小板新股																	
002399	海普瑞	38.40	307	1.51	1.21	1.21	1.55	25	32	32	25	4	18	15%	37.41	1%	回避
002422	科伦药业	59.00	283	1.38	2.02	2.57	3.22	43	29	23	18	4	30	9%	0.89	33%	谨慎推荐
002437	誉衡药业	23.23	65	0.55	0.70	1.02	1.40	42	33	23	17	3	25	7%	0.91	36%	推荐
002462	嘉事堂	17.41	28	0.30	0.40	0.50	0.57	57	44	35	31	3	34	5%	1.89	23%	无评级
002550	千红制药	28.70	46	0.94	1.22	1.55	1.86	31	23	18	15	3	17	38%	0.92	26%	无评级
002551	尚荣医疗	28.40	35	0.38	1.27	2.14	2.94	75	22	13	10	3	38	17%	0.23	98%	无评级
002566	益盛药业	29.90	33	0.79	1.00	1.21	1.43	38	30	25	21	2	19	24%	1.38	22%	无评级
创业板																	
300003	乐普医疗	19.28	157	0.51	0.67	0.96	1.36	38	29	20	14	8	31	20%	0.73	39%	推荐
300142	沃森生物	53.49	80	1.03	1.43	1.79	2.08	52	37	30	26	3	30	6%	1.42	26%	谨慎推荐
300030	阳普医疗	11.81	17	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	27.63	111	0.64	0.80	1.04	1.30	43	34	26	21	5	31	12%	1.29	27%	无评级
300147	香雪制药	12.75	31	0.30	0.45	0.65	0.85	42	28	20	15	2	20	6%	0.69	41%	无评级
300158	振东制药	30.54	44	0.64	1.00	1.30	1.59	48	31	23	19	2	24	5%	0.86	35%	无评级
300181	佐力药业	19.82	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	34.54	35	0.53	0.74	0.98	1.31	65	47	35	26	2	42	0%	1.32	35%	无评级
300204	舒泰神	37.80	25	0.86	1.03	1.34	1.75	44	37	28	22	2	33	0%	1.37	27%	无评级
300206	理邦仪器	30.12	30	0.66	0.94	1.29	1.63	46	32	23	18	3	36	0%	0.91	35%	无评级
300233	金城医药	20.40	25	0.86	1.04	1.24	1.48	24	20	16	14	3	17	0%	1.00	20%	无评级

Thank You!

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。



国信证券股份有限公司
GUOSEN SECURITIES CO., LTD.