

推荐 (维持)

部分基药品种开始放量符合预期, 预计未来将持续放量

2011年8月15日

基本药物制度实施情况跟踪与回顾

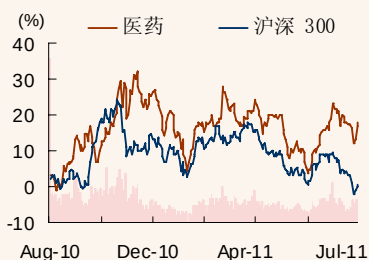
上证指数 2627

行业规模

		占比%
股票家数 (只)	149	7.5
总市值 (亿元)	11206	4.6
流通市值 (亿元)	8805	4.7

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	2.2	2.1	20.8
相对表现	8.2	9.9	18.7



相关报告

- 1、医药行业 2011 年中期投资策略——行业具有长期配置价值, 建议逐步加强配置 2011/6/8
- 2、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
- 3、基本药物实证深度研究: 由点及面, 从安徽招投标看基本药物放量拐点 2010/9/7

李珊珊, CPA

0755-83734347
lishsh@cmschina.com.cn
S1090511040046

徐列海

0755-83271609
xuliehai@cmschina.com.cn
S1090511080001

研究助理:

廖星昊, CIIA

0755-83271617
liaoxh@cmschina.com.cn

去年底, 我们发布 2 篇基药深度报告, 判断安徽模式将成为全国模式, 今年是基药放量拐点年, 目前, 观点正在兑现。上半年数据显示, 部分基药品种开始放量。基药并非大家受益, 这是一个重新切蛋糕的过程, 受益核心是价格维护及队伍沉下去, 目前放量企业都是这个类型。基药放量才刚刚开始, 部分品种将持续受益, 推荐千金、天士力、三九、昆药、白药、以岭、马应龙、瑞康等基药投资组合。

- **观点回顾:** 我们在 2010 年 9 月 7 日《由点及面, 从安徽招投标看基本药物放量拐点》、10 月 11 日《基药制度实施前后基层用药结构分析》两篇深度报告中介绍了基本药物的招标模式以及基层用药结构, 判断安徽基药模式会全国推广, 判断基药中药独家品种受益, **观点正在兑现。**
- **今年上半年数据说话, 部分基药品种开始放量了:** 天士力工业收入增长 35% (预计丹滴增速超过 20%)、华润三九的胃泰和正天丸均超过 40%、千金片基药回款由 1 季度的单季度 800 万上升到 7 月份的单月过千万、某血塞通生产企业基层收入比重由零迅速提升到 30% 以上。验证了我们之前判断, **部分基药开始放量了。**
- **基药并非大家都受益, 受益品种是:** 1、**进入目录:** 基层只能卖基药, 没进入国家版 307 或各省增补, 卖都卖不了; 2、**产品适合基层:** 疗效确切、适合基层医生用药习惯, 适合基层销售; 3、**价格维护能力:** 有足够的价格维护能力才有足够的终端开发能力, 因此, 独家品种、生产企业少的品种受益程度大; 4、**队伍沉下去:** 终端开发能力, 解决医生开药问题。基药并非大家都受益, 这是一个重新切蛋糕的过程, 受益核心是价格维护及队伍沉下去。
- **基药放量刚刚开始:** 基本药物制度 09 年底开始在各地缓慢推进, 2010 年 12 月发布的《基本药物采购机制指导意见》将安徽模式推向全国, 今年以来各省市根据新的采购指导意见开始的新一轮基药招标正在积极推进中, 符合我们去年报告的判断“安徽模式很可能是全国模式, 2011 年是基药落地拐点年”。由于财政到位情况不一, 推进速度并不是很快, 未来覆盖到全国后范围将大大扩大; 此外, 基药制度目前仅在基层卫生医疗机构推行, 存在推广到公立医院的预期。这是基药持续放量的逻辑所在, 我们认为基药放量才刚刚开始。
- **基药投资组合:** 正如我们之前判断, 基药主要受益者是中药独家品种, 超预期的是部分品种竞争度低的企业也开始明显放量, 但核心是队伍沉下去, 队伍没有沉下去的企业感受还不是很明显; 普药由于价格竞争激烈, 中标价格偏低, 整体受益有限; 部分基药配送商也开始感受基药春风。我们推荐**千金药业、天士力、华润三九、昆明制药、以岭药业、云南白药、马应龙、瑞康医药**的基本药物投资组合。详细内容请关注我们即将推出的深度报告。

重点公司主要财务指标

	股价	10EPS	11EPS	12EPS	10PE	11PE	PB	评级
千金药业	13.2	0.28	0.41	0.57	47.1	32.2	4.5	强烈推荐-A
天士力	46.2	0.87	1.27	1.57	53.1	36.4	7.1	审慎推荐-A
华润三九	20.3	0.83	0.89	1.1	24.4	22.8	4.6	审慎推荐-A
云南白药	65.0	1.33	1.79	2.34	48.9	36.3	9.9	审慎推荐-A

资料来源: 招商证券研究 (我们调整了华润三九11-12年业绩预测)

关于部分基药品种的放量逻辑以及放量的持续性，我们是这么认为的：

- **产品疗效确切前提下，价格维护能力和终端开发能力是决定受益程度的标准：**我们需要从执行零差率以后基层医生收入结构变化来理解基药的放量问题：药品加成的收入没有了，理论上基层医生的收入只有财政拨款的“绩效工资”，应该说，仅有这块收入的话，其实际收入是下降的。这就决定了在产品疗效确切、疗效相近的情况下，医生有愿意选择符合自身利益的品种，而能够满足这个条件的品种意味着其有较大的价格空间。**1、价格维护能力：**由于目前基药以省为单位统一招标，中标价格就是终端价格，中标价格的高低、各省之间中标价格的统一性是其表现，这点来看，独家品种和生产企业较少的品种（如注射血塞通）符合条件；**2、终端开发能力：**需要通过销售队伍或者受自身控制的经销商网络触及医院终端，很好的解决利益分成。
- **基药放量刚刚开始：**目前确有品种受益于基药制度，那接下来的问题是“还能持续多久？”、“受益的程度有多大呢？”。可以肯定的是，**基药的受益现在仅仅是个开始：**从制度推行来看，国家要求基药制度 2010 年覆盖 60%、2011 年全覆盖，但实际执行中存在偏差，未来 1~2 年覆盖广度仍有较大的提升空间。**至于受益程度，我们认为：****1、人口：**基本药物目前是覆盖基层医疗机构，目前通过新农合覆盖的人口超过 8 亿，城镇居民 2 亿人，理论上基药制度目前的覆盖人群应该超过 10 亿人；**2、医保报销：**新农合、城镇居民的筹资、支出水平近年均大幅提升。**人口基数大、医保报销逐步提升，加之基层地区目前用药水平较低，我们认为受益品种未来在基层市场仍有很大提升空间。**
- **基药制度覆盖到公立医院将是对目前受益品种的重大利好：**目前基本药物制度只在基层医疗机构推行，未来会逐步推广到县级医院以及县级以上医院。覆盖到公立医院，目前讨论得比较多的是：增加基本药物的品种以及基本药物在公立医院的使用比例，可能包括使用量和使用金额。我们认为，**1、增加目录品种无非是增加了目录内品种的竞争程度，但相对于整体而言，目录内品种的竞争是较小的；2、众所周知，公立医院市场占据终端 60% 以上份额，规定使用比例实际上就是给目录内品种单独划出一块自留地，这块自留地的划分就由目录内的品种瓜分，我们依然认为具有价格维护、终端开发能力具有竞争优势，其分析落脚点还是终端医生的动力问题，分析逻辑跟基层医生基本相同。因此，我们认为，如果基本药物制度推行到公立医院，其对目前受益的品种将是一个重大利好。**
- **新医改加强基层医疗机构建设，供给提升将带动基层用药增长：**另外一个不容忽视的因素是，国家 09 年前后开始大规模的加大基层医疗机构建设，根据 2009~2011 年各年的工作安排，三年共支持 2116 个县级医院（含中医院）、6449 个中心乡镇卫生院、2410 个城市社区卫生服务中心、21000 个村卫生室建设。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。我们认为基层医疗供给的提升对终端用药的拉升也有一定的作用，而受益程度最大的将是我们前面分析的基本药物受益品种。
- **部分商业企业将受益于基药配送：**基本药物的配送导向是集中配送，从目前各省份的实际操作开看，具有全身配送网络的企业将受益。我们更看好区域性的商业龙头在基药配送中的受益机会，理由包括地方保护、收入增量对总收入贡献的弹性。目前山东基本药物制度推进顺利，我们看好定位于山东市场的区域性商业龙头瑞康医药，从瑞康目前的数据看，基药放量刚刚开始，后续空间较大。
- **推出基药投资组合：**正如我们之前判断，基药主要受益者是中药独家品种，超预期的是部分品种竞争度低的企业也开始明显放量，但核心是队伍沉下去，队伍没有沉下去的企业感受还不是很明显；普药要算量价关系，不一定受益；部分基药配送商也开始感受基药春风。**基药投资组合，我们推荐千金药业、天士力、华润三九、昆明制药、以岭药业、云南白药、马应龙、瑞康医药。**更多内容请关注我们即将推出的基本药物深度报告；具体的安徽模式请参照《基本药物实证深度研究：由点及面，从安徽招投标看基本药物放量拐点》（2010 年 9 月 7 日）。
- **主要风险提示：**地方财政的补贴到位情况将影响基本药物的放量节奏。

图 1: 医药行业历史PEBand

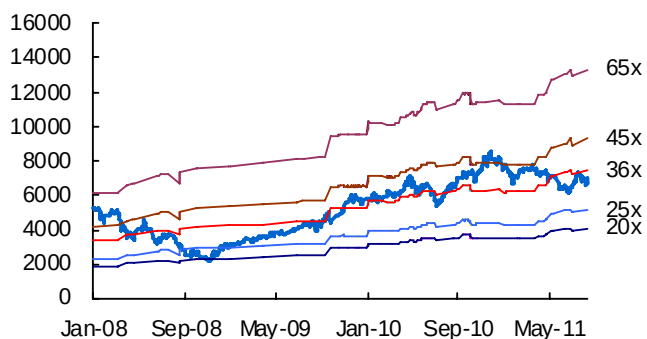
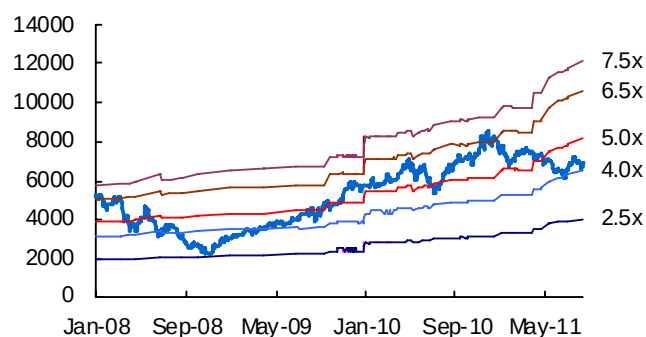


图 2: 医药行业历史PBBand



- 说明：1、资料来源于招商证券研发中心、港澳资讯；
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。