



赵冰

021-53519888*1902

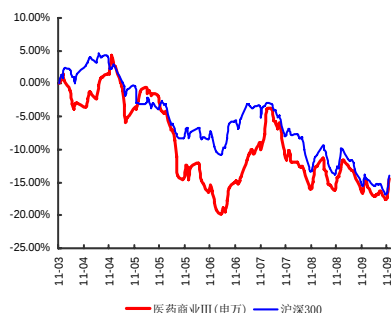
Zhaobing1704@hotmail.com

证券从业证书编号：S0870511030004

医药制造业经济数据跟踪（11年1-7月）

销售收入（亿元）	7721.86
累计增长	29.99%
利润（亿元）	758.83
累计增长	20.67%

最近6个月股价与沪深300指数比较



报告编号：HQC11-QIT01

首次报告日期：2011年9月26日

相关报告：

政策密集 行业迎新发展契机

—— 2011年秋季医药商业板块投资策略

■ 主要观点：

新版GSP强调了医药商业企业的规范化管理

这次的修订后的GSP征求意见稿和之前的版本相比较，有着比较大的区别和提升，把批发和零售作为一个整体，站在全产业链和流程管理上，并和药品流通十二五规范相照应，强调了医药商业企业的规范化管理，管理思路已经接近于成熟医药市场的药品供应链管理，是继药品流通十二五规划后又一个飞跃。

“走出去”和“请进来”都是未来医药商业发展的方向

大型的商业企业不仅要加强与跨国大型药企进行战略合作，做其全国总经销或者区域代理等收入颇丰的业务，也应把目光放在与境外的医药工业企业合作的上面，甚至参与海外并购。

药品零售市场将从多元化、集中度以及品牌建设等方面发展

药品零售行业尽管受到新医改的冲击，但仍然保持较快速度的增长。未来药品零售行业将继续从集中度、零售商品多元化、品牌建设和规模成长力等方面得到进一步提升。

近六个月医药商业指数跑赢沪深300指数0.45个百分点

自8月初以来，医药商业指数走势上扬，我们认为主要原因是：1）药品降价对医药商业影响较小，医药商业行业的利润率相对全行业有所提高；2）药品流通十二五规划以及新版GSP的即将公布。这让医药商业全行业迎来新的发展契机，医药商业指数有望继续跑赢大盘。

■ 投资建议：

未来六个月内，维持医药商业“有吸引力”评级

短期看，医药行业的估值整体偏高，但是部分子行业及个股仍存在投资机会，我们建议关注全国性以及区域性的具有规模配送效应的医药商业龙头：国药股份、瑞康医药；产业链不断延伸的并与国际大型企业密切合作的医药商业企业：复星医药、上海医药。

■ 数据预测与估值

医药商业重点股票业绩预测和投资评级表

公司名称	股票代码	股价	EPS			PE			PBR	投资评级
			10A	11E	12E	10A	11E	12E		
上海医药	601607	15.07	0.51	0.75	0.91	29.61	20.18	16.55	1.81	跑赢大市
国药股份	600511	17.50	0.65	1.04	1.30	27.03	16.83	13.46	6.06	跑赢大市
瑞康医药	002589	27.14	0.66	1.04	1.30	40.99	26.10	20.88	3.33	跑赢大市
复星医药	600196	9.75	0.45	0.65	0.71	21.50	15.10	13.71	2.00	跑赢大市

资料来源：上海证券研究所整理；股价数据为2011年9月23日收盘价

一、新版 GSP 强调了医药商业企业的规范化管理

近日，药监局发布修订后的新版《药品经营质量管理规范》（征求意见稿）挂网向下辖的药监部门以及企事业单位征求意见，这代表着期待已久的新版 GSP 即将发布。最新修订的 GSP 一共有十一章，分别从总则、质量管理、人员与培训、设施设备及验证、文件与记录、药品采购、药品储存管理、药品销售管理、运输与配送、售后等方面入手；而先前版本的 GSP 只有四章，划分为两个大板块：药品批发的质量管理和药品零售的质量管理，相对于前版本，新版 GSP 有着比较大的区别和提升，把批发和零售作为一个整体，站在全产业链和流程管理上，并和药品流通十二五规划相照应，强调了医药商业企业的规范化管理，管理思路已经接近于成熟医药市场的药品供应链管理，是继药品流通十二五规划后又一个飞跃。

值得注意的是，最新版的 GSP 征求意见稿在质量管理体系上有着一系列的对医药商业企业指导性框架：为医药商业企业的管理和经营规范提供了一种全新的，先进的理念，包括人员的设置，以及企业各级管理人员岗位的应尽职责。参加 GSP 征求意见稿修订工作的国家食品药品监督管理局 GSP 首席专家温旭民认为，新版 GSP 将涉及药品的流通环节如购销、储运、售后服务及第三方物流、物联网和社会物流都纳入管理范围，相对于前一版忽视了对整个供应链的管理，最新修订版的 GSP 规范将有助于填补监管的缝隙。新版 GSP 目前将着手于企业的实际运营状态，强调了企业管理流程的动态运行，包括计算机管理要求以及合法票据追踪管理等形式，具有及药品经营管理理念上的前瞻性。

09年我国有着13049家医药批发企业和38万多家药品零售企业，整个行业集中度非常低，而且无序竞争，随着药品流通十二五规划以及新版 GSP 规范的逐步实行，一部分不合格的、质量监管较差的商业企业将倒闭，这将有助于提升全行业的集中度和大型医药商业企业的规模化管理。而随着新版 GSP 未来的推行，以及医药商业企业的软硬件要求的大幅提升，预计未来医药商业行业的洗牌将加速，有助于提高医药商业企业的集中度和整体质量监控和经营管理水平，其有着和新版 GMP 异曲同工的效果。后续的《医药物流服务规范》和《医药物流企业分级评估指标》也将会配合这十二五规划以及 GSP 规范出台。

二、关注医药商业发展的“走出去”和“请进来”

2.1 医药商业十二五规划指出我国医药商业企业要加强国际交流与合作

随着我国经济的迅速发展,我国已经成为仅次于美国的第二大经济体,因此全球医药市场以及发达医药市场的增长对我国的影响将越来越大。全球的医药产业,包含制药、医疗器械、传统医学和新型健康产业将成为全球增长最为强劲的产业之一,市场规模从 1998 年的 3301 亿美元增加到 09 年的 7730 亿美元,预计在十二五末,也就是 2015 年将达到 1.2 万亿美元左右。而随着大型跨国集团的加速发展,国际分工协作趋势增强,国内医药市场强劲的增长势头和巨大的发展潜力将加快国外制药企业和流通企业的进驻,在此我们不仅仅要把医药产业实现走出去,走向全球,加快医药产品的出口速度以及高附加值医药产品在出口额中的比重的提升,也要引进先进的国际的技术和管理观念,建立满足多层次需求的医药流通市场体系。

医药流通十二五规划鼓励行业协会和企业开展多种形式的国际交流与合作,引进先进的管理经验和新型营销方式,目标为到 2015 年,我国要建成 15 个年出口额超过 20 亿美元的区域性出口基地,培育 50 家年出口额达到 1 亿美元的医药出口骨干企业,500 家年出口额达到 1000 万美元的医药企业;培育 100 个医药知名自主品牌,力争有 5-8 个自主品牌产品进入国际主流市场。与此同时,我们要推动药品国际注册认证,强化质量控制和知识产权保护。

2.2 我国医药制造业与各国合作前景广阔

2011 年 1-6 月,我国医药制造业出口交货值为 517.04 亿元,同比增长 15.13%。其中,化学药品原药制造业 268.14 亿元,同比增长 12.33%;化学药品制剂制造业 56.48 亿元,同比增长 4.34%;中成药制造业 21.43 亿元,同比增长 22.97%;中药饮片业 9.29 亿元,同比下降 9.11%;生物制品制造业 95.32 亿元,同比增长 18.14%;医疗设备及器械制造业 181.83 亿元,同比增长 20.67%。

从海关统计数据来看,我国进口的医药制造业产品中比重最大的有:西药原料、西成药和医院诊断与治疗。在医院诊断与治疗领域中,国内大医院高端诊疗设备需求仍在进一步扩大,中高端诊疗设备持续大幅增长;医院诊断与治疗产品是医院中相对高端的医疗器械,如 X 光机和 CT 机等;同比增速最高的有保健康复用品和中药材及饮片。我国出口比重最高的有西药原料和医院诊断与治疗产品,常规医疗器

械产品继续保持了质优价廉的竞争优势,然而值得关注的是,目前我国以 X 光机、CT、核磁共振、超声等为代表的高端诊疗设备出口显著增长,出口市场范围继续扩大,对发达国家市场特别是欧盟市场增幅更为显著;相对于医疗器械的出口,我国的初级原料药出口形势不容乐观,尽管国际市场需求扩大,但是国内企业进行了更大规模的扩产,低水平重复建设严重。

在进口产品的税率中,2011 年我国将依据与有关国家或地区签署的自由贸易协定或关税优惠协定,对原产于东盟国家、智利、巴基斯坦、新西兰、秘鲁、韩国、印度、斯里兰卡、孟加拉国等国家的一部分进口产品实施低于最惠国税率的协定税率。在内地与香港、澳门更紧密经贸关系安排框架下,对原产于港澳地区且已制定原产地优惠标准的产品实施零关税。根据海峡两岸经济合作框架协议货物贸易早期收获计划,2011 年起对原产于台湾地区的 500 余项早期收获商品实施协定税率。同时,继续对原产于老挝、苏丹、也门等 41 个最不发达国家的部分产品实施特惠税率。这些特惠的税率都给了我国医药制造业产品在相关的地区的双边贸易带来了广阔的市场前景。

表 1 2011 年 1-6 月医药制造业进出口情况 (亿美元)

	进口			出口		
	进口额	同比增速 %	比重 %	出口额	同比增速 %	比重 %
保健品	0.7	122.15%	0.53%	0.98	119.40%	0.46%
提取物	0.86	27.53%	0.65%	5.25	47.68%	2.46%
中成药	1.01	-8.98%	0.77%	1.13	23.36%	0.53%
中药材及饮片	0.7	137.32%	0.53%	3.74	31.33%	1.75%
西药原料	33.16	16.22%	25.19%	110.43	28.63%	51.65%
西成药	37.34	68.92%	28.37%	9.45	30.71%	4.42%
生化药	8.7	34.37%	6.61%	11.49	11.34%	5.37%
医用敷料	0.92	50.55%	0.70%	11.54	108.25%	5.40%
一次性耗材	4.94	22.85%	3.75%	11.79	45.79%	5.51%
医院诊断与治疗	37.02	48.00%	28.12%	30.36	50.05%	14.20%
保健康复用品	5.04	867.40%	3.83%	15.62	53.41%	7.30%
口腔设备与材料	1.26	1.26%	0.96%	2.03	56.34%	0.95%
合计	131.65		100.01%	213.81		100.00%

数据来源:健康网,上海证券研究所

在与各国的贸易合作之中,值得关注的是我国与俄罗斯的医药贸易和合作前景。俄罗斯目前拥有 1000 家左右的医药企业,这其中有 630 家国外医药企业和 350 家本土企业,目前俄罗斯医药市场的规模在 200 亿美元左右,进口产品比重高达 70%,而且多从成熟欧洲医药

市场引进价格较高的药品和新药。2010 年，中国出口到俄罗斯市场医药产品总额为 5.7 亿美元，同比增长 37.24%；中国从俄罗斯进口的医药产品总额为 0.45 亿美元，同比下降 20.51%。今年上半年中俄医药贸易仍保持较高的增长势头。从今年上半年中俄贸易的数据中可以看出，中国出口至俄罗斯的产品只占俄罗斯今年上半年进口总额 109 亿美元的 0.53%，并且俄罗斯、哈萨克斯坦和白俄罗斯三国已经达成的关税同盟协议有着广阔的市场辐射性和转口贸易能力，进一步扩大了俄罗斯市场的容量和发展潜力，中俄贸易合作前景广阔。

表 2 2011 年我国与俄罗斯进出口数据

	西药原料	其它西药	医院诊断与治疗设备	其它医疗器械	保健康复药品	中药材	其它
出口	50.78%	9.50%	17.49%	11.03%	10.21%	--	0.99%
进口	89.64%	--	--	--	4.08%	6.02%	--

数据来源：米内网，上海证券研究所

2.3 “走出去”和“请进来”都是未来医药商业发展的方向

近期，行业协会以及我国制药企业开展了多种形式的国际交流与合作，例如中韩在中医药项目的合作与对接、医药企业践行提升外贸商品质量承诺、医保商会新西兰制药企业、俄罗斯制药公司以及日本药业贸易协会的密切洽谈和合作，包括此次的医改中期评估工作。我国的前三大医药制造业进口国全部来自于成熟医药市场，分别为美国、德国和日本，占全球进口产品的比例分别为 18.93%、14.83%和 10.92%；同比增速为 46.92%、53.79%和 43.70%；而我国的医药制造业出口国分别为美国、印度和日本，占比分别为 17.21%、8.65%和 7.80%，同比增速为 28.70%、31.31%和 27.90%。

在微观的医药商业企业层面，大型的商业企业不仅仅应与跨国大型药企合作，做其全国总经销或者区域代理等收入颇丰的业务，也应把目光放在了更为久远的与境外的医药工业企业合作的上面。参与海外并购的有利方面为压低并购目标的估值，降低并购代价，但是需要对产业发展前景有更加准确的把握能力。

近期我国医药商业企业，如上海医药在工业上面计划于 6-12 个月内完成一宗在医药工业领域的标志性并购，目标为境外的专利药物制药企业；在商业上面，就辉瑞公司生产的一种创新药品在中国市场的注册、商业化和分销进行合作，同时推广辉瑞公司生产的 7 价肺炎球菌结合疫苗。此外，国药控股去年要和默沙东签署战略合作备忘录，希望进一步讨论成立合资子公司。医药产业界投资的龙头企业复星医药也跃跃欲试与海外公司的合作，其近期宣告与瑞士沙龙集团合作，共同开发仿制药物，完成与美中互利医疗器械业务的重组，并推动旗

下和睦家医院的发展和布局等等。预计在不远的将来，我国医药商业企业也会越来越多的参与到与跨国药企的合作中去，再请进来的同时，摸索着如何走出去，把我国的医药品牌在全球给打响。

表 3 我国 11 年 1-6 月医药制造业进出口市场统计 (万美元)

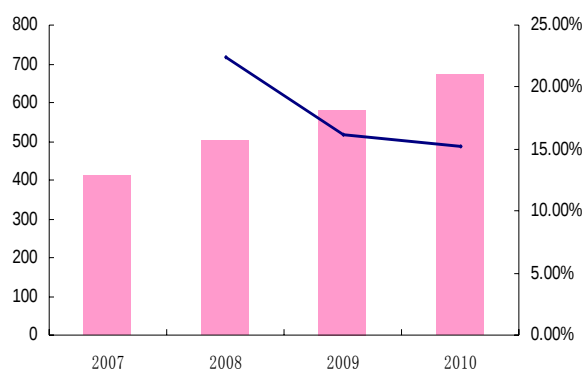
国别	进口额	进口		出口额	出口	
		同比增速 %	比重 %		同比增速 %	比重 %
亚洲	313078.1	33.97%	23.78%	862526.68	36.92%	40.34%
非洲	1557.03	7.53%	0.12%	79301.62	32.87%	3.71%
欧洲	685372	47.27%	52.06%	605827.2	33.88%	28.33%
拉丁美洲	41144.52	109.89%	3.13%	151042.87	54.13%	7.06%
北美洲	255676.3	46.66%	19.42%	390986.31	29.49%	18.29%
大洋洲	19578.22	112.75%	1.49%	48465.55	110.97%	2.27%
全球合计	1316406	45.67%	100.00%	2138150.23	36.62%	100.00%

数据来源：医保商会，上海证券研究所

三、药品零售市场将从多元化、集中度以及品牌建设等方向发展

虽然新医改对完善社区卫生服务体系和新农合的建设和投入作出了巨大的贡献，但是随着新医改方案中的医保药品零差价等政策的颁布，药品零售市场受到一定的冲击（如图一所示）。另一方面，由于药品零售行业自身目前的盲目扩张和过度竞争，药品零售企业面临着新的发展抉择，多元化、规模化以及品牌建设已经成为药品零售企业接下来发展的主流方向。

图 1 药品零售企业市场规模和趋势 (百亿元)



数据来源：上海证券研究所

3.1 多元化是未来医药零售企业发展的主旋律-产品、服务、开店模式

随着医药零售企业药品销售市场竞争的销售，局限于狭隘的药品销售已经越来越难适应新的竞争市场了，多元化以及特色服务将逐步取代传统的药品销售模式，在激烈的市场竞争中占有一定地位。药店多元化可以体现在销售产品种类的多元化、给顾客提供具有特色的服务以及通过开展网上药店 B2C 模式的多元化。

多元化的产品可以体现在大健康领域：包括保健品、医疗器械、化妆品、日用品、食品以及消字号产品等。大健康领域以及多元化的健康概念目前已经逐步被药店以及顾客所接受，而且相对于价格限制较多的药品，非药品类的健康产品中也能寻求到卖点好、利润率高的产品。药店商品的大健康领域还可以从一系列配套产品做起，让顾客在小小的一个店里采购多品种最全的产品。

当然，光靠产品的多元化还是不够的，医药零售企业现在已经把目光放在顾客服务上面，通过对顾客进行个性化指导、建立健康档案、以及提供健康咨询等方式，引导顾客获取更多的健康和保健类的资讯，获得更为贴心满意的服务。

随着互联网的普及，以及目前房租和人力成本的急剧上涨，零售药店已经把目光放在了网上药店，这无疑也是多元化的一种体现。尽管目前网上售药仍是新兴的模式，无论在政策上还是业务模式上都还存在一定不确定性，但这还是不能阻止药品零售企业把目光放在网上药店这块巨大的蛋糕上。相对于实体店较高的房租和人力成本，以及地域性较强的限制和客源限制，网上药店能够很大程度的消除这些负面的影响因素，开辟一块新的领域。

3.2 医药零售企业集中度有待提高，品牌建设能力有待加强

2009 年我国药店的数量在 38.1 万家，药品连锁百强集中度为 40.95%，但是同年商业百强集中度为 67.29%，药品连锁百强集中度远小于商业百强集中度。按照中国目前的人口来算，大概每 3000 多人就有一家药店，但是国际上的药店的密度在平均 5000 到 6000 人，因此我国药店的竞争过于激烈。医药流通十二五规划的目标为药品零售连锁百强企业年销售额占药品零售企业销售总额 60%以上，药品零售集中度需要大幅度提高，不少医药零售企业将不得不通过转型，开始销售更多毛利更高的非药品来面对市场竞争。

药店的品牌定位是建立或者塑造一个与目标市场有关的品牌形象的过程，这是一个长期的、持续的过程，也是药品经营企业由硬件提升迈向全方位提升的最重要的一步，品牌效应已经在药店的无形资

产中占有越来越重要的一席之地。

近期，太极集团将把原先的四个连锁药房品牌：太极大药房、天诚大药房、沙坪大药房和桐君阁大药房部分删减，只保留太极大药房和桐君阁大药房，这意味着四川绵阳地区 1100 多家天诚大药房和重庆市内的 10 多家沙坪大药房将全部换名，光更换招牌就要花费 300 多万元，但是整合之后，由于桐君阁公司每年为连锁药房采购，可以降低 3%-5% 的采购成本，也就是 3-5 亿元，由此规模效应突显。

四、医药商业行业经济运行指标

4.1 2011 年 5 月药品零售市场收入结构保持稳定

2011 年 5 月药品零售市场总体的格局和今年 1、3 月份比较类似：中成药市场份额继续下降而化学药和保健品的市场份额继续上升，并且保健品的市场份额增长程度要大于化学药的市场份额：相对于今年 3 月，中成药市场份额下降了 0.52%，化学药上升了 0.05%，保健品上升了 0.48%，3 月份中药、化学药和保健品对应的销售金额占比分别为 33.70%、55.62% 和 10.69%。

5 月份的化学药品市场销售情况前 4 位排名不变，呼吸系统用药和全身抗感染分别下降了 1.21% 和 0.5%，原因是 3 月春季是呼吸系统疾病的高发时期以及抗生素分级管理制度逐步的实行和推广。同样，类似于化学药品市场，中成药分类产品的市场份额也有微幅变动：呼吸系统用药和感冒用药有所下降，预计随着天气逐步变凉，该类产品销售将排序将回升。

在保健品行业的零售市场里面，减肥塑身类产品和抗疲劳、改善记忆力、抗衰老类产品的市场份额有所上升，而且连续三个月上升，一方面是居民对生活品质的追求，另一方面是高考、中考将近，家长为考生所购买的改善记忆力和抗疲劳的补品。

表 4 2011 年 5 月药品零售市场收入结构

	化学药	中药	保健品
销售金额占比	55.51%	33.15%	11.33%
		产品排序	
1	消化系统及代谢药	骨伤科	补充维生素、微量元素、蛋白质等
2	循环系统	循环系统	免疫调节
3	全身用抗感染	补益养生	减肥塑身
4	呼吸系统	呼吸系统	降血糖、降血脂、降血压
5	皮肤病	五官科	抗疲劳、改善记忆力、抗衰老
6	抗肿瘤和免疫调节剂	妇科	肠胃调节
7	生殖泌尿系统和性激素	消化系统	美容养颜

8	肌肉骨骼系统	感冒	其它保健品
9	血液和造血系统	清热解毒	性保健
10	神经系统	神经系统	健脑益智

数据来源：米内网，上海证券研究所

4.2 上游医药工业仍保持较快速度增长

2011 年 1-7 月份, 医药产业实现产值 8024 亿元, 同比增长 29.6%。其中, 化学药品原药制造业 1642 亿元, 同比增长 26.8%; 化学药品制剂制造业 2169 亿元, 增长 24.3%; 中成药制造业 1740 亿元, 同比增长 34.7%; 生物生化药品制造业 843 亿元, 同比增长 27.6%。前 7 月, 医药产业工业增加值平均增速 17.4%。1-7 月医药产业整体产销率为 95.2%, 同比增长 1.2%, 与上年同期相比, 卫生材料及医药用品制造、中成药制造、生物生化药品制造和医疗仪器设备制造业增幅较大。1-7 月, 医药产业进出口呈快速增长态势, 累计进出口额 409.9 亿美元, 同比增长 40.1%。其中, 出口 253.1 亿美元, 同比增长 36.6%, 比去年全年增速增长 10.4 个百分点; 进口额 156.8 亿美元, 同比增长 46.1%, 比去年全年增速增长 21.9 个百分点。

表 5 2011 年 7 月医药制造业运营指标

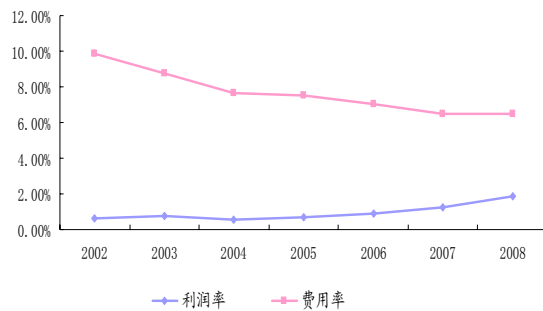
	中成药制造	化学药品	生物制品
2011 年 1-7 月总产值 (亿元)	1850.55	4028.43	884.97
增长率	24.27%	32.8%	25.99%
利润率	10.15%	7.85%(原料) 11.32% (制剂)	12.58%

数据来源：健康网，上海证券研究所

4.3 历年我国医药商业企业经营效益情况

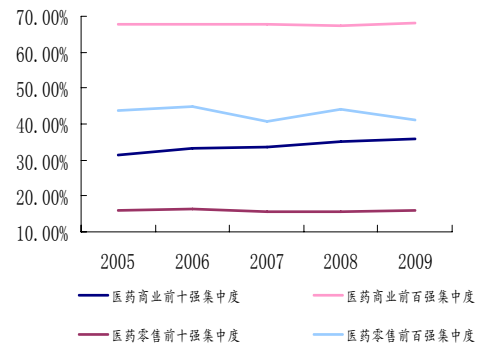
从历年我国医药商业企业的经营效益情况来看, 其利润率逐年提高, 从 2002 年的 0.59% 提高至 2008 年的 1.88%, 而三费费用率则逐年下降, 从 2002 年的 9.88% 下降至 2008 年的 6.45%。我们认为, 相比美国等发达国家医药市场的销售利润率 3-4%, 我国医药商业企业还有着明显的差距, 并将近一步提升; 而相比美国的医药流通过费用率 3%, 我国的医药商业企业流通过费用率在 6.45%, 也存在着一定的差距。预计今后几年, 利润率的逐步提高和费用率的下降将是未来医药商业企业经营效益发展的趋势。

图 2 2002 年至 2008 年我国医药商业企业经营效益情况



数据来源：中国医药商业协会，上海证券研究所

图 3 我国医药商业企业集中度



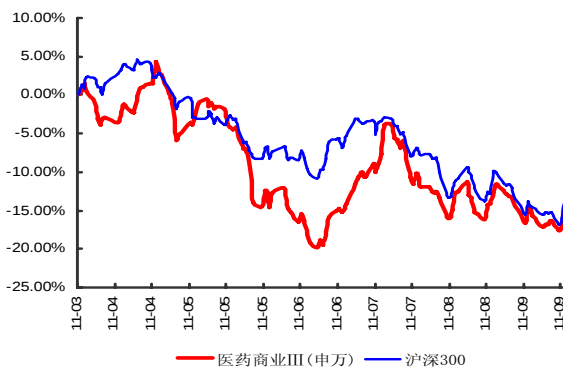
数据来源：中国医药商业协会，上海证券研究所

五、1-9 月医药商业板块表现综述

5.1 近六个月医药商业指数跑赢沪深 300 指数 0.45 个百分点

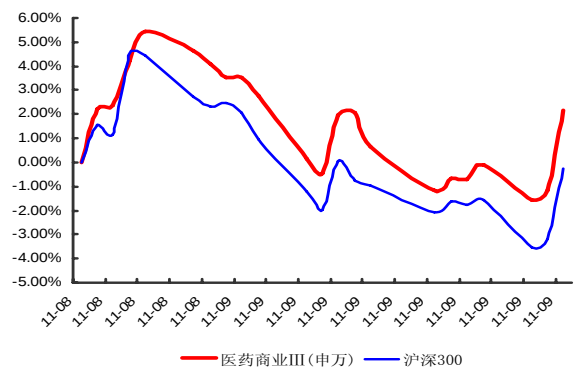
近日，由于经济增速放缓以及欧洲债务危机升级，大盘出现了一定幅度的调整。近期，相对于大盘的调整，医药商业指数的走势较为坚挺，尤其自 8 月初以来，医药商业指数走势缓慢上扬，我们认为原因是：1) 药品降价对医药商业影响因素低于市场预期；而在医药商业其他子板块利润率下降的背景下，医药商业板块的利润率反而有所提高；2) 药品流通十二五规划以及新版 GSP 的即将公布让医药商业全行业迎来新的发展契机。预计四季度医药商业指数有望继续跑赢沪深 300 指数。以六个月为区间统计，医药商业指数下跌 17.29%，但跑赢沪深 300 指数 0.45 个百分点；而以一个月为区间统计，医药商业指数跑赢沪深 300 指数 1.86 个百分点。

图 4 近 6 个月医药商业指数走势图



数据来源：Wind，上海证券研究所

图 5 近 1 个月医药商业指数走势图

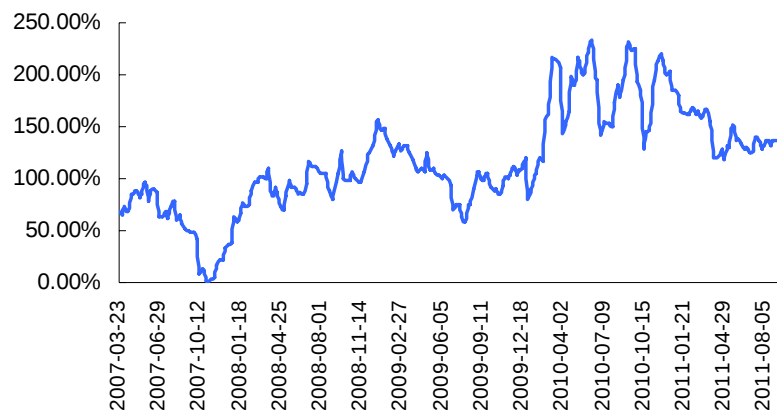


数据来源：Wind，上海证券研究所

5.2 医药商业板块 PE 相对沪深 300 溢价处于合理区间

医药商业的 PE 估值相对于沪深 300 的 PE 估值溢价率从 2009 年年中开始逐渐攀升，并于 2010 年 1 月初加速上扬，在 9-11 月达到近 3 年的最大值 219% 左右。从 2010 年 11 月开始逐步回落，目前在 140% 左右，比历史均值 124% 有小幅上涨。

图 6 医药商业 PE 估值相对沪深 300 PE 估值溢价率 (%)



数据来源: Wind, 上海证券研究所

六、四季度行业评级、策略及重点股票

6.1 未来六个月内，维持医药商业“有吸引力”评级

我们给予医药商业“有吸引力”的评级，主要理由是：1) 随着药品流通十二五规划以及新版 GSP 规范的逐步实行，医药商业企业的软硬件要求的大幅提升，医药商业行业的洗牌将加速，一部分不合格的、质量监管较差的商业企业将倒闭，这将有助于提升全行业的集中度、整体质量监控和经营管理水平和大型医药商业企业的规模化管理。2) 医药商业的企业不仅仅在医药商业领域跑马圈地，提高医药商业的规模效应之外，还向着上游收购产业链里高毛利率的制造企业、发展新业务以及和跨国大型医药企业的合作，这有利于全产业链的整合和资源的有效配置。

6.2 建议关注全国型及区域型龙头类企业

短期看，医药行业的估值整体偏高，但是部分子行业及个股仍存在投资机会，我们建议关注全国性以及区域性的具有规模配送效应的医药商业龙头：国药股份、九州通、瑞康医药、华东医药；产业链不断延伸的并与国际大型企业密切合作的医药商业企业：复星医药、上海医药。

七、风险提示

1、药品价格进一步调整以及行业相关政策的风险。药品降价对医药商业利润的挤压，以及基本药物配送以及药品招投标制度给医药商业带来的风险。

2、市场竞争风险。华润北药、国药控股以及上海医药等大型国企在全国范围内的跑马圈地和地区性龙头造成的直接竞争。

3、业务合作风险。与产业链的上游医药制造业企业的合作、下游零售终端、医疗机构以及海外跨国大型企业长期的稳固的业务合作风险。

附表 1 医药商业重点股票业绩预测和投资评级表

公司名称	股票代码	股价	EPS			PE			PBR	投资评级
			10A	11E	12E	10A	11E	12E		
上海医药	601607	15.07	0.51	0.75	0.91	29.61	20.18	16.55	1.81	跑赢大市
南京医药	600713	5.97	0.01	0.05	0.08	442.22	111.59	72.54	4.18	跑赢大市
九州通	600998	10.98	0.25	0.31	0.41	44.13	35.64	27.10	4.04	跑赢大市
复星医药	600196	9.75	0.45	0.65	0.71	21.50	15.10	13.71	2.00	跑赢大市
一致药业	000028	25.81	0.91	1.19	1.49	28.48	21.75	17.29	6.28	跑赢大市
华东医药	000963	26.24	0.73	0.94	1.20	35.90	27.98	21.88	8.49	跑赢大市
英特集团	000411	13.92	0.20	0.28	0.36	68.10	49.79	38.51	7.37	跑赢大市
浙江震元	000705	12.88	0.17	0.28	0.40	76.62	46.00	32.20	3.04	跑赢大市
嘉事堂	002462	10.26	0.20	0.28	0.35	50.72	36.72	29.03	2.43	跑赢大市
瑞康医药	002589	27.14	0.66	1.04	1.30	40.99	26.10	20.88	3.33	跑赢大市
国药股份	600511	17.50	0.65	1.04	1.30	27.03	16.83	13.46	6.06	跑赢大市

资料来源：上海证券研究所整理；股价数据为 2011 年 9 月 23 日收盘价

分析师承诺

分析师 赵冰

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，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意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定 义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定 义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。