

研究员：彭海柱 执业证书编号：S0570510120025

范炳邑 执业证书编号：S0570510120061

☎ 025-83290931 ✉ eric_fan@yahoo.cn

🌐 http://t.zhangle.com/4030

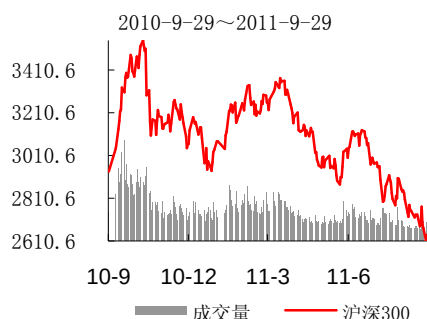
优质上市药企已进入可“吸筹”区间

——医药行业四季度投资策略报告

行业评级：增持

医药生物

市场走势图



相关研究

投资要点：

◆ **三季度医药板块“先扬后抑”。**三季度，医药生物指数和沪深300医药指数跌幅分别为9.9%和10.0%，相对A股的超额收益分别为4.4和4.3个百分点。2011年三季度，医药板块走势“先扬后抑”，诸多子行业中的优质药企具有一定的抗跌性。

◆ **新医改的第三年进入到改革的“深水区”。**由于触及到多方和多部门的利益，新医改的推进方面阶段性的放缓，再加上正处于宏观经济周期中的通胀上升期和公立医院改革难以前行，成本上升和医院终端的“瓶颈”使得医药行业整体“两头受压”。

◆ **医药板块整体估值已进入可“吸筹”区间。**目前，医药生物指数的市盈率（TTM）为30.8x，与上证综指PE相对比值为222。医药生物指数的估值即便在2008年最低谷的时候亦在23x-27x的区间波动，目前仅为30.8x，已接近于2008年低估时期的估值水平。我们认为，医药行业中短期政策的不明朗不影响优质企业的快速发展，估值已进入可“吸筹”的区间。

◆ **四季度建议。**我们认为，四季度医药行业的投资思路为：具有快速兼并整合能力的药企、资源性医药上市公司和创新能力很强的药企。相应的上市公司有科伦药业、康芝药业、东富龙、恒瑞医药、恩华药业、东阿阿胶和片仔癀。

重点公司

股票名称	收盘价(元)	投资评级	EPS(元)				P/E			
			10A	11E	12E	13E	10A	11E	12E	13E
恒瑞医药	28.72	推荐	0.64	0.82	1.04	1.30	44.6	35.0	27.6	22.1
恩华药业	19.02	推荐	0.33	0.46	0.63	0.88	58.2	41.5	30.2	21.6
东富龙	42.60	推荐	0.89	1.35	1.84	2.37	47.7	31.5	23.2	18.0
科伦药业	57.77	推荐	1.38	2.10	2.86	3.75	41.9	27.5	20.2	15.41
东阿阿胶	40.90	推荐	0.89	1.36	1.83	2.37	45.9	30.1	22.3	17.25

三季度医药板块“先扬后抑”

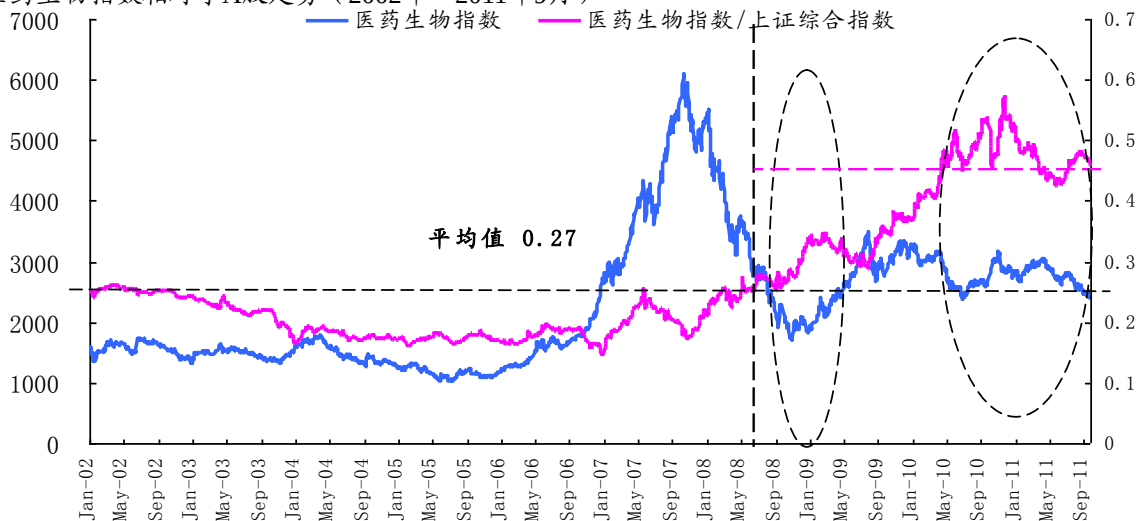
三季度，上证综指累计下跌了 14.4%，医药生物指数下跌了 9.9%，相对大盘超额收益 4.4 个百分点，医药板块已经历了大半年的盘整，我们判断这个时期已进入优质上市药企可以“吸筹”的投资区间。

三季度医药板块“先扬后抑”。三季度，医药生物指数和沪深 300 医药指数跌幅分别为 9.9% 和 10.0%，相对 A 股的超额收益分别为 4.4 和 4.3 个百分点。自 2008 年 10 月份 A 股反弹以来，医药生物指数和沪深 300 医药指数分别上涨了 113% 和 108%，相对 A 股超额收益分别为 79 和 75 个百分点。新医改的第三年进入到改革的“深水区”，由于涉及到多方和多部门的利益，在改革的推进方面阶段性的放缓，再加上正处于宏观经济周期中的通胀上升期和公立医院改革难以前行，成本上升和医院终端的“瓶颈”使得医药行业整体“两头受压”。2011 年三季度，医药板块走势“先扬后抑”，诸多子行业中的优质药企具有一定的抗跌性。

医药板块整体估值已进入可“吸筹”区间。目前，医药生物指数的市盈率（TTM）为 30.8x，与上证综指 PE 相对比值为 222。医药生物指数的估值即便在 2008 年最低谷的时候亦在 23x-27x 的区间波动，目前仅为 30.8x，已接近于 2008 年低估时期的估值水平。我们判断，目前处于经济周期中的滞涨阶段，银行和地产等周期性行业享有的估值远低于历史平均水平，拖低了上证综指的整体估值，因此此时医药行业相对上证综指的估值可参照意义不大。我们认为，医药行业中短期政策的不明朗不影响优质企业的快速发展，估值已进入可“吸筹”的区间。

四季度建议。我们认为，四季度医药行业的投资思路为：具有快速兼并整合能力的药企、资源性医药上市公司和创新能力很强的药企。

图1：医药生物指数相对于A股走势（2002年-2011年9月）



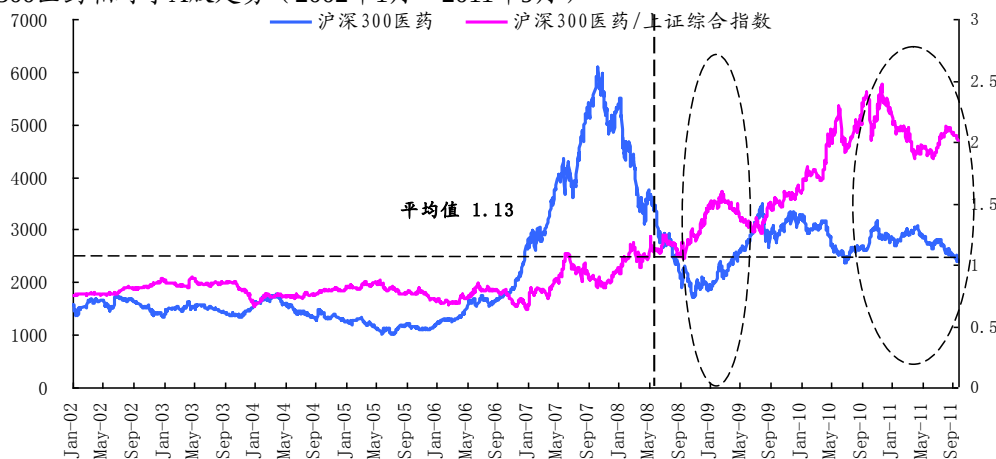
资料来源：WIND，华泰证券研究所

图2: 医药生物指数相对于A股走势 (2008年10月 - 2011年9月)



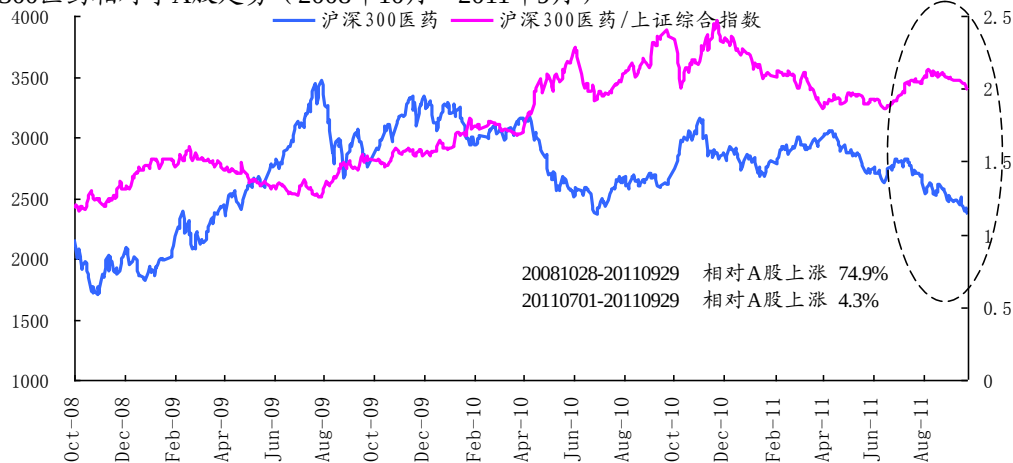
资料来源: WIND, 华泰证券研究所

图3: 沪深300医药相对于A股走势 (2002年1月 - 2011年9月)



资料来源: WIND, 华泰证券研究所

图4: 沪深300医药相对于A股走势 (2008年10月 - 2011年9月)



资料来源: WIND, 华泰证券研究所

图5: 医药指数相对A股PE (TTM) 比值 (2002年1月 - 2011年9月)



资料来源: WIND, 华泰证券研究所 (*以2002年1月4日比值为基准100)

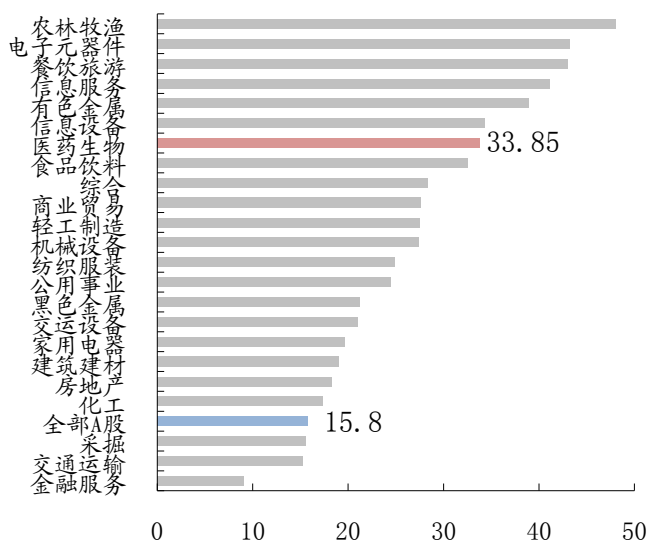
图6: 医药指数相对A股PE (TTM) 比值 (2008年10月 - 2011年9月)



资料来源: WIND, 华泰证券研究所 (*以2008年10月6日比值为基准100)

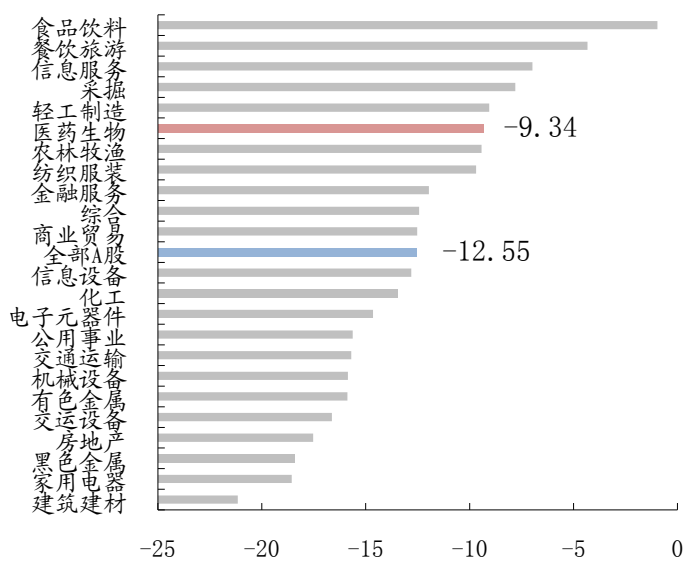
分行业 (SW 行业分类) 来看, 1-9 月医药生物行业累计下跌了 20.91%, 跑输大盘-7.43 个百分点。其中, 第三季度下跌了 9.43%, 位居所有行业第六位。市盈率方面, 医药生物行业 9 月 29 日市盈率 (TTM) 为 30.91x, 比 6 月底市盈率 (TTM) 有所下降, 但排名仍为第七。

图8: 2011年6月SW行业市盈率 (TTM) 对比



资料来源：WIND，华泰证券研究所

图10: 2011年6月至9月SW行业涨跌幅对比

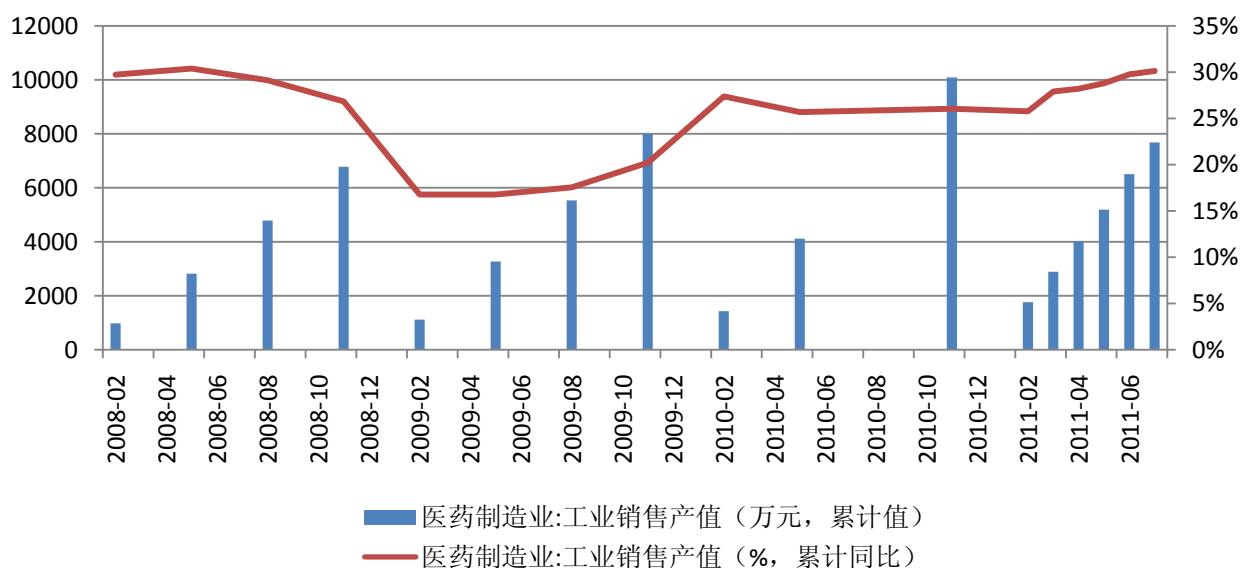


资料来源：WIND，华泰证券研究所

医药制造运行情况：收入保持高增速，中药饮片风头最劲

行业整体：收入保持高增速。2011 年前 7 个月，医药制造行业累计实现销售产值 7681.55 亿元，累计同比增长 30.14%，增速较今年前六个月的累计同比增长 29.78%有所提高，行业收入总体保持了良好的增长势头。

图11：医药制造业工业销售产值情况



资料来源：WIND，华泰证券研究所

子行业中中药饮片增长最强劲。今年 1-7 月，中药饮片行业、中成药以及卫生材料及医药用品收入增长情况较好，均在 30% 以上。其中，中药饮片收入增长最快，达到了 48.11%，主要原因是中药材价格上涨。

表1：医药制造行业各子行业运行情况

指标	化学原料药	化学制剂	中药饮片	中成药	生物制药	卫生材料及医药用品
1-7 月累计收入 (亿元)	1642.11	2169.366	429.0039	1739.769	842.8079	487.8145
累计同比	26.75%	24.29%	48.11%	34.69%	27.60%	41.66%

资料来源：Wind、华泰证券

行业政策信息解读

1、 医疗机构

◆ 国家中医药管理局印发《农村中医药工作指南》

国家中医药管理局 7 月 7 日印发的《农村中医药工作指南（试行）》（以下简称《指南》）要求，在安排县级医院基本建设项目时，将县中医医院与县综合医院同等对待、统筹考虑，保证县中医医院同步建设与发展；要对中医药事业费实行财政预算单列，各县要将 10% 以上的卫生总事业费用于中医药基本建设、服务能力建设、人才培养等方面的工作。

点评：

《指南》是在系统总结 20 年来全国农村中医药工作先进县建设经验的基础上制定的，旨在指导各级卫生、中医药行政管理部门和县级中医医院、基层医疗卫生机构更好地开展农村中医药工作。

◆ 中央财政再拨医改补助资金

财政部 7 月 12 日消息，中央财政再次下拨 2011 年医改补助资金 184 亿元，支持地方推进医改五项重点改革。这五项重点改革：一是安排城乡医疗救助补助资金 34 亿元，二是安排 15 亿元支持区域医疗中心建设及 500 家边远地区的县医院与城市三级医院建立远程医疗会诊系统，三是安排 42 亿元支持市县级中医医院、民族医院购置必要的设备，四是安排 17 亿元支持全国市县级儿童专科医院以及中西部地区县级综合医院儿科能力建设，五是安排 72 亿元支持基层妇幼保健院等专业公共卫生机构能力建设。此外，安排 4 亿元支持部分地区开展基层医疗卫生信息系统试点工作。

◆ 中央财政投入 42.12 亿元为基层中医院更新设备

中央财政单年投入最大的中医药项目——市（县）级中医医院和民族医医院能力建设项目本月进入执行阶段。8 月 9 日，在云南省昆明市召开的 2011 年全国中医药工作厅（局）长座谈会上，国家中医药管理局向各省级中医药管理部门负责人介绍了项目目标任务、涉及范围、主要内容、预算分布等情况。该项目的主要目标任务是改善市（县）级中医医院和民族医医院医疗设备条件。项目经费将重点投向中西部地区和东部地区 1960 所老、少、边、穷市（县）中医医院和民族医医院。相关负责人强调，作为中医医院、民族医医院，在购置设备时必须优先选购中医、民族医诊疗设备，相关购置费用原则上不能低于总购置费用的 30%。根据项目进度要求，今年年底前，95% 以上项目医院的相关设备将更新完毕。

2、药品与医疗器械

◆ 国家发改委查获囤积党参的经营者，责令限期限价限对象销售

国家发改委网站 7 月 18 日消息，发改委近日会同有关部门对甘肃陇西地区 20 多个中药材存储仓库进行了全面检查，对一些中药材经营者蓄意囤积党参，导致市场供应紧张，价格大幅上涨的行为进行了查处。查清事实后，国家发改委依法对 2010 年 12 月前囤积党参的浙江南方药材有限公司等 10 户经营者，下达了价格行政执法告诫书，责令其于 2011 年 7 月 21 日之前，按照不超过每公斤 60 元的价格，将储存的 20 多万公斤党参出售给以党参为原料并取得 GMP 认证的中成药制药企业。同时，对 2011 年 1 月以来存有党参的 44 户经营者予以告诫，责令其于 2011 年 12 月 31 日前将储存的 80 多万公斤党参出售给以党参为原料并取得 GMP 认证的中成药制药企业。逾期未按规定销售并提交有效凭证的，将依法予以行政处罚。

◆ 《国家“十二五”科学与技术发展规划》正式发布，生物医药卫生领域发展重点明确

《健康报》7 月 20 日报道，由科技部会同国家发改委、财政部、教育部、中科院、中国工程院、自然科学基金会、中国科协等有关部门和单位，共同编制完成的《国家“十二五”科学与技术发展规划》（以下简称《规划》）正式发布。其中，生物医药卫生领域的相关工作在规划中占重要地位。《规划》提出，“十二五”期间，将重点突破一批药物创制关键技术和生产工艺，研制 30 个创新药物，改造 200 个左右药物大品种，完善新药创制与中药现代化技术平台，建设一批医药产业技术创新战略联盟，基本形成具有中国特色的国家药物创新体系。重点突破药物创制、新型疫苗、疾病早期诊断等关键技术和生产工艺，获得 40 项拥有自主知识产权的新型药物产品，获得关键专利 700 项-800 项，形成关键生产工艺及相关标准 100 项，建设抗体、疫苗等新型生物医药开发及产业化基地 30 个-40 个，培育 10 个龙头企业。

◆ 药监局对《药品经营质量管理规范》征求意见

国家食品药品监督管理局于 8 月 1 日公布了新修订的《药品经营质量管理规范》（征求意见稿）（以下简称《征求意见稿》），并通过国家局网站公开征求意见。本次 GSP 修订采取的是总则加附录的形式，总则把所有的流通行为进行综述，对现代物流、电子商务等不同的业态则用相应的附录来具体规定。根据《征求意见稿》，新版 GSP 的重点内容是确定药品现代物流标准、强化药品冷链技术管理、推进企业信息化管理等，重点突出了质量提升的要求及风险控制的理念。

点评：

《征求意见稿》最大的看点就在于对 GSP 准确的理解，即流通管理规范，而不是单纯的药品经营质量管理规范，这是一个新的探索。通过信息化的手段与监管的延续，企业之间有效的管理延续，旨在保证从 GMP 到 GSP 的无缝连接，规范药品供应链全过程，延续 GMP 质量控制的成果，最终与医疗机构用药规范对接。

◆ 《药品生产质量管理规范认证管理办法》

国家食品药品监督管理局 8 月 2 日印发了新修订的《药品生产质量管理规范认证管理办法》(以下简称《管理办法》),《管理办法》指出,新开办药品生产企业或药品生产企业新增生产范围、新建车间的,应当按照《药品管理法实施条例》的规定申请药品 GMP 认证。已取得《药品 GMP 证书》的药品生产企业应在证书有效期届满前 6 个月,重新申请药品 GMP 认证。药品监管部门应对持有《药品 GMP 证书》的药品生产企业进行跟踪检查。《药品 GMP 证书》有效期内至少进行一次跟踪检查。

◆ 《抗菌药物临床应用管理办法》(征求意见稿)

8 月 3 日,卫生部发布了《抗菌药物临床应用管理办法(征求意见稿)》(以下简称《征求意见稿》),并面向社会公开征求意见。《征求意见稿》明确,抗菌药物临床应用实行分级管理。根据安全性、疗效、细菌耐药性、价格等因素将抗菌药物分为三级,即:非限制使用级、限制使用级与特殊使用级。此外,同一通用名称抗菌药物品种,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。具有相似或者相同药学特征的抗菌药物不得重复采购。

点评:

国内抗菌药物过量使用情况非常严重,药企的同质生产被视作推动力量之一,通过限制抗菌药物使用来反向提升药品生产结构势在必行。通过出台限规,可以抑制减少低水平重复生产行为,抑制耐药细菌迅速上升。此外,目前国内约有 1600 家药品生产企业,其中不少企业规模小、设备差、质量意识不够强,因而不宜再扩充企业数量,如果能够实现现有企业的适当整合,则对抗菌药生产质量有利。

◆ 国家中医药管理局:17 省区市已出台专门政策促中医药发展

国家中医药管理局近日计划组织对《国务院关于扶持和促进中医药事业发展的若干意见》(简称《意见》)两年来的落实情况进行评估。该局要求各地以此次评估为抓手,进一步推进《意见》的贯彻落实。截至目前,《意见》已实施 2 周年,共有 17 个省(区、市)出台了贯彻落实《意见》的实施意见或扶持和促进中医药事业发展的政策文件,不少地区还制订了加快中医药发展的具体行动计划,使政策的时效性、连贯性增强。

◆ 发改委调整激素、调节内分泌类和神经系统类等药品价格

根据《药品政府定价办法》及有关政策规定,在进行成本价格调查、专家评审和听取有关方面意见的基础上,国家发展改革委决定自 9 月 1 日起调整部分激素、调节内分泌类和神经系统类等药品最高零售价格,涉及 82 个药品品种、400 多个剂型,平均降价幅度为 14%。在国家发展改革委公布《单独定价药品最高零售价格》目录中,降价涉及辉瑞、惠氏、西安杨森等近 25 家外资药企的近 60 个单独定价品种。

点评:

单独定价药再次出现在降价之列。在此之前，2010 年 12 月 12 日，降低头孢曲松等部分单独定价药品的最高零售价格，涉及施贵宝、罗氏等外资药企。2011 年 3 月 28 日，降低部分用于治疗感染和心血管疾病的抗生素和循环系统类药品最高零售价格，涉及近 30 家外资药企的超 50 个单独定价品种。连续 3 次向外资药“开刀”预示着国家发改委对外资药品价格管理正逐步发生变化。意味着外资药企来“超国民待遇”时间的终结。

◆ 《生物医药“十二五”规划》制定临近尾声 医药工业集中度将大幅提高

工信部消费品工业司的相关领导在 8 月 17 日召开的全国医药工业信息年会上透露，《生物医药“十二五”规划》的制定已临近尾声，“十二五”期间，行业集中度有望大幅提高。据介绍，前 100 强的企业将以远高于行业平均增速的速度发展，销售收入将占全行业总收入的 50%。前 100 强企业的平均销售收入将达百亿元，而前 10 家的平均销售将超 500 亿元。

点评：

回顾“十一五”，前 100 强企业占全行业收入的 1/3，销售收入过百亿的企业从 1 家发展到 10 家，大企业的快速发展将起到带动产业转型升级，提高国际竞争力的作用。医药行业的集中度不断提升将是“十二五”期间的发展趋势，而《医药工业“十二五”规划》、《生物医药发展“十二五”规划》等规划也在政策层面推动企业向做大做强转变。

◆ 国家发改委：国家基本药物制度初步建立

国家发改委网站 9 月 1 日消息，自 2009 年 8 月启动实施国家基本药物制度以来，各地、各部门按照国务院医改工作部署和要求，稳步推进基本药物制度建设，取得积极进展和成效。一是基本药物制度基层全覆盖提前实现。二是基本药物省级集中采购全面推行。三是群众基层就医负担切实减轻。

◆ 医疗器械不良事件监测工作指南出台

9 月 16 日，国家食品药品监督管理局组织制定的《医疗器械不良事件监测工作指南（试行）》（以下简称《指南》）出台，《指南》对医疗器械生产、经营企业和使用单位的不良事件监测工作作出了明确要求，提出医疗器械生产经营企业和使用单位应建立产品可追溯制度。《指南》明确，第二类、第三类医疗器械生产企业应建立产品可追溯制度，医疗器械经营企业经营的医疗器械应建立并履行可追溯制度，医疗器械使用单位应对使用的高风险医疗器械建立并履行可追溯制度。

四季度投资策略：优质药企已进入可“吸筹”区间

目前，医药行业中短期政策的不明朗和通胀对药企利润的吞噬，均已在当前的估值中有所反映。政策方面，药价由于某些政策干预原因所致的过度低价已有“刹车”的迹象，对 41 个基本药物的价格摸底工作已经完成，但在如何实施方面还有各利益方协调等问题，至少针对药价的政策空间已有所宽松；宏观经济背景下的通胀周期，对包括医药行业在内的几乎所有行业都是一轮洗牌，从目前的情况看，医药行业中具有“穿越周期”能力的优质药企业绩受影响较小，由于估值受到整个 A 股估值下移的影响，目前已进入可“吸筹”的区间，维持医药板块“增持”的评级，中长期投资建议重点“吸筹”能够“穿越周期”优质药企。

我们维持之前的判断，自 09 年三季度起始的医药板块涨幅中有较大部分是来自于板块整体估值的提升，板块的整体估值已进入到瓶颈，整体提升的时代已不会再现，优质药企可以应对行业政策变化和通胀周期的影响，估值又受到 A 股整体市场的影响而下移，中长期的投资价值显现，这是价值投资的良机。四季度，我们建议的投资思路可以概述为四点：

1. **具有快速兼并整合能力的药企。**科伦药业正逐步将“原料-中间体-制剂-输液”的产业链和“兼并重组”的战略发挥到极致，公司股价虽高于前期低点，但我们认为仍处于“买入”区间；康芝药业在半年内收购了 3 家药企和 1 个一类新药，且买断康恩贝的布洛芬作为“小瑞芝清”，今年是公司的调整年，明年将是公司的反转年，当前价格具有相当的吸引力。
2. **受益于新版 GMP 实施的医药相关企业。**医药行业是“金矿”，给“挖金矿”做配套“卖水”的更具有投资价值，东富龙就属于这样的优质投资标的。公司是国内冻干机行业龙头，随着医药行业高速增长及新 GMP 标准逐步推进，国内药企对冻干机将保持旺盛的需求。
3. **创新能力很强的药企。**药品降价对行业整体利润的负面影响不可避免，但同时也是行业洗牌。国家政策的出发点是保护创新药企，同时创新型药企亦有丰富新产品梯队，能够及时有效化解降价负面影响。创新能力方面，我们最看好恒瑞医药和恩华药业。
4. **资源型医药上市公司。**即将进入四季度，又将是部分资源性中药的消费旺季，宏观背景没有发生逆转前，资源型药企在今年四季度仍具有投资价值，建议关注东阿阿胶和片仔癀。

表2: 重点关注医药公司估值及评级

证券名称	证券代码	收盘价 20110929	总市值 百万元	EPS			PE			10-12年 CAGR	PB	投资评级
				10A	11E	12E	10A	11E	12E			
恒瑞医药	600276	28.72	32286	0.64	0.82	1.04	44.6	35.0	27.6	27.1	8.48	推荐
恩华药业	002262	19.02	4451	0.33	0.46	0.63	58.2	41.5	30.2	38.9	8.83	推荐
东富龙	300171	42.60	6816	0.89	1.35	1.84	47.7	31.5	23.2	43.4	3.53	推荐
双鹤药业	600062	19.92	11388	0.91	1.04	1.30	21.9	19.2	15.3	19.6	2.83	推荐
国药股份	600511	15.96	7642	0.65	0.76	0.92	24.6	21.1	17.4	19.1	5.53	推荐
云南白药	000538	56.51	39233	1.33	1.76	2.29	42.4	32.0	24.6	31.1	7.99	推荐
同仁堂	600085	14.05	18294	0.26	0.33	0.41	53.3	42.5	34.1	25.0	5.49	推荐
片仔癀	600436	60.40	8456	1.39	1.67	2.11	43.6	36.3	28.6	23.3	7.74	推荐
新和成	002001	21.65	15717	1.52	1.94	2.23	14.3	11.2	9.7	21.3	3.08	推荐
康芝药业	300086	16.31	3262	0.70	0.48	0.70	23.4	34.2	23.4	(0.0)	1.79	推荐
海南海药	000566	24.85	6153	0.14	0.58	0.70	183.5	43.1	35.7	126.8	4.66	推荐
科伦药业	002422	57.77	27730	1.38	2.10	2.86	41.9	27.5	20.2	44.1	3.81	推荐
东阿阿胶	000423	40.90	26749	0.89	1.36	1.83	45.9	30.1	22.3	43.4	8.93	推荐
上海医药	601607	14.52	39043	0.51	0.75	0.91	28.5	19.4	15.9	33.8	1.74	推荐

资料来源: WIND, 华泰证券研究所

华泰证券行业投资价值等级评判标准

- 报告发布日后的6个月内的行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;
- 投资建议的评级标准
 - 增持: 超越大盘;
 - 中性: 基本与大盘持平;
 - 减持: 明显弱于大盘。

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

- 报告发布日后的6个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;
- 投资建议的评级标准
 - 买入: 相对强于市场表现20%以上;
 - 推荐: 相对强于市场表现5% ~ 20%;
 - 观望: 市场表现在-5% ~ +5%之间波动;
 - 卖出: 相对弱于市场表现5%以下。

免责声明:

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。