

低估值下建议配置优选标的

研究结论

化学药：我们认为，随着国家医改包括医保预付以及按病种付费等制度的推行，未来在医院市场生存的处方药企业将面临结构性的调整，其中专科、在临床上具备不可替代性的一系列品种将在未来两到三年的淘沙中得到茁壮成长，同时创新品种和高端仿制药品种将成为临床医生的优选。

特色原料药：我们认为，已经开始了几年的特色原料药的产业转移趋势仍将在未来 2-3 年内得到持续，仿制药竞争压力依然会迫使国外大型原研药企和仿制药企不断的进行生产转移。虽然 2011 年中国的人力成本和环保成本在不断上涨，但相比于印度，中国仍具有明显优势，越来越成熟的国际合作经验和软硬件条件也将是中国持续的受益于产业转移大潮。

医疗服务行业：我们认为，受到政策鼓励和内生需求旺盛这两大因素的影响，民营医疗服务行业在未来相当长的时间内将具有良好的成长前景；高端、专科集团化的医疗服务机构依然是目前阶段最佳的投资标的。在政策上，随着医改向深水区迈进，开放医疗服务市场已经成为推动公立医院改革不可或缺的政策需求；而老龄化和消费升级所带来的需求则有望在未来的 3-5 年内继续提供强劲的内生增长动力。我们看好医疗服务行业长期的成长前景。

中药行业：我们认为，受到抗生素新政和中药材价格下跌这两大因素的影响，中药行业在未来相当长的时间内将具有良好的成长前景。中药现代化，中药材价格下跌成本下跌弹性大的企业依然是目前阶段最佳的投资标的。在政策上，随着医改向深水区迈进，中药制剂招投标价格可能会受到一定程度影响，然而独家品种仍然值得看好，再加上抗生素新政的影响，国内抗生素药品领域市场总体上将萎缩态势，空出的市场将很快被其他领域的药品填补。

医疗器械：我们认为，作为十二五规划扶持的重要行业，医疗器械将后发制人快速成长，无论是市场容量还是上市公司数量、质量，盈利能力，创新水平都将有较大幅度的提升，其中我们更加关注的创新能力，我们认为企业需要持续创新才能够在目前成本逐渐提高的前提下胜出。

总体来看，在动态市盈率处于历史底部，行业利润增速有望向上的趋势下，我们看好 2012 年医药板块优选标的的走势，其中化药领域建议关注恒瑞医药、双鹭药业、华东医药、通化东宝、一致药业、人福医药和恩华药业等，医疗服务领域建议关注爱尔眼科、通策医疗和迪安诊断（未评级）、特色原料药领域建议关注海正药业、海翔药业和华海药业（未评级）、中药领域建议关注康美药业、天士力、江中药业、上海凯宝、昆明制药和红日药业等，医药大健康领域建议关注云南白药、汤臣倍健和山大华特等。

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

证券分析师

李淑花
8621-63325888 × 6088
lishuhua@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860208110154
江维娜
8621-63325888 × 6005
jiangweina@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0850210040012
庄琰
8621-63325888 × 6069
zhuangyan@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860210030004

联系人

田加强
8621-63325888 × 6087
tianjiaqiang@orientsec.com.cn
宋敏
8621-63325888 × 6107
songmin@orientsec.com.cn

行业评级

看好 中性 看淡（维持）

国家/地区

中国/A 股

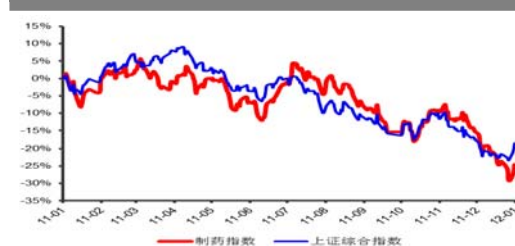
行业

医药

报告发布日期

2012 年 1 月 12 日

行业表现



资料来源：WIND

重点公司盈利预测及投资评级

	2010	2011E	2012E	2013E	评级
云南白药	1.33	1.81	2.41	3.13	买入
恒瑞医药	0.64	0.81	1.00	1.21	买入
华东医药	0.73	0.95	1.17	1.45	买入
双鹭药业	0.72	1.51	1.54	2.16	买入
天士力	0.87	1.30	1.62	2.02	买入
海翔药业	0.53	0.75	0.97	N/A	买入
江中药业	0.84	0.65	1.04	1.63	增持
山大华特	0.39	0.61	0.86	1.13	买入
通策医疗	0.31	0.43	0.61	N/A	买入
爱尔眼科	0.45	0.43	0.64	0.98	增持
昆明制药	0.19	0.45	0.67	0.61	买入

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

目 录

十年长青、十年成长	4
2004-2007 年行业分析：利润增速与政策相关度大	4
2004 年收入利润增速均较低	5
2005 年降价压力仍在但行业有效消化	5
2006 年收入利润增速再入低谷	5
2007 年收入回升，利润增长强劲	6
2011 年 1-10 月数据分析：悲观中孕育希望	8
2011 年政策整体偏空	10
“十二五” 奠定创新基调	11
结构调整为主，实现产业升级	11
抗菌药物监管趋严 医院操作已接近指标	12
基药扩大覆盖面 公立医院改革在即	13
系列限价政策出台	14
估值处于历史底部，塑造安全边际	15
2012 年观点：低估值下逐步配置优选标的	16
化学药行业	17
➢ 政策层面：医保支出进入精细化管理时代	17
➢ 需求层面：明显刚性，关注疾病谱变化	18
➢ 关注特色处方药品种、战略性配置恒瑞医药	18
医疗服务行业	20
➢ 政策层面：大方向已定 不断进行细化落实	20
➢ 经营层面：关注内生性需求和自身实力	21
➢ 行业长期趋势坚定看好，唯短期估值较高	22
特色原料药	23
➢ 中国承接转移能力持续加强	23
➢ 上市公司预计也将持续受益	24
➢ 近两年趋势仍可看好	24
中药行业	25
➢ 政策层面：继续支持中药行业发展，逐步细化	25
➢ 经营层面：关注中药现代化、中药材价格下跌和上下游一体化	26
➢ 看好行业，优选标的	28

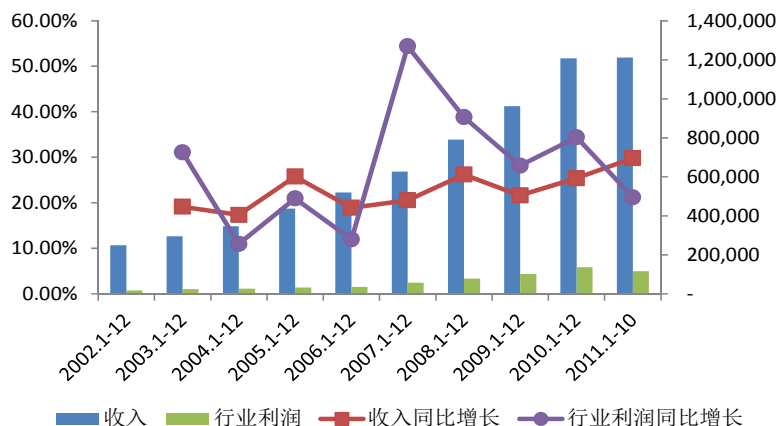
医疗器械	29
➢ 起步晚增速快	29
➢ 上市公司预计也将持续受益	31
➢ 长期看好行业	32
分析师申明	34
投资评级和相关定义	35
行业投资评级的量化标准:	35

十年长青、十年成长

前言：在医药指数今年整体跑输大盘，而业内同行普遍较为悲观的情况下，我们策略报告首先从回顾历史开始，用十年行业数据来诠释医药行业成长规律。

CEIC 统计了从 2002 年开始的医药行业数据，行业收入总体保持了 20%-30% 的增长，无论政策、环境如何变化，终端需求始终保持较快增长。但是另一方面，受到诸多政策影响，行业利润增速起伏较大。

图：2002-2011 年医药行业收入和利润及其同比增速

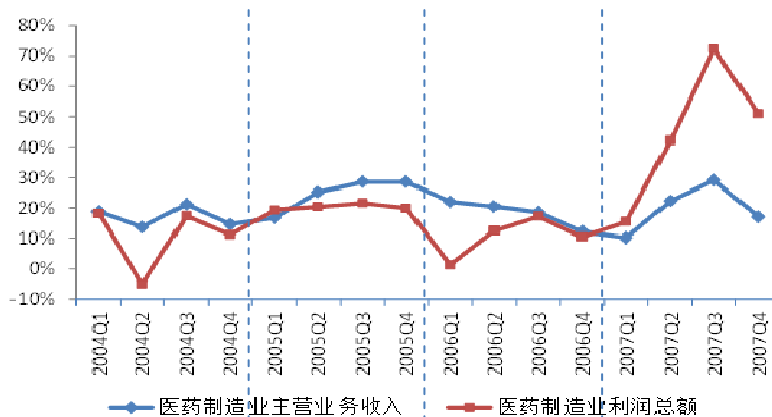


资料来源：国家统计局、CEIC，东方证券研究所

2004-2007 年间既经历了 04 和 06 的低谷，也有 07 年的高峰，分析这期间的变化，或能对未来有所启示。

2004-2007 年行业分析：利润增速与政策相关度大

图：2004-2007 年医药行业收入与利润同比增速



资料来源：国家统计局、CEIC，东方证券研究所

2004 年收入利润增速均较低

- 一季度原料药价格低迷

由于入世后关税下降、欧美发达国家出于成本等方面的考虑，将原料药生产基地往亚洲迁移，这给我国的原料药产业带来了新的机遇。2003 年年初我国维生素、青霉素原料药价格飙升，各厂家纷纷扩产，导致产品过剩，2003 年 3 季度开始价格战，到 2004 年原料药的产量仍不断提升，产品价格整体走势不断下滑，青霉素、维生素、皮质激素等等原料药价格持续低迷。多数低端原料药物的毛利率只有 10-25%，销售利润率很薄。

- 二季度抗生素大幅降价

2004 年 5 月 31 日，国家发展改革委员会再次决定大幅降低部分抗感染类药品的最高零售价格。此次降价包括阿莫西林等共 24 个品种、400 多个剂型，平均降价幅度为 30%，最高降价幅度达到 56%，降价金额约 35 亿元。这是自 97 年我国政府价格主管部门出台第一次降价措施以来降价幅度最大的一次。

- 三季度抗生素限售政策

国家食品药品监督管理局规定从 2004 年 7 月 1 日起，国内的所有零售药店必须凭执业医师处方才能销售未列入非处方药品目录的各种抗菌药物。

- 三季度青霉素价格谈判破裂，价格仍低迷

7 月底的青霉素工业盐提价协调会谈判破裂，青霉素工业盐价格回升无望，当时每 10 亿单位 6.1 美元，多数企业处于亏损状态。

2005 年降价压力仍在但行业有效消化

- 降价压力仍在

4 月有传言新一轮药品大幅度降价可能在 6 月实施，主要涉及 16 种抗生素，平均降幅 60%，最大降幅 93%。9 月 28 日发改委发布降价的 22 种药品，降价种类与此前传闻基本相同，降幅多在 40~50%之间。那次降价是 97 年以来降价行为中，降幅最高、酝酿时间最长、引发社会关注度最高的一次。该降价方案在当年 4 月底传出后，引发了媒体和公众的广泛关注以及企业的强烈反抗，24 家医药行业协会曾向国务院联名上书，因为 04 年的“降价令”和“限售令”已经对相关企业的经营造成了沉重打击，7 月底以来社会舆论引发对中国医改问题的大反思与热论。

- 政策监管触及出厂价

12 月 9 日发改委公布，未来将从单一限定最高零售价改为同时制定最高出厂价和最高零售价，若出厂价降低、零售价应相应降低，

- 三季度开始出现人民币升值对原料药出口企业造成影响

2006 年收入利润增速再入低谷

- 降价仍是主旋律：

6 月、8 月和 11 月，国家发改委第 18 次、第 19 次和第 20 次降低医保目录用药价格，降价范围分别包括抗肿瘤药物和抗感染药物，平均降价幅度 23—24%，抗肿瘤中药的降价意味着医保目录上的中药品种不再是“避风港”。

- 打击商业贿赂

短期看，由于来自医院终端的药品消费占据 80% 以上比重，医院无疑是拉动中国药品消费的第一动力，而开始打击商业贿赂行动，遏制了医院的消费动力，并影响到商业渠道和上游工业。为了回避风头，许多医药工商企业的销售队伍已处于闲散状态。

- 新药审批放缓

药品审批过多、过滥，导致药品过度竞争、市场混乱、价格高居不下、质量事故频发。SFDA 大幅压缩药品批号，现有的 16 万种药品批号压缩到 7000 至 10000 种，将只有 6% 左右的存活率。

- 药害事件

由安徽华源生产、商品名为“欣弗”的克林霉素磷酸酯葡萄糖注射液，在全国十个省市引发严重不良反应，并导致四人死亡。卫生部紧急通知停用，药品紧急停产，药监局开始全面调查。一是可能会在短期内影响医生在处方注射剂时更加谨慎，二是国家药品监督管理部门会加大药品生产监管力度，会在短期内减少医院处方量。

2007 年收入回升，利润增长强劲

- 新医改

在 2007 年 1 月 8 日全国卫生工作会议上，卫生部长高强提出医改要建立 4 项基本制度：建立覆盖城乡的基本医疗保险制度、建立多层次医疗保障制度、建立国家基本药物目录制度、建立公立医院改革制度。

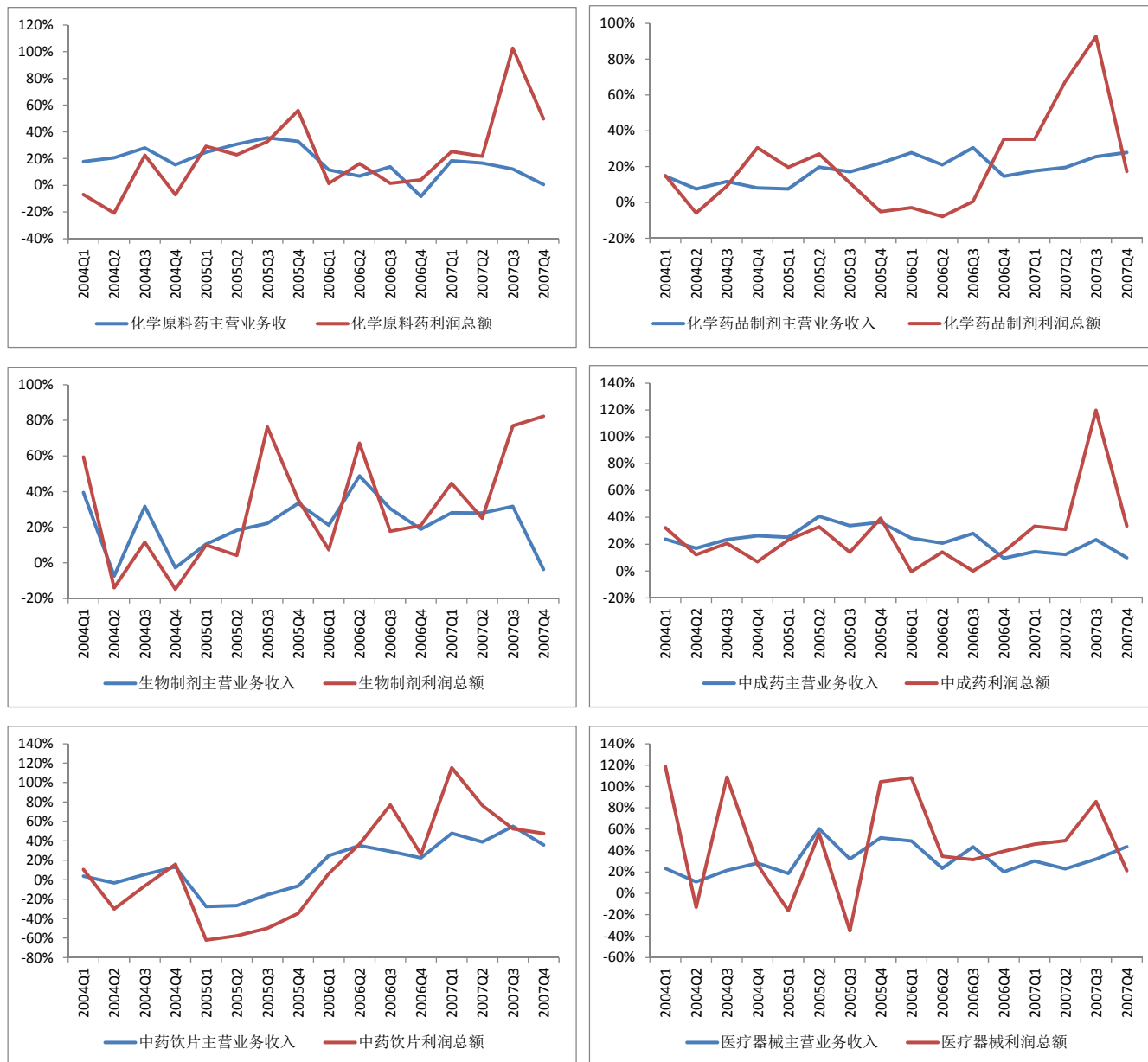
- 新农合取得初步成果，试点目标将进一步覆盖到 80%

《农村卫生服务体系建设与发展规划》正式实施，“十一五”期间全国农村卫生建设总投资将超过 300 亿元，县、乡、村三级医疗卫生服务体系和网络建设得到积极推进。目标到 2010 年新农合基本覆盖全体农民——约 7 亿人，这一目标已经超额完成。

- 大宗原料药价格回暖

多轮洗牌后，国内产业集中度提高，龙头企业竞争趋于理性，供需结构和产业竞争格局的改变推动产品价格步入上升周期。

图：医药各子行业在 2004-2007 期间收入与利润的同比增速



资料来源：国家统计局、CEIC，东方证券研究所

我们观察到无论环境怎样变化，医药行业的收入增速始终维持在接近 30% 的水平，而利润增速有很大的政策相关度：降价幅度大频率高、以及其他负面政策较多的年度，利润增速显著降低；而新农合等利好政策具体实施的年份，利润增速则上升明显。

表：医药行业 2002-2011 年数据

	2011.1-10	2010.1-12	2009.1-12	2008.1-12	2007.1-12	2006.1-12	2005.1-12	2004.1-12	2003.1-12	2002.1-12
收入	1,211,639.94	1,207,269.52	962,585.12	791,389.00	626,986.65	519,996.48	437,277.19	347,615.42	296,199.18	248,609.41
收入同比增长	29.80%	25.42%	21.63%	26.22%	20.58%	18.92%	25.79%	17.36%	19.14%	
成本	866,539.14	837,101.33	665,222.44	545,836.60	425,179.00	364,031.50	298,553.72	231,618.95	192,188.44	161,409.67
毛利率	28.48%	30.66%	30.89%	31.03%	32.19%	29.99%	31.72%	33.37%	35.12%	35.07%
税金及附加	7,979.68	7,977.55	6,858.64	5,167.75	3,884.36	3,681.87	2,728.03	2,087.90	1,899.18	1,587.94
营业费用	128,263.64	138,347.02	113,741.42	90,723.39	74,542.49	64,344.21	58,935.18	49,697.15	43,316.45	36,891.64
营业费用率	10.59%	11.46%	11.82%	11.46%	11.89%	12.37%	13.48%	14.30%	14.62%	14.84%
管理费用	73,541.36	86,192.94	68,811.44	58,349.62	48,623.74	40,619.69	35,392.20	30,287.30	28,795.25	24,933.77
管理费用率	6.07%	7.14%	7.15%	7.37%	7.76%	7.81%	8.09%	8.71%	9.72%	10.03%
财务费用	11,163.46	11,935.52	11,297.69	12,055.46	9,486.23	8,111.37	6,919.50	5,943.78	5,537.85	5,035.05
三项费用率	17.58%	19.59%	20.14%	20.36%	21.16%	21.75%	23.15%	24.72%	26.22%	26.89%
利润总额	120,600.29	140,734.87	105,968.86	84,438.32	61,992.60	41,513.86	36,713.34	30,637.68	27,394.54	21,775.41
亏损额	4,213.04	4,030.27	4,265.85	5,101.27	4,842.14	4,500.77	3,661.22	3,314.87	2,777.31	2,994.05
行业利润	116,387.24	136,704.60	101,703.01	79,337.05	57,150.46	37,013.09	33,052.12	27,322.81	24,617.24	18,781.35
行业利润同比增长	21.21%	34.42%	28.19%	38.82%	54.41%	11.98%	20.97%	10.99%	31.07%	
销售利润率	9.61%	11.32%	10.57%	10.03%	9.12%	7.12%	7.56%	7.86%	8.31%	7.55%

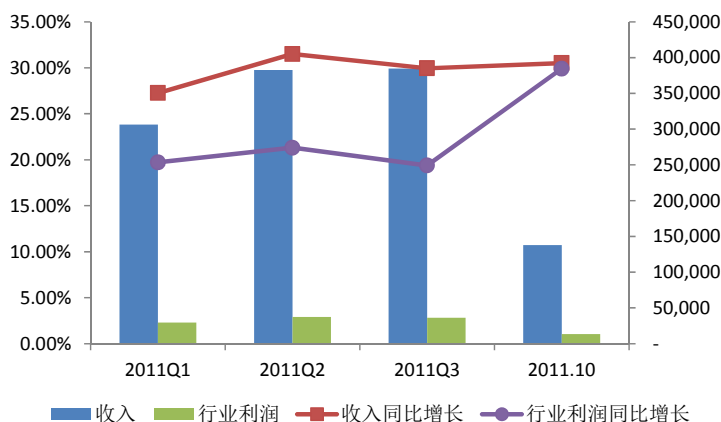
资料来源：国家统计局、CEIC，东方证券研究所

2011 年 1-10 月数据分析：悲观中孕育希望

总体看 2011 年数据并不乐观，虽然收入增速达到十年来最高，但是毛利率水平降至十年来最低，虽然整个行业费用管理的意图非常明显、三项费用率同样降到十年来最低，然而仍无法避免净利润增速步入低谷。这非常经典地体现出持续降价对行业的伤害：(1)招标以低价换市场，导致收入增速可观，但是毛利率低下；(2)企业不得不控制费用，短期可能取得效果，但是从企业长期竞争力看，人才投入、研发费用等都是关键，若一味控制费用可能导致我国医药行业竞争力的进一步下降；(3)最终反应到利润上，增速又步入低点。

但是结合 1-10 月的具体数据，我们认为行业在悲观中孕育着希望。

图：2011 年医药行业收入和利润及其同比增速

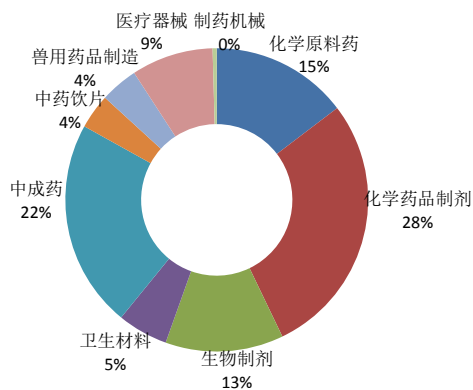


资料来源：国家统计局、CEIC，东方证券研究所

收入增速仍然值得肯定，今年保持在接近 30% 的水平，超出行业预期。年初中国医药工业信息中心预测未来几年医药行业收入增速平均在 24% 左右，可见医药行业终端需求依然良好。

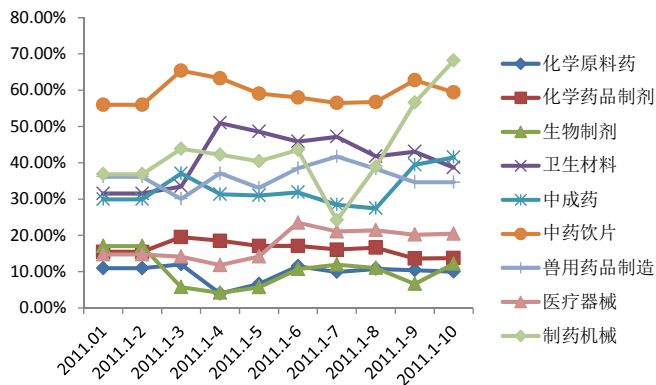
不过前三季度的利润增速仅有 20% 左右，为 07 年以来的最低点。一方面行业继续受到降价的影响，另一方面“安徽模式”又加剧了这种影响的程度，市场对行业的悲观也因此而来。但从悲观中看到的希望是，10 月份的数据同比有了较高的回升，利润增速恢复到与收入增速相当的水平。我们认为宏观环境下的通胀情况好转、中观环境下的中药材价格下降均是影响因素。

图：2011 年 1-10 月分行业利润总额占比



资料来源：国家统计局、CEIC，东方证券研究所

图：2011 年 1-10 月分行业利润总额增速



资料来源：国家统计局、CEIC，东方证券研究所

占比较高的子行业中化学制剂、生物制剂、中成药和医疗器械利润率均向好：

其中化学制剂行业 1-10 月份累计实现销售收入 3296.41 亿元，同比增长 24.64%，环比 1-9 月份增速下降 0.15 个百分点，实现利润总额为 354.68 亿元，同比增长 13.77%，环比 1-9 月份增速上升 0.13 个百分点，整体收入增长继续保持稳定，利润增速有企稳回升迹象，其中生产成本下降是主要原因，1-10 月份累计生产成本增速为 27.64%，环比 1-9 月份下降 0.9 个百分点。

其中生物制剂行业 1-10 月份累计实现销售收入 1223.69 亿元，同比增长 27.27%，环比 1-9 月份增速下降 1.41 个百分点，实现利润总额为 158.50 亿元，同比增长 12.18%，环比 1-9 月份增速上升 5.56 个百分点，收入增速基本稳定，利润增速大幅回升主要得益于管理费用的节省，1-10 月份管理费用同比增长 22.4%，环比 1-9 月份下降 2.85 个百分点。

其中中成药行业 1-10 月份累计实现销售收入 2611.70 亿元，同比增长 37.47%，环比 1-9 月份增速上升 1.81 个百分点，实现利润总额为 278.82 亿元，同比增长 41.48%，环比 1-9 月份增速上升 2.07 个百分点。利润增速大幅加快一方面受益于中药材价格下降带来的毛利率提升，另一方面管理费用节省明显，在收入增速提快的情况下，1-10 月份管理费用的增长幅度与 1-9 月份持平。

其中医疗器械行业 1-10 月份累计实现销售收入 1072.36 亿元，同比增长 27.58%，环比 1-9 月份增速下降 0.60 个百分点，实现利润总额为 109.95 亿元，同比增长 20.44%，环比 1-9 月份增速上升 0.28 个百分点，收入和利润增速均基本保持平稳。

表：医药行业 2011 年 1-10 月累计数据

	2011.1-10	2011.1-9	2011.1-8	2011.1-7	2011.1-6	2011.1-5	2011.1-4	2011.1-3	2011.1-2	2011.01
收入	1,211,639.94	1,073,918.04	936,314.59	811,200.00	689,118.47	549,616.00	427,307.00	306,462.44	187,394.00	187,394.00
收入同比增长	29.80%	29.71%	30.21%	29.51%	29.58%	28.74%	28.36%	27.26%	24.06%	24.06%
成本	866,539.14	766,446.33	669,752.06	578,534.00	488,105.61	386,808.00	299,752.00	213,123.81	130,597.00	130,597.00
毛利率	28.48%	28.63%	28.47%	28.68%	29.17%	29.62%	29.85%	30.46%	30.31%	30.31%
税金及附加	7,979.68	6,973.60	6,114.94	5,326.00	4,365.81	3,609.00	2,780.00	2,012.90	1,197.00	1,197.00
营业费用	128,263.64	113,297.13	102,209.12	86,134.00	73,687.81	60,041.00	47,348.00	34,704.62	22,138.00	22,138.00
营业费用率	10.59%	10.55%	10.92%	10.62%	10.69%	10.92%	11.08%	11.32%	11.81%	11.81%
管理费用	73,541.36	65,489.05	57,467.63	49,782.00	42,109.91	34,273.00	27,229.00	20,110.60	12,854.00	12,854.00
管理费用率	6.07%	6.10%	6.14%	6.14%	6.11%	6.24%	6.37%	6.56%	6.86%	6.86%
财务费用	11,163.46	9,830.26	8,704.80	7,592.00	6,430.38	5,189.00	4,204.00	3,133.81	2,008.00	2,008.00
三项费用率	17.58%	17.56%	17.98%	17.69%	17.74%	18.10%	18.44%	18.91%	19.74%	19.74%
利润总额	120,600.29	106,971.51	91,478.97	80,267.00	69,475.52	54,443.00	42,375.00	31,318.60	18,656.00	18,656.00
亏损额	4,213.04	3,909.16	3,673.10	3,212.00	2,708.72	2,420.00	2,204.00	1,680.31	1,350.00	1,350.00
行业利润	116,387.24	103,062.35	87,805.87	77,055.00	66,766.80	52,023.00	40,171.00	29,638.29	17,306.00	17,306.00
行业利润同比增长	21.21%	20.17%	19.16%	19.10%	20.60%	17.35%	16.45%	19.72%	22.14%	22.14%
销售利润率	9.61%	9.60%	9.38%	9.50%	9.69%	9.47%	9.40%	9.67%	9.24%	9.24%

资料来源：国家统计局、CEIC，东方证券研究所

我们认为中药材价格下降等因素很可能维持到明年，而十二五规划中针对医药各个子行业的实质性政策也不断出台，预计将使行业从降价的负面影响中获得一定解脱。

2011 年政策整体偏空

前言：在我国，医药行业可能是国有大型企业最少的领域之一，这在造就市场充分竞争的前提下，行业亦缺乏有实力的政府代言人，地方和国家一方面把当地扶持医药企业发展作为补充财政收入的

重要手段，另一方面把药价调整当成惠民政策的核心之一，偏空和偏多两个方向让医药企业这条大船左右摇摆，很不幸，2011 年政策是整体偏空的。

“十二五” 奠定创新基调

2011 年 11 月底科技部牵头起草的《“十二五” 医学科技发展规划》、《“十二五” 生物技术的发展规划》、《“十二五” 先进生物制造科技发展专项规划》相继出台，以及近期内将要发布的《“十二五” 医疗器械产业科技发展专项规划》，对我国医药创新具有巨大的推动作用，将极大地改善我国目前处于低水平仿制阶段的医药研发状态，中药现代化，干细胞与再生医学技术、新型体外诊断仪器设备与试剂，新型疫苗，针对恶性肿瘤、心脑血管疾病等非感染疾病研制治疗性疫苗和抗体药物，生物医用材料等将成为政策极力推动的领域。

表：2011 年科技部发布的医药行业“十二五” 规划

政策名称	颁布日期	内容
《“十二五” 医学科技发展规划》	2011 年 11 月 15 日	我国将进一步加大医学领域的科技投入，加快医学科技发展。《规划》提出以重大新药、医疗器械、中药现代化为核心，发展生物医药战略性新兴产业，提高中高端医疗产品的国产化能力，提升产业规模和技术竞争力，在促进经济发展的同时，为提高医疗服务能力提供产业支撑。
《“十二五” 生物技术的发展规划》	2011 年 11 月 28 日	规划指出我国生物技术发展的目标是：生物技术自主创新能力显著提升，生物技术整体水平进入世界先进行列，部分领域达到世界领先水平。规划的重点任务中提出要研发一批重大生物技术新产品和技术系统，建设一批医药产业技术创新战略联盟，涉及中药现代化，干细胞与再生医学技术、新型体外诊断仪器设备与试剂，新型疫苗，针对恶性肿瘤、心脑血管疾病等非感染疾病研制治疗性疫苗和抗体药物，生物医用材料等。
《“十二五” 现代生物制造科技发展专项计划》	2011 年 12 月 02 日	初步建成现代生物制造创新体系，突破一批核心关键技术，提升生物制产业技术水平与国际竞争力，带动形成现代生物制造产业链，生物制造领域技术水平进入世界先进行列。重点发展生物催化与生物转化的基础科学问题，人工生物体与细胞工厂创建的科学基础及生物过程工程化的科学问题。
《“十二五” 医疗器械产业科技发展专项规划》	近期将出台	《专项规划》对高中低端医疗器械各有扶持。基层医疗涉及的重点基础装备有 10 类，并有望推广适合国情的质优价廉的超声彩超类设备；在高端产品领域重点解决高值耗材问题，并争取实现定价权；医疗器械服务业务将得到支持。

资料来源：科技部，东方证券研究所

结构调整为主，实现产业升级

2011 年 5 月由商务部出台的《“十二五” 全国药品流通行业发展规划纲要》主要思路是鼓励通过兼并、收购等方式提高行业集中度，由工信部牵头制定的将《医药工业“十二五” 规划》也将于近斯出台，该规划以结构调整和转型升级为主线，鼓励自主创新，增强核心竞争力，政策的出台有望提升行业利润率，有利于区域性医药龙头企业做大做强。

表：2011 年发布的医药行业“十二五”规划

政策名称	颁布日期	内容
《“十二五”全国药品流通行业发展规划纲要》	2011 年 5 月 5 日	明确了行业发展的“十二五”时期的总体目标和主要任务：一是提高行业集中度，调整行业结构；二是发展药品现代流通和经营方式，加强对外交流合作；三是规范药品流通秩序，加强行业信用建设；四是加强行业基础设施建设，提升行业发展水平。《规划纲要》明确具体的发展目标，到 2015 年：形成 1-3 家年销售额过千亿元的全国性大型医药商业集团，20 家年销售额过百亿元的区域性药品流通企业；药品批发百强企业年销售额占药品批发总额 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 60% 以上。
《医药工业“十二五”规划》	近期将出台	《规划》提出医药工业的发展目标：产业规模平稳较快增长，工业总产值年均增长 20%，工业增加值年均增长 16%，工业总产值增长 20%，相当于“十二五”末产值达 31000 亿；确保基本药物供应；技术创新能力增强。《规划》提出了生物技术药物、化学药新品种、现代中药、先进医疗器械、新型药用辅料、包装材料及制药设备等五大重点发展领域。
《中药产业“十二五”规划》	近期将出台	《规划》将重点支持治疗性常见病、重大疾病的创新药物品种的产业化、优质原料药材生产基地的建设和中药制药过程质量控制先进技术的综合示范应用。重点扶持四大板块分别为：产业技术服务平台；综合信息服务平台；生产基地建设；现代仓储体系建设。其中技术服务平台由中国医科学院和北京大学承担，扶持资金 1500 万元；信息服务平台由中药材天地网承担，扶持资金 1500 万元。

资料来源：科技部，东方证券研究所

抗菌药物监管趋严 医院操作已接近指标

卫生部 2011 年 4 月发布《抗菌药物临床应用管理办法（征求意见稿）》，并要求 7 月 1 日开始实施，然而正式管理办法一直没有出台，经过政府和企业的商讨与博弈后，8 月份卫生部又公布了调整后的《抗菌药物临床应用管理办法（征求意见稿）》，取消了对医疗机构抗生素品种的限制，并将制定分级目录的权限下放到各卫生机构，由各卫生机构负责采购、技术标准的制定。

新的征求意见稿平衡了企业和地方政府的利益，但在实际的执行过程中，“三级综合医院抗生素种类原则上不超过 50 种，二级综合医院抗生素种类原则上不超过 35 种”这两个指标得到很多医疗机构的执行。最终版本的《管理办法》即将出台，我们认为抗生素滥用将得到一定控制，但抗生素行业内存在结构性调整，政策鼓励使用品种和中标价格符合基层市场需要的品种有望迎来新一轮发展机会。

表：2011 年抗菌药物管理办法动态跟踪

政策名称	颁布日期	内容
《抗菌药物临床应用管理办法（征求意见稿）》，	2011 年 4 月	1、限制各级医院使用抗菌药物品种数量；2、医疗机构对抗菌药物实施分级管理制度；3、限制医疗机构抗菌药物使用率。三级医院不超过 50 种，二级医院不超过 35 种。同一通用名称注射剂和口服剂各不超过 2 种，处方类同的复方制剂 1 种~2 种。医疗机构住院患者抗菌药物使用率不得超过 50%；清洁手术预防使用抗菌药物百分率不超过 30%，外科手术预防使用抗菌药物应在术前三十分钟至两小时内给药，清洁手术用药时间不应超过 24 小时。门诊抗菌药物处方比例不得超过 15%。
《抗菌药物临床应用管理办法（征求意见稿）》	2011 年 8 月	取消了前版征求意见稿关于三级医疗机构不超过 50 个品种、二级以上医疗机构不超过 35 种的规定；卫生部负责制定分级目录,改由卫生机构成立的抗菌药物管理机构负责采购、技术标准制定等的管理。
《抗菌药物临床应用管理办法》，	近期出台	该办法目前已经进入到文件修订程度，将明确提出具体管理指标。

资料来源：卫生部，东方证券研究所

基药扩大覆盖面 公立医院改革在即

为落实《中共中央 国务院关于深化医药卫生体制改革的意见》和《国务院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》精神，建立国家基本药物目录遴选调整管理机制，发改委、卫生部等 9 部委 2009 年 8 月 18 日发布了《关于建立国家基本药物制度的实施意见》，这标志着我国建立基本药物制度工作正式的实施，如今 2011 年即将过去，从各省的实施情况来看，药价确实得到了有效控制，截至目前，全国已有 29 个省份出台了新的基本药物采购文件，其中 18 个省份已新机制的要求完成了新一轮的采购工作，8 个省份正在开展采购工作。

表：各省份基本药物招标采购情况汇总

省份	采购开始日期	进展状态
甘肃		2012年1月1日起，所有县级以上医疗机构实施基本药网上集中采购
安徽	2011.06	已完成新一轮采购工作
山东	2011.06	已完成新一轮采购工作
四川	2011.07	已完成新一轮采购工作
内蒙古	2011.09	已完成新一轮采购工作
黑龙江	2011.07	已完成新一轮采购工作
湖北	2011.06	已完成新一轮采购工作
山西	2011.10	已完成新一轮采购工作
江西	2011.10	已完成新一轮采购工作
宁夏	2011.08	已完成新一轮采购工作
云南	2011.06	已完成新一轮采购工作
河南	2011.08	已完成新一轮采购工作
广西	2011.08	已完成新一轮采购工作
辽宁	2011.09	已完成新一轮采购工作
河北	2011.10	已完成新一轮采购工作
吉林	2011.10	已完成新一轮采购工作
青海	2011.12	新一轮采购工作正在进行中，采购中心与中标企业签订购销合同

新疆	2011.11	已出台新的基本药物采购文件，正在开展采购工作
贵州		基药招标工作仍在进行中，经济技术标书评审结果正处于公示阶段
江苏		中标结果已公示，中标企业将于2012年1月10日在采购平台上签订购销合同并提交配送方案
浙江		采购工作仍在进行中，正在进行签订药品购销合同阶段，即将进入网上交易阶段
湖南		正在进行中标药品采购合同递交、配送关系建立等工作
北京		尚未进行新一轮基药采购工作
天津		拟于近期开展新一轮基药采购工作
上海		中标目录已公布，采购工作将于2012年开展，并由医保进行采购
福建		第八批药品集中采购工作仍在进行中
广东		新一轮基药采购工作已进入招投标阶段
海南		新一轮基药采购拟中标结果正在公示期
重庆		正在开展新一轮基药产品申报工作
西藏		未进行新一轮招标采购工作
陕西		新一轮基药招标正处于评标、议标阶段

资料来源：各省物价局 东方证券研究所

由于基药制度在各地执行时差别较大，各省市的集中采购文件略有不同，招标评价方式主要可以分为安徽模式和上海模式，其它省份基本是在二者的基础上稍做改动：

- **安徽模式**：安徽省招标率先采用了“双信封”制度和“单一货源承诺”，企业投两份标书，经济技术标和商务标，只有经济技术标评审合者才能进入商务标评审，而商务标评审由价格最低者中标。这种“唯低价论”导致了大量超低价中标的情况，这种模式也造成了部分优质企业弃标的情况，因此备受争议。
- **上海模式**：上海招标采用了“综合评价”法，评价要素包括质量、信誉、服务、价格等几方面组成，综合打分后，基层医疗机构在中标品种中选价格分值最高者，同时上海模式重视专利药物的独立评审，此举防止了单纯拼药品价格的恶性竞争，为质量高、价格合理的企业提供了机会，因此上海模式企业降价的动力要小，这也和上海较高的医疗保障水平相符。

部分省市将基药招标应用于所有医疗机构，即所有医疗机构都必须采购中标企业的基药，如云南、湖北等，如果未能中标，则失去了在全省的份额，这也加大了投标企业的压力。截至目前，实行基本药物制度的政府办社区卫生服务机构已达 95%以上，覆盖约六成城市社区卫生服务中心，其数量占全国社区卫生服务机构总数的 60%左右。深化医改三年任务已到尾声，药品价格也得到有效控制，但基本药物制度的供应、招标以及数量都存在一些问题，这些也是未来医改将要进一步探讨的方向。卫生部部长在全国药监工作会议上表示，下一步国家基本药物目录将进一步扩大，能够适应所有医疗机构用药。从 2012 年起，公立医院改革将由“局部试点”转向“全面推进”，医改将全面步入深水区，“以药补医”有望逐步消除。

系列限价政策出台

2011 年发改委先后两次对部分药品的最高零售价格进行限制，主要针对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，以及激素、调节内分泌类和神经系统类等药品价格。这类药品基本都是医院的常用药，在一定程度上缓解了“看病贵”的问题。这些限价的药品主要针对外资公司和合资公司，但为了顾及生产厂家的药品成本，仍留有一定利润空间，对上市公司影响有限。

12月2日发改委公布新版《药品差比价规则》，对比05版规则，新版增加了一些新的剂型并小幅调整了部分剂型的换算比值。由于新版规则变化幅度不大，而且目前中标价格与最高零售价仍有差距，因此新规对药品的价格影响有限。

表：2011年发改委发布的限价政策

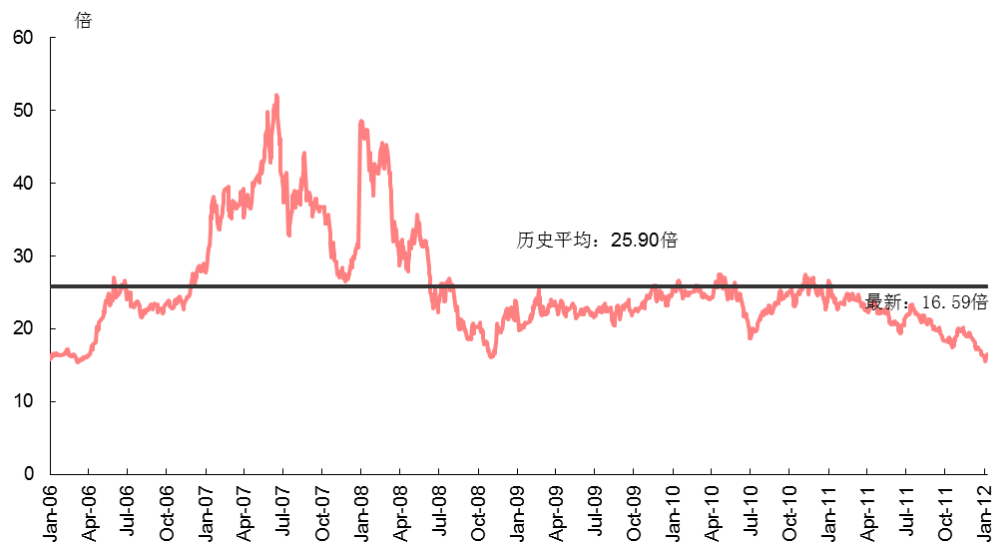
政策名称	公布日期	内容
《关于调整部分抗微生物类和循环系统类药品最高零售价格的通知》	2011年3月7日	1、降低抗微生物类和循环系统类药品最高零售价格。由各省、自治区、直辖市价格主管部门按照《药品差比价规则（试行）》及有关规定，制定公布在本行政区域内执行的最高零售价格；2、各医疗卫生机构、社会零售药店及其他药品生产经营单位销售相关药品的价格不得超过这次公布的价格；3、取消已停止生产或进口的个别单独定价药品价格。该通知涉及162个品种、近1300个剂型规格的药品的最高零售价。
《关于调整激素、调节内分泌类和神经系统类等药品价格及有关问题的通知》	2011年8月6日	1、降低部分激素、调节内分泌类和神经系统类等药品最高零售价格；2、未列示价格和剂型的，由各省、自治区、直辖市价格主管部门按照《药品差比价规则（试行）》，制定公布在本行政区域内执行的最高零售价格；3、各医疗卫生机构、社会零售药店及其他药品生产经营单位销售相关药品的价格不得超过此次公布的价格；4、取消部分已停止生产或进口的药品价格。该通知涉及82个品种、400多个剂型规格。
《药品差比价规则》	2011年11月17日	按照药品通用名称，选择有代表性的剂型规格制定最高零售价格，其他剂型规格以代表品为基础，按照合理的差价比价关系核定价格。
《药品出厂价格调查办法(试行)》	2011年11月9日	发改委将对定价范围内的药品开展出厂价格调查，具体调查工作由药品价格评审中心具体实施或委托省级价格主管部门实施。药企应按调查要求如实填报《生产企业及药品基本情况调查表》和《药品出厂价格调查表》，调查人员根据企业实际生产情况核实调查药品规格，并选取具有代表性的1至2个规格开展调查。调查内容包括药品出厂价、现行零售价及销售等有关情况；出厂价包括最高和最低出厂价以及平均出厂价格；现行零售价项目分为国家定价、产地省定价和企业定价；销售情况细分为销售收入、销售数量以及销售人员数量。

资料来源：发改委，东方证券研究所

估值处于历史底部，塑造安全边际

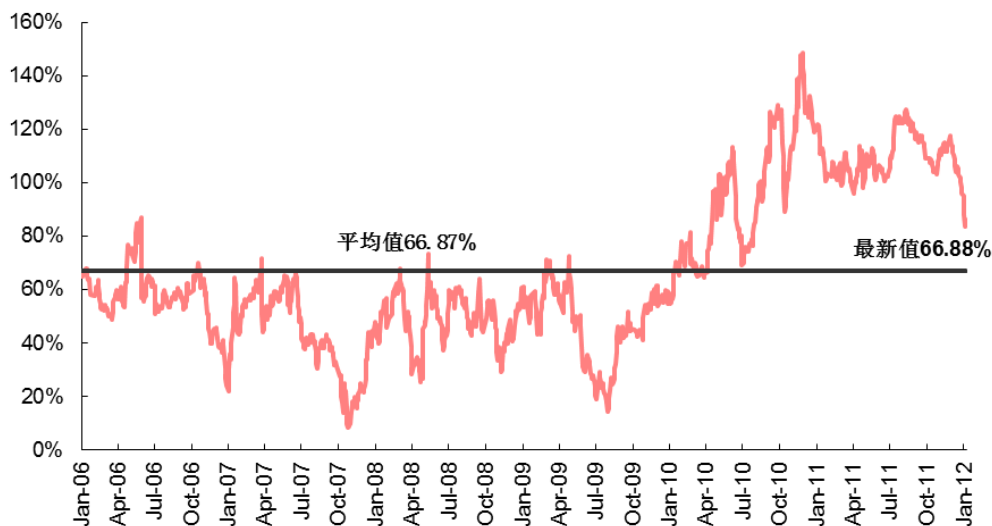
从估值上来看，医药板块的滚动市盈率已经处于2006年以来的历史低位，为17倍，并创出年内新低，同时非常接近2008年金融危机时的历史最低点。从溢价率来看，医药板块滚动预测市盈率相对于上证A股的溢价率为100.02%，仍然高于06年以来的平均水平，但已经回落到今年内的低点。考虑到医药行业未来十年成长性特点在所有子板块中较为确定，目前的估值水平已经较为安全。

图：医药板块滚动预测市盈率的历史走势



资料来源：朝阳永续 东方证券研究所

图：医药板块滚动预测市盈率相对于上证 A 股的溢价



资料来源：朝阳永续 东方证券研究所

2012 年观点：低估值下逐步配置优选标的

- 自今年 8 月份开始，医药行业利润增速回升迹象明显，其中两条主线愈发明晰，一个是化药制剂行业利润增速止住下滑态势，开始企稳回升，另一个是中成药行业利润增速节节攀升；

- 绝对动态估值处于 06 年以来的历史低位，并已经无限接近 08 年金融危机的历史最低位，相对于大盘的溢价率也创年内低点，估值存在明显安全边际；
- 医改进入深度试水区，尽管对于医药企业仍然有降价压力等，但在结构性调整的背景下，行业收入保持 20% 以上的增长仍是主线，优秀的制药企业将逐渐拉开与普通药企的差距，“大锅饭时代”将一去不复返。

三个方面的论据支持下，我们看好 2012 年医药板块优选标的的走势，其中化药领域建议关注恒瑞医药、双鹭药业、华东医药、通化东宝、一致药业、人福医药和恩华药业等，医疗服务领域建议关注爱尔眼科、通策医疗和迪安诊断（未评级）、特色原料药领域建议关注海正药业、海翔药业和华海药业（未评级）、中药领域建议关注康美药业、天士力、江中药业、上海凯宝、昆明制药和红日药业等，医药大健康领域建议关注云南白药、汤臣倍健和山大华特等。

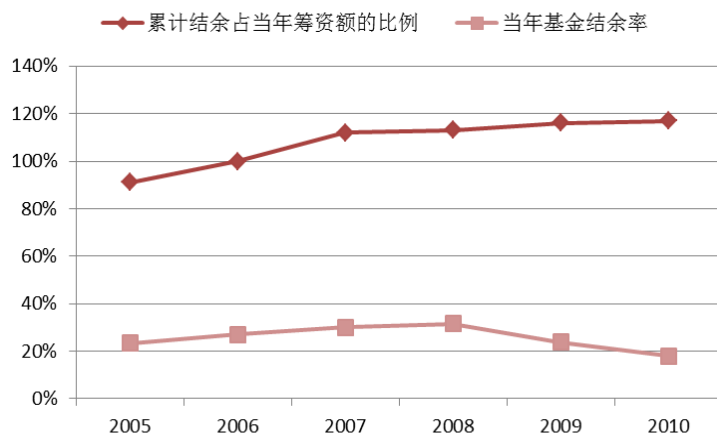
化学药行业

► 政策层面：医保支出进入精细化管理时代

短期来看，城镇职工医保基金结余率仍偏高，足额医保是处方药增长的推动力。2010 年基金结余率达到 18.87%，累计结余率更高达 117%，从国际上来看，美国等发达国家的医保基金结余率基本控制在 10% 左右，相较之下，我国城镇职工医保基金结余率略显偏高，未来仍有一定的下降空间。

城镇职工医保基金结余率偏高为继续扩大医保支出留出空间，具体操作方法包括降低享受医疗保险待遇的门槛，提高统筹基金支付的比例，降低个人负担水平，适当扩大基本医疗保险受益范围等等。还有一些地方可能会出台补充性政策的办法来提高医疗保险待遇水平，另外如对于医疗费用个人负担较重的参保对象，可以享受二次补偿的优惠待遇。医保支出额增速 1-2 年内我们认为仍然在 20% 以上，成为处方药市场增长的推动力。

图：城镇基本医保基金结余率仍偏高



资料来源：人保部 东方证券研究所

长期来看，医保的精细化管理将成为趋势，一方面医保覆盖率已经接近饱和，2010 年末我国医保基金覆盖了 94.58%的人口，进一步上升的空间较小，另一方面在老龄化趋势下，退休人员不断增加，而缴费人数相应减少，因此在两方面因素下，医保支出将逐渐接近医保收入，为此医保的精细化管理将成为人保部的必然选择。

- **医保预付：**过去多年，我国采用的是“医保后付制”，就是在每年年底，医保部门根据病人在某医院的医保支出来支付，这种无节制容易导致医保费用的滥用，为此目前以上海为试点龙头的医保预付制正在重点推行，即根据基本医疗保险基金预算情况、医疗机构服务能力，基本医疗保险经办机构在年初预算一笔“医保总费用”交给医院。
- **门诊按人头，大病按病种：**在总额预付基础上的门诊按人头付费和住院按病种付费制度，按预先商定的每个疾病(或疾病组)的付费标准、每个服务人口的付费标准向医疗服务提供方付费。这种制度设计可以有效规范临床用药、避免药物滥用，同时实现医保费用的可控。

➤ 需求层面：明显刚性，关注疾病谱变化

化学药行业所面对的需求明显刚性，其中老龄化趋势仍是关键推动因素，2010 年后我国将不得不面临人口老龄化进程明显加速的局面，相对应的即是 2011 年即使利润增速一路下降，化学药行业收入增速一直稳定在 25%左右，显示出需求的旺盛。

在需求上升的情况下，疾病谱的变化将成为细分行业增速出现分化的关键。疾病谱变化是世界性的问题，全球化拉近了世界各国的距离，也极大的改变了当地居民的生活环境、生活习惯以及饮食结构，且这种变化还在进行中，众多致病因素的叠加导致了疾病谱的变化，目前我国许多病种的发病率和致死率与二十年前相比已经有了很大的改变，未来十年这一变化仍会继续，其中预计糖尿病、高血压、高血脂及其衍生出的并发症包括精神类疾病均将逐渐成长起来。

表：2008 年全球、美国和中国处方药领域排名前十用药类别

	全球	美国	中国
1	抗肿瘤药	抗精神病药	抗感染药
2	降血脂药	降血脂药	心血管系统用药
3	呼吸系统药	质子泵抑制剂	血液和造血系统用药
4	抗糖尿病药物	抗抑郁药	抗肿瘤药
5	质子泵抑制剂	血管紧张素拮抗剂	消化系统用药
6	血管紧张素拮抗剂	单克隆抗体	免疫调节剂
7	抗精神病药	抗关节炎药	神经系统用药
8	抗抑郁药	促红细胞生成素	内分泌及代谢调节用药
9	抗癫痫药	人胰岛素类似物	骨骼与肌肉用药
10	自身免疫剂	抗凝药	呼吸系统药物

资料来源：PDB IMS

➤ 关注特色处方药品种、战略性配置恒瑞医药

我们认为，随着国家医改包括医保预付以及按病种付费等制度的推行，未来在医院市场生存的西药制剂企业将面临结构性的调整，其中专科、在临床上具备不可替代性的一系列品种将在未来两到三年的淘汰中得到茁壮成长，同时创新品种和高端仿制药品种将成为临床医生的优选。标的选择方面，建议关注恒瑞医药、双鹭药业、华东医药、通化东宝、一致药业、人福医药等，其中恒瑞医药未来两年将在“创新+全球化”战略下逐步进入丰收期，目前价位下存在战略性配置机会。

重点跟踪公司之一：恒瑞医药

- **创新药业务稳步规划进行。**在内分泌领域，今年6月获得艾瑞昔布的批文，推广工作从8月份就已经开始，公司正在各大医院的类风湿科进行四期临床，让医生更熟悉了解产品，我们预计明年将开始贡献收入；在肿瘤药领域，阿帕替尼走绿色通道，已经经过江苏省的审批报药监局，我们预计明年中期有望拿到生产批文，同时进行的肺癌和胃癌三期临床预计在明年年初完成，向SFDA申报在明年下半年可以看到结果，因此我们预计阿帕替尼有望在明年年底正式上市，未来这两个创新药均有望达到十亿级规模。
- **拓展老产品成长空间。**公司一方面积极拓宽产品受众，正从单一科室的销售走向多科室，之前肿瘤药基本集中在肿瘤科室，最近非肿瘤科室的肿瘤药市场开拓进展顺利，妇产科和泌尿科等的肿瘤药用量在上升，另一方面加大销售队伍的覆盖范围，从中心城市向周边城市扩展，如近期对常用药如厄贝沙坦等进行社区的大力推广。
- **造影剂有望持续保持快速增长。**新建造影剂车间已顺利通过国家新版GMP现场认证，是国内第一批通过新版GMP现场检查的厂家，去年新上市了碘克沙醇，这个用于心脏介入性治疗诊断的造影剂，今后市场前景值得看好。公司规划未来围绕核磁造影和CT造影打造6-7个品种，并在2015年达到15-20个亿的销售规模，有望成为继手术用药后下一个快速增长的细分领域。

投资策略：今年公司在创新业务和制剂出口两个领域均收获希望，一类新药艾瑞昔布进入市场，伊立替康拿到美国市场准入证，展望明年两年，我们预计公司在“创新+全球化”战略下将逐步进入丰收期，未来股价不缺乏催化剂。我们预计公司2011-2013年实现归属于母公司股东的净利润为9.09亿元、11.23亿元、13.57亿元，每股收益为0.81元、1.00元、1.21元，继续给予公司买入的投资评级。

重点跟踪公司之二：华东医药

- **百令胶囊有望做到10个亿销售规模。**百令胶囊今年上半年实现销售收入增速在50%，由于产能受限、部分地区一度出现断货情况，因此实际增速可能更高，我们预计今年能够达到4-5个亿的销售规模，未来公司规划做到10个亿。百令胶囊实现高速增长的主要原因在于公司成功拓宽了产品的适应症和科室开发范围，百令胶囊之前主要在移植科和呼吸科，现在适应症扩大到肿瘤、肝硬化、糖尿病等多个领域，且是长线用药，需要患者经常使用，另外百令胶囊的成分主要是氨基酸和多糖，取自冬虫夏草，许多患者购买后做保健功能使用，我们草根调研了解到，许多消费者到医院明确要求多开几盒百令胶囊方便平时服用，我们认为未来该产品仍有充足成长空间。
- **阿卡波糖明年有望延续今年的增长趋势。**阿卡波糖是口服糖尿病用药领域的第一大品种，市场前景看好，跟随拜耳的战略方针能够让公司享受到市场扩容和跨国公司强力推销带来的用药需求增加。尽管明年会有国内厂家报出同类品种，但公司也作了相应准备，一方面是剂型开发，预计咀嚼片剂型上市，另一方面公司一直在经营学术营销，在医生认可度方面积累了一定基础。另外在上海阿卡波糖纳入基药社区目录，会贡献一定的增量，因此我们认为明年有望延续今年的增长趋势。

- **股改承诺得到解决仍然值得期待。**公司股改承诺问题一直未得到解决，影响了公司中长期的发展，目前来看，两方面的因素值得投资者关注，一方面公司控股股东远大集团的股权结构正在发生积极变化，目前远大的循环持股问题已经得到解决，随着实际控制人的逐步清晰，远大对下属上市公司华东的发展将更为关注，另外随着杭州市城区的发展，公司现有的祥符桥厂区面对周围环保压力逐步增大，预计未来几年间，厂区面积将会缩小三分之一左右，而向九阳生物进行部分产品生产的转移并不能解决根本问题，因此未来一到两年内存在公司重新建设新厂区的可能，对资金需求明显。我们判断在未来十二个月内无论是上市公司还是大股东有望继续推动股改承诺的解决。

投资建议：我们预计公司 2011、2012、2013 年每股收益为 0.95 元、1.17 元、1.45 元，在目前 2011 年动态市盈率不到 30 倍的情况下，业绩增长成为主旋律，股改承诺有望贡献催化剂，维持公司买入评级，在目前价位建议投资者积极关注。

医疗服务行业

我们认为，受到政策鼓励和内生需求旺盛这两大因素的影响，民营医疗服务行业在未来相当长的时间内将具有良好的成长前景；高端、专科集团化的医疗服务机构依然是目前阶段最佳的投资标的。在政策上，随着医改向深水区迈进，开放医疗服务市场已经成为推动公立医院改革不可或缺的政策需求；而老龄化和消费升级所带来的需求则有望在未来的 3-5 年内继续提供强劲的内生增长动力。我们看好医疗服务行业长期的成长前景。

➤ 政策层面：大方向已定 不断进行细化落实

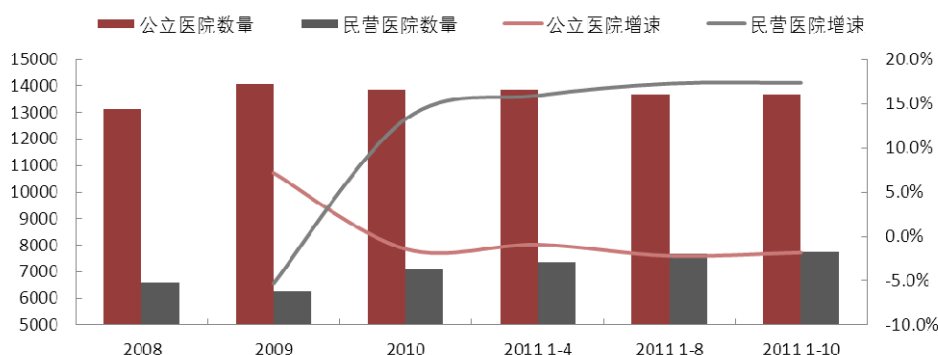
从近期的政策出台情况和我们与国家相关部门的交流情况来看，国家鼓励民营医疗机构的政策大方向仍然非常坚定，民营医院的发展对于推动公立医院改革具有非常重要的作用；虽然在一些地方政策的落实上可能有些偏差和滞后，但是行业的大政策面在未来的几年内预计将持续乐观。

- 1) **配套政策不断出台，平等待遇已非奢望：**自 2010 年 2 月开始出台的公立医院改革方案鼓励民营资本进入医疗领域后，国家和地方政府又相继出台了各项配套政策。在 2010 年末五部委《关于进一步鼓励和引导社会资本举办医疗机构的意见》（58 号文）中，明确提出要使民营医院在准入、执业、发展等方面享有与公立医院同等待遇。从实际情况中看，一些地区民营医院的医保定点的关键问题的确在 2011 年下半年迅速得以解决；虽然仍有一些地方政府在具体执行政策时仍有偏差，但我们分析，随着政策的推行，未来几年民营医院在经营方面的平等待遇将有望得到完全的尊重。
- 2) **民营非营利性最受鼓励，营利性机构当差异化经营：**58 号文指出，将鼓励社会资本举办非营利性医疗机构，支持举办营利性医疗机构。我们认为非营利性的机构在所有方面均将与公立医院共同，但其医疗服务和药品价格要执行政府规定；而虽然营利性机构要交所得税，但其提供的医疗服务可实现自主定价；对民营医疗机构将实行分类管理，引导民营机构向康复、养老、特需医疗等方向进行差异化竞争。从目前的政策动态来看，管理机构对非营利性医疗机构政策最为优惠，但管理也有可能深化；营利性机构的发展自由度可能更大，在差异化领域更有空间。
- 3) **基层医疗机构仍有困难：**基层的医疗机构改革目前遇到一些困难，一方面由于基层医生的分配制度改革仍在探索中，基层医生的积极性尚不能得到很好的保证；另一方面，由于种种原因，

基层医疗机构出现国有化的情况。我们认为，由于最基层的医疗机构承担了较多的公益性的责任，营利性民营医院可能并不具备太大的发展空间。

2010 年以来，在政策的鼓励下，民营医疗机构数量已经取得快速增长，卫生部统计的民营医疗机构已经接近 8000 家。但这些民营医疗机构的经营领域，规模和发展思路参差不齐，所承担的社会责任和自身定位的吻合度也不近相同。我们认为，国家在鼓励民营机构发展的同时，对于基础性医疗和非基础性医疗的差异化引导也将愈发明显：非营利性民营医院在政策上将与公立医院无异，但在管理上也会更为严格；而营利性医院虽然在所得税上没有优惠，但在经营和资本支配上可能更为自由。我们认为，营利性的专科、高端、集团化的发展模式仍然是资本市场首选医疗行业投资方向。

图. 我国民营医院数量近两年大幅增长

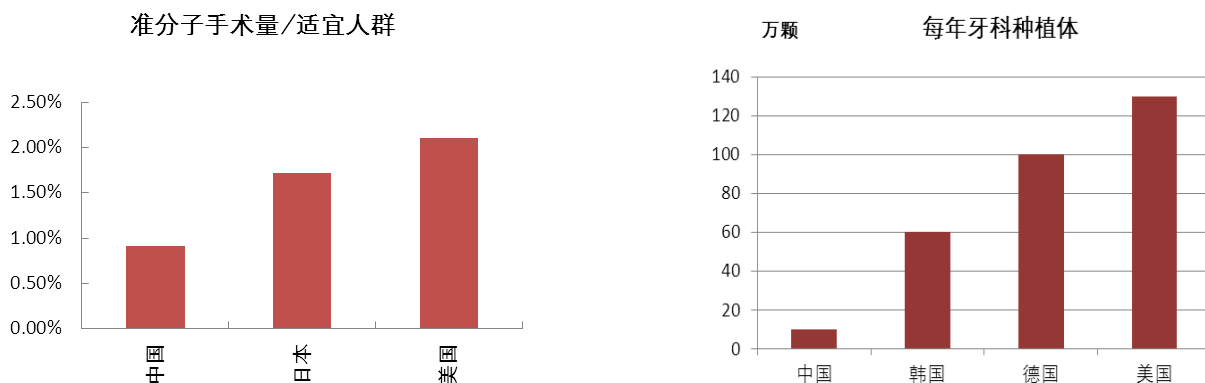


资料来源：卫生部，东方证券研究所

➤ 经营层面：关注内生性需求和自身实力

- 1) **特色专科和高端医疗需求旺盛。**根据我们近期的跟踪和交流，我们认为以老龄化和消费升级为驱动力的高端、专科需求依然十分旺盛。妇产、眼科、牙科领域的内生需求有望在未来几年保持较快的增长势头；而牙科、眼科等领域的产品升级过程仍有较大空间，预计仍将在未来升其单个服务项目的附加值。

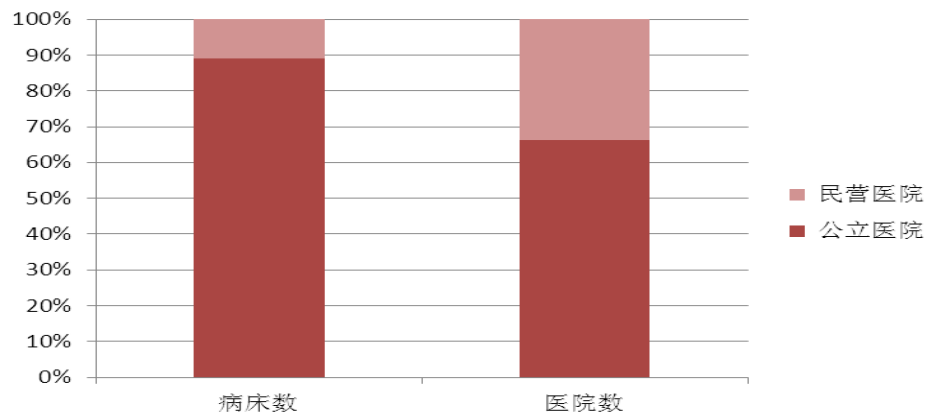
图. 眼科、牙科高端产品与国外对比



资料来源：东方证券研究所

- 2) **实力强的企业才能实现较快的扩张。**虽然很目前我国民营医院的数量已经接近 8000 家，已经相当于公立医院数量的 60%，但从床位数量来看，民营医院的床位数只有公立医院的 10%多一些，这说明大部分民营医院规模的还比较小。通过近期与多种民营医疗机构的沟通，我们认为，一些规模较小，技术实力不强的民营机构在吸引人才、对外扩张等方面仍然面临诸多实际挑战；而技术实力较强的专科机构，却借助自身的技术和管理输出，迅速的在全国进行扩张，很少索取更多政策优惠。因此在目前的政策环境下，具有技术和规模优势的企业会获得更快的发展空间，市场份额会进一步扩大。

图. 民营医院整体规模尚小



资料来源：卫生部，东方证券研究所

➤ 行业长期趋势坚定看好，唯短期估值较高

我们认为，目前的政策环境良好，已经不会成为民营医疗机构发展的掣肘，关注的焦点应该转向民营医疗机构自身的技术能力及行业需求的属性。从二级市场角度来看，我们依旧看好爱尔眼科（增持），通策医疗（买入）的发展前景，同时也建议关注迪安诊断（未评级）。这些公司内生需求旺盛，受国家管制程度小。通策和迪安由于利润基数小，容易受到短期费用的影响，但长期发展趋势很好，成长空间较大，如果短期由于费用上升导致利润波动，可能出现较好的介入时机；近期收购第一家民营三甲医院的开元投资（未评级）也值得关注。

我们认为医疗服务行业短期的风险主要是估值水平过高，利润增速或有波动，但长期的成长性相当确定。

重点公司之一：爱尔眼科

- **眼科市场需求旺盛 飞秒激光比例仍在上升。**同口腔一样，眼科的市场需求依然旺盛，尤其是以飞秒激光为代表的激光近视手术普及率仍有提高空间。另一方面在验光，白内障手术等领域，市场增长也很迅速。预计在内生性需求的带动下，公司的各个业务板块均能够保持快速的生长。
- **外延扩张持续进行。**目前公司已经有 30 余家连锁医院，其主动快速的可复制性在过往的扩张中得以体现。而且借助其上市公司的品牌和资金实力，其部分新院的亏损期也大幅缩短。我们预计爱尔眼科在 2012 年仍将保持较快的扩张速度，实现市场份额的较快提升。

- **股权激励是动力。**公司实施的股权激励将在 2012 年进入行权期，其较高的行权价预计将成为公司保持利润高速增长的重要动力，目前股价仍在行权价下方，具备一定的防守性。

我们维持公司 2011—2012 年 0.43 元、0.64 元的业绩预测，维持公司增持评级，同样建议积极关注估值变化，择机介入。

重点公司之二：通策医疗

- **业务板块逐渐成熟 成长路径清晰。**通策医疗经过了近 6 年的发展，其口腔医疗业务已经非常成熟。目前公司的口腔医疗业务已经形成了近 9 家分院，其中杭口院区的七家分院构成了公司的利润主体，预计凭借其技术领导力和持续的扩张，杭口院区依然能够保持稳定的行业增速；宁口在 2011 年实现了业务拐点，预计 2012 年进入新医院后将继续突飞猛进，2—3 年的时间将有望达到杭口目前的规模。公司通过收购成熟医院进行扩张的战略已经清晰，目前已经通过该方式进入了妇幼保健领域，预计未来在妇幼保健，牙科等领域仍有望实现外延扩张。
- **国内口腔市场远未成熟 辅助生殖市场空间大。**高附加值口腔服务如种植牙业务等在中国市场空间仍然很大，目前国内种植体数量大约仅有韩国的 1/3 不到，空间很大。而在妇幼板块，仅辅助生殖就有数百亿的市场，需求广阔。公司面对的是一片巨大的内需市场。

进入扩张期 注意估值因素：目前公司已进入扩张投入期，从目前相对估值的情况看，医疗服务板块整体估值较高，但考虑其持续的成长能力和目前的市值，估值波动反而能够提供较好的介入机会。我们维持其 2011—2012 年 0.43 元、0.61 元的盈利预测，维持公司买入评级，建议关注估值波动，择机介入。

特色原料药

我们预计，已经开始了几年的特色原料药的产业转移趋势仍将在未来 2-3 年内得到持续，仿制药竞争压力依然会迫使国外大型原研药企和仿制药企不断的进行生产转移。虽然 2011 年中国的人力成本和环保成本在不断上涨，但相比于印度，中国在产业连配套、能源支持、基础设施建设方面仍具有明显优势，越来越成熟的国际合作经验和软硬件条件也将是中国持续的受益于产业转移大潮。

► 中国承接转移能力持续加强

据估计 2012 年-2016 年，仅美国就将有累计 1000 亿美元以上的药品销售会面临仿制药竞争，而 2012 年，估计有超过 300 亿美元的原研药将会失去专利保护，因此未来的 2 年左右时间，我们可以预计国际药企的生产转移降低成本的需求依然会非常强劲，而亚洲尤其是中国在承接原料药生产上具有明显优势，并逐渐再向仿制药过渡。

目前，约有 25% 以上成熟的 API 制造商位于中国和印度，而且这些成熟的制造商的数量正在逐年增加。目前在亚洲，约 71.5% 的 API 来自于仿制药，其余来自专利药。在专利药领域，日本享有更大的市场份额，但随着专利药逐渐过期，中国和印度的市场将不断增大。

以中国为代表的亚洲企业，在生产成本上相对于欧美国家有巨大的优势，而且中国与印度相比，在 API 和中间体的 CMO、CRAMS 上面已经越来越具有竞争力。与 2006 年相比，2010 年中国专业化的 API 企业大幅增长，接近印度的水平。

图. 亚洲国家目前仍具备明显的成本优势（示意）

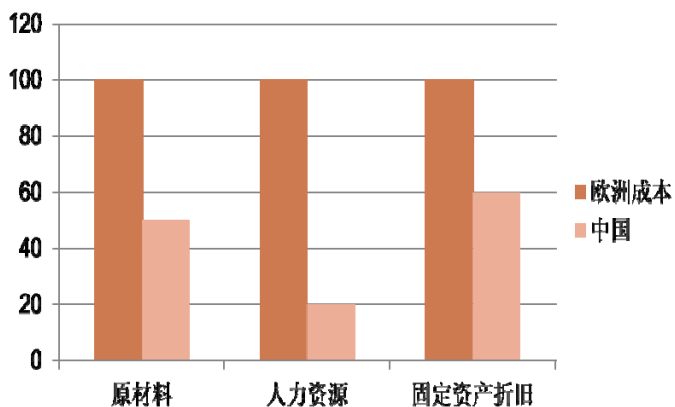
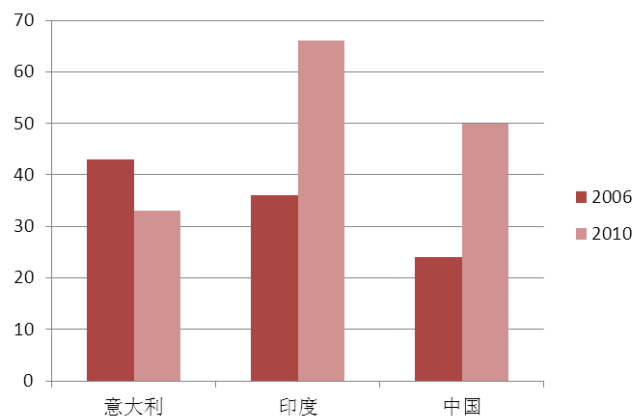


图. 中国成熟的 API 企业数量不断增加



资料来源：ThomsonReuters 东方证券研究所

➤ 上市公司预计也将持续受益

上市的浙江特色原料药企业是我国特色原料药行业的优秀代表,我们认为未来两年原料药生产的转移仍将保证这些公司实现较快的增长。

表. 上市特色原料药企业的部分合作伙伴

公司	目前状态	合作对象/附注
海正药业	已经有合作	Lily , Shering , Pfizer等
华海药业	已经有合作	Merck, Novartis等
海翔药业	已经有合作	Boehringer Ingelheim,潜在合作伙伴 (Pfizer等)
京新药业	已经有合作	估计为欧洲合作伙伴

资料来源：公司公告，东方证券研究所

此外,特色原料药也逐渐向下游仿制药或制剂加工领域发展,考虑到未来原研药不断失去专利保护,仿制药的出口或合作生产预计也将有很大的空间。华海药业已经公布获得多奈哌齐、氯沙坦钾等多个 ANDA 文号, 预计未来产品将继续丰富; 海正药业、海翔也均公告建设下游制剂产品线。我们认为, 向制剂领域拓展应是特色原料药企业发展的重要选项, 无论短期获得利润多少, 其对于特色原料药企业稳定产业链、打开发展空间均具有正面的意义。

➤ 近两年趋势仍可看好

我们认为已经开始了几年的特色原料药的产业转移趋势仍将在未来 2-3 年内得到持续, 具有技术和先发优势的企业仍将在未来 2-3 年保持较快的增长速度。我们维持海正药业、海翔药业买入的投资评级, 华海药业（未评级）亦将受益于沙坦的继续放量, 其制剂出口进度值得关注。

重点公司之一：海翔药业

- **短期不利因素逐渐褪去，四季度开始增速回升。**今年前三季度公司业绩增速明显下滑的原因主要是：BI 的订单大幅波动，期权费用影响，所得税因素，以及原材料和人员成本的上升。但从公司的全年预增情况来看，全年仍然有 20%-50% 的增长，显示公司四季度开始经营有明显好转。这是符合我们预期的，主要原因是 BI 订单开始逐渐恢复、所得税因素在四季度已经公告冲回（川南公司重新获得高新认证）。从短期的增长来看，我们仍然认为培南系列的较快增长（主要是下游中间体，我们预计至少将保持 30% 以上），BII 合作的明显回升（去库存结束，终端销售良好，我们预计订单较今年将有成倍的恢复性增长），以及克林霉素、伏格列波糖等其他品种的稳步增长（20% 以上）将是 2012 年的主要增长动力。
- **长期发展战略清晰，2013 年增长有望提速。**公司长期战略规划清晰，从一年以上的时间看，公司业务板块将从目前的以合成板块为主，逐步扩展到合成、发酵、制剂三大业务板块。在合成板块中，BI 等国际合作预计将在 2013 年取得高速增长，4AA 下游产品将进一步丰富，其他高端 API 也有望在 12-13 年开始贡献业绩；在发酵板块中，江苏海阔生物是公司十二五重点发展的生物医药核心板块，预计 3-5 年内将成为与合成板块并重的重要战略支柱；而制剂板块则将以公司目前的特色原料药为基础，逐步向下游制剂延伸，面向国内外市场，预计其在制剂领域的拓展或将超出市场预期。我们认为，按照目前的业务增长和规划，三年内公司实现利润翻倍以上增长将是大概率事件。
- **定增显示公司信心。**公司的定向增发项目已经获得证监会通过，定增对象包括董事长和总经理在内，底价 21.58 元，显示内部人员对公司未来发展前景的信心，且目前股价对 2012 年应市盈率约 20 倍左右，具有较强的安全边际。

盈利预测：总体来看，我们认为公司短期业绩开始好转明确，中长期发展前景值得期待，而且目前股价对应 2012 年市盈率 20 倍左右，尚在前期公布的增发底价附近，安全边际较高，因此建议积极关注。我们维持公司 2011 年-2012 年 0.75 元，0.97 元的业绩预测，维持公司买入评级。

中药行业

我们认为，受到抗生素新政和中药材价格下跌这两大因素的影响，中药行业在未来相当长的时间内将具有良好的成长前景。中药现代化，中药材价格下跌成本下跌弹性大的企业依然是目前阶段最佳的投资标的。在政策上，随着医改向深水区迈进，中药制剂招投标价格可能会受到一定程度影响，然而独家品种仍然值得看好，再加上抗生素新政的影响，国内抗生素药品领域市场总体上将萎缩态势，空出的市场将很快被其他领域的药品填补。

➤ 政策层面：继续支持中药行业发展，逐步细化

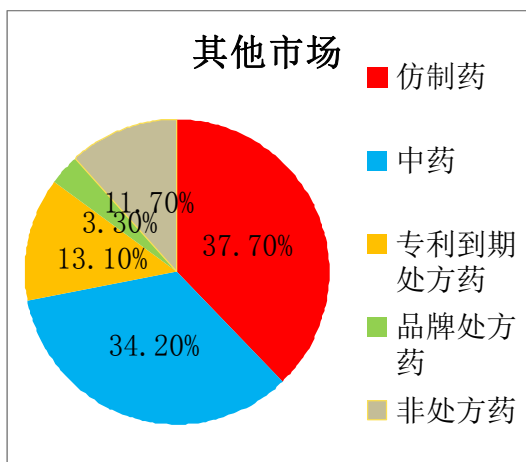
连续几年，政策面都支持中药行业发展。我们认为从政策面分析没有利空因素，同时近期十二五规划中也强调要支持中药现代化，并且给予能自建 GAP 种植基地的公司以补贴，我们认为这是政策进一步细化，对于相关领域的企业是某种程度上的鼓励。

中央财政今年 59 亿元支持中医药发展。2011 年，中央财政对投入力度进一步加大，支持全国中医药事业发展专项资金达到 59.5 亿元，创新中国成立以来新高。2011 年中央财政用于支持全国中医药事业发展的专项资金，一是安排中央预算内专项资金 10.22 亿元，支持全国 70 所县级中医医院标准化建设，2009~2011 年，全国共计 380 余所县级中医医院得到标准化建设，深化医改第一阶段县级中医医院标准化建设任务顺利完成；二是安排深化医改专项资金 42.12 亿元，组织实施市县级中医院、

民族医院能力建设,共支持县级中医医院 1814 所;三是安排部门公共卫生专项资金 7.12 亿元,支持全国名老中医传承工作室建设、基层常见病多发病适宜技术推广能力建设等。

目前中药制剂数量在各省基药目录的比例约为 30%左右,流通企业和卫生院都在反映中药制剂由于在基药招标中标价格较高,空间大,上量较快。湖北省采购金额 TOP100 品种中,中成药制剂采购金额占总采购金额近 40%,河北 35%,四川梓潼县医药公司 12 个高毛利品种中,有 7 个是中药制剂。

图. 其他市场中药占比提升

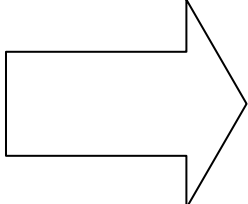


资料来源: 东方证券研究所

➤ 经营层面：关注中药现代化、中药材价格下跌和上下游一体化

- 1) **中药现代化是中药发展必经之路。**根据我们近期的调研,临床路径和按病种付费将逐步推进,在这样的大背景下,部分中药可能会受到一定程度的影响,因此我们看好中药现代化的企业,认为组分明确、拥有指纹图谱、产品可溯源的企业可能受影响较小。

图：绿谷产品与传统丹参注射液区别

除儿茶醛、丹参素外，其他成分不明，直接从生药材水提醇沉，含有大量杂质		100%多酚酸盐，高度提纯，分子结构明确，丹参乙酸镁是丹参中活性部分，含量超过 80%
原儿茶醛不少于 2mg/支（10ml），质量标准低，质控指标不能代表药效		以丹参乙酸镁为质控标准，出厂前经包括指纹图谱在内的 14 项检查，远高于传统中药质量标准
缺乏人体药代动力学参数		有明确的人体药代动力学数据
缺乏严格的疗效和安全性评价		经三期临床验证，丹参多酚酸盐安全有效。无一例过敏反应，上市后开展了全国多中心 2000 例 IV 期临床验证。
水针剂型，不稳定易分解		冻干粉针，稳定

资料来源：东方证券研究所

- 2) **中药材下跌是另一条主线。**中药材价格上涨吞噬中成药行业利润空间，然而自今年 7 月以来，中药材价格普跌，我们认为下跌已形成趋势，以华润三九、江中药业为主的企业利润有望回补。

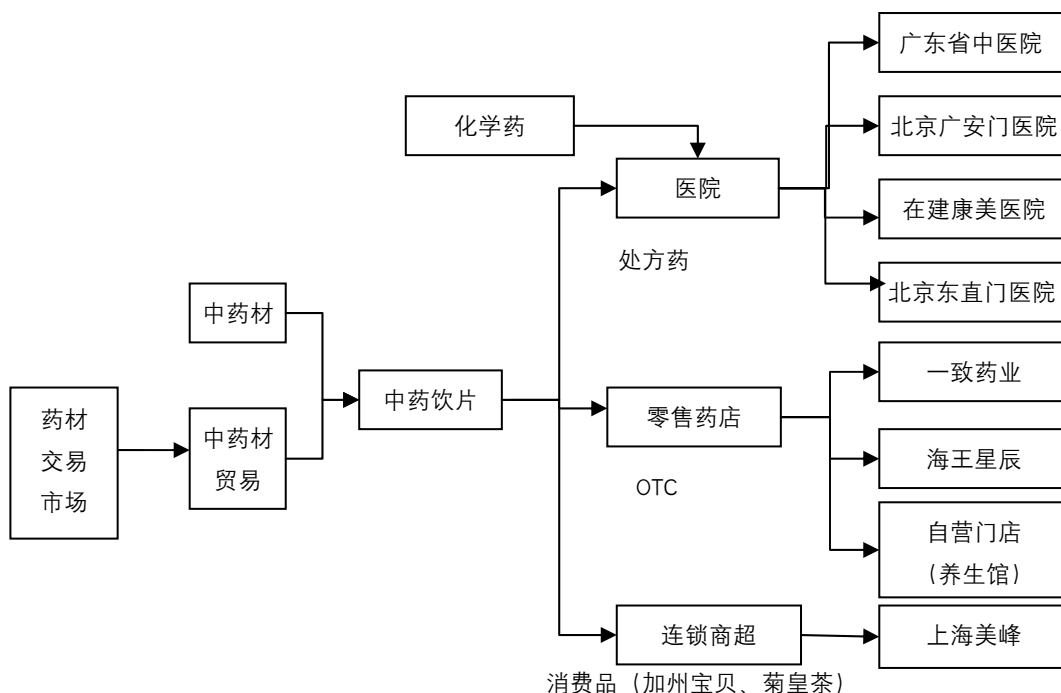
图：中药材价格指数图



资料来源：卫生部，东方证券研究所

- 3) **看好上下游一体化。**除自建 GAP 基地之外，部分企业正在积极进行上下游延伸，我们认为上下游一体化增加企业盈利能力和抗风险能力，是值得关注的另一条主线，其代表企业为康美药业。

图：康美药业上下游一体化示意



资料来源：卫生部，东方证券研究所

➤ 看好行业，优选标的

我们认为，目前的政策环境良好，较利于中药行业的发展。从二级市场角度来看，我们依旧看好康美药业（买入），天士力（买入）的发展前景，这两个公司都向上游延伸，抵御风险能力强，且在大市值公司中盈利能力也值得关注，同时也建议关注弹性较强转型成功的江中药业（增持）。

重点跟踪公司之一：天士力

- **单组分丹参注射液市场容量大，有望替代丹参类注射液。**作为传统的活血化瘀中药之一，丹参长久以来被用于治疗冠心病、脑中风等疾病，丹参制剂是目前国内医药市场中销售量最大的品种之一，丹参类注射液据统计在我国的临床年使用量达到 20-30 亿支左右，但传统丹参类制剂有效成分不确定、质量控制指标难以规范。与传统的丹参注射液相比，此类注射液组分单一、药代动力学明确，此外因为纯度高、质控佳还更安全。天士力是目前唯一两家具单组分丹参类中药注射液的厂家之一。
- **原材料溯源、定价略高，专业化营销是优势。**天士力在陕西商洛拥有 GAP 种植基地，主要种植丹参等药材，此外旗下还拥有现代中药资源有限公司进行丹参有效成分的提取，因此我们认为从产品溯源上，天士力优于绿谷。此外产品定价略高，拥有专业化营销队伍也是公司的优势。因此虽然公司无先发优势，但上述优势以及足够大的市场容量和两者并不相同的适应症将使竞争并不激烈。

盈利预测与投资建议。我们预计明年年初开始生产销售丹参多酚酸，届时由于公司的针剂营销队伍已建设完毕，再加上公司有养血清脑颗粒针对脑供血不足已进入神经内科分线营销，因此产品市场

容量足够大，竞争不直接的前提下，放量可期，我们认为可在这个产品上给予较乐观的预测，但由于公司另一注射液产品益气复脉并非单组分，因此我们不排除由于临床路径、按病种付费等原因该产品销售收入受到负面影响的可能性。我们将继续跟踪相关政策变化，暂不调整盈利预测。维持 2011-2013 年 EPS 分别为 1.30 元、1.62 元和 2.02 元的盈利预测，维持公司“买入”的投资评级，目标价 52 元。

重点跟踪公司之二：江中药业

- **预计中药材价格将继续下跌。**历经两年多大幅上涨后，中药材开始进入跌价周期。中药材天地网最新统计数据显示，与去年 10 月相比，有近五成的中药材开始降价，而在高价刺激下，不少药材的种植面积扩大，中药材或将出现暴跌行情。
- **静待太子参价格下跌。**我们认为在明年产新前太子参价格难以大幅下跌，主要因为今年的产量增长不明显，同时由于农户种植积极性高，留种大幅增加，太子参的实际供给并未增长。1 月份种苗下种，由于年底种苗采购旺盛以及农户大幅留种，若明年无特殊灾害太子参产量有望大幅增长，预计明年 3、4 月价格可能下跌至 200 元/公斤以下，产新后有望大幅回落，而现在惜售的农户也会放量出货，价格有望跌至 100 元/公斤，同时公司也在江西、福建、贵州等地开始与农户合作种植太子参，预计明年下半年开始可以实现部分自供，届时也将缓解一部分太子参价格上的压力。
- **强调食品药品安全，主推小儿消食片。**近日公司推出主打小儿健胃消食片以药食同源食品安全为主的新广告，我们认为目前在注重食品药品安全的市场氛围中公司该营销策略迎合市场需求，与其他同类产品差别定位，且小儿健胃消食片相对毛利较高，OTC 企业现阶段受到媒体费用高企和基药推广的影响，调整产品结构有利于公司提升盈利能力。
- **逆境中转型，保健品表现突出。**近年我国保健品市场增长强劲，目前市场总量已突破千亿，预计 2020 年，我国保健品人均消费预计将达 300 元，市场总量将突破 4500 亿元。公司抓住这一机遇，在遭遇太子参价格大幅上涨的不利局面下，推出的高端滋补品参灵草和初元。全年初元 3 亿元、参灵草 2.5 亿元左右销售收入实现没有悬念。我们认为公司逆境中转型，明年这两个产品放量后初元和参灵草或成为公司未来业绩支柱。

盈利预测与投资建议。由于今年公司的业绩受到太子参影响同比下降较多，11 年全年业绩低于预期可能性大，但由于公司高端保健品业务增长较快，我们认为 2012 年业绩是值得关注的焦点，略微调整 2011-2013 年的每股收益至 0.65 元、1.04 元和 1.63 元，由于公司明年业绩受太子参价格影响弹性大，且公司转型后保健品放量可期，维持公司“增持”的投资评级。

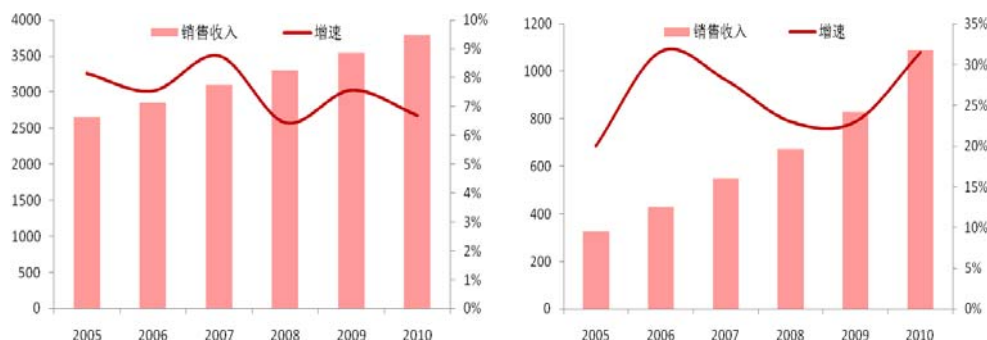
医疗器械

我们预计，作为十二五规划扶持的主要行业，医疗器械将后发制人快速成长，无论是市场容量还是上市公司数量、质量，盈利能力，创新水平都将有较大幅度的提升。

起步晚增速快

近 5 年来，我国医疗器械行业持续高速增长，年销售收入增速保持在 20% 以上，增速快于全球医疗市场增速，且 2010 年医疗器械工业总产值达到了 1200 亿人民币，增长率达到了 23%，有预测表明，今后五年全国医疗器械销售收入将翻一番，超过日本成为全球第二大市场。

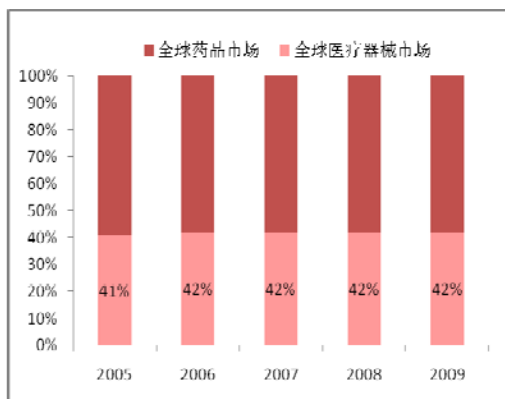
图：全球医疗器械市场规模（亿美元）和中国医疗器械市场规模（亿元）及增速



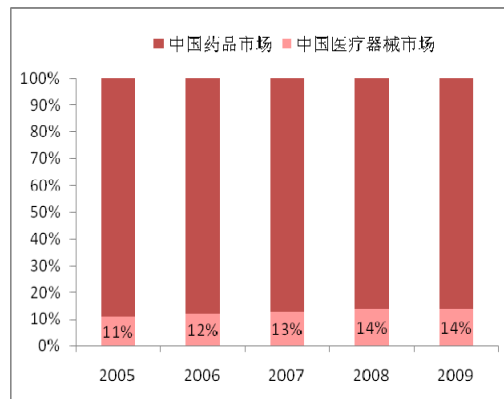
资料来源：欧盟医疗器械委员会，中国医疗器械行业协会，东方证券研究所

投资标的的较少，单个企业规模和行业集中度提升空间大。我国医疗器械行业潜力巨大，从医疗器械市场规模与药品市场规模的比较来看，全球医疗器械市场规模约为全球医药市场规模的 40%，而我国这一比例近年来虽然有所提高，但是仍然不到 15%。未来我国的医疗器械行业仍有较大发展空间。在全球经济衰退的 2008 年和 2009 年，医疗器械销售收入增速略有下降，但仍保持了 6.99% 和 7.02% 的增速，高于同期的药品市场增速。

图：全球药品和医疗器械市场占比



图：我国药品和医疗器械市场占比



资料来源：欧盟医疗器械委员会，中国医疗器械行业协会，东方证券研究所

在 A 股和 H 股市场上，医疗器械投资标的也相对较少。据 wind 统计，A 股医药行业上市公司共 150 家，其中以医疗器械为主业的上市公司仅 14 家，占比不到十分之一。

表：A 股、H 股和美股医疗器械上市企业对比

	上市公司数量	上市公司名称	市值
A 股	14 家	新华医疗、鱼跃医疗、九安医疗、乐普医疗、阳普医疗、理邦仪器、万东医疗、东富龙、尚荣医疗、千山药机、	780.64 亿

		冠昊生物、山东药玻、领先科技、人福医药	
H 股	4 家	微创医疗、威高股份、金卫医疗、创生控股	132.89 亿港币
美股	4 家	迈瑞科技、康辉医疗、泰和诚医疗、中国医疗	38.12 亿美元

资料来源：WIND BLOOMBERG 东方证券研究所

► 上市公司预计也将持续受益

针对媒体对于支架行业过度医疗的报道，我们认为还是有必要在文中赘述一下，我们认为冠脉支架销售市场还有空间。媒体对于冠脉支架态度呈现一边倒只报道过度医疗以及支架价格过高的情况，我们认为这与目前的医改基药制度推进，政府倾向于降低药物和耗材的价格有关。然而从数据上分析我国的支架手术需求量巨大。我国冠心病发病率接近美国等发达国家，据统计 2007 年我国发生过心肌梗塞的病有 320 万例，而 2007 年我国完成的 PCI 病例仅有 14.3 万例左右，心脏搭桥手术约 1.8 万例—2.0 万例，可见近 95% 的心肌梗塞患者没有得到有效的治疗。

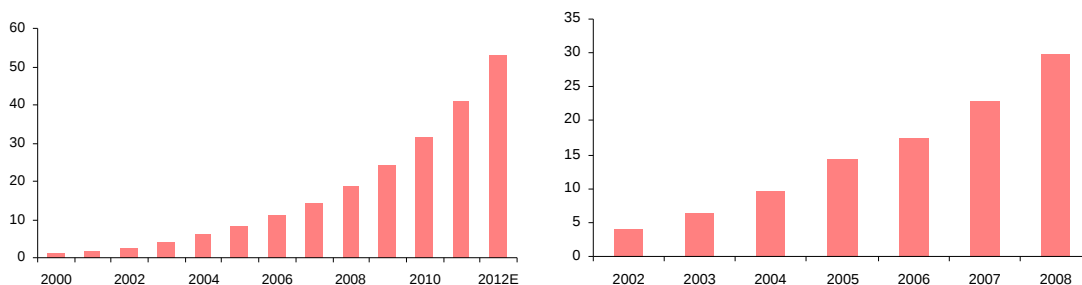
表：国内冠状动脉介入手术缺口巨大

国别	人口数量	PCI 例数
美国	3 亿	100-120 万例
日本	1 亿	28 万例
中国	13 亿	18 万例

资料来源：招股说明书、东方证券研究所

目前，接受冠状动脉介入手术的病例在世界范围内呈稳步增长趋势，全球每年接受冠状动脉介入术的患者已经超过了 200 万例，使用的支架系统数量已超过 320 万套，仅支架系统形成的销售产值就超过 38 亿美元左右。

图：中国 PCI 病例数、中国支架使用量及展望（万例、万套）



资料来源：招股说明书、东方证券研究所

我们认为比较合理的预测应该是，随着医改的铺开，患者的支架使用率提高，而在已经有支架治疗覆盖区域的患者中，过度医疗的情况随着公立医院改革、医疗制度的规范化以及医生奖励机制的理顺得到好转。

➤ 长期看好行业

我们认为行业值得长期看好。我们维持鱼跃医疗、乐普医疗增持的投资评级，海南海药受益于人工耳蜗的进口替代值得关注。

重点跟踪公司之一：鱼跃医疗

- **行业“十二五”规划受益者。**与海外成熟市场相比我国医药行业药品与器械的消费比例失衡，医疗器械占比极低，未来医疗器械行业高速发展是大概率事件。《“十二五”医疗器械产业科技发展专项规划》即将出台，由于基层医院的基础建设已经基本完成，与之相匹配的器械将是规划的重中之重，我们认为公司的 DR 和全科诊疗仪都非常契合这一方向，考虑到公司也早已开始推广此两项产品，我们认为规划将使公司产品在未来两年放量。
- **血糖仪或成为利润增长新亮点。**我们看好公司血糖监测业务，认为随着人们生活水平的提高，糖尿病患者越来越多，血糖仪市场容量将不断扩大，因此公司实现进口替代抢占一部分市场难度不大。目前血糖监测的产能已经基本完成，由于试纸的保质期较短，乐观估计我们认为今年四季度就可以开始进行销售。

盈利预测与投资建议。我们维持 2011-2013 年 EPS 0.63 元、0.95 元和 1.40 元的盈利预测，考虑到公司未来两年业绩的高成长性，维持公司“增持”的投资评级，目标价 33.25 元。

重点跟踪公司估值表

表：医药类上市公司估值表

股票	代码	投资评级	收盘价	总市值	流通值	总股本	流通 A 股	盈利预测				市盈率			
			(元)	(亿元)	(亿元)	(亿股)	(亿股)								
			2012-1-5					10	11E	12E	13E	10	11E	12E	13E
中药															
云南白药	000538	买入	51.26	355.88	355.87	6.94	6.94	1.33	1.81	2.41	3.13	38.54	28.32	21.27	16.38
东阿阿胶	000423	增持	43.00	281.23	281.13	6.54	6.54	0.89	1.34	1.74	2.23	48.31	32.09	24.71	19.28
广州药业	600332	增持	13.14	106.55	77.66	8.11	5.91	0.33	0.41	0.49	0.57	39.82	32.05	26.82	23.05
千金药业	600479	增持	10.65	32.46	32.46	3.05	3.05	0.28	0.32	0.43	0.55	38.04	33.28	24.77	19.36
马应龙	600993	买入	16.16	53.58	53.46	3.32	3.31	0.74	0.60	0.73	0.87	21.84	26.93	22.14	18.57
康美药业	600518	买入	11.86	260.77	260.77	21.99	21.99	0.42	0.52	0.75	1.00	28.24	22.81	15.81	11.86
精华制药	002349	增持	19.31	19.31	10.44	1.00	0.54	0.43	0.51	0.78	0.98	44.91	37.86	24.76	N/A
上海凯宝	300039	买入	20.50	53.92	28.11	2.63	1.37	0.47	0.76	0.96	1.22	43.62	26.97	21.35	16.80
益佰制药	600594	买入	16.15	56.97	56.97	3.53	3.53	0.55	0.70	0.95	N/A	29.36	23.07	17.00	N/A
红日药业	300026	增持	25.00	37.76	13.59	1.51	0.54	1.01	0.95	1.25	N/A	24.75	26.32	20.00	N/A
天士力	600535	增持	40.18	207.50	207.50	5.16	5.16	0.87	1.30	1.62	2.02	46.18	30.91	24.80	19.89
江中药业	600750	增持	24.60	76.54	76.54	3.11	3.11	0.84	0.65	1.04	1.63	29.29	37.85	23.65	15.09
昆明制药	600422	买入	14.05	44.14	44.10	3.14	3.14	0.19	0.45	0.67	0.61	73.95	31.22	20.97	23.03
佐力药业	300181	买入	21.30	17.04	4.26	0.80	0.20	0.52	0.66	0.96	1.21	40.96	32.27	22.19	17.60
以岭药业	002603	买入	38.00	161.50	24.70	4.25	0.65	0.88	1.06	1.40	1.82	43.18	35.85	27.14	20.88
化学制药															
恒瑞医药	600276	买入	27.70	311.3	310.26	11.24	11.20	0.64	0.81	1.00	1.21	43.28	34.20	27.70	22.89
华东医药	000963	买入	25.89	112.3	72.48	4.34	2.80	0.73	0.95	1.17	1.45	35.47	27.25	22.13	17.86
人福医药	600079	买入	18.79	92.72	76.64	4.93	4.08	0.46	0.63	0.81	1.04	40.85	29.83	23.20	18.07
恩华药业	002262	增持	18.76	43.90	43.90	2.34	2.34	0.33	0.46	0.63	N/A	56.85	40.78	29.78	N/A
双鹤药业	600062	增持	13.54	77.41	77.41	5.72	5.72	0.91	1.14	1.31	N/A	14.88	11.88	10.34	N/A
山大华特	000915	买入	11.81	21.29	21.16	1.80	1.79	0.39	0.61	0.86	1.13	30.28	19.36	13.73	18.84
信立泰	002294	增持	26.20	95.16	23.89	3.63	0.91	0.98	1.17	1.58	2.14	26.73	22.39	16.58	12.24
海南海药	00056	买入	19.08	47.24	40.24	2.48	2.11	0.14	0.79	0.73	0.90	136.29	24.15	26.14	21.20
化学原料药															
海正药业	600267	买入	29.19	153.19	141.22	5.25	4.84	0.76	1.02	1.38	N/A	38.41	28.62	21.15	N/A
海翔药业	002099	买入	19.40	31.32	24.63	1.61	1.27	0.53	0.75	0.89	N/A	36.60	25.87	21.80	N/A
生化制药															
双鹭药业	002038	买入	28.86	109.87	90.19	3.81	3.13	0.72	1.51	1.54	2.16	40.08	19.11	18.74	13.36
科华生物	002022	增持	10.42	51.30	45.58	4.92	4.37	0.46	0.53	0.60	0.70	22.65	19.66	17.37	14.89
华兰生物	002007	增持	24.01	138.35	138.33	5.76	5.76	1.06	0.97	1.00	1.22	22.65	24.75	24.01	19.68
上海莱士	002252	增持	25.13	68.35	68.35	2.72	2.72	0.68	0.74	0.87	1.04	36.96	33.96	28.89	24.16
通化东宝	600867	增持	8.14	63.18	63.18	7.76	7.76	0.31	0.12	0.17	0.23	26.26	67.83	47.88	35.39
医药流通															
一致药业	000028	增持	20.12	57.98	46.93	2.88	2.33	0.91	1.20	1.54	1.85	22.11	16.77	13.06	10.88
上海医药	601607	增持	11.29	303.58	120.86	26.89	10.71	0.69	0.81	0.91	1.11	16.36	13.94	12.41	10.17
医疗服务															
通策医疗	600763	买入	20.90	33.51	33.51	1.60	1.60	0.31	0.43	0.61	N/A	67.42	48.60	34.26	N/A
爱尔眼科	300015	增持	22.97	98.13	27.49	4.27	1.20	0.45	0.43	0.64	0.98	51.04	53.42	35.89	23.44
医疗器械															
鱼跃医疗	002223	增持	19.91	81.42	72.76	4.09	3.65	0.64	0.63	0.95	1.40	31.11	31.60	20.96	14.22
其他															
山东药玻	600529	增持	11.68	30.06	30.06	2.57	2.57	0.67	0.57	0.73	0.86	17.43	20.49	16.00	13.58
复星医药	600196	买入	8.63	164.35	163.94	19.04	19.00	0.45	0.71	0.71	0.88	19.18	12.15	12.15	9.81
汤臣倍健	300146	买入	83.11	90.89	30.88	1.09	0.37	0.84	1.82	2.76	3.80	98.94	45.66	30.11	21.87

信息披露

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

截止本报告发布之日，本公司或东证资管仍持有山东药玻（600529.SH）股票达到相关上市公司已发行股份1%以上。

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 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；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn