

确定即能胜出，等待估值切换

证券研究报告—医药行业2012年10月月报

证券分析师：

李珊珊；lishsh@cmschina.com.cn； 执业证书编码： S1090511040046

徐列海；xuliehai@cmschina.com.cn； 执业证书编码： S1090511080001

杨烨辉；yangyh3@cmschina.com.cn； 执业证书编码： S1090512090001

研究助理：

廖星昊；liaoxxh@cmschina.com.cn； 0755-83271617

张同；zhangtong2@cmschina.com.cn； 0755-83287995

2012年10月8日

内容提要

□ 2012年投资策略及投资组合

- 医改进入深水区，医保筹资增速下降带动行业收入增速减缓，集中与分化是主题
- 估值中枢下移，估值分化，推荐行业龙头、受益医保控费品种及基药受益品种

□ 10月投资策略及投资组合

- 板块年初至今涨幅第二，短期可能由于外围环境及市场技术性反弹而不具备优势
- 确定即能胜出，等待估值切换，推荐龙头股、成长股，低估值个股也值得关注

□ 医药板块数据点评

- 57家医药上市公司进行3季度业绩预警，33家预增；预计3季报增速与中报相当

□ 近期政策点评

- 免疫、肿瘤及血液系统药品调价17%略好于预期，化学类药品调价完毕
- 北京公布基本药物招标方案，多方面借鉴广东方案，“唯低价”的招标模式将转向
- 《关于推进县级公立医院医药价格改革工作的通知》提出通过取消药品加成、调整医疗服务价格、改革收付费方式和落实政府办医责任等破除“以药补医”机制

□医药行业2012年投资策略与组合

2012年全年策略：医保筹资减速带动药品终端增速放缓

- 医改改变游戏规则，个股重新切蛋糕，是我们一直以来坚持的观点，2012年，医改即将进入深水区，政策变化对行业的影响将加大：2012年，医改即将进入深水区，更多的政策将出台，医改对行业的影响将加大，我们始终坚持，医改改变的是行业的游戏规则，个股重新切蛋糕，有人受益有人受损，行业集中，个股分化。医药行业2012年基本面谨慎乐观，药品终端增速将有所放缓，但仍维持不低速度，政策将加速集中与分化。我们认为板块2012年以结构性机会为主，集中与分化仍是最大主题。
- 看行业收入：医保筹资增速将逐步回落，医保费用控制影响行业增速，我们判断医保将由“做大蛋糕”转变到“做大蛋糕与切好蛋糕并重”的阶段

医保筹资额预测

		2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2015E
参保人数 (亿人)	城镇职工	1.2	1.4	1.6	1.8	2.0	2.2	2.4	2.5	2.6	3
	城镇居民				0.4	1.2	1.8	2.0	2.2	2.4	2.6
	新农合	0.8	1.8	4.1	7.3	8.2	8.3	8.4	8.4	8.4	8.4
人均收入 (元/人/年)	城镇职工	919	1020	1111	1205	1443	1559	1668	1801	1964	2543
	城镇居民				100	131	138	179	250	300	450
	新农合	50	42	52	59	96	113	157	250	300	450
	城镇职工	1141	1405	1747	2171	2885	3420	3959	4545	5105	7629
	同比增长		23%	24%	24%	33%	19%	16%	15%	12%	
	城镇居民				43	155	252	350	550	720	1170
	同比增长					260%	62%	39%	57%	31%	
	新农合	40	75	214	428	785	944	1308	2090	2508	3780
	同比增长		87%	183%	100%	83%	20%	39%	60%	20%	
基金收入 (亿元)	合计	1181	1481	1961	2642	3825	4616	5617	7185	8333	12579
	同比增长		25%	32%	35%	45%	21%	22%	28%	16%	

数据来源：人保部，招商证券研究

医保支出占卫生总费用的比重逐步提升

	(亿元)	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
卫生总费用	7590	8660	9843	11574	14535	17205	19600	
同比增长		14.1%	13.7%	17.6%	25.6%	18.4%	13.9%	
医保支出	889	1141	1433	1898	2746	3720	4726	
同比增长		28.3%	25.6%	32.5%	44.7%	35.5%	27.0%	
医保支出比	11.7%	13.2%	14.6%	16.4%	18.9%	21.6%	24.1%	

资料来源：人保部、卫生统计年鉴、招商证券研究

2012年全年策略：集中与分化是主题，把握结构性行情

- 行业增速趋于放缓，集中、分化是主题：我们认为尽管行业整体趋势放缓，但目前行业集中度较低，药品生产企业超过4000家，在国家生产、招标、价格、医保控费、流通环节管控等因素推动下，小企业消亡、优势企业仍可保持前期较快增长，行业集中度大幅提升是趋势；
- 估值中枢趋于下移，估值分化是趋势：09~10年，在医改投入加大的预期下，医药股估值中枢为当年30~35倍PE之间，目前的绝对估值并不高。我们在10年6月就提出了“个股将开始分化，医药股齐涨共跌的年代结束了”的观点，目前市场的走势基本印证了我们的观点，我们判断行业的实际经营2012年起将进一步印证我们的观点，企业的业绩将开始分化，由此带来的将是医药股估值的分化。
- 维持医药板块“推荐”评级，我们认为，医药行业2012年基本面谨慎乐观，药品终端增速将有所放缓，但仍维持不低速度。医药板块2012年以结构性机会为主，集中与分化仍是最大主题：
 - 业绩增长确定性高、受政策影响较小的行业龙头：东阿阿胶、云南白药、天士力、康美药业、贵州百灵、东富龙、鱼跃医疗、爱尔眼科；
 - 受益于医保付费方式改革，产品性价比高：恒瑞医药、信立泰、华东医药；
 - 基药组合：天士力、华润三九、以岭药业、千金药业、瑞康医药、中新药业及冻干血塞通生产企业；
 - 受益于成本下降的组合：华润三九、桂林三金、太子参价格下降受益品种；
 - 关注弹性较大的制剂出口企业：海正药业、华海药业
 - 受益于生物制药产业政策的细分行业龙头企业：华兰生物、智飞生物、翰宇药业

□10月份投资策略及投资组合

10月投资策略：确定即能胜出，等待估值切换

□ 基本面方面：

- 医药板块3季报业绩预警上市公司57家，其中33家预增；我们判断3季报业绩增速与中报基本相当，增速分化仍将继续；
- 免疫、肿瘤及血液系统药品最高零售价整体下调17%略好于预期，化学类药品调价完毕
- 北京公布基本药物招标方案，上下联动、左右联动、区分质量层次、低价目录等多方面借鉴广东方案，我们判断基药招标将转向，“唯低价”的安徽模式将被修正；
- 《关于推进县级公立医院医药价格改革工作的通知》提出通过取消药品加成、调整医疗服务价格、改革收付费方式和落实政府办医责任等4个方面政策，以破除“以药补医”机制。

- ## □ 行业估值：
- 医药股9月份振荡较大，先涨后跌，涨幅在所有板块中居第11位。目前一线股12PE估值中枢在27倍左右，13PE估值中枢约20倍左右，我们认为一线股估值有支撑；板块目前整体12PE在25倍左右，整体估值处于历史的相对低位，后期估值仍将分化；

- ## □ 确定即能胜出，等待估值切换：
- 年初至今板块上涨9.2%，在所有板块中位列第二位，板块的胜出在于短期内政策上的利空出尽以及业绩的高确定性，这个逻辑后期仍不会改变。板块短期可能由于外围环境及市场技术性反弹而不具备优势，但我们认为在整体宏观经济处于寻底过程中，医药板块的确定性决定了其策略性配置价值，我们仍然看好其后期表现。10月份3季报将密集披露，我们判断3季报增速与中报基本相当，预计后期将展开估值切换行情，建议继续持有业绩增速确定性高的龙头股、成长股，前期调整幅度较大及低估值个股也值得关注。

9月投资组合回顾

- **9月组合表现:** 我们的9月组合东阿阿胶、云南白药、天士力、康美药业、东富龙、中新药业、沃森生物、瑞康医药、科华生物、千金药业、智飞生物及冻干血塞通生产企业9月份上涨1.1%，医药指数下跌0.3%，我们的组合跑赢指数1.4ppt

月度组合及收益回顾

	组合	组合收益率	板块涨幅	相对收益
3月	东阿阿胶、信立泰、瑞康医药及冻干血塞通生产企业	-3.3%	-6.4%	3.1%
4月	东阿阿胶、康美药业、华润三九、瑞康医药、利德曼及冻干血塞通生产企业	2.6%	3.3%	-0.7%
5月	东阿阿胶、康美药业、云南白药、瑞康医药、智飞生物、冻干血塞通生产企业及受益太子参价格下降的品种	7.4%	5.5%	1.9%
6月	东阿阿胶、康美药业、云南白药、中新药业、智飞生物、冻干血塞通生产企业及受益太子参价格下降的品种	9.1%	4.8%	4.3%
7月	东阿阿胶、云南白药、天士力、康美药业、东富龙、中新药业、浙江医药、瑞康医药、智飞生物、千金药业及冻干血塞通生产企业	-5.1%	-7.1%	2.0%
8月	东阿阿胶、云南白药、天士力、康美药业、东富龙、中新药业、沃森生物、瑞康医药、科华生物、智飞生物及冻干血塞通生产企业	3.3%	3.6%	-0.3%
9月	东阿阿胶、云南白药、天士力、康美药业、东富龙、千金药业、科华生物、中新药业、沃森生物、瑞康医药、智飞生物及冻干血塞通生产企业	1.1%	-0.3%	1.4%

数据来源: wind, 招商证券研究 (算术平均)

10月投资组合

- 10月份我们的选股思路业绩确定性高的龙头股、成长股，低估值个股也值得关注：推荐东阿阿胶、云南白药、天士力、康美药业、东富龙、瑞康医药、中新药业、千金药业、智飞生物、信立泰及冻干血塞通生产企业作为我们10月组合。
- 东阿阿胶：长线品种，阿胶系列3季度终端消化良好；
 - 云南白药：预计成本压力下半年缓解、13年毛利率提升；关注三七产期后价格走势；
 - 天士力：预计3季报主业保持高增长，复方丹参滴丸FDA III期临床已开展；
 - 康美药业：预计3季报保持高增长；
 - 东富龙：新增订单超预期，我们认为股价表现主要围绕新增订单展开；
 - 瑞康医药：3季报预增35~50%，增发有动力；
 - 千金药业：预计主力品种下半年增速预计将提升，3季报增速有望维持；
 - 中新药业：主力品种医院及异地拓展顺利；
 - 智飞生物：增值税缴纳发生变化，将显著增厚EPS；有增加疫苗代理品种的预期；
 - 信立泰：氯吡格雷最高零售价格调整幅度大幅好于预期，3季报增速预计有所上升；
 - 冻干血塞通生产企业：基本药物实施范围扩大保证冻干血塞通保持快速增长；

重点公司盈利预测与投资评级

重点公司盈利预测与投资评级

		收盘价	总市值	EPS			PE			复合增长率	PEG	PB	ROE	
公司名称	代码	2012-9-28	(亿)	2011	2012E	2013E	2011	2012E	2013E	2011~2013E	2012E	MRQ	TTM	投资评级
品牌中药														
云南白药	000538	62.20	431.8	1.74	2.24	2.81	35.7	27.8	22.1	27.1%	1.03	7.0	22.2%	审慎推荐-A
东阿阿胶	000423	38.72	253.2	1.31	1.57	2.00	29.6	24.7	19.4	23.6%	1.05	6.9	22.5%	强烈推荐-A
同仁堂	600085	17.27	224.9	0.34	0.39	0.47	50.8	44.3	36.7	17.6%	2.52	6.3	13.6%	审慎推荐-A
片仔癀	600436	102.45	143.4	1.82	2.36	2.97	56.3	43.4	34.5	27.7%	1.56	11.4	24.3%	审慎推荐-A
太安堂	002433	23.28	23.3	0.74	1.00	1.40	31.5	23.3	16.6	37.5%	0.62	2.3	8.0%	审慎推荐-A
现代中药														
康美药业	600518	15.82	347.8	0.46	0.65	0.87	34.4	24.3	18.2	37.5%	0.65	3.5	13.0%	强烈推荐-A
天士力	600535	51.44	265.6	1.18	1.48	1.89	43.6	34.8	27.2	26.6%	1.31	7.3	17.9%	强烈推荐-A
中新药业	600329	11.14	82.4	0.33	0.58	0.60	33.8	19.2	18.6	34.8%	0.55	3.8	17.3%	审慎推荐-A
贵州百灵	002424	17.36	81.7	0.44	0.57	0.74	39.5	30.5	23.5	29.7%	1.03	4.2	11.3%	强烈推荐-A
奇正藏药	002287	15.57	63.2	0.42	0.48	0.57	37.1	32.4	27.3	16.5%	1.97	5.2	14.5%	审慎推荐-A
康恩贝	600572	9.26	65.2	0.40	0.36	0.43	23.2	25.7	21.5	3.7%	6.99	4.5	17.2%	审慎推荐-A
益佰制药	600594	20.94	75.5	0.74	0.89	1.12	28.3	23.5	18.7	23.0%	1.02	5.8	21.8%	审慎推荐-A
上海凯宝	300039	23.51	61.8	0.64	0.87	1.11	36.7	27.0	21.2	31.7%	0.85	4.8	15.8%	审慎推荐-A
康缘药业	600557	19.46	80.9	0.44	0.49	0.58	44.2	39.7	33.6	14.8%	2.68	5.5	12.8%	审慎推荐-A
众生药业	002317	30.30	54.5	0.84	1.01	1.24	36.1	30.0	24.4	21.5%	1.40	3.7	10.6%	审慎推荐-A
千金药业	600479	12.02	36.6	0.27	0.40	0.49	44.5	30.1	24.5	34.7%	0.87	4.0	10.8%	强烈推荐-A
化学制剂药														
恒瑞医药	600276	30.31	374.8	0.71	0.88	1.11	42.7	34.4	27.3	25.1%	1.37	8.0	20.6%	审慎推荐-A
华东医药	000963	34.50	149.8	0.88	1.12	1.39	39.2	30.8	24.8	25.7%	1.20	8.4	24.8%	审慎推荐-A
信立泰	002294	26.73	116.5	0.93	1.19	1.50	28.7	22.5	17.8	26.9%	0.83	5.2	20.8%	强烈推荐-A
誉衡药业	002437	15.91	44.5	0.42	0.55	0.71	37.9	28.9	22.4	30.0%	0.96	2.0	5.8%	强烈推荐-A
恩华药业	002262	26.90	62.9	0.45	0.61	0.79	59.8	44.1	34.1	32.5%	1.36	10.2	20.3%	强烈推荐-A
现代制药	600420	12.62	36.3	0.42	0.50	0.66	30.0	25.2	19.1	25.4%	1.00	4.3	14.7%	审慎推荐-A

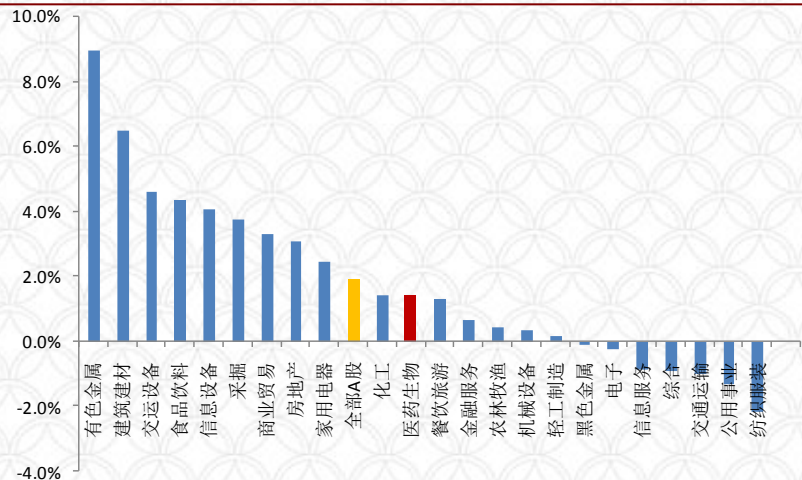
重点公司盈利预测与投资评级

		收盘价	总市值	EPS			PE			复合增长率	PEG	PB	ROE	
公司名称	代码	2012-9-28	(亿)	2011	2012E	2013E	2011	2012E	2013E	2011~2013E	2012E	MRQ	TTM	投资评级
生物制药														
华兰生物	002007	25.96	149.6	0.64	0.79	0.90	40.6	32.9	28.8	18.6%	1.77	6.0	12.9%	审慎推荐-A
智飞生物	300122	29.58	118.3	0.49	0.66	0.90	60.4	44.8	32.9	35.5%	1.26	5.2	9.1%	审慎推荐-A
上海莱士	002252	12.55	61.4	0.41	0.44	0.49	30.5	28.5	25.6	9.2%	3.11	7.3	22.2%	审慎推荐-A
沃森生物	300142	38.46	70.1	1.15	1.42	1.71	33.4	27.1	22.5	21.9%	1.24	2.5	8.3%	审慎推荐-A
科华生物	002022	10.84	53.4	0.46	0.53	0.65	23.6	20.5	16.7	18.9%	1.08	5.9	25.7%	审慎推荐-A
翰宇药业	300199	14.98	30.0	0.40	0.52	0.66	37.5	28.8	22.7	28.5%	1.01	3.1	9.2%	审慎推荐-A
博雅生物	300294	30.03	22.8	0.86	0.99	1.13	34.9	30.3	26.6	14.6%	2.07	3.2	9.4%	审慎推荐-A
医药商业														
九州通	600998	13.17	187.1	0.26	0.32	0.42	50.7	41.2	31.4	27.1%	1.52	4.3	9.2%	审慎推荐-A
国药一致	000028	33.90	97.7	1.15	1.61	1.89	29.5	21.1	17.9	28.2%	0.75	6.3	26.2%	强烈推荐-A
国药股份	600511	14.16	67.8	0.57	0.70	0.83	24.8	20.2	17.1	20.7%	0.98	4.2	17.4%	审慎推荐-A
瑞康医药	002589	33.64	31.6	0.90	1.30	1.75	37.4	25.9	19.2	39.4%	0.66	3.7	11.4%	强烈推荐-A
嘉事堂	002462	9.46	22.7	0.27	0.35	0.45	35.0	27.0	21.0	29.1%	0.93	2.1	6.8%	审慎推荐-A
浙江震元	000705	14.24	17.8	0.25	0.38	0.58	57.0	37.5	24.6	52.3%	0.72	3.2	7.0%	审慎推荐-A
化学原料药														
海正药业	600267	15.63	131.2	0.60	0.60	0.74	26.1	26.1	21.1	11.1%	2.36	2.9	9.8%	强烈推荐-A
浙江医药	600216	20.86	108.5	2.25	2.59	3.03	9.3	8.1	6.9	16.0%	0.50	1.8	20.5%	审慎推荐-A
华海药业	600521	14.04	76.9	0.40	0.58	0.71	35.1	24.2	19.8	33.2%	0.73	4.5	14.4%	强烈推荐-A
医疗器械与装备														
乐普医疗	300003	9.20	74.7	0.58	0.67	0.76	15.9	13.7	12.1	14.5%	0.95	3.1	18.3%	审慎推荐-A
鱼跃医疗	002223	15.69	83.4	0.43	0.56	0.74	36.5	27.9	21.2	31.0%	0.90	7.0	20.3%	强烈推荐-A
东富龙	300171	27.78	57.8	1.05	1.30	1.86	26.6	21.4	14.9	33.3%	0.64	2.8	11.6%	强烈推荐-A
利德曼	300289	21.00	32.3	0.47	0.65	0.87	44.7	32.3	24.1	36.1%	0.90	4.5	12.3%	强烈推荐-A
医疗服务														
爱尔眼科	300015	16.98	72.5	0.40	0.47	0.60	42.5	36.1	28.3	22.5%	1.61	5.2	13.1%	强烈推荐-A
综合类														
华润三九	000999	22.88	224.0	0.78	1.00	1.25	29.3	22.9	18.3	26.6%	0.86	4.6	18.2%	审慎推荐-A
上海家化	600315	46.65	209.2	0.81	1.14	1.34	57.6	40.9	34.8	28.6%	1.43	8.8	20.2%	审慎推荐-A
Average							34.9	26.7	20.8	28.1%	1.0	4.3	14.8%	
Median							35.1	26.0	20.4	28.4%	0.9	4.2	13.8%	

资料来源: wind、招商证券研究

板块9月份行情回顾：医药板块小幅跑输大盘

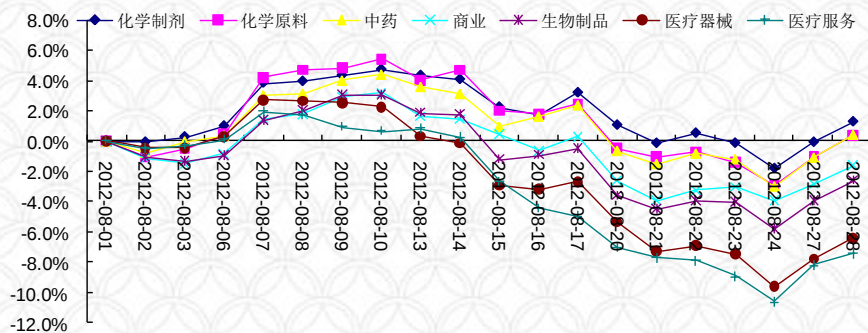
医药板块9月份上涨1.4%



- 医药板块9月份上涨1.4%（总市值加权），跑输大盘0.5ppt：板块连续4个月跑赢大盘后，9月份小幅跑输大盘0.5ppt；板块9月振幅较大

资料来源：wind、招商证券研究（总市值加权）

医药子板块9月份走势



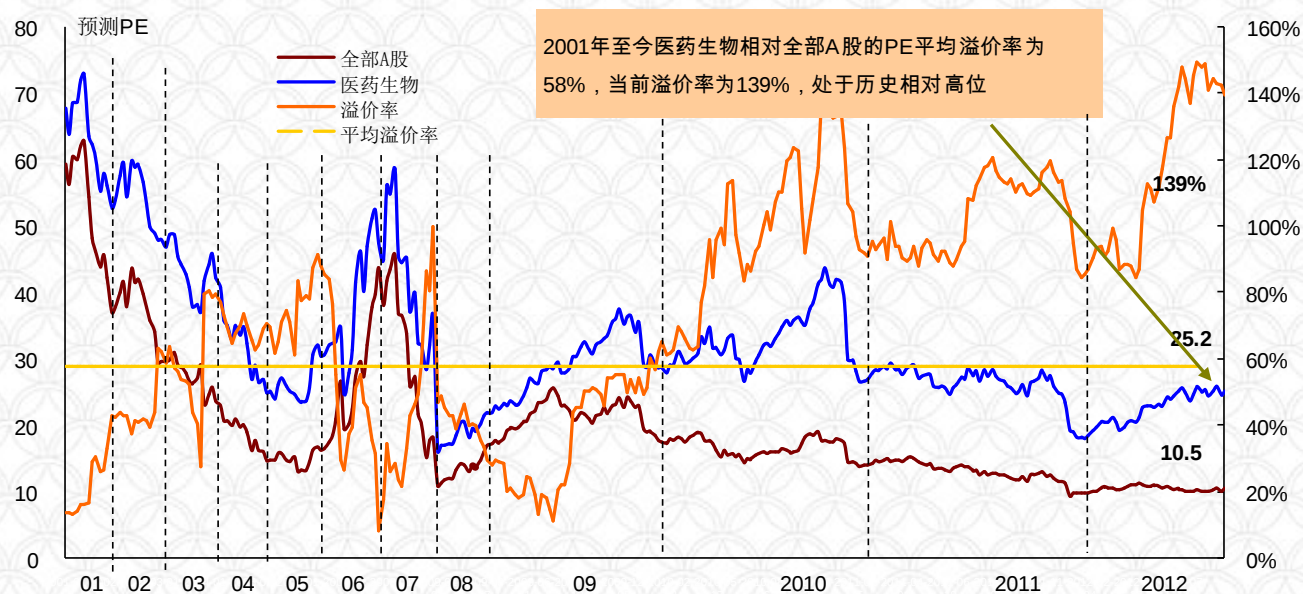
资料来源：wind、招商证券研究

- 子板块表现方面：化学制剂、化学原料、中药、商业、生物制品、医疗器械、医疗服务分别上涨1.3%、0.4%、0.4%、-1.6%、-2.6%、-4.6%、-7.4%

板块12PE 25.2倍，处在历史相对低位

- **板块估值：**经过一年半的估值消化，目前板块12PE 25.2倍，绝对估值处在历史的相对低位；全部A股12PE 10.5倍，医药股估值相对溢价139%，高于01年以来的58%的平均溢价；
- **子板块估值：**化学原料药、化学制剂、中药、生物制品、医疗器械、医疗商业和医疗服务的12PE分别为17.4倍、26.8倍、27.1倍、26.9倍、24.9倍、22.4倍、35.7倍。

医药板块01年至今当年预测PE变化图



资料来源：wind、招商证券研究

云南白药：新白药，大健康

- 我们看好云南白药的重要逻辑在于其产品的延展性以及优秀团队：开发白药多种剂型、向个人护理领域延伸，深度开发白药品牌价值
- 中报收入、净利润同比增长20%、28%：中期毛利率下降有收入结构变化、原材料成本增加、固定资产折旧增加的原因，预计下半年成本压力减小，13年毛利率回升。
- 牙膏品类逐步丰富，渠道逐步下沉：推出定位高端、去烟渍的朗健牙膏，销售超预期；通过代理商以及核心客户的自有发展逐步加强渗透，增强公司产品覆盖；牙膏未来仍有可能推出其他细分定位的产品，预计仍将保持较快增长。
- 养元青逐步加大推广：养元清10年底推向市场，其有效成分来自少数民族头发护理经验，定位“头油、头痒和头屑多”。12年起开始调整市场销售，部分重点区域开始单设销售队伍，并加大电视及平面广告投入，上半年尚处调整过程，预计全年将实现快速增长。
- 健康品产品线将逐步丰富：目前产品包括牙膏、洗发水、沐浴露及面膜等，非牙膏产品公司将使用新品牌。在研产品较多，产品线将逐步丰富，带动公司保持较快增长。
- 业绩预测和“审慎推荐-A”评级：预计12~14年净利润同比增长28%、26%和24%，实现EPS 2.24元、2.81元和3.48元。暂维持“审慎推荐-A”评级，建议长线投资者介入。
- 主要风险是新产能投产后固定资产折旧增加及个人护理新产品的开拓低于预期。

康美药业：贯穿全产业链，盈利模式独特

- 盈利模式独特：纵向扩张：立足饮片和药材贸易，逐步向上游的中药材市场、主要资源性品种的战略采购延伸；横向延伸：倡导中药饮片的膳食功能，挖掘其消费品属性，逐步向药膳、菊黄茶等具有消费、保健属性的领域扩张。
- 中期收入、净利润同比增长83%、63%，略超预期：剔除税率影响，净利润同比增长约46%。预计中药材增速超过100%，中药饮片收入增速有所加快；
- 我们认为公司对中药材市场的整合符合政策导向：目前SFDA正在开展中药材市场专项整治，从保证药材质量安全的角度考虑，将有利于康美药业在中药材市场领域的整合；而商务部从规范流通秩序的角度也将支持康美对药材市场的整合。
- 市场可能因为药材价格下降对公司中药材贸易业务存在担忧：整体药材价格市场的价格下行会对药材的交易频率及盈利能力造成影响，但是药材贸易品种繁多，需极强的专业判断和资金实力，随着药材市场整合的推进，公司药材贸易的盈利能力将更趋稳定。
- 中药饮片增速加快，产能将逐步释放：预计未来3年中药饮片业务复合增速将超过30%；新开河具有原材料优势，我们判断新开河未来有望实现连续翻番增长。
- 维持业绩预测和“强烈推荐-A”评级：预计12~13净利润同比增长42%、30%，实现EPS 0.65元和0.87元，维持“强烈推荐-A”评级，建议长线投资者。
- 主要风险是公司固定资产投资较大，工程进展低于预期。

东阿阿胶：资源型长线品种

- 我们看好阿胶的长远逻辑在于其产品力，而构建产品力的关键因素是品牌的文化底蕴、确切疗效以及原料稀缺性；我们认为“阿胶价值回归，阿胶衍生品放量”的战略将驱动公司持续发展，未来若想更快发展需观察公司利用阿胶品牌对阿胶系列产品的深度开发
- 3季度终端销售增长快速，9月部分区域恢复发货：3季度部分大终端实施“买500克送125克”促销活动，终端动销增长迅速，以海王星辰为例，3季度销售同比增长30~40%，环比增长约70%；
- 3季度费用压力较大：由于“买500克送125克”中的125克赠品由东阿阿胶提供，会计处理上将按照成本计入销售费用，由于3季度终端消化增长较快，我们判断公司3季度销售费用有一定压力；
- 预计4季度单季度将实现较快增长：4季度是阿胶块传统旺季，3季度消化渠道库存以后，4季度终端本身也有补库存的动力，从发货角度来看，预计4季度单季度发货量将保持较快增长；
- 维持维持业绩预测和“强烈推荐-A”评级：预计12~13年EPS至1.57元和2元，同比分别增长20%和27%，维持“强烈推荐-A”评级。
- 主要风险是通胀回落可能影响产品的提价节奏。

天士力：二线品种高速增长，经营质量夯实

- 我们看好天士力的核心逻辑在于其发展符合国家政策导向，善于捕捉医改机会，其核心优势包括产品力强、营销力强、政府力强、管理团队运营能力强及掌握规范的GAP种植基地。
- 中报收入、净利润同比增长39%、12%，主业增长40%：工业、商业同比分别增长39.7%、39.25%。公司积极布局基药，预计上半年丹参滴丸同比增长近20%；养血清脑颗粒原本在09医保，加上进入14省地方基药目录和2个省会城市基药目录，预计同比增长40%以上，水林佳新进09医保，预计同比增长约35%，益气复脉粉针目前已进入14个省医保，公司积极加强推广，预计同比超翻番增长。
- 产品梯队完善：公司具有10亿以上的丹参滴丸、4~5亿的养血清脑以及过亿的水林佳，12年预计将有5~7个二线品种成长为过亿品种，同时11年丹参多酚酸、重组尿激酶原两个大品种获批，控股子公司金纳生物亚单位流感疫苗已上市销售，产品线非常丰富。
- 业绩预测与投资评级：预计12~14年净利润增长25%、28%、24%，实现EPS 1.48元、1.89元、2.35元。公司激励机制完善，丹滴在高基数基础上有望重新获得高增长，二线品种处于快速增长期，新产品梯队完善，维持“强烈推荐-A”评级。
- 风险提示：国家药品降价政策出台和美国临床试验结果低于预期。

瑞康医药：快速增长的区域性商业龙头

- 我们看好瑞康医药的逻辑在于中国的医药商业以区域性竞争占主导，公司为山东省最大医药商业企业，市场份额不足10%，通过“内生+外延”方式发展，未来提升空间较大；山东的高速公路网络优势以及瑞康自身物流、采购、财务的一体化优势使其在商业竞争中占据优势；
- 12年的增长来自于高端医院驱动、基药配送拉动以及医疗器械配送带动：
 - 规模以上医院由“广度到深度”开拓，预计保持30%以上增速：高端医疗收入占比超过80%，在山东省规模以上医院的覆盖率达97%以上，居省内第一，烟台、威海、青岛为成熟市场，济南、淄博次之，西部地区增长超过50%，部分超过85%。济南物流基地下半年投入使用；
 - 基药配送业务进入高增长期，预计12年贡献收入8亿元：公司具有210多人的基药队伍，覆盖142个区县，配送产品数量占到中标产品的97%。山东省2011年5月开始国家基本药物配送，12年全年配送且基药实施范围扩大至村卫生室，预计基药网上配送将扩大为11年4倍，超过40亿元；
 - 医疗器械耗材配送业务有望成为新的利润增长点：目前没龙头企业，分散招标，省采为未来趋势。11年底配送队伍已建成，毛利率15~20%，预计2012年配送规模超过1个亿。
- 预计12~13年净利润同比分别增长44%、35%，EPS 1.3元和1.75元，维持“强烈推荐-A”评级
- 主要风险是山东省医保目录品种招标或影响公司规模以上医院配送的盈利能力。

智飞生物：业绩拐点已现

- 中报收入、净利润同比分别增长5%、11%：
- 药品经营企业增值税缴纳方法改变，将显著增厚利润：经营生物制品批发业务的母公司和全资子公司重庆智仁按照销售额的3%简易征缴增值税，按照11年销售额测算，预计将增厚净利润3357万元，占11年净利润的17%。
- 预计2012年代理默沙东产品有靓丽表现：2011年4月到2012年6月代理合同金额为2.2亿，我们认为智飞会按期完成此合同，按40%毛利率测算贡献收入3.67亿，而2011年仅确认收入和服务费约9000万元，剩余部分将在后续确认；
- 自主研发产品逐步推向市场：自产的Hib疫苗12年1月获生产批件，已进行现场检查申请，我们预计年中通过GMP认证，下半年或可上市，Hib的毛利率将大幅提升。公司研发能力突出，储备产品丰富，产品梯队合理，公司逐渐走出自由品种短缺困境，业绩增长潜力巨大；
- 业绩预测与投资评级：智飞生物在民营疫苗企业中销售能力最强，我们坚持前期判断：“自主+代理新产品”将带来公司业绩拐点，2012年代理默沙东产品高速增长，2013年自产Hib产品放量，重磅产品AC-HIB上市，预计12~13年EPS0.66、0.9元，维持“审慎推荐-A”投资评级。
- 风险提示：新产品上市时间低于预期、部分产品竞争激烈。

恒瑞医药：国内创新的标杆企业

- 中报收入、净利润同比增长21%、19%符合预期：肿瘤药注射剂国内首次发往美国，同时注射剂国内首家通过欧盟认证，国际化有望成为公司未来重要增长点；
- 产品线方面：抗肿瘤药在部分新品种的带动下增速有所加快，预计同比增长接近20%，其中奥沙利铂、多西他赛稳定增长，伊力替康预计增长超过30%；预计手术用药、造影剂收入同比增长超过20%；电解质输液高速增长，同比预计增长超过100%。
- 新产品方面：1.1类新药艾瑞昔布11年获批上市，12年的重点工作是进行省级招标以及临床推广工作，凭借其良好的治疗效果以及对胃肠道较低的副作用，未来有望较快上量；阿帕替尼胃癌适应症年底内有望获批，肺癌适应症年内有望报批；法米替尼肾癌二期完成后启动有条件提前上市申报；瑞格列汀有望今年进入三期临床。
- 业绩预测和投资评级：预计12~14年净利润同比增长24%、25%和26%，实现EPS 0.88元、1.11元和1.39元。公司是国内最具新药创制能力的佼佼者，我们看好公司创新和国际化的潜力和前景，维持“审慎推荐—A”评级。
- 主要风险是抗肿瘤药的降价幅度超过预期、新药研发及推广低于预期。

华润三九：中药处方药高速增长，下半年成本继续下降

- 上半年收入、净利润23.9%、26.9%，实现EPS 0.53元，符合我们7月5日《医药行业2012年中期业绩前瞻-中期业绩符合预期，关注增速环比加快个股》预期。
- 判断下半年成本继续下降，有利于估值的提升：国内白糖现货价格去年3季度开始下降，但2季度仍处在上涨过程，由于公司的库存大概有3个月的周期，12年2季度的白糖价格基本决定3季度的白糖成本，由于12年2季度白糖现货价格6500元/吨左右，大幅低于去年同期的7000~7200元/吨；同时大宗家种中药材价格自11年下半年开始都有所下降，考虑到库存，而随着8、9月份大批品种产新的到来，预计该类品种价格仍将继续回落。
- 外延式增长是新的增长点：11年并购了本溪三药、神鹿双鹤、双鹤高科及北贸等4家企业，获得胃肠、心脑血管等领域的多个优质品种；广东顺峰药业已经完成并购，预计2季度起并表，丰富公司皮肤药产品线；根据公司的战略规划，我们预计公司未来在妇科等领域仍有并购的可能。
- 业绩预测和投资评级：预计12~14年净利润同比增长29%、25%和22%，实现EPS 1元、1.25元和1.52元。公司是一家优秀的OTC品牌企业，处方药也正在迅速壮大，未来随着成本压力缓解，业绩弹性较高，同时未来具有外延扩张带来的增长预期，目前估值相对安全，维持“审慎推荐-A”投资评级，建议长线投资者关注。
- 风险提示：基药目录内品种降价。

东富龙：订单饱满，估值有优势

- 上半年收入、净利润同比增长9%、25%：12年上半年预收款增加1.65亿元，我们判断公司上半年订单快速增长。
- 12年冻干订单有望超预期，我们对13年订单也不悲观：11年由于观望以及货币收紧，新增订单较少；12年受13年改造大限及货币趋松影响，预计订单增速有望超过50%，为13年的高增长奠定基础。截至5月15日，现有的500家冻干生产企业只有26个车间通过新版GMP认证，我们认为改造的订单并不会在12年一次性集中释放，我们对13年冻干的新增订单并不悲观。
- 市场过分关注冻干，而忽略了公司的战略延伸：近年GMP改造将带来增长小高峰。但长远，公司占据高端的冻干领域制高点，利用超募资金的先发优势，通过收购、合资及研发等多种方式向冻干工程、可最终灭菌无菌注射剂、其他装备领域发展，并向全球扩张，打造综合性、全球化的药机装备生产企业。
- 维持业绩预测和投资评级：预计12~13年实现EPS 1.3元、1.86元，同比分别增长25%、43%。公司近期订单饱满。公司在技术、性价比、人才、良好的公共关系、市场品牌、销售网络、客户服务等方面的具有竞争优势，维持“强烈推荐-A”评级。
- 主要不确定因素：原材料价格波动；竞争对手的恶性竞争。

千金药业：基药市场高速增长，预计下半年增速将加快

- 中报业绩符合预期，Q2增速加快：上半年分别实现收入、净利润6.89亿元和6324万元，同比分别增长19.9%和33.2%，实现EPS 0.21元，基本符合我们中报业绩前瞻预期（EPS 0.2元，增长30%）。Q2净利润同比增长38.1%，高于Q1的26.7%，主要是母公司Q2收入恢复增长，同比增长17%（Q1下滑2%）。Q2的增长主要是由于千金片OTC品规调整的完成以及基药市场的开拓。
- 分产品来看：主营千金系列的母公司实现收入2.97亿元，同比增长7.7%，预计千金片、千金胶囊实现收入约1.5亿元、1.2亿元，同比增长5%、15%。
- 基药高速增长：主攻基药市场的千金片144片品规上半年预计实现收入约5000万元，同比增长约150%，主要是由于基药的覆盖范围同比大幅增加。
- 千金片OTC品规调整完成，胶囊事件影响弱化，预计母公司下半年增速将加快：公司年初以来将OTC品规由72片调整为108片，由于需要消化原先渠道72片的库存，因此Q1千金片整体发货下滑10%，但Q2后已基本完成调整，上半年恢复小幅增长5%，预计Q3开始正常发货，千金片增速将提升；千金胶囊Q2小幅受到“胶囊事件”影响，但上半年仍保持15%增速，现在影响已基本消除，预计下半年增速将有所加快。
- 业绩预测与投资评级：预计12~14年主业净利润同比分别增长45%（主业增长32%）、23%、22%，实现EPS 0.4元、0.49元和0.59元。公司是我们看好的基本药物制度受益品种之一，有一定弹性，当前股价对应2012年预测PE 29倍，维持“强烈推荐-A”评级。
- 主要风险是基本药物制度推进低于预期。

鱼跃医疗：预计12年业绩增速前低后高

- 中报收入、净利润同比增长11%、13%，预计增速“前低后高”：康复护理系列实现销售3.48亿，同比增长6.5%，其中，预计电子血压计增长40%以上；医用供氧系列实现销售2.37亿，同比增长15.6%，其中，预计制氧机的增速在35%以上；医用临床器械实现销售0.88亿，同比增长15.7%，预计主要是高值耗材增速较快。海外销售增速同比下降，主要受欧美经济低迷的影响，预计下半年增速逐步恢复。
- 第67届医博会推出血糖仪等新品，12年存在费用压力，业绩预计前低后高：公司聘请了资深研发团队和专业营销团队运作该产品的推广，既立足于公司有传统优势的OTC渠道，也会从临床渠道打造学术推广队伍，目前经销商拿货意愿积极，预计12年该产品的收入在5000万元左右。此外，在最近的第67届医疗器械博览会上空气消毒净化器也揭开神秘面纱，预计近期推出。医院临床渠道中亦或将新增加高值耗材品种，新产品的推广费用增加会对公司业绩形成压力，预计12年公司业绩前低后高。
- 维持“强烈推荐-A”投资评级：维持盈利预测为12~14年收入同比增长38%、37%、36%，净利润同比增长32%、31%和35%，实现EPS 0.56元、0.74元和1.00元(按最新股本摊薄)。虽然公司由于业绩基数变大，增速有所放缓，但公司在营销和成本控制方面具有优势，储备产品丰富，是我们长期看好的品种，12年业绩前低后高，维持“强烈推荐-A”评级；
- 主要风险是新产品开发低于预期。

中新药业：大品种，营销改革、异地扩张促增长

- 上半年收入、净利润同比增长24%、65%：主要是参股公司贡献投资收益、转让中央药业一次性收益以及主业增长所致。核心品种速效救心丸医院市场开拓进展顺利，上半年实现收入4.3亿元，同比增长30.8%，其他大品种如舒脑欣滴丸、癃清片、胃肠安、黄芪多糖粉针、特子社复等上半年收入增速均超过30%。
- 医院营销改革促增长：开辟新品规专攻医院市场，通过合作开发方式提升目标医院销量。由于11年医保招标省份较少，导致医院市场的开发低于预期，但在已进行招标的省份如上海、安徽、山东、北京、云南等省份，速效救心丸在医院市场都录得100%以上增长。我们判断随着今年各省医保招标的陆续开展，速效救心丸的成功模式将在全国得到推广。
- 主要产品借新进医保之势实现异地快速扩张：09年通脉养心丸、治咳川贝枇杷滴丸、清肺消炎丸、胃肠安丸等16个品种新进国家医保，加强产品的异地开拓，同时速效救心丸的医院开发模式在其他品种上也得到应用，预计未来天津外市场的销售比重将大幅提升。
- 参股企业质地优秀，投资收益有望突破：其中中美史克的广告费用投入降低以及广告及宣传费用的税前扣除比例的恢复将带动其投资收益大幅上升。
- 预计12~14年净利润同比增长72%、5%、23%，实现EPS 0.58元、0.6元和0.74元。公司品种优秀，我们认为仍有较大空间，维持“审慎推荐-A”评级，建议关注。
- 风险提示：原材料价格、营销改革节奏低于预期。

科华生物：业绩向上趋势明确

- 12年中报收入、净利润同比分别增长19%和4%，实现EPS 0.24元，预计下半年增速将有所加快
- “仪器+试剂”捆绑策略，带动生化试剂每年将保持30%以上增速：生化诊断是医院最为常规的检测项目，具有简单方便、快捷、成本低等特点。11年生化试剂收入增长23%，12年开始加大进口及自产仪器投放力度，预计全年投放进口仪器5000万，按100万元/台，目标一台设备第一年做到50万试剂，预计第一年新增生化试剂销售2500万元。
- 自产生化仪器产能瓶颈解决，13年产能释放；仪器代理销售将带动耗材和试剂的销售；化学发光产品将带动免疫试剂增长；真空采血管业务产能13年释放；试剂出口业务短期内虽受经济形势及汇率影响，但长远来看仍具有较大潜力；
- 维持业绩预测和“审慎推荐-A”投资评级：公司是国内体外诊断试剂龙头企业，未来我们看好公司在“生化试剂+仪器”一体化发展，预计未来几年新的试剂持续不断推向市场，明年自产生化仪器产能瓶颈解决并放量，预计12-14年EPS为0.53、0.65、0.78元；公司估值较为便宜，我们认为公司被低估，由于出口业务等因素影响，公司中报预计较为平稳，但公司业绩逐季改善趋势明显，向上趋势明确，建议长线投资者介入，维持“审慎推荐-A”投资评级。
- 风险提示：自产生化仪器业务低于预期、生化试剂竞争激烈、出口低于预期

沃森生物：打造“大生物药”产业链

- 延伸物药产业链，提升综合竞争力：疫苗作为传染病预防用制品与血制品、单抗等治疗性药物有很好的契合。公司于7月份1.02亿增资上海丰茂生物，占51%股权。并成立上海沃森生物将从事单抗产业园一期工程项目，并实施5个单抗、1个重组蛋白药物产业化。若收购河北大安（血制品）成功，沃森生物将成为国内生物药产业链最为丰富的公司之一，我们认为公司的新型潜力疫苗及单抗的获批在15-16年后，而大安的血制品业务将保障公司15年之前持续稳健增长。
- 河北大安有采浆区域优势：大安制药是河北省境内唯一一家经政府批准建设并拥有单采血浆站的企业。公司已获得包括人血白蛋白等4个药品生产批准文号，公司仅在2007年批签发人血白蛋白5.85万瓶，后因生产工艺变更原因而暂停生产，主要产品人血白蛋白已通过监管部门现场核查，正在等待生产批件的批复。公司已形成年100吨左右的采浆能力，现已储备了约180吨血浆。在公司经批准建设的另外二个单采血浆站（魏县、栾城）正在筹建中，后期还可分期分批在河北省再建新的采浆站。
- 疫苗产业化平台获国家大力支持：财政部日前公布的蛋白类生物药和疫苗拟支持单位名单：沃森生物“系列重大传染病预防用疫苗新产品产业化能力建设”在列。国内仅有2家医药上市公司获批疫苗资助项目，另一家为华兰生物。表明了公司在疫苗研制及产业化方面处于国内领先地位。
- 业绩预测和“审慎推荐-A”评级：预计12~13年净利润同比增长23%、20%，实现EPS 1.42元、1.71元。对应PE 30、25倍，维持“审慎推荐-A”评级。
- 风险提示：产品获批进度低于预期；疫苗竞争激烈风险

信立泰：氯吡格雷降价幅度好于预期，股价将修复

- 氯吡格雷降价幅度大幅好于预期，预计股价将修复：7月中旬以来股价调整幅度较大（29元到21元），主要是受到传言氯吡格雷价格将大幅下调的影响（市场一度传言降幅达到30%），此次降幅10%（98.9元下调到89元）大幅好于预期，预计股价将逐步修复；
- 部分省份中标价有小幅调整压力，整体幅度预计在5%以内：部分省份如上海、北京、辽宁、浙江等省份现有的中标价格加上15%的加成后价格小幅高于最新的最高零售价，有调价压力，但整体幅度预计在5%以内；
- 从竞争格局上来看，对泰嘉较为有利：竞争对手原研企业赛诺菲的波立维降价幅度也是10%（152元下调到137元），但是由于波立维原先的中标价在128~132元之间，均价大约为130元，加上15%加价，销售价格大约为149元；预计此次价格调整后，中标价格的调整幅度大约为8%，高于泰嘉，从竞争格局的角度来看，对泰嘉有利；
- 业绩预测与投资评级：由于10%的最高零售价格调整幅度已经在我们之前的盈利预测中，我们维持预计12~14年净利润同比增长28%、26%、25%，实现EPS 1.19元、1.5元、1.87元。公司是具有战略眼光、布局长远的创新型企业，在心血管营销具有难以逾越优势，且将受益于医保付费方式改革，当前股价对应12年预测PE 21倍，维持“强烈推荐—A”评级，建议关注。
- 主要风险是主要产品的竞争品获批后招标价格下降。

贵州百灵：快速成长的苗药龙头

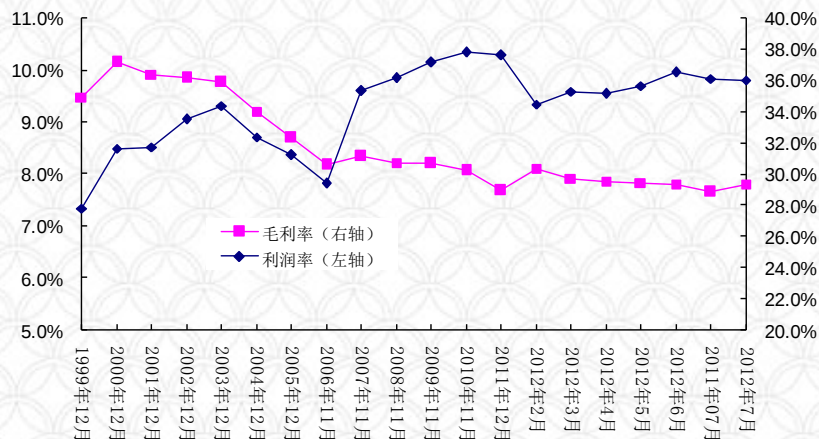
- 中报收入、净利润同比增长24%、23%符合预期。
- 公司在OTC和处方药领域仍将维持高速增长：11年银丹心脑通软胶囊预计突破3亿，收入增速在60%；金感胶囊增速40%左右；咳速停糖浆及胶囊整体与去年持平，符合我们的预期。
- 中药材种植和苗药整合正在稳步推进： 中药材种植方面：10年12月17日迄今，公司公告了合作种植1万亩太子参（12年种植7500亩）+1万亩山银花+281亩虎耳草，开始了对贵州道地药材的深入挖掘之旅。 苗药整合方面：公司在今年4月、6月和9月分别公告，收购世禧制药100%股权、贵州和仁堂药业60%股权和贵州正鑫药业有限公司100%的股权。
- 维持业绩预测和“强烈推荐-A”投资评级：预计12~14年收入同比增长37%、35%、34%，净利润同比增长29%、29%和30%，实现EPS 0.54元、0.74元和0.97元。经过近几年的快速成长，公司业绩基数变大，预计公司未来将加强对其他现有苗药品种的市场推广，同时将初步介入保健饮料市场，12年费用压力依然较大，但鉴于公司主营药品业务稳定高成长、中药材种植可复制性强、苗药整合带来的想象空间巨大，我们维持“强烈推荐-A”的投资评级；
- 主要风险是药材价格波动以及新药推广低于预期

□医药板块工业数据点评

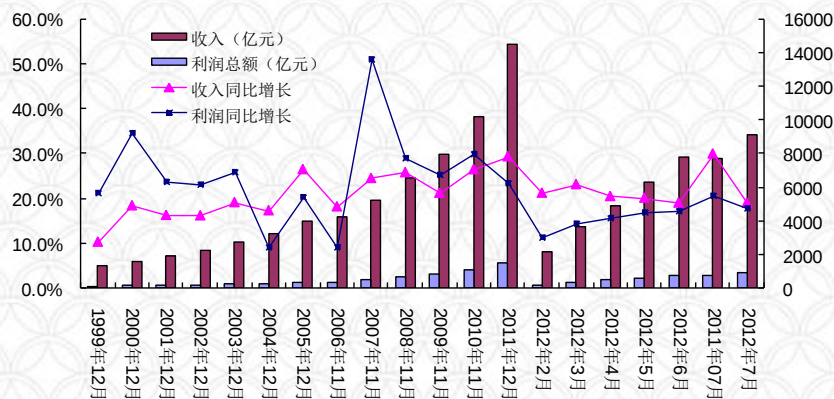
预计医药板块12年8月将延续前期增长

- 医药工业1~7月保持稳定增长: 1~7月份分别实现收入、利润总额9094.8亿元和891.3亿元, 同比分别增长19.1%和17.8%, 1~7月份增速保持稳定增长符合预期, 但增速低于11年同期的30%和20.7%。我们判断1~8月份数据与1~7月份数据相当;
- 1~7月份毛利率同比提升, 利润率持平: 1~7月份毛利率29.3%, 同比提升0.5ppt, 销售费率、管理费率 and 财务费率同比分别提升0.53个、0.08个和0.06个百分点, 利润率9.8%, 同比持平。

医药工业收入、利润增速变化图



医药工业毛利率、利润率变化图



资料来源: 国家统计局、招商证券研究

医药上市公司2012年3季报业绩预警分析

- 截至10月6日，医药板块共有57家上市公司发布业绩预警，我们按照预测幅度的中值进行分析：
- 预增公司33家：
 - 预计幅度超过100%的1家：舒泰神（115%）、红日药业大幅增加，未表明增幅；
 - 预计50~100%的2家：浙江震元（60%）、海思科（50%）；
 - 预计30~50%的7家：瑞康医药（43%）、和佳股份（43%）、国药一致（42%）、泰格医药（40%）、迪安诊断（37%）、恩华药业（35%）、太安堂（30%）；
 - 预计0~30%的23家：
- 预减公司16家
- 预亏公司7家
- 扭亏公司1家：ST鑫富

医药上市公司2012年3季报预警情况

名称	预警类型	净利润下限 (万元)	净利润上限 (万元)	同比下限 (%)	同比上限 (%)	同比中值 (%)	名称	预警类型	净利润下限 (万元)	净利润上限 (万元)	同比下限 (%)	同比上限 (%)	同比中值 (%)
红日药业	预增	大幅度增加					信邦制药	续盈	2821	3761	-10	20	5
舒泰神	预增	11638	13384	100	130	115	科华生物	略增	19121	21034	0	10	5
浙江震元	预增	3523	3992	50	70	60	独一味	略增	5100	5500	0	10	5
海思科	预增	27178	33217	35	65	50	奇正藏药	略增	9584	10542	0	10	5
瑞康医药	略增	7418	8242	35	50	43	沃华医药	续盈	0	500	-30	20	-5
和佳股份	略增	7937	8818	35	50	43	千红制药	续盈	8944	12297	-20	10	-5
国药一致	略增	33000	36900	34	50	42	佛慈制药	续盈	1973	2714	-20	10	-5
泰格医药	略增	4420	4850	33	46	40	*ST鑫富	扭亏	2300	2800	225	252	239
迪安诊断	略增	4048	4260	33	40	37	海普瑞	略减	40816	51020	-20	0	-10
恩华药业	略增	10465	13082	20	50	35	东诚生化	略减	7762	9702	-20	0	-10
太安堂	略增	5047	6882	10	50	30	新和成	略减	65853	94076	-30	0	-15
誉衡药业	略增	7551	11326	0	50	25	华兰生物	略减	21581	30830	-30	0	-15
信立泰	略增	31482	38637	10	35	23	双鹭药业	略减			-30	0	-15
达安基因	略增	5446	6436	10	30	20	力生制药	略减	14565	29130	-50	0	-25
汉森制药	略增	5125	6055	10	30	20	金达威	略减	7417	11125	-40	-10	-25
贵州百灵	略增	13852	16371	10	30	20	以岭药业	略减	14785	26614	-50	-10	-30
海翔药业	略增	7763	10092	0	30	15	九安医疗	略减	872	1395	-50	-20	-35
鱼跃医疗	略增	17428	22656	0	30	15	紫鑫药业	预减	6000	8000	-62	-50	-56
科伦药业	略增	68745	89369	0	30	15	英特集团	预减	3644	5467	-80	-70	-75
嘉事堂	略增	4420	5740	0	30	15	桂林三金	预减	0	7208	-100	-70	-85
尚荣医疗	略增	3946	5130	0	30	15	嘉应制药	首亏	-296	0	-130	-100	-115
双成药业	略增			10	15	13	亚太药业	首亏	-950	-585	-126	-116	-121
上海莱士	略增	13906	16688	0	20	10	广济药业	首亏	-5500	-4500	-430	-370	-400
众生药业	略增	11462	13754	0	20	10	哈药股份	预减	同向大幅下降				
仙琚制药	略增	9956	11947	0	20	10	*ST金泰	续亏	亏损				
精华制药	略增	4173	5007	0	20	10	ST东盛	首亏	亏损				
永安药业	略增	5500	6600	0	20	10	华北制药	首亏	亏损				
益盛药业	略增	6400	7600	0	20	10	莱茵生物	续亏	-2500	-2000	20	36	28
京新药业	略增	2500	2800	0	15	8							

资料来源: wind、招商证券研究

□近期政策点评

免疫、抗肿瘤和血液系统类药品价格调整

- 国家发改委9月18日发布《免疫、抗肿瘤和血液系统类药品价格调整》，涉及95个品种、200多个代表剂型规格，10月8日开始实施：
- 我们在9月月报中的近期政策点评中提出了9月份需要重点关注免疫、抗肿瘤和血液系统类药品的价格调整，此次降价时点符合预期，平均降幅17%，略好于预期；
- 价格调整有降有升：此次价格调整对日费用高的药品加大了降价力度、对日费用低的药品不降价，鼓励价格相对低廉药品的生产供应；对部分临床供应紧张的血液制品适当提高了价格；对专利等创新型药品适当控制降价幅度，利用价格杠杆促进药品的研发创新；对原单独定价药品，进一步缩小与统一定价药品之间的价差，促进市场公平竞争。
- 降价重点需要分析的包括两方面：1、新的最高零售价格和终端价格之间的价差（由中标价格加上加成产生），如果价格调整后的最高零售价低于终端价格，中标价格需要调整，中标价格调整压缩的利润空间由厂商、代理商及利益相关人承担，分担的比例由产品的竞争格局决定；2、同个品种需要分析单独定价和统一定价的降价幅度以及实际终端影响程度，品种的实际降价幅度不同将影响终端的运作格局。

免疫、抗肿瘤和血液系统类药品价格调整

□ 重点公司影响方面:

- 信立泰 氯吡格雷 (25mg*20) 由98.9元降至89元, 降10%, 大幅好于市场预期, 对信立泰影响在5%以内;
- 华东医药 环孢素 (5g:50ml口服、10mg*50软胶囊、25mg*50软胶囊) 最高零售价同比下降21.4%、17.6%、17.9%, 但以往中标价*1.15或加75元未超最高零售价; 吗替麦考酚酯 (250mg*40) 和他克莫司 (1mg*50) 最高零售价分别下降20.8%和21.2%, 新的最高零售价低于市场价, 预计影响约5%左右;
- 恒瑞医药 奥沙利铂 (100mg/500mg冻干粉) 最高零售价格分别下降38.3%、38.5%, 对恒瑞的影响预计略超5%; 多西他赛 (20mg:1ml) 最高零售价下降26.8%, 对恒瑞中标价无影响; 伊立替康 (40mg) 最高零售价668元, 对恒瑞中标价影响预计超过10%。
- 海正药业 吉西他滨 (200mg、1g) 最高零售价下降26%、22.8%, 对海正无影响; 吡柔比星、表柔比星分别下降11.8%、10.9%, 对海正影响在10%左右;

免疫、抗肿瘤和血液系统类药品价格调整

- 血制品生产企业（华兰生物、上海莱士、天坛生物、博雅生物等）：静丙（2.5g）最高零售价561元，由于以前中标价主要参考的是2010年上海发改委制定的最高零售价600元（2.5g），此次调整对静丙生产企业有一定压力；人纤维蛋白原（0.5g、1g）分别提高至147、249.9元，分别增长138.1%；人凝血因子Ⅷ(200IU)最高零售价396元，华兰生物中标价还有空间；重组人凝血因子Ⅷ最高零售价下降15%至1122元（250IU）。
- 益佰制药洛铂（50mg,冻干粉）最高零售价1918元，益佰制药招标价在1800~1950元，影响在10%以内

化学药最高零售价调整告一段落

- 此轮化学药的最高零售价格调整从2010年11月份开始，一共出台了5个政策文件，至2012年9月，全部化学药最高零售价格已经调整完毕，回顾这一轮药品价格调整，主要特点包括：
- 降价幅度在14~21%之间，整体幅度与历史降价幅度相当
- 单独定价品种（主要是原研药和国内首仿药）与统一定价品种降价幅度相当，这是自1997年来的首次，由于单独定价品种原来中标价与最高零售价空间较小，降价后对中标价的影响远大于统一定价品种，这对单独定价品种和统一定价品种竞争格局将产生一定影响，整体上利好统一定价品种
- 日使用金额的高低是价格调整的重要依据，价格调整有升有降，对价格低廉、临床使用紧张的品种适当提高了最高零售价格
- 抗微生物类品种降价幅度最高，达到20%以上，体现了国家对控制抗微生物药物滥用的政策导向
- 最高零售价调整后新一轮省级招标并未大规模展开，部分之前调整后最高零售价格低于原终端销售价格的品种已经调整到最新的最高零售价，随着后续新一轮省级招标的展开，这一类品种预计将有一定的中标价下降压力

最高零售价格调整将影响行业格局

□ 我们在3月月报已对药品降价做了讨论：

- 出厂价降幅应远小于最高零售价的降幅，具体降幅取决于产品的议价能力：目前药品价格链条是：出厂价（决定工业企业的盈利空间）---中标价（决定代理商的盈利空间预计产品的运作空间）---零售价（中标价加价15%，医院获得）---最高零售价，国家调控的最高零售价，目前大部分药品零售价与最高零售价有一定空间，零售价需要调整的幅度小于最高零售价的调整幅度；零售价调整后倒逼中标价以及出厂价调整，最终出厂价调整幅度取决于产品的议价能力；
 - 品种间的价格降幅不同将导致彼此间的竞争格局发生变化，资源向优势品种集中：我们需强调的是：品种的降价是人为维护的结果，这也是我们看到不同品种间价格降幅差别极大的原因。降价后产品运作空间占据优势的企业将受益，这也是我们定义中的优势品种，它们可能是：1、价格降幅相对较小；2、最高零售价调整后与现有零售价仍有较大空间。当前这种“以药养医”的格局下，优势品种在降价后获得竞争优势，产品迅速放量；且优势品种生产企业议价能力强，出厂价受损幅度低，对它们而言其实是大幅受益的；需强调的是，优势品种往往具有更高的日使用金额。
 - 优势品种的替代效应拉动了行业的增长：97年药价调控以来，我们的人均单次住院费用、门诊费用基本每年都是向上走的，为何药价降了，费用还向上走呢？个中理由就是我们前文所述的“日使用金额更高”的优势品种替代了其他弱势品种。我们的门诊、住院人数年复合增速约10%，行业增速大约20%，粗略来讲，产品的这种替代效应大约贡献了行业10%左右的增长。
- 理性看待降价：医药行业是管控最严厉行业之一，降价对行业整体存在不利影响，但需强调的是实际幅度没有看上去的大，同时需要看到危中有机，部分品种将受益与降价带来的格局变化。

历次药品价格调整一览表

历次药品价格调整情况概览

次数	时间	降价范围	平均降幅	年降价总额 (亿元)	次数	时间	降价范围	平均降幅	年降价总额 (亿元)
1	1997年10月	15种抗生素和32种生物制品	15%	20	16	2004年7月	18种药品单独定价方案	NA	NA
2	1998年4月	解热镇痛类等38种药品	10%	15	17	2005年10月	下调抗生素、生物制品、维生素等22种药品价格	40%	40
3	1999年4月	21种头孢类中管药品	20%	20	18	2006年6月	67种抗肿瘤药	23%	23
4	1999年6月	西力欣等150种进口药品	5%	8	19	2006年8月	调整99种抗生素最高零售价	30%	43
5	1999年8月	降纤酶等2种生化药品	15%	1.2	20	2006年11月	32种中成药肿瘤用药	15%	13
6	2000年1月	人血白蛋白等12种中管生物制品	10%	3.4	21	2007年1月	调整心脑血管等10类354种药品的最高零售价格	20%	70
7	2000年6月	头孢拉定等9种药品	15%	12	22	2007年2月	278种中成药内科用药最高零售价格	15%	50
8	2000年10月	氨苄青霉素等21种抗感染药品	20%	18	23	2007年4月	调整188种中成药的零售价格	16%	16
9	2001年4月	医保目录69种抗感染药品	20%	20	24	2007年5月	制定吡喹酮等260种药品最高零售价格，70%降价	19%	50
10	2001年7月	医保目录49种中成药	15%	4	25	2009年10月	制定基本药物（基层版）最高零售指导价，共307种，其中45%降价	12%	NA
11	2001年12月	抗肿瘤、循环系统用药、神经系统用药以及治疗精神障碍等医保目录383种化学药	20%	30	26	2010年11月	降低头孢曲松等部分单独定价药品的最高零售价格，涉及抗生素、心脑血管等17大类药品	19%	20
12	2002年12月	消化道、血液系统及诊断用药等医保目录199种化学药	20%	20	27	2011年3月	调整部分抗微生物类和循环系统类药品最高零售价格，涉及162个品种，近1285个品规	21%	100
13	2003年3月	公布医保目录种267种中成药的最高零售价，其中甲类67种，乙类200种	14%	15	28	2011年8月	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，共涉及82个品种、400多个剂型规格	14%	NA
14	2003年4月	调整枸橼酸芬太尼等3种特殊药品价格	NA	NA	29	2012年3月	调整部分消化系统类药品最高零售限价。共涉及53个品种，300多个剂型规格	17%	30
15	2004年6月	大幅调低24种抗感染类药物价格	30%	35	30	2012年9月	调整部分免疫、抗肿瘤和血液系统类药品最高零售价，涉及95个品种、200多个代表剂型规格	17%	NA

资料来源：发改委网站、招商证券研究

北京市基本药物招标方案

- 北京市9月18日发布了《基本药物集中采购公告》，并于9月28日发布了细则，至此，北京成了西藏以外最晚公布基本药物采购方案的地区。北京方案很多地方参考了广东方案，同时也意味着基药招标中安徽模式的转向：
- 北京方案借鉴广东符合预期：我们在6月3日的报告《医药行业2012年6月月报-龙头股进入收获期，成长股也将有表现》中指出：“广东省是全国药价改革试点省份，因此其关于药价政策及招标动态对其他省份具有很大的示范作用，具有指标性意义”。具体借鉴内容包括：上下联动、左右联动、区分质量层次、设定低价药品目录等
- 上下联动：医疗机构药品集中采购和基层基本药物集中采购之间价格联动，规则衔接，数量结合；
- 区分质量层次：我们认为，安徽模式中“单一品规单一企业中标”、即单一货源承诺是产生低价中标的根本原因，而“双信封”只是一种招标的议价方式；此次北京允许除了最低价中标以外，还有1~2个综合评分较高的企业中标（即考虑了产品的质量层次，而非“唯低价中标”），相对而言，北京的质量层次区分的更加彻底，广东省只有在县级以上医院才区分质量层次；
- 区分了低价药品目录：允许日使用进入3元以下的品种进入低价药品目录（广东规定中药是1.5元、西药是1元），低价药品只选取经济技术标书评审得分高的3个品牌中标（广东省只允许1个品牌中标）；

北京市基本药物招标方案

- 左右联动：北京方案中左右联动的做法可能会被市场理解成一个苛刻的地方，即“参照全国最低中标价实行动态联动机制”（即同企业相同品规在北京的中标价格不得高于该品规在其他省份的中标价格），而广东的做法是“不得高于参照省份的平均价格”。实际上，北京市的“左右联动”政策影响并不大：
 - 原先其他省份不区分质量层次，很多企业选择了弃标，所以有质量优势的企业在前面的基本药物招标中可能并没有中标；
 - 对于独家品种或者维价能力比较的企业而言，其本身在全国的中标价格相对稳定，选择其中的低价中标影响也不大；
 - 部分价格倚低的省份，有较强运作能力的企业可以通过合理申诉，使得该价格不作为参考价格。

- 我们认为，需要重点观察的是北京市这种左右联动的做法是否会被其他省份采纳，如果其他省份跟进的话，我们判断未来同企业同品规的中标价格将收敛，全国平均价格会有一定程度的下降；如果只是北京市的个例，那影响将是非常小的；

我们判断未来基本药物招标将转向

- 区分质量层次是大势所趋：从广东省这个具有标杆意义的省份以及随后北京出台的招标采购方案来看，区分质量层次、废除单一货源承诺将是未来基本药物招标的趋势，未来的基本药物招标在形式上会逐步向医保招标模式靠拢。这样的结果将是原来“唯低价”中标的方式即将发生改变，允许具有质量优势的企业以一个相对高的价格中标，从而保证生产企业供货的积极性以及基层用药的可及性；
- 上下联动：上下联动解决的是同个企业同个品规药品在同个城市不同医疗机构销售价格不同的问题，未来推行也是大势所趋
- 基本药物实施范围扩大到县级以上医院：上下联动后下一步就是基本药物实施范围的扩大，目前部分省份提出了县级以上医疗机构基本药物的使用比例，但并未严格执行，未来如果严格执行，对基本药物中的优势品种来讲放量将是巨大的。
- 我们仍然坚持我们的基药的受益逻辑：1、产品适合基层：疗效确切、适合基层医生用药习惯，适合基层就诊的疾病特征；2、价格维护能力：首先体现在产品中标价格的维护能力，只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；3、队伍沉下去：由于目前基层实行零差率销售，医生的积极性受到压制，需要企业队伍下沉，加强终端开发能力，解决医生开药问题。

关于推进县级公立医院医药价格改革工作的通知

- 发改委、卫生部和人保部9月19日发布《关于推进县级公立医院医药价格改革工作的通知》：重点提出通过取消药品加成、调整医疗服务价格、改革收付费方式和落实政府办医责任等4个方面政策，以破除“以药补医”机制。
- 县级公立医院改革的重要性：县级医院利益相对简单、体量相对较小，决定了县级医院改革的阻力和难度相对较小，通过“农村包围城市”般的改革路径更有利于整个公立医院改革的推进；另一方面，国家强调强基层、保基本，作为医疗网络中承上启下的一环，县级医院具有重要的作用，通过改革明确减轻群众负担。
- 《通知》是以往文件的深化：三部门6月份已经发布了《关于县级公立医院综合改革试点意见的通知》，此次通知内容是对原先的深化，说明了对县级医院改革的重视。通知明确提出按照建机制、控费用、调结构、强监管的原则，通过取消药品加成、调整医疗服务价格、改革收付费方式和落实政府办医责任等，破除“以药补医”机制，降低群众医药费用负担，为2015年实现县级公立医院阶段性改革目标打好基础。

关于推进县级公立医院医药价格改革工作的通知

- **总量控制、结构调整：**即控制整体的医疗费用增长，在此基础上调整药品、医疗服务的收入结构；医疗费用的控制考虑经济发展水平、群众承受能力和基本医疗保障承受能力等因素；收入结构的调整初衷在于破除“以药补医”的机制，通过提高医疗服务的定价体现医生的价值，取消药品加成斩断医院与药品的利益。但需要强调的是，取消加成并没有斩断医生与药品的利益，医生仍然可以通过处方与药品实现利益挂钩，因此，政策的成功在于保证医生合理利益的基础上加大监管、惩治力度；
- **取消试点医院药品加成政策：**明确提出要确保试点公立医院的药品价格降低15%左右；坚持公立医院公益性质，切实加大财政投入。
- **调整医疗服务价格：**明确取消药品加成政策、增加政府投入同步推进，确保改革后群众医药费用负担有所减轻。试点期间，医疗服务价格调整权利在县、市（由省授权）；
- **积极推进医疗服务定价方式改革：**改革医疗服务以项目为主的定价方式，积极开展按病种、按服务单元等收费试点工作；要研究制定适应基本医疗需求的常见病、多发病的临床路径；
- **加强医药价格监管，并强化医药费用控制：**加强药品出厂价格调查和监测，严厉打击医药购销中各种回扣和非法折扣行为；抑制不合理使用药械以及过度检查和诊疗行为，将门（急）诊次均费用、住院床日费用、出院者平均医疗费用、药占比、总费用增长率等纳入县级公立医院目标管理责任制和绩效考核目标。

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。

杨烨辉，中山大学国际工商管理硕士，曾就职于江中制药集团和默沙东制药（Merck），2年医药行业从业经验，1年半证券投资经验。2011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。

张同，天津大学制药工程系硕士，2年医药行业经验，2011年3月加入招商证券，任医药行业分析师。

团队荣誉：2011年新财富最佳分析师第3名，证券业金牛分析师第2名，卖方分析师水晶球奖第3名。

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。